

2025年08月27日

# 钮扣拉链头部企业，双轮驱动全球化扩张

## —伟星股份（002003.SZ）公司深度报告

买入（首次）

投资要点

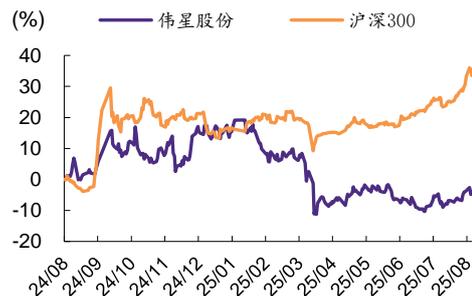
分析师：娄倩 S1050524070002  
louqian@cfsc.com.cn

### 基本数据

2025-08-27

当前股价（元）	10.94
总市值（亿元）	128
总股本（百万股）	1169
流通股本（百万股）	1017
52周价格范围（元）	10.54-14.38
日均成交额（百万元）	121.77

### 市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

### 相关研究

#### ■ 拉链稳健增长可期，朝龙头 YKK 看齐

服装辅料作为纺织服装行业不可或缺的组成部分，近年来展现出小产品大市场的增长机会。从市场规模来看，全球拉链产业规模已达 1200 亿元，预计 2030 年将突破 1500 亿元，年复合增长率 3.5% 以上；纽扣市场同样稳健，中国作为全球最大生产国，市场规模正以 3.8% 的年增速向 313 亿元迈进。公司近年来也持续获得更多的市场份额，在 YKK 市场份额因为火灾、工厂停工等原因下滑的同时，把握时机提升公司的份额。

#### ■ 长期增长态势明确，推动国际化产能布局

近十年财务表现稳健，整体呈现拉链与纽扣双轮驱动，海外市场占比逐步提升。公司 2024 年营业收入/归母净利润分别为 46.74/7 亿元，2015-2024 年实现营业收入/归母净利润 CAGR 分别为 10.7%/12.3%。收入增长得益于价量共同的提升，外加东南亚产能布局下，拓宽国际化道路。从实际运营数据来看，提前布局东南亚已获得回报，海外营收成长显著高于国内。2024 年国内/国外营收分别为 30.94/15.81 亿元、分别同比增长 14.74%/30.62%，海外增速明显高于国内。2015-2024 年国内/国外 CAGR 分别为 8.9%/16.4%。

#### ■ 公司利益深度绑定，股权激励皆超额完成

伟星的文化凝聚力的核心在于上下一心的战略协同：高管团队长期持股，与公司利益深度绑定；增发募资投向主业升级，2023 年推动 2.2、9.7 亿米拉链项目以及越南工业园，透过增发加强公司竞争力；过往五次股权激励皆超额完成，第五期的股权激励计划所对应的是 2020-2025 年净利润 CAGR 达到 19%，此规划十足彰显公司对未来发展信心。在制造业竞争日益激烈的环境下，这种目标一致的文化体系，正持续转化为高毛利率（2024 年拉链 42.12%、纽扣 42.96%）和海外业务 16.4% 的年复合增长率，为投资者创造了可验证的长期回报。公司自 2004 年上市以来，已现金分红 22 次，分红率达到 78.66%。近三年 2022/2023/2024 分别每股现金股利为 0.35/0.45/0.50 元，分别配息率 3.46%/4.15%/3.53%（股价取自当年年末最后一个交易日），近三年平均配息率 3.71%。此外，公司信披表现良好，公司除一年的信息披露是良好，其他年份都是优秀 (A)。

## ■ 盈利预测

公司长期深耕服装辅料，出于公司在海外布局、深度客户合作以及工厂智能化三方面，持续的提升公司作为拉链、钮扣主要企业的地位与竞争能力。我们预测公司 2025-2027 年收入分别为 50.07、55.96、62.56 亿元，EPS 分别为 0.64、0.70、0.78 元，当前股价对应 PE 分别为 17.2、15.6、14.1 倍。考虑到公司作为服装辅料赛道的头部企业，其所具备的收入成长性、毛利率的把控以及营运的管理能力，首次覆盖给予“买入”投资评级。

## ■ 风险提示

原物料上涨、产能推动不如预期、关税政策变动、下游需求不及预期

预测指标	2024A	2025E	2026E	2027E
主营收入（百万元）	4,674	5,007	5,596	6,256
增长率（%）	19.7%	7.1%	11.8%	11.8%
归母净利润（百万元）	700	743	819	909
增长率（%）	25.5%	6.1%	10.3%	10.9%
摊薄每股收益（元）	0.60	0.64	0.70	0.78
ROE（%）	15.9%	16.6%	18.0%	19.5%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

## 正文目录

1、短期需求与政策扰动，不改长期增长态势.....	5
1.1、短期压力：需求相对疲软，关税部分影响.....	5
1.2、长期发展：纽扣与拉链双增长，盈利能力稳健.....	5
2、拉链行业：市场空间大，国产龙头持续拉高市场份额.....	6
2.1、市场规模：持续稳定提升，稳固中高端市场份额.....	6
2.2、拉链进出口：局势动荡凸显抗风险能力.....	7
2.3、行业格局：持续抢占龙头 YKK 的市场份额.....	7
2.4、公司优势：智能化+完整服务体系.....	8
3、纽扣行业：市场分散下凸显龙头优势.....	9
3.1、市场规模：高出口额需求推动市场显著提升.....	9
3.2、行业格局：竞争格局分散，彰显高端份额优势.....	9
3.3、公司布局：价量同增&高毛利推动收入增长.....	9
4、伟星股份：站稳主业，坚定国际接轨.....	10
4.1、公司发展三部曲：高速扩张、战略转型、全球化.....	10
4.2、公司上下目标一致，企业文化带动长期发展.....	11
4.3、技改增发赋能主业升级：拉链成营收支柱.....	13
5、盈利预测评级.....	14
5.1、核心假设：纽扣、拉链维持相当增长与毛利.....	14
6、风险提示.....	15

