

信义山证汇通天下

证券研究报告

其他纺织

伟星股份（002003.SZ）

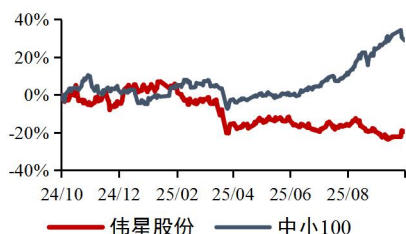
买入-A(首次)

服饰辅料龙头制造商，海外市场份额提升可期

2025年10月14日

公司研究/深度分析

公司近一年市场表现



资料来源：最闻，山西证券研究所

市场数据：2025年10月13日

收盘价（元）：	10.53
总股本（亿股）：	11.69
流通股本（亿股）：	10.17
流通市值（亿元）：	107.05

基础数据：2025年6月30日

每股净资产（元）：	3.80
每股资本公积（元）：	1.47
每股未分配利润（元）：	0.86

资料来源：最闻，山西证券研究所

分析师：

王冯

执业登记编码：S0760522030003

邮箱：wangfeng@sxzq.com

孙萌

执业登记编码：S0760523050001

邮箱：sunmeng@sxzq.com

投资要点：

➤ **伟星股份：面向全球的中国服饰辅料领军企业。**公司创立于1988年，主营钮扣、拉链、金属制品、塑胶制品、织带、绳带和标牌等服饰及箱包辅料产品，广泛合作国内外知名服装品牌客户。目前，公司在浙江临海、广东深圳、山东潍坊、孟加拉、越南设有生产基地，现已形成年产钮扣120亿粒、拉链9.10亿米的生产能力。2024年，公司实现营收46.74亿元，同比增长19.66%；实现归母净利润7.00亿元，同比增长25.48%。2024年，公司拉链、钮扣、其它服饰辅料产品营收占比分别为53.14%、41.81%、3.51%；中国大陆、海外营收占比分别为66.19%、33.81%。2025H1，公司实现营收23.38亿元，同比增长1.80%，实现归母净利润3.69亿元，同比下降11.19%。

➤ **服装辅料行业：市场规模平稳增长，头部企业份额提升可期。**服装行业生产成本主要包括面料成本、辅料成本、包装成本、加工成本，其中辅料在服装生产成本的占比为5%-12%。我国拉链行业市场规模2010-2015年期间CAGR为5.4%，受下游主要消费市场服装制造业的影响，2015年以来增速明显放缓，2021年，我国拉链行业市场规模为455亿元，2015-2021年期间CAGR为0.3%。我国为拉链产品第一大出口国，2024年，全球与我国拉链产品出口规模为23.51、13.00亿美元，我国出口占比为55.3%。全球拉链市场竞争格局呈现金字塔形，瑞士拉链品牌RIRI、意大利拉链品牌Lampo发展历史悠久，定位奢侈品市场，日本YKK、我国伟星股份、华圣达等公司定位中高端市场，我国众多中小规模拉链生产公司，产品集中在中端及低端市场。2024年我国拉链出口均价为0.17美元/米，而拉链进口均价为1.03美元/米，为出口均价的6.0倍。以全球拉链市场规模1000亿元、我国拉链市场规模500亿元估算，YKK为拉链行业绝对龙头，占据全球和我国约20.5%、9.6%的份额，伟星股份占据全球和我国约4.9%、5.4%的份额。相较YKK，公司在海外市场方面，市占率提升空间广阔。

➤ **复盘YKK：全产业链布局+产品创新+全球扩张，实现全球拉链市场份额逆袭。**YKK成立于1934年，旗下发斯宁事业主营各项服饰辅料产品，包括拉链、按扣及扣具、树脂部件等，现拥有拉链产能30亿米。1960年，YKK占据日本拉链市场95%的份额，1970年左右，YKK超越拉链发明公司TALON，成功实现在全球拉链市场份额的逆袭，全球市场份额超过40%，2003年，全球市场份额提升至约60%，2025财年，YKK发斯宁事业销售额实现4331亿日元，2019-2025财年销售额CAGR为4.5%。我们认为，YKK的成功离不开以下原因：1）**生产效率领先**，YKK于1950年进口美国拉链生产机器后，与日立公司合作对机器进行钻研改进，生产效率显著提升，产品成本有效降低，目前已形成拉链产业链纵向一体化布局；2）**产品创新思维**，YKK起步于金属拉链，但不断进行产品创新，研发出铝合金拉链代替铜金属拉链，1960年成功实现尼龙拉链机器的生产制造；3）**产能全球扩张**，作为服装辅料产品，YKK顺应成衣制造产能转移趋势，进行产能全球扩张，增加东南亚等发展中国家布局，目前在海内外70个国家和



请务必阅读最后股票评级说明和免责声明

1

地区开展业务。2023 年，YKK 进行组织变更，新设事业战略本部，下设事业企划室与全球市场营销小组，并将营业本部及下属商品战略部转移至越南，以将全球客户的要求不断反应至营业战略中，并灵活运用自身“一体化生产”优势，进一步提升客户满意度。

➤ **伟星核心竞争优势：产品配合客户研发+生产交货快速响应+全球营销网络+海内外产能布局，开拓新客户并提升核心客户粘性。**产品创新方面，2017 年开始，公司每年保持 1 亿元以上的研发投入，近年来研发投入持续加大，已获得耐克、阿迪达斯实验室认证资质，研发团队对客户进行长期一对一跟随服务，根据客户服装设计风格，配合客户进行定向产品研发，不断加深客户合作粘性。快速响应方面，智能制造战略与柔性制造体系共同提升生产效率，公司人均拉链产量由 2011 年的 4.2 万米/人增长至 2024 年的 7.9 万米/人，年均复合增速为 4.9%，决策系统便捷高效，3-15 天生产周期快速响应客户需求。营销网络方面，全球销售人员超千人，营销网络国内外布局领先，与波司登、安踏、森马等众多知名服装品牌建立战略合作伙伴关系，相比 2016 年，公司在中高端服装品牌和运动服装品牌客户开发方面取得显著成果。产能全球布局，相比国内友商，公司拉链产能扩张速度更快，2019-2024 年期间，公司拉链产能年均复合增速达到 11.4%，且全球化布局领先友商，2018 年孟加拉生产基地投产，2024 年 3 月越南工业园如期开业，为公司拓展海外市场提供坚实保障。

➤ **盈利预测、估值分析和投资建议：**我们预计公司 2025-2027 年营业收入为 48.82/53.94/59.12 亿元，同比增长 4.4%/10.5%/9.6%；归母公司净利润为 6.91/7.89/8.72 亿元，同比增长-1.4%/14.2%/10.6%。以 10 月 10 日收盘价计算，公司 2025-2027 年 PE 分别为 17.9/15.7/14.2 倍，短期维度看，公司新增越南工厂产能，加强与国际品牌合作深度，伴随订单量上升及产能爬坡，越南工厂盈利能力预计逐步改善。中长期维度看，我们认为公司有望凭借产品端推新迭代能力、制造端快速响应能力、营销端全球布局能力，不断提升优质客户采购份额，并有望开拓织带等服装辅料品类，首次覆盖，给予公司“买入-A”评级。

风险提示：关税风险；生产要素成本持续上升的风险；新客户拓展不及预期的风险；汇率大幅波动的风险。

财务数据与估值：

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	3,907	4,674	4,882	5,394	5,912
YoY(%)	7.7	19.7	4.4	10.5	9.6
净利润(百万元)	558	700	691	789	872
YoY(%)	14.2	25.5	-1.4	14.2	10.6
毛利率(%)	40.9	41.7	42.1	42.1	42.0
EPS(摊薄/元)	0.48	0.60	0.59	0.67	0.75
ROE(%)	12.7	16.1	14.6	15.5	15.8
P/E(倍)	22.2	17.7	17.9	15.7	14.2
P/B(倍)	2.8	2.8	2.6	2.5	2.3

净利率(%)	14.3	15.0	14.1	14.6	14.8
--------	------	------	------	------	------

资料来源：最闻，山西证券研究所

目录

1. 伟星股份：面向全球的中国服饰辅料行业领军企业.....	8
1.1 发展历程：多方探索历经波折，聚焦主业重启增长.....	8
1.2 股权结构：管理层深耕行业四十余年，实施多次股权激励.....	11
1.3 财务分析：盈利能力稳健，长期保持高现金分红水平.....	13
2. 服装辅料行业：市场竞争格局分散，复盘 YKK 发展历程.....	17
2.1 服装辅料行业：市场空间广阔，头部企业份额提升可期.....	17
2.1.1 拉链：我国及全球拉链行业平稳增长，时尚性及环保性要求提升.....	18
2.1.2 纽扣：我国纽扣行业增长平稳，公司中高端市场份额约 20%.....	22
2.2 复盘 YKK：全产业链布局+产品创新+全球产能布局，成就全球拉链龙头.....	23
3. 核心竞争优势：产品研发为基，快速响应为矛，营销网络及产能全球布局.....	29
3.1 产品端：研发投入国内领先，配合客户定向研发，提升客户粘性.....	29
3.2 制造端：高效柔性智能制造能力，客户需求快速响应.....	31
3.3 营销端：全球化营销服务网络，新客户拓展取得明显进展.....	32
3.4 产能端：越南工业园顺利开业，海外市场份额提升可期.....	35
4. 盈利预测及投资建议.....	38
5. 风险提示.....	40

图表目录

图 1：伟星股份基本情况.....	8
图 2：伟星股份发展历程回顾.....	10
图 3：伟星股份股价走势与 PE-TTM.....	10
图 4：公司股权结构（截至 2024 年 12 月 31 日）.....	11
图 5：公司各项产品收入占比.....	13
图 6：公司各区域收入占比.....	13
图 7：公司拉链产品销量及均价变化.....	14
图 8：公司纽扣产品销量及均价变化.....	14

图 9: 公司销售毛利率, 拉链与纽扣产品毛利率.....	15
图 10: 公司期间费用率.....	15
图 11: 公司销售毛利率与归母净利润率.....	16
图 12: 公司存货/应收账款/应付账款周转天数.....	17
图 13: 公司经营活动现金流净额.....	17
图 14: 公司现金分红金额和派息率.....	17
图 15: 公司资本开支.....	17
图 16: 服饰辅料景气指数.....	17
图 17: 拉链组成部分.....	18
图 18: 拉头组成部分.....	18
图 19: 拉链产业链分析.....	19
图 20: 我国拉链市场规模及同比增速.....	19
图 21: 全球拉链出口金额及同比增速.....	19
图 22: 我国拉链出口金额及同比增速.....	20
图 23: 我国其他拉链出口数量占比——分国家.....	20
图 24: 我国不同类型拉链出口数量占比.....	20
图 25: 伟星股份可持续拉链产品.....	20
图 26: YKK 环境友好型产品.....	21
图 27: YKK 可持续材料产品的销售量和比例.....	21
图 28: 我国拉链出口金额与进口金额.....	21
图 29: 我国拉链出口均价显著低于拉链进口均价.....	21
图 30: 全球拉链市场竞争格局 (估算)	22
图 31: 我国拉链市场竞争格局 (估算)	22
图 32: 中国纽扣行业市场规模及年均复合增速.....	23
图 33: 我国纽扣出口金额及同比增速、占全球比重.....	23
图 34: 全球纽扣出口金额及同比增速.....	23

图 35: 2024 年全球纽扣产品出口金额占比.....	23
图 36: YKK 发斯宁事业主要产品.....	24
图 37: YKK 发斯宁事业销售额及同比增速.....	24
图 38: YKK 发斯宁事业营业利润及营业利润率.....	24
图 39: YKK 拉链产品销量及均价.....	25
图 40: YKK 发斯宁事业分区域销售额占比 (FY2024)	25
图 41: 全球拉链市场各公司股份变化.....	26
图 42: 1950 年, YKK 从美国进口拉链链条机进行改良.....	27
图 43: YKK 拉链产品全产业链布局.....	27
图 44: YKK 不断进行产品创新.....	27
图 45: YKK 不断进行产品创新.....	27
图 46: YKK 发斯宁事业开展事业的重点和目标.....	28
图 47: YKK 发斯宁事业各地区的商品开发方针.....	28
图 48: 伟星股份、浔兴股份、YKK 研发费用占收入比重.....	29
图 49: 伟星股份、浔兴股份、YKK 研发费用金额.....	29
图 50: 公司专利数量.....	29
图 51: 公司产品获奖情况.....	29
图 52: 公司独家供应 2018 年平昌冬奥会中国队领奖服拉链.....	30
图 53: 公司独家供应 2022 年北京冬奥会中国队领奖服拉链.....	30
图 54: 公司拉链均价与友商对比.....	31
图 55: 公司营业成本拆分.....	31
图 56: 公司生产人员数量及单位人工成本变化.....	31
图 57: 公司人均拉链产量.....	32
图 58: 公司人均纽扣产量.....	32
图 59: 公司国内服务网络.....	33
图 60: 公司海外服务网络.....	33

图 61： 浔兴股份国内服务网络.....	33
图 62： 浔兴股份海外服务网络.....	33
图 63： 公司前五大客户收入占比.....	34
图 64： 公司前五大客户（2022 年）	34
图 65： 公司持续开拓中高端客户、运动品牌客户.....	34
图 66： 公司历年拉链产能.....	35
图 67： 伟星股份、浔兴股份拉链产能 2019-2024 年 CAGR.....	35
图 68： 公司历年产能利用率.....	36
图 69： 浔兴股份历年条装拉链和码装拉链产能利用率.....	36
表 1： 伟星股份五次股权激励.....	12
表 2： 公司高管人员.....	12
表 3： 主要拉链企业.....	22
表 4： 公司持续获得合作品牌客户认可（不完全列示）	34
表 5： 伟星股份产能梳理.....	37
表 6： 公司盈利预测拆分（注：收入单位为“百万元”）	38
表 7： 相对估值.....	39

1. 伟星股份：面向全球的中国服饰辅料行业领军企业

公司创立于 1988 年，主营钮扣、拉链、金属制品、塑胶制品、织带、绳带和标牌等服饰及箱包辅料产品，广泛合作国内外知名服装品牌客户，包括羽绒服龙头品牌波司登，本土运动品牌安踏、李宁，国际运动品牌耐克、阿迪达斯，休闲服饰品牌优衣库等。目前，公司在浙江临海、广东深圳、山东潍坊、孟加拉、越南设有生产基地，现已形成年产钮扣 120 亿粒、拉链 9.10 亿米的生产能力。2024 年，公司实现营收 46.74 亿元，同比增长 19.66%；实现归母净利润 7.00 亿元，同比增长 25.48%。2024 年，拉链、钮扣、其它服饰辅料产品营收占比分别为 53.14%、41.81%、3.51%；中国大陆、海外营收占比分别为 66.19%、33.81%。

