

全球拉链龙头 YKK，把握产业链趋势一体化布局

2024 年 09 月 27 日

➤ **拉链行业：发展百年，产品工艺不断迭代。**1) 由美国传入日本，再由中国承接主要生产市场。1893 年，拉链起源于美国，生产商 Talon 一度占领市场；1917 年，拉链传入日本，YKK 把握机遇以成本优势成功抢占市场份额；1980 年左右，中国台湾为拉链市场生产主力；1990 年起，中国大陆拉链市场迎来快速发展，SBS、SAB 等国内拉链品牌加速崛起。2) **全球拉链市场规模稳步向上。**据 QYResearch，2023 年，全球拉链市场规模为 1209 亿元，预计 2030 年达 1535 亿元，CAGR 为 3.5%；2015-2023 年，中国拉链市场规模由 448 亿元增至 523 亿元，CAGR 为 2.0%，预计 2023-2027 年 CAGR 为 2.7%。以中国和日本为代表的亚洲国家主导拉链生产及出口，欧洲和北美为主要高端消费市场。YKK、SBS、SAB、YBS 等为全球主要拉链厂商，2023 年，CR5 超过 20%。

➤ **日本拉链龙头 YKK，陪伴行业潮起潮落。**FY2023，YKK 销售额为 9202.34 亿日元，营业利润 552.41 亿日元，其中 YKK FP 实现收入 3793 亿日元，占集团收入比重约 41.2%；YKK 拉链产量超 30 亿米，年销量达 89.2 亿条。复盘发展历程：1) 把握成本优势（加强设备自动化水平，提高生产效率，实现成本降低），注重产品创新应用（创新推出铝合金材料拉链）；2) 以机器生产代替人工（进口美国拉链机），自制生产设备（日本黑部工厂投产运营），实现从材料到生产设备、产品的“一体化生产”；3) 全球化布局下（FY2023 已在 70 个国家和地区布局），把握低成本地区优势，加速生产基地向中国和东南亚等地区转移（FY2023，YKK FP 在中国与东南亚的销售额占 YKK FP 销售额比重为 25.2%与 22.9%）。

➤ **YKK 何以成为全球拉链龙头？1) 市占率稳居第一，全球龙头地位稳固。**拉链的终端应用场景主要为服装领域及箱包领域，基于此，我们测算 2023 年全球拉链市场规模达 177.66 亿美元。从销售额角度，2014-2023 年，YKK FP 销售额占全球拉链市场比重在 12%~20%；从销量角度，2015-2023 年，YKK 拉链年销量在全球拉链产量占比 4%左右。2) **产品力+品牌力，助力早期脱颖而出。**我们认为 YKK 成长为行业龙头主要系其在设备制造、技术进步、产品创新、产业链一体化的建设等方面的持续投入，拉链相关的专利数量不断增加，将专利技术转化为产品的能力较为突出，带动产品力+品牌力增强；精准抓住机遇，进行全球化的战略布局；通过全球化的生产及销售子公司的布局，在全球的客户资源丰富、粘性较高，具备较强规模优势等，均成为其地位愈加稳固的原因。

➤ **聚焦中国内地拉链市场，YKK 强势地位有所撼动。**1) **YKK 发展历程对国内厂商的启示：**加大机器设备投入与智能化工厂，持续投入产业链一体化的建设；加强研发创新投入，注重产品创新及专利技术转化为产品的能力；把握机遇进行全球化的布局，抓住东南亚市场的发展机会，抢占市场份额。2) **国内中高端辅料市场份额提升，YKK 主导中高端拉链市场，国产企业加速崛起。**2022 年，YKK 占据我国内地中高端拉链市场份额超 20%，国内厂商 SAB 与 SBS 不足 10%；据我们测算，2020 年后，在我国内地中高端拉链市场，YKK 份额存在一定程度下滑，而 SAB 拉链销量整体向上。3) **国内厂商加强技术研发，以更性价比的产品抢占市场份额；在产品力有保障下，可以更好地满足下游客户的交期需求。**一方面，2020 年公共卫生事件导致 YKK 越南工厂生产受限等因素影响下，很多品牌订单转向到国内厂商，且国内厂商一直加强技术开发、提升产品质量，以更性价比优势的产品抢占部分 YKK 厂商在国内的订单份额。另一方面，公共卫生事件后，品牌方出于成本控制等原因，倾向选择更多辅料供应商，而且快时尚品牌对小单快反有更多需求，对企业快速反应能力及服务能力提出更高要求。浔兴股份从取得客户订单到交货需要约 7-10 天，而 YKK 约为 15 天，伟星股份的订单周期较短，一般以 3-15 天为一个周期。主要系国内厂商持续生产设备投入及智能化工厂建设；国产厂商的组织架构更为扁平，利于加速决策及生产周期。

➤ **如何看待东南亚拉链市场的发展机遇？1) 把握产业链转移趋势下东南亚拉链市场空间。**随着各品牌服饰的制造基地布局，驱动辅料工厂逐步转移至东南亚建厂，越南等东南亚市场纺服产业快速崛起，但相关配套产业链尚未完善。经我们测算，2014-2023 年，东南亚服饰拉链市场规模由 9.45 亿美元增至 15.66 亿美元，期间 CAGR 为 5.8%。2) **东南亚拉链市场竞争格局：YKK 一家独大，国内厂商未来可期。**东南亚地区拉链市场的拉链品牌布局较少，以 YKK 为代表的国际知名拉链制造商占据主要份额，越南及孟加拉等地区有一些总体规模偏小的拉链供应商。YKK 率先在东南亚市场布局，具备较强先发优势，FY2023，YKK FP 在东南亚地区销售额为 869 亿日元，约占东南亚地区服饰拉链销售额比重为 34.2%。在全球纺服产业链向东南亚转移趋势下，我们预计 2024-2031 年东南亚拉链市场规模 CAGR 为 6.7%。国内厂商凭借生产成本及管理成本控制优势，且周转速度快、客户服务优质且灵活，有望获取更多东南亚拉链市场的份额。

➤ **风险提示：**行业景气度下行的风险、生产要素成本持续上升的风险、国际贸易环境不确定增加的风险。

推荐

维持评级



分析师 刘文正

执业证书：S0100521100009

邮箱：liuwenzheng@mszq.com

分析师 郑紫舟

执业证书：S0100522080003

邮箱：zhengzizhou@mszq.com

研究助理 褚菁菁

执业证书：S0100123060038

邮箱：zhujingjing@mszq.com

相关研究

- 1.零售周观点：美联储降息落地推动金价走强，抖音电商发布全新 CORE 方法论-2024/09/22
- 2.国际四大美妆集团财报综述：中国区销售表现普遍承压，积极采取措施调整应对-2024/09/17
- 3.零售周观点：国内凉味剂生产龙头中草香料敲钟上市，8 月社零总额同比+2.1%-2024/09/16
- 4.零售周观点：美国“一元店”二季度业绩不及预期，下调全年预期-2024/09/09
- 5.商贸零售行业 2024 年中报业绩综述：24Q2 板块表现分化，出海、美妆龙头业绩韧性充足-2024/09/04

并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费

目录

1 拉链行业：发展百年，产品工艺不断迭代	3
1.1 拉链制造多工业集合，技术含量较高	3
1.2 全球拉链发展史：从美国传入日本，再由中国承接	6
1.3 全球拉链千亿市场，规模稳步向上	7
2 日本拉链龙头 YKK，陪伴行业潮起潮落	10
2.1 YKK 历史复盘：历经 4 大阶段，紧跟行业发展趋势	10
2.2 YKK 拉链：产业链一体化趋势与全球化布局推动收入与利润上行	12
3 YKK 何以成为全球拉链龙头？	17
3.1 市占率稳坐第一，全球龙头地位稳固	17
3.2 产品力+品牌力，助力早期脱颖而出	19
4 聚焦中国拉链市场，YKK 强势地位有所撼动	22
4.1 中高端辅料市场占比提升，YKK 主导中国市场	22
4.2 国内企业快速崛起，撼动 YKK 中国拉链市场地位	23
4.3 YKK 为何出现中国市场份额下滑？	24
5 如何看待未来拉链市场的发展机遇？	28
5.1 把握产业链转移趋势，东南亚拉链市场空间可观	28
5.2 东南亚拉链市场竞争格局：YKK 一家独大，国内厂商未来可期	29
6 风险提示	32
插图目录	33
表格目录	34

1 拉链行业：发展百年，产品工艺不断迭代

1.1 拉链制造多工业集合，技术含量较高

1.1.1 拉链产品分类

拉链作为一种常见的连接装置，其核心构造由链牙、拉头、上下止等关键组件精密配合而成。其中链牙作为核心要素，直接决定了拉链的侧向拉合强度与耐用性。这一机制巧妙地利用了两片链带上交错排列的链牙，通过拉头的夹持与拉襟的滑行操作，实现链牙的顺畅啮合与分离，展现出其设计上的精妙与实用性。

图1：拉链产品



资料来源：YKK 公司官网，民生证券研究院

拉链具备广泛的应用场景。按照拉链的材质具体分为尼龙拉链、树脂拉链及金属拉链。其中：**1) 尼龙拉链：**以其卓越的耐磨性、抗拉伸性和良好的弹性，成为需要频繁开合及高耐用性要求的理想选择。在户外服装、运动装备、背包及行李箱等场合可以确保产品的封闭效果与美观性，广泛应用于汽车座椅、帐篷等工业领域；**2) 树脂拉链（塑料拉链）：**凭借低成本、色彩丰富及易加工的优势，在时尚服饰、童装及家居用品等领域占据一席之地。不仅满足了基本的封闭功能，还通过多样化的设计与色彩选择，为产品增添时尚元素与趣味性，但树脂拉链在耐用性和抗拉强度上可能稍显不足。**3) 金属拉链：**以坚固耐用、质感高档而著称，常用于对品质有较高要求的场合，如高档服装、皮具及箱包等。其出色的抗拉强度与紧密的闭合效果，有效防止了物品的掉落或被盗。但金属拉链的成本较高，且在潮湿环境下需注意防锈保养。

表1：拉链产品对比种类

产品类型	特征	生产流程	应用场景	图片
尼龙拉链	优点：耐用性强、柔软； 缺点：涤纶单丝容易老化，对高温、低温的适用范围较窄	尼龙拉链牙齿是用尼龙单丝通过加热压模缠绕中心线组成的	广泛应用于各种服装和箱包，主要用于连衣裙和裙子的“隐形”拉链	
金属拉链	优点：耐用、柔软、高雅庄重； 缺点：链牙比其他类别的拉链容易脱落和移位，拉链价格更高	金属拉链牙齿是用铜线或铝线通过排牙机器排出来的	高档的夹克衫、皮衣、滑雪衫、羽绒服、牛仔服、休闲服、防寒服等	
树脂拉链	优点：质地坚韧、耐磨损、抗腐蚀，色泽丰富多彩，适用的温度范围较大； 缺点：轻滑度一般	树脂拉链牙齿是用聚脂塑料米通过染料配色并通过注塑机器排出来的	面料较厚的服装、夹克衫（休闲服）、滑雪衫（防寒服）、羽绒服、童装（外套）等	

资料来源：华经产业研究院，福兴拉链招股书等，民生证券研究院整理

1.1.2 拉链的制作工艺

生产流程：不同材质的拉链在生产流程的差异主要体现在链齿制造工艺。三种不同材质的拉链在链齿制造工艺上存在较大差异，树脂和尼龙拉链使用注塑或高温成型，金属拉链则通过冲压或铸造工艺制链齿，在装配拉头和检测等步骤上，三者生产流程相似。

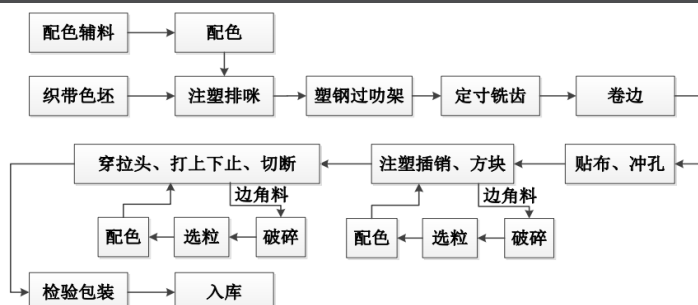
1) 拉头的制作流程

在拉头制作过程中，一般选用的材质为锌铝合金。以锌铝合金为例，首先将锌铝合金进行压铸成型，然后将配件组装，再将组装好的配件上色。上色的方法包括挂喷、滚喷、电泳、电镀，之后进入转序阶段，完成拉头的制作。

2) 拉链的制作流程

树脂拉链：制作注塑拉链的材料大部分是聚甲醛，首先将材料进行配色，织带的材料一般为涤纶丝，将其织成织带，然后进行染色、洗牙工序，安装上下止插销方块，之后进行切断，最后进行检验包装，出口销售。

图2：树脂拉链生产工艺流程

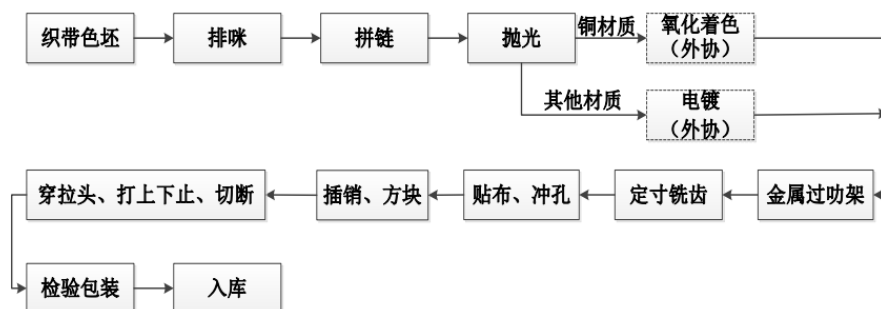


资料来源：伟星股份募集说明书（申报稿），民生证券研究院

金属拉链：制作金属拉链的材料一般是 H65 或者 85 铜。金属生产工艺如下：

1) 前道工序：整丝—织带—染色—烫带—排咪—电镀—沾色；**2) 开口拉链后道工序：**定尺寸—贴胶打孔—穿打左右插销—穿拉链头—打上止口—切断—成品检验包装。

