

伟星股份 (002003.SZ) 辅料龙头产能叠加品类扩张, 国际份额提升可期

2024年04月01日

——公司首次覆盖报告

投资评级: 买入 (首次)

日期	2024/3/29
当前股价(元)	10.49
一年最高最低(元)	11.16/8.52
总市值(亿元)	122.66
流通市值(亿元)	91.65
总股本(亿股)	11.69
流通股本(亿股)	8.74
近3个月换手率(%)	42.73

吕明 (分析师)

lvming@kysec.cn
证书编号: S0790520030002

周嘉乐 (分析师)

zhoujiale@kysec.cn
证书编号: S0790522030002

吴晨汐 (联系人)

wuchenxi@kysec.cn
证书编号: S0790122120013

● 辅料龙头产能叠加品类扩张, 国际份额提升可期, 首覆给予“买入”评级

公司深耕辅料 40 余年, 是国内综合规模最大、品类最齐全的辅料龙头。短期来看, 下游去库接近尾声, 接单趋势持续向好, 公司恢复态势优于同行; 长期来看, 随着公司基于自身竞争优势, 持续布局海外产能并加强产品质量标准化, 我们认为公司有望复刻 YKK 成功路径并抢占 YKK 份额, 未来业绩有望稳步增长, 我们预计 2023-2025 年归母净利润为 5.54/6.46/7.28 亿元, 对应 EPS 为 0.47/0.55/0.62 元, 当前股价对应 PE 为 22.1/19.0/16.8 倍。首次覆盖, 给予“买入”评级。

● 辅料行业: 市场空间较大, 本土龙头有望抢占全球份额

辅料行业市场空间较大, 经过测算 2023 年全球/中国辅料市场规模约为 2455/1080 亿元, 其中中国拉链/纽扣市场规模约为 560/287 亿元, 我国为拉链/纽扣出口大国, 占全球出口额比重的 68%/64.7%, 出口景气度较好。从竞争格局来看, 中高端头部供应商占据优势地位, 低端市场同质化低价竞争激烈, 我们认为具备扩张势能、盈利能力稳定的本土龙头有望持续抢占全球中高端市场份额, 伟星股份拉链/纽扣 2018-2022 年市占率稳步提升 0.7pct/1.2pct。

● 他山之石: 从 YKK 看辅料龙头成功路径, 全球化扩张可期

(1) 复盘 YKK: 龙头 YKK 拉链规模约 200 亿, 全球份额占据 21%, YKK 凭借自制设备一体化生产以及全球产能布局, 以标准化、高质量、创新性产品快速抢占市场份额, 成为全球拉链行业龙头; 未来 YKK 将加强成本竞争力, 从客户需求出发加强商品企划和开发, 持续拓展客户。(2) 伟星股份: 伟星股份凭借“产品+服务”的差异化战略打开市场, 保持高水平研发投入和新品开发, 并投入数字化智造赋能需求实现。未来将通过全球产能布局和多品类扩张, 持续抢占客户份额。(3) 对标 YKK: 未来伟星股份将基于自身竞争优势, 通过海外产能布局复刻 YKK 扩张路径, 数字化智造支撑规模扩张, 我们认为伟星股份有望复刻 YKK 成功路径并抢占 YKK 份额。

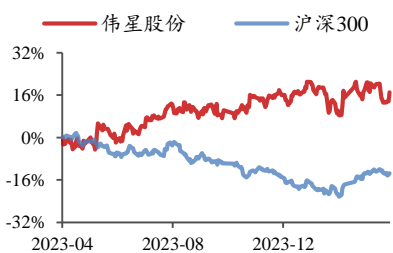
风险提示: 产能爬坡不及预期, 下游客户需求疲软风险、原材料价格大幅上涨。

财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3,356	3,628	3,916	4,414	4,979
YOY(%)	34.4	8.1	7.9	12.7	12.8
归母净利润(百万元)	449	489	554	646	728
YOY(%)	13.2	9.0	13.3	16.6	12.7
毛利率(%)	38.0	39.0	40.4	40.6	40.7
净利率(%)	13.4	13.5	14.1	14.6	14.6
ROE(%)	16.3	16.6	17.6	19.3	20.0
EPS(摊薄/元)	0.38	0.42	0.47	0.55	0.62
P/E(倍)	27.3	25.1	22.1	19.0	16.8
P/B(倍)	4.6	4.2	4.0	3.7	3.4

数据来源: 聚源、开源证券研究所

股价走势图



数据来源: 聚源

目 录

1、 伟星股份：拉链&纽扣双龙头，稳步迈向国际化	4
1.1、 历史回顾：深耕辅料四十余年，战略调整迈向国际化	4
1.2、 股权结构：股权结构较为稳定，股权激励充分	5
1.3、 财务表现：拉链和纽扣双轮驱动业绩增长，盈利能力稳步提升	5
2、 辅料行业：市场空间较大，本土龙头有望抢占全球份额	7
2.1、 拉链业务：市场规模稳步增长，本土龙头抢占中高端份额	8
2.1.1、 市场规模：2023 年规模约为 993 亿元，出口景气驱动规模稳步增长	8
2.1.2、 竞争格局：中高端头部供应商占据优势地位，本土龙头抢占全球市场份额	9
2.2、 纽扣业务：市场规模平稳增长，分散格局下龙头优势突出	11
2.2.1、 市场规模：2022 年规模约为 280 亿元，装饰需求&出口需求驱动规模增长	11
2.2.2、 竞争格局：竞争格局较为分散，龙头优势突出	11
3、 他山之石：从 YKK 看辅料龙头成功路径，全球化扩张可期	12
3.1、 复盘 YKK：一体化生产&全球产能布局，构建全球拉链龙头	12
3.2、 伟星股份：满足客户需求抢占份额，全球产能布局持续扩张规模	14
3.2.1、 核心竞争力：以客户需求为导向，数字化智造赋能需求实现	14
3.2.2、 未来看点：全球产能布局&多品类扩张，有望持续抢占客户份额	15
3.3、 对标 YKK：伟星股份有望复刻 YKK 成功路径并抢占 YKK 份额	17
4、 盈利预测与投资建议	19
4.1、 关键假设	19
4.2、 盈利预测与估值	20
5、 风险提示	20
附：财务预测摘要	21

图表目录

图 1： 公司七大系列形成了多维全覆盖式产品矩阵	4
图 2： 公司深耕辅料四十余年，战略调整迈向国际化	4
图 3： 实控人章卡鹏和张三云先生合计控股 16.37%（截至 2023/10/23）	5
图 4： 2017-2022 年营业收入 CAGR 达 6.69%	6
图 5： 2017-2022 年归母净利润 CAGR 达 6.04%	6
图 6： 以拉链、纽扣为主，拉链&纽扣双轮驱动增长	6
图 7： 以国内市场为主，国际市场占比逐步提升	6
图 8： 2019 年以来，盈利能力总体呈现稳步提升态势	7
图 9： 公司持续优化销售&管理费用率	7
图 10： 2023Q1-3 存货周转天数同比增加 6 天	7
图 11： 2023Q1-3 经营性净现金流同比减少 14.86%	7
图 12： 经过测算，2023 年全球/中国辅料市场规模约为 2445/1080 亿元	8
图 13： 2023 年全球拉链/纽扣/其他辅料市场规模分别约为 993/781/671 亿元	8
图 14： 2023 年中国拉链/纽扣/其他辅料市场规模分别约为 560/287/233 亿元	8
图 15： 全球拉链市场规模 2018-2023 年 CAGR 为 1.0%	9
图 16： 中国拉链市场规模 2018-2023 年 CAGR 为 1.1%	9
图 17： 中国拉链净出口规模快速增长	9

图 18: 2022 年中国拉链出口额占全球比重的 68%.....	9
图 19: 中高端头部供应商占据优势地位, 低端市场竞争激烈.....	10
图 20: YKK 份额领先, 伟星股份份额稳步提升.....	10
图 21: 伟星股份拉链收入 2018-2022 年 CAGR 领先 (单位: 亿元)	10
图 22: YKK 和伟星股份经营利润率先.....	11
图 23: YKK 拉链均价超伟星股份 82% (单位: 元/条)	11
图 24: 2000-2021 年每件衣服纽扣需求量快速提升	11
图 25: 中国纽扣净出口规模稳步增长	11
图 26: 纽扣制造企业多聚集在沿海区域	12
图 27: 伟星股份在纽扣市场的市占率稳步提升.....	12
图 28: 链扣事业部 FY2016-2022 收入 CAGR 为 4.5%.....	12
图 29: YKK 占全球拉链市场比重预计持续下滑至 18%.....	12
图 30: 链扣业务 FY2016-2022 销量 CAGR 为 1.0%.....	13
图 31: 链扣业务 FY2016-2022 均价 CAGR 为 3.5%.....	13
图 32: YKK 从客户需求出发调整架构开启新增长阶段.....	13
图 33: 公司保持高水平研发投入和新品开发, 并具备品质保障.....	14
图 34: 布局 50+ 个销售服务网点, 营销网络辐射国内外	15
图 35: 人均纽扣/拉链产量持续提升	15
图 36: 基于浪潮 GS 系统, 实现降本增效、快速反应.....	15
图 37: 2022-2028 年织带市场规模 CAGR 为 4.6%.....	17
图 38: 2021 年以来公司其他辅料业务快速发展.....	17
图 39: YKK/伟星股份 FY2022 营收分别 197/36 亿元.....	17
图 40: YKK/伟星股份近 7 年营收 CAGR 为 4.5%/8.9%.....	17
图 41: YKK/伟星股份 FY2022 营业利润率为 11%/16%.....	18
图 42: YKK/伟星股份 FY2022 研发费用率为 3.5%/4%.....	18
图 43: 对标 YKK, 伟星股份有望复刻 YKK 成功路径并抢占 YKK 份额.....	19
表 1: 股权激励充分, 核心员工利益绑定	5
表 2: 公司多次获得客户荣誉, 客户的认可度和粘性持续提升.....	14
表 3: 公司布局全球产能, 海外产能持续爬坡.....	16
表 4: 定增布局海内外产能, 不断提升品牌全球影响力.....	16
表 5: 预计公司 2023-2025 年分别实现归母净利润 5.54/6.46/7.28 亿元 (单位: 亿元)	19
表 6: 伟星股份具备较强的竞争壁垒和业绩韧性, 恢复态势优于同行.....	20

1、伟星股份：拉链&纽扣双龙头，稳步迈向国际化

公司于1988年成立，于2004年上市，深耕辅料研发、制造和销售，是国内综合规模最大、品类最齐全的辅料企业。目前公司共有七个系列产品，拉链系列、纽扣系列、金属制品系列、塑胶制品系列、衣架系列、标牌系列以及绳带系列，产品覆盖范围广，用于服装、箱包等多种应用场景，兼具功能性与时尚性，形成了多维全覆盖式产品矩阵。

