

Q2 受关税及汇兑损失影响

伟星股份(002003)

| | | | |
|--------|-------|-------------|-------------|
| 评级: | 买入 | 股票代码: | 002003 |
| 上次评级: | 买入 | 52周最高价/最低价: | 15.28/10.41 |
| 目标价格: | | 总市值(亿) | 133.84 |
| 最新收盘价: | 11.45 | 自由流通市值(亿) | 116.59 |
| | | 自由流通股数(万) | 1,018.27 |

事件概述

25H1 公司年收入/归母净利/扣非归母净利/经营性现金流净额分别为 23.38/3.69/3.62/4.30 亿元、同比增长 1.80%/-11.19%/-9.71%/10.44%，剔除汇兑损失影响后归母净利 3.79 亿元，同比下降 6%，经营性活动现金流高于净利主要由于折旧增加。25Q2 公司收入/归母净利/扣非归母净利分别为 13.59/2.69/2.64 元、同比下降 9.18%/20.4%/18.81%，剔除汇兑损失影响后归母净利 2.88 亿元，同比下降 13%。

2025 中期拟每 10 股派发现金红利 1 元，分红率为 31.64%，对应年化股息率为 1.75%。

公司公告由于市政规划调整以及关税战等原因，公司决定将募投项目“年产 2.2 亿米高档拉链扩建项目”的建设期延长 2 年，项目达预定可使用状态日期延至 28 年 12 月。

分析判断:

拉链业务微增，境外双位数增长。（1）分产品来看，拉链收入增加：25H1 拉链业务收入为 12.93 亿元，同比增长 2.68%，其中产能增长 10.23%至 4.85 亿米；纽扣业务收入为 9.26 亿元，同比下降 0.17%，其中产能增长 6.78%至 63 亿粒，拉链与纽扣总产能利用率同比下降 5.45PCT 至 65.28%，假设拉链与纽扣总产能利用率均为 65.28%，从而推出拉链量/价为 3.17 亿米/4.08 元，增速为 1.73%/0.93%；纽扣量/价为 41.13 亿粒/0.23 元，增速为-1.45%/1.30%；其他服饰辅料（主要为织带）收入为 0.85 亿元，同比增长 11.20%。（2）分地区来看，国外增长好于国内：25H1 国内/国际收入分别为 14.74/8.64 亿元、同比增长-4.09%/13.72%。境内/境外（孟加拉国、越南）产能利用率分别为 68.98%/48.29%、同比下降 6.51%/1.3PCT，境内/境外产能占比为 81.52%/18.48%，同比增长-0.55%/0.55PCT。

纽扣业务毛利率提升较快，剔除财务费用率影响后 Q2 归母净利率下降 0.3PCT。（1）25H1 公司毛利率为 42.89%、同比提升 1.09PCT，其中拉链/纽扣毛利率分别为 43.32%/43.48%、同比提升 0.43%/1.39PCT；25H1 公司归母净利率为 15.80%、同比下降 2.31PCT，剔除财务费用率影响后归母净利率下降 0.6PCT。从费用来看，25H1 销售/管理/研发/财务费用率分别为 8.78%/9.98%/3.62%/1.16%、同比增加 0.81%/0.91%/0.01%/1.75PCT，管理费用率增加主要由于职工薪酬增加，财务费用率增加主要由于受汇兑亏损影响（25H1/24H1 汇兑损失为 0.10/-0.13 亿元）以及利息收入减少等综合影响所致。其他收益/收入为 1.06%、同比下降 0.54PCT；信用减值损失占比冲回增加 0.38PCT；所得税/收入同比下降 0.52PCT。（2）25Q2 毛利率/归母净利率为 45.80%/19.80%、同比提升 1.93PCT/-2.79PCT；25Q2 销售/管理/研发/财务费用率分别为同比增长 1.10%/1.97%/0.34%/2.48PCT，剔除财务费用率影响后 Q2 归母净利率下降 0.3PCT；其他收益占比下降 0.22PCT；信用减值损失占比冲回 0.63PCT；所得税占比下降 1.15PCT。

存货下降。25H1 存货为 7.08 亿元、同比下降 9.01%，其中纽扣/拉链存货为 5.4 亿粒/2732.67 万米，同比下降 7.07%/7.91%；存货周转天数为 95 天、同比增加 2 天；应收账款为 6.02 亿元、同比下降 11.74%，应收账款周转天数为 43 天，同比减少 2 天；应付账款为 6.58 亿元，同比增长 7.02%，应付账款周转天数为 79 天，同比增加 6 天。

投资建议

我们分析，1) 短期来看，由于关税影响，我们对下半年海外需求谨慎乐观；2) 中期来看，公司仍在积极布局海外产能，随着越南产能投产及孟加拉产能爬坡，进一步提升产能规模优势，抢占市场份额。3) 长期

来看，公司作为国内服饰辅料龙头企业，市场给予了较高估值溢价主要在于：凭借高智能化和信息化水平，长期存在抢占 YKK 份额空间，业绩稳定性强，叠加高分红。考虑到关税影响及募投项目延期，下调公司 25-27 年营收预测 52.55/58.52/64.71 亿元至 48.93/53.14/58.91 亿元；下调 25-27 年归母净利润预测 8.1/9.1/10.2 亿元至 6.7/7.4/8.3 亿元，对应下调 25-27 年 EPS 预测 0.69/0.78/0.87 元至 0.58/0.63/0.71 元，2025 年 8 月 22 日收盘价 11.45 元对应 PE 分别为 20/18/16X，维持“买入”评级。

风险提示

扩产进度不及预期；海外需求不及预期风险；原材料价格波动风险；行业竞争加剧风险；系统性风险。

盈利预测与估值

| 财务摘要 | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 3,907 | 4,674 | 4,893 | 5,314 | 5,891 |
| YoY (%) | 7.7% | 19.7% | 4.7% | 8.6% | 10.9% |
| 归母净利润(百万元) | 558 | 700 | 674 | 740 | 830 |
| YoY (%) | 14.2% | 25.5% | -3.7% | 9.8% | 12.1% |
| 毛利率 (%) | 40.9% | 41.7% | 41.9% | 42.1% | 42.3% |
| 每股收益 (元) | 0.53 | 0.60 | 0.58 | 0.63 | 0.71 |
| ROE | 12.8% | 16.1% | 13.4% | 12.8% | 12.6% |
| 市盈率 | 23.98 | 19.08 | 19.85 | 18.08 | 16.13 |

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师：唐爽爽

邮箱：tangss@H1x168.com.cn

SAC NO: S1120519090002

联系电话：

财务报表和主要财务比率

| 利润表 (百万元) | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E | 现金流量表 (百万元) | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 营业总收入 | 4,674 | 4,893 | 5,314 | 5,891 | 净利润 | 707 | 674 | 740 | 830 |
| YoY (%) | 19.7% | 4.7% | 8.6% | 10.9% | 折旧和摊销 | 298 | 76 | 61 | 49 |
| 营业成本 | 2,724 | 2,841 | 3,075 | 3,397 | 营运资金变动 | 79 | 15 | -253 | 175 |
| 营业税金及附加 | 55 | 58 | 63 | 69 | 经营活动现金流 | 1,090 | 768 | 550 | 1,053 |
| 销售费用 | 415 | 429 | 461 | 505 | 资本开支 | -758 | -804 | -643 | -515 |
| 管理费用 | 512 | 631 | 699 | 790 | 投资 | -1 | 0 | 0 | 0 |
| 财务费用 | 2 | 18 | 18 | 18 | 投资活动现金流 | -755 | -788 | -626 | -496 |
| 研发费用 | 181 | 184 | 195 | 210 | 股权募资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资产减值损失 | -2 | 0 | 0 | 0 | 债务募资 | 168 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 15 | 16 | 17 | 19 | 筹资活动现金流 | -648 | -18 | -18 | -18 |
| 营业利润 | 852 | 808 | 887 | 994 | 现金净流量 | -303 | -37 | -94 | 539 |
| 营业外收支 | -5 | 0 | 0 | 0 | 主要财务指标 | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
| 利润总额 | 847 | 808 | 887 | 994 | 成长能力 | | | | |
| 所得税 | 140 | 134 | 147 | 164 | 营业收入增长率 | 19.7% | 4.7% | 8.6% | 10.9% |
| 净利润 | 707 | 674 | 740 | 830 | 净利润增长率 | 25.5% | -3.7% | 9.8% | 12.1% |
| 归属于母公司净利润 | 700 | 674 | 740 | 830 | 盈利能力 | | | | |
| YoY (%) | 25.5% | -3.7% | 9.8% | 12.1% | 毛利率 | 41.7% | 41.9% | 42.1% | 42.3% |
| 每股收益 | 0.60 | 0.58 | 0.63 | 0.71 | 净利率 | 15.0% | 13.8% | 13.9% | 14.1% |
| 资产负债表 (百万元) | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E | 总资产收益率 ROA | 11.1% | 10.3% | 10.0% | 10.1% |
| 货币资金 | 1,108 | 1,071 | 977 | 1,516 | 净资产收益率 ROE | 16.1% | 13.4% | 12.8% | 12.6% |
| 预付款项 | 20 | 0 | 0 | 0 | 偿债能力 | | | | |
| 存货 | 704 | 582 | 759 | 666 | 流动比率 | 1.49 | 1.60 | 1.67 | 1.91 |
| 其他流动资产 | 778 | 496 | 661 | 608 | 速动比率 | 1.04 | 1.11 | 1.09 | 1.41 |
| 流动资产合计 | 2,609 | 2,149 | 2,396 | 2,789 | 现金比率 | 0.63 | 0.79 | 0.68 | 1.04 |
| 长期股权投资 | 117 | 117 | 117 | 117 | 资产负债率 | 30.1% | 22.6% | 21.3% | 19.4% |
| 固定资产 | 2,687 | 3,414 | 3,995 | 4,460 | 经营效率 | | | | |
| 无形资产 | 404 | 404 | 404 | 404 | 总资产周转率 | 0.76 | 0.76 | 0.76 | 0.75 |
| 非流动资产合计 | 3,681 | 4,407 | 4,989 | 5,454 | 每股指标 (元) | | | | |
| 资产合计 | 6,290 | 6,557 | 7,385 | 8,243 | 每股收益 | 0.60 | 0.58 | 0.63 | 0.71 |
| 短期借款 | 712 | 712 | 712 | 712 | 每股净资产 | 3.73 | 4.30 | 4.94 | 5.65 |
| 应付账款及票据 | 516 | 512 | 600 | 629 | 每股经营现金流 | 0.93 | 0.66 | 0.47 | 0.90 |
| 其他流动负债 | 528 | 123 | 123 | 123 | 每股股利 | 0.20 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 流动负债合计 | 1,755 | 1,347 | 1,435 | 1,463 | 估值分析 | | | | |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | PE | 19.08 | 19.85 | 18.08 | 16.13 |
| 其他长期负债 | 136 | 136 | 136 | 136 | PB | 3.80 | 2.95 | 2.58 | 2.25 |
| 非流动负债合计 | 136 | 136 | 136 | 136 | | | | | |
| 负债合计 | 1,891 | 1,483 | 1,571 | 1,599 | | | | | |
| 股本 | 1,169 | 1,169 | 1,169 | 1,169 | | | | | |
| 少数股东权益 | 45 | 45 | 45 | 45 | | | | | |
| 股东权益合计 | 4,400 | 5,074 | 5,814 | 6,644 | | | | | |
| 负债和股东权益合计 | 6,290 | 6,557 | 7,385 | 8,243 | | | | | |

资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

| 公司评级标准 | 投资评级 | 说明 |
|--------------------------------|------|--------------------------------|
| 以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。 | 买入 | 分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15% |
| | 增持 | 分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间 |
| | 中性 | 分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间 |
| | 减持 | 分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间 |
| | 卖出 | 分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15% |
| 行业评级标准 | | |
| 以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。 | 推荐 | 分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10% |
| | 中性 | 分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间 |
| | 回避 | 分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10% |

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。