图3：金属拉链生产工艺流程



资料来源：伟星股份募集说明书（申报稿），民生证券研究院

尼龙拉链：制作尼龙拉链的材料大部分为单丝，布带都是涤纶的。1) 尼龙拉

链的前道工序：整经—织带—单丝成型—缝合一染色—烫带；**2) 后道工序：**定尺寸—贴胶打孔—穿打左右插销—穿拉链头—打上止口—切断—成品检验包装。**3) 闭口工序：**定尺寸—打下止—穿拉链头—打上止头—切断—成品检验包装。

图4：尼龙拉链、隐形拉链生产工艺流程



资料来源：伟星股份募集说明书（申报稿），民生证券研究院

1.2 全球拉链发展史：从美国传入日本，再由中国承接

1.2.1 始于美国，美国 Talon 一度占领市场 (1893-1950s)

起源：突发奇想的发明与实践落地的困难。1893 年，美国芝加哥一家制鞋厂工程师贾德森发现系鞋带与解鞋带过程麻烦，思考是否可以用“可移动的扣子”来代替鞋带，在两条链条上装有交错的链环和钩子，在上边的滑动部件移动时，两片链条紧紧勾住；1902 年，一家原来生产扣子和花边装饰的曼威尔兄弟买下了贾德森的专利，并注册“扣必妥”商标，开始生产装在鞋子上的拉链。

转折：事件催化带来拉链市场新机遇，Talon 一度成为最大生产商。1912 年，瑞典人桑贝克对拉链进行关键性的改进，齿部形状做成汤匙状，大幅增强拉链的实用性和耐用性；一次因飞行员上衣扣子掉入机器引起飞行器失灵的突发空难事件，让拉链市场起死回生，一战期间，由于拉链可以提升士兵着装率，飞行员、陆军、海军纷纷穿上装有拉链的新的军装，起到广告效应，拉链的应用范围也逐步广泛；二战期间，Talon 为最大的军方订单拉链生产商之一。在市场需求不断扩大下，1950s，Talon 在美国的市占率进一步提升，一度成为市场主要生产厂商。

1.2.2 亚洲转移期——日本 YKK 崛起 (1950s-1980s)

1917 年拉链传入日本，YKK 把握机遇以成本优势抢夺市场。1917 年，拉链由美国传入日本，进入缓慢发展期；1934 年，日本 YKK 正式成立，并在美国制造商处购买了一台链条机，使得 YKK 能够机器生产以前在日本仅能手工制造的拉链，进一步实现成本的降低。相比之下，尽管 Talon 曾一度占据市场主导地位，但它在生产率方面有待提升致使产品成本过高，传导至产品价格过高；此外，Talon 的创新性存在欠缺，忽视了拉链在手袋、箱包或户外用品等新应用。与此同时，1970 年左右，YKK 进入美国市场，以成本优势和产品创新力快速布局市场，最终 Talon 的市场份额不断下滑。

1.2.3 中国台湾成为拉链市场生产主力 (1980s-1990s)

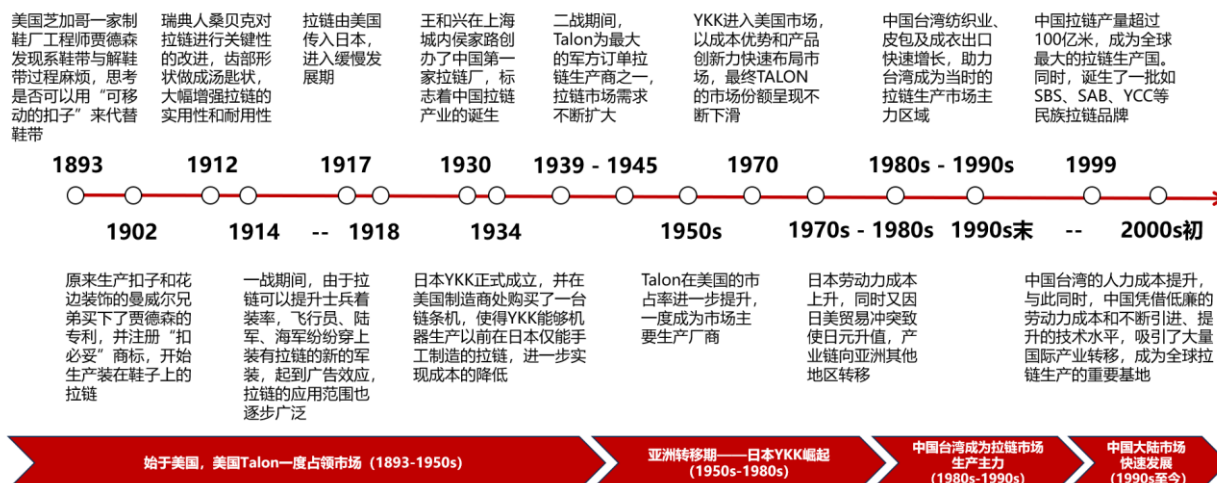
1930 年后，拉链开始进入中国，1970s-1980s 日本劳动力成本上升，加速产业链向中国转移。1930 年，王和兴在上海城内侯家路创办了中国第一家拉链厂，标志着中国拉链产业的诞生。在 1970s-1980s，日本劳动力成本上升，同时又因日美贸易冲突致使日元升值，产业链向亚洲其他地区转移。1980s-1990s，随着纺织品、箱包、鞋类等下游产业的快速发展，中国台湾纺织业、皮包及成衣出口规模快速增长，也助力中国台湾成为当时的拉链生产市场主力区域。

1.2.4 中国大陆市场快速发展，SBS、SAB 等拉链品牌崛起 (1990s-至今)

中国台湾劳动力成本上升，中国大陆凭借人力成本优势，成为主要生产基地。1990s 末-2000s 初，中国台湾的人力成本提升，与此同时，中国凭借低廉的劳动

力成本和不断引进及提升的技术水平，吸引大量国际产业转移，成为全球拉链生产的重要基地。1999 年，中国拉链产量超 100 亿米，成为全球最大的拉链生产国。同时，诞生了一批如 SBS、SAB、YCC 等民族拉链品牌。

图5：拉链行业发展历程

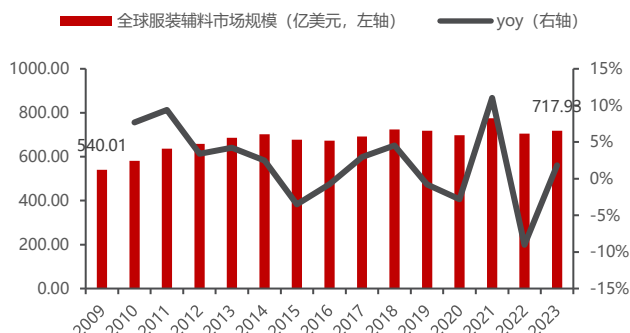


资料来源：《拉链：发明史上的突破——拉链的诞生和发展》陈锐，水滴风马产品公社，创业邦，民生证券研究院绘制

1.3 全球拉链千亿市场，规模稳步向上

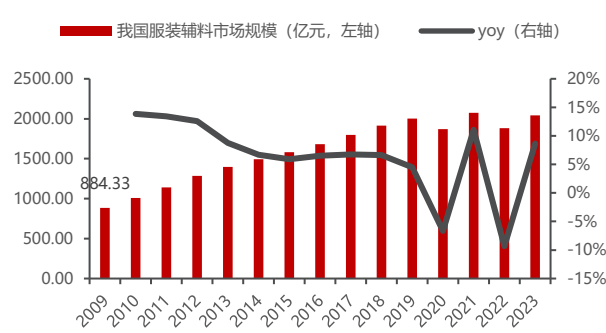
全球辅料市场规模稳步向上，2009-2023 年，我国辅料市场规模复合增速超过全球。随着欧美、日韩等国家和地区的产业结构调整，服装、鞋帽、箱包等下游工业向成本更低的地区转移，服装辅料行业也随之向低成本国家转移。据欧睿数据，2009-2023 年，全球服装辅料市场规模由 540 亿美元增至 718 亿美元，期间 CAGR 达 2.1%；我国服装辅料行业市场规模由 884.33 亿元人民币增长至 2043.86 亿元，期间 CAGR 为 6.2%，2023 年，中国服装辅料市场规模约占全球市场规模的 40%。

图6：全球服装辅料市场规模及增速



资料来源：欧睿数据，民生证券研究院

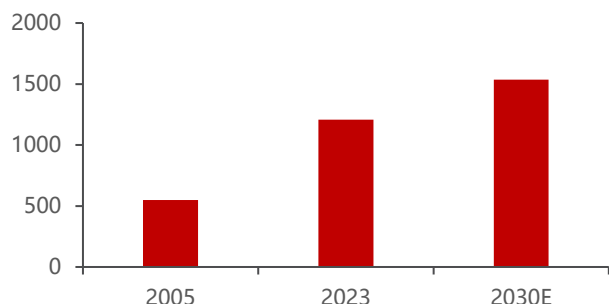
图7：我国服装辅料行业市场规模及增速



资料来源：欧睿数据，民生证券研究院

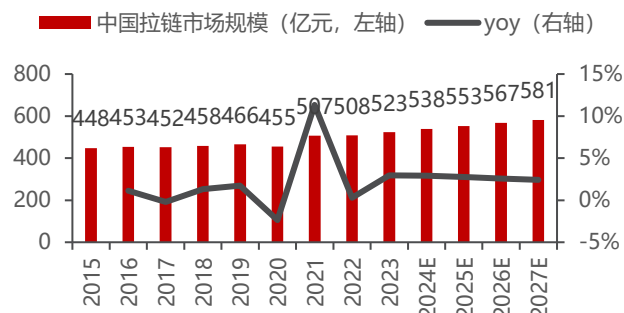
全球拉链市场规模已超千亿元，预计未来仍将持续向上。据中国拉链行业协会，2005 年，全球拉链市场规模约 550 亿元；据 QYResearch，2023 年，全球拉链市场规模达 1209 亿元，预计 2030 年达 1535 亿元，2023-2030 年 CAGR 为 3.5%；据欧睿数据和华经产业研究院，2015-2023 年，中国拉链市场规模由 448 亿元增至 523 亿元，CAGR 为 2.0%，预计 2023-2027 年 CAGR 为 2.7%。

图8：全球拉链市场规模（单位：亿元）



资料来源：QYResearch，中国拉链协会，民生证券研究院

图9：中国拉链市场规模数据（单位：亿元）

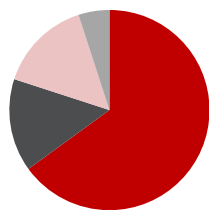


资料来源：欧睿数据、华经产业研究院，民生证券研究院

全球角度看拉链市场分布：以中国和日本为代表的亚洲国家主导生产及出口，而欧洲和北美为主要的中高端消费市场。据 QYResearch，2023 年，全球拉链市场销售额达 1209 亿元，其中，亚太是全球最大拉链市场，占据约 65%的市场份额，欧洲与北美市场分别占有约 15%的市场份额。

图10：2023 年全球拉链市场份额

■ 亚太 ■ 欧洲 ■ 北美 ■ 其他



资料来源：QYResearch，民生证券研究院

全球拉链市场可划分为奢侈品市场、中高端市场及中低端市场。1) **奢侈品拉链市场**：主要有瑞士 RIRI 和意大利 LAMPO，产品从原料选材、外观设计、制造工艺等环节均有严格要求，制造周期长、价格贵（单价在几十元至百余元/条），主要为 LV、Gucci、Prada 等奢侈品定制。2) **中高端拉链市场**：主要有日本 YKK（拉链平均单价在 4-5 元/米）、国内企业伟星股份 SAB、浔兴股份 SBS、YCC 等，主要为运动品牌及休闲服饰品牌供应，对拉链的品质及设计均有较高要求。3) **中低端市场**：主要参与者为以价格取胜的中小公司，竞争相对激烈，产品性价比极高（单价可低至 0.5 元/米），但在创新及设计研发方面投入不足。

图11：全球拉链市场划分



资料来源：华经产业研究院，民生证券研究院绘制

全球拉链市场整体格局呈现一家独大，其他品牌相对分散的局面。YKK、Coats Industrial、SBS、SAB、YBS 等为全球主要拉链生产厂商，2023 年，CR5 超 20%。YKK 拉链不只在奢侈品品牌有所布局，也在运动、快时尚品牌均有布局；SBS 把握国内拉链下游行业集群化、品牌化的发展趋势，以中高端、国际运动品牌或区域知名品牌为目标客户，包括 Nike、Adidas、安踏、361 度、李宁等品牌；SAB 主要服务于服饰、鞋帽、箱包、体育休闲用品等领域的品牌客户，包括 ZARA、Nike、安踏、劲霸、波司登、优衣库、斐乐、太平鸟、七匹狼等品牌。