图1：公司七大系列形成了多维全覆盖式产品矩阵

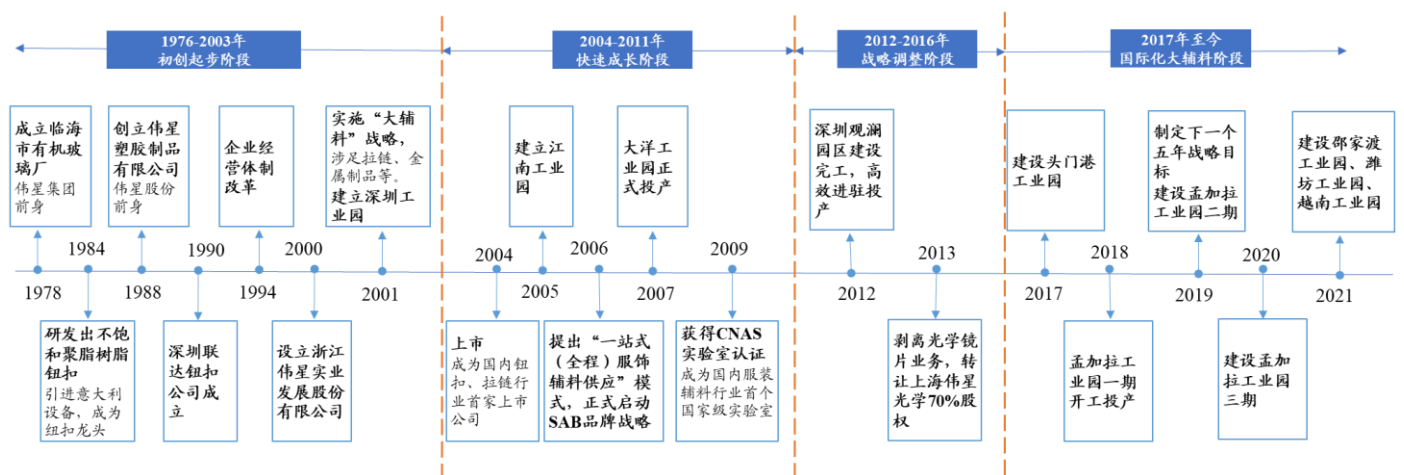
系列	产品	系列	产品
拉链	拉头类、金属拉链、尼龙拉链、塑钢拉链、箱包拉链、隐形、裤链、鞋链	塑胶制品	绳扣、四合扣、拉袂、插扣/背包扣、汽眼、塑胶纽扣、腰扣、牛角尖
纽扣	树脂、真贝、牛角、尿素、果实	衣架	衬衣架、裤架、外套架、袜架
金属制品	牛仔、五爪、箱包扣、纽扣、汽眼、鞋扣、装饰件	标牌	矽利康、TPU、塑料、仿皮
		绳带	绳带、绳头

资料来源：公司官网、开源证券研究所

1.1、历史回顾：深耕辅料四十余年，战略调整迈向国际化

公司以纽扣业务起家，深耕服饰辅料40余年，公司发展历程主要分为4个阶段：**(1) 创业起步阶段（1976-2003年）**：1978年伟星集团前身临海市有机玻璃厂成立并于1984年研发出不饱和聚脂树脂纽扣，成为纽扣龙头；2001年实施大辅料战略，产品拓展至拉链、金属制品。**(2) 快速成长阶段（2004-2011年）**：2004年公司成功登陆深交所，成为国内纽扣、拉链行业首家上市公司；2006年提出“一站式（全程）服饰辅料供应”模式，并陆续建立江南工业园、大洋工业园。**(3) 战略调整阶段（2012-2016年）**：2013年公司转让上海伟星光学70%的股份，剥离光学镜片业务，专注于服装辅料。**(4) 国际化大辅料阶段（2017年至今）**：2017年开始陆续布局海内外产能，如2017年建设头门港工业园、2018年孟加拉工业园投产、2021年建设邵家渡工业园、潍坊工业园、越南工业园等。

图2：公司深耕辅料四十余年，战略调整迈向国际化

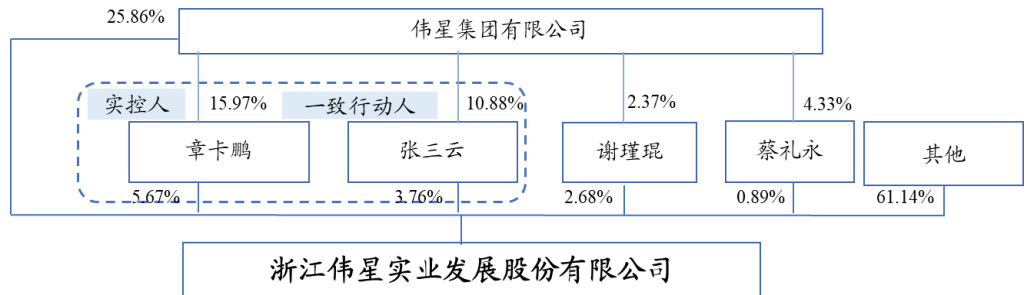


资料来源：公司公告、公司官网、开源证券研究所

1.2、股权结构：股权结构较为稳定，股权激励充分

实控人章卡鹏和张三云先生合计控股 16.37%，高管团队多人持股。截至 2023/10/23，实控人章卡鹏和张三云先生直接持股合计 9.43%，通过伟星集团有限公司间接控股合计 6.94%，此外高管团队多人持股，员工激励到位。

图3：实控人章卡鹏和张三云先生合计控股 16.37%（截至 2023/10/23）



资料来源：wind、开源证券研究所

股权激励充分，核心员工利益绑定。2006 年以来，公司先后推出了五期股权激励计划，激励对象逐步覆盖至董事、高级管理人员、主要中层管理骨干以及核心技术和业务骨干等，充分调动员工积极性，绑定核心员工利益。目前，前三期股权激励均达成考核指标，第四、五期股权激励的 2021-2022 年考核期目标也已达成，彰显对未来持续发展的信心。

表1：股权激励充分，核心员工利益绑定

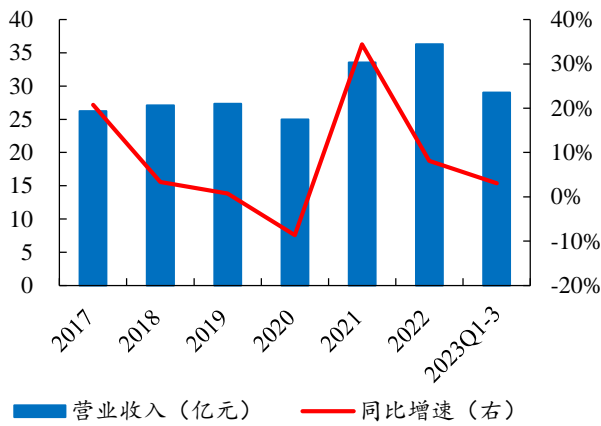
计划	年份	授予价格	激励对象	股票数量	业绩考核目标	考核完成情况
第一期	2006 年	9.06 元/股	9 人	608 万股	2008 年加权/扣非加权平均净资产收益率均不低于 10%； 2006、2007 年净利润分别超 4434.20、5542.75 万元，即以 2005 年 度为基数，CAGR 超过 25%	达成
第二期	2013 年	9.83 元/股	10 人	800 万股	以 2012 年归母净利润为基数，2013-2015 年净利润增速不低于 10%/25%/40%，加权平均净资产收益率不低于 11%/12%/13%	达成
第三期	2016 年	6.39 元/股	77 人	1290 万股	以 2013-2015 年平均净利润为基数，2016-2018 年净利润增长率分 别不低于 13.5%/21%/32%，加权平均净资产收益率不低于 11%/11%/11%	达成
第四期	2020 年	2.95 元/股	149 人	1800 万股	以 2019 年的扣非归母净利润为基数，2021-2023 年净利润增长分别 不低于 15%/32%/52%	2021-2022 年 达成
第五期	2021 年	4.44 元/股	161 人	2200 万股	以 2020 年的扣非归母净利润为基数，2021-2025 年净利润增长分别 不低于 58%/80%/95%/115%/140%	2021-2022 年 达成

资料来源：公司公告、开源证券研究所

1.3、财务表现：拉链和纽扣双轮驱动业绩增长，盈利能力稳步提升

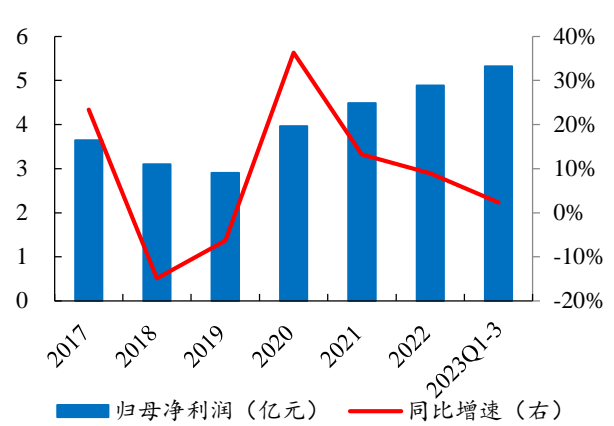
近五年业绩稳步增长，2023Q1-3 海外需求疲软叠加下游客户去库存，业绩增速放缓。公司近五年业绩稳步增长，营业收入从 2017 年的 26.24 亿元增长至 2022 年的 36.28 亿元，2017-2022 年 CAGR 达 6.69%；归母净利润从 2017 年的 3.65 亿元增加至 2022 年的 4.89 亿元，2017-2022 年 CAGR 达 6.04%；2023Q1-3 营收/净利润分别实现 29.04/5.32 亿元，分别同比+3.05%/+2.31%，海外需求疲软叠加下游客户去库存，业绩增速放缓。

图4：2017-2022 年营业收入 CAGR 达 6.69%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：2017-2022 年归母净利润 CAGR 达 6.04%

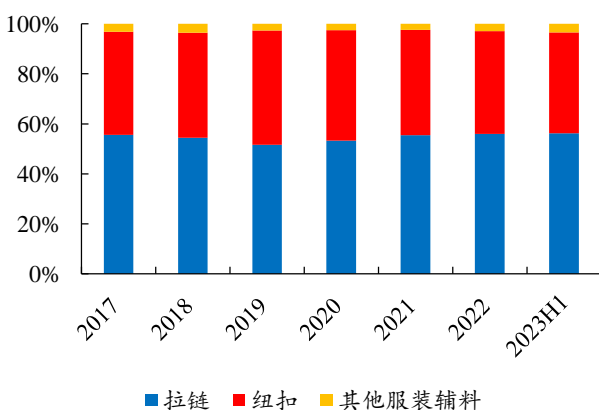


数据来源：Wind、开源证券研究所

分产品看，以拉链、纽扣为主，拉链&纽扣双轮驱动增长。(1) 拉链业务：2022 年实现营收 20.06 亿元，2017-2022 年 CAGR 为 8.22%，量价齐升拉动收入增长，销量和均价 2017-2022 年 CAGR 分别为 5.6%/2.4%。2023H1 实现营收 10.15 亿元，同比-2.8%，占收入比重 55.5%。(2) 纽扣业务：2022 年实现营收 14.68 亿元，2017-2022 年 CAGR 为 7.90%，量价齐升拉动收入增长，销量和均价 2017-2022 年 CAGR 分别为 2.7%/5.0%。2023H1 实现营收 7.30 亿元，同比+3.2%，占收入比重 39.9%。(3) 其他服装辅料业务：2023H1 实现营收 0.62 亿元，同比+25.1%，占收入比重 3.4%，尚处于培育阶段。

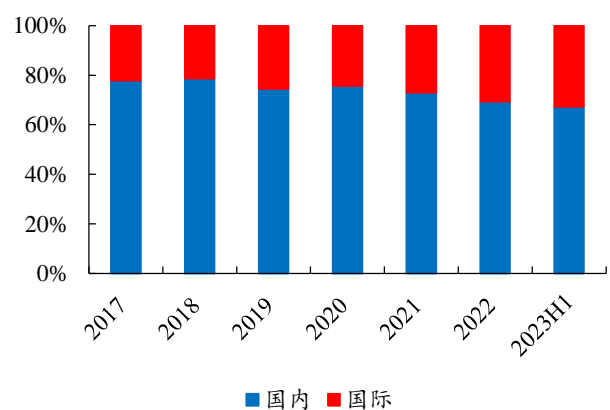
分地区看，以国内市场为主，国际市场占比逐步提升。2023H1 国内/国际市场分别实现营收 12.31/5.98 亿元，同比变动-5.6%/+13.8%。近年来，公司加强国际市场业务拓展，国际竞争力不断提升，国际市场收入占比从 2017 年的 22.1% 提升至 2023H1 的 32.7%，越南以及孟加拉工业园也为国际市场的拓展提供有力保障。