## 图表目录

图表 1：2015-2024 收入与归母净利.....	6
图表 2：2015-2024 拉链与纽扣毛利率.....	6
图表 3：国内与国外占收入比.....	6
图表 4：拉链与纽扣占收入比.....	6
图表 5：2015-2025 年中国拉链行业市场规模.....	7
图表 6：公司拉链产量、产能利用率.....	8
图表 7：拉链单价测算.....	8
图表 8：中国纽扣市场规模.....	9
图表 9：公司纽扣产量、产能利用率.....	10
图表 10：纽扣单价测算.....	10
图表 11：公司发展阶段.....	11
图表 12：公司十大股东(统计至 2025Q1).....	12
图表 13：公司历年股权激励计划.....	12
图表 14：公司历年每股分红、配息率.....	13

图表 15: 公司历年定增计划 .....	13
图表 16: 公司营业收入假设 .....	14
图表 17: 公司销售费用率、管理费用率预测 .....	14

# 1、短期需求与政策扰动，不改长期增长态势

## 1.1、短期压力：需求相对疲软，关税部分影响

伟星股份长期作为辅料行业的主要供应商，产业整体受下游周期影响，同时也受关税政策有所扰动。自 2025 年以来国内需求仍显疲软，叠加海外订单可能受关税政策影响，整体订单增长可能放缓。短期而言，作为全球服装辅料行业的领军企业，公司在外部环境波动中展现出订单的韧性，但大环境影响还是不可避免的带来压力，由于整体服装市场的需求并未有明显改善，近期表现还是相对缓和的。中长期来看，依托交期效率、设计能力及服务优势，推动国际市场份额，使得增长逻辑逐步落地。此外，海外产能的陆续投产将助力拓展国际市场，而多元化的产能布局也有助于降低外部风险的影响。

自 2025 年 4 月 2 日起，美国对所有贸易伙伴设立 10% 基准关税，对中国加征 34% “对等关税”，随后美方与中方持续提高关税，美方一度将关税推高至 245%。根据最新官方公布（截至 2025 年 5 月 12 日），美方宣布仅保留 10% 的关税，其余关税在 90 天内暂停实施。回顾历史来看，2018 年的关税战，同时期公司 2019Q1/2019 收入同比增长 21.53%/0.77%，受限于关税影响外加整体行业相对低迷，2019 年公司表现较为普通。

从产品营销角度来看，公司主要根据品牌服饰企业的要求将产品直接交付给客户自有或其指定的成衣加工等企业，公司国际业务的出口区域基本集中在孟加拉、越南，直接出口到欧美源头国家的业务量非常低。因此，终端消费国或区域调整成衣等商品的关税对公司业务的直接影响有限，短期贸易影响在当前 90 天豁免窗口下尚未显现。短期而言，我们认为公司 2025 年在国内服装消费需求复苏下将维持稳健增长，但由于美国仍为公司产品终端的重要市场，关税对公司海外订单的影响程度仍存在不确定性。

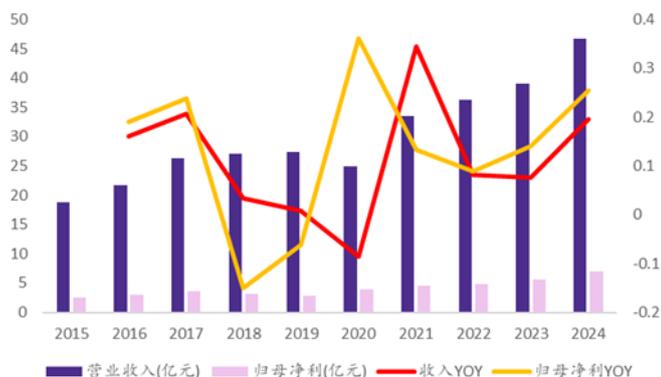
## 1.2、长期发展：纽扣与拉链双增长，盈利能力稳健

近十年财务表现稳健，整体呈现拉链与纽扣双轮驱动，海外市场占比逐步提升。公司 2015-2024 年营业收入从 18.74 亿元提升至 46.74 亿元；归属母公司净利润从 2.48 亿元提升至 7 亿元，2015-2024 年实现收入/归母净利 CAGR 分别为 10.7%/12.3%。其中 2025Q1 公司收入/归母净利达 9.79/1 亿元，同比增长分别为 22.32%/28.76%。

分产品来看，纽扣增长快于拉链，收入增长得益于价量共同的提升。(1) 拉链业务：2024 年拉链营业收入实现 24.84 亿元，同比增长 15.94%，2015-2024 年 CAGR 为 11.8%，销售 5.3 亿米，同比增长 5.86%，单价同比提升 9.5% 达到 4.68 元/米，成为收入增长的关键因素；(2) 纽扣业务：2024 年纽扣营业收入实现 19.54 亿元，同比增长 22.2%，2015-2024 年 CAGR 为 9.13%，销售 97.39 亿粒，同比增长 9.29%，单价同比提升 11.8% 达到 0.2 元/粒。

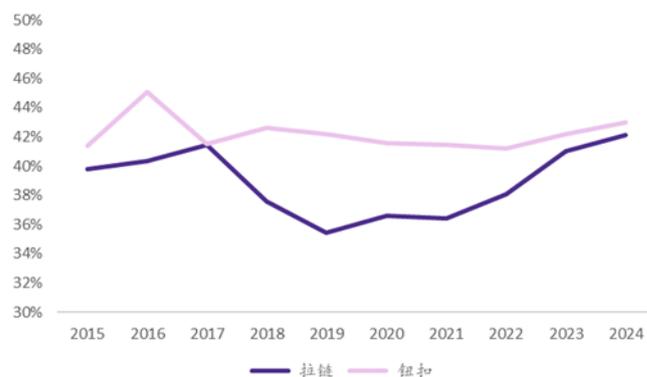
分地区来看，全球化布局，带动海外订单快速增长，营收成长显著高于国内。2024 年国内/国外营收分别为 30.94/15.81 亿元、分别同比增长 14.74%/30.62%，海外增速明显高于国内。2015-2024 年国内/国外 CAGR 分别为 8.9%/16.4%，公司在 2018 年与 2024 年开始分别开展孟加拉与越南的海外拓展，展现公司国际化企图，为发展带来良好的支持。

图表 1：2015-2024 收入与归母净利



资料来源：公司年报，华鑫证券研究

图表 2：2015-2024 拉链与纽扣毛利率



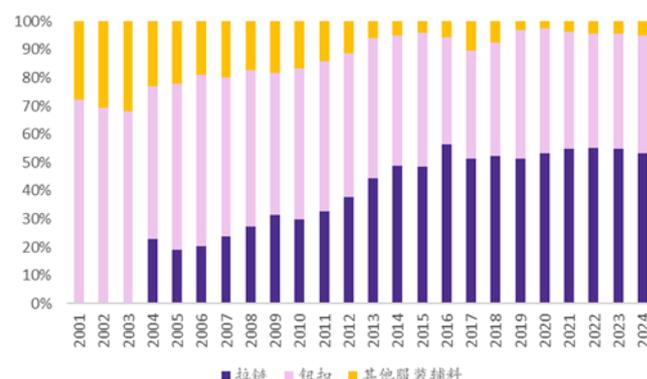
资料来源：公司年报，华鑫证券研究

图表 3：国内与国外占收入比



资料来源：公司年报，华鑫证券研究

图表 4：拉链与纽扣占收入比



资料来源：公司年报，华鑫证券研究

## 2、 拉链行业：市场空间大，国产龙头持续拉高市场份额

### 2.1、 市场规模：持续稳定提升，稳固中高端市场份额

作为服装辅料的重要组成部分，拉链在纺织服装行业中占据关键地位。随着服装辅料行业的持续发展，拉链市场也呈现稳定增长态势。据统计，2023 年全球服装辅料市场规模已达到 718 亿美元，而拉链市场总规模约为 1209 亿元人民币，占整个服装辅料市场的 24% 左右。未来几年，全球拉链市场预计将保持稳健增长，到 2030 年市场规模有望攀升至 1535 亿元。2023 年至 2030 年间，该市场的 CAGR 预计为 3.5%，展现出良好的发展潜力。

图表 5：2015-2025 年中国拉链行业市场规模



资料来源：华经产业研究院，华鑫证券研究

## 2.2、拉链进出口：局势动荡凸显抗风险能力

海关最新统计显示，2024 年我国拉链行业对外贸易总额达 97.49 亿元，较上年同比增长 6.85%。其中，进口额为 5.01 亿元，同比增长 1.19%；出口方面实现 92.47 亿元，同比增长 7.18%。全年贸易顺差增长至 87.46 亿元，较 2023 年同期有所增长。

2023 年作为疫情防控政策调整后的首年，国内外经济环境仍面临诸多挑战。尽管中国宏观经济基本面保持稳定，但各行业普遍承受较大经营压力，“内卷化”竞争加剧，市场价格战愈演愈烈。从全球范围看，受地缘政治冲突（如俄乌战争、巴以问题）及能源价格波动影响，叠加主要经济体紧缩货币政策，欧美等传统市场需求持续走弱。与此同时，东南亚新兴市场凭借制造业成本优势，在中低端消费品代工领域保持快速增长，对我国外贸出口形成一定替代效应。

2024 年我国外贸进出口总额增长 5.0%，其中出口增速达到 7.1%，对欧盟、美国等主要市场的出口额均呈现增长，反映出全球市场依然维持稳定增长。作为拉链主要应用领域，服装行业出口同比增长 1.4%，行业呈现微增的态势。在此背景下，我国拉链外贸虽呈现平稳态势，但相比下游产业的剧烈波动，仍展现出较强的抗风险能力。

## 2.3、行业格局：持续抢占龙头 YKK 的市场份额

在 2023 年，YKK 集团实现总销售额 9202.34 亿日元，营业利润达 552.41 亿日元。其中，YKK FP 业务贡献收入 3793 亿日元，占集团总营收的 41.2%。在核心产品方面，YKK 全年拉链产量突破 30 亿米，销售规模达到 89.2 亿条，2024 年更实现超过 100 亿条。出于疫情、火灾等因素，YKK 拉链市占率有些许滑落，公司也把握此机会提升市场份额。

尽管拉链生产所需的设备投入和生产规模相对有限，但其制造过程对技术精度要求较高，尤其在标准化连续生产方面存在显著技术壁垒。以行业龙头 YKK 为例，其在裤装拉链领域建立了难以逾越的技术优势，其核心竞争力主要体现在两个方面：(1) 全球化布局：业务覆盖 70 个国家，形成完善的全球供应链体系。(2) 工艺标准：传承日本精密制造传统，在原材料选择和生产管理方面保持严格标准。从经营表现来看，YKK 无论在营收规模还是盈利能力方面都保持着绝对的行业领先地位。

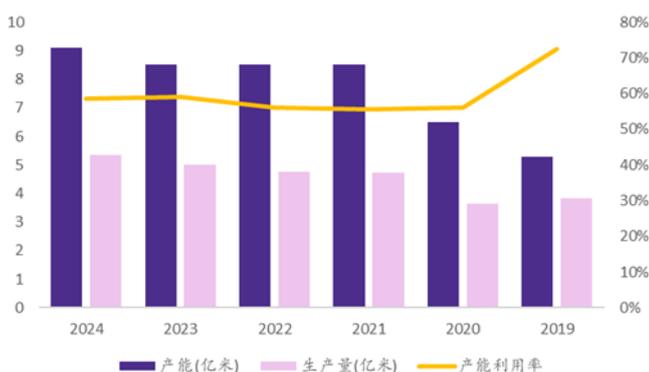
## 2.4、公司优势：智能化+完整服务体系

2024 年拉链营业收入为 24.84 亿元，同比增长 15.94%，销售 5.3 亿米，同比增长 5.86%，单价同比提升 9.5%达到 4.68 元/米，拉链产能同比增长 7.06%从 8.5 亿米到 9.1 亿米，其中产能利用率为 58.6%。2015-2024 年，公司全部收入/归母净利 CAGR 分别为 10.7%/12.3%，在此时期拉链业务成为了公司营收的主要大头，拉链的营收占比约维持在 50-55%，拉链 2015-2024 的 CAGR 则为 11.8%。

公司拉链毛利率长期维持在较高水平，近十年整体保持在 40%左右，体现出较强的产业链定价权。从历史趋势看，2003-2017 年毛利率呈上升态势，并在 2017 年达到 41.45%的历史相对高点。然而，2017 年后，由于产品结构调整，以及原物料的涨价使得毛利率有所回落。净利则主要受毛利率、管理费用率、销售费用率影响，近十年净利率则在 10-16%之间波动。出于营业成本构成主要来自原物料(2024 年 52%)、制造费用(2024 年 25%)，降低这类成本成为提升毛利率与净利率的关键因素。

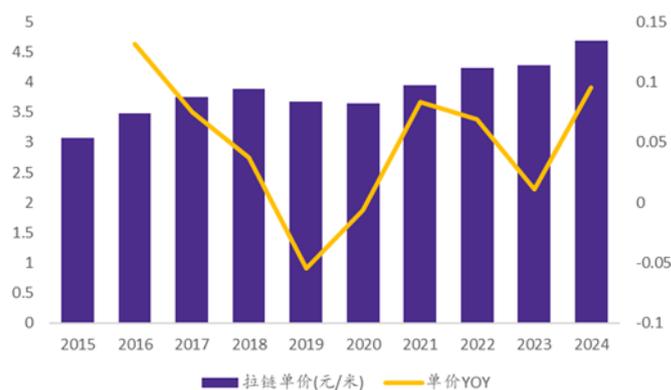
伟星股份透过专业化服务在交付效率方面已经建立起显著的竞争优势，目前可实现 3-15 天的快速交付周期。这种优势的形成主要依托于以下方面的创新实践。(1) 在服务体系方面，企业构建了覆盖全球的营销网络，销售分公司不再局限于传统的接单职能，而是深度介入客户的产品设计与开发环节。(2) 在生产制造环节，企业积极推进智能化转型，通过引进自动化设备和数字化管理系统，不仅提升了生产效率，还实现了用工规模的优化。最具特色的是企业创新的“订单驱动”生产模式。该模式以客户需求为导向，这种灵活的产销协同机制，配合标准化的作业流程，确保了从接单到交付的整体环节都能在 3-15 天内高效完成。

图表 6：公司拉链产量、产能利用率



资料来源：公司年报，华鑫证券研究

图表 7：拉链单价测算



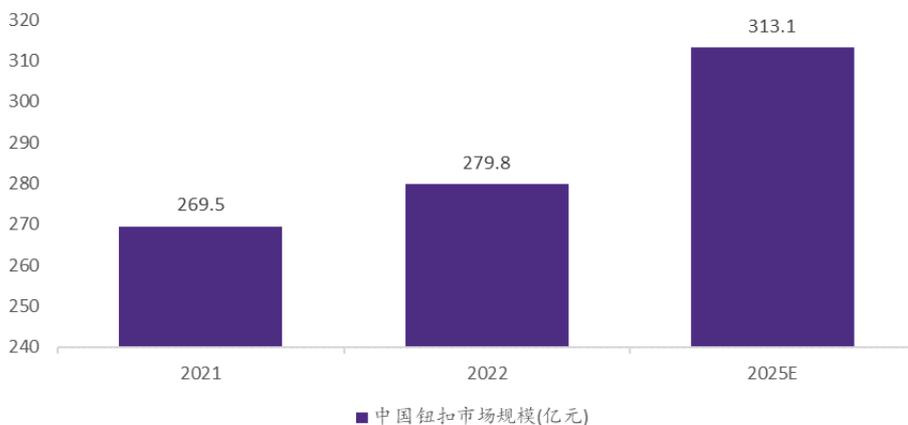
资料来源：公司年报，华鑫证券研究

### 3、 纽扣行业：市场分散下凸显龙头优势

#### 3.1、 市场规模：高出口额需求推动市场显著提升

中国是全球纽扣出口的领先国家，市场规模增长主要受装饰需求和出口需求拉动。从2000年到2021年，中国纽扣市场需求量从143亿粒大幅增长至近2000亿粒，同时，单件服装的纽扣平均使用量也从2.4粒/件上升至约6.5粒/件。凭借强大的产业优势，中国在全球纽扣出口市场占据主导地位。据华经产业研究院数据显示，2022年中国纽扣市场规模达到约280亿元，预计到2025年将增至313亿元，期间年复合增长率（CAGR）为3.95%。

图表 8：中国纽扣市场规模



资料来源：华经产业研究院，华鑫证券研究

#### 3.2、 行业格局：竞争格局分散，彰显高端份额优势

我国纽扣产业呈现明显的集群化特征，大量中小型企业围绕下游服装箱包产业集聚分布。纽扣作为服装辅料，具有体积小、单价低的特性。从产品定位来看，中高端纽扣通过个性化设计、时尚元素和多样化款式与低端产品形成显著差异。其中，中高端制造商凭借强大的设计研发能力和快速反应机制赢得客户青睐，而低端市场则普遍存在产品同质化严重、以价格竞争为主的状况。

公司作为行业领军企业，在国内中高端市场占据15%-20%的份额，稳居行业第一。纽扣和拉链业务做到全球顶尖水平，现已成为世界最大的纽扣生产商之一。公司建立了覆盖全球的销售网络，全球20多家销售分公司、50多个营销网点，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。

#### 3.3、 公司布局：价量同增&高毛利推动收入增长

2024年纽扣营业收入为19.54亿元，同比增长22.18%，销售97.39亿粒，同比增长9.29%，单价同比提升11.8%达到0.2元/粒，产能同比增长3.45%从116亿粒到120亿粒，其中产能利用率为84%。2015-2024年，公司全部收入/归母净利润CAGR分别为10.7%/12.3%，

钮扣的营收占比约维持在 40%左右，2015-2024 钮扣的收入 CAGR 则为 9.13%。

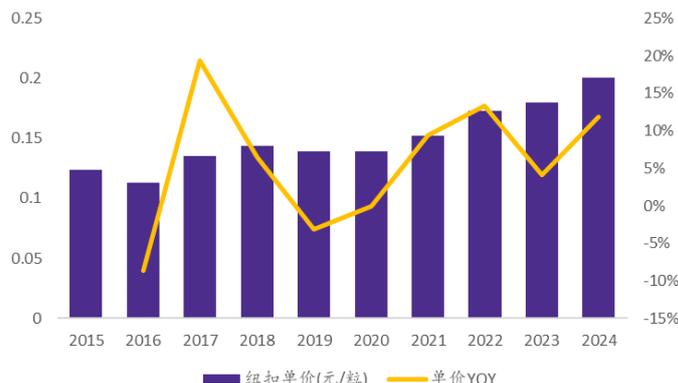
公司钮扣毛利率长期维持在较高水平，近十年整体保持在 42%左右，体现出较强的产业链定价权。从历史趋势看毛利率呈上升态势，从 2005 年 36.44%到 2024 年 42.96%。近十年也透过钮扣单价的提升，来增加营业收入，2015-2024 年钮扣的收入 CAGR 为 9.13%，单价从 0.12 元/粒拉升至 0.20 元/粒。

图表 9：公司钮扣产量、产能利用率



资料来源：公司年报，华鑫证券研究

图表 10：钮扣单价测算



资料来源：公司年报，华鑫证券研究

## 4、伟星股份：站稳主业，坚定国际接轨

### 4.1、公司发展三部曲：高速扩张、战略转型、全球化

从公司发展情况来看，大致可以将公司发展分成 4 个阶段：

(1) 1976-2003 年，最初创业阶段：1978 年，伟星集团的前身临海市有机玻璃厂成立。1984 年，企业成功研发不饱和聚酯树脂钮扣，迅速成为钮扣行业龙头。2000 年后，伟星将产品线拓展至拉链、金属制品等领域，公司于 2001 年起开始介入拉链业务，实现从单一钮扣生产向综合辅料供应商的转型升级。

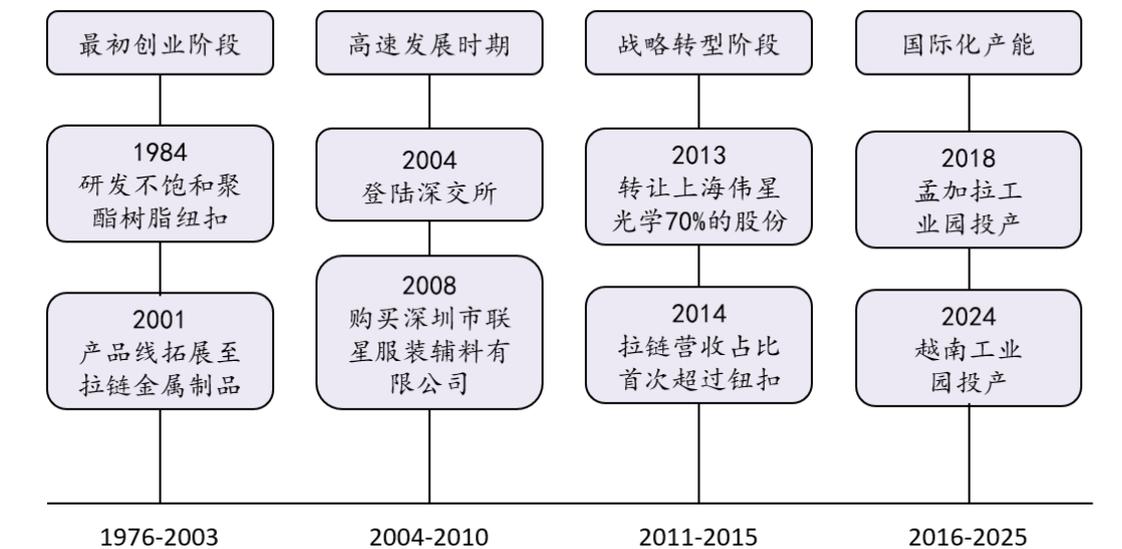
(2) 2004-2010 年为高速发展时期。公司在 2004 年登陆深交所，成为国内首家钮扣与拉链的上市公司，并陆续建立江南工业园、大洋工业园，整体公司扩大建厂，营收高速增长。在此时期，在 2008 年购买深圳市联星服装辅料有限公司 100%的股权，扩大服饰辅料的营收占比，拉链业务在 2010 年扩大到 30%。

(3) 2011-2015 年，战略转型阶段。该时期收入稍微渐少，归母净利 CAGR 则为 6%，整体大环境下游需求低迷，营收表现并不理想。在公司业务方面，2013 年公司转让于 2007 年购入的上海伟星光学 70% 的股份，正式宣布分割光学镜片的业务，专注服饰辅料，2014 年拉链业务的营收占比首次超过钮扣。

(4) 2016 年至今，国际化产能与全球份额提升。公司自 2016 年开始布局海外市场，2018 年孟加拉工业园投产、越南工业园、2024 年越南工业园投产。随着公司国际化战略的

深入，公司在国际客户的市场份额在逐步提升，外加 21 年疫情的因素，加速公司在市场份额方面的提升。

图表 11：公司发展阶段



资料来源：公司年报，华鑫证券研究

## 4.2、公司上下目标一致，企业文化带动长期发展

公司以满足客户需求为文化核心，为企业服务与支持的核心理念，外加公司高管对自身企业文化的支持，使得公司长期保持稳定增长。近二十年公司多位领导来主导公司方针，公司团队也在带领下快速增长。以下由十大股东、股权激励和分红的角度来看企业文化与领导人的推动在数字方面的呈现。

(1) 十大股东：自公司上市以来股权架构长期保持稳定，伟星集团有限公司持有公司股份 25.87%，公司实际控制人章卡鹏先生直接持股 5.67%和张三云先生直接持股 3.76%，公司高管多人持股。凸显公司高层对自身企业的积极热忱。

(2) 股权激励：公司股权激励充分，全体目标一致，历年五次激励皆超额完成。公司自 2006 年起，开始实施了五期的股权激励计划，激励人数也从 2006 年的第一期的 9 人达到 2020 年的第四期 147 人。公司从 2021 年起开始实施第五期的股权激励计划中，激励对象拓展至 161 人。而第五期的股权激励计划所对应的是 2020-2025 的净利润 CAGR 达到 19%，此等规划十足彰显公司对未来发展信心，也展现公司在推动企业自身文化所带来的良好发展。

(3) 分红、信息披露考评：公司自 2004 年上市以来，已现金分红 22 次，分红率达到 78.66%，累计现金分红数额达到 45.94 亿元。近三年 2022/2023/2024 分别每股现金股利为 0.35/0.45/0.50 元，分别配息率 3.46%/4.15%/3.53%（股价取自当年年末最后一个交易日），近三年平均配息率 3.71%。上市以来，公司信息披露一直表现突出，公司除一年的信息披露是良好，其他年份都是优秀(A)。

图表 12: 公司十大股东(统计至 2025Q1)

股东名称	占总股本比例	参考市值(亿元)
伟星集团有限公司	25.87%	36.29
章卡鹏	5.67%	7.96
张三云	3.76%	5.27
谢瑾琨	2.68%	3.76
香港中央结算有限公司	2.24%	3.14
易方达基金管理有限公司-社保基金1104组合	2.18%	3.06
全国社保基金一一五组合	2.18%	3.06
中国工商银行-广发稳健增长证券投资基金	1.91%	2.68
中泰证券资管-招商银行-中泰星河12号集合资产管理计划	1.87%	2.63
基本养老保险基金二二零五组合	1.54%	2.16
合计	49.90%	70.01

