

伟星股份 (002003.SZ)

Q2 收入降幅显著收窄，公布第四期股权激励计划草案

核心观点：

- **Q2 营收降幅收窄，转让中捷时代股权获得 1.17 元投资收益。**2020H1 公司实现营收/归母净利润 11.3/2.5 亿元，同比-14.2%/+49.0%，2020Q2 营收/归母净利润 7.2/2.2 亿元，同比-9.9%/+52.9%，2020Q1 营收及归母净利润分别同比-21.0%/+18.6%，营收降幅有所收窄，归母净利润大幅增长主要系转让子公司中捷时代的股权，取得 1.17 亿元投资收益。2020H1 实现扣非后归母净利润 1.2 亿，同比-22.4%。
- **拉链收入降幅好于纽扣，国际收入降幅好于国内。**拉链/纽扣营收为 6.3/4.7 亿元，分别同比-8.9%/-18.9%，毛利率 34.4%/42.3%，较去年同期分别-0.90/-3.52pct。国内/国际营收 8.1/3.2 亿元，分别同比-18.3%/-1.8%，毛利率 36.0%/41.9%，较去年同期分别-3.06/-0.56pct。
- **公司公布第四期股权激励计划草案，彰显发展信心。**公司第四期股权激励计划参与对象包括公司、控股子公司、分公司董监高及骨干员工等 149 人，激励计划限制性股票的数量为 1800 万股，占公司总股本的 2.37%，限制性股票授予价格 2.95 元/股。此次股权激励计划分三次解锁，解锁条件分别为以 2019 扣非归母净利润为基数，2021/2022/2023 年扣非归母净利润增长率不低于 15%/32%/52%，解锁股份数上限分别为 40%/30%/30%。此次股权激励计划深度绑定股东利益与员工利益，有利于公司长期发展。
- **预计 20-22 年业绩分别为 0.50/0.47/0.53 元/股。**由于疫情蔓延至全球，公司 2020 年主业存在一定压力，但作为辅料行业龙头，公司有望利用行业危机期间提升市场份额。公司近 3 年估值中枢在 17 倍左右，通过剥离军工业务集中发力主业，长期竞争力有望提升，给予 21 年 PE 估值 17 倍，合理价值 7.99 元/股，维持“增持”评级。
- **风险提示。**全球宏观经济持续下滑风险，原材料涨价风险，竞争对手产品降价风险。

盈利预测：

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	2,712	2,732	2,585	2,901	3,231
增长率 (%)	3.3	0.8	-5.4	12.2	11.4
EBITDA (百万元)	573	498	591	648	701
归母净利润 (百万元)	310	291	381	354	403
增长率 (%)	-14.9	-6.3	31.1	-7.1	13.9
EPS (元/股)	0.41	0.38	0.50	0.47	0.53
市盈率 (P/E)	17.15	15.96	12.30	13.24	11.63
ROE (%)	13.1	12.0	13.5	11.1	11.2
EV/EBITDA	8.97	9.37	7.41	6.50	5.84

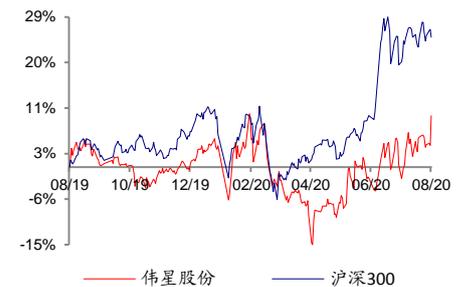
数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

识别风险，发现价值

公司评级

当前价格	6.18 元
合理价值	7.99 元
前次评级	增持
报告日期	2020-08-27

相对市场表现



分析师：

糜韩杰



SAC 执证号：S0260516020001

SFC CE No. BPH764



021-60750604



mihanjie@gf.com.cn

分析师：

胡幸



SAC 执证号：S0260520070010



huxing@gf.com.cn

请注意，胡幸并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

- 伟星股份 (002003.SZ): 转让 2020-04-12
军工业务子公司股权，集中优势做强辅料业务
- 伟星股份 2019-10-23
(002003.SZ): 2019Q3 单季业绩增速环比改善