图6：以拉链、纽扣为主，拉链&纽扣双轮驱动增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：以国内市场为主，国际市场占比逐步提升

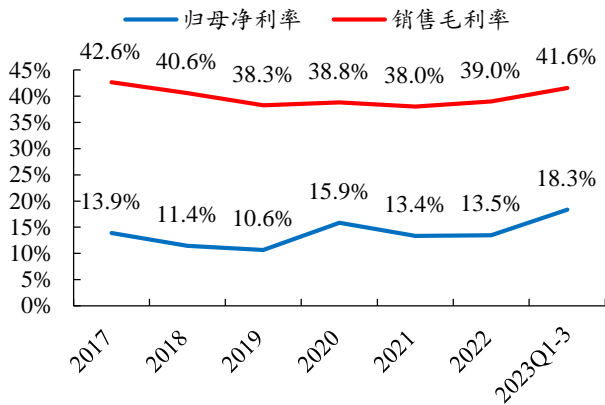


数据来源：Wind、开源证券研究所

费用优化&产品结构调整，盈利能力总体呈现稳步提升态势。(1) 毛利率：产品结构优化带动毛利率提升，2022 年毛利率为 39.01%，同比提升 0.99pct，其中拉链/纽扣毛利率分别+1.68/-0.25pct，主要系产品结构变化和生产效率提高带动拉链业务毛利率提升所致；2023Q1-3 毛利率为 41.58%，同比提升 1.13pct，主要系高附加值产品占比提升、原材料价格略下降所致。(2) 费用率：公司持续优化销售&管理

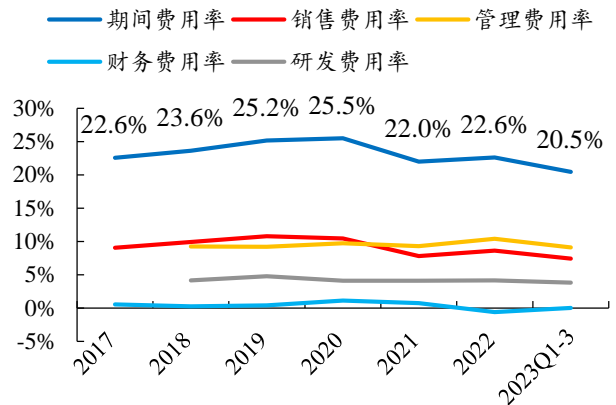
费用率，2023Q1-3 财务费用率小幅提升，2023Q1-3 期间费用率为 20.46%，同比提升 1.73pct，主要系汇兑收益减少导致财务费用率同比提升 1.30pct。(3) 归母净利率：2022 年归母净利率为 13.48%，同比提升 0.1pct；2023Q1-3 归母净利率为 18.33%，同比下降 0.1pct。

图8：2019 年以来，盈利能力总体呈现稳步提升态势



数据来源：Wind、开源证券研究所

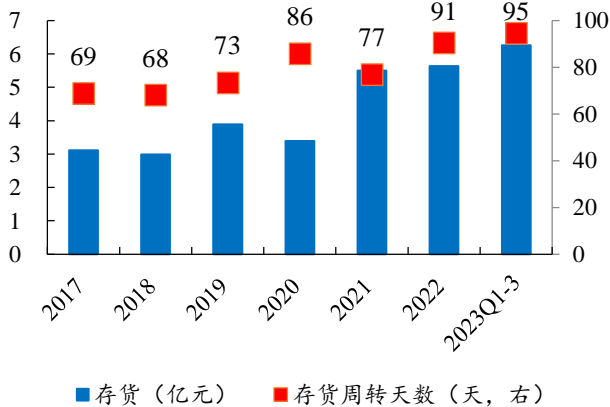
图9：公司持续优化销售&管理费用率



数据来源：Wind、开源证券研究所

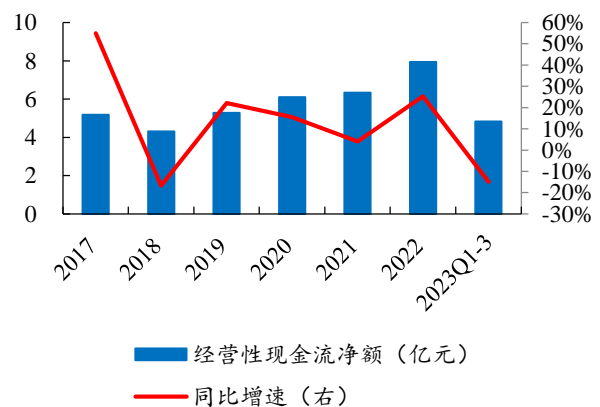
公司营运能力总体良好。(1) 存货：2023Q1-3 末存货规模为 6.26 亿元，同比增加 12.77%；(2) 存货周转天数：2023Q1-3 存货周转天数为 95 天，同比增加 6 天。(3) 经营性净现金流：2023Q1-3 经营性净现金流为 4.83 亿元，同比减少 14.86%。

图10：2023Q1-3 存货周转天数同比增加 6 天



数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：2023Q1-3 经营性净现金流同比减少 14.86%



数据来源：Wind、开源证券研究所

2、辅料行业：市场空间较大，本土龙头有望抢占全球份额

辅料行业市场空间较大，2023 年全球/中国辅料市场规模约为 2445/1080 亿元。根据欧睿国际数据，2023 年全球服装和箱包市场规模共 11.3 万亿元，假设商品毛利率为 77%，服装/箱包辅料分别占成本比重的 8%/22%，服装/箱包拉链分别占辅料比重的 48%/17%，服装/箱包纽扣分别占辅料比重的 35%/22%；经过测算得到 2023 年全球辅料市场规模约为 2445 亿元，拉链/纽扣市场规模分别约为 993/781 亿元。由于中国为服装出口大国，2023 年中国服装（内销+净出口）和箱包市场规模共 3.5 万亿元，假设商品毛利率为 65%，服装/箱包辅料分别占成本比重的 8%/22%，服装/箱包拉链分别占辅料比重的 59%/17%，服装/箱包纽扣分别占辅料比重的 27%/22%；经过

测算得到 2023 年中国辅料市场规模约为 1080 亿元, 拉链/纽扣市场规模约为 560/287 亿元。

图12: 经过测算, 2023 年全球/中国辅料市场规模约为 2445/1080 亿元

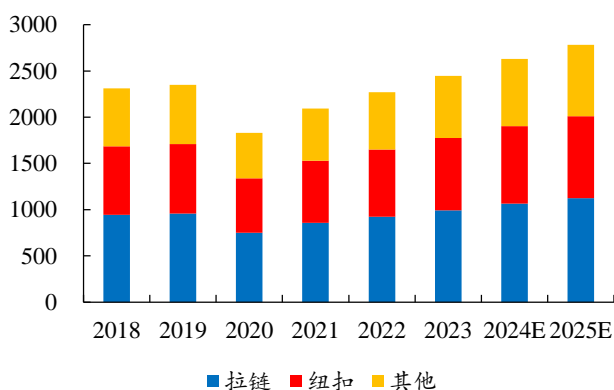
(单位: 亿元)	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	(单位: 亿元)	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
全球服装市场规模	97003	98216	77405	88449	94904	101734	108893	114749	中国服装市场规模	20771	21854	19601	21938	19950	21644	22455	23226
全球箱包市场规模	10483	10810	8090	9320	10413	11424	12513	13384	服装及衣着附件净出口额	9866	9830	8877	10222	11008	10569	11234	11608
全球服饰箱包市场规模	107487	109026	85495	97770	105317	113158	121406	128133	中国箱包市场规模	2036	2202	2153	2370	2086	2349	2532	2739
									中国服饰箱包市场规模	32672	33886	30631	34530	33045	34562	36221	37573

假设:																	
(1) 全球商品毛利率: 77%																	
(2) 服装辅料占成本比重为8%, 箱包辅料占成本比重为22%																	
全球服装市场成本规模	22269	22547	17770	20305	21787	23355	24998	26343	中国服装市场成本规模	10697	11062	9943	10796	11139	11247	11856	12162
全球箱包市场成本规模	2407	2482	1857	2140	2390	2623	2873	3072	中国箱包市场成本规模	711	769	752	827	728	820	884	956
全球服装辅料市场规模	1782	1804	1422	1624	1743	1868	2000	2107	中国服装辅料市场规模	856	885	795	864	891	900	949	973
全球箱包辅料市场规模	529	546	409	471	526	577	632	676	中国箱包辅料市场规模	156	169	165	182	160	180	195	210
全球辅料市场规模	2311	2350	1830	2095	2269	2445	2632	2783	中国辅料市场规模	1012	1054	961	1046	1051	1080	1143	1183

假设: 服装/箱包拉链分别占辅料比重的48%/17%; 服装/箱包纽扣分别占辅料比重的35%/22%																	
全球服装拉链市场规模	855	866	682	780	837	897	960	1012	中国服装拉链市场规模	504	522	475	511	526	530	556	573
全球箱包拉链市场规模	89	91	68	79	88	97	106	113	中国箱包拉链市场规模	26	28	28	30	27	30	33	35
全球拉链市场规模	944	957	751	859	925	993	1066	1125	中国拉链市场规模	530	550	503	542	553	560	588	609
全球服装纽扣市场规模	624	631	498	569	610	654	700	738	中国服装纽扣市场规模	235	243	218	237	245	247	260	267
全球箱包纽扣市场规模	116	120	90	104	116	127	139	149	中国箱包纽扣市场规模	34	37	36	40	35	40	43	46
全球纽扣市场规模	740	751	587	672	726	781	839	886	中国纽扣市场规模	269	280	255	277	280	287	303	313

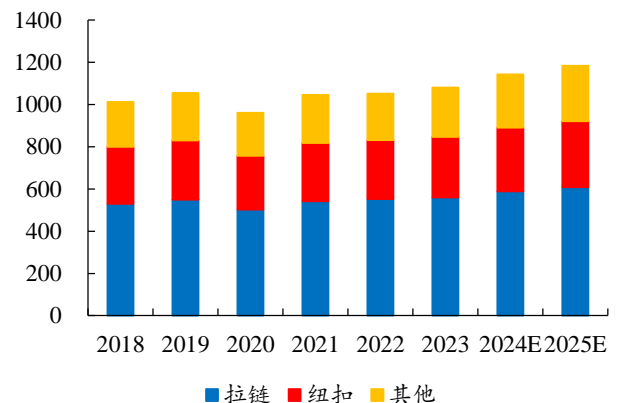
数据来源: Wind、华经产业研究院、开润股份公司公告、头豹研究院、欧睿国际等、开源证券研究所

图13: 2023 年全球拉链/纽扣/其他辅料市场规模分别约为 993/781/671 亿元



数据来源: 华经产业研究院、欧睿国际等、开源证券研究所

图14: 2023 年中国拉链/纽扣/其他辅料市场规模分别约为 560/287/233 亿元



数据来源: 华经产业研究院、欧睿国际等、开源证券研究所

2.1、拉链业务: 市场规模稳步增长, 本土龙头抢占中高端份额

2.1.1、市场规模: 2023 年规模约为 993 亿元, 出口景气驱动规模稳步增长

全球拉链市场规模近千亿元, 中国占据超五成市场。根据上文测算以及伟星股份定增预案披露, 2023 年全球拉链市场规模约为 993 亿元, 2018-2023 年 CAGR 为 1.0%; 中国拉链市场规模约为 560 亿元, 2018-2023 年 CAGR 为 1.1%, 占全球市场规模的 56%。