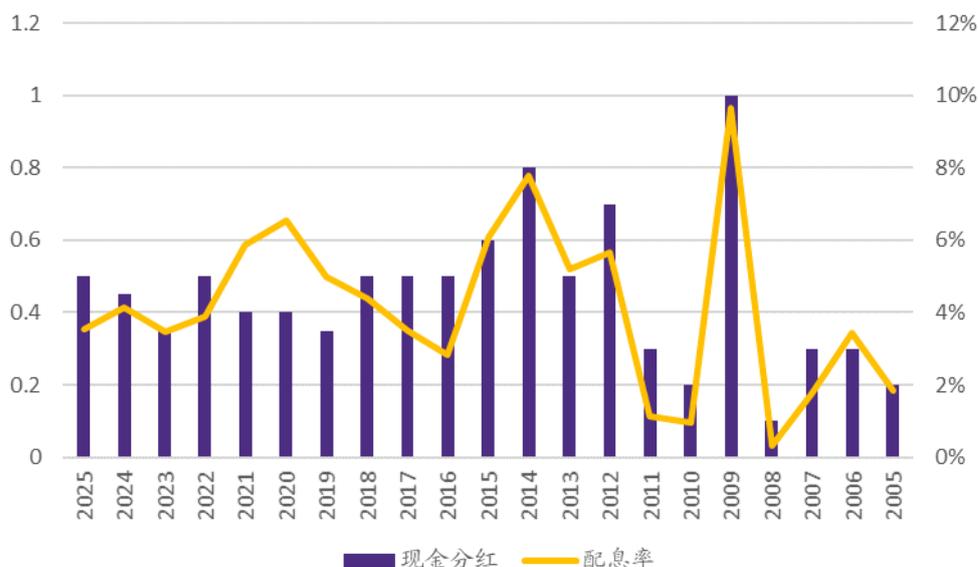
资料来源: 公司年报, 华鑫证券研究

图表 13: 公司历年股权激励计划

期数	时间	人数	股票数量(万股)	行价权(元/股)	业绩目标	业绩是否达标	实际业绩
第一期	2006年	9	608	9.06	公司上一年度扣除非经常性损益后的加权平均净资产收益率不低于10%, 且2006、2007的净利润分别超过4434.20万元和5542.75万元, 即以2005年度净利润为基数, 两个会计年度净利润年复合增长率超过25%	是	2006/2007年扣除非经常性损益后的归属母公司股东净利润6,732.57/11,685.03万元。分别超过目标业绩51%/110%
第二期	2013年	10	800	9.83	以2012年归属于上市公司股东的净利润为基数, 2013-2015加权平均净资产收益率分别不低于11%、12%、13%; 净利润增长率分别不低于10%、25%、40%	是	净利润增长分别为23%/36%/44%, 分别超过13%/11%/40%。加权平均净资产收益率分别为12.46%/13.59%/13.76%
第三期	2016年	77	1290	6.39	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都不低于11%	是	2016-2018年净利润增长率35%/77%/41%; 加权平均净资产收益率14.52%/15.99%/13.1%
第四期	2020年	149	1800	2.95	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%	是	2021-2023年净利润增长分别为53%/68%/92%
第五期	2021年	161	2200	4.44	以2020年归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润为基数, 2021-2025年净利润增长分别不低于58%、80%、95%、115%、140%	2022-2024是	2021-2024年净利润增长分别为74%/87%/111%/172%

资料来源: 公司年报, 同花顺, 华鑫证券研究

图表 14: 公司历年每股分红、配息率



资料来源: 同花顺, 华鑫证券研究

### 4.3、技改增发赋能主业升级：拉链成营收支柱

公司自上市以来进行了共五次定增、公开增发计划, 为公司带来良好的利多的外来憧憬。公司在 2006 年与 2008 年分别增发 1.32 亿元/2.57 亿元用来投入高档拉链技改项目和新型多彩水晶钻技改项目以及高品质金属纽扣项目。公司也因着拉链和人造水晶钻的竞争力快速提升, 成为公司新的利润增长点。其中, 人造水晶钻因为其 40%的毛利为公司毛利带来提升, 而拉链业务也从 2006 年占公司营业收入 20%, 提升到 2024 年的 53%, 成为当前公司的主要营收来源。2016 年公司购买中捷时代 51%的股权, 自此进军军工产业与北斗导航应用领域。尔后, 在 2020 年转让控股子公司中捷时代 60%股权入账投资收益 1.17 亿元, 这也是导致 2020 年归母净利相较同期增长 36.3%的主要原因。

图表 15: 公司历年定增计划

年份	金额(万元)	价格	目的
2023年	118,180	9.05	1. 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) 2. 年产2.2亿米高档拉链扩建项目 3. 越南服装辅料生产项目
2016年	7,830	12.09	购买侯又森、唐庆、中科鑫通创业投资管理(北京)有限公司合法持有的中捷时代的51%股权
2016年	14,500	12.09	扣除发行费用之后用于支付本次交易的现金对价、补充标的公司流动资金。
2008年	25,791	26.85	1. 新型拉链技改项目 2. 高档多彩人造水晶钻技改项目 3. 高品质金属纽扣技改项目
2006年	13,226	9.06	高档拉链技改项目和新型多彩水晶钻技改项目。

资料来源: 增发计划书, 同花顺, 华鑫证券研究

## 5、盈利预测评级

### 5.1、核心假设：纽扣、拉链维持相当增长与毛利

我们假设在相对弱周期的 2025 年，纽扣、拉链的收入与 2023 年相当的 7.5% 的速度增长，而随着带来的不确定性落地，整体需求复苏，2026、2027 年能以 12% 的速度增长。并且出于过去几年毛利率皆维持在大约 42% 左右，所以我们假设 2022、2026 年持续 42% 的毛利率，而将三年后可能会有更大不确定性的 2027 年订为 41.5%。

公司长期深耕服装辅料，出于公司在海外布局、深度客户合作以及工厂智能化三方面，持续提升公司作为拉链、纽扣主要企业的地位与竞争能力。我们预测公司 2025-2027 年收入分别为 50.07、55.96、62.56 亿元，EPS 分别为 0.64、0.70、0.78 元，当前股价对应 PE 分别为 17.2、15.6、14.1 倍。考虑到公司作为服装辅料赛道的头部企业，其所具备的收入成长性、毛利率的把控以及营运的管理能力，首次覆盖给予“买入”投资评级。