表2：拉链品牌梳理

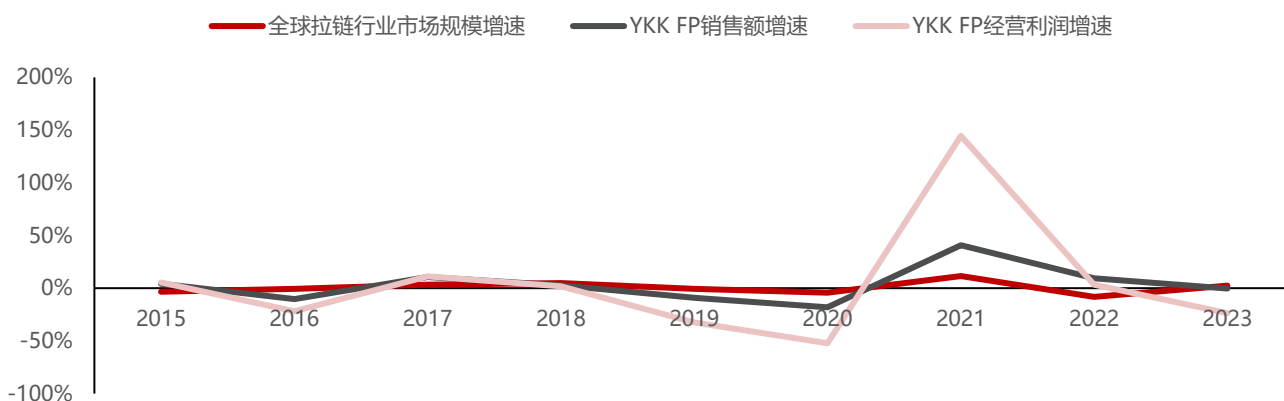
品牌名称	国家/地区	拉链品牌情况
YKK	日本	FY2023，YKK FP（链扣事业部）销售额为 3793 亿日元，拉链年销量为 89.2 亿条
SBS 浔兴	中国福建	2022 年，在中国中高端拉链市场份额不足 10%；2023 年拉链收入为 17.2 亿元
YCC 东兴	中国福建	60 多个服装知名品牌的指定拉链供应商
SAB 伟星	中国浙江	2023 年，拉链收入 21.43 亿元
三力 TRIPERPOWER	中国台湾	先后在美国、德国、日本投资办厂，2005 年被评选为中国拉链十大知名品牌
福兴 3F	中国福建	FY24，拉链及拉头收入 5756 万美元
华圣达 HSD	广东深圳	在柬埔寨建立中国第一座海外拉链工厂，年生产量可超过八亿条拉链
开易 KEE	中国广东	坚持创新与研发，已成为中国拉链行业专利获得量排名前列的企业
驰马 CMZ	中国江苏	生产拉链品质优越，远销欧美和东南亚市场
和合 HeHe	中国浙江	强化拉链为和合公司独家制造的新兴高科技产品，填补国内拉链新品种的空白
瑞士 RIRI	瑞士	RIRI 的金属拉链与防水拉链较为著名，极少数高端品牌会采用 RIRI 拉链
意大利 Lampo	意大利	一线世界顶级大牌，如 LV、PRADA、GUCCI 等世界奢侈品牌的辅料供应商
美国 IDEAL	美国纽约	Amani Jeans、CK Jeans、Tommy Hilfiger、A&F、拉尔夫劳伦等品牌的拉链供应商
美国 Talon	美国	李维斯、target、A&F、vans 等服饰品牌供应
韩国 YBS	韩国	与 YKK 共同研发产品，在韩系的服装品牌和美系服装品牌应用较多
欧的 OPTI	欧洲	主要应用在欧洲的性价比较高的品牌

资料来源：浙江省洗染行业协会微信公众号、各公司官网、各公司公告，民生证券研究院整理

2 日本拉链龙头 YKK，陪伴行业潮起潮落

YKK 的发展与全球拉链市场基本同步。从 1934 年成立至今，YKK 集团见证了全球拉链市场的起起伏伏，YKK FP（链扣事业部）销售额增速基本与全球拉链市场规模增速匹配。FY2023，YKK 销售额为 9202.34 亿日元，营业利润 552.41 亿日元，其中 YKK FP 实现收入 3793 亿日元，占集团收入比重约 41.2%。

图12：2015-2023 年 YKK FP 与全球拉链市场增速对比



资料来源：YKK 公司公告，欧睿数据，头豹研究院，民生证券研究院；（注：YKK 为财年数据，全球拉链行业市场规模为自行测算，具体过程见下文）

2.1 YKK 历史复盘：历经 4 大阶段，紧跟行业发展趋势

YKK 发展至今主要经历了 4 个阶段。

1) 创立与早期发展 (1934-1950 年): 1934 年，吉田忠雄在日本创立了 3S 商会 (YKK 前身)，最初生产和销售拉链产品；1938 年，3S 商会自建工厂，自产拉链配件，公司名称更新为 YKK；1945 年，吉田忠雄重建拉链企业吉田工业株式会社，其对产品进行创新，推出铝合金材料拉链（此前主要为铜材质），占据当时日本绝大部分的拉链市场。

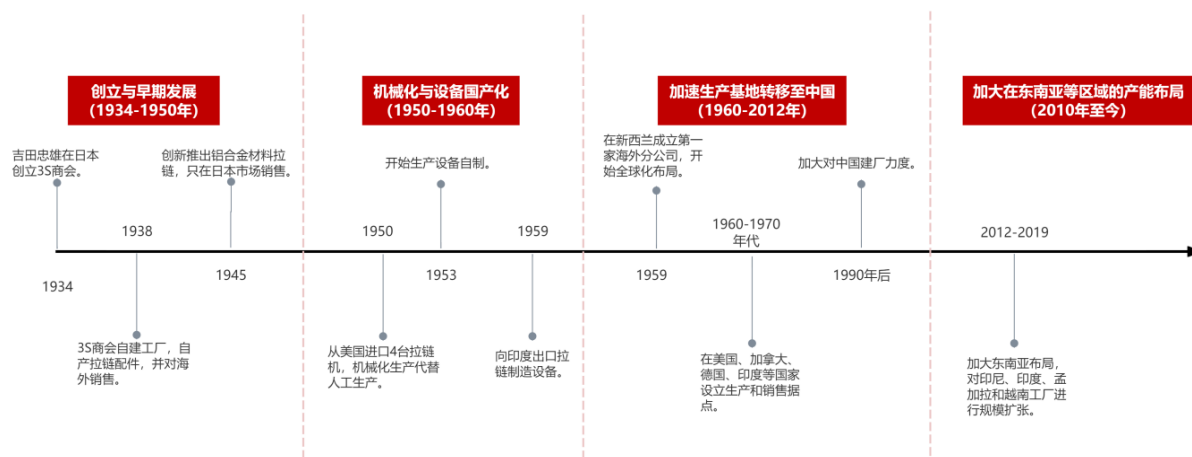
2) 机械化与设备国产化 (1950-1960 年): 1950 年，YKK 从美国进口 4 台自动链牙机，以机械化生产代替人工生产；1953 年，YKK 开始自制生产设备，1955 年，位于日本富山县黑部市的黑部工厂投产运营，1959 年，向印度出口拉链制造成套设备。此外，YKK 在这一时期实现了从原材料到设备再到制造的一体化布局。基于其机械化及一体化布局，YKK 生产效率得到了显著提升，并在 1955 年开始，日本本土市场占有率持续维持在 80% 及以上。

3) 加速生产基地转移至中国 (1960-2012 年): 1959 年，YKK 的第一个海外分公司在新西兰成立，标志着 YKK 开始其全球化布局；1960-1970 年代，YKK 陆续在多个国家设立生产和销售据点，包括美国、加拿大、德国、印度等国家。1990

年后，YKK 加大对中国建厂力度，包括上海、大连、深圳、苏州、无锡等地。

4) 加大在东南亚等区域的产能布局 (2012 年至今): 自 1992 年进驻中国以来，YKK 不断扩大市场，持续强化中国服务网络建设。2012-2019 年，YKK 对在印尼、印度、孟加拉和越南的工厂进行规模扩张，于 2019 年建成越南河南工厂，加大东南亚市场的布局。

图13: YKK 发展时间轴



资料来源: YKK 公司官网, 民生证券研究院绘制

YKK 的组织架构安排也对应每个阶段存在调整以满足业务的持续扩张。

1) 在 YKK 创立初期，以创始人主导，日本本土为中心 (1945-1950 年)。 公司组织架构相对简单，主要围绕拉链产品的研发、生产和销售，集中在日本国内。

2) 全球化扩展后的组织架构 (1950-1990 年)。 YKK 建立了地区管理层 (如北美、欧洲、亚太等)，每个地区的负责人汇报给总部；在多个国家设立分公司和生产基地，每个分支机构主要负责当地市场的生产、销售和售后服务；公司在全球不同地区设立研发中心，重点研发新型拉链产品和自动化生产设备；同时，生产部门则集中在劳动力成本较低的地区进行规模化生产。

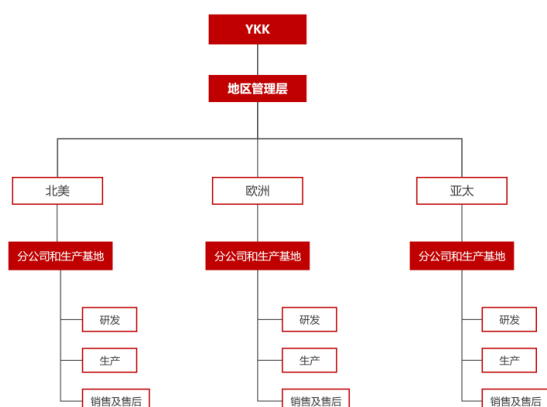
3) 多元化业务扩展后的组织架构 (2000-2010 年)。 公司根据业务类型划分为多个部门，包括拉链、建筑五金、服装辅料等。每个部门拥有独立的生产、研发和销售团队，即分为 YKK FP (链扣事业部) 和 YKK AP (建材事业部)。YKK 的生产与研发在全球范围内协调，形成分工协作。部分高端产品的研发和定制生产集中在日本和欧美市场，而大规模量产则依赖于亚洲的新兴市场，如中国、越南等。

4) 现代化与智能制造时代的组织架构调整 (2010-2021 年)。 增强地区中心的自主权，尤其在中国、印度等新兴市场，使其能够根据当地市场的需求，快速做出生产和营销决策，并设立专门部门推动自动化生产、数字化管理和数据分析应用，提升生产效率和供应链管理水平。

5) 推行扁平化的组织体制 (2021 年至今)。 2021 年 4 月在第 6 次中期事业

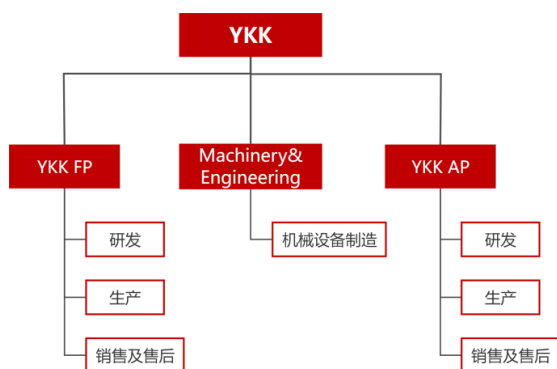
计划中提出，将工机技术总部分别整合到 YKK FP（链扣事业部）与 YKK AP（建材事业部）中，按营业、制造技术、管理等职能划分的组织架构，采取扁平化体制；2021 年度起，从 6 大地区（日本、中北美、南美、EMEA、中国、亚洲）变为 5 大地区（东亚、美洲、EMEA、ASAO、中国）的地区经营体制。2023 年起新设“事业战略本部”，同时将营业本部职能转移到越南。2024 年 4 月，新设“全球品牌战略推进办公室”并制定品牌出阿伯策略，成立“数字业务推进部”。

图14：全球化扩展后的组织架构



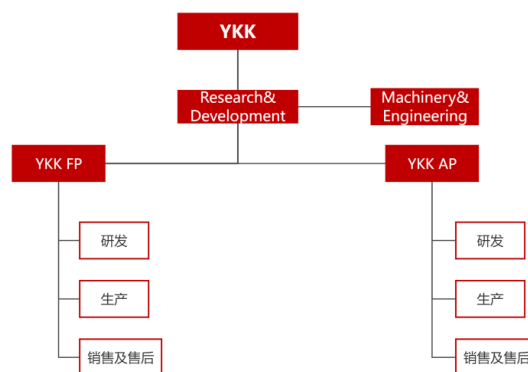
资料来源：YKK 公告，民生证券研究院绘制

图16：现代化与智能制造时代的组织架构



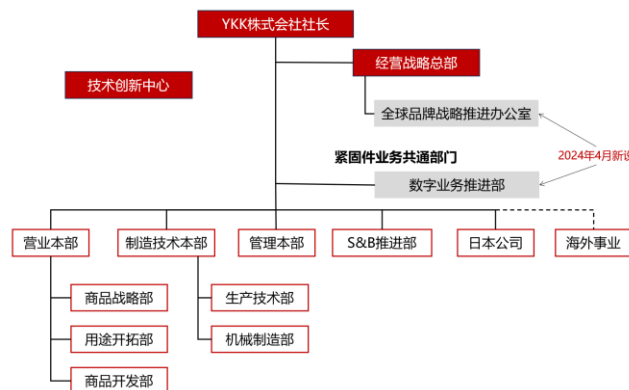
资料来源：YKK 公告，民生证券研究院绘制

图15：多元化业务扩展后的组织架构



资料来源：YKK 公告，民生证券研究院绘制

图17：扁平化的组织架构



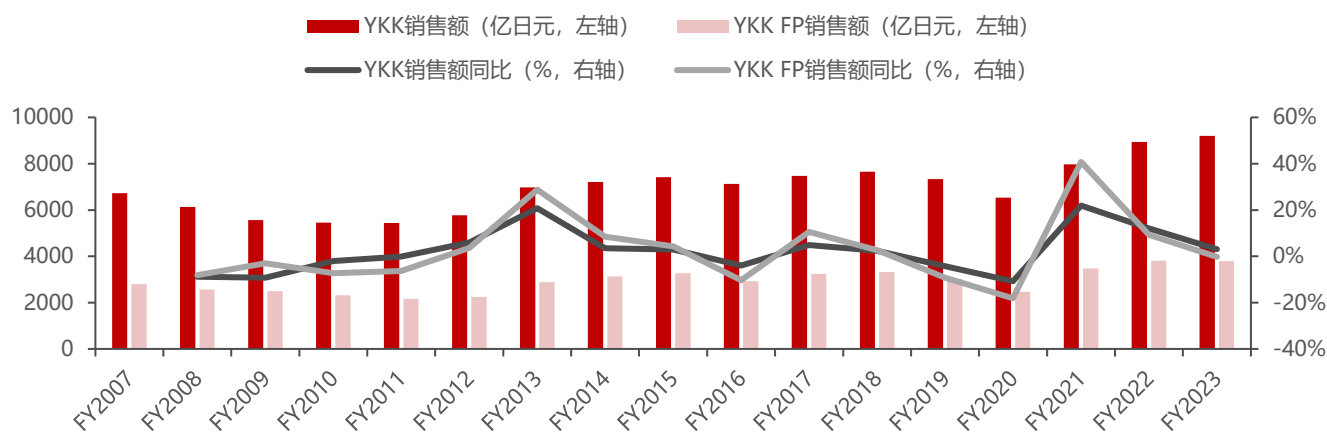
资料来源：YKK 公告，民生证券研究院绘制

2.2 YKK 拉链：产业链一体化趋势与全球化布局推动收入与利润上行

1) YKK FP 销售额变动：FY2007-FY2011，YKK FP 销售额逐年缩减，期间 CAGR 为-6.2%，主要系次贷危机下，欧美市场的消费需求衰退，及日元货币升值影响；自 2012 年起，开始对东南亚地区的布局与扩展，FY2012-FY2019，随全球化布局加速扩张步伐，销售额 CAGR 为 4.4%；FY2020，受公共卫生事件及中

国拉链厂商带来的竞争影响，YKK FP 销售额同比-18.1%，FY2021 及 FY2022 恢复稳定正增长，销售额分别同比+40.8%、+9.3%，受市场环境低迷影响，FY2023 销售额同比-0.3%至 3793 亿日元。

图18：FY2007-FY2023YKK 销售额、YKK FP 销售额及同比

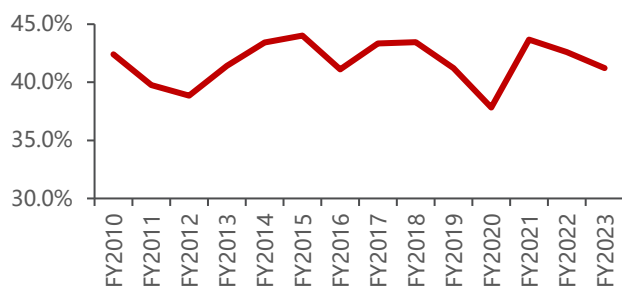


资料来源：YKK 公司公告，民生证券研究院

YKK 拉链业务收入持续增长，东南亚和中国市场为其主要的收入贡献地区。

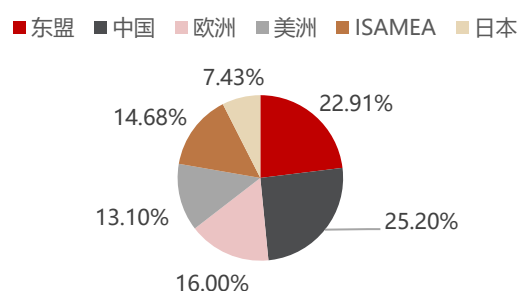
根据 YKK 公告，FY2010-FY2022，YKK 集团销售额及 YKK FP 销售额均呈波动上升趋势，FY2023，YKK 集团销售额达 9202.34 亿日元，YKK FP 销售额达 3793 亿日元。从占比来看，FY2010-FY2023，YKK FP 的销售额占比在 37%-45%之间。分区域看，YKK FP 在亚洲地域占比较高，FY2023，东盟（包括越南、马来西亚、菲律宾、泰国等）、中国、欧洲、美洲、ISAMEA（包括印度、南亚、中东和非洲地区）、日本的销售额占比为 22.91%、25.20%、16.00%、13.10%、14.68%、7.43%。

图19：FY2010-FY2023YKK FP 销售额占比



资料来源：YKK 公司公告，民生证券研究院

图20：FY2023 YKK FP 分地区销售额占比

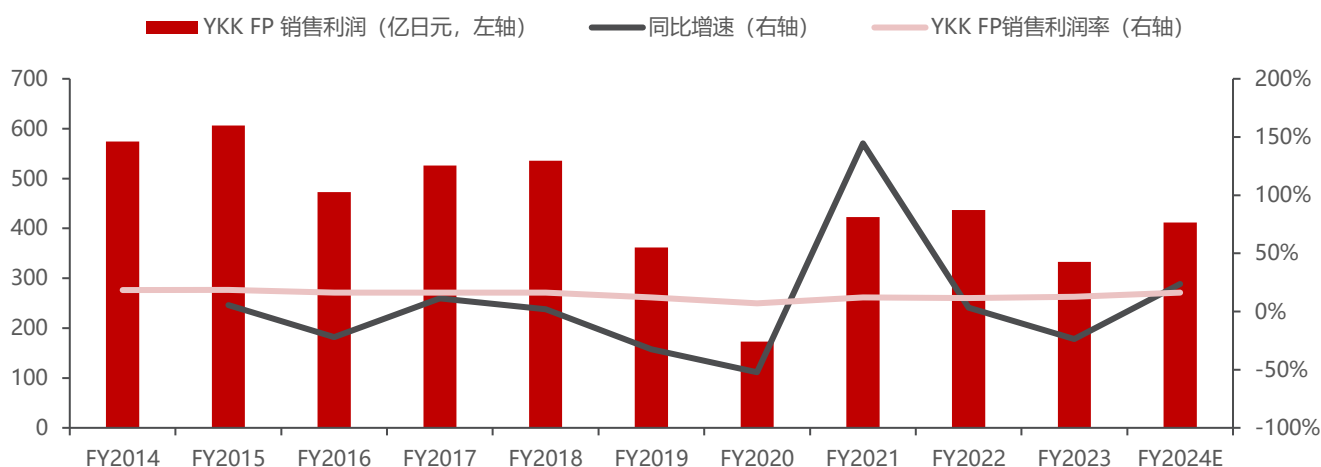


资料来源：YKK 公司公告，民生证券研究院

2.2.1 YKK 拉链：整体盈利能力有波动，人均创收能力优于同行

YKK FP 销售利润及销售利润率： FY2014-FY2018，YKK FP 的销售利润率呈下滑趋势，由 18.3% 降至 16.1%，但整体水平仍较稳定；FY2019 及 FY2020 销售利润率出现明显下滑，分别为 12.0% 及 7.0%，主要系全球服装市场表现疲软及受到公共卫生事件冲击，YKK 占据较高市场份额的中高端拉链市场等各个拉链品类均受较大影响，拖累利润率水平。FY2021-FY2023，YKK FP 销售利润率逐步修复，分别为 12.2%、11.5% 及 12.5%。

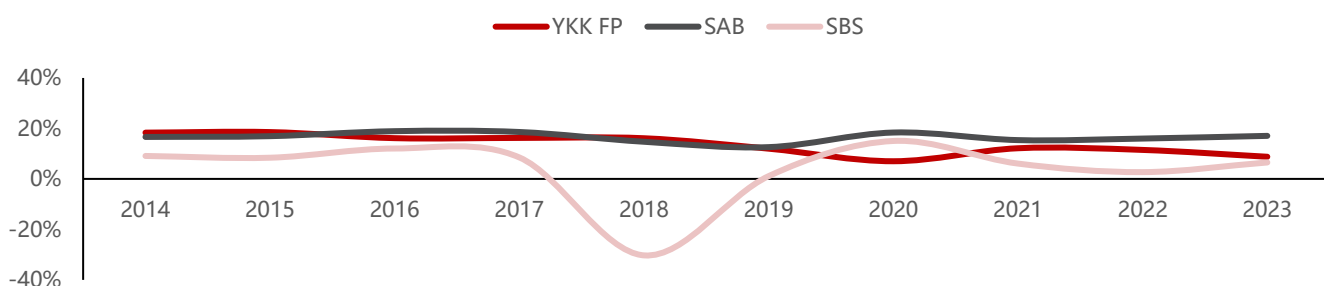
图21：FY2014-FY2024YKK FP 销售利润、同比增速及销售利润率



资料来源：YKK 公司公告，民生证券研究院；(FY2024 为 YKK 集团工作计划值)

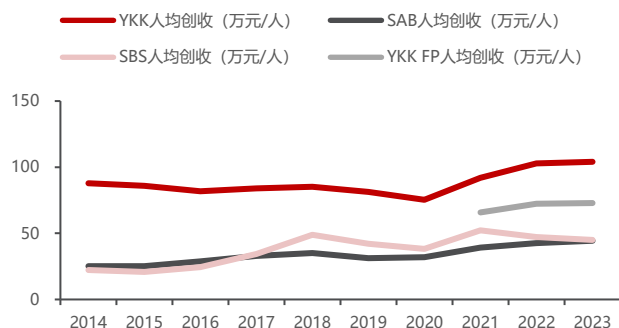
YKK 盈利能力较强，存在波动。从净利率看，FY2014-FY2023，YKK FP 的销售利润率由 18.3% 下降至 8.8%，FY2016 被 SAB 反超；从人均创收看，YKK 集团人均创收于 FY2022 突破 100 万元/人，FY2021-FY2023，YKK FP 人均创收由 65 万元/人增至 73 万元/人，领先于 SAB 与 SBS；从人均创利看，FY2014-FY2020，YKK 集团人均创利呈下降态势，FY2021-FY2023，其保持在 6 万元/人以上，YKK FP 人均创利能力更强，FY2021-FY2023 为 8.0、8.3 与 6.4 万元/人，FY2023，SAB 的人均创利能力为 7.6 万元/人，超过 YKK FP 的水平。

图22：2014-2023 年 YKK FP 销售利润率及 SAB、SBS 集团销售利润率对比



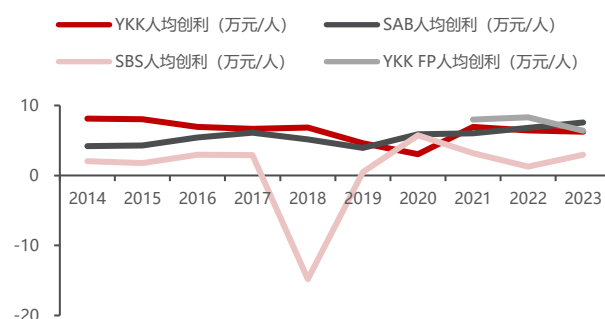
资料来源：各公司公告，民生证券研究院；(注：YKK 对应财年数据，1JPY=0.0513CNY，SAB、SBS 使用伟星股份、浔兴股份集团数据，销售利润率=利润总额/销售收入)

图23: 2014-2023 年人均创收对比 (万元/人)



资料来源: 各公司公告, 民生证券研究院; (注: YKK 为财年数据, 1JPY=0.0513CNY, SAB 与 SBS 均使用集团数据)

图24: 2014-2023 年人均创利对比 (万元/人)



资料来源: 各公司公告, 民生证券研究院; (注: YKK 为财年数据, 1JPY=0.0513CNY, SAB 与 SBS 均使用集团数据)

2.2.2 YKK 拉链: 产能逐年增加, 中国及东南亚为产能扩张主要区域

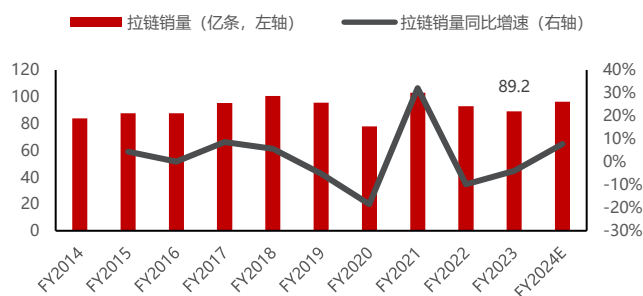
YKK 坚持全球扩张, 拉链产能持续增加。YKK 的拉链产量持续扩张, FY2023, YKK 拉链年产量超过 30 亿米, 销售量达到 89.2 亿条; 产能布局看, 截至 2024 年 3 月末, YKK FP 业务布局 70 个国家/地区、有 67 家公司, 员工为 26696 人。其中, 中国和东南亚为 YKK 产能布局扩张的主要地区; 北美和欧洲市场产能较小, 主要对接奢侈品类。

表3: YKK 在部分国家建厂时间

建立时间	国家	说明
1959 年	新西兰	首个海外基地
1964 年	荷兰	欧洲第一家子公司
1968 年	加拿大	-
1972 年	巴西	拓展农牧业
1974 年	美国	-
1992 年	中国	在上海成立内地第一家生产基地
1998 年	越南	2018 年建立第二家工厂

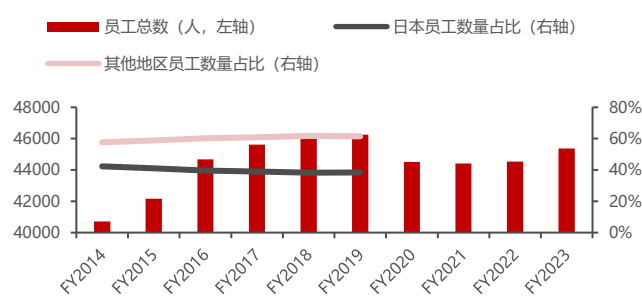
资料来源: YKK 官网, YKK 综合报告书, 民生证券研究院

图25: FY2014-FY2024E YKK 拉链销量及同比增速



资料来源: YKK 官网, 民生证券研究院

图26: FY2014-FY2023YKK 员工数量及分布



资料来源: YKK 官网, 民生证券研究院

2.2.3 YKK 拉链：产品持续创新，服务品牌多样化

YKK 拉链产品持续创新、类型众多，热门产品各具特色。公司在产品端持续性创新，当前产品整体均价落在 4~5 元/米，但不同类别的产品价位有一定差异。当前热门产品包括有：FLATKNIT®系列拉链灵活柔软，与轻薄的布料配合度高，可运用于户外及运动、休闲服饰等产品，如 THE NORTH FACE 的冲锋衣；AQUASEAL®系列拉链光滑有弹性，可用于军事、工业用品，以及海上运动服饰，具有防水性；NATULON® 化学回收拉链应用场景广泛，以可永久回收为特色；NATULON® SOFIX®织带扣牢固轻柔，可用于儿童及婴幼儿服饰。

图27：YKK 拉链的产品创新过程及产品的市场布局



资料来源：YKK 公司官网，民生证券研究院

3 YKK 何以成为全球拉链龙头？

3.1 市占率稳坐第一，全球龙头地位稳固

从拉链的终端应用场景看，主要为服装领域以及箱包领域，基于此，我们测算得到 2023 年全球拉链市场规模估计为 177.66 亿美元。

1、服饰中的拉链市场规模：据头豹研究院，从服装产品的生产成本拆解看，主要分面料成本（棉布、麻布、丝绸、皮革等），辅料成本（线、钮扣、拉链、花边等），包装成本（价线牌、合格证、纸箱、拎袋等）以及加工成本。在不同服装类型中，主料占比高（25%~60%），加工费因类型不同差别较大（占比 35%~70%），辅料占比稳定（占成本比重为 5.0%~12.0%）。因服饰辅料为零售额，考虑品牌销售的终端加价（服饰品牌毛利率普遍在 45%~65%，成衣厂的毛利率在 25%~35%，从品牌端到成衣厂传导到拉链厂的加价率在 1.8~2.2 倍），出于对市场规模测算的审慎考虑，假设从拉链厂到成衣销售的加价倍率为 2.2 倍，此外，假设拉链在服饰辅料中的占比为 50%，最终我们测算得到全球服饰拉链的市场规模；

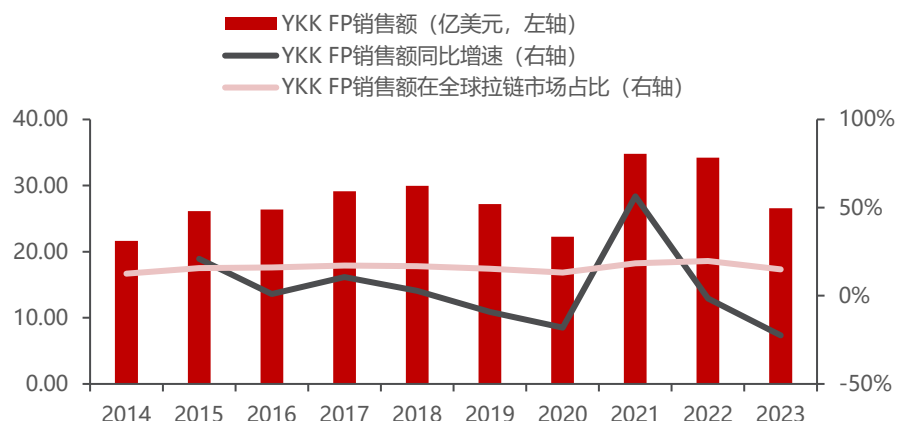
2、箱包中的拉链市场规模：根据欧睿数据可得全球箱包市场规模，箱包品牌毛利率约在 54%，则其成本在价值链中占比为 46%，假设 23%的成本占比为向箱包制造企业的采购成本；假设箱包制造企业的毛利率为 27%，而箱包制造企业的拉链采购金额/原材料成本的 6.3%，原材料占总成本的 65%，据此我们测算拉链在箱包成本中的占比为 0.9%，进而计算全球箱包拉链市场规模。

表4：全球拉链市场规模测算

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
全球服饰市场规模（亿美元）	13844.32	13075.98	12994.26	13550.98	14131.33	14101.47	11838.04	13880.79	13653.68	14334.47
全球服饰辅料市场规模（亿美元）	702.36	677.73	672.61	692.63	724.04	718.27	697.95	774.94	704.95	717.93
*假设拉链在服饰辅料中占比 50%，并除以 2.2 的加价比率（考虑从品牌端-成衣厂-拉链厂的传导），得到服饰拉链市场规模										
全球服饰拉链市场规模（亿美元）	159.63	154.03	152.87	157.42	164.55	163.24	158.63	176.12	160.22	163.17
全球箱包市场规模（亿美元）	1408.87	1360.89	1347.78	1425.37	1526.89	1551.79	1237.04	1462.43	1497.98	1610.89
*假设箱包采购成本为 23%，制造企业的拉链采购占总采购成本的 4.1%，测算拉链在箱包成本中占比 0.9%										
全球箱包拉链市场规模（亿美元）	12.68	12.25	12.13	12.83	13.74	13.97	11.13	13.16	13.48	14.50
*加总服饰拉链&箱包拉链市场规模										
全球拉链销售市场规模（亿美元）	172.31	166.28	165.00	170.24	178.30	177.21	169.76	189.29	173.70	177.66

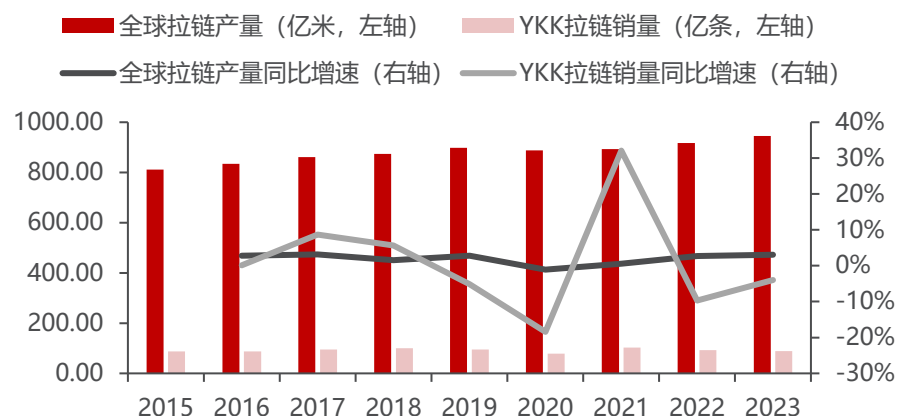
资料来源：欧睿数据，头豹研究院，民生证券研究院测算

从销售额角度看 YKK 在全球拉链市场份额：FY2014-FY2023，YKK FP 销售额由 3132 亿日元增至 3793 亿日元，期间 CAGR 为 2.3%；经我们测算，2014-2023 年，YKK FP 销售额占全球拉链总市场规模在 12%~20%的区间。

图28: YKK FP 在全球拉链市场份额


资料来源: YKK 公司官网, 欧睿数据, 民生证券研究院; (注: YKK 为财年数据, 汇率换算采用当年汇率)

从拉链销量视角看 YKK 的市场份额: 除 2020 年外, 全球拉链产量整体保持 0%~5% 的逐年稳定增幅, 从 2015 年的 811.7 亿米增至 2023 年的 945.1 亿米, CAGR 为 1.9%; YKK 拉链销量从 FY2015 的 87.6 亿条增至 FY2023 的 89.2 亿条, 期间 CAGR 为 0.2%, 按照 YKK 拉链年产能 30 亿米, 年销量约 90 亿条, YKK 拉链单条平均长度在 0.3~0.4 米, 据我们推算, 2015-2023 年, YKK 拉链年销量在全球拉链产量占比 4% 左右。

图29: 全球拉链产量及 YKK 销量


资料来源: YKK 公司官网, 智研咨询, 民生证券研究院; (其中: YKK 为财年数据)

对比 YKK 销售额及销量在全球拉链市场的市占率, 按销售额计算的市占率优于按销量计算的市场份额, 也说明了 YKK 更多在于高价值的拉链市场抢占份额。接下来, 我们通过三个部分进一步分析 YKK 的核心竞争力 (YKK 在日本本土快速崛起的原因阐述)、YKK 在中国内地市场的份额变动 (SAB、SBS 如何在 2020 年后抢占更多市场份额)、以及孟加拉&越南等东南亚国家的布局 (先发布局优势, 在产业链转移大背景下, 未来的发展机遇及竞争格局研判)。

3.2 产品力+品牌力，助力早期脱颖而出

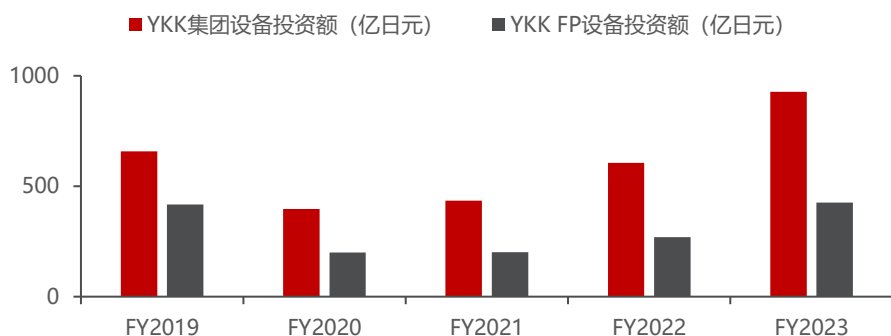
打败美国拉链制造商 Talon，成为全球拉链制造冠军。1960 年左右，当时美国拉链制造商 Talon 在行业内占据主要份额，但存在生产效率较低及产品价格过高，忽略拉链在手袋、箱包等潜在领域的应用，产品缺少创新性等问题；与此同时，日本拉链厂商 YKK 高度重视在机器设备方面的投入，并持续投入精力于产品创新，因此其产品质量、生产效率及产品价格有了很大程度的优化，随着全球战略布局的前瞻性布局，1960 年，YKK 高质量且低价格的产品进入了美国市场；1969 年，人类首次登陆月球，宇航员身穿的宇航服的拉链使用的为 YKK 拉链，也是证明其质量过硬，在拉链行业领先，成为 YKK 超越美国拉链制造商的标志性事件，逐步奠定了 YKK 在全球拉链行业的龙头地位；1972 年，第一个美国工厂建立，YKK 在美国市场的份额逐步提升。

我们认为 YKK 成长为行业龙头，主要系：1) 其在设备制造、产品创新、技术进步、产业链一体化的建设等方面的持续投入，拉链相关的专利数量不断增加，将专利技术转化为产品的能力十分突出，带动 YKK 产品力+品牌力增强；2) 精准抓住机遇，进行全球化的战略布局。通过全球化的生产及销售子公司的布局，在全球的客户资源丰富、粘性较高，具备较强的规模优势，都成为其地位愈加稳固的原因。

3.2.1 技术迭代&产品创新能力强，产业一体化优势明显，技术认可度高

及时投入设备建设，提升生产效率，实现降本增效。1948 年，吉田向银行借贷 1200 万日元（进口一台美国的链牙机需要 4 万美元的高价），从美国进口 4 台全自动链牙机并投入生产。1950 年，4 台全自动链牙机正式投入生产，机器性能精良、运转迅速，可以生产出物美价廉的优质拉链，而吉田进一步思考生产与研发更好的国产设备，YKK 与日立精机合作，3 年后其交付了 100 台拉链机，其中的三三型拉链机，每 12 分钟的生产量达到旧机器 8 小时的工作量，进一步实现了设备的国产替代，也助推 YKK 收入规模扩大。FY2023，YKK 集团设备投资额达 927 亿日元，YKK FP 设备投资额达 426 亿日元。

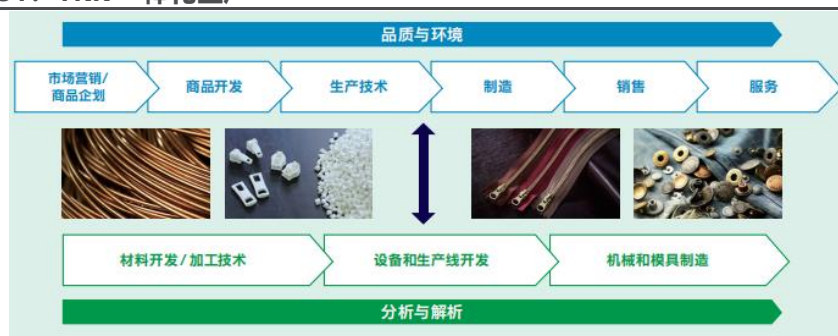
图30：YKK 集团及 YKK FP 设备投资额（亿日元）



资料来源：YKK 公司公告，民生证券研究院

2) 实现从原料到产品销售的一体化，节约成本，保证产品质量。YKK 拥有自设的铝合金厂、纺织厂，用以生产拉链所需要的各个零件，从原料到生产实现了自给自足，具备自己的产品研发和设备研发团队，产品和设备生产工厂，保证核心技术壁垒的持续性。YKK 实现了从材料到生产设备、产品皆由公司自主开发和生产的“一体化生产”，从金属、纤维、树脂等材料开发的关键技术，到环保型回收利用技术，甚至是物流、销售及制造系统的构建，YKK 建立起完整的流程，可以在世界各地稳定供应。

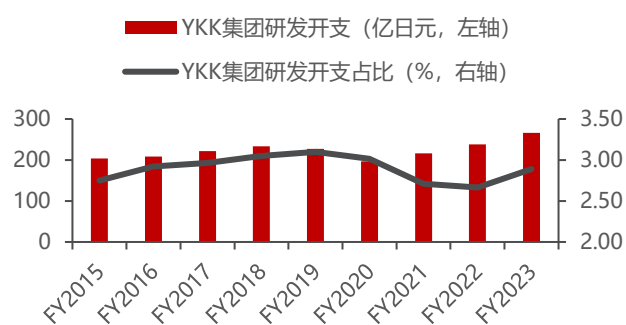
图31：YKK 一体化生产



资料来源：YKK 公司公告，民生证券研究院

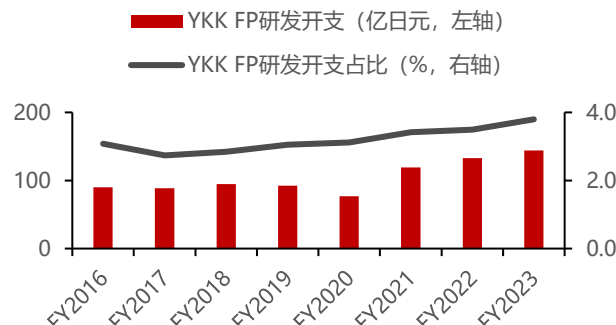
3) 持续性研发投入，为其拉链产品创新持续赋能。截至 2024 年 3 月末，共 177 个国家或地区注册“YKK”商标，YKK 的发明专利、实用新型、外观设计专利（包括申请中）达 5859 件，其拉链等商标注册（包括申请中）达 4780 件。

图32：YKK 集团研发开支及占收入比重



资料来源：YKK 公司公告，民生证券研究院

图33：YKK FP 研发开支及占收入比重



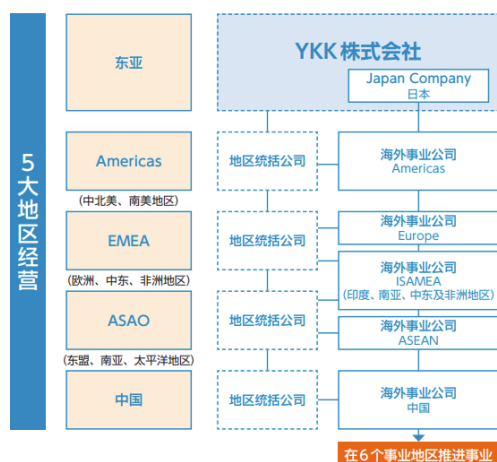
资料来源：YKK 公司公告，民生证券研究院

3.2.2 全球化生产研发及销售网络布局，把握当地市场红利

较早期的全球化布局，把握当地市场红利，成为各市场的龙头。1954 年开始，吉田忠雄便开始对各国进行考察，他的发展海外业务的布局定位为：在当地建立生产工厂，应用当地廉价劳动力，就地销售商品。在目标市场的选择上，先是美国、西欧、东南亚，接着是印度、印尼、新西兰，YKK 拉链生产工厂逐步扩展到世界各地。1) 发展机遇：全球化的发展策略巧妙避开了日本与西欧和北美贸易大战，YKK

拉链工厂因为建设在外国，不仅降低成本，而且避开了关税壁垒，且不影响 YKK 拉链在当地市场的销售。2) 快速崛起：到 20 世纪 70 年代，YKK 的市场份额达到日本拉链市场的 90%，全球拉链市场的 35%，占据美国市场 45% 的市场份额；自 1959 年 YKK 首次进军印度及新西兰市场。

图34：YKK 地区经营分布



资料来源：YKK 公司官网，民生证券研究院

图35：YKK 根据事业地区分类的商品开发方针



资料来源：YKK 公司官网，民生证券研究院

3.2.3 建立品牌属性，强化消费者认知

YKK 通过贴标方式，建立品牌属性，强化消费者认知，从 C 端提升客户认可度。在很多名牌服饰、奢侈品包的拉链上，很多会印有 YKK 的字样，说明 YKK 足够优秀的品质为服饰及箱包品牌“锦上添花”，也成为品牌一个好的卖点及品质的象征，进一步认证 YKK 的品牌影响力获得较多服饰、箱包品牌及终端消费者认可，通过这种举措 YKK 建立了一定的消费者品牌认知，在其所定位的中高端市场中地位稳固，且通过 To C 端的认可，进一步传导至 To B 端的品牌客户认可度加强。

图36：YKK 在服装品牌上的应用



资料来源：南极人微信公众号，民生证券研究院

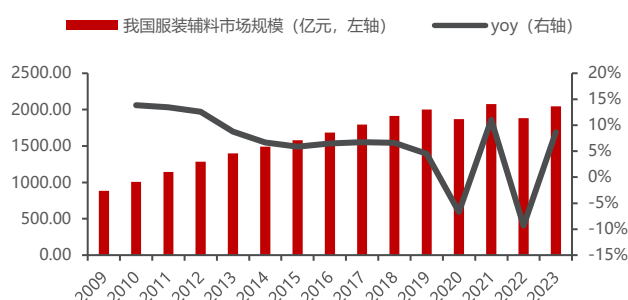
4 聚焦中国拉链市场，YKK 强势地位有所撼动

4.1 中高端辅料市场占比提升，YKK 主导中国市场

2009-2023 年，我国服装辅料市场规模 CAGR 为 6.2%，中高端份额提升。

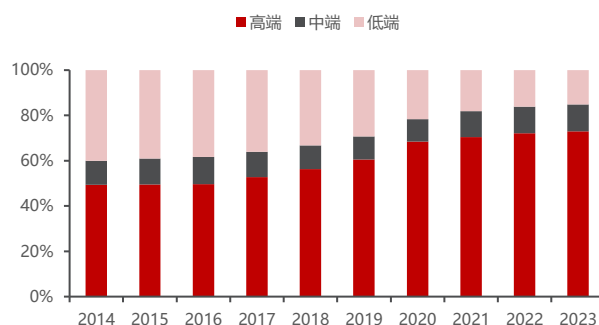
2009-2023 年，我国服装辅料市场规模由 884 亿元增至 2043 亿元，期间 CAGR 为 6.2%，且从我国服装辅料市场价值分布看，中高端服装辅料市占率由 2014 年的 60.0% 增至 2023 年的 84.9%，中高端产品的市占率稳步上行，贡献主要增量。

图37：我国服装辅料市场规模及增速



资料来源：欧睿，民生证券研究院

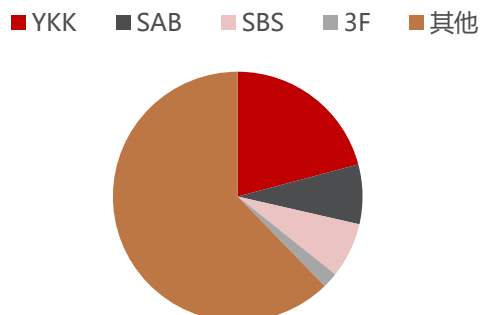
图38：我国服装辅料市场价值分布



资料来源：欧睿，民生证券研究院

YKK 占据中国内地中高端拉链市场主要份额，SAB 与 SBS 紧随其后。据欧睿数据，2022 年，中国内地中高端拉链市场规模约 35 亿美元，约为中国内地整体拉链市场规模的一半，其中，日本企业 YKK 占据主要市场份额，其次为 SAB、SBS、3F 及其他品牌。YKK 凭借良好的质量在中高端拉链市场具备显著优势，其以金属拉链为主，拉链平均单价在 4-5 元/米，价格比其他品牌更高，在中国内地中高端拉链市场份额超 20%，领先于其他企业；SAB 与 SBS 在中国内地中高端拉链市场份额不足 10%。

图39：2022 年中国内地中高端拉链市场竞争格局



资料来源：福兴拉链招股书，欧睿，民生证券研究院；(销售额为中国内地拉链销售额，不含海外市场)

4.2 国内企业快速崛起，撼动 YKK 中国拉链市场地位

根据我们的测算，2020 年后，在中国中高端拉链市场，YKK 份额存在一定程度下滑，而 SAB 拉链销量整体提升。

➤ YKK 拉链在中国中高端拉链市场份额测算

核心假设：

1) YKK FP 销售额占比： FY2020，YKK FP 中国销售额为 764 亿日元，YKK 集团中国销售额为 861 亿日元，销售额占比为 88.7%，YKK 集团中国区收入主要由 YKK FP 贡献，假设 YKK FP 在中国销售额占比稳定，其余年份在中国市场 YKK FP 的销售额为总销售额的 88.7%；

2) 中国中高端拉链市场份额： 据欧睿数据，2022 年，中国中高端拉链市场规模约 35 亿美元，占拉链总市场规模的 49.1%，中国内地服装辅料市场呈中高端发展趋势，因此根据中高端服装辅料市场规模占比预测中高端拉链市场规模占比；

基于以上假设，2016-2023 年，YKK 拉链业务在中国中高端拉链市场的份额先增后减，尤其在 2020 年缩减明显。我们认为，主要与公共卫生事件后品牌方出于成本控制等原因，倾向于选择更多辅料供应商，且快时尚品牌对小单快反有更多需求，拥有更快反应能力以及服务能力的 SAB 等国内厂商获得更多份额。

表5：YKK 拉链在中国内地中高端拉链市场份额测算

	2016	2017	2018	2020	2021	2022	2023
YKK FP 中国销售额 (亿日元)	844	902	910	764	911	859	956
中国拉链市场规模 (亿美元)	63.71	63.57	61.80	56.86	71.15	71.36	73.47
中高端拉链市场规模占比	36.1%	37.4%	39.1%	45.8%	47.9%	49.1%	49.6%
中高端服装辅料市场规模占比	61.7%	64.0%	66.8%	78.3%	81.9%	83.9%	84.9%
中国中高端拉链市场规模 (亿美元)	22.98	23.79	24.13	26.03	34.07	35.00	36.47
YKK 拉链在中国内地中高端拉链市场份额	33.0%	34.1%	34.0%	26.4%	26.7%	22.1%	18.4%

资料来源：YKK 官网，欧睿数据，华经产业研究院；（注：YKK 数据为财年，FY2016-FY2018 为预测值，汇率采用当年汇率换算）

1) 总产能对比： 2023 年，YKK 拉链年产能超过 30 亿米；伟星股份 (SAB) 拥有拉链 8.5 亿米的生产能力；浔兴股份 (SBS) 拥有码装拉链 11.02 亿码、条装拉链 28.26 亿条的自有产能。**2) 总销量对比：** 2023 年，YKK 拉链总销量为 89.2 亿条，同比-4.0%，2014-2023 年 CAGR 为 0.7%；伟星股份 (SAB) 拉链总销量由 2014 年 2.86 亿米增至 2023 年的 5.01 亿米，CAGR 达 6.4%；2014-2023 年，浔兴股份 SBS 码装拉链及条装拉链总销量 CAGR 分别为-0.3%及 3.2%，在 2023 年分别达 4.71 亿码及 14.34 亿条。

表6: YKK、SAB、SBS 拉链总销量

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
YKK 拉链总销量 (亿条)	83.9	87.6	87.7	95.3	100.7	95.5	77.9	102.9	92.9	89.2
YoY	-	4.4%	0.1%	8.7%	5.7%	-5.2%	-18.4%	32.1%	-9.7%	-4.0%
SAB 拉链总销量 (亿米)	2.86	2.95	3.52	3.60	3.63	3.82	3.64	4.64	4.74	5.01
YoY	-	3.4%	19.2%	2.3%	0.8%	5.2%	-4.7%	27.4%	2.2%	5.7%
SBS 码装拉链总销量 (亿码)	4.85	4.06	4.22	5.08	4.72	4.63	3.89	5.14	5.15	4.71
YoY	-	-16.2%	4.0%	20.3%	-7.1%	-2.0%	-16.0%	32.4%	0.2%	-8.7%
SBS 条装拉链总销量 (亿条)	10.76	10.68	12.98	14.62	14.62	13.74	11.54	14.29	12.96	14.34
YoY	-	-0.8%	21.6%	12.6%	0.0%	-6.0%	-16.0%	23.8%	-9.3%	10.7%

资料来源: iFinD, YKK 公司官网, 浔兴股份、伟星股份公司公告; (注: YKK 为财政年度, SAB 与 SBS 为会计年度)

日本 YKK 凭借品牌知名度高、销售能力强、产品质量稳定等优势, 在国内高端拉链市场占优, 但国内以 SAB 及 SBS 为代表的品牌在中端市场, 凭借产品价格优势、交货期短、客户个性化服务质量高等方面具备相对优势。

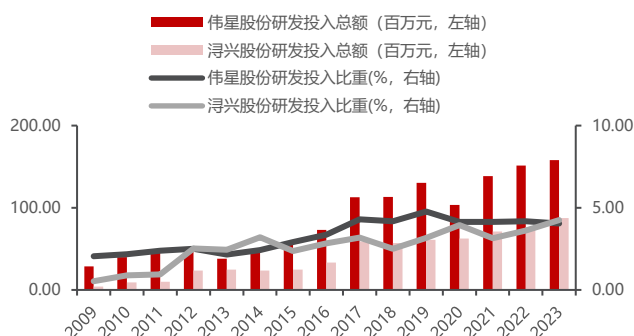
4.3 YKK 为何出现中国市场份额下滑?

1) 2020 年公共卫生事件发生导致越南区域生产受限制以及 2022 年 4 月 YKK 深圳工厂发生火灾及 2022 年 4-5 月的上海工厂停工影响下, 很多品牌订单转向到国内厂商, 与此同时, 国内厂商一直加强技术开发、提升产品质量, 以更具性价比优势的产品抢占部分 YKK 厂商在国内的订单份额, 且保持了订单稳定性。

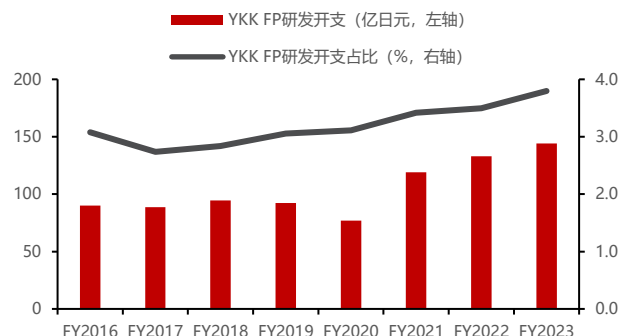
国内厂商持续强化数字化、智能化系统, 研发投入稳步提升。

比较 YKK FP 与伟星股份 SAB 及浔兴股份 SBS 的研发投入及占收入的比重:

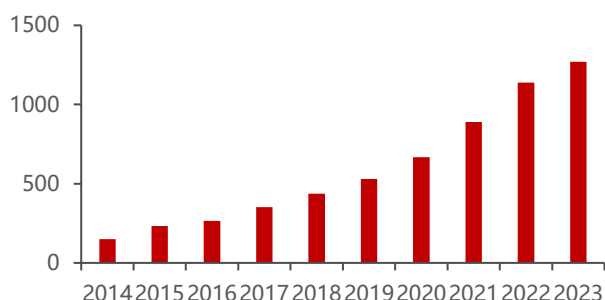
从 2009-2023 年, 伟星股份及浔兴股份的研发投入整体维持稳定增长态势, 其研发投入占营收比重不断增长, 2017 年后, 伟星股份研发投入比重维持在 4% 以上, 2019 年后, 浔兴股份的研发投入比重维持在 3% 以上。YKK FP 的研发投入比重自 FY2017 至 FY2023 稳中有升, 由 2.74% 提至 3.80%。伟星股份专利数量由 2014 年的 149 项增至 2023 年的 1270 项, 每年维持 6000 多个新产品开发数量。

图40: 伟星股份、浔兴股份研发投入及比重


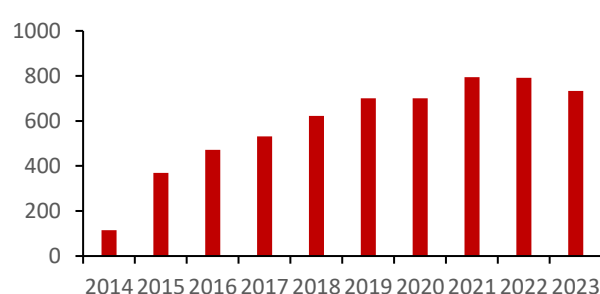
资料来源: ifind, 伟星股份、浔兴股份公司公告, 民生证券研究院

图41: YKK FP 研发开支及比重


资料来源: YKK 公司公告, 民生证券研究院;

图42：伟星股份逐年专利数量（项）


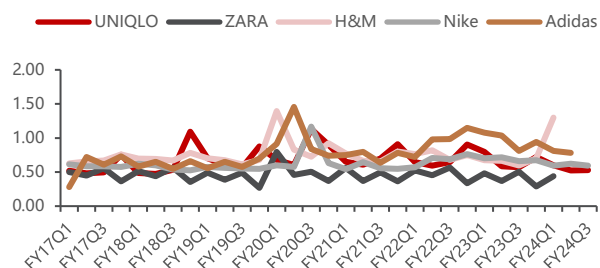
资料来源：伟星股份公司公告，民生证券研究院

图43：浔兴股份逐年专利数量（项）


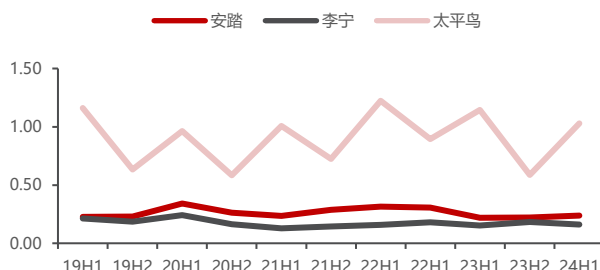
资料来源：浔兴股份公司公告，民生证券研究院

2) 公共卫生事件之后，辅料行业也发生新常态的变化，带给辅料行业参与者新的机遇与挑战，随品牌方降本增效、提高毛利压力变大，及保持较低的库存水平，在满足品质的基础上，品牌对于供应商的价格竞争力与交期提出更严格的要求。

品牌方控制库销比在合理水位，对供应商提出小批量、多批次订单的需求，供应商快速反应能力重要性提升。1) 库销比：以期末库存/当期销售额计算国内及海外品牌的库销比，FY17Q1-FY24Q3，以 UNIQLO、ZARA、H&M 等为代表的国际品牌库销比在 0.50~1.50 之间；19H1-24H1，以安踏、李宁、太平鸟为代表的国内品牌的库销比在 0.20~1.20 之间，控制库存水平成为品牌方的重要议题。2) 订单交期：以 ZARA 为例，其采用小批量快反模式，每单生产约 500 件，然后投放实体店进行测试，更好适应市场变化，采用灵活的采购策略，将采购与生产分离，初期生产量预计占总销量的 20%，之后依据网点情况下订单，减少库存积压风险，将设计、生产、运输、上架的时间控制在 2 周左右，而 UNIQLO 将产品从设计到交货的生产周期缩短到 13 天左右，对服饰辅料供应商的快速反应能力和订单交期提出了更高要求，也对供应商的反应速度要求加强。

图44：海外品牌库销比


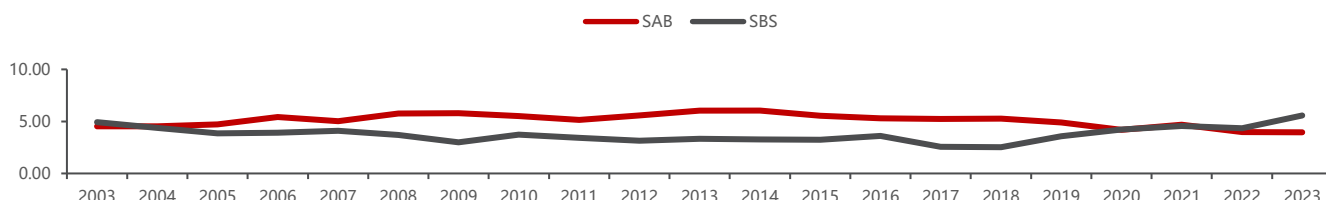
资料来源：各公司官网，民生证券研究院；（注：库销比采用季末库存/当季销售额计算）

图45：国内品牌库销比


资料来源：各公司官网，iFinD，民生证券研究院；（注：库销比采用期末库存/当期销售额计算）

国内企业 SAB、SBS 在产品力有保障的情况下，同时能够满足下游客户的交期需求。浔兴股份从取得客户订单到交货需要约 7-10 天，而 YKK 约为 15 天，伟星股份的订单周期较短，一般以 3-15 天为一个周期。

图46: SBS 及 SAB 存货周转率



资料来源: ifind, 民生证券研究院

持续生产设备投入及智能化工厂建设。

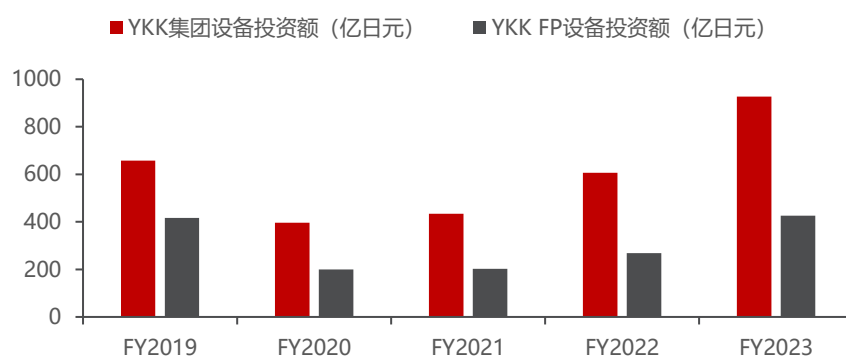
伟星股份现有的生产设备主要从国内的设备厂商采购，并根据实际生产需要进行针对性的订制、改造与升级，过去 10 年间，伟星股份在机器设备上持续呈现高投入，尤其在 2017 年后国内产能技改、数字化投入以及海外产能投放，公司机器设备扩张显著增加。此外，伟星股份智能制造对公司降本增效效果显著，在生产方面，运用 AI 智能检验系统有效提升生产效率和产品品质的稳定性；在流程方面，借助信息化管理工具，便利“客户-工厂”的信息传递；在成本方面，通过智能制造的改进，对产品余数把控更为精准，达到节约生产成本效果。

表7: 伟星股份及浔兴股份机器设备投入 (百万元)

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
伟星股份	111.58	116.12	160.16	371.99	284.82	292.34	226.13	286.74	703.50	591.03
浔兴股份	3.57	5.12	15.07	12.72	11.93	11.15	4.65	5.81	5.37	10.68

资料来源: 伟星股份、浔兴股份公司公告, 民生证券研究院; (其中: 伟星股份 2014-2021 年使用购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金, 2022-2023 年使用购建厂房、设备等长期支出)

图47: YKK 集团及 YKK FP 事业部设备投入 (亿日元)

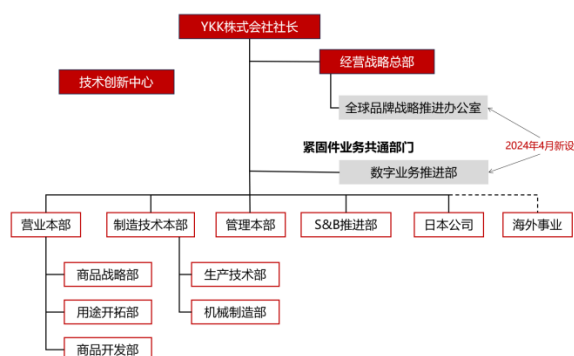


资料来源: YKK 公司公告, 民生证券研究院

➤ 国内企业组织架构更扁平化，有助于加速决策及生产周期。

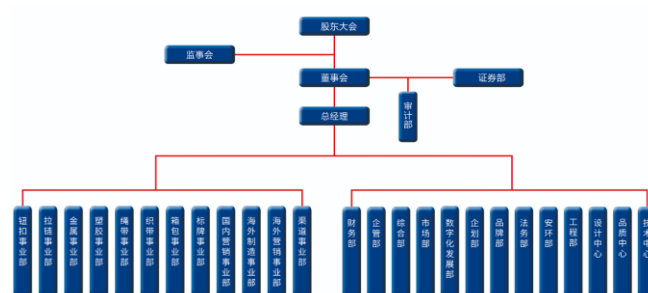
组织架构层级繁杂致使 YKK 决策和生产周期更长，相比之下国内企业组织架构更为扁平高效。YKK 的组织架构较为复杂，包含多个管理层级和部门，如事业战略本部、技术革新中心和全球市场营销小组，这导致其决策周期和生产周期较长。全球业务的广泛覆盖和对技术创新的重视也增加了协调和开发复杂性。相比之下，伟星股份的组织架构更扁平化，采用事业部制，如拉链事业部和钮扣事业部，这有助于快速响应市场变化，从而拥有更短的决策和生产周期。

图48：YKK 执行体制



资料来源：YKK 公司官网，民生证券研究院绘制

图49：伟星股份组织架构



资料来源：伟星股份公司公告，民生证券研究院

5 如何看待未来拉链市场的发展机遇？

5.1 把握产业链转移趋势，东南亚拉链市场空间可观

当前东南亚市场为纺服制造转移的主要市场，也为辅料加工企业的布局之处。随着人力成本逐渐上升，纺织制造等劳动密集型产业逐步向人力成本更低的东南亚、南亚地区转移，其中越南、印尼、缅甸、孟加拉及印度等国家为主要承接区域，众多国际知名服装品牌纷纷在此建立生产基地，如 Nike 将大部分运动鞋及服装生产任务委托越南工厂，Adidas 也在越南布局较多运动装备生产基地，ZARA、UNIQLO 等与越南当地供应商展开合作。随着各品牌服饰的制造基地布局，也驱动辅料工厂逐步转移至东南亚建厂，越南等东南亚市场纺服加工市场快速崛起，但相关配套的产业链尚未完善。2023 年，越南的拉链进口额达 4.49 亿美元，占全球拉链进口总额的 16.1%，占比同比+2 pct；孟加拉国为全球第二大拉链进口国，2023 年进口额达 1.88 亿美元，说明越南等东南亚地区的拉链产品需求较旺盛，供应存在较大缺口。

表8：纺服公司/品牌在东南亚布局时间

公司	品牌	进入东南亚时间
佐丹奴国际	Giordano、Giadano Junior、Giordano Ladies、BSX	1985 年
NIKE	NIKE、Converse	1990 年
Adidas	Adidas	1994 年
Inditex	Zara、Pull&Bear、Massion Dutti、Bershka、Stradivarius、Oysho	2002 年
Fast retailing	UNIQLO、GU	2009 年

资料来源：亚洲时尚展 AsiaFashionShow，民生证券研究院

东南亚服饰拉链市场规模测算：

核心假设：

- 1) 东南亚市场成衣制造产业逐渐发展成熟，占据较大部分的出口份额，因此在统计东南亚的服饰市场规模时，采用东南亚本土服饰市场规模与服饰出口额之和；
- 2) 用东南亚服饰市场规模在全球服饰市场规模占比测算东南亚服饰拉链市场规模占全球服饰拉链市场规模比重，进而测算东南亚服饰拉链市场规模。

因此，经我们测算，2014-2023 年，东南亚服饰拉链市场规模由 9.45 亿美元增至 15.66 亿美元，期间 CAGR 为 5.8%。

表9：东南亚服饰拉链市场规模测算

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
东南亚本土及出口服饰市场规模（亿美元）	819.95	868.28	915.02	969.10	1085.58	1140.52	960.00	1094.95	1295.08	1359.66
东南亚服饰市场规模占比	5.9%	6.6%	7.0%	7.2%	7.7%	8.1%	8.1%	7.9%	9.5%	9.6%
全球服饰市场规模（亿美元）	13844.32	13075.98	12994.26	13550.98	14131.33	14101.47	11838.04	13880.79	13653.68	14334.47
全球服饰拉链市场规模（亿美元）	159.63	154.03	152.87	157.42	164.55	163.24	158.63	176.12	160.22	163.17
东南亚服饰拉链市场规模占比	5.9%	6.6%	7.0%	7.2%	7.7%	8.1%	8.1%	7.9%	9.5%	9.6%
东南亚服饰拉链市场规模（亿美元）	9.45	10.23	10.76	11.26	12.64	13.20	12.86	13.89	15.20	15.66

资料来源：欧睿数据，WTO，民生证券研究院测算；（其中，全球服饰拉链市场规模为测算值，2023 年东南亚服饰市场规模占比为预测值）

5.2 东南亚拉链市场竞争格局：YKK 一家独大，国内厂商

未来可期

东南亚地区拉链市场的拉链品牌布局较少。YKK 为代表的国际知名拉链制造商占据主要份额，越南及孟加拉等地区也有一些总体规模偏小的拉链供应商。其中，YKK 率先布局越南（3 厂）、孟加拉（2 厂）、印尼工厂（5 厂），并不断扩大规模及新建工厂；SAB 积极布局东南亚市场，2016 年起建设孟加拉项目（共 3 期），依托孟加拉库米拉工业园高效服务东南亚服装加工市场，加速推进国际化，越南工厂建设稳步推进；华圣达 HSD 于 2014 年扩大产能规模，在柬埔寨建立中国第一家海外拉链工厂，于 2014 年 9 月正式启动。