图15: 全球拉链市场规模 2018-2023 年 CAGR 为 1.0%

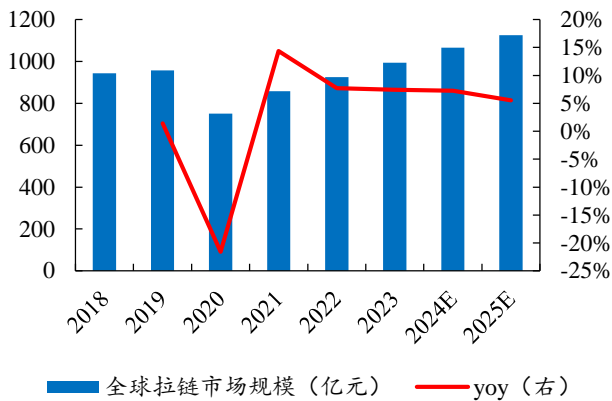
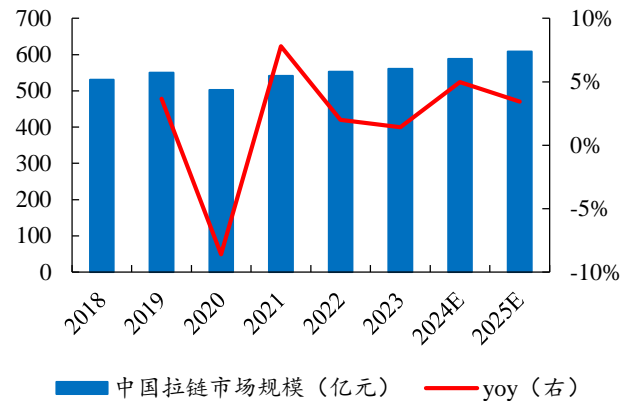


图16: 中国拉链市场规模 2018-2023 年 CAGR 为 1.1%



数据来源: 华经产业研究院、欧睿国际等、开源证券研究所

数据来源: 华经产业研究院、欧睿国际等、开源证券研究所

我国为拉链出口大国，出口景气度较好。根据 UN Comtrade 数据，2022 年我国净出口金额为 14.71 亿美元，同比增长 13.0%，2017-2022 年 CAGR 为 8.9%，出口规模快速增长，超过全球/中国拉链市场规模增速。作为拉链出口大国，中国在世界拉链出口总额中排名第一，根据 UN Comtrade 数据，2022 世界拉链出口额前三名分别为中国、意大利以及日本，分别占比 68%/3%/3%，未来中国制造商有望凭借产品质量和服务水平进一步抢占海外市场份额。

图17: 中国拉链净出口规模快速增长

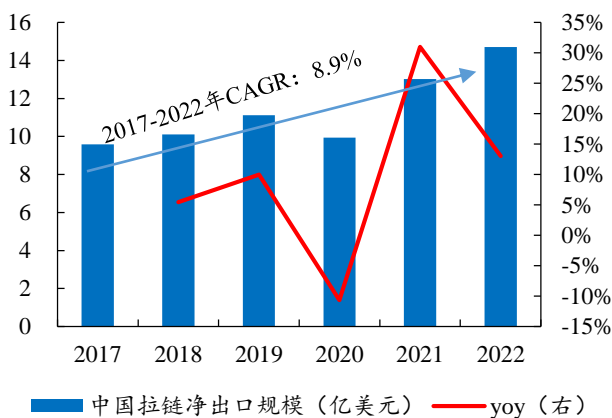
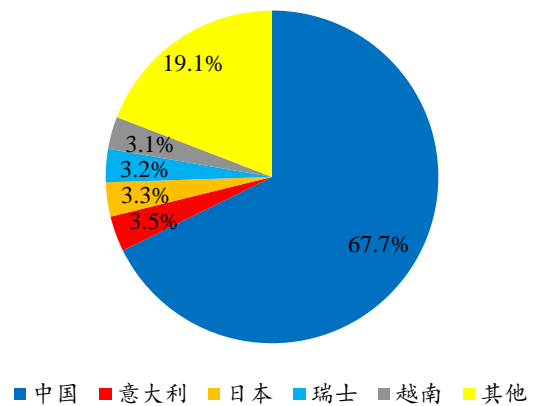


图18: 2022 年中国拉链出口额占全球比重的 68%



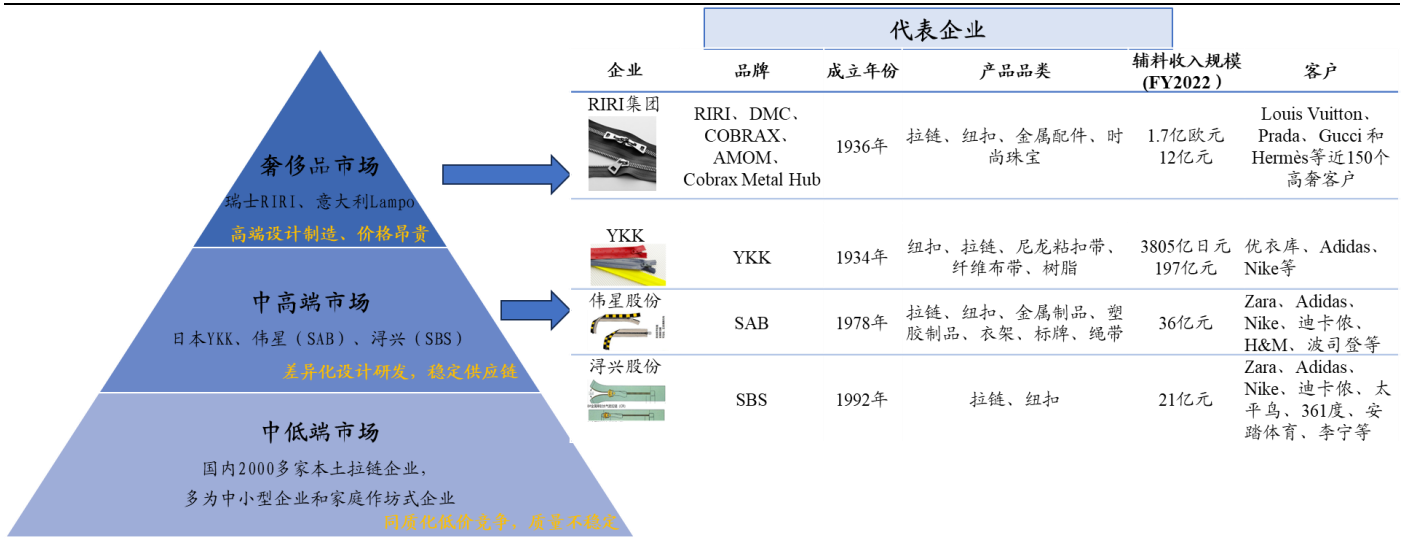
数据来源: UN Comtrade、开源证券研究所

数据来源: UN Comtrade、开源证券研究所

2.1.2、竞争格局：中高端头部供应商占据优势地位，本土龙头抢占全球市场份额

中高端头部供应商占据优势地位，低端市场竞争激烈。全球拉链市场主要分为奢侈品市场、中高端市场、中低端市场这三个层级。(1) **奢侈品市场**：主要由瑞士 RIRI、意大利 LAMPO 等欧洲企业占据，这些制造商采用高端的设计制造，产品质量较高，和 LVMH、爱马仕等奢侈品集团深度合作，但是由于价格昂贵、制造工期较长，生产规模较小；(2) **中高端市场**：以日本 YKK 和中国伟星股份、浔兴股份为代表，具备差异化设计研发能力以及稳定的供应链能力，合作一众国内外知名品牌，这些品牌要求高品质、设计的同时，也需要大批量快速生产，故这类中高端制造商生产规模较大，占据主要市场份额；(3) **中低端市场**：同质化低价竞争较为激烈，主要由国内 2000 多家本土拉链企业构成，多为中小型企业 and 家庭作坊式企业。

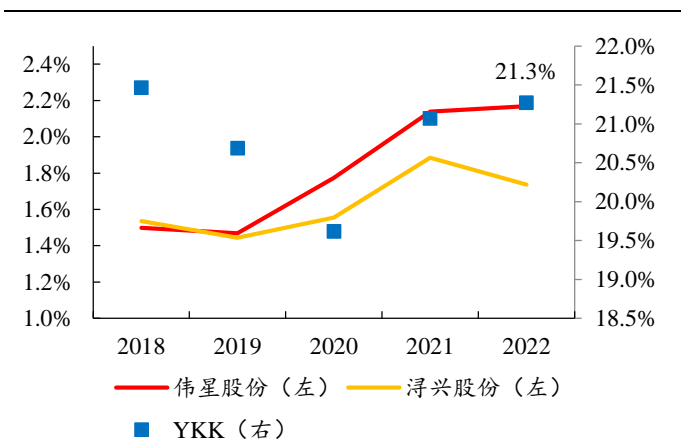
图19：中高端头部供应商占据优势地位，低端市场竞争激烈



资料来源：公司官网、浙江省洗染行业协会、企查查等、开源证券研究所

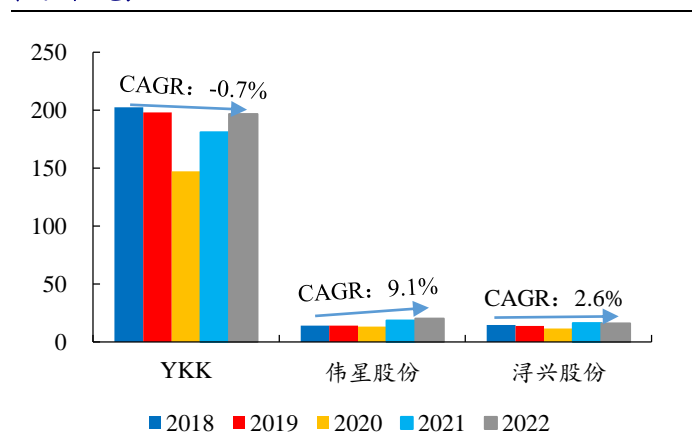
拉链行业集中度较低，YKK 份额领先，伟星股份份额稳步提升。(1) 市占率：YKK2022 年 YKK/伟星股份/浔兴股份市占率分别为 21.3%/2.2%/1.7%，伟星股份2018-2022 年份额稳步提升 0.7pct，超过浔兴股份；(2) 收入增速：伟星股份增速领先，快速扩张。FY2022YKK 链扣事业部收入为 3805 亿日元（约 197 亿元），FY2018-2022CAGR 为-0.7%，伟星股份/浔兴股份 2022 年拉链收入为 20/16 亿元，2018-2022 年 CAGR 分别为 9.1%/2.6%；(3) 盈利能力：伟星股份经营利润率领先。2022 年 YKK/伟星股份/浔兴股份经营利润率分别为 11.5%/16.2%/2.9%，伟星股份盈利能力维持在较高水平，并总体呈提升态势；(4) 产品均价：伟星股份均价处于中间价格带。2022 年 YKK/伟星股份/浔兴股份拉链销售均价分别为 2.1/1.2/0.9 元/条，YKK 拉链均价是伟星股份/浔兴股份的 1.8/2.5 倍，伟星股份的均价处于中间价格带，可以满足快时尚客户的性价比需求，同时伟星股份和浔兴股份的均价小幅提升，产品力持续提升。对比以上四个维度，我们认为具备扩张势能、盈利能力稳定的本土龙头有望持续抢占全球中高端市场份额。