图表 16：公司营业收入假设

营业收入（百万元）	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
拉链	2,142.583	2,484.104	2,670.412	2,990.861	3,349.765
YoY	6.82%	15.94%	7.50%	12.00%	12.00%
纽扣	1,599.722	1,954.482	2,101.068	2,353.196	2,635.580
YoY	8.95%	22.18%	7.50%	12.00%	12.00%
合计：	3,742.305	4,438.586	4,771.480	5,344.057	5,985.344
营业成本（百万元）	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
拉链	1,263.860	1,437.875	1,548.839	1734.700	1959.612
纽扣	924.539	1,114.870	1,218.619	1364.854	1541.814
合计：	2,188.398	2,552.745	2,767.458	3,099.553	3,501.426
毛利率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
拉链	41.01%	42.12%	42.00%	42.00%	41.50%
纽扣	42.21%	42.96%	42.00%	42.00%	41.50%
合计：	41.61%	42.54%	42.00%	42.00%	41.50%

资料来源：Wind、华鑫证券研究

(1) 销售费用：公司长期专注于服饰辅料行业，透过专业化以及海外产能布局的方式，持续深耕、巩固与客户之间的长期互动关系，有望在未来缩减销售费用占比。因此推估 2025-2027 年的销售费用率分别为 8.8%/8.7%/8.6%。(2) 管理费用：公司透过引入智能化管理工具，外加企业文化加持，因此推估 2025-2027 年的管理费用率分别为 10.5%/10.4%/10.3%。

图表 17：公司销售费用率、管理费用率预测

	2024A	2025E	2026E	2027E
销售费用率	8.90%	8.80%	8.70%	8.60%
管理费用率	11.00%	10.50%	10.40%	10.30%

资料来源：Wind、华鑫证券研究

## 6、风险提示

原物料上涨：如铜价的上涨会影响到铜制钮扣的成本价；产能不如预期：越南产能可能并未如期望释放；关税政策变动：影响下游端需求。

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产:</b>				
现金及现金等价物	1,108	1,273	1,492	1,286
应收款	514	549	613	686
存货	704	769	865	975
其他流动资产	284	300	336	375
流动资产合计	2,609	2,891	3,306	3,321
<b>非流动资产:</b>				
金融类资产	0	0	0	0
固定资产	2,687	2,468	2,272	2,094
在建工程	251	301	351	401
无形资产	404	393	383	374
长期股权投资	117	117	117	117
其他非流动资产	222	222	222	222
非流动资产合计	3,681	3,502	3,345	3,208
资产总计	6,290	6,393	6,651	6,529
<b>流动负债:</b>				
短期借款	712	712	812	512
应付账款、票据	516	532	598	674
其他流动负债	481	481	481	481
流动负债合计	1,755	1,780	1,952	1,735
<b>非流动负债:</b>				
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	136	136	136	136
非流动负债合计	136	136	136	136
负债合计	1,891	1,916	2,088	1,871
<b>所有者权益</b>				
股本	1,169	1,169	1,169	1,169
股东权益	4,400	4,477	4,563	4,658
负债和所有者权益	6,290	6,393	6,651	6,529

现金流量表	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	707	747	823	913
少数股东权益	7	4	4	5
折旧摊销	289	289	267	246
公允价值变动	0	0	0	0
营运资金变动	88	-92	-123	-138
经营活动现金净流量	1090	947	971	1026
投资活动现金净流量	-755	169	147	127
筹资活动现金净流量	-170	-669	-637	-1118
现金流量净额	165	447	481	35

资料来源: Wind、华鑫证券研究

利润表	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	<b>4,674</b>	<b>5,007</b>	<b>5,596</b>	<b>6,256</b>
营业成本	2,724	2,928	3,291	3,709
营业税金及附加	55	59	67	75
销售费用	415	441	487	538
管理费用	512	526	582	644
财务费用	2	24	27	17
研发费用	181	175	196	219
费用合计	1,109	1,166	1,292	1,418
资产减值损失	-2	-2	-2	-2
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	15	10	10	10
<b>营业利润</b>	<b>852</b>	<b>896</b>	<b>987</b>	<b>1,094</b>
加: 营业外收入	1	1	1	1
减: 营业外支出	6	8	8	8
<b>利润总额</b>	<b>847</b>	<b>889</b>	<b>980</b>	<b>1,087</b>
所得税费用	140	142	157	174
<b>净利润</b>	<b>707</b>	<b>747</b>	<b>823</b>	<b>913</b>
少数股东损益	7	4	4	5
<b>归母净利润</b>	<b>700</b>	<b>743</b>	<b>819</b>	<b>909</b>

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长性</b>				
营业收入增长率	19.7%	7.1%	11.8%	11.8%
归母净利润增长率	25.5%	6.1%	10.3%	10.9%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	41.7%	41.5%	41.2%	40.7%
四项费用/营收	23.7%	23.3%	23.1%	22.7%
净利率	15.1%	14.9%	14.7%	14.6%
ROE	15.9%	16.6%	18.0%	19.5%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	30.1%	30.0%	31.4%	28.7%
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.7	0.8	0.8	1.0
应收账款周转率	9.1	9.1	9.1	9.1
存货周转率	3.9	3.9	3.9	3.9
<b>每股数据(元/股)</b>				
EPS	0.60	0.64	0.70	0.78
P/E	18.3	17.2	15.6	14.1
P/S	2.7	2.6	2.3	2.0
P/B	2.9	2.9	2.8	2.8

## ■ 农业轻纺组介绍

娄倩：农业轻纺首席分析师，中山大学学士，北京大学硕士，拥有 8 年从业经历，具备实体、一级、一级半、二级市场经验，擅长产业链视角和草根一线，2024 年 7 月入职华鑫证券研究所，覆盖农业轻纺板块，从全产业链角度深耕生猪、宠物、户外、娃娃研究。

## ■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## ■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

**相关证券市场代表性指数说明：**A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

## ■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。