图 1：伟星股份基本情况



资料来源：Wind，伟星股份官网，伟星股份 2024 年报，伟星股份 SAB 微信公众号，《2022 年度向特定对象发行股票预案（三次修订稿）》，山西证券研究所（注：产品收入占比、销售区域收入占比为 2024 年数据）

1.1 发展历程：多方探索历经波折，聚焦主业重启增长

1976-2000 年，纽扣产品起家，稳步发展为我国纽扣行业龙头企业。1976 年，伟星开始了艰苦创业的历程，“三间古庙、七个工人、九台机器”的艰苦创业故事在当地广为流传。1978 年，伟星集团的前身临海市有机玻璃厂成立，并开始生产有机玻璃扣产品。1984 年，引进意大利先进生产设备，成功研发出不饱和聚酯树脂纽扣，一举成为全国纽扣行业中的龙头企业。1988 年，伟星股份的前身伟星塑胶制品有限公司正式成立。1994 年，进行企业经营体制改革，由乡镇集体企业转变为股份制企业。2000 年，设立伟星实业

发展股份有限公司，开始走产业经营和资本经营结合道路，章卡鹏先生担任公司董事长。

2001-2010 年，实施大辅料战略，登陆资本市场，营收业绩迎来高速增长。2001 年，公司实施“大辅料”战略，涉足拉链、金属制品等，同年，在深圳建立工业园。2004 年，公司在深交所上市，成为国内纽扣、拉链行业首家上市公司。2005 年，为进一步做大做强金属制品，建立伟星股份第三家工业园——江南工业园，同年，公司开始试生产人造水晶钻产品。2006 年，率先提出“一站式（全程）服饰辅料供应”，启动 SAB 品牌战略。2007 年，大洋工业园正式投产，成为拉链产品的主要生产基地，同年，公司收购上海伟星光学 100% 股权，新增光学镜片业务。2004-2010 年，公司营业收入由 3.57 亿元增长至 18.29 亿元，归母净利润由 0.25 亿元增长至 2.56 亿元，年均复合增速分别为 31.3%、47.4%，在业绩增长带动下，2010 年末公司市值达 55 亿元。在此期间，公司第二增长曲线拉链产品的培育取得显著成功，收入占比由 2004 年的 23% 提升至 2010 年的 30%。

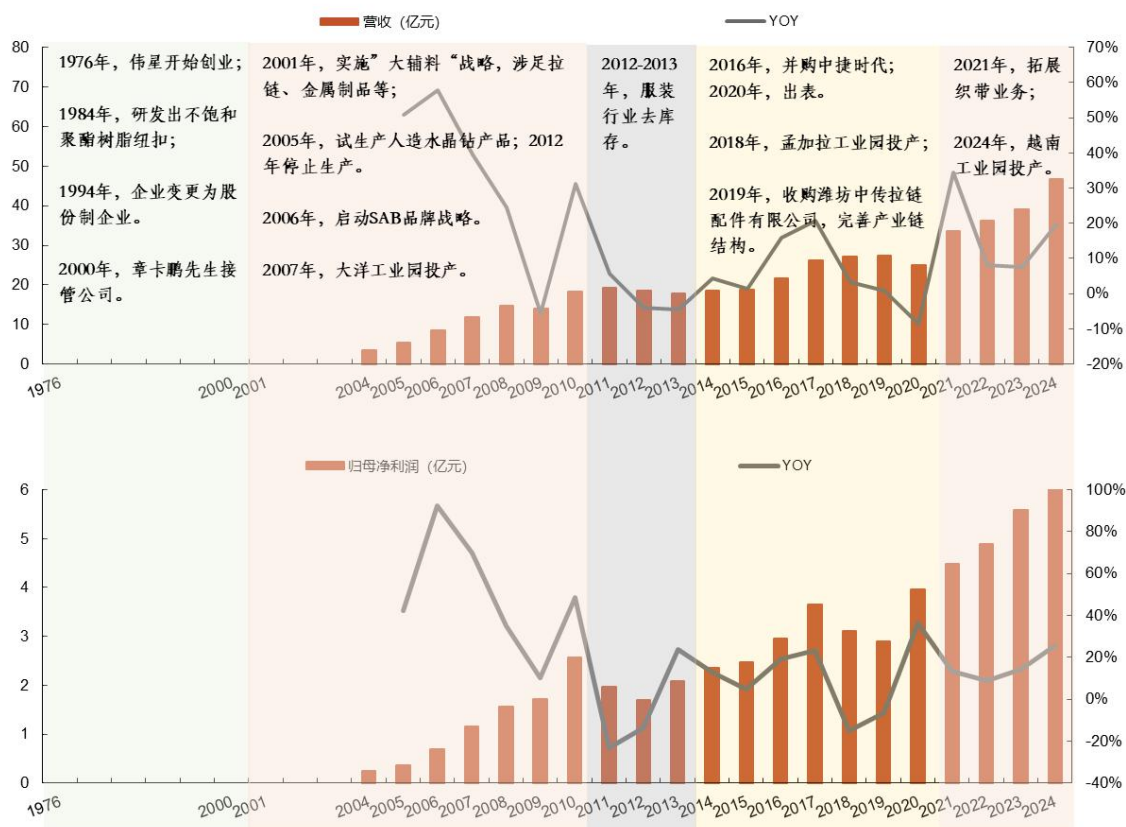
2011-2013 年，经营阶段性承压，营收增长停滞。此段期间，纺织服装行业进入去库存周期，公司营收与业绩出现下滑，其中纽扣产品 2012-2013 年营收分别下滑 8.3%、7.0%，拉链产品营收保持双位数以上增长。此外，2011 年以来，国内水晶钻市场无序竞争，市场需求低迷，公司水晶制品产能和设备出现闲置，人造水晶钻营收在 2010 年达到 1 亿元后开始迅速下滑。2012 年，公司对水晶钻产品采取了结构性调整和优化处理，部分产品停产，以消化库存为主。2010-2013 年，公司营收和归母净利润 CAGR 分别为 -1.1%、-6.5%。这段期间，公司估值由 24.6 倍下降至 14.0 倍，市值下降至 26.6 亿元。

2014 年-2020 年，海外产能布局开启，北斗卫星导航业务不及预期。2014 年公司营收重回增长，拉链产品超越纽扣，成为公司最大收入来源。2016 年，公司并购中捷时代，新增北斗卫星导航业务，但 2018 年此业务营收下滑、2019 年开始亏损，业务发展不及预期，2020 年，公司转让中捷时代全部股权，专注服饰辅料主业。2018 年，公司孟加拉生产基地开工投产，国际化经营迈出新步伐。2019 年，公司成功收购潍坊中传拉链配件有限公司，完善产业链结构，有效提升拉链产品的竞争优势。2018-2019 年公司归母净利润连续发生下滑，主因拉链产品结构变化致使毛利率下滑、期间费用率上升、2018 年计提中捷时代商誉减值。2020 年，公司受到疫情影响，营业收入同比下降 8.7%，归母净利润（剔除投资收益）同比下降 3.9%。2013-2020 年，公司营收与归母净利润（剔除投资收益）CAGR 分别为 5.0%、4.2%，公司估值平稳波动，在服装辅料主业恢复带动下，市值重回 50 亿元以上。

2021 年-至今，聚焦主业重启快速增长，服装辅料龙头渐成。公司聚焦服装辅料主业，2021 年在疫情期间凭借积累多年的产品品质、快速响应能力抢夺市场份额，营收业绩实现快速增长，并于同年设立广东伟星丰利织带有限公司，拓展织带业务，服装“大辅料”战略再进一程。2022 年第四季度开始，受到行业去库存影响，公司营收单季度开始下滑，2023 年第二季度营收恢复正增长，并呈现增速逐季回升趋势。

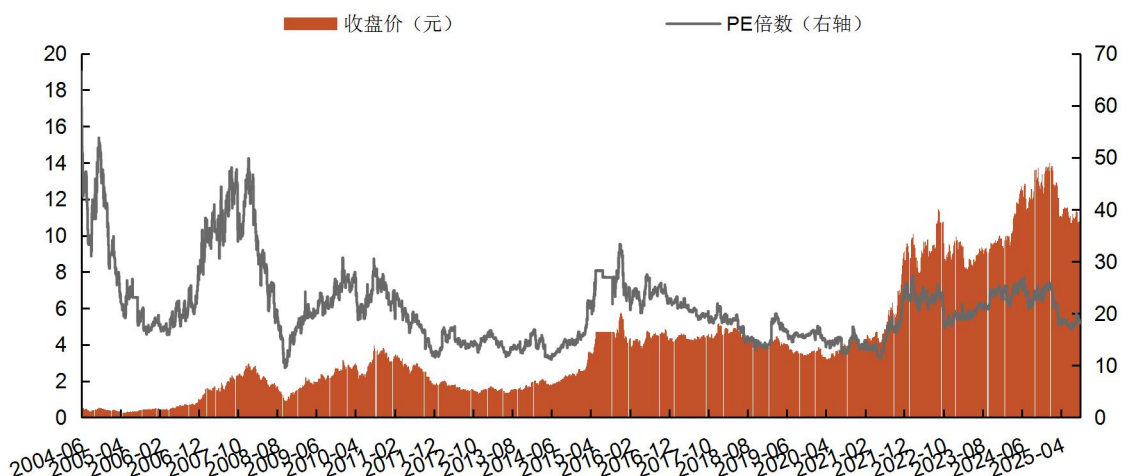
2024 年 3 月，公司越南工业园正式开业，全球化产能布局得到完善。2020-2024 年，公司营收与归母净利润（剔除 2020 年投资收益）CAGR 分别为 17.0%、25.8%，公司估值由 15 倍提升至 24 倍，2024 年末公司市值达 166 亿元。

图 2：伟星股份发展历程回顾



资料来源：Wind，伟星股份官网，伟星股份 2012、2016、2020、2021 年报，伟星股份《公开增发招股意向书》，伟星股份 SAB 微信公众号，伟星股份 2022 年社会责任报告，搜狐网，台州市建设局，山西证券研究所

图 3：伟星股份股价走势与 PE-TTM

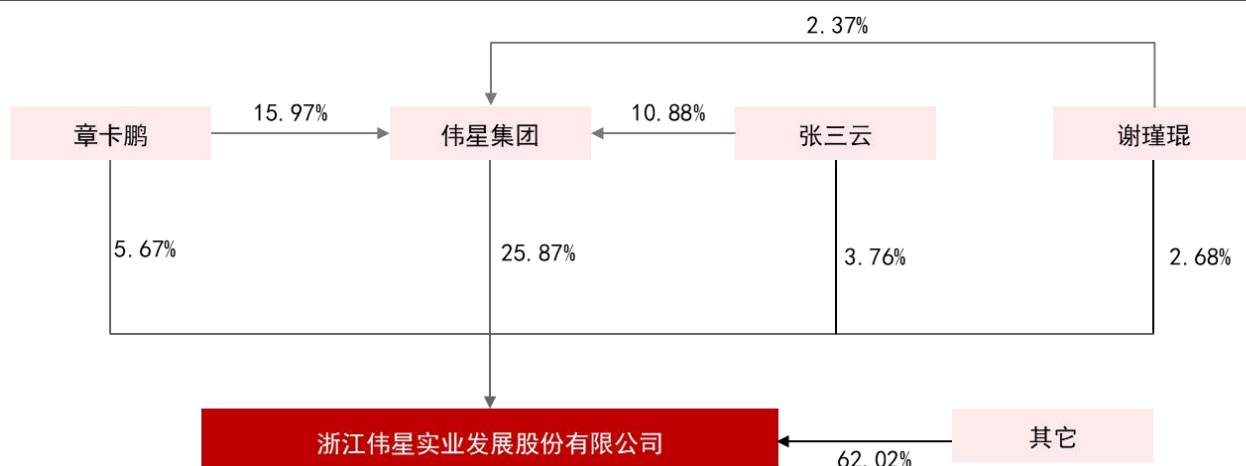


资料来源：Wind，山西证券研究所

1.2 股权结构：管理层深耕行业四十余年，实施多次股权激励

章卡鹏和张三云为公司实际控制人，公司已实施五次股权激励。截至 2024 年末，伟星集团有限公司、章卡鹏、张三云分别直接持有公司 25.87%、5.67%、3.76% 的股份。章卡鹏、张三云通过持股伟星集团有限公司间接持有公司股份 4.13%、2.81%，二人直接与间接持股分别为 9.80%、6.57%。2023 年 8 月 22 日，公司实际控制人章卡鹏先生、张三云先生已签署《一致行动协议之补充协议》。公司管理层行业经验丰富，伴随公司一路成长。公司从上市至今，共推出六次股权激励，并已完成 2024 年及此前年度的股权激励目标。

图 4：公司股权结构（截至 2024 年 12 月 31 日）



资料来源：Wind，爱企查，山西证券研究所

表 1：伟星股份五次股权激励

首次实 施公告 日	激励人数	激励对象	占激励计划 公告日总股 本比重	考核目标	激励 方式	行权价 格/限制 性股票 授予价 格	是否 完成
2006 年 11 月	9	副总经理、总 工程师、财务 总监等	8.13%	上一年度 ROE（加权）、扣非后 ROE（加权）不低于 10%； <u>2006、 2007 年</u> 扣非净利润分别超过 4434.20 万元和 5542.75 万元。	股 票 期 权	9.06	完成
2013 年 7 月	10	总经理助理， 分公司总经理 等	3.09%	<u>2013、2014、2015 年</u> ROE（加权） 不低于 11%、12%、13%；以 2012 年归母净利润为基数，2013、 2014、2015 年的净利润增长率不低 于 10%、25%、40%。	股 票 期 权	9.33	完成
2016 年 7 月	77	董事，高管， 中层管理骨干 和核心技术骨 干等	3.00%	以 2013-2015 年平均净利润为基 数： <u>2016、2017、2018 年</u> 净利润增 长率不低于 13.50%、21%、32%； 2016、2017、2018 年 ROE（加权） 不低于 11%、11%、11%。	限 制 性 股 票	6.39	完成
2020 年 9 月	147	董事，高管， 中层管理骨干 和核心技术骨 干等	2.37%	以 2019 年扣非归母净利润为基数， <u>2021、2022、2023 年</u> 的净利润增长 率不低于 15%、32%、52%。	限 制 性 股 票	2.95	完成
2021 年 12 月	161	董事，高管， 中层管理骨干 和核心技术骨 干等	2.84%	以 2020 年扣非归母净利润为基数， <u>2021、2022、2023、2024、2025 年</u> 的净利润增长率不低于 58%、 80%、95%、115%、140%。	限 制 性 股 票	4.44	2021- 2024 年 完 成
2025 年 9 月	197	董事，高管， 中层管理骨干 和核心技术及 业务骨干	1.97%	以 2022-2024 扣非归母净利润平均 数为基数， <u>2026、2027、2028 年</u> 的 净 利 润 增 长 率 不 低 于 16.52%/24.22%/33.84%。	限 制 性 股 票	5.22	