投资建议

预计伟星股份2020年-2022年营业收入分别为25.85/29.01/32.31亿元，归母净利润分别为3.80/3.54/4.03亿元。关键假设如下：

预期2020-2022年拉链业务收入分别为13.6/15.0/16.5亿元，YOY-3.0%/+10.0%/+10.0%；纽扣业务收入分别为11.6/13.3/15.0亿元，YOY-7.0%/+15.0%/+13.0%；其中2020年受疫情影响明显，终端市场需求受冲击，服饰辅料业务有所下滑，预期两块主要业务伴随疫情好转，将于2021年恢复增长；其他辅料收入预期2020-2022年分别为6575/7232/7955万元，YOY-10.0%/+10.0%/+10.0%。2020业绩大幅增长主要由于系转让子公司中捷时代的股权，取得1.17亿元投资收益。

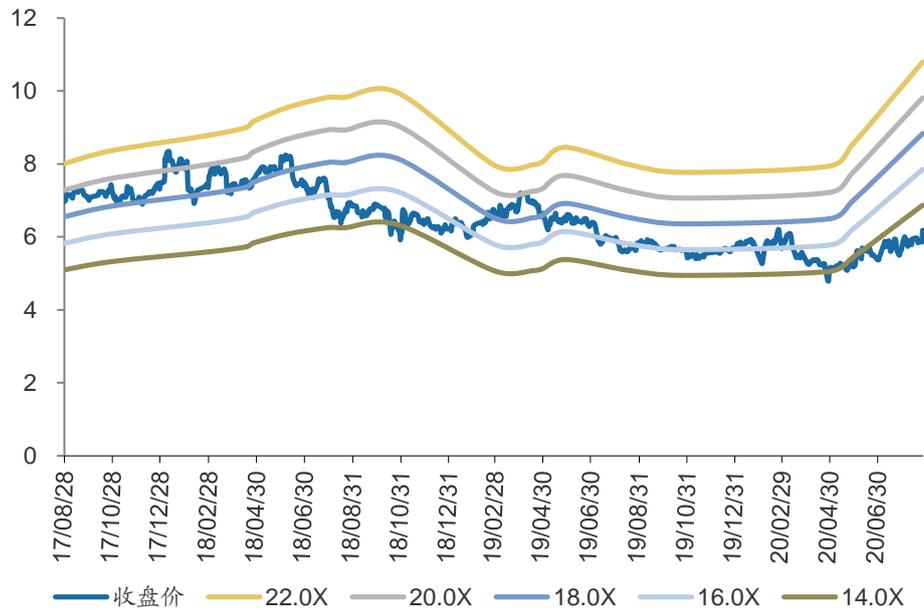
表 1：伟星股份经营关键指标预测

(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	2712	2732	2585	2901	3231
YOY	3.3%	0.8%	-4.6%	12.2%	11.4%
拉链收入	1414	1406	1363	1500	1650
YoY	4.6%	-0.6%	-3.0%	10.0%	10.0%
纽扣收入	1091	1242	1155	1329	1501
YoY	8.6%	13.9%	-7.0%	15.0%	13.0%
军品收入	115	10	0.42	0	0
YoY	-40.3%	-90.9%	-96.0%	-100.0%	-100.0%
其他辅料收入	92	73	66	72	80
YoY	20.4%	-20.6%	-10.0%	10.0%	10.0%
毛利率	40.6%	39.1%	38.9%	39.7%	39.7%
拉链	37.6%	35.4%	35.2%	35.6%	35.6%
纽扣	42.6%	42.2%	43.0%	44.0%	44.0%
军品	60.4%	-45.5%	20.0%	0.0%	0.0%
其他辅料	37.4%	68.5%	45.0%	45.0%	45.0%

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

公司近3年估值中枢在17倍左右，通过剥离军工业务集中发力主业，长期竞争力有望提升，给予21年PE估值17倍，合理价值7.99元/股，维持“增持”评级。

图 1: 公司历年PE-band



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

收盘价单位: 元

风险提示

(一) 全球疫情持续扩散，宏观经济环境剧烈波动风险

虽然国内目前疫情有所缓解，但新冠肺炎疫情已蔓延至全球，如果病毒传播扩散不能在未来一段时间内得到有效控制，将对全球宏观经济环境造成重大影响，进而影响包括服装在内的各项消费。

(二) 原材料价格上涨风险

公司原材料包括铜、铝等金属，如果短时间内原材料价格大幅上涨，公司难以迅速调整出产品价格，将对公司盈利产生不利影响。

(三) 竞争对手降价风险

目前海内外辅料行业有众多制造商，如果竞争对手大幅降价，公司将处于不利地位。

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	1,445	1,515	1,485	1,726	1,971	经营活动现金流	432	528	531	557	584
货币资金	360	359	351	502	620	净利润	327	283	393	365	415
应收及预付	674	515	565	590	682	折旧摊销	141	156	236	236	236
存货	299	389	328	384	416	营运资金变动	-87	69	0	-43	-65
其他流动资产	112	252	240	250	253	其它	51	19	-98	0	-2
非流动资产	1,728	1,960	2,035	2,206	2,452	投资活动现金流	-328	-421	-189	-392	-464
长期股权投资	24	31	31	31	31	资本支出	-275	-290	-319	-415	-489
固定资产	1,187	1,264	1,381	1,573	1,830	投资变动	-54	-131	0	0	0
在建工程	170	270	240	220	210	其他	1	0	129	23	26
无形资产	185	223	222	221	220	筹资活动现金流	-220	-115	-350	-14	-2
其他长期资产	161	172	161	161	161	银行借款	461	510	-341	-12	0
资产总计	3,173	3,475	3,520	3,932	4,423	股权融资	0	0	0	0	0
流动负债	647	857	494	529	591	其他	-681	-625	-9	-2	-2
短期借款	150	353	12	0	0	现金净增加额	-110	-2	-8	151	119
应付及预收	326	356	326	366	405	期初现金余额	470	360	359	351	502
其他流动负债	171	147	155	162	185	期末现金余额	360	359	351	502	620
非流动负债	63	81	81	81	81						
长期借款	31	26	26	26	26						
应付债券	0	0	0	0	0						
其他非流动负债	32	55	55	55	55						
负债合计	710	938	575	610	672						
股本	758	758	758	758	758						
资本公积	599	599	599	599	599						
留存收益	1,030	1,055	1,452	1,819	2,235						
归属母公司股东权益	2,367	2,419	2,816	3,182	3,599						
少数股东权益	96	117	129	140	152						
负债和股东权益	3,173	3,475	3,520	3,932	4,423						

利润表					
单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	2,712	2,732	2,585	2,901	3,231
营业成本	1,611	1,687	1,579	1,750	1,947
营业税金及附加	34	28	30	31	36
销售费用	270	295	268	307	338
管理费用	251	251	238	267	298
研发费用	113	130	115	134	147
财务费用	7	12	-2	-12	-17
资产减值损失	-31	0	-15	-13	-14
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	1	8	129	23	26
营业利润	404	349	484	450	511
营业外收支	-5	-5	-5	-5	-5
利润总额	399	344	479	445	506
所得税	72	61	86	80	91
净利润	327	283	393	365	415
少数股东损益	17	-7	12	11	12
归属母公司净利润	310	291	381	354	403
EBITDA	573	498	591	648	701
EPS (元)	0.41	0.38	0.50	0.47	0.53

主要财务比率					
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入增长	3.3%	0.8%	-5.4%	12.2%	11.4%
营业利润增长	-17.6%	-13.7%	38.7%	-7.1%	13.7%
归母净利润增长	-14.9%	-6.3%	31.1%	-7.1%	13.9%
获利能力					
毛利率	40.6%	38.3%	38.9%	39.7%	39.7%
净利率	12.1%	10.4%	15.2%	12.6%	12.9%
ROE	13.1%	12.0%	13.5%	11.1%	11.2%
ROIC	13.4%	9.6%	9.7%	10.1%	10.1%
偿债能力					
资产负债率	22.4%	27.0%	16.3%	15.5%	15.2%
净负债比率	28.8%	37.0%	19.5%	18.4%	17.9%
流动比率	2.23	1.77	3.01	3.26	3.34
速动比率	1.74	1.28	2.29	2.48	2.58
营运能力					
总资产周转率	0.85	0.79	0.73	0.74	0.73
应收账款周转率	5.32	5.96	5.63	5.79	5.71
存货周转率	9.08	7.02	7.87	7.56	7.76
每股指标 (元)					
每股收益	0.41	0.38	0.50	0.47	0.53
每股经营现金流	0.57	0.70	0.70	0.74	0.77
每股净资产	3.12	3.19	3.71	4.20	4.75
估值比率					
P/E	17.15	15.96	12.30	13.24	11.63
P/B	2.25	1.92	1.66	1.47	1.30
EV/EBITDA	8.97	9.37	7.41	6.50	5.84

广发纺织服装行业研究小组

糜 韩 杰：首席分析师，复旦大学经济学硕士，2016 年进入广发证券发展研究中心。

胡 幸：高级研究员，厦门大学会计学硕士，2018 年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。

增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区世纪大 道 8 号国金中心一期 16 楼	香港中环干诺道中 111 号永安中心 14 楼 1401-1410 室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，

广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。