图20：YKK 份额领先，伟星股份份额稳步提升

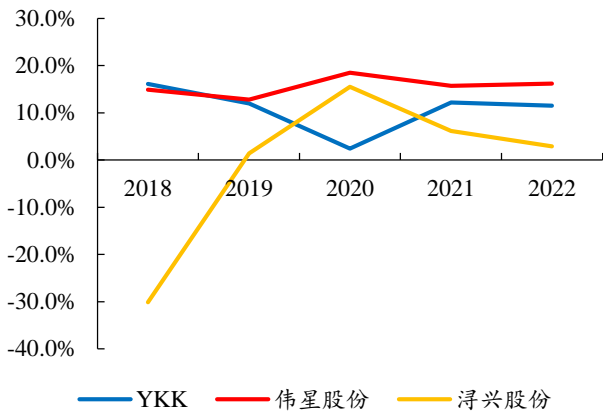


数据来源：YKK 公司官网、Wind、华经产业研究院、欧睿国际等、开源证券研究所（注：YKK 为财年）

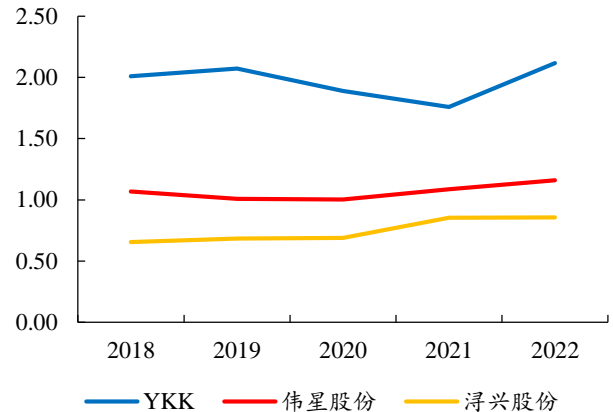
图21：伟星股份拉链收入 2018-2022 年 CAGR 领先（单位：亿元）



数据来源：YKK 公司官网、Wind、开源证券研究所（注：YKK 为财年）

图22: YKK 和伟星股份经营利润率领先


数据来源: YKK 公司官网、Wind、开源证券研究所 (注: YKK 为财年)

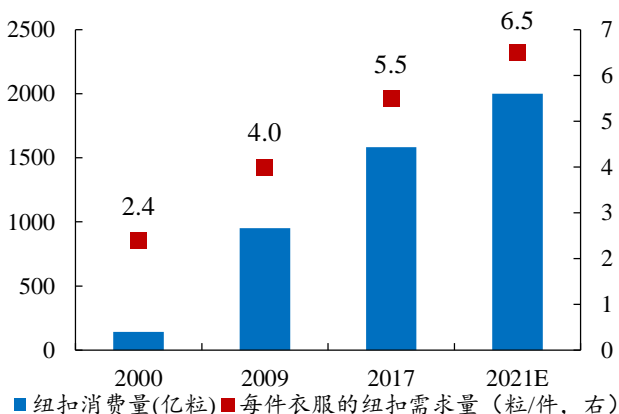
图23: YKK 拉链均价超伟星股份 82% (单位: 元/条)


数据来源: YKK 公司官网、Wind 等、开源证券研究所 (注: YKK 为财年)

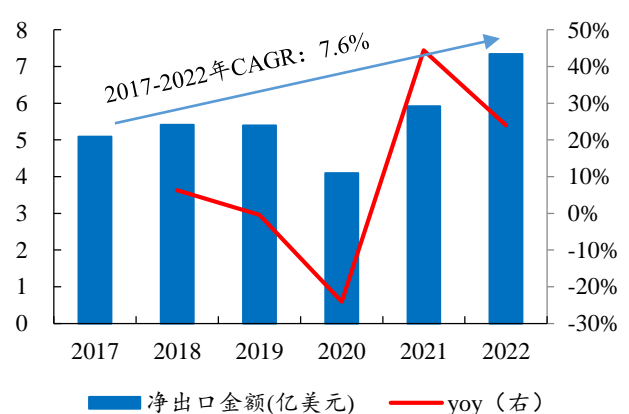
2.2、纽扣业务: 市场规模平稳增长, 分散格局下龙头优势突出

2.2.1、市场规模: 2022 年规模约为 280 亿元, 装饰需求&出口需求驱动规模增长

我国为纽扣出口大国, 装饰需求&出口需求驱动规模增长。根据华经产业研究院统计, 2022 年中国纽扣市场规模约为 280 亿元, 预计 2025 年市场规模达到 313 亿元, 2022-2025 年 CAGR 为 3.8%, 随着纽扣装饰功能增强, 约 70% 的纽扣需求为装饰需求; 2000-2021 年, 我国纽扣市场需求量预估从 143 亿粒快速增长至近 2000 亿粒, 每件服装的纽扣需求量预估从 2.4 粒/件提升至约 6.5 粒/件。作为纽扣出口大国, 中国在世界纽扣出口总额中排名第一, 根据 UN Comtrade 数据, 2022 年纽扣出口额前三名为中国 (含香港)、意大利以及西班牙, 分别占比 64.7%/8.0%/3.6%。2022 年我国纽扣净出口金额为 7.34 亿美元, 同比增长 24.0%, 2017-2022 年 CAGR 为 7.6%。

图24: 2000-2021 年每件衣服纽扣需求量快速提升


数据来源: 观研天下、《中国服饰报》、工信部、开源证券研究所

图25: 中国纽扣净出口规模稳步增长


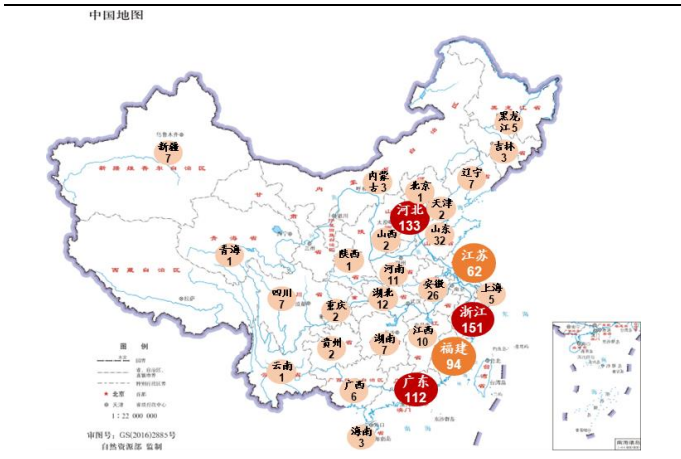
数据来源: UN Comtrade、开源证券研究所

2.2.2、竞争格局: 竞争格局较为分散, 龙头优势突出

纽扣市场竞争格局较为分散, 龙头优势突出。根据企查查统计, 截至 2024 年 1 月 16 日, 全国共有 708 家纺织服装类纽扣制造企业, 其中 70% 的企业注册资本在 100 万元以下, 大多规模较小且集中在沿海区域, 此类制造企业生产工艺传统、自动化

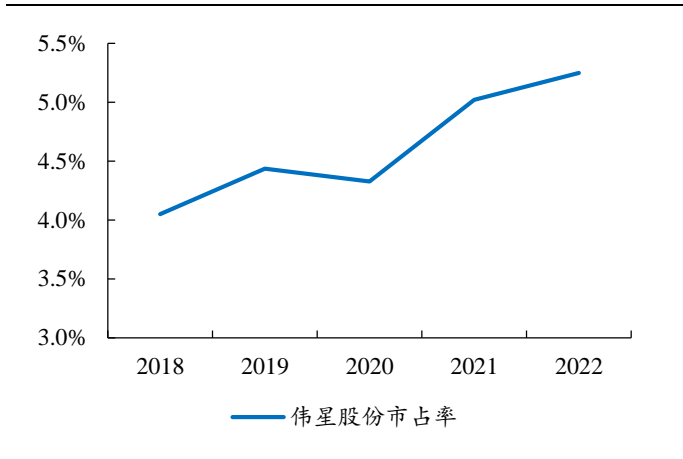
程度较低，竞争较为激烈。而中高端生产企业具备较强的生产和设计能力优势突出，如伟星股份市占率稳步提升，从2018年的4.1%稳步提升至2022年的5.2%。

图26：纽扣制造企业多聚集在沿海区域



资料来源：企查查、自然资源部、开源证券研究所

图27：伟星股份在纽扣市场的市占率稳步提升



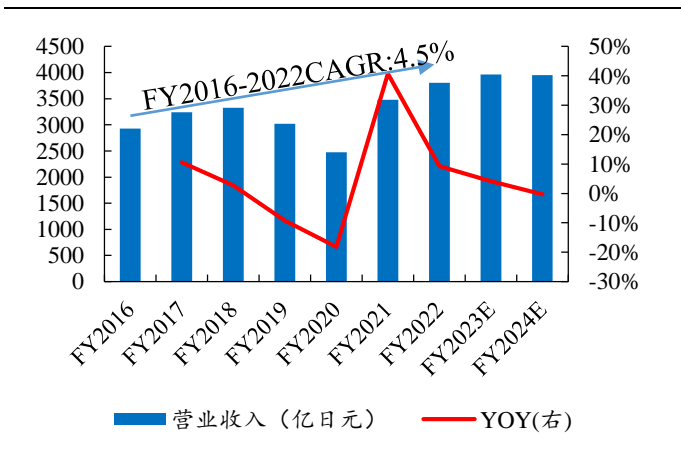
数据来源：华经产业研究院、欧睿国际等、开源证券研究所

3、他山之石：从 YKK 看辅料龙头成功路径，全球化扩张可期

3.1、复盘 YKK：一体化生产&全球产能布局，构建全球拉链龙头

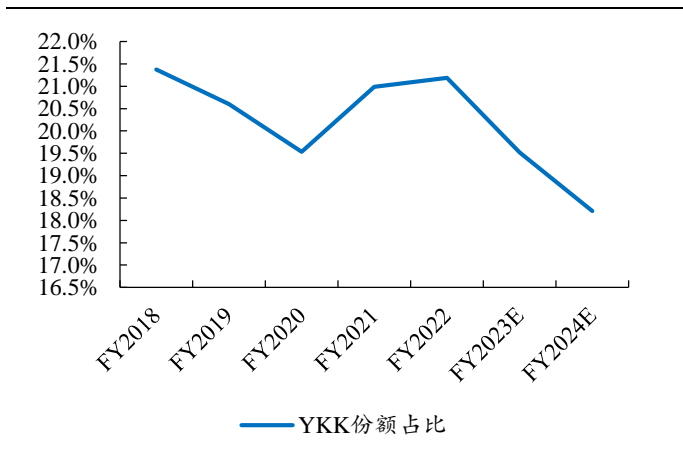
龙头 YKK 拉链规模 200 亿，全球份额占据 21%。YKK 创立于 1934 年，FY2022 收入规模为 8932 亿日元（超 450 亿元），主要业务包括拉链、建材和机械设备等，其中 FY2022 链扣事业部收入为 3805 亿日元（近 200 亿元），FY2016-2022 营收 CAGR 为 4.5%，占收入比重为 43%；而 2022 年全球拉链的市场规模约 925 亿元，由此推算 YKK 市占率约为 21%，预计到 2024 年将持续下滑至 18%。量价拆分来看，链扣业务销量和均价为 93 亿条/41 日元，FY2016-2022 CAGR 分别为 1.0%/3.5%，随着公司在创新和技术的持续投入，均价稳步提升。