资料来源：Wind，山西证券研究所

表 2：公司高管人员

姓名	年龄	职务	工作经历
蔡礼永	60	董事长	现任公司董事长、浙江伟星进出口执行董事、潍坊中传董事、伟星国际（新加坡）有限公司董事
郑阳	51	副董事长兼总 经理	现任公司副董事长、总经理、上海伟星服装辅料有限公司执行董事、伟星化学科技 监事
章卡鹏	60	董事	现任公司董事、伟星集团董事长兼总裁、伟星新材董事、伟星光学董事等
张三云	62	董事	现任公司董事、伟星集团副董事长兼副总裁、伟星新材董事、伟星光学董事等
谢瑾琨	58	董事，董秘兼 副总经理	现任公司董事、董秘兼副总经理、伟星实业（孟加拉）有限公司董事
沈利勇	56	董事，财务总 监	现任公司董事、财务总监
张祖兴	61	副总经理	现任公司副总经理、花园工业园总经理
章仁马	51	副总经理	现任公司副总经理、拉链事业部总经理、公司临海拉链分公司总经理、江南工业园 总经理



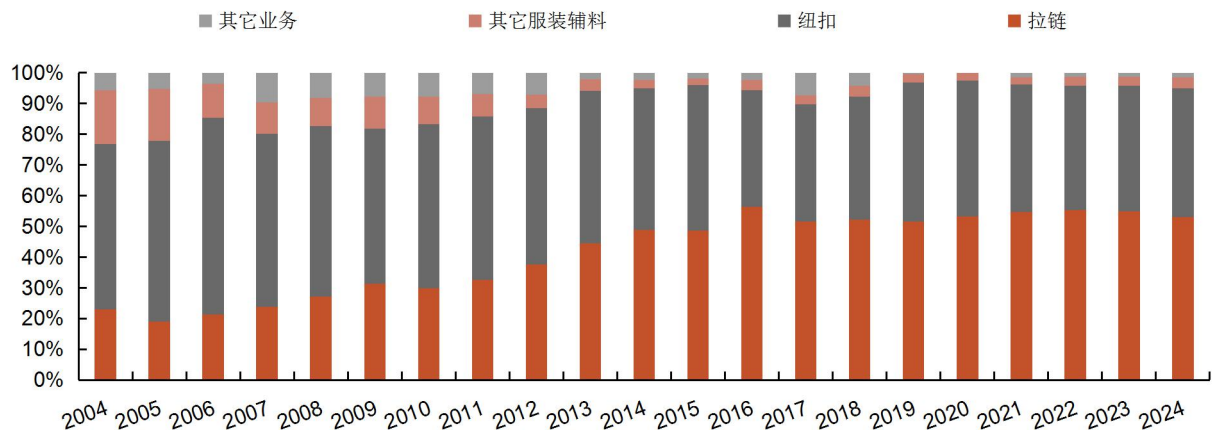
洪波	58	副总经理	现任公司副总经理
徐明照	59	副总经理	现任公司副总经理、钮扣事业部总经理、花园工业园副总经理
张云	57	副总经理	现任公司副总经理
张玉明	52	副总经理	现任公司副总经理、设计中心兼技术中心总经理
黄伟	50	副总经理	现任公司副总经理、海外营销事业部总经理、箱包事业部总经理

资料来源：伟星股份 2024 年报，山西证券研究所

1.3 财务分析：盈利能力稳健，长期保持高现金分红水平

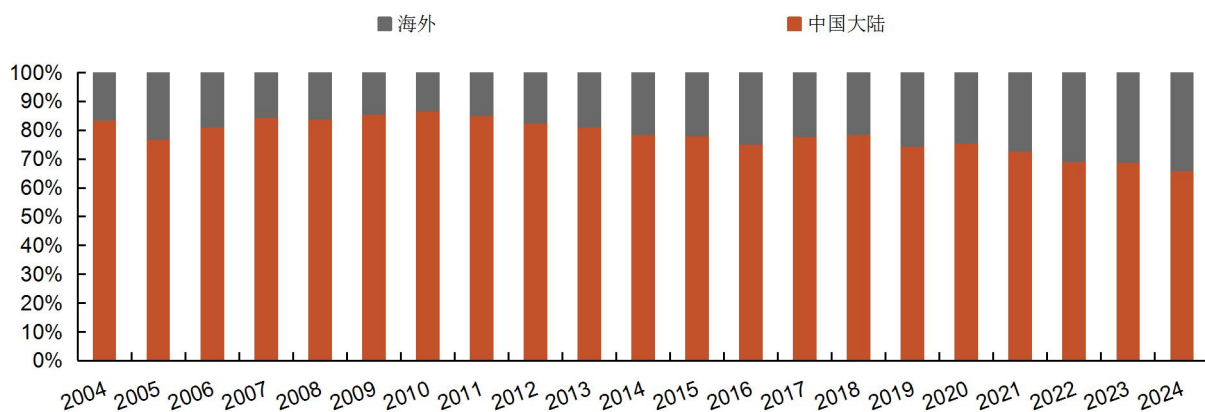
2014 年拉链产品超越纽扣成为公司最大收入来源，海外市场快速增长。2024 年，公司实现营收 46.74 亿元，同比增长 19.66%，分季度看，24Q1-24Q4 分别实现营收 8.01/14.96/12.84/10.94 亿元，同比增长 14.83%/32.20%/19.34%/9.20%，呈现“前高后低”趋势。2025H1，公司实现营收 23.38 亿元，同比增长 1.80%。分产品看，公司聚焦服装服饰辅料产品的生产经营，2014 年拉链产品成功培育，超越纽扣产品成为公司最大收入来源，2024 年，拉链产品、纽扣产品收入占比分别为 53%、42%，其它服饰辅料占比 4%。2004-2024 年，公司拉链产品、纽扣产品营收 CAGR 分别为 19%、12%。分区域看，公司主要收入来自国内，海外收入占比约 3 成；从品牌依存度来看，预计公司对海外品牌依存度达到三分之二。2004-2024 年，公司国内、海外营收 CAGR 分别为 12%、18%。

图 5：公司各项产品收入占比



资料来源：Wind，山西证券研究所

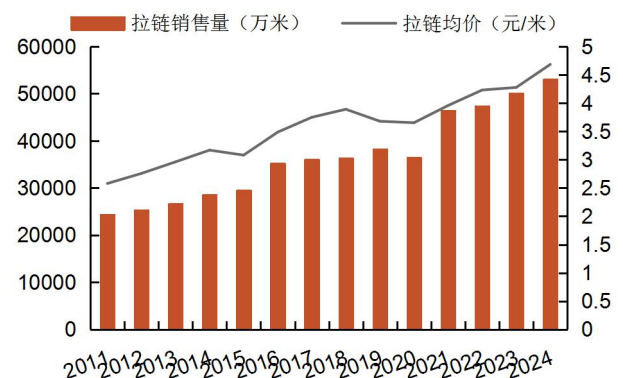
图 6：公司各区域收入占比



资料来源: Wind, 山西证券研究所

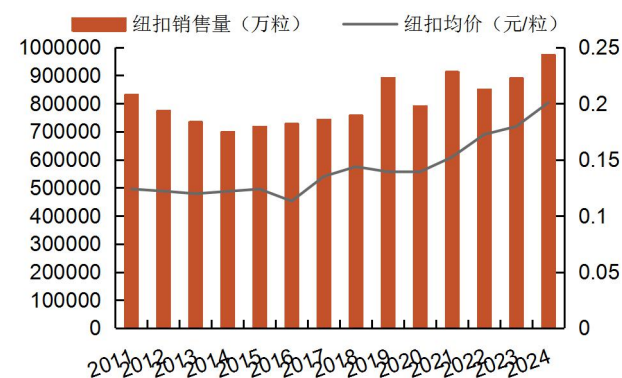
近十年拉链产品、纽扣产品均呈现量价齐升趋势。拆分拉链与纽扣产品量价来看，2011年至今，拉链产品销售呈现量价齐升；纽扣产品销量近年来增长加速，均价有所提升。2014-2024年，公司拉链产品与纽扣产品销售量年均复合增速分别为6%、3%。公司产品定价采用成本加成方式，大宗原材料与人工成本上涨或下跌形成趋势时，公司会与客户进行价格调整。此外，不同订单的产品内部结构的差异、新产品销售占比也会影响公司产品均价。2014-2024年，公司拉链产品与纽扣产品销售均价年均复合增速分别为4%、5%。

图 7: 公司拉链产品销量及均价变化



资料来源: Wind, 伟星股份 2011-2024 年报, 山西证券研究所

图 8: 公司纽扣产品销量及均价变化

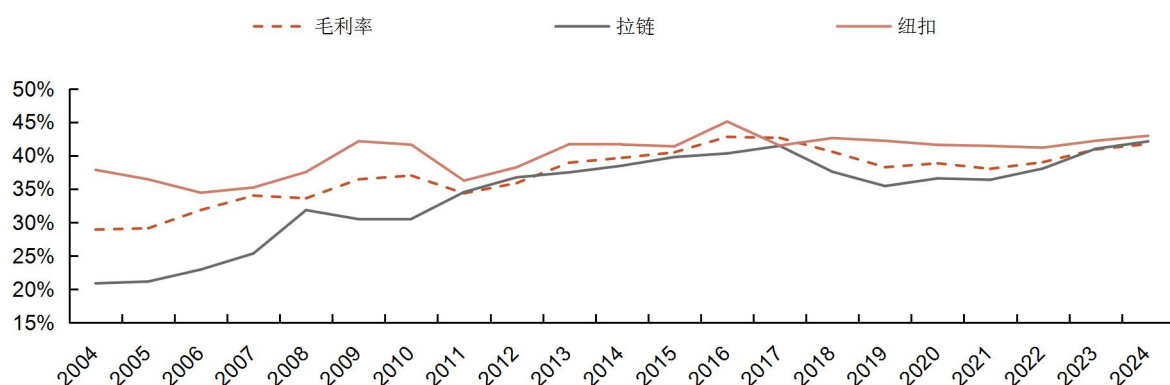


资料来源: Wind, 伟星股份 2011-2024 年报, 山西证券研究所

近年毛利率整体保持平稳，纽扣产品毛利率高于拉链产品。盈利能力方面，2004年以来，公司销售毛利率整体呈波动上升趋势。2004-2010年，公司拉链和纽扣产品的毛利率均不断上升，规模效应不断显现；2011年公司毛利率下跌2.6pct，主因纽扣毛利率由于劳动力成本和原材料价格上行、行业竞争加剧而下滑5pct，以及人造水晶钻毛利率大幅下滑19pct，而拉链产品毛利率受益于生产流程优化、规模效应而继续上

升；2012-2017 年，公司毛利率继续上升突破新高；2018-2019 年，拉链产品毛利率连续下滑，主因潮流趋势变化，高盈利能力的金属拉链产品占比下降；以及原材料涨价，而市场竞争激烈，无法向下游传导，期间纽扣毛利率持续上升；2019-2024 年，公司毛利率整体表现稳中有升，主要受益于拉链产品生产环节持续推进数字化转型升级，取得了良好的精益管理成效。

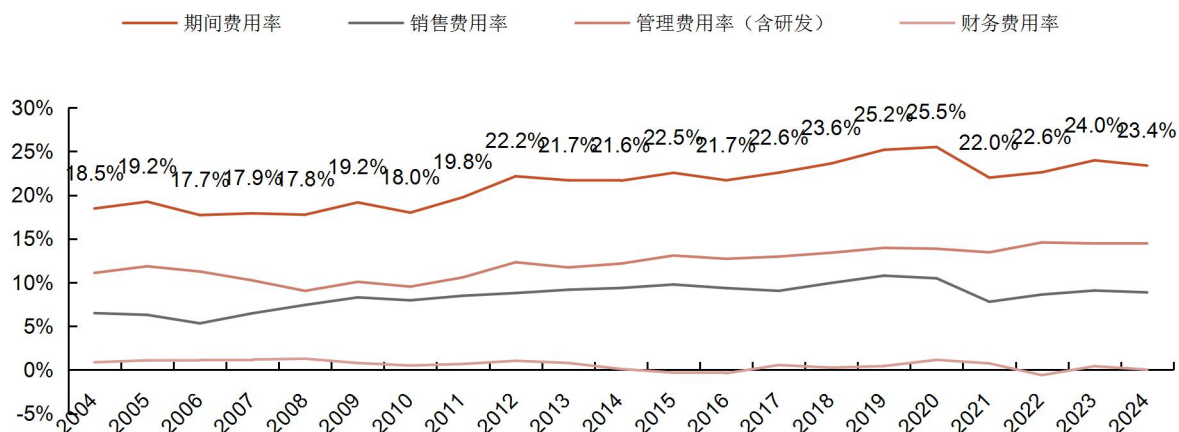
图 9：公司销售毛利率，拉链与纽扣产品毛利率



资料来源：Wind，山西证券研究所

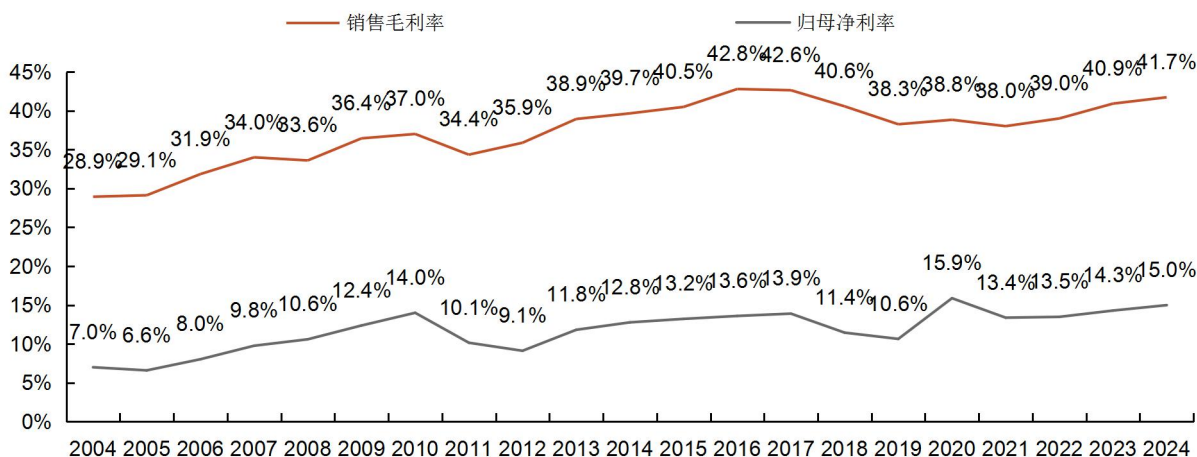
公司净利率走势与毛利率走势基本保持一致。2024 年，公司期间费用率合计为 23.4%，合计下滑 0.6pct，其中销售/管理/研发/财务费用率为 8.9%、10.6%、3.9%、0.0%，同比-0.2/+0.2/-0.2/-0.4pct。2012 年，公司净利率走势与毛利率背离，主因当年管理费用率提升幅度大，及水晶钻业务资产减值影响。2020 年净利率异动主因处理北斗导航业务确认投资损益增加。2021 年销售费用率下滑，主因公司将运输费和包装费由销售费用调整至营业成本。