表10：东南亚市场拉链品牌布局

公司	服务品牌	建厂时间
YKK	Adidas、Nike、UNIQLO、COACH、LV 等	1998 年越南工厂，2012 年孟加拉工厂，2013 年越南二厂，2015 年印尼第 5 座工厂，2016 年越南工厂规模扩张，2017 年孟加拉扩张 2 厂&印度工厂规模扩张，2019 年越南河南工厂完工
SAB	Adidas、Nike、迪卡侬、优衣库、ZARA 等	2016 年开始建设孟加拉项目，推进国际化布局，共三期项目；越南服装辅料生产项目已于 2024 年 3 月 20 日建成投产，当前理论产能预计为年产拉链 1.5 亿条、金属扣 5 亿套
SBS	Adidas、雅戈尔、太平鸟、李宁等	2024 年 4 月 23 日，SBS 拉链正式入驻孟加拉，预计 2025 年底正式投产
HSD		2014 年 9 月，柬埔寨拉链工厂启动

资料来源：各公司官网，民生证券研究院

YKK 率先在越南市场布局，具备较强先发优势，FY2023，YKK FP 在东南亚地区销售额为 869 亿日元，约占东南亚地区服饰拉链销售额比重为 34.2%。YKK 自 1998 年以来一直在越南开展业务，第一家工厂位于安美德工业园区（同奈）；2018 年，YKK 建立了第二家工厂，以增强对时尚行业合作伙伴的服务能力。目前，大多数的优衣库品牌使用 YKK 拉链，Nike 和 Adidas 的使用量占比 70%-80%。FY2023，YKK FP 在东南亚地区销售额为 869 亿日元，约占东南亚地区服饰拉链销售额比重为 34.2%。此外，YKK 还在 2023 年度新设立“事业战略本部”，下设

“事业企划室”和“全球市场营销小组（GMG）”，将营业本部重组为专攻营业各个功能战略的组织，功能转移到越南。

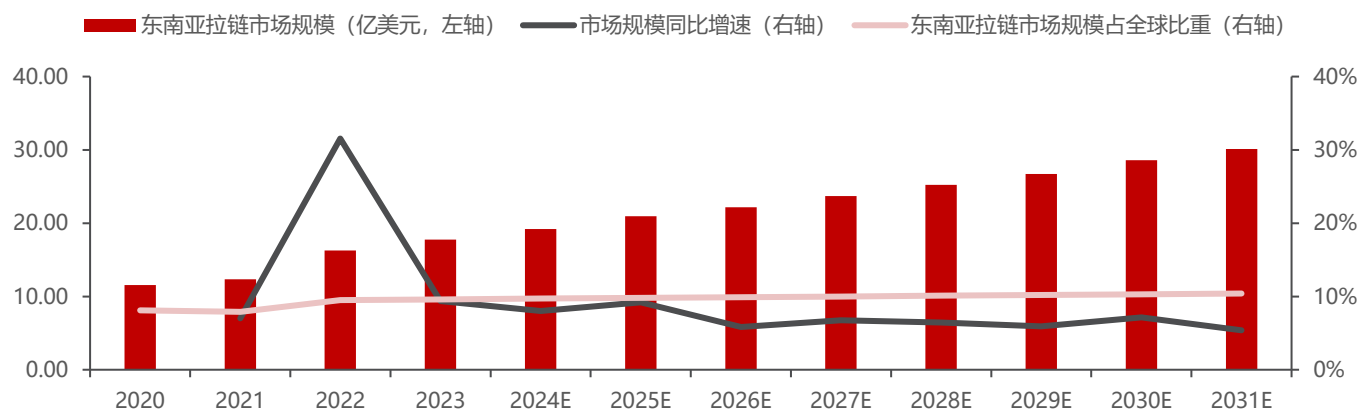
表11：YKK 集团及 YKK FP 的销售额分布

YKK FP 销售额（亿日元）	东盟/亚洲（不含中国及日本）	中国	日本
FY2020	996	764	3741
FY2021	826	911	272
FY2022	966	859	286
FY2023	869	956	282
集团销售额（亿日元）	亚洲（不含中国及日本）	中国	日本
FY2016	1173	951	3904
FY2017	1277	1016	3974
FY2018	1301	1026	4080
FY2019	1252	861	4033

资料来源：YKK 公司公告，民生证券研究院；（注：FY2020，YKK FP 为亚洲地区；FY2021-2023 为东盟地区，其中，YKK 集团统计亚洲销售额不包含中国与日本的销售额）

在全球纺服产业链向东南亚转移趋势下，我们预计 2024-2031 年东南亚拉链市场规模 CAGR 为 6.7%。1) 全球拉链市场规模：根据 Business Research Insights 对全球拉链市场规模的预测，2021 年，全球拉链市场规模为 138.5 亿美元，预计 2031 年市场规模为 291.0 亿美元，期间 CAGR 为 7.1%；2) 东南亚拉链市场规模占比提升趋势：随着越南、孟加拉、柬埔寨等东南亚国家的纺织成衣产业的快速崛起，国际上的纺织服装产业链存在明显的转移迹象，在下游品牌在东南亚投资建厂的趋势下，中上游的纺服制造及相关配套服装辅料的产能也存在向东南亚加速转移的趋势，未来东南亚地区服装辅料市场规模将不断扩大，进而拉链市场规模在全球市场规模的比重进一步提升，因此我们预计 2023-2031 年，东南亚拉链市场规模占全球规模比重逐年提升 0.1 pct。基于上述预测，预计 24-31 年，东南亚拉链市场规模由 19 亿美元增至 30 亿美元，期间 CAGR 为 6.7%。

图50：东南亚拉链市场规模预测



资料来源：Business Research Insights，民生证券研究院预测

国内厂商随产能建设，有望获得品牌更多快反订单份额。伟星股份当前主要的海外产能布局在孟加拉及越南，2024H1，境外产能占总产能的比例为 17.93%，

越南项目自 2024 年 3 月末建成投产，积极推动品牌客户参观、验厂及市场开拓等工作，明年随品牌客户的工作持续推进，预计订单量会逐渐增长，产能利用率提升；浔兴股份 SBS 于 2024 年 4 月正式入驻孟加拉，项目预计 2025 年年底正式投产，为公司顺应品牌趋势进行东南亚产能布局的重要一步。从东南亚地区的拉链品牌竞争来看，主要份额由 YKK 占据，其他品牌规模较小，YKK 目前在东南亚主要服务的品牌包括 Nike、Adidas、迪卡侬、优衣库等品牌，其中，优衣库等快时尚品牌对订单交期等提出较高要求，因此国产企业凭借生产成本及管理成本的控制优势，且周转速度快、客户服务优质灵活，有望获取更多东南亚拉链市场的市场份额。

表12：国内拉链企业当前产能布局及在建产能

公司/品牌名称	当前产能布局	在建产能及达产预期
伟星股份 SAB	2024H1，公司自有产能钮扣 58 亿粒，拉链 4.25 亿米，其中，境外产能主要分布在孟加拉、越南，产能占比 17.93%	越南服装辅料生产项目于 2024 年 3 月末建成投产，配套产能拉链达 1.5 亿条，金属达 5 亿套
浔兴股份 SBS	2024H1，公司自有产能拉头 36.93 亿个，码装拉链 5.69 亿码，条装拉链 14.04 亿条	2024 年 4 月 23 日，SBS 拉链正式入驻孟加拉，预计 2025 年底正式投产

资料来源：伟星股份、浔兴股份公司公告，伟星股份 SAB、浔兴股份 SBS 微信公众号，民生证券研究院

YKK 脱颖而出成为全球拉链龙头的原因：1) 把握成本优势(加强设备自动化，提高生产效率，实现成本降低)，注重产品创新应用(创新推出铝合金材料拉链)；2) 以机器生产代替人工(进口美国拉链机)，自制生产设备(黑部工厂投产运营)，实现从材料到生产设备、产品的“一体化生产”；3) 全球化布局下(FY2023 已在 70 个国家和地区布局)，把握低成本地区优势，加速生产基地向中国和东南亚等地区转移(FY2023，YKK FP 在中国与东南亚的销售额占 YKK FP 比重为 25.20%与 22.91%)。

复盘 YKK 发展历程对于国内厂商启示：1) 提高机器设备投入，加大智能化工厂建设，持续投入与产业链一体化的建设；2) 加强研发与创新投入，提升产品创新能力，并进一步提高专利技术转化为产品的能力；3) 把握机遇进行全球化的布局，抓住东南亚地区发展机会，进一步抢占市场份额。

在我国拉链市场 YKK 的强势地位有所撼动的原因：国内厂商加强技术研发，以更具性价比产品抢占份额；在产品力有保障下，满足下游客户交期需求。1) 2020 年公共卫生事件导致越南工厂生产受限等影响下，很多品牌订单转向到国内厂商，且国内厂商一直加强技术开发、提升产品质量，以更具性价比优势的产品抢占部分 YKK 厂商在国内的订单份额。2) 公共卫生事件后，品牌方出于成本控制等原因，倾向选择更多辅料供应商，快时尚品牌对小单快反有更多需求，对企业快速反应能力及服务能力提出更高要求。

6 风险提示

1) 行业景气度下行的风险。服饰辅料作为日用消费品之一，其发展受经济景气度及终端消费需求的直接影响，若经济增长承压，一定程度会影响服装、箱包等日用品的消费，纺织服装、服饰业将面临市场整体需求不足的压力。

2) 生产要素成本持续上升的风险。拉链行业作为传统劳动密集型制造业，若原材料价格高位运行、劳动力成本持续上行及环保政策趋严等影响，将导致企业运营负担进一步加重，企业面临的生产要素成本压力将持续增加。

3) 国际贸易环境不确定增加的风险。纺织服装产业迁徙加速，国际贸易环境不确定性增加，将对服饰辅料公司的全球化战略推进带来更多的困难与挑战。

插图目录

图 1: 拉链产品	3
图 2: 树脂拉链生产工艺流程	4
图 3: 金属拉链生产工艺流程	5
图 4: 尼龙拉链、隐形拉链生产工艺流程	5
图 5: 拉链行业发展历程	7
图 6: 全球服装辅料市场规模及增速	7
图 7: 我国服装辅料行业市场规模及增速	7
图 8: 全球拉链市场规模 (单位: 亿元)	8
图 9: 中国拉链市场规模数据 (单位: 亿元)	8
图 10: 2023 年全球拉链市场份额	8
图 11: 全球拉链市场划分	9
图 12: 2015-2023 年 YKK FP 与全球拉链市场增速对比	10
图 13: YKK 发展时间轴	11
图 14: 全球化扩展后的组织架构	12
图 15: 多元化业务扩展后的组织架构	12
图 16: 现代化与智能制造时代的组织架构	12
图 17: 扁平化的组织架构	12
图 18: FY2007-FY2023YKK 销售额、YKK FP 销售额及同比	13
图 19: FY2010-FY2023YKK FP 销售额占比	13
图 20: FY2023 YKK FP 分地区销售额占比	13
图 21: FY2014-FY2024YKK FP 销售利润、同比增速及销售利润率	14
图 22: 2014-2023 年 YKK FP 销售利润率及 SAB、SBS 集团销售利润率对比	14
图 23: 2014-2023 年人均创收对比 (万元/人)	15
图 24: 2014-2023 年人均创利对比 (万元/人)	15
图 25: FY2014-FY2024E YKK 拉链销量及同比增速	15
图 26: FY2014-FY2023YKK 员工数量及分布	15
图 27: YKK 拉链的产品创新过程及产品的市场布局	16
图 28: YKK FP 在全球拉链市场份额	18
图 29: 全球拉链产量及 YKK 销量	18
图 30: YKK 集团及 YKK FP 设备投资额 (亿日元)	19
图 31: YKK 一体化生产	20
图 32: YKK 集团研发开支及占收入比重	20
图 33: YKK FP 研发开支及占收入比重	20
图 34: YKK 地区经营分布	21
图 35: YKK 根据事业地区分类的商品开发方针	21
图 36: YKK 在服装品牌上的应用	21
图 37: 我国服装辅料市场规模及增速	22
图 38: 我国服装辅料市场价值分布	22
图 39: 2022 年中国内地中高端拉链市场竞争格局	22
图 40: 伟星股份、浔兴股份研发投入及比重	24
图 41: YKK FP 研发开支及比重	24
图 42: 伟星股份逐年专利数量 (项)	25
图 43: 浔兴股份逐年专利数量 (项)	25
图 44: 海外品牌库销比	25
图 45: 国内品牌库销比	25
图 46: SBS 及 SAB 存货周转率	26
图 47: YKK 集团及 YKK FP 事业部设备投入 (亿日元)	26
图 48: YKK 执行体制	27
图 49: 伟星股份组织架构	27
图 50: 东南亚拉链市场规模预测	30

表格目录

表 1: 拉链产品对比种类.....	4
表 2: 拉链品牌梳理.....	9
表 3: YKK 在部分国家建厂时间.....	15
表 4: 全球拉链市场规模测算.....	17
表 5: YKK 拉链在中国内地中高端拉链市场份额测算.....	23
表 6: YKK、SAB、SBS 拉链总销量.....	24
表 7: 伟星股份及浔兴股份机器设备投入（百万元）.....	26
表 8: 纺服公司/品牌在东南亚布局时间.....	28
表 9: 东南亚服饰拉链市场规模测算.....	29
表 10: 东南亚市场拉链品牌布局.....	29
表 11: YKK 集团及 YKK FP 的销售额分布.....	30
表 12: 国内拉链企业当前产能布局及在建产能.....	31

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 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。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026