图28：链扣事业部 FY2016-2022 收入 CAGR 为 4.5%



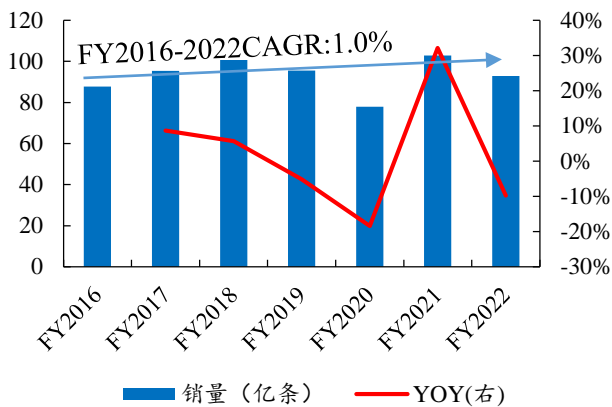
数据来源：YKK 公司官网、开源证券研究所

图29：YKK 占全球拉链市场比重预计持续下滑至 18%



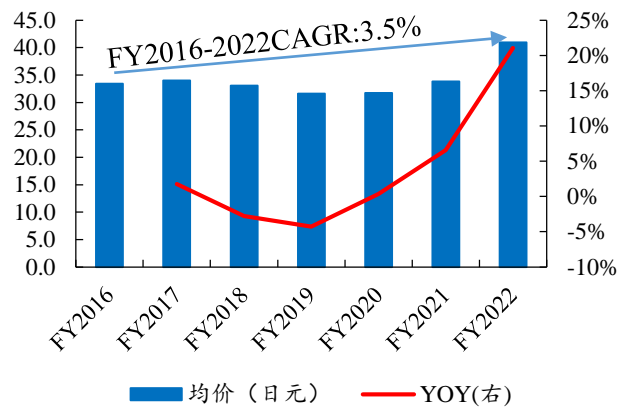
数据来源：YKK 公司官网、华经产业研究院、欧睿国际等、开源证券研究所

图30：链扣业务 FY2016-2022 销量 CAGR 为 1.0%



数据来源：YKK 公司官网、开源证券研究所

图31：链扣业务 FY2016-2022 均价 CAGR 为 3.5%



数据来源：YKK 公司官网、开源证券研究所

复盘 YKK 发展的 90 年，主要分为四大发展阶段：

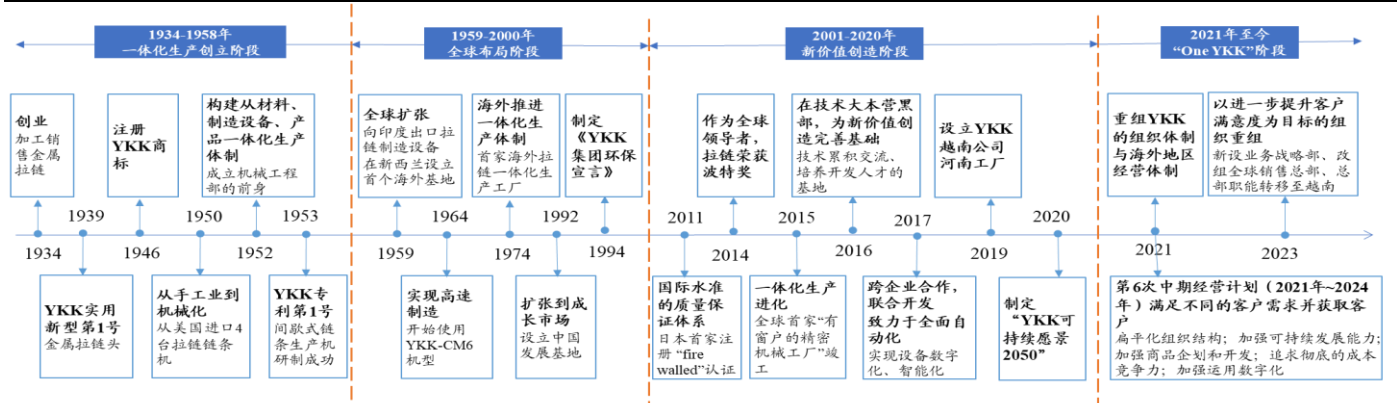
(1) 一体化生产创立阶段 (1934-1958 年)：YKK 的前生三 S 创立于 1934 年，当时拉链靠人工装配，退货率较高；而创始人吉田忠雄凭借自己研制的修理小工具将退货拉链修理出售，冠以“金锤拉链”的美称。战后吉田忠雄创立 YKK，1950 年从美国进口 4 台拉链链条机，用机械化生产代替人工，并且开始自己研制设备，逐步构建从材料、制造设备到产品的一体化生产体制；

(2) 全球布局阶段 (1959-2000 年)：1959 年，吉田忠雄开始进行全球扩张，考虑到区域间贸易冲突问题，他选择利用当地廉价劳动力，在海外建厂生产，就地推销商品。

(3) 新价值创造阶段 (2001-2020 年)：作为全球拉链的领导者，YKK 继续投入技术和开发，为新价值创造完善基础，并致力于全面自动化；这个阶段 YKK 链扣事业部收入已经达到 2500-3300 亿日元，利润达到 350-550 亿日元，销量达 80-100 亿条。

(4) “One YKK” 阶段 (2021 年至今)：2021 年开始，YKK 调整组织架构和海外经营体制，新设业务战略部、改组全球销售总部、总部职能转移至越南等，从客户需求出发开启新增长阶段，预计到 FY2024 链扣事业部收入/利润有望达到 3949/640 亿日元，销量达 121 亿条。

图32：YKK 从客户需求出发调整架构开启新增长阶段



资料来源：YKK 公司年报、开源证券研究所

YKK 凭借自制设备一体化生产以及全球产能布局，以标准化、高质量、创新性产品持续抢占市场份额，成为全球拉链行业龙头；未来 YKK 将加强成本竞争力，从客户需求出发加强商品企划和开发，持续拓展客户。

3.2、伟星股份：满足客户需求抢占份额，全球产能布局持续扩张规模

3.2.1、核心竞争力：以客户需求为导向，数字化智造赋能需求实现

(1) 产品研发：公司保持高水平研发投入和新品开发，已经储备丰富的发明专利，截至 2022 年底，拥有授权专利 1139 项，位列同行业国内专利数之首；新品开发业受到行业认可，2022 年连帽服专用滑链获 ISPO 全场最佳辅料奖。产品品质保障，公司获得头部客户和第三方专业机构认证，如 NIKE 实验室、ADIDAS 实验室、bluesign 认证等，为产品品质背书。

图33：公司保持高水平研发投入和新品开发，并具备品质保障



资料来源：公司官网、公司公告、开源证券研究所

(2) 以客户需求为导向：坚持以“产品+服务”的经营理念，为客户一对一提供一站式个性化解决方案，坚持“时尚设计”理念，和客户共同开发产品。公司已经与国内外众多一线品牌建立合作，如 Adidas、迪卡侬、ZARA、NIKE、波司登、安踏、FILA 等，并多次获得客户荣誉，如波司登 2022 年度快反领先奖、探路者 2023 年度金牌供应商奖等，客户的认可度和粘性持续提升。

表2：公司多次获得客户荣誉，客户的认可度和粘性持续提升

年份	荣誉	年份	荣誉
2023	波司登 2022 年度快反领先奖	2022	太平鸟时尚服饰 2021 年度精准服务奖
2023	探路者 2023 年度金牌供应商奖	2021	森马服饰签署战略合作伙伴协议
2022	波司登 2021 年度核心材料品质优秀奖	2019	FILA2019 最佳突破奖
2022	安踏“冠军龙服”感谢信		

资料来源：公司官网、开源证券研究所

全球销售服务网络布局，在全球建立 20 多家销售分公司、50 多个营销网点，截至 2022 年末，公司的销售人员超过 1100 人；形成覆盖国内各大中城市和辐射欧、美、亚、非、大洋洲五大洲的营销网络；SAB 与全球众多知名服装品牌建立战略合作伙伴关系，立足中国大陆，深入拓展欧美市场，并依托孟加拉工业园高效服务东南亚服装加工市场，加速推进国际化。

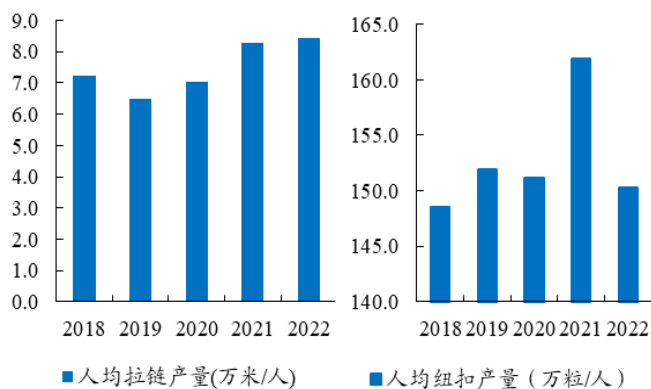
图34：布局 50+ 个销售服务网点，营销网络辐射国内外



资料来源：公司官网

(3) 智能制造：生产端提效显著，2016 年开始，公司积极打造智慧工厂，实现智能化生产，2022 年人均纽扣/拉链年产量持续提升至 150.3 万粒/8.4 万米，2016-2022CAGR 为 0.2%/2.8%，生产端提效显著，并赋能柔性制造。**信息系统赋能需求实现**，公司基于浪潮 GS 系统，对外打造供应链管理系统进行销售管理，提高了订单和客户响应速度，生产周期为 3-15 天，交期平均缩短 24 小时，小单快反能力持续提升；对内实施订单成本法，实现了内部采购和库存的精细化管理，有效降低企业成本。此外，推进产业协同平台建设，实现公司与品牌商、成衣加工厂之间的协同，进一步挖掘、满足客户需求。

图35：人均纽扣/拉链产量持续提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图36：基于浪潮 GS 系统，实现降本增效、快速反应

销售管理	订单从接收到计划排产完成，时间平均缩短约 24 小时； 订单确认到产品交货时间平均缩短约 24 小时； 客户投诉响应时间平均缩短约 48 小时； 提高了订单及客户投诉响应速度。
采购管理	通过系统管理1000多家供应商，价格变化响应时间缩短至 2-4 小时、原材料采购周期平均缩短约 36 小时； 通过同质比价，选择最优货源，有效降低企业成本。
库存管理	各个原材料仓库数据有效共享，能全面统计原材料库存 库存统计准确率达到 95%-98% 。

资料来源：浪潮 ERP 公众号、开源证券研究所

3.2.2、未来看点：全球产能布局&多品类扩张，有望持续抢占客户份额

(1) 全球产能布局：海外产能持续爬坡，东南亚布局具备成本和规模优势。截至 2023H1 末，公司拥有产能纽扣 116 亿粒、拉链 8.5 亿米，国内目前有 7 大生产基地，截至 2023H1 末，国内产能占比为 85.05%。2016 年开始，公司逐步布局东南亚产能，2018 年孟加拉工业园正式投产，2022 年建设越南工业园。截至 2023H1 末，孟加拉产能占比为 14.95%，产能利用率为 44.66%，处于稳步爬坡阶段。

表3：公司布局全球产能，海外产能持续爬坡

	2020	2021	2022
分产品			
拉链产能（亿米）	6.5	8.5	8.5
产能利用率	55.99%	55.49%	56.02%
拉链实际产量	3.64	4.72	4.76
纽扣产能（亿粒）	101	116	116
产能利用率	77.19%	79.63%	73.25%
纽扣实际产量	78.0	92.4	85.0
分区域			
国内占比	91.27%	85.05%	85.05%
产能利用率	69.74%	74.71%	66.49%
海外占比	8.73%	14.95%	14.95%
产能利用率	21.50%	19.05%	39.70%