图 10：公司期间费用率



资料来源: Wind, 山西证券研究所

图 11: 公司销售毛利率与归母净利率



资料来源: Wind, 山西证券研究所

维持高派息比例，资本开支扩张保障公司长期增长。公司 2016-2020 年应收账款周转天数增加，主因并表北斗卫星导航业务，服装服饰辅料业务客户账期普遍为 30-60 天。公司经营质量优异，经营活动现金流长期大于归母净利润，分红能力优异，2012 年以来，公司平均派息率为 85%，2024 年，公司拟向全体股东按每 10 股派发现金红利 5.0 元，共计派发现金红利 5.84 亿元，派息率达 83.46%。资本开支方面，公司资本开支整体处于上升趋势，主要涉及孟加拉、越南海外生产基地的建设及国内生产基地的扩产及数字化生产能力提升。

图 12：公司存货/应收账款/应付账款周转天数



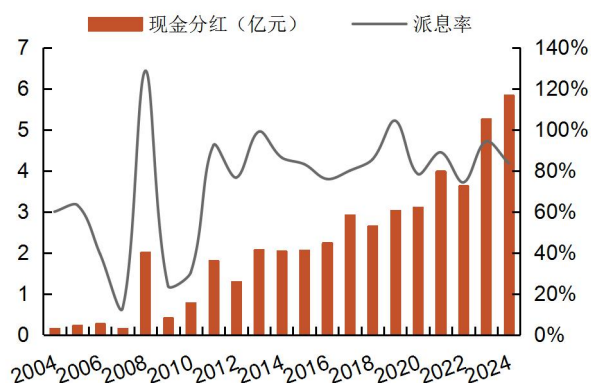
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 13：公司经营活动现金流净额



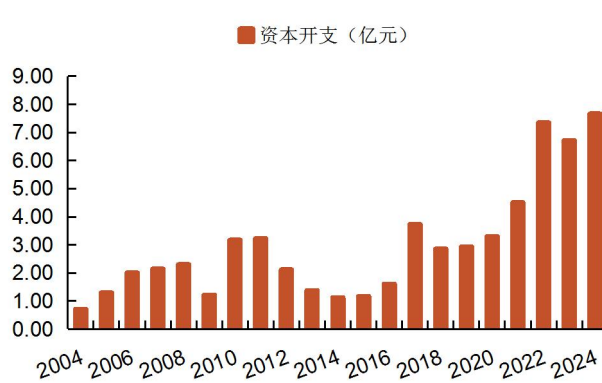
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 14：公司现金分红金额和派息率



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 15：公司资本开支



资料来源：Wind，山西证券研究所

2. 服装辅料行业：市场竞争格局分散，复盘 YKK 发展历程

2.1 服装辅料行业：市场空间广阔，头部企业份额提升可期

公司处于服装辅料行业，服装辅料作为非标准化消费品，是纺织服装的配套产品，具有品类丰富、单价低、体积小、时尚性强等特征。根据卡奴迪路招股说明书，从服饰生产成本的角度分析，面、辅料等原材料约占 65-75%左右，成衣制造加工成本约占 25-35%。根据头豹研究院，服装行业生产成本主要包括面料成本、辅料成本、包装成本、加工成本，其中辅料在服装生产成本的占比为 5%-12%。

图 16：服饰辅料景气指数

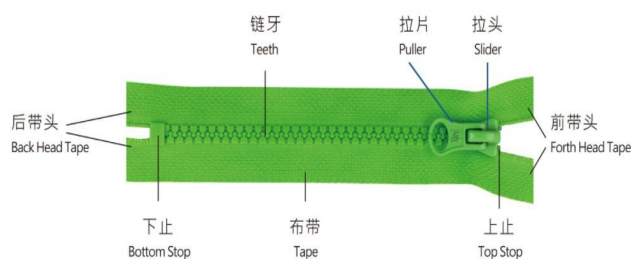


资料来源: Wind, 山西证券研究所

2.1.1 拉链: 我国及全球拉链行业平稳增长, 时尚性及环保性要求提升

拉链产品已有上百年发展历史, 材质逐步多样化。拉链最初由美国人在 1893 年发明, 1924 年开始实现批量生产, 20 世纪 30 年代, 拉链材质开始不局限于金属, 塑钢拉链、尼龙拉链诞生。拉链包括三个组成部分, 分别是拉头、布带、链牙。纵观拉链产业链, 拉链产品上游为化工原材料、纺织原材料环节, 包括有色金属、涤纶长丝、合成树脂等, 中游为拉链生产制造环节, 根据使用场景划分, 分为服装拉链, 箱包拉链等; 根据材质划分, 分为塑钢拉链, 金属拉链, 尼龙拉链等; 根据形态划分, 分为条装拉链, 码装拉链。拉链下游为服装、鞋帽、箱包、家纺、户外及体育用品等领域。

图 17: 拉链组成部分



资料来源: 华圣达官网, 山西证券研究所

图 18: 拉头组成部分



资料来源: 华圣达官网, 山西证券研究所

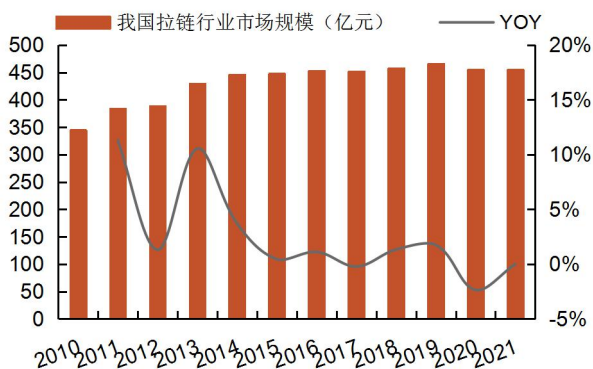
图 19：拉链产业链分析



资料来源：中国拉链行业协会，伟星股份公司官网，YKK 官网，山西证券研究所

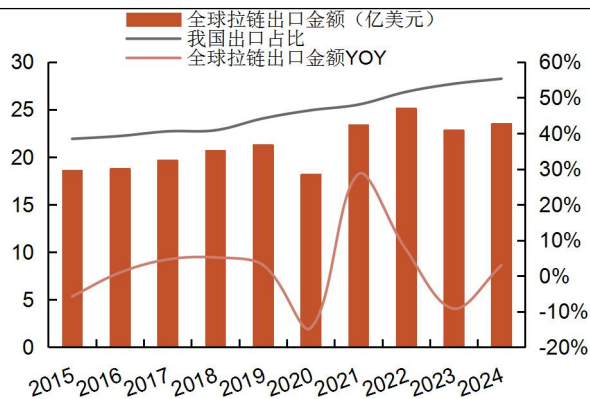
全球拉链市场千亿空间，我国为拉链产品最大出口国。我国拉链行业市场规模由 2010 年的 345 亿元增长至 2015 年的 448 亿元，期间年均复合增速为 5.4%。受下游主要消费市场服装制造业的影响，2015 年以来我国拉链行业市场规模增速明显放缓。2021 年，我国拉链行业市场规模为 455 亿元，2015-2021 年期间 CAGR 为 0.3%。根据公司《向特定对象发行股票募集说明书（注册稿）》，全球服饰产业规模 1.5 万亿美元，加上箱包 1600 亿美元规模，对应全球拉链总市场需求在 1000 亿元左右，市场空间巨大。根据海关总署，2024 年，全球与我国拉链产品出口规模为 23.51、13.00 亿美元，我国出口占比为 55.3%，为拉链产品第一大出口国，主要出口目的地为东南亚服装生产国家。

图 20：我国拉链市场规模及同比增速



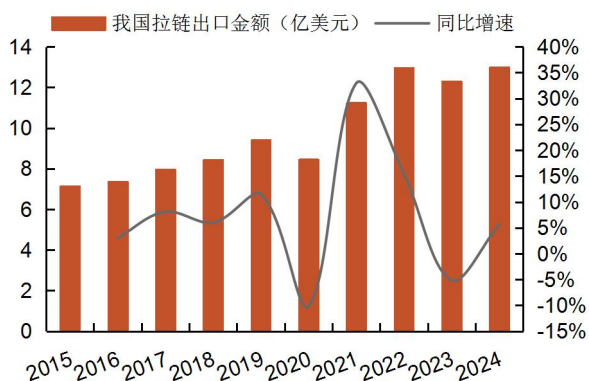
资料来源：华经情报网，伟星股份向特定对象发行股票募集说明书（注册稿），山西证券研究所

图 21：全球拉链出口金额及同比增速



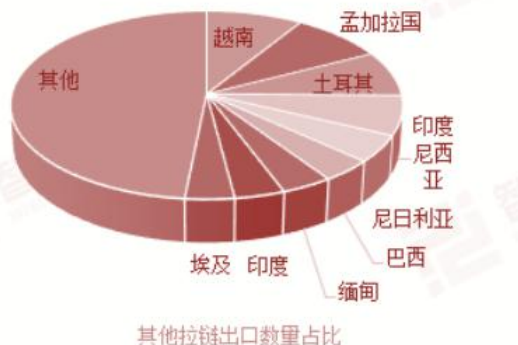
资料来源：Wind，海关统计数据平台，山西证券研究所

图 22：我国拉链出口金额及同比增速



资料来源：Wind，海关统计数据平台，山西证券研究所

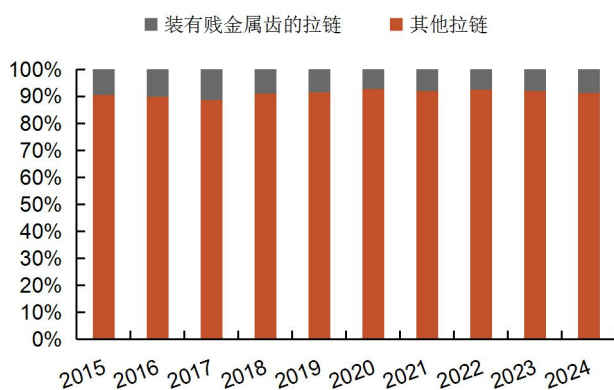
图 23：我国其他拉链出口数量占比——分国家



资料来源：智研咨询，山西证券研究所

目前拉链产品以塑钢拉链和尼龙拉链为主，产品环保要求及绿色制造重视程度提升。分材质看，尼龙拉链和塑钢拉链为主要材质，金属拉链产品占比较低，2024 年，我国金属拉链、非金属拉链出口数量占比分别为 8.7%、91.3%，金属拉链出口均价为非金属拉链出口均价的 3.2 倍左右。2024 年，全球金属拉链、非金属拉链出口金额占比分别为 26.8%、73.2%。产品的可持续发展及绿色制造要求提升，根据公司 2022 年社会责任报告，2022 年公司可持续系列产品的销售额突破 2 亿元。根据 YKK 综合报告书，公司可持续材料产品的销售量 2023 年度达到 10.20 亿米，在公司销售的全部商品当中，使用了可持续材料的商品所占比例达到 38%，预计 2024 年度进一步提升至 51%。

图 24：我国不同类型拉链出口数量占比



资料来源：Wind，海关统计数据平台，山西证券研究所

图 25：伟星股份可持续拉链产品



资料来源：伟星股份 2021 年社会责任报告，山西证券研究所

图 26: YKK 环境友好型产品

生物基 产品



GreenRise®

GreenRise®拉链部分由糠醛（制糖工艺过程产生的副产品）加工制作而成，可减少其石油使用量和相关的二氧化碳排放量。

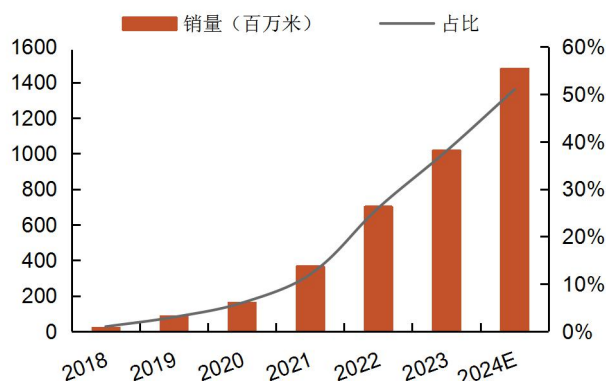
· 约30%*使用植物材料。

· 约可减少石油使用30%*。

*以尼龙拉链链条为例。

*生物基合成聚合物含量比。

图 27: YKK 可持续材料产品的销售量和比例

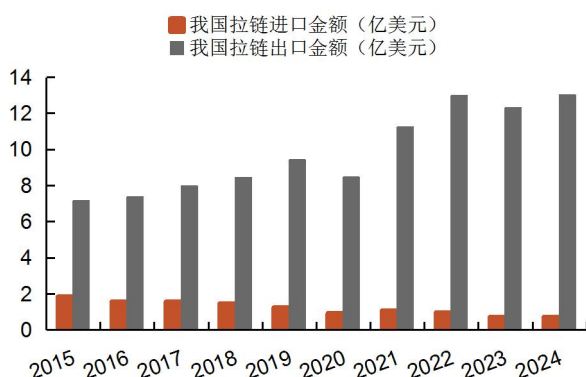


资料来源: YKK 官网, 山西证券研究所

资料来源: YKK 综合报告书 2023、2024, 山西证券研究所

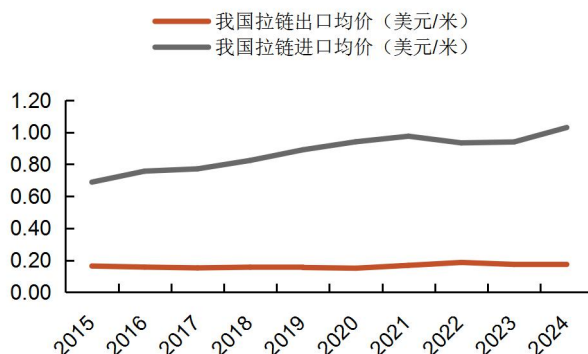
拉链市场竞争格局呈金字塔型，日本拉链企业 YKK 为全球绝对龙头。根据海关总署，2024 年我国拉链出口均价为 0.17 美元/米，而拉链进口均价为 1.03 美元/米，为出口均价的 6.0 倍。根据公司《向特定对象发行股票募集说明书（注册稿）》，我国服饰辅料生产企业以中小企业居多，行业集中度偏低，目前国内拉链生产公司约 3000 家。综上，我国拉链产品以中端及低端产品为主。从全球拉链市场来看，市场竞争格局呈现金字塔形，瑞士拉链品牌 RIRI、意大利拉链品牌 LAMPO 发展历史悠久，定位奢侈品市场；日本 YKK、我国伟星股份、浔兴股份、深圳华圣达、江苏驰马、上海东龙等拉链企业定位中高端市场；我国众多本土拉链中小企业产品主要参与中低端市场竞争。我们以全球拉链市场规模 1000 亿元、我国拉链市场规模 500 亿元估算，YKK 为拉链行业绝对龙头，占据全球和我国约 20.5%、9.6% 的份额，伟星股份占据全球和我国约 4.9%、5.4% 的份额。相较 YKK，公司在海外市场方面，市占率提升空间广阔。

图 28: 我国拉链出口金额与进口金额



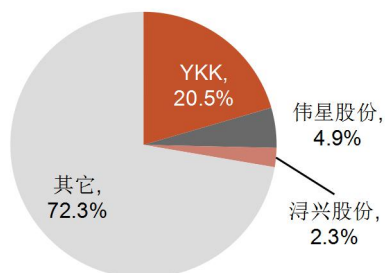
资料来源: Wind, 海关统计数据平台, 山西证券研究所

图 29: 我国拉链出口均价显著低于拉链进口均价



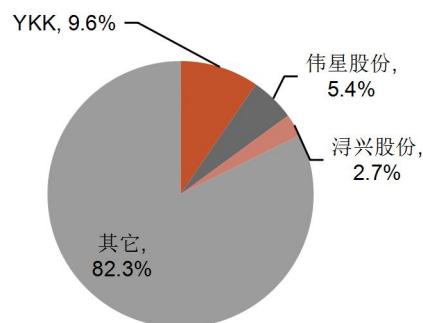
资料来源: Wind, 海关统计数据平台, 山西证券研究所

图 30：全球拉链市场竞争格局（估算）



资料来源：YKK 2024 决算说明资料，Wind，山西证券研究所

图 31：我国拉链市场竞争格局（估算）



资料来源：YKK 2024 决算说明资料，Wind，山西证券研究所

表 3：主要拉链企业

公司	LOGO	品牌定位	国家	成立日期	收入规模	产能布局
RIRI	RIRI	高端	瑞士	1936 年	-	瑞士，意大利
LAMPO	LAMPO	高端	意大利	1887 年	-	意大利
YKK	YKK	中高端	日本	1934 年	205 亿（约）	全球 72 个国家和地区
伟星股份	SAB	中高端	中国	1988 年	46.74 亿	中国，孟加拉，越南
浔兴股份	SBS	中高端	中国	1992 年	21.05 亿	中国
深圳华圣达	HSD	中高端	中国	1991 年	约 3 亿（2016）	中国，柬埔寨（2014），越南（2024 开始建设）
江苏驰马	CMZ	中高端	中国	1985 年	年产拉链 4.2 亿条，纽扣 3.5 亿粒	中国
上海东龙	YCC	中高端	中国	1995 年	-	中国

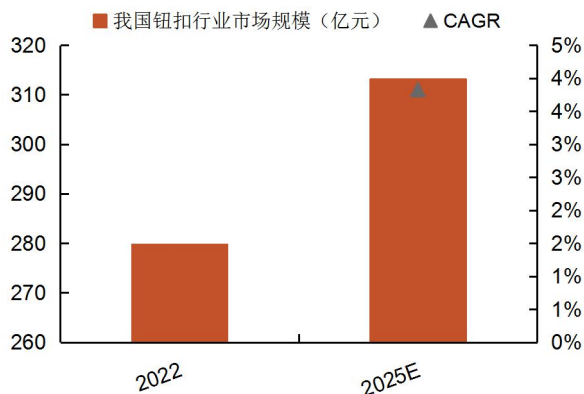
资料来源：RIRI/LAMPO/YKK/伟星股份/深圳华圣达/江苏驰马科技/上海东龙服饰公司官网，YKK2024 决算说明资料，华圣达公司简介，Wind，山西证券研究所（注：YKK 收入规模为截至 2025/3/31 财年，伟星股份收入规模为 2024 年营收，浔兴股份收入规模为 2024 年拉链行业营收）

2.1.2 纽扣：我国纽扣行业增长平稳，公司中高端市场份额约 20%

我国纽扣市场平稳增长，中小微企业众多，竞争格局高度分散。根据华经产业研究院，2022 年我国纽扣行业市场规模约为 279.8 亿元，预计 2025 年市场规模达到 313.14 亿元，2022-2025 年我国纽扣行业市场规模 CAGR 为 3.8%，行业预计平稳增长。我国为全球纽扣出口第一大国，出口占比近年来呈上升趋势，根据海关总署，2024 年，全球和我国纽扣出口金额分别为 12.45、6.11 亿美元，我国出口占比达到 49%。从产品结构上看，全球纽扣出口以贱金属纽扣和塑料纽扣为主，其它纽扣为辅，2024 年，其它纽扣、塑料

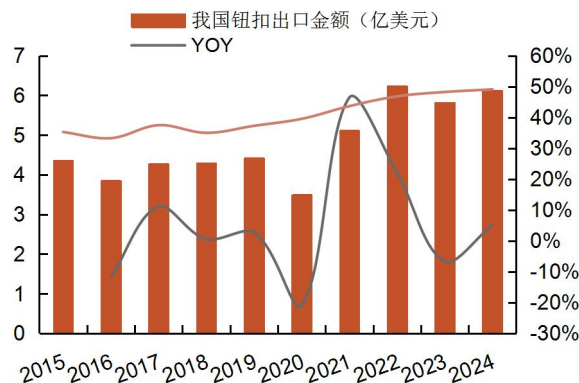
纽扣、金属纽扣出口金额占比依次为 15.3%、41.5%、43.2%。竞争格局方面，我国纽扣行业中小微企业居多，多聚集在温州桥头镇与福建石狮辅料工业园。根据公司投资者关系活动记录表，纽扣产品材质众多，存在细分领域的竞争对手，但普遍为中小微企业，在纽扣业务方面，公司已业内综合品类齐全、全球产销规模领先的企业，预计公司纽扣产品占国内中高档纽扣的 20%左右。

图 32：中国纽扣行业市场规模及年均复合增速



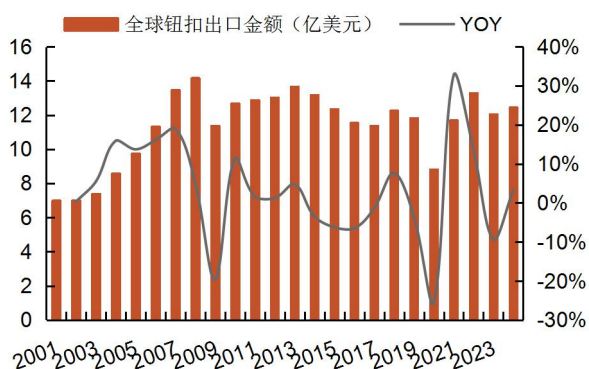
资料来源：华经情报网，华经产业研究院，山西证券研究所（注：2025E CAGR 为“2022-2025 年”）

图 33：我国纽扣出口金额及同比增速、占全球比重



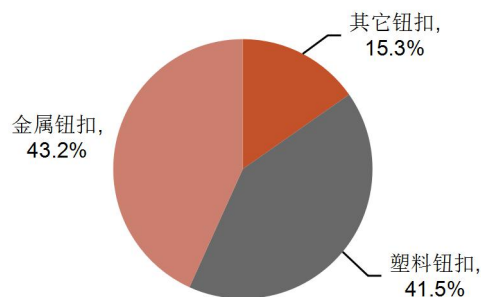
资料来源：Wind，海关统计数据平台，山西证券研究所

图 34：全球纽扣出口金额及同比增速



资料来源：Wind，海关统计数据平台，山西证券研究所

图 35：2024 年全球纽扣产品出口金额占比



资料来源：Wind，海关统计数据平台，山西证券研究所

2.2 复盘 YKK：全产业链布局+产品创新+全球产能布局，成就全球拉链龙头

YKK 为全球拉链行业绝对龙头，拉链产品应用场景广泛。YKK，由吉田忠雄在 1934 年创立，以加工

销售金属拉链起家。目前，YKK 集团以发斯宁与 AP 两大事业为核心，发斯宁事业致力于生产和销售链扣产品，AP 事业主营门窗产品。自成立以来的九十年过程中，YKK 发斯宁事业始终致力于辅料产品的研发、生产与销售，主要涉及产品包括拉链、按扣及扣具、树脂部件、尼龙粘扣带等。根据 YKK 综合报告书（2024 年），截至 2024 年 3 月 31 日，YKK 发斯宁事业在海内外 70 个国家和地区开展业务，共拥有 67 家公司、26696 名员工，拉链产能 30 亿米，为全球拉链产品绝对龙头。YKK 拉链产品应用场景非常广，除了用在衣裤鞋帽、箱包盒袋上，还有专门用在潜水服和户外装备上的防水拉链，有用来联结渔网、防鸟网的拉链，及用在大桥排水系统上的拉链。

图 36：YKK 发斯宁事业主要产品

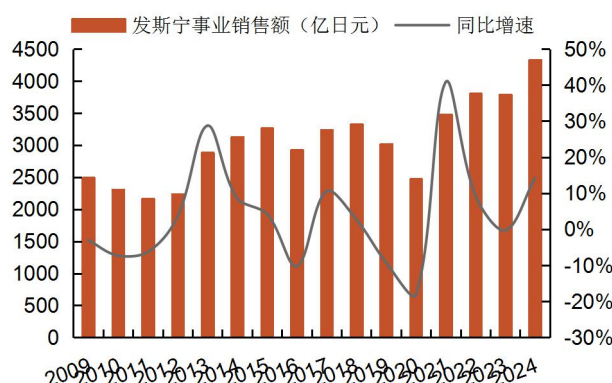
	金属拉链	尼龙拉链	树脂拉链	拉头	应用场景		
拉链					服装、箱包、水袋&防护用品、汽车		
按扣及扣具	按扣	铆钉&垫圈	牛仔纽扣	气眼/鸡眼	西裤扣	装钉机	其他
							
树脂部件	D型锁	方形环	扣具	绳索扣&绳尾扣	梯扣	旋转钩	其他
							
尼龙粘扣带	射出	针织					
							

资料来源：YKK 官网，山西证券研究所

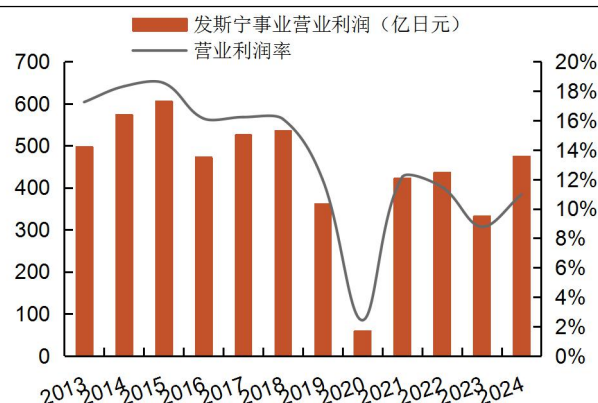
YKK 销售额长期稳健增长，销售均价整体表现平稳。2025 财年（2024.4.1-2025.3.31），YKK 发斯宁事业销售额实现 4331 亿日元，2015-2025 财年销售额 CAGR 为 3.3%，2019-2025 财年销售额 CAGR 为 4.5%。2025 财年，YKK 发斯宁事业销售利润为 475 亿日元，销售利润率 11.0%。量价拆分看，2015-2024 财年，公司拉链产品收入增长主要由销量带动，由 2015 财年的 84 亿条增长至 2024 财年的 89 亿条，拉链总产能由 2015 财年的 20 亿米增长至 2024 财年的 30 亿米。产品销售均价表现较为平稳，近两年有小幅提升。分区域看，日本国内、海外市场销售占比分别为 7.4%、92.6%，其中东盟、中国、欧洲、美洲、ISAMEA 区域销售占比分别为 22.9%、25.2%、16.0%、13.1%、14.7%。

图 37：YKK 发斯宁事业销售额及同比增速

图 38：YKK 发斯宁事业营业利润及营业利润率



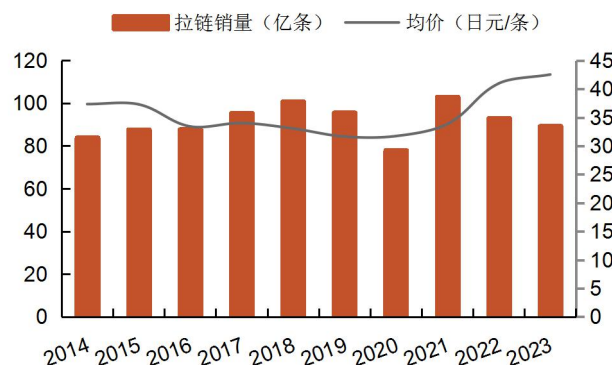
资料来源：YKK 综合报告书 2024、2019、2018，YKK group social and environmental report2013，YKK2025、2015 财年决算说明资料，山西证券研究所



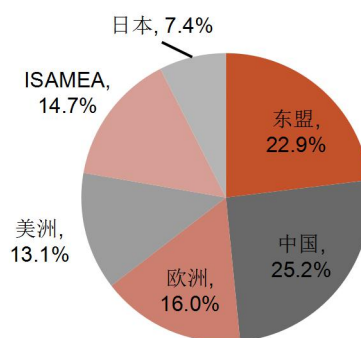
资料来源：YKK 综合报告书 2024、2019、2018，YKK2025、2015 财年决算说明资料，山西证券研究所

图 39: YKK 拉链产品销量及均价

图 40: YKK 发斯宁事业分区域销售额占比 (FY2024)



资料来源：YKK 综合报告书 2018、2019、2024，山西证券研究所



资料来源：YKK 综合报告书 2024，山西证券研究所（注：美洲包括北、中、南美在内的地区，ISAMEA 包括印度、南亚、中东、非洲地区。）

1970 年左右，YKK 成功实现在全球拉链市场的份额逆袭，并保持龙头地位至今。回溯全球拉链市场各公司股份变化，YKK 在 1970 年左右，超越拉链产品发明公司 TALON，成为全球拉链龙头，拉链行业全球第一的地位延续至今。

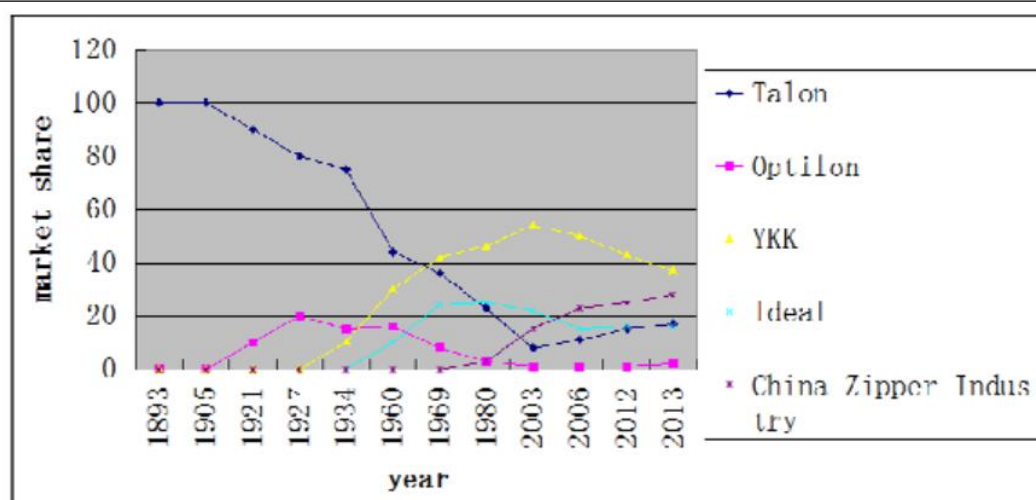
（一）1893-1927 年，全球拉链市场被拉链产品发明公司 TALON 牢牢占据。TALON 公司由芝加哥机械工程师 Whitcomb L.Judson 于 1893 年创立，公司创始团队对拉链产品不断进行改进、降低成本，主要应用于军靴、海军救生衣、烟草袋上，尚未在服装上应用。

（二）1927-1969 年，YKK 成立，1960 年，已占据日本国内拉链市场份额的 95%，并开始进入美国市场，美国国内市场当时被 TALON 与 OPTION 公司占据。YKK 不断抢夺市场份额，TALON 公司市场份额由 80% 下降至不足 40%。

（三）1969-2003 年，YKK 全球份额继续提升至 2003 年的接近 60%，1980 年后，中国拉链制造产业开始

崛起，2003 年，我国拉链市场份额接近 20%。（四）2003-2013 年，伴随 TALON 份额回升和我国拉链产业持续崛起，YKK 市场份额有所下滑，但依旧保持行业龙头地位。2013 年，YKK 全球市场份额为 37%，TALON 占据 17%的份额。

图 41：全球拉链市场各公司股份变化



资料来源：《中国拉链产业竞争力研究》，2015 年 5 月 10 日，吴金城，山西证券研究所

YKK 逆袭原因分析：生产效率、产品创新、全球扩张。YKK 成立的前三十年，1934-1960 年期间，主要是日本本土份额的提升，1960 年后，开启全球市场快速扩张。在生产效率方面，YKK 于 1950 年首次向美国采购拉链链条机，并与日立公司合作对设备进行改进，改造后的机器 12 分钟的生产量相当于此前 8 小时的工作量，生产效率提升而生产成本下降。1952 年，YKK 构建从材料到制造设备、产品的一体化生产机制。目前拉链事业所用的加工机械、关键原材料、模具等，都由 YKK 自主研究开发，形成“一体化生产”机制，并通过全球所有工厂使用 YKK 制造的机器生产拉链，保证全球各地产品质量稳定。在品类创新方面，二战期间，日本实施战时经济管制，禁止国内工商业使用铜，而铜为当时拉链的主要原材料，吉田忠雄经过反复试验，决定用铝做拉链，同时还尝试各种合金材料制造拉链，研制出了硬度强且轻的铝合金拉链。1960 年，YKK 在日本市场份额达到 95%，尼龙拉链出现，YKK 制造用于生产尼龙拉链的机器。后续进行海外市场拓展时，YKK 品类丰富度远高于 TALON。在全球扩张方面，1959 年，YKK 向印度出口拉链制造设备、在新西兰设立首个海外基地，开启海外市场拓展。1960 年，YKK 进入美国市场，1974 年，在美国建立一体化生产工厂。1980 年，YKK 开始跟随成衣产业链转移，增加发展中国家布局，实行就地销售。1992 年，YKK 成立上海吉田拉链有限公司，正式进入中国市场。2009 年，YKK 的海外产量占比已超过 90%。我们认为 YKK 之所以能够成为全球拉链龙头，离不开以下原因：1）提升生产效率、形成

一体化生产机制；2）具备产品创新思维，生产铝制金属拉链、尼龙拉链、扩充拉链使用场景；3）顺应服装产业趋势，进行全球布局。

图 42：1950 年，YKK 从美国进口拉链链条机进行改良

1950

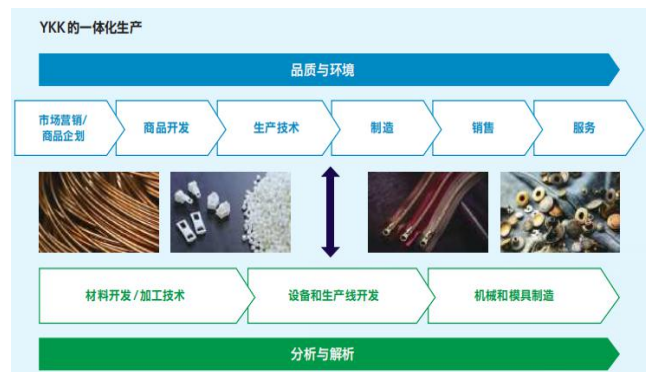
从手工业到机械化

从美国进口了4台拉链链条机



资料来源：YKK 综合报告书 2024，山西证券研究所

图 43：YKK 拉链产品全产业链布局



资料来源：YKK 综合报告书 2024，山西证券研究所

图 44：YKK 不断进行产品创新

通过商品和技术提供价值



资料来源：YKK 综合报告书 2024，山西证券研究所

图 45：YKK 不断进行产品创新



资料来源：YKK 综合报告书 2024，山西证券研究所

组织重组以更好响应客户需求，推进产品可持续性+加强成本竞争力+缩短交货期。2021 年，YKK 进行组织重组，将工机技术总部分别整合到发斯宁和 AP 事业中，以更迅速的开展各事业特有的设备开发和机械制造工程。同时，将事业本部制变更为按职能划分组织的扁平化体制。2023 年，在越南设立了全球本土化供应策略小组，使得公司能够同时接触采购商（服装商）和供应商（缝纫商）。2023 年 4 月，将营业本部的部分职能从日本转移至越南，在服装行业进一步全球化的背景下，该举措有助于公司迅速把握和分享客户需求的变化，提高营业与商品开发形成一体的现场能力。2021 年后，YKK 定下了“以更优的价格更快的速度提供更好的产品、并更具可持续性、追求客户期望的交货期”的经营方针。

图 46：YKK 发斯宁事业开展事业的重点和目标



资料来源：YKK 综合报告书 2024，山西证券研究所

图 47：YKK 发斯宁事业各地区的商品开发方针



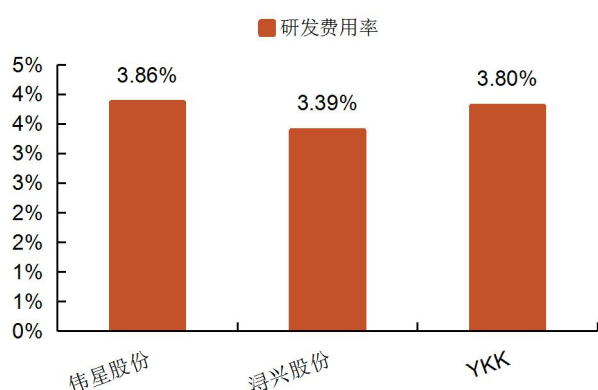
资料来源：YKK 综合报告书 2024，山西证券研究所

3. 核心竞争优势：产品研发为基，快速响应为矛，营销网络及产能全球布局

3.1 产品端：研发投入国内领先，配合客户定向研发，提升客户粘性

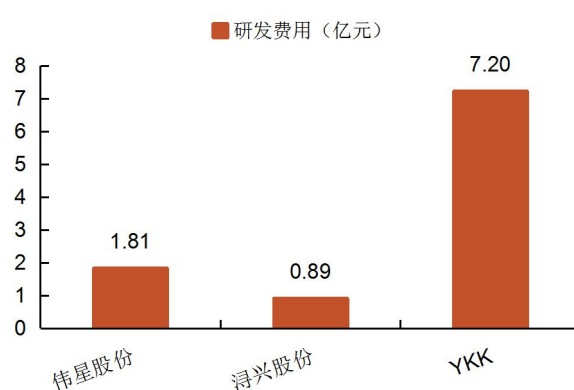
坚持服装辅料产品研发创新，研发投入国内领先。公司在服饰辅料的研发与创新方面积累了三十多年的工艺技术经验，先后成立钮扣、拉链技术研究中心、中国辅料行业首家国家级实验室、博士后研究工作站，以及国际化检测中心，保障从原材料检测——过程检验——成品检验的全流程检测，确保产品品质稳定，公司已获得耐克、阿迪达斯实验室认证资质。2017年至今，公司研发投入每年保持1亿元以上，近年来研发投入持续增长，研发费用率保持4%左右水平。2024年，公司研发人员数量为720名，占公司员工比重为7.2%。截至2024年底，公司拥有国内外专利1372项，主编、参编国家和行业标准15项。

图 48：伟星股份、浔兴股份、YKK 研发费用占收入比重



资料来源：Wind，伟星股份/浔兴股份 2024 年年报，YKK 综合报告书 2024，山西证券研究所

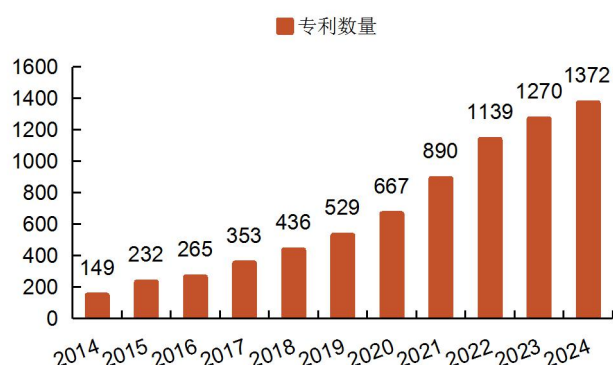
图 49：伟星股份、浔兴股份、YKK 研发费用金额



资料来源：Wind，伟星股份/浔兴股份 2024 年年报，YKK 综合报告书 2024，山西证券研究所

图 50：公司专利数量

图 51：公司产品获奖情况



资料来源：伟星股份 2014-2024 年年报，2016 年度社会责任报告，山西证券研究所



资料来源：伟星股份公司官网，山西证券研究所

为客户“量身定制”一体化辅料综合解决方案，提升客户合作粘性。根据材质划分，公司拉链产品主要包括尼龙拉链、金属拉链、塑钢拉链，其中，尼龙拉链占比超过 50%，塑钢拉链和金属拉链占比均约 20%。公司积极配合客户做定向开发，为客户“量身定制”一体化辅料综合解决方案，2018 与 2022 年，携手安踏品牌，为平昌冬奥会与北京冬奥会的奥运领奖服独家提供拉链产品。目前公司具备三种产品研发模式：（一）公司设计师根据市场潮流开发出新品供客户进行选择；（二）公司设计师对品牌客户进行一对一服务，根据客户服装的设计风格，针对性或联合开发；根据公司 2019 年社会责任报告，面对服装客户，公司研发团队进行长期的一对一跟随服务，在每一季的服饰设计之前，公司研发人员专项跟踪并配合客户设计师，对服饰设计的配套辅料提出建议及方案。在订单交付客户后，及时对客户需求及意见进行跟踪和信息反馈。（三）直接根据品牌客户的产品设计样稿进行打样生产。和 YKK 相比，公司在产品时尚性与配合品牌客户定向研发能力更优，提升客户合作粘性。产品均价方面，公司拉链产品均价高于浔兴股份，低于 YKK，但不断接近 YKK 水平。

图 52：公司独家供应 2018 年平昌冬奥会中国队领奖服拉链



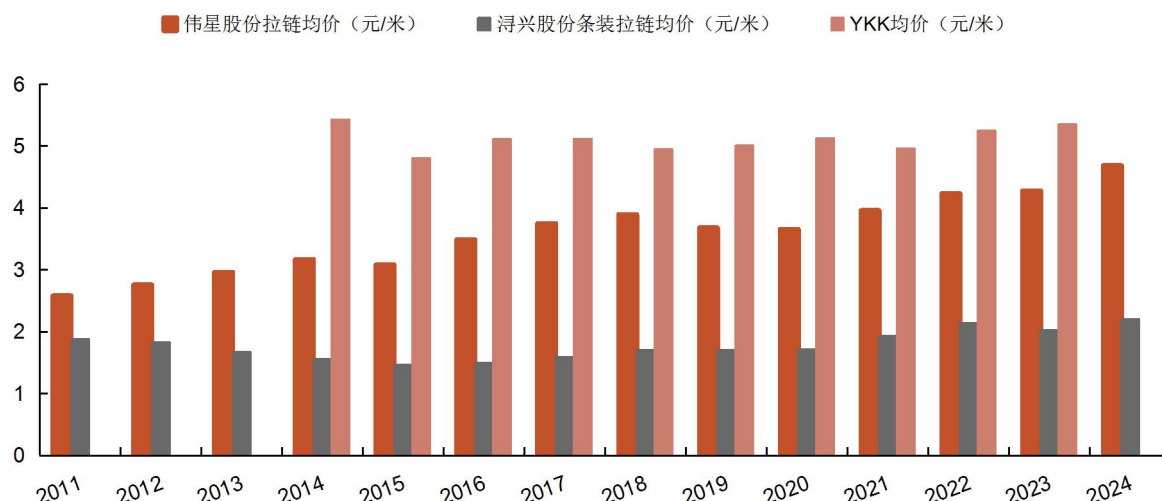
图 53：公司独家供应 2022 年北京冬奥会中国队领奖服拉链



资料来源：伟星股份 SAB 微信公众号，山西证券研究所

资料来源：伟星股份 SAB 微信公众号，山西证券研究所

图 54：公司拉链均价与友商对比



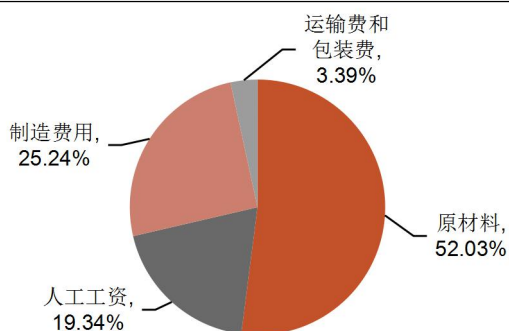
资料来源：伟星股份/浔兴股份 2011-2024 年报，YKK 综合报告书 2018、2019、2024，Wind，山西证券研究所（注：浔兴股份条装拉链、YKK 拉链，均按 1 条=40 厘米估算）

3.2 制造端：高效柔性智能制造能力，客户需求快速响应

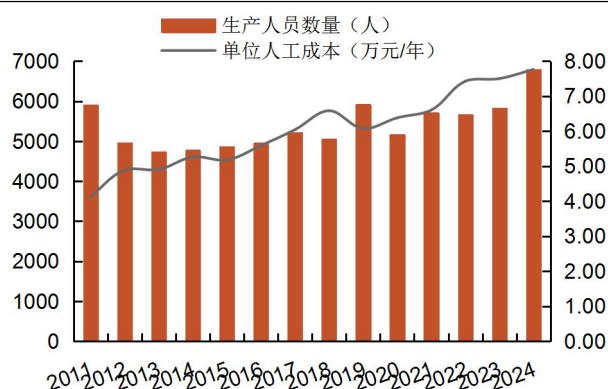
持续进行精益生产管理，逐步改善劳动密集型企业特质。2024 年，公司营业成本中，原材料、人工工资、制造费用、运输费、包装费占比分别为 52.0%、19.3%、25.2%、2.4%、1.0%，2011-2024 年，公司单位人工成本年均复合增速为 5.0%，劳动力成本持续上升。2010 年以来，公司通过布局信息化和自动化，不断优化生产管理流程，推行精益生产体系，提升生产效率。2018 年，公司智能制造取得阶段性成果。2020 年疫情期间，公司坚定进行逆势投入，通过主要生产设备自动化，全工序生产自制，工艺品质标准化，数据化，实现生产环节快速流转。通过智能制造战略的实施和柔性制造体系的打造来提升生产效率，形成公司较强的快反能力。

图 55：公司营业成本拆分

图 56：公司生产人员数量及单位人工成本变化



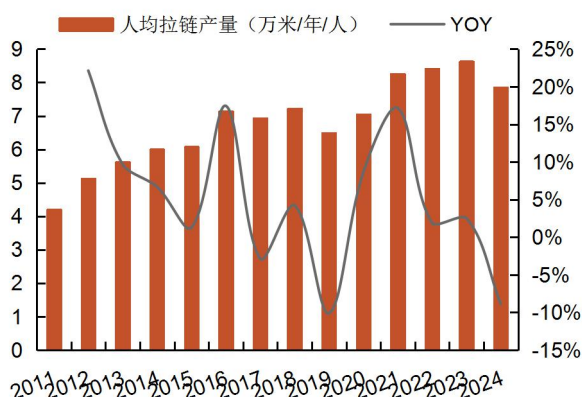
资料来源：伟星股份 2024 年报，山西证券研究所



资料来源：伟星股份 2011-2024 年报，山西证券研究所

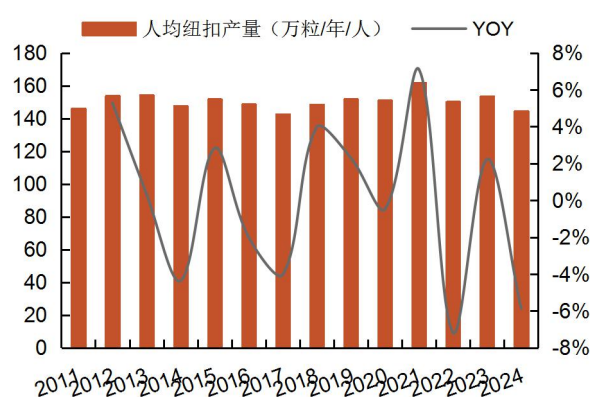
高效柔性供应链符合品牌“小批量、多批次”订单特点，拉链生产效率持续提升。近年来公司人均拉链产量整体呈上升趋势，由 2011 年的 4.2 万米/人增长至 2024 年的 7.9 万米/人，年均复合增速为 4.9%，智能制造能力提升抵消部分劳动力成本上涨。根据公司投资者关系活动记录表，公司接单到品牌销售会早一个季度至半年左右，海外品牌规划（因全球布局）较国内品牌更早。除品质与价格外，随着服饰个性化需求提升，下游客户对交期、服务、研发能力越来越重视，下游呈现“小批量，多批次”的下单趋势，公司产品的生产周期一般为 3-15 天，决策系统更加便捷高效，能够为品牌服装、服饰企业提供快速、优质的产品支持。

图 57：公司人均拉链产量



资料来源：公司 2011-2024 年报，山西证券研究所

图 58：公司人均纽扣产量



资料来源：公司 2011-2024 年报，山西证券研究所

3.3 营销端：全球化营销服务网络，新客户拓展取得明显进展

全球化营销服务网络，贴身客户服务灵活性更高。公司在国内以服装集散地重点省市为中心，设立了 50 多家销售子、分公司和办事处；在海外市场，聚焦欧美源头市场及以东南亚地区为代表的服装加工区域，

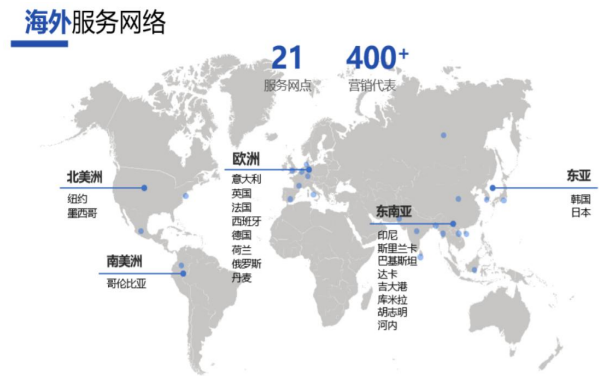
构建了辐射全球五十多个国家和地区的国际营销和服务体系。完善的营销网络和强大的服务体系有效促进公司与市场的良性互动，不断提升客户的满意度。公司提供VIP客户服务模式，比如4-8人团队服务一个品牌方，执行大客户战略，从产品开发、推荐、下单、生产、出货提供一条龙服务。截至2024年末，公司拥有销售人员1246名。

图 59：公司国内服务网络



资料来源：伟星股份2020年社会责任报告，山西证券研究所

图 60：公司海外服务网络



资料来源：伟星股份2020年社会责任报告，山西证券研究所

图 61：浔兴股份国内服务网络



资料来源：浔兴股份公司官网，山西证券研究所

图 62：浔兴股份海外服务网络



资料来源：浔兴股份公司官网，山西证券研究所

与众多全球知名品牌已建立战略合作伙伴关系，客户口碑佳。2024年，公司前五大客户收入占比9.04%，由于公司按开票口径统计客户收入，实际客户集中度更高，预计公司前五大客户的收入体量在1-2亿元之间，估算前五大客户收入占比约20%，估算前十大客户收入占比预计约30%。公司为波司登、迪卡侬、探路者、艾莱依、安踏、太平鸟、森马等品牌的战略合作伙伴。根据公司投资者关系活动记录表，公司在部分国内品牌客户的份额占比相对较高，在国际品牌客户中的占比普遍偏低。公司自身积累的竞争优势

势不断助力新客户开拓与客户对公司认可度提升，相比 2016 年，公司在中高端品牌与运动品牌客户开拓上取得显著成果。公司曾获平安踏年度创新奖和优秀认可实验室、波司登快反领先奖、探路者 2023 年度金牌供应商奖、艾莱依年度优秀供应商奖、上海迪卡侬“感恩见证奖”等荣誉。

图 63：公司前五大客户收入占比



资料来源：伟星股份 2013-2024 年年报，山西证券研究所

图 64：公司前五大客户（2022 年）

客户名称	销售金额 (万元)	占营收比
波司登羽绒服装有限公司	9436.02	2.60%
宁波申洲针织有限公司	7039.06	1.94%
苏美达国际供应链管理（南京）有限公司	4008.21	1.10%
INDUSTRIES SPA	2594.61	0.72%
香港威事达有限公司	2531.99	0.70%

资料来源：伟星股份《向特定对象发行股票募集说明书（注册稿）》，山西证券研究所

表 4：公司持续获得合作品牌客户认可（不完全列示）

获奖时间	客户名称	奖项
2019.12	FILA	2019 最佳突破奖
2019.12	巴拉巴拉	森马服饰巴拉巴拉品牌产品质量免检供应商
2019.12	H&M	2019 可持续发展创新奖
2019.12	阿迪达斯	adidas3C 奖
2019.12	安踏	安踏 2019 特殊贡献奖
2022.4	太平鸟	2021 年度精准服务奖
2022.11	劲霸	劲霸优秀供应商金鸡奖
2023.2	安踏	安踏 2022 年度创新奖
2023.7	波司登	波司登 2022 年度快反领先奖
2023.4	艾莱依	艾莱依 2022 年度优秀供应商奖
2023.6	探路者	2023 年度金牌供应商奖
2024.7	波司登	波司登 2023 年度品质领先奖
2025.4	迪卡侬	上海迪卡侬“感恩见证奖”

资料来源：伟星股份 SAB 微信公众号，山西证券研究所

图 65：公司持续开拓中高端客户、运动品牌客户

2016年国外客户	2019年国外客户
2016年国内客户	2019年国内客户

资料来源：伟星股份 2016 年社会责任报告，伟星股份 SAB 微信公众号，山西证券研究所

3.4 产能端：越南工业园顺利开业，海外市场份额提升可期

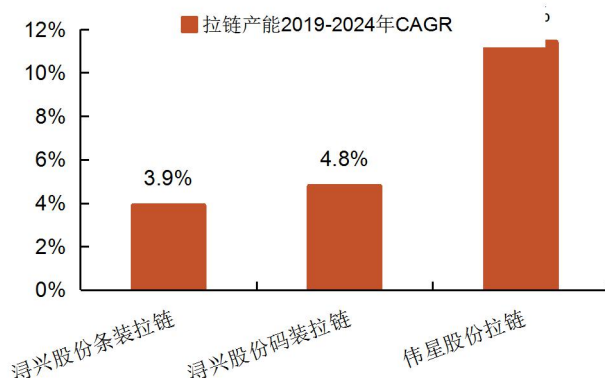
公司拉链产能扩张速度更快，全球化产能布局更为完善。产能方面，公司拉链产能由 2011 年的 3 亿米增长至 2024 年的 9.1 亿米，主要由于国内工厂的扩张与效率提升、海外孟加拉、越南工厂的布局。公司钮扣产能由 2011 年的 100 亿粒增长至 2024 年的 120 亿粒，主要增长时点是 2021 年孟加拉工厂三期投产，国内钮扣产能扩产有限。对比友商浔兴股份，1）公司拉链扩产速度更快，2019-2024 年公司拉链产能、浔兴条装拉链、码装拉链产能 CAGR 分别为 11.4%、3.9%、4.8%；2）全球化产能布局更完善，国内友商中仅华圣达于 2014 年布局柬埔寨产能、2024 年布局越南产能，其它友商产能均在国内，公司目前具备孟加拉、越南两处海外生产基地。产能利用率方面，公司整体产能利用率处于 70%-75%之间，主要由于公司产品以条装拉链为主，以销定产，客户较为分散，小批量多批次订单，订单差异化高，与浔兴股份条装拉链产能利用率基本吻合，而码装拉链的生产主要依据年初制定的生产计划进行，以产定销，产能利用率较高。

图 66：公司历年拉链产能

图 67：伟星股份、浔兴股份拉链产能 2019-2024 年 CAGR

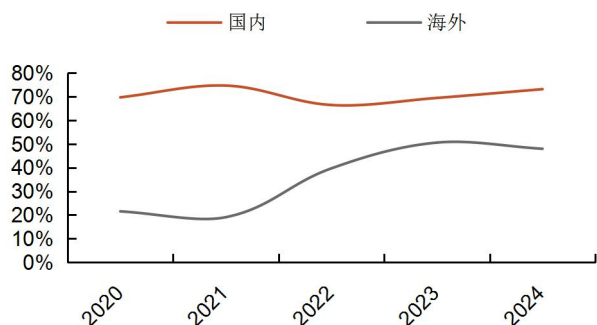


资料来源：伟星股份 2015-2024 年报，山西证券研究所



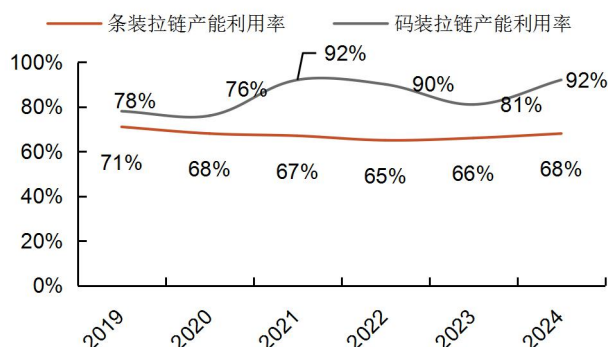
资料来源：伟星股份/浔兴股份 2019-2024 年报，山西证券研究所

图 68: 公司历年产能利用率



资料来源：伟星股份 2020-2024 年报，山西证券研究所

图 69: 浔兴股份历年条装拉链和码装拉链产能利用率



资料来源：浔兴股份 2019-2024 年报，山西证券研究所

国内工厂致力生产效率提升，越南工厂落成成为公司拓展海外市场提供坚实保障。2024 年，公司国内工厂、海外工厂产能占比分别为 81%、19%，产能利用率分别为 73%、48%。

国内工厂：公司在国内拥有七大工业园，大洋工业园，江南工业园，花园工业园，深圳工业园，邵家渡工业园，头门港工业园，潍坊工业园。大洋工业园占据公司拉链产能的 70%-80%，花园工业园负责非金属纽扣生产，江南工业园负责金属纽扣生产。

孟加拉工厂：2016 年开始建设，2018 年正式投产，2019 年孟加拉工业园实现营收 5347 万元，净亏损 741 万元，2020 年 1 月二期投产，2022 年上半年三期投产，2023 年下半年公司对孟加拉工厂进行智能改造以提升产能利用率。2021-2022 年，孟加拉工业园实现量产后毛利率分别为 29.99%、31.27%，毛利率低于拉链整体毛利率，主因合作的客户偏向休闲服饰类客户。孟加拉工厂三期合计产值约为 5 亿元。