资料来源：公司公告、开源证券研究所

2023 年公司定增加速推进海内外产能布局，其中越南清化的服装辅料生产项目规划产能拉链 1.24 亿条、金属扣 3.98 亿套，预计一期于 2024 年初投产。东南亚布局具备成本和规模优势，也将高效服务东南亚服装加工市场和国际品牌客户。此外，公司也在考虑布局全球产能，更好的服务欧洲高端客户，不断提升品牌全球影响力。

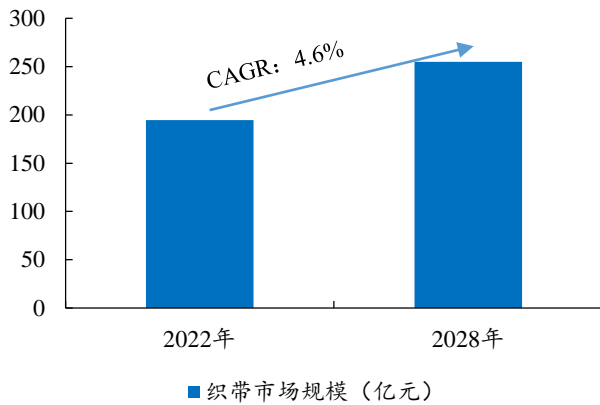
表4：定增布局海内外产能，不断提升品牌全球影响力

项目名称	地址	投资总额 (万元)	项目建 设期	项目产品	利润测算 (万元)	年产能
年产 9.7 亿米高档拉链配套织带 搬迁及服饰辅料技改项目（一期）	临海邵家渡 工业园	47460	3 年	白坯/染色/染色打样织带等拉链 配套产品	3,879	9.7 亿米
年产 2.2 亿米高档拉链扩建项目	临海大洋工 业园	34620	3 年	高档拉链产品，包含金属/塑钢/尼 龙/隐形拉链	10,732	2.2 亿米
越南服装辅料生产项目	越南清化扁 山工业区	44640	3 年	高档拉链（金属/塑钢/尼龙拉链） 和金属扣（五金/合金扣）	5,932.8	拉链 1.24 亿条、 金属扣 3.98 亿套

资料来源：公司公告、开源证券研究所

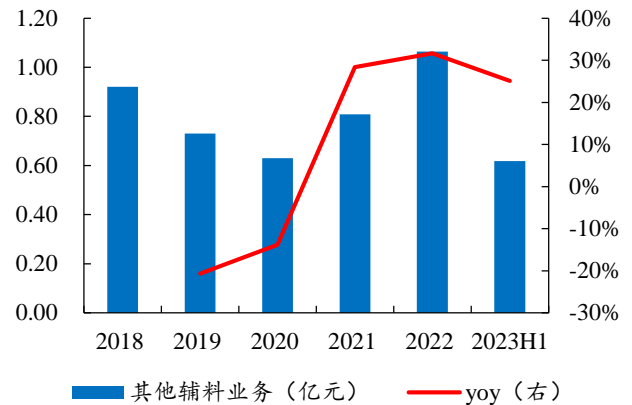
（2）多品类扩张：在现有的服饰辅料的基础上，拓展兼顾功能性和时尚性要求的通用型辅料品类，为客户提供一站式解决方案。根据贝哲斯信息咨询统计，2022 年全球织带市场规模为 195 亿元，预计 2022-2028 年以 4.6% 的复合增速增长至 255 亿元，具备较大市场空间。2021 年公司开始拓展织带业务，2022 年/2023H1 其他辅料业务分别同比增长 32%/25%，新业务增速较快。在多品类扩张下，各辅料品类有望实现客户资源协同，充分发挥公司的服务和产品优势，进一步提升客户份额占比。

图37：2022-2028年织带市场规模 CAGR 为 4.6%



数据来源：贝哲斯信息咨询、开源证券研究所

图38：2021年以来公司其他辅料业务快速发展

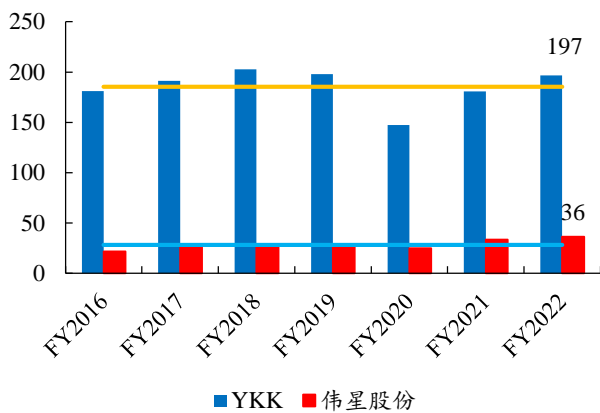


数据来源：Wind、开源证券研究所

3.3、对标 YKK：伟星股份有望复刻 YKK 成功路径并抢占 YKK 份额

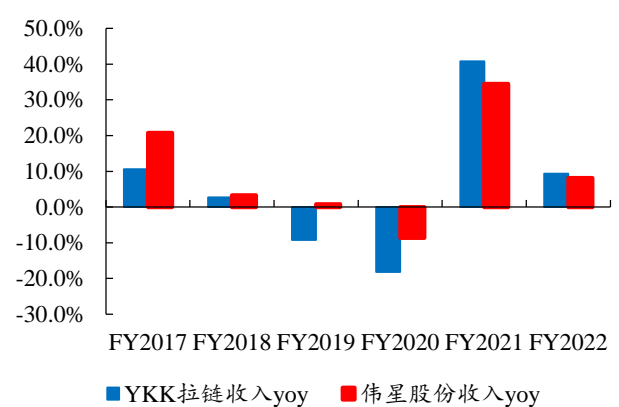
规模对比：伟星股份收入规模较小，具备较大发展空间。YKK 链扣业务/伟星股份 FY2022 营收分别为 197/36 亿元，FY2016-2022CAGR 为 4.5%/8.9%。相比全球链扣巨头 YKK180-200 亿的收入规模，伟星股份的收入规模仅为 YKK 的 1/5，而复合增速为 YKK 的 2 倍，具备较大的发展空间。

图39：YKK/伟星股份 FY2022 营收分别 197/36 亿元



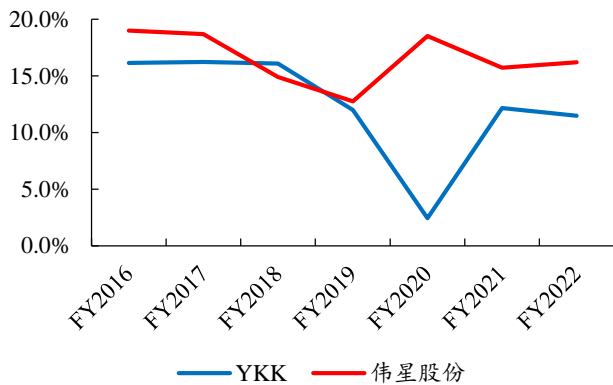
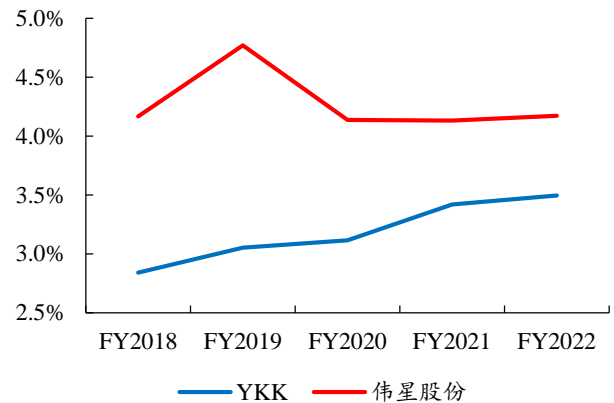
数据来源：YKK 公司官网、Wind、开源证券研究所（YKK 财年结算日为 3 月 31 日）

图40：YKK/伟星股份近 7 年营收 CAGR 为 4.5%/8.9%



数据来源：YKK 公司官网、Wind、开源证券研究所（YKK 财年结算日为 3 月 31 日）

盈利对比：伟星股份营业利润率较高，研发投入较大。YKK 链扣业务/伟星股份 FY2022 营业利润率为 11.5%/16.2%，研发费用率为 3.5%/4.2%，伟星股份从客户需求出发进行定制化生产，并且持续投入数字化智能制造，其营业利润率较高。

图41: YKK/伟星股份 FY2022 营业利润率为 11%/16%

图42: YKK/伟星股份 FY2022 研发费用率为 3.5%/4%


数据来源: YKK 公司官网、Wind、开源证券研究所 (YKK 财年结算日为 3 月 31 日)

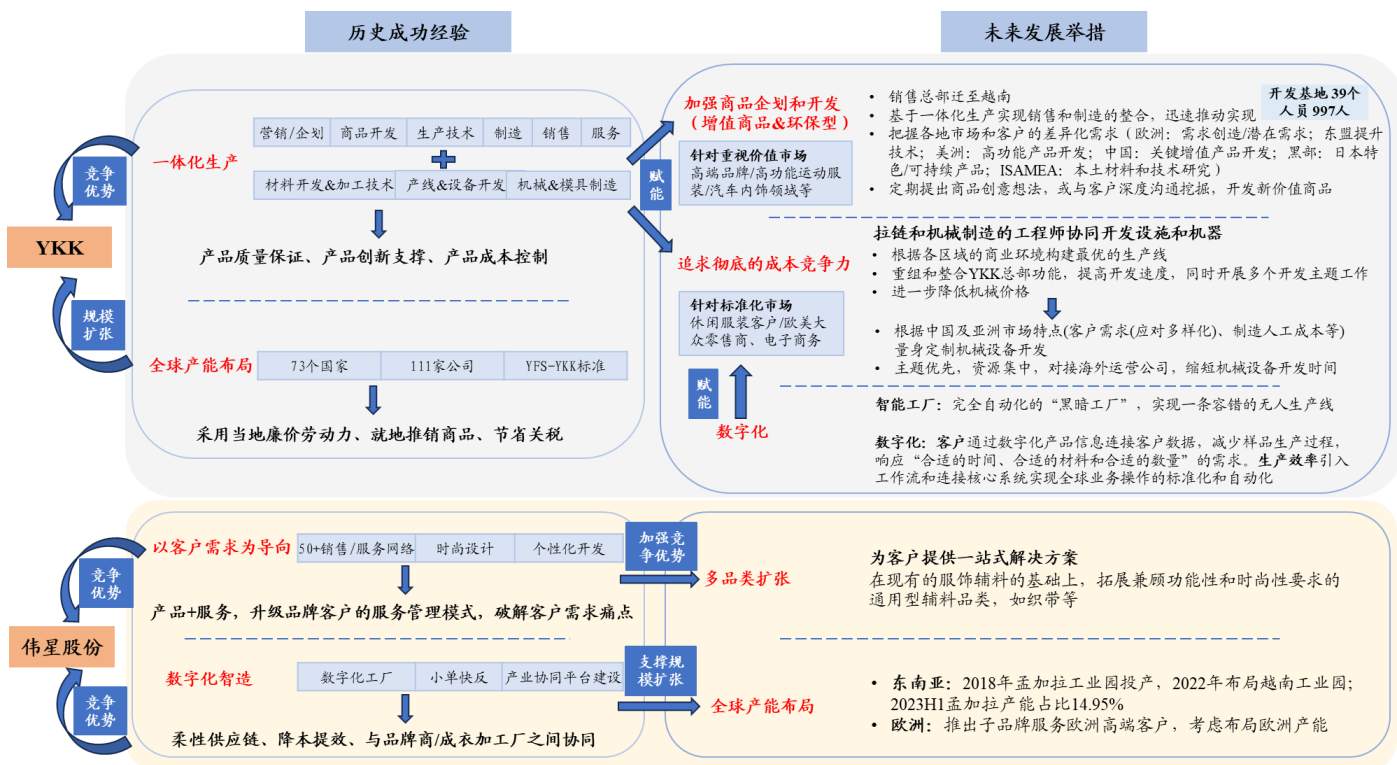
数据来源: YKK 公司官网、Wind、开源证券研究所 (YKK 财年结算日为 3 月 31 日)