越南工厂：2022 年开始建设，2024 年 3 月正式投产。越南一期全年设计产能预计为各类拉链 1.24 亿

条、金属扣 3.98 亿套，一期产能主要为上衣拉链，预计每条约 30-40 厘米，合计约 4000-5000 万米。合作的
品牌客户以国际运动品牌为主。越南工厂落成，有望对公司开拓海外市场、强化国际品牌合作提供助益。
2024 年，越南生产基地以客户实地验厂为主，订单量有限，实现营收 3210 万元，亏损 5832 万元，预计
2025 年实现减亏、2026 年达到盈亏平衡点以上。

表 5：伟星股份产能梳理

生产基地	位置	投产过程	产值规划	财务情况				
孟加拉	库米拉工业园（距离首都东南方向很近）	2016 年开始建设，2018.7 正式投产，2020.1 二期投产，2022H1 三期投产	约 5 亿元	指标	2019A	2020A	2021A	2022A
				营收（万元）	5347	7963	15900	30000
				净利润（万元）	-741	64	3000	盈利良好
				毛利率	-	-	30.0%	31.3%
				净利率	-	0.8%	18.9%	-
越南	清化省扁山市扁山工业区	2022 年开始建设，2024.3 正式投产	设计产能为各类拉链产品 12400 万条、金属扣 39800 万套，设计产值为 6000 万美元；考虑到生产淡季订单及设备使用率情况，实际产量为年产各类拉链产品 10300 万条、金属扣 33000 万套，实际营业收入为 5000 万美元	产能占比		8.7%	15.0%	15.0%
				指标	2024A	2025E	2026E	2027E
				产能爬坡节奏	较低	40%	70%	100%
				拉链产量（万条）	较低	4120	7210	10300
				金属扣产量（万套）	较低	13200	33000	33000
中国	临海，深圳，潍坊	2000 年深圳工业园，2005 年江南工业园，2019 年潍坊工业园，2021 年之前大洋工业园，花园工业园；2021 年后邵家渡工业园，头门港工业园	智能化改造带动生产效率提升	营收（万美元）	3210*	2000	3500	5000
				毛利率	较低	12.5%	18.7%	23.4%
				净利率	亏损	3.0%	8.0%	11.7%
				指标	2019A	2020A	2021A	2022A
				营收（万元）	267901	241649	319668	332807
中国	临海大洋工业园	2023 年已开始建设，截至 2024 年末，项目投资进度为 14.07%	设计产能为 2.2 亿米高档拉链产品。考虑到生产淡季订单及设备使用率情况，实际产量约为 1.65 亿米。正常运营年营业收入为 65872 万元	净利润（万元）	29805	39564	41864	-
				净利率	11.1%	16.4%	13.1%	-
				产能占比		91.3%	85.1%	85.1%
				指标	2024A	2025E	2026E	2027E
				产能爬坡节奏	-	-	20%	70%
中国	临海大洋工业园	2023 年已开始建设，截至 2024 年末，项目投资进度为 14.07%	设计产能为 2.2 亿米高档拉链产品。考虑到生产淡季订单及设备使用率情况，实际产量约为 1.65 亿米。正常运营年营业收入为 65872 万元	拉链产量（亿米）	-	-	0.03	1.16
				营收（万元）	-	-	13174	46111
				毛利率	-	-	29.1%	33.7%
				净利率	-	-	9.7%	13.4%

资料来源：2019/8/21、2020/5/13、2021/4/17、2022/4/25、2023/3/28 日伟星股份投资者活动关系记录表，伟星股份《向特定对象发行股票募集说明书（注册稿）》，《2023 年度募集资金存放与使用情况的专项核查意见》，伟星股份 2020-2022 年年报，山西证券研究所（注：越南 2024 年营收单位为“万元”；中国产能营收及净利润测算，为公司整体营收及归母净利润，减去孟加拉部分）

4. 盈利预测及投资建议

营业收入：我们分产品对公司营业收入进行预测。（一）伴随公司越南生产基地投产，提升海外市场份额，以及与国内品牌客户合作稳定，预计拉链产品 2025-2027 年销量同比增长 4%/9%/8%；考虑公司拉链产品历史均价变动情况，看好公司持续推新品能力，预计拉链产品 2025-2027 年均价同比增长 2%/2%/2%。（二）考虑钮扣产品终端应用场景较拉链相对有限，但公司在钮扣行业市场地位稳固，预计钮扣产品销量与均价每年稳健增长，预计钮扣产品 2025-2027 年收入同比增长 2.0%/9.1%/8.1%。（三）公司织带等其它服装辅料业务仍处于拓展初期，基数较低，拓展空间广阔，预计其它服装辅料 2025-2027 年收入同比增长 10%/20%/20%。综上，预计公司 2025-2027 年营业收入为 48.82/53.94/59.12 亿元，同比增长 4.4%/10.5%/9.6%。

销售毛利率：考虑公司越南生产基地订单逐步放量、产能爬坡，盈利预计实现改善；以及公司持续进行产品迭代推新、更好服务国际品牌客户；毛利率较低的织带产品随着规模增长而有望实现盈利能力改善，预计公司 2025-2027 年销售毛利率为 42.1%、42.1%、42.0%。

期间费用率：2025-2027 年，预计公司销售费用率为 9.8%/9.7%/9.5%，管理费用率为 11.0%/10.8%/10.6%，研发费用率为 3.9%/3.9%/3.9%。

综上，预计公司 2025-2027 年归母净利润为 6.91/7.89/8.72 亿元，同比增长-1.4%/14.2%/10.6%。

表 6：公司盈利预测拆分（注：收入单位为“百万元”）

	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
拉链产品收入	1407	1331	1836	2006	2143	2484	2635	2930	3227
YOY		-5.4%	37.9%	9.2%	6.8%	15.9%	6.1%	11.2%	10.2%
其中：销售量（万米）	38244	36432	46397	47412	50102	53035	55157	60121	64930
YOY		-4.7%	27.4%	2.2%	5.7%	5.9%	4%	9%	8%
其中：均价（元/米）	3.68	3.65	3.96	4.23	4.28	4.68	4.78	4.87	4.97
YOY		-0.7%	8.3%	6.9%	1.1%	9.5%	2%	2%	2%
收入占比	51.5%	53.3%	54.7%	55.3%	54.8%	53.1%	54.0%	54.3%	54.6%
毛利率	35.4%	36.6%	36.4%	38.1%	41.0%	42.1%	43.0%	43.0%	43.0%
钮扣产品收入	1242	1102	1391	1468	1600	1954	1994	2175	2350
YOY		-11.3%	26.2%	5.6%	9.0%	22.2%	2.0%	9.1%	8.1%

	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
其中：销售量（万粒）	892338	792137	913532	851610	891061	973873	983612	1062301	1136662
YOY		-11.2%	15.3%	-6.8%	4.6%	9.3%	1%	8%	7%
其中：均价（元/粒）	0.14	0.14	0.15	0.17	0.18	0.20	0.20	0.20	0.21
YOY		-0.1%	9.4%	13.3%	4.1%	11.8%	1%	1%	1%
收入占比	45.5%	44.1%	41.4%	40.5%	41.0%	41.8%	40.8%	40.3%	39.8%
毛利率	42.2%	41.6%	41.4%	41.2%	42.2%	43.0%	43.0%	43.0%	43.0%
其它服装辅料收入	73	63	81	106	116	164	181	217	260
YOY		-13.8%	28.4%	31.6%	8.8%	41.9%	10%	20%	20%
收入占比	2.7%	2.5%	2.4%	2.9%	3.0%	3.5%	3.7%	4.0%	4.4%
毛利率	27.3%	24.2%	-1.1%	14.8%	12.0%	13.5%	13.0%	14.0%	15.0%
其它业务收入	10	0	48	48	49	72	72	73	74
YOY		-95.6%	10384.8%	-1.3%	1.9%	47.7%	1%	1%	1%
毛利率	-45.4%	-22.1%	67.3%	67.8%	67.4%	59.8%	60.0%	60.0%	60.0%
营业收入合计	2732	2496	3356	3628	3907	4674	4882	5394	5912
YOY		-8.7%	34.4%	8.1%	7.7%	19.7%	4.4%	10.5%	9.6%
毛利率	38.3%	38.8%	38.0%	39.0%	40.9%	41.7%	42.1%	42.1%	42.0%

资料来源：伟星股份 2019-2024 年报，Wind，山西证券研究所

我们选取运动鞋履头部制造商华利集团、运动服饰龙头制造商申洲国际作为公司可比公司，以 10 月 10 日收盘价计算，公司 2025-2027 年 PE 分别为 17.9/15.7/14.2 倍，高于可比公司估值。短期维度看，公司新增越南工厂产能，加强与国际品牌合作深度，伴随订单量上升及产能爬坡，越南工厂盈利能力预计逐步改善。中长期维度看，我们认为公司有望凭借产品端推新迭代能力、制造端快速响应能力、营销端全球布局能力，不断提升优质客户采购份额，并有望开拓织带等服装辅料品类，首次覆盖，给予公司“买入-A”评级。

表 7：相对估值

公司	股票代码	2025/10/10	归母净利润			PE		
		市值	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
伟星股份	002003.SZ	124	6.91	7.89	8.72	17.9	15.7	14.2
华利集团	300979.SZ	625	36.87	43.37	50.45	16.9	14.4	12.4
申洲国际	2313.HK	966	65.80	73.36	81.36	13.4	12.0	10.8

资料来源：Wind，山西证券研究所（注：申洲国际市值单位为“亿港元”，其它为“亿元”；归母净利润单位为“亿元”）

5. 风险提示

关税风险。

公司作为服装辅料生产商，预计公司直接出口美国比重较低，但美国对中国及东南亚国家加征关税，或减弱美国国内服装需求，服装终端消费景气度的波动将影响品牌客户下单，进而对公司营收及业绩带来负面影响。

生产要素成本持续上升的风险。

公司主营各类服饰辅料产品，为典型的劳动密集型企业；原材料价格高企、劳动力成本上行以及环保要求提高等诸多方面的影响导致公司运营负担进一步加重，公司面临的成本压力明显增加。

新客户拓展不及预期的风险。

服饰辅料作为传统日用消费品，其发展受经济景气度以及市场需求的直接影响。若公司新客户拓展不及预期，营收增长驱动力缺乏，将对公司营业收入造成负面影响。

汇率大幅波动的风险。

2024年，公司海外收入15.81亿元，占公司营业收入比重为33.81%。若汇率发生大幅波动，公司营业收入及盈利能力不确定性增加。

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	2759	2609	2882	3213	3797	营业收入	3907	4674	4882	5394	5912
现金	1415	1108	1433	1480	2042	营业成本	2308	2724	2825	3125	3430
应收票据及应收账款	466	514	527	614	642	营业税金及附加	46	55	51	58	66
预付账款	21	20	34	19	39	营业费用	355	415	478	523	562
存货	605	704	688	832	847	管理费用	407	512	537	583	627
其他流动资产	251	264	199	267	228	研发费用	158	181	189	208	228
非流动资产	3271	3681	3585	3635	3659	财务费用	17	2	11	-6	-9
长期投资	100	117	150	184	217	资产减值损失	-9	-7	-9	-9	-10
固定资产	1873	2687	2563	2561	2543	公允价值变动收益	0	-0	-0	-0	-0
无形资产	383	404	422	430	444	投资净收益	17	15	14	16	15
其他非流动资产	915	473	449	460	455	营业利润	673	852	840	960	1060
资产总计	6030	6290	6467	6848	7456	营业外收入	1	1	1	1	1
流动负债	1415	1755	1586	1604	1770	营业外支出	8	6	8	7	7
短期借款	541	712	634	629	658	利润总额	666	847	833	954	1054
应付票据及应付账款	470	516	438	601	575	所得税	109	140	140	160	177
其他流动负债	405	528	513	374	536	税后利润	557	707	693	794	877
非流动负债	233	136	139	136	137	少数股东损益	-1	7	3	5	5
长期借款	98	0	0	0	0	归属母公司净利润	558	700	691	789	872
其他非流动负债	134	136	139	136	137	EBITDA	895	1155	1139	1265	1388
负债合计	1647	1891	1724	1740	1906	主要财务比率					
少数股东权益	33	45	48	53	58	会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
股本	1169	1169	1169	1169	1169	成长能力					
资本公积	1675	1710	1710	1710	1710	营业收入(%)	7.7	19.7	4.4	10.5	9.6
留存收益	1572	1512	1616	1735	1867	营业利润(%)	14.4	26.7	-1.5	14.3	10.4
归属母公司股东权益	4349	4354	4694	5054	5492	归属于母公司净利润(%)	14.2	25.5	-1.4	14.2	10.6
负债和股东权益	6030	6290	6467	6848	7456	获利能力					
现金流量表(百万元)						毛利率(%)	40.9	41.7	42.1	42.1	42.0
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	净利率(%)	14.3	15.0	14.1	14.6	14.8
经营活动现金流	688	1090	1084	826	1311	ROE(%)	12.7	16.1	14.6	15.5	15.8
净利润	557	707	693	794	877	ROIC(%)	10.8	13.5	12.8	13.6	13.8
折旧摊销	232	298	303	316	348	偿债能力					
财务费用	17	2	11	-6	-9	资产负债率(%)	27.3	30.1	26.7	25.4	25.6
投资损失	-17	-15	-14	-16	-15	流动比率	1.9	1.5	1.8	2.0	2.1
营运资金变动	-157	52	82	-261	113	速动比率	1.3	1.0	1.2	1.3	1.5
其他经营现金流	56	46	10	-3	-2	营运能力					
投资活动现金流	-658	-755	-188	-357	-353	总资产周转率	0.7	0.8	0.8	0.8	0.8
筹资活动现金流	541	-648	-571	-422	-397	应收账款周转率	9.2	9.5	9.4	9.5	9.4
每股指标 (元)						应付账款周转率	5.6	5.5	5.9	6.0	5.8
每股收益(最新摊薄)	0.48	0.60	0.59	0.67	0.75	估值比率					
每股经营现金流(最新摊薄)	0.59	0.93	0.93	0.71	1.12	P/E	22.2	17.7	17.9	15.7	14.2
每股净资产(最新摊薄)	3.72	3.73	4.02	4.32	4.70	P/B	2.8	2.8	2.6	2.5	2.3
						EV/EBITDA	13.2	10.6	10.3	9.2	8.0

资料来源：最闻，山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。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直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：**——公司评级**

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明:

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息,但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险,投资需谨慎。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,公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期,公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权,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,或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则,公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明,禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构;禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定,且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人,提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所:

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话: 0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区金田路 3086 号大百汇广场 43 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