战略&优势对比: YKK 基于一体化生产&全球产能布局, 快速抢占市场份额, 并有效支撑未来发展。YKK 凭借其从自制设备、材料、模具的一体化生产的模式, 有效保证了产品的质量、创新开发, 并且控制了产品成本; 同时, 全球产能布局也使得 YKK 在具备成本规模优势的基础上更好匹配全球大客户的业务需求, 从而快速扩张规模。未来 YKK 将进一步针对不同区域和客户的差异化需求, 加强商品企划和开发, 把握高端市场; 并针对市场特点, 由拉链和机械制造的工程师协同定制设施和机器开发, 加强成本竞争力, 把握标准化大众市场。除了基于一体化生产实现销售、制造和开发的整合, 推动需求落地实现和成本优化, YKK 推进数字化, 加强为客户提供数据服务, 提高公司内部流程效率。

而伟星股份凭借“产品+服务”的差异化战略打开市场, 海外产能布局复刻 YKK 扩张路径, 数字化智造支撑规模扩张。伟星股份以客户需求为导向, 投入数字化智造, 破解客户的需求痛点, 并且以小单快反的柔性供应链满足客户的个性化需求, 作为后进入者, 伟星股份采取差异化战略快速打开市场, 抢占客户份额。伟星股份于 2018 年开始布局海外产能, 复刻 YKK 的扩张路径, 加强与品牌客户和成衣加工厂的互动和粘性, 并且逐步提升伟星股份在全球的品牌影响力; 而数字化建设赋能生产流程的智能化、信息化, 能够快速响应客户并满足客户差异化需求, 支撑规模扩张。

对标 YKK, 伟星有望复刻 YKK 成功路径并抢占 YKK 份额。相较于 YKK 未来几年重点发展客户需求满足和数字化, 伟星股份在这两部分已经具备自身明显的竞争优势。未来伟星股份将基于自身竞争优势, 持续布局海外产能并加强产品质量标准化, 我们认为伟星股份有望复刻 YKK 成功路径并抢占 YKK 份额。

图43: 对标 YKK, 伟星股份有望复刻 YKK 成功路径并抢占 YKK 份额



资料来源: YKK 公司官网、伟星股份公司公告、开源证券研究所

4、盈利预测与投资建议

4.1、关键假设

收入端: 我们认为随着接单趋势持续向好, 公司在产能和品类扩张下, 国际份额有望提升驱动业绩增长, 预计 2023-2025 年纽扣、拉链、其他服装辅料业务分别增长 7%/10%/10%、9%/15%/15%、7%/12%/12%。

成本端: 毛利率保持稳中有升的态势, 预计 2023-2025 年毛利率分别为 40.4%/40.6%/40.7%。

费用端: 公司降本增效, 同时持续投入越南市场, 我们预计 2023-2025 年期间费用率分别为 23.7%/23.4%/23.3%。

表5: 预计公司 2023-2025 年分别实现归母净利润 5.54/6.46/7.28 亿元 (单位: 亿元)

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (亿元)	33.56	36.28	39.16	44.14	49.79
YOY	34.4%	8.1%	7.9%	12.7%	12.8%
纽扣业务	13.91	14.68	15.68	17.25	18.97
YOY	26.2%	5.6%	6.8%	10.0%	10.0%
毛利率	41.4%	41.2%	41.4%	41.4%	41.4%
拉链业务	18.36	20.06	21.86	25.14	28.91
YOY	37.9%	9.2%	9.0%	15.0%	15.0%
毛利率	36.4%	38.1%	41.1%	41.3%	41.3%

其他服饰辅料业务	0.81	1.06	1.14	1.27	1.43
YOY	217.9%	31.6%	7.0%	12.0%	12.0%
毛利 (亿元)	12.76	14.15	15.83	17.93	20.25
YOY	31.6%	10.9%	11.9%	13.2%	13.0%
综合毛利率	38.0%	39.0%	40.4%	40.6%	40.7%
期间费用率	22.0%	22.6%	23.7%	23.4%	23.3%
归母净利润 (亿元)	4.49	4.89	5.54	6.46	7.28
YOY	13.2%	9.0%	13.3%	16.6%	12.7%
归母净利率	13.4%	13.5%	14.1%	14.6%	14.6%

数据来源: Wind、公司公告、开源证券研究所

4.2、盈利预测与估值

我们预计公司 2023-2025 年营收分别为 39.16/44.14/49.79 亿元, 同比增长 7.9%/12.7%/12.8%, 归母净利润分别为 5.54/6.46/7.28 亿元, 同比增长 13.3%/16.6%/12.7%, 对应 EPS 为 0.47/0.55/0.62 元, 当前股价对应 PE 为 22.1/19.0/16.8 倍。

我们选取了同样绑定国内外优质大客户并且布局海外产能的龙头制造商申洲国际、鲁泰 A、健盛集团作为可比公司, 考虑到伟星股份深耕辅料行业数十年, 竞争壁垒和业绩韧性较强, 具备高于可比公司均值的估值。短期来看, 下游去库接近尾声, 接单趋势持续向好, 伟星股份恢复态势优于同行; 长期来看, 随着公司基于自身竞争优势, 持续布局海外产能并加强产品质量标准化, 我们认为伟星股份有望复刻 YKK 成功路径并抢占 YKK 份额, 未来业绩有望稳步增长, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

表6: 伟星股份具备较强的竞争壁垒和业绩韧性, 恢复态势优于同行

公司名称	收盘价(元)		EPS			PE				归母净利润
	2024/3/29	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	2023-2025CAGR
申洲国际	67.18	3.04	3.03	3.87	4.54	25.8	22.2	17.4	14.8	22.5%
鲁泰 A	6.18	1.09	0.64	0.88	1.01	6.8	9.6	7.1	6.1	25.6%
健盛集团	10.80	0.69	0.65	0.87	0.99	12.0	16.6	12.5	11.0	23.2%
平均						14.9	14.9	16.1	12.3	10.6
伟星股份	10.49	0.47	0.47	0.55	0.62	21.5	22.1	19.0	16.8	14.6%

数据来源: Wind、开源证券研究所 (注: 申洲国际、健盛集团、伟星股份盈利预测来源于开源证券研究所, 其他来源于 Wind 一致预期, 2024 年 3 月 29 日汇率: 港币: 人民币=0.91)

5、风险提示

(1) 产能爬坡不及预期: 若越南清化的服装辅料生产项目产能爬坡不及预期, 或影响海外客户开拓。

(2) 下游客户需求疲软风险: 若下游客户需求疲软, 或影响其下订单的需求和意愿。

(3) 原材料价格大幅上涨: 若原材料价格大幅上涨, 虽有一部分可转嫁至下游客户, 但仍会对公司利润率造成影响。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	1764	1919	1686	1876	2111
现金	634	821	887	999	1127
应收票据及应收账款	427	381	0	0	0
其他应收款	25	24	29	31	37
预付账款	45	18	50	27	59
存货	550	563	610	709	777
其他流动资产	83	110	110	110	110
非流动资产	2275	2862	2887	3012	3148
长期投资	60	82	111	142	173
固定资产	1229	1679	1731	1839	1936
无形资产	309	375	398	429	458
其他非流动资产	677	725	646	602	581
资产总计	4039	4781	4572	4889	5260
流动负债	1168	1496	1142	1282	1399
短期借款	328	650	668	735	872
应付票据及应付账款	364	359	0	0	0
其他流动负债	476	487	474	546	527
非流动负债	138	353	313	275	237
长期借款	5	199	159	121	83
其他非流动负债	134	154	154	154	154
负债合计	1306	1849	1455	1557	1636
少数股东权益	40	37	31	28	23
股本	798	1037	1037	1037	1037
资本公积	755	582	582	582	582
留存收益	1287	1376	1451	1566	1690
归属母公司股东权益	2693	2895	3086	3304	3601
负债和股东权益	4039	4781	4572	4889	5260

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	634	795	687	890	873
净利润	445	487	549	642	723
折旧摊销	183	215	204	233	258
财务费用	25	-22	28	28	25
投资损失	-12	-10	-7	-9	-9
营运资金变动	-67	14	-92	-11	-132
其他经营现金流	60	110	5	6	7
投资活动现金流	-497	-732	-223	-351	-388
资本支出	450	734	200	328	364
长期投资	-52	-54	-29	-31	-31
其他投资现金流	5	55	5	8	7
筹资活动现金流	-161	62	-418	-493	-494
短期借款	114	321	18	67	136
长期借款	-10	195	-40	-38	-38
普通股增加	22	239	0	0	0
资本公积增加	115	-173	0	0	0
其他筹资现金流	-403	-520	-396	-523	-592
现金净增加额	-39	188	47	45	-8

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	3356	3628	3916	4414	4979
营业成本	2080	2213	2333	2622	2954
营业税金及附加	31	33	37	41	46
营业费用	262	313	322	354	400
管理费用	313	378	408	460	519
研发费用	139	151	163	184	208
财务费用	25	-22	28	28	25
资产减值损失	-2	-14	-1	0	0
其他收益	27	27	29	31	29
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	12	10	7	9	9
资产处置收益	-4	-1	-2	-2	-2
营业利润	528	588	655	760	859
营业外收入	2	2	1	2	2
营业外支出	14	10	8	9	10
利润总额	516	580	648	753	850
所得税	70	93	99	111	127
净利润	445	487	549	642	723
少数股东损益	-3	-2	-5	-4	-5
归属母公司净利润	449	489	554	646	728
EBITDA	700	823	872	1005	1129
EPS(元)	0.38	0.42	0.47	0.55	0.62

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	34.4	8.1	7.9	12.7	12.8
营业利润(%)	14.1	11.5	11.3	16.1	12.9
归属于母公司净利润(%)	13.2	9.0	13.3	16.6	12.7
获利能力					
毛利率(%)	38.0	39.0	40.4	40.6	40.7
净利率(%)	13.4	13.5	14.1	14.6	14.6
ROE(%)	16.3	16.6	17.6	19.3	20.0
ROIC(%)	14.3	13.3	14.1	15.4	15.9
偿债能力					
资产负债率(%)	32.3	38.7	31.8	31.8	31.1
净负债比率(%)	-7.6	4.0	1.4	-1.1	-1.9
流动比率	1.5	1.3	1.5	1.5	1.5
速动比率	1.0	0.9	0.8	0.8	0.9
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.8	0.8	0.9	1.0
应收账款周转率	9.4	9.0	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	7.1	6.2	13.0	0.0	0.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.38	0.42	0.47	0.55	0.62
每股经营现金流(最新摊薄)	0.54	0.68	0.59	0.76	0.75
每股净资产(最新摊薄)	2.30	2.48	2.64	2.83	3.08
估值比率					
P/E	27.3	25.1	22.1	19.0	16.8
P/B	4.6	4.2	4.0	3.7	3.4
EV/EBITDA	15.3	13.4	12.6	10.8	9.6

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn