

强烈推荐-A (首次)

杰克股份 603337.SH

当前股价: 33.92 元

2017年05月21日

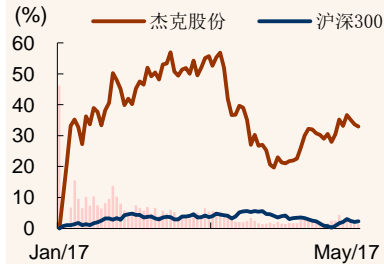
国内、海外两翼齐飞, 缝纫龙头初露峥嵘

基础数据

上证综指	3091
总股本(万股)	20667
已上市流通股(万股)	5167
总市值(亿元)	70
流通市值(亿元)	18
每股净资产(MRQ)	9.5
ROE(TTM)	12.7
资产负债率	35.4%
主要股东	台州市杰克投资
主要股东持股比例	42.85%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	11	91	91
相对表现	12	92	80



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

刘荣

0755-82943203  
liur@cmschina.com.cn  
S1090511040001

研究助理

诸凯

zhukai@cmschina.com.cn

杰克股份是缝制机械龙头企业, 拥有国内最强大的研发团队和最专业的管理团队。在缝纫机供给侧改革背景下, 杰克凭借产品性能、服务的优势, 市占率逐渐提升; 占主营收入 60% 的海外业务受益于产业转移, 也有望迎来高速增长。我们预测杰克 2017 年杰克股份净利润 3.13 亿元, 对应 PE22 倍, 估值在机械次新股中最低, 且业绩增长较为确定。首次覆盖, 给予“强烈推荐-A”投资评级

- 国内缝制机械龙头, 于 2017 年上市。公司是全球最大的缝制机械设备生产企业之一, 主要生产平缝机、包缝机等各类工业缝纫机, 2009 年收购德国奔马, 进入裁床领域。公司 2016 年收入 18.6 亿元, 归母净利润 2.21 亿元, 于 2017 年 1 月上市。
- 缝制机械供给侧改革背景下, 国内市占率逐步提高。杰克拥有国内最强大的研发团队和最专业的管理层, 在缝制机械供给侧改革的背景下, 杰克的国内市占率逐年提高。参考海外缝制机械行业发展路径, 杰克极有可能在未来几年内迎来快速发展期, 成为缝制机械跨国巨头。
- 受益纺织服装产业转移, 海外业务将成重要成长源泉。纺织服装行业逐步向越南、印尼等东南亚市场转移, 越南等国的缝制机械资本开支也在快速增加, 杰克在越南、孟加拉、印尼等纺织服装主要市场均有充分布局, 2016 年海外收入占比超 60%, 未来海外业务有望成为公司业绩增长的重要源泉。
- 员工持股计划彰显公司信心。19 日晚发布员工持股计划草案, 拟设立资产管理计划, 在未来 6 个月通过二级市场买入公司股票, 总额不超过 6.6 亿元, 股本不超过总股本的 10%, 该大额员工持股计划充分显示公司对未来的信心。
- 首次覆盖, 给予“强烈推荐-A”投资评级。我们预测杰克股份 2017 年收入 24.32 亿元, 归母净利润 3.13 亿元, 对应 PE 22 倍。在国内缝制机械行业供给侧改革背景下, 公司市占率有望进一步提高, 同时, 得益于充分的海外布局, 公司将享受纺织服装产业转移带来的高速增长。大额员工持股计划更是彰显公司对未来高速发展的强烈信心。首次覆盖, 给予“强烈推荐-A”投资评级。
- 风险提示: 缝制机械行业增速低于预期, 海外市场拓展低于预期。

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	1592	1857	2432	2846	3072
同比增长	-8%	17%	31%	17%	8%
营业利润(百万元)	173	227	333	409	459
同比增长	-6%	31%	47%	23%	12%
净利润(百万元)	170	220	313	380	424
同比增长	-13%	30%	42%	21%	12%
每股收益(元)	1.10	1.42	1.52	1.84	2.05
PE	30.9	23.9	22.4	18.4	16.5
PB	6.3	5.2	3.1	2.8	2.5

资料来源: 公司数据、招商证券

## 正文目录

一、缝制机械龙头，大额员工持股彰显信心	4
1、公司历史沿革	4
2、多品牌战略，充分吸纳代理商资源	5
3、职业经理人模式为企业保驾护航	5
4、员工持股计划彰显企业未来发展信心	6
二、缝制机械行业概况	6
1、纺织服装需求企稳，产业转移带动缝制机械出口	6
2、国内缝制机械大而不强，智能化趋势明显	8
(1) 缝制机械分类及应用领域	8
(2) 全球缝制机械中心，产业大而不强	9
(3) 缝制机械发展方向——智能化、互联网+	10
3、缝制机械行业格局	11
(1) 全球市场中日德三足鼎立，国内产品集中于中低端市场	11
(2) 背靠台州产业集群优势，杰克逐渐坐稳国内老大	12
(3) 供给侧改革显著，将诞生国际龙头企业	13
三、工业缝制机械国内老大，智能制造造就骄人业绩	14
1、营业收入稳定，主营业务突出	14
2、毛利率水平居同行业可比公司前列	15
3、海外收入占比过半，将受益于纺织服装产业转移	17
4、强大的研发团队，稳固的产业链关系	19
四、业绩预测及投资建议	20
五、风险提示	21

## 图表目录

图 1：拓卡奔马厂房	4
图 2：杰克品牌缝纫机	5
图 3：布鲁斯品牌缝纫机	5
图 4：公司股权结构	6
图 5：纺织服装行业年度投资额（亿元）	7
图 6：纺织服装行业产成品存货同比	7

图 7: 纺织服装行业营业收入及增速 (亿元) .....	8
图 8: 缝制设备按缝制工序先后分类 .....	9
图 9: 国内缝制机械骨干企业销售收入 (亿元) .....	10
图 10: 2016H1 各企业市场份额 (占骨干企业总额) .....	10
图 11: 中国工业用缝纫机出口数量 (台) .....	10
图 12: 中国工业用缝纫机出口金额 (万美元) .....	10
图 13: 传统脚踩式缝纫机.....	11
图 14: 智能化缝纫机.....	11
图 15: 2015 年全球主要竞争对手份额.....	12
图 16: 2016 年 H1 全球主要竞争对手份额 .....	12
图 17: 2015 年国内主要竞争对手市场.....	13
图 18: 2016 年 H1 国内主要竞争对手市场 .....	13
图 19: 2011-2016 公司营业收入及增长率 .....	14
图 20: 2016 年公司产品占比 .....	14
图 21: 2013 年公司产品占比 .....	14
图 22: 公司自制整机各类型产品的收入占比 .....	15
图 23: 2011-2017Q1 公司净利润及增长率 .....	16
图 24: 杰克股份毛利率和净利率.....	16
图 25: 分产品毛利率.....	16
图 26: 国内外主要上市公司综合毛利率.....	17
图 27: 公司自制整机各类型产品的收入占比 (按驱动配置) .....	17
图 28: 公司不同经销渠道销售收入占比.....	18
图 29: 2016 年公司境内外收入占比 .....	18
图 30: 2013 年公司境内外收入占比 .....	18
图 31: 公司研发投入情况.....	19
图 32: 公司核心专利技术占公司收入比例.....	20
表 1、杰克股份大事记 .....	4
表 2: 杰克股份主营业务收入假设表 .....	21
表 3: 可比上市公司估值比较表.....	21
附: 财务预测表 .....	22

## 一、缝制机械龙头，大额员工持股彰显信心

### 1、公司历史沿革

**国内工业缝纫机龙头，2017年1月成功上市。** 杰克股份是国内工业缝纫机龙头企业，目前已成为全球缝制机械行业中产销规模最大的企业之一，公司位于全国缝制机械产业集群区，浙江省台州市。杰克股份由新杰克有限整体变更设立，新杰克有限成立于2003年，成立时股东为杰克缝纫机、阮福德、阮积明。2004年12月，为搭建境外上市股权架构，阮福德、阮积明、阮积祥将其持有的100%股权全部转让给在英属维尔京群岛注册的山水公司，公司转为外商独资企业。2010年7月17日，公司股东山水公司将其持有公司股份转让予台州市杰克投资有限公司，将公司控股权由境外转移到境内，同时继续保留外商投资企业身份。2017年1月，公司成功在上交所上市。

**成功收购世界顶级裁床企业奔马和拓卡。** 2009年7月，杰克在德国成功收购了在世界自动裁床行业中享有“奔驰”之美誉的 Bullmer(奔马)和另一家拥有顶级自动裁床技术的 Topcut(拓卡)两家企业，并新成立了 Topcut-bullmer(拓卡奔马)公司。这一收购既标志着杰克集团向国际化发展迈出了重要的一步，也标志着中国缝制设备制造行业中的民营企业首家海外收购告捷。

图 1：拓卡奔马厂房



资料来源：网络资料，招商证券

表 1、杰克股份大事记

时间	大事记
2003年8月	新杰克有限成立
2004年12月	公司转为外商独资企业
2009年7月	公司控股权由境外转移到境内
2010年7月	收购德国裁床奔马和拓卡
2017年1月	上交所上市

资料来源：招股说明书、招商证券

## 2、多品牌战略，充分吸纳代理商资源

子公司产品线互补，中德合作碰撞炫目火花。公司于 2009 年收购的德国裁床企业奔马，定位于中高端裁床和铺布机产品的生产和销售，主要直销客户包括奥迪、空中客车、奔驰等国际知名公司。依托德国奔马公司成立的国内全资子公司拓卡奔马机电，定位于以服装行业需求为主的裁床和铺布机产品生产销售，两个公司形成产品线的互补。拓卡奔马机电裁床业务收入、利润自 2013 年以来快速增长，2016 年拓卡奔马机电净利润高达 8896 万元。借助奔马的技术实力，杰克股份裁床和铺布机产品的市场份额迅速扩大，提升了公司在裁床领域的整体竞争力。同时，中国、德国两个裁床子公司充分发挥了两个生产基地的优势，共享前沿技术，高度互补营销渠道。

杰克、布鲁斯双品牌战略，广泛吸收代理商资源。目前，公司自制整机大部分为自主品牌产品，主要采用经销商代理模式销售，为了吸收更多的代理商资源，保证新的代理商需求，公司采用了双品牌战略，具体包括杰克（Jack）和布鲁斯（Bruce）两大品牌，以杰克品牌为主，布鲁斯品牌为辅。同时，公司还为美国知名缝纫机品牌胜家做 OEM 贴牌业务（全球的胜家牌缝纫机目前都由杰克生产）。

图 2：杰克品牌缝纫机



资料来源：公司资料，招商证券

图 3：布鲁斯品牌缝纫机

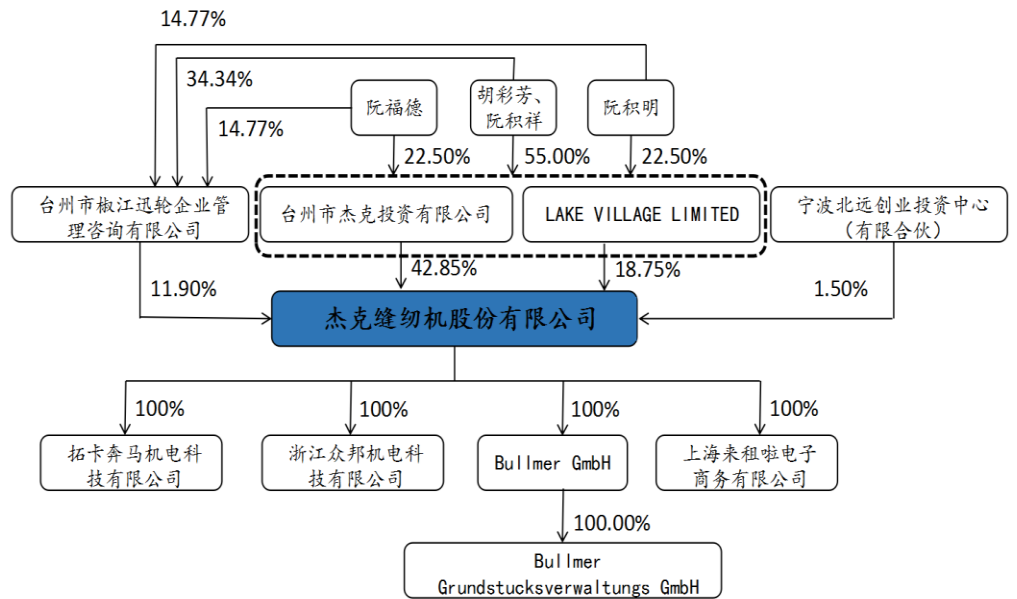


资料来源：公司资料，招商证券

## 3、职业经理人模式为企业保驾护航

阮积祥、胡彩芳等为公司实际控制人。公司实际控制人为胡彩芳、阮积祥、阮福德、阮积明。阮积祥、阮福德、阮积明为兄弟关系，阮积祥与胡彩芳为夫妻关系。其合计通过杰克投资、山水公司和椒江迅轮等持有公司 75% 的股份。其中阮积祥、阮福德、阮积明均担任公司副董事长职务。实际控制人对公司拥有绝对的控制权。

图 4：公司股权结构



资料来源：公司年报，招商证券

职业经理人担任公司董事长，准确把握企业运营方向。公司高薪聘请国内缝制机械行业著名的企业管理者赵新庆担任董事长。赵新庆曾历任中国标准缝纫机公司车间主任,品质保证部部长,生产制造部部长,总经理助理,西安标准工业股份有限公司副总经理、总经理、董事长,从业 40 余年,其作为行业的技术带头人,具有丰富的管理经验和敏锐的市场洞察力,能够准确把握企业运营方向,有效制定企业发展战略。

#### 4、员工持股计划彰显企业未来发展信心

公司发布员工持股计划，总额不超过 6.6 亿元，股本不超过总股本的 10%。2017 年 5 月 19 日，杰克股份发布员工持股计划草案，拟设立资产管理计划，在未来 6 个月通过二级市场买入公司股票，总额不超过 6.6 亿元，股本不超过总股本的 10%。本次员工持股的对象包括公司董监高及核心管理、研发团队，其中董监高共 8 人拟认购 1.06 亿元，其他员工认购 5.54 亿元，锁定期为 12 个月。

大额员工持股计划彰显公司对未来发展的信心。杰克股份于 2017 年 1 月上市，在上市不足半年之际，即推出了如此大额的员工持股计划。我们认为，此时推出大金额的员工持股计划，彰显对行业及公司未来发展的信心。缝制机械行业供给侧改革成效显著，杰克市占率有望进一步提高，加上海外市场收入的快速增长，杰克股份有望迎来“百年不遇”的发展机会，巩固行业地位，向全球第一看齐。

## 二、缝制机械行业概况

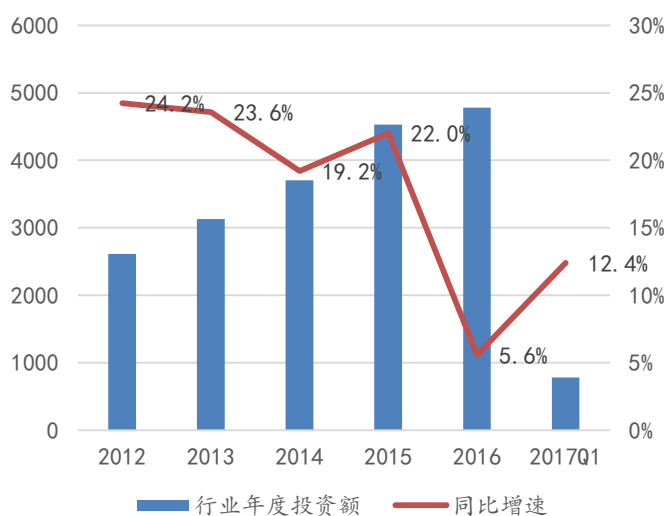
### 1、纺织服装需求企稳，产业转移带动缝制机械出口

工业缝纫机应用应用于纺织服装领域。工业缝纫机即指适于缝纫工厂或其他工业部门中

用于大量生产缝制工件的缝纫机，服装、鞋帽等的缝制都需要用到工业缝纫机，可以说，工业缝纫机的下游是整个纺织服装行业，应用领域非常广泛。我国纺织服装行业一直是全球中心，虽然近几年来增速有所下滑，但随着行业去库存已经

**行业投资额增速触底反弹，去库存初显成效。**2016年，纺织服装行业实际完成年度投资4780.91亿元，同比增长5.57%，增速较2015年略有下降，但还是保持稳定增长。2017年Q1行业投资额为782.47亿元，同比增长12.4%，投资增速触底反弹。我们认为，纺织服装行业投资增速的回升，一方面是由于经济一定程度复苏带来的需求回升，更多的是来自于之前行业的去库存，从存货同比增速来看，2016年以来，纺织服装行业产成品存货同比增速呈逐渐下降趋势，行业存货水平得到一定程度控制，去库存效果初显。

图 5：纺织服装行业年度投资额（亿元）



资料来源：国家统计局，招商证券

图 6：纺织服装行业产成品存货同比



资料来源：Wind，招商证券

**国内零售端回暖,海外需求弱复苏。**2017年4月全国50家重点大型零售企业零售额同比增长5.5%，较上年同期高出2.6%，较上月增速高出2.4%。其中，有31家企业实现零售额同比正增长，较上月增加4家。整体来看，国内零售行业回暖速度加快。另外，由于全球需求有所恢复，我国出口端呈弱复苏趋势。数据显示，2017年1-4月全国纺织品服装累计出口总额764.88亿美元，较去年同期提升2.13%。其中，纺织品累计出口总额330.82亿美元，同比增长1.86%；服装累计出口总额434.06亿美元，同比增长2.35%。

**东南亚等地区承接纺织服装制造产业转移，为缝制机械行业带来出口机遇。**生产成本低廉，产业配套能力增强，越来越多的服装订单转向东南亚地区。除了成本低廉的因素外，这些地区还具有一定的后发优势。大量投资新建工场，使用先进设备，具有完成基础产品的规模生产优势。这带动了越南、印尼等东南亚市场对缝制机械设备需求的快速增长。

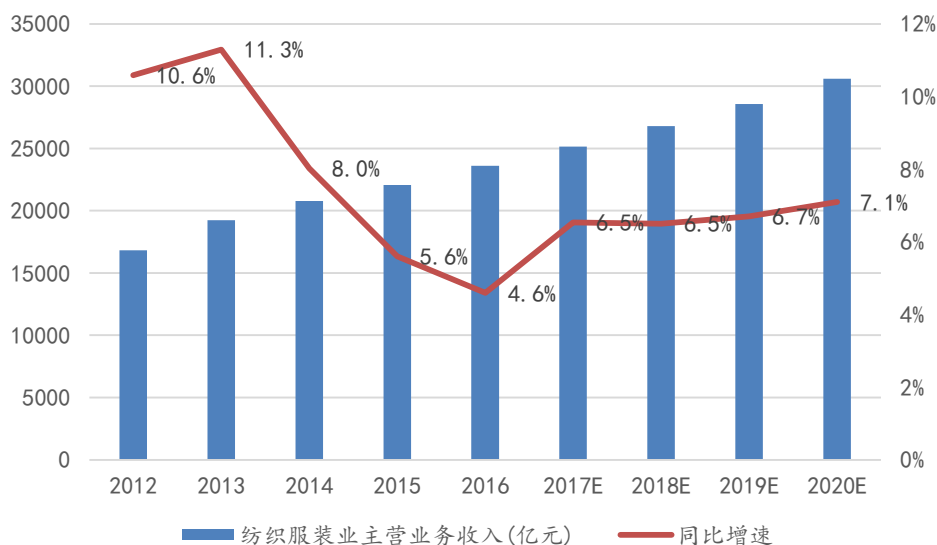
**“一带一路”战略利好纺织服装企业，新疆等地区纺织服装产业投资、出口增长明显。**“一带一路”的五大经济走廊中，中巴、孟中印缅和中国-中亚有丰富的原料资源和劳动力资源，有利于国内纺织服装企业把产能进行跨国配置；“五通”的稳步推进，会不断降低纺织服装企业对外投资的综合交易成本、资金成本和政治风险；从新疆

等地到中亚、西亚、南亚、欧洲的多条国际货运班列在未来开通,货物交齐有望缩短一半以上,极大地提升纺织服装企业的竞争力。2017 年一季度新疆口岸出口纺织服装 102.4 亿元人民币,与去年同期相比增长 22.8%。除了新疆地区外,其他与一带一路国家相近区域的纺织服装出口量也增长明显。

**纺织服装行业释放需求潜力,2017 年内销和出口均可期待。**中国消费市场整体规模将进一步扩大,不断释放消费潜力。2017 年服装内销市场总量会进一步增长,预计增速会超过 2016 年,2017 年内销市场对行业增长的支撑作用将更为显著。国际市场由于人民币贬值、“降成本”政策红利兑现、技术改造效果显现等因素影响,2017 年服装出口或可结束持续下滑趋势,实现逐步企稳。

**预计 2017 年中国纺织服装、服饰行业收入将达到 25147 亿元,未来五年年均复合增长率约为 6.70%。**2016 年我国服装行业规模以上企业 15715 家,累计实现主营业务收入 23605 亿元,同比增长 4.61%,增幅较 2015 年下降 1 个百分点。2017 年一季度行业实现主营业务收入 5319 亿元,同比增长 7.4%,根据协会预测,2017 年行业收入将达到 25147 亿元,未来五年年均复合增长率约为 6.70%,2021 年行业收入将达到 32595 亿元。

图 7: 纺织服装行业营业收入及增速 (亿元)



资料来源: Wind, 招商证券

**行业下游逐步企稳,一季度缝制机械收入增长。**随着下游纺织服装行业的逐步企稳,国内缝制机械行业产值也有望迎来增长,2017 年一季度,各大缝制机械上市公司的收入都较大幅度增长,上工申贝一季度收入 7.25 亿元,同比增长 14%,标准股份一季度收入 1.94 亿元,同比增长 32%,杰克更是一季度收入 7.18 亿元,同比增长 38%。

## 2、国内缝制机械大而不强,智能化趋势明显

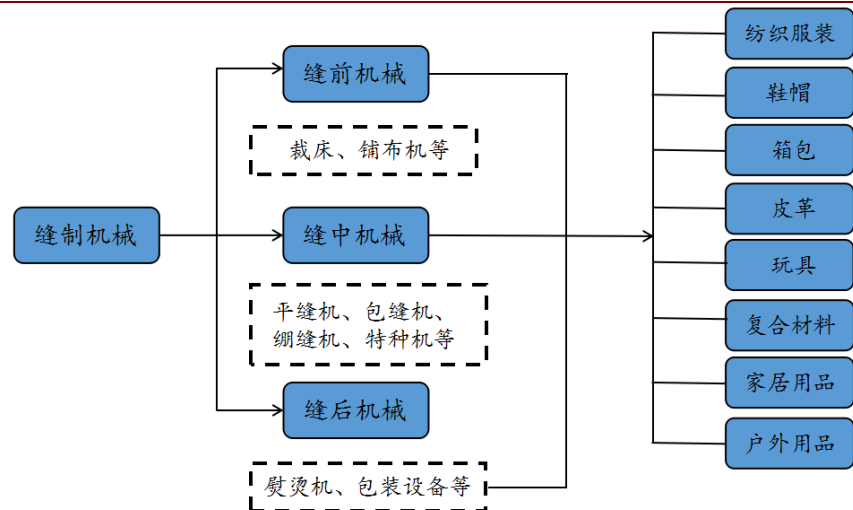
### (1) 缝制机械分类及应用领域

缝制设备主要包括三大类:缝前设备、缝中设备和缝后设备。按缝制工序先后分类,缝



制设备主要包括缝前设备、缝中设备和缝后设备。缝前设备主要包括裁床、铺布机等用于裁剪、铺开布料等缝纫前道工序的加工设备；缝中设备主要包括平缝机、包缝机、绷缝机和特种机等用于缝纫工序的加工设备；缝后设备主要包括熨烫、包装设备等用于熨烫、包装等服装生产后道工序的机械设备。

图 8：缝制设备按缝制工序先后分类



资料来源：招股说明书，招商证券

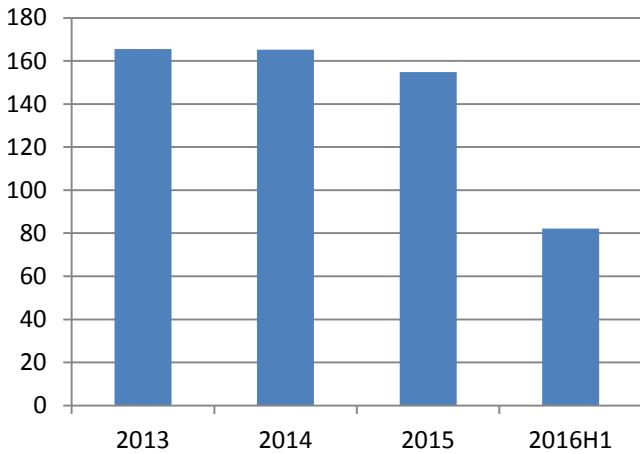
缝中机械占比最大，广泛应用于鞋帽服装、皮革箱包等领域。杰克股份、上工申贝等上市公司所生产的工业缝纫机都属于缝中机械，缝中机械也是缝制机械中占比最大的机械，在我国的自动化普及度也最高。而自动化缝前机械在我国的普及率就要低得多，很多纺织服装企业还是使用人工裁剪、铺布的方式，不仅效率低，而且产品一致性较差，未来缝前机械将在我国有较大的发展空间。缝前、缝中、缝后机械相互配合，广泛应用于鞋帽服装、皮革箱包等领域，应用领域较电脑横机等专用缝制机械更为广阔。

## (2) 全球缝制机械中心，产业大而不强

全球年产值近千亿，国内骨干企业市场仍有提升空间。根据行业协会统计预测，全球缝前、中、后工业及家用设备（包含零部件市场）的年产值近千亿，是一个不折不扣的大市场。而 2013 年-2016 年 1-6 月，我国缝制机械行业骨干整机生产企业累计销售收入为 165.44 亿元、165.25 亿元、154.8 亿元和 82.11 亿元，作为全球纺织服装的中心，我国的缝制机械骨干企业仍有较大上升空间。

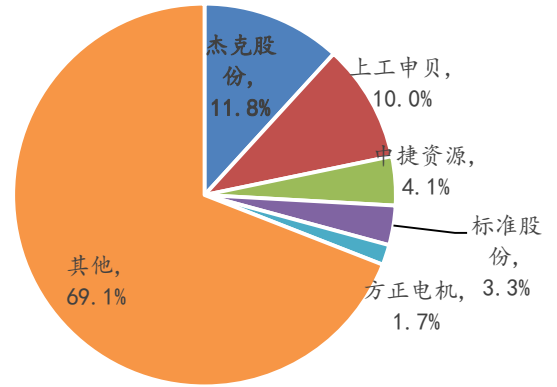
杰克股份市场份额位居国内骨干企业第一。国内较大的缝制机械企业包括杰克股份、标准股份、上工申贝、中捷资源等上市公司，这四家上市缝制机械企业的总收入占了全部骨干企业的 30% 以上，从今年趋势来看，杰克股份的市占率在缓慢提高，2013 年-2016 年 1-6 月，杰克股份的市占率分别为 9.3%、10.4%、10.3%、11.8%。

图 9：国内缝制机械骨干企业销售收入（亿元）



资料来源：招股说明书，招商证券

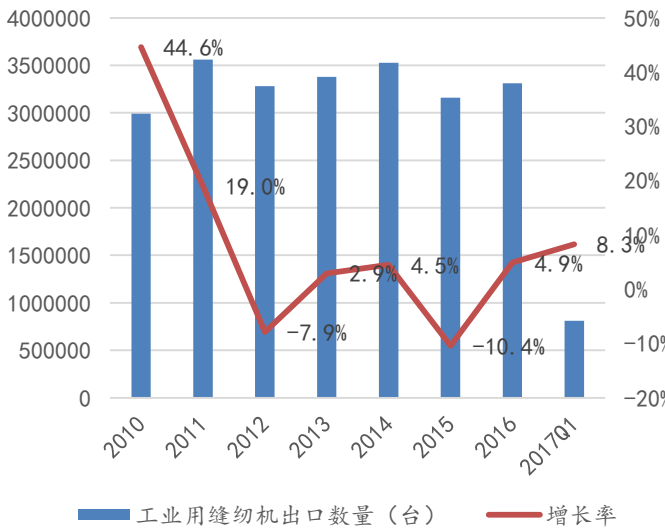
图 10：2016H1 各企业市场份额（占骨干企业总额）



资料来源：招股说明书，招商证券

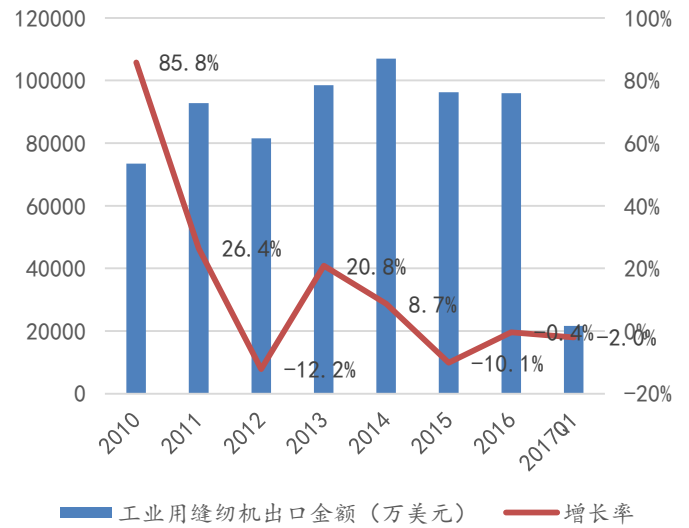
我国缝制机械出口量较大，但行业大而不强，高端产品占比小。中国缝制机械行业已经形成了完整的产业链，规模和产量均居全球第一：年产各类设备 1300 万台套，产品出口到全球 170 多个国家和地区。2016 年我国工业用缝纫机出口量 331 万台，同比增加 4.9%，工业用缝纫机出口额 9.6 亿美元，同比下降 10.1%。虽然我国已经成为世界缝纫机生产中心，但和其他机械行业类似，都存在大而不强的问题，高端工业缝纫机市场长期被日、德等企业占据，国内产品在整体技术实力确实较日本重机、飞马等国际高端品牌有较大差距。

图 11：中国工业用缝纫机出口数量（台）



资料来源：wind，招商证券

图 12：中国工业用缝纫机出口金额（万美元）



资料来源：wind，招商证券

### (3) 缝制机械发展方向——智能化、互联网+

缝制机械产品正快速向智能化升级，行业迎来新一轮发展机会。印象中最早、也是最熟悉的缝制机械，还属“老三样”——脚踏式缝纫机，然而脚踏式缝纫机不仅效率低，而

且产品一致性较差，随着我国纺织服装行业劳动力等生产要素成本不断上升以及对纺织服装产品质量、效率的日益提高，相关企业转型升级的趋势非常明显，产品附加值较高的智能化、自动化、节能化机电一体化缝制设备正逐步取代产品附加值较低的传统缝制设备。行业产业形态及发展模式面临重大调整，缝制机械行业将面临新一轮的增长，这一轮增长的主要驱动力来自于自动化、智能化升级。

**未来 2-3 年内，快消化、互联网定制将驱动新一轮爆发期。**2016 年，大数据和互联网技术在缝制机械行业继续深度融合，基于数据采集、分析、处理及共享的工业缝纫机、电脑刺绣机、裁剪等缝制机械正迅速普及。缝制设备智能制造车间或工厂完成了由概念向实体的实质性转变，以“数据”为核心驱动的行业研发特征已逐步显现。纺织服装行业的快消趋势、互联网定制趋势为缝制机械行业的发展提供了一个新的契机，许多传统的缝制机械将在未来 2-3 年内被淘汰，取代他们的是具备高效率、高度智能化的缝制机械。

图 13：传统脚踏式缝纫机



资料来源：互联网，招商证券

图 14：智能化缝纫机



资料来源：公司数据，招商证券

### 3、缝制机械行业格局

#### (1) 全球市场中日德三足鼎立，国内产品集中于中低端市场

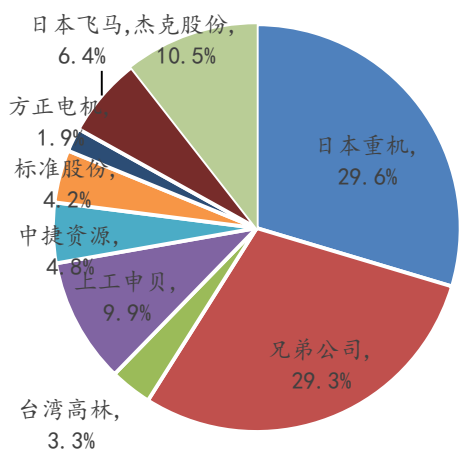
**行业呈现中、日、德三足鼎立格局。**世界缝制机械行业发展起步于十九世纪中叶的欧美。经过 100 余年的发展，目前世界缝纫机产业发展中心已转移至以中国、日本为代表的亚洲地区，并逐步形成了中国、德国、日本三足鼎立的格局。截至 2014 年底，我国缝制设备全年共完成工业生产总值约 615 亿元，生产各类缝制机械 1214 万台，约占世界产量 75%。

**日、德等国企业占据行业技术制高点，国内产品多集中于中低端市场。**从高端市场来看，日、德等传统缝制机械强国仍占据了行业技术的制高点，生产和销售高附加值的特种工业缝纫机及高档辅助设备，主导着全球高端缝制机械市场。从中、低端产品来看，由于我国缝制机械行业有良好的生产基础、完整的配套体系和明显的劳动力成本优势，且技术水平及产品质量在不断提高，因此在全球中、低端和部分高端缝制机械市场中具有较强的竞争优势，虽然目前较日本、德国等高端缝纫机写还有一定差距，但通过自主创新

及海外并购，国内缝制机械企业正逐步缩小与国际领先品牌的差距。

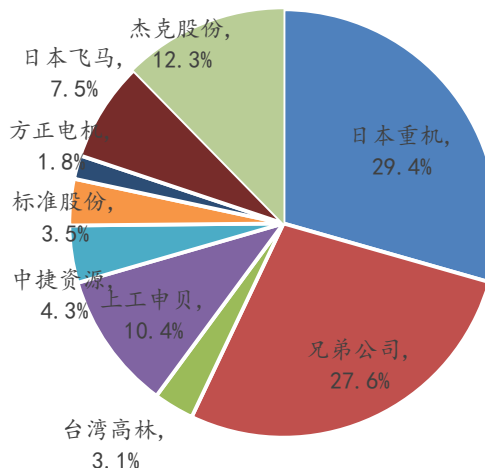
**缝制机械市场竞争较为充分，杰克全球份额第三。**日本重机、兄弟公司这两家企业常年占据全球缝制机械的前两名，且在技术上有较大优势，但是近年来国内缝制机械企业无论从规模上还是技术上，都有较大进步。2013年-2016年1-6月，相较全球同行业主要竞争对手(均为上市公司)，杰克缝制机械业务营业收入占比为9.99%、10.68%、10.54%和12.33%，市场份额均位居第三，虽然较日本重机、兄弟公司还有较大距离，但差距正在进一步缩小。

图 15: 2015 年全球主要竞争对手份额



资料来源：招股说明书，招商证券

图 16: 2016 年 H1 全球主要竞争对手份额



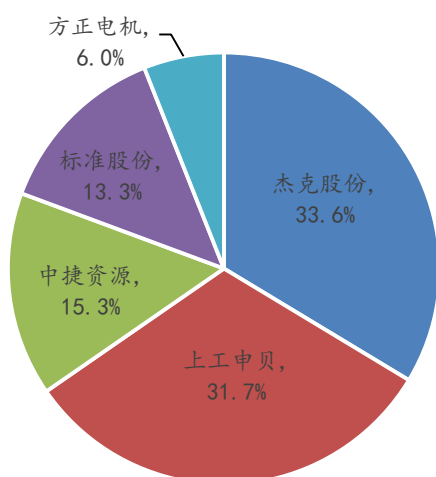
资料来源：招股说明书，招商证券

## (2) 背靠台州产业集群优势，杰克逐渐坐稳国内老大

**台州产业集群优势无可比拟，过半缝纫机生产企业聚集台州。**台州地区是我国最重要的缝纫机生产基地之一，企业数量占到全国 60%份额，杰克股份、中捷集团、飞跃集团等知名企业均位于台州。发达完善的缝纫机生产配套体系为当地公司产品生产的协作配套、成本控制以及熟练技工的输送创造了有利条件。除了台州之外，河北廊坊、上海、西安等地也有小规模缝制机械产业集聚区，但全国的产业聚集区还是位于台州。

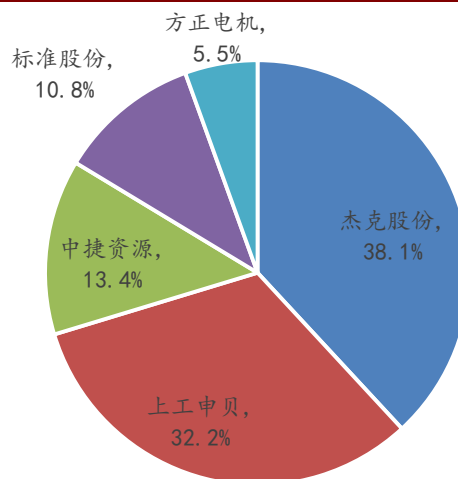
**产品市场份额国内第一，与上工申贝无直接竞争关系。**2013年-2016年1-6月，相较国内同行业主要竞争对手，公司缝制机械业务市场份额分别为 28.74%、31.16%、33.64%和 38.11%，位居第一。市场份额与杰克较为接近的是上工申贝，但是上工申贝的缝制机械主要加工厚料，上工产品在厚料领域独一无二，只有日本重机的部分产品可与之竞争。上工申贝之所以在厚料领域有如此大的优势，主要是其上海国资委的支持下，收购了百福、杜克普等知名厚料缝制机械企业，未来也将继续专业于厚料缝制领域。所以，上工申贝与杰克并不构成非常直接的竞争关系。

图 17: 2015 年国内主要竞争对手市场



资料来源：招股说明书，招商证券

图 18: 2016 年 H1 国内主要竞争对手市场



资料来源：招股说明书，招商证券

### (3) 供给侧改革显著，将诞生国际龙头企业

**缝制机械行业供给侧改革效果显著，行业生态大大优化。**与国内其他机械行业类似，缝制机械行业也经历了供不应求到供给过剩的阶段，各类小企业进入行业带来了业内的无序竞争，行业盈利能力急速恶化。2015 年以来，由于盈利能力持续较低，行业开始了自发的供给侧改革，即低端设备的过剩产能被逐渐淘汰，很多小作坊企业退出行业，以杰克股份所在的台州市下陈镇为例，缝制机械企业数量从最高高峰的 500 家减少到了目前的数十家。随着低端产品推出市场，中高端设备将成为扩大“有效供给”的必然趋势。目前行业民营企业发展越来越快，二八分化趋势明显，形成新的产业结构，行业生态大大优化。此外，台州缝制设备行业也在进行调整改革，使得台州缝纫机产业从同质化、跟随式向着个性化、专业化的方向转变，形成分工合理、产品互补的可持续发展的产业集群。

**分化是行业发展的客观规律，未来将形成 1-3 家跨国龙头企业。**日本缝机企业经过几轮行业调整，最终形成 5-8 家骨干企业。分化是行业发展的客观规律，日本企业发展的过去，很有可能是中国缝制行业的未来。未来 1-5 年，中国缝制行业将进入洗牌期，二八分化的速度会越来越快，分化的结果是会产生新的产业格局，中国会在未来几年内形成 1-3 家跨国缝制机械龙头企业。

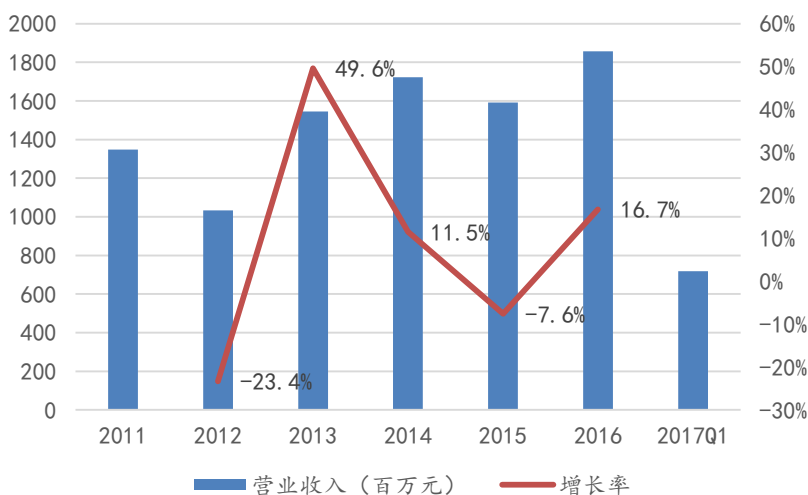
**杰克股份：用供给侧改革思维武装企业。**在近年行业景气指数趋冷情况下，杰克能够实现并保持连年增长，得益于其在供给侧改革方面的行动力：1) 着眼更新需求，虽然行业整体产能压缩，但杰克着眼于更新市场，紧抓几百万台普通包缝机更新换代的需求，用最新设备，将下游用户老旧的设备淘汰掉，提供更先进、更有效的产品；2) 库存控制，从 2015 年底开始，杰克已按照订单安排生产，保持合理库存，基本稳定在半个月的可控期；3) 实现营销、生产都融入到研发系统的“大研发系统”；4) 在行业零配件领域及商贸领域，根据供给侧改革要求，进行产业链自身的升级转型，促使上下游企业共同发展。

### 三、工业缝制机械国内老大，智能制造造就骄人业绩

#### 1、营业收入稳定，主营业务突出

公司主营业务突出，收入主要来自工业缝纫机。2014-2016 年公司营业收入分别为 17.23 亿元、15.92 亿元和 18.57 亿元，同比增长分别为 11.5%、-7.6%，16.7%。2015 年增长率下降系下游行业整体萧条，对工业缝制设备需求锐减，造成公司销量大幅度降低，市场销售价格也较上年同期下降。公司营业收入绝大部分来自于工业缝纫机和裁床等主营业务。其中工业缝纫机是公司主营业务收入的最主要来源，约 500 个品种，销售收入近几年占比均保持在 80%以上，较为稳定。

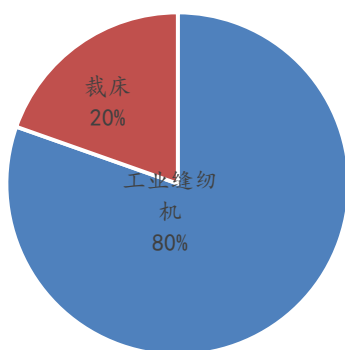
图 19：2011-2016 公司营业收入及增长率



资料来源：wind，招商证券

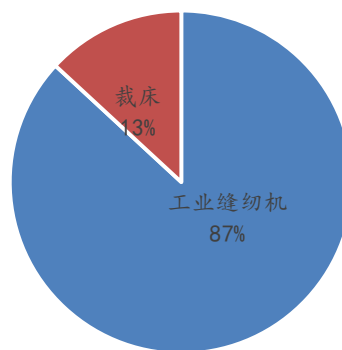
裁床业务收入占比逐年提高。杰克裁床业务的技术主要来源于 2009 年收购的德国奔马，奔马公司在裁床领域拥有超强的技术和品牌影响力，属于国际裁床企业中的第一梯队。得益于奔马的强大技术实力以及国内裁床行业的低渗透率，杰克股份裁床业务的收入快速提升，占比也逐年提高，2013 年裁床业务占比达 13%，2016 年已达 20%。

图 20：2016 年公司产品占比



资料来源：wind，招商证券

图 21：2013 年公司产品占比

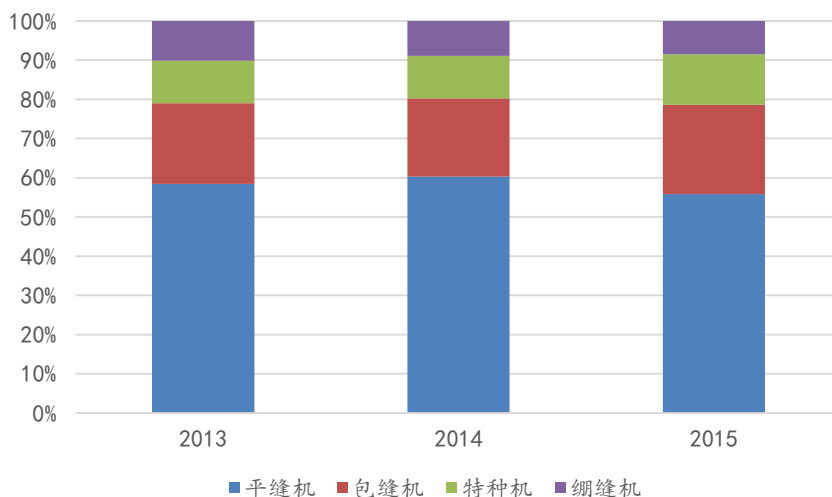


资料来源：wind，招商证券

裁床设备处于爆发初级阶段，具有广阔发展空间。杰克的裁床业务主要包括裁床、铺布机等缝前设备。裁床产品是公司裁床业务收入的主要来源，呈稳定增长趋势，缝纫机与裁床的协同效应带来的成本降低及客户资源共享促进了裁床业务收入规模的提升。2016年，公司裁床设备销量619台，同比增加52.84%，由于裁床单价较高，每台价格达60-70万元，是平缝机价格的600多倍，销售收入非常可观。目前，裁床设备在国内才刚刚兴起，渗透率还很低，未来裁床业务有望成为公司业绩增长的主要源泉。

聚焦核心技术，自制整机收入是工业缝纫机业务收入的主要组成部分。公司工业缝纫机业务收入具体可细分为自制整机、电机台板、外购整机和其他。其中，较能体现公司产品实力的自制整机是工业缝纫机业务收入的主要组成部分。2013年-2016年1-6月，自制整机占工业缝纫机业务收入的比重分别为86.80%、89.42%、91.08%和91.39%。平缝机是公司自制整机的最主要产品类型，占比超过50%。2013-2015年，公司外购整机收入逐年减少，主要系公司聚焦自制整机的发展，逐渐减少外购整机的销售。

图 22：公司自制整机各类型产品的收入占比

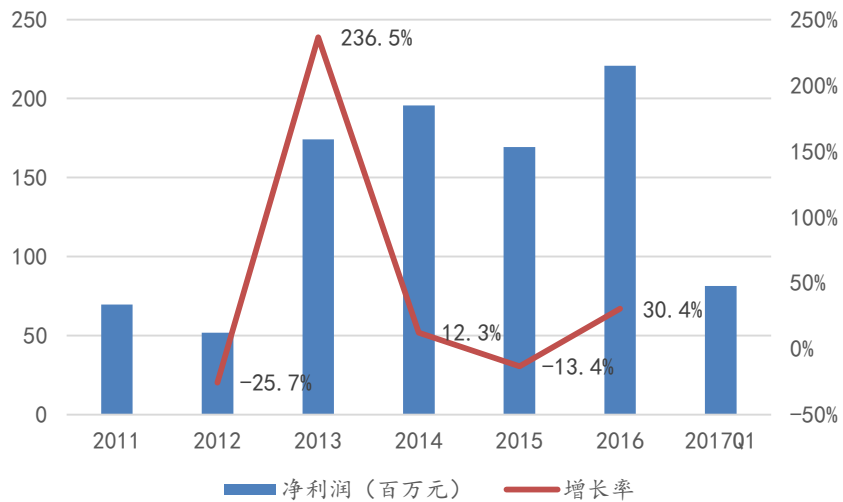


资料来源：招股说明书，招商证券

## 2、毛利率水平居同行业可比公司前列

利润水平保持稳定增长趋势。2013-2016年，公司净利润分别为1.74亿元，1.96亿元，1.69亿元，2.21亿元，同比增长236.5%，12.3%，-13.4%，30.4%，整体呈稳定上升趋势。随着综合竞争力和行业地位的提升，公司预计盈利将保持增长趋势。

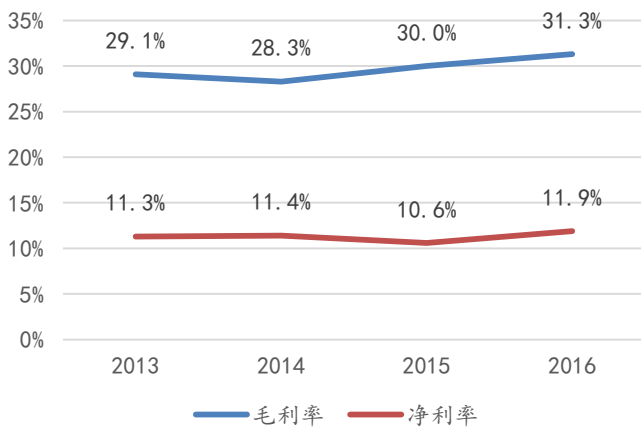
图 23: 2011-2017Q1 公司净利润及增长率



资料来源: wind, 招商证券

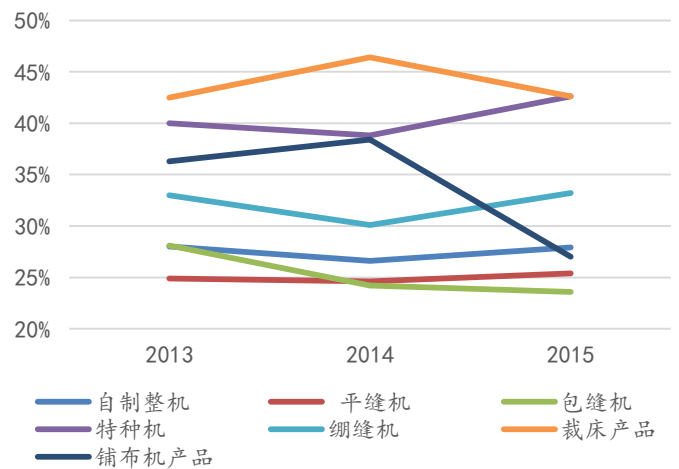
毛利率水平行业领先，裁床业务毛利率最高。2013-2016 年，公司主营业务毛利率分别为 29.1%、28.3%、30.0%、31.3%，毛利率较为稳定，且较国内同行业公司更高，体现了公司较强的技术实力和盈利能力。公司的裁床业务由于技术难度大，产品附加值高，毛利率在公司各类产品中最高，保持在 45%左右。

图 24: 杰克股份毛利率和净利率



资料来源: wind, 招商证券

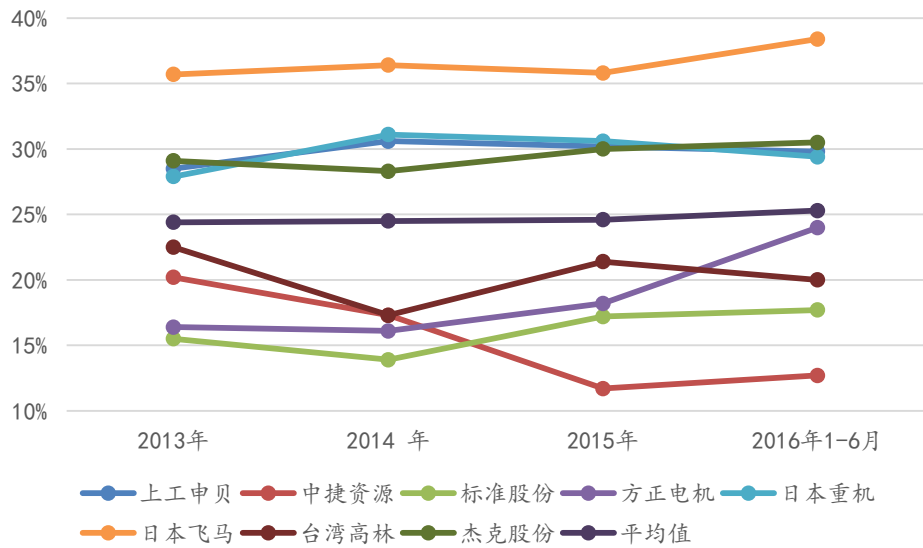
图 25: 分产品毛利率



资料来源: wind, 招商证券



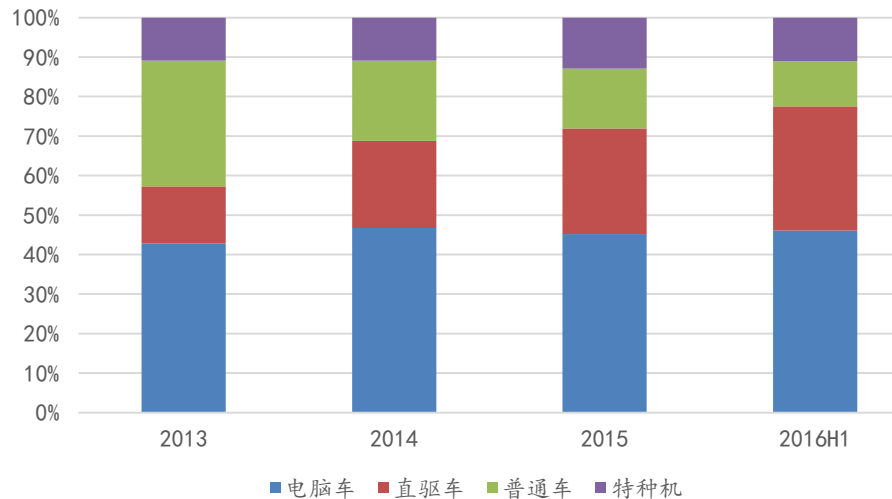
图 26: 国内外主要上市公司综合毛利率



资料来源: 招股说明书, 招商证券

**普通平缝机向直驱电脑平缝机转换成趋势。**相较于普通的机械式驱动, 电脑车和直驱车的整体结构简单、安装方便、停针精度高, 定位准确、缝制效率高, 具有高性价比, 代表着工业缝纫机的发展方向。杰克的非直驱电脑平缝机已经于 2011 年下半年停产, 电脑车和直驱车的收入占比整体呈上升趋势。公司直驱平缝机收入增长迅速, 毛利占比从 2013 年的 5.93% 上升到 2016 年 1-6 月的 23.90%, 成为平缝机毛利来源的新增长点。

图 27: 公司自制整机各类型产品的收入占比 (按驱动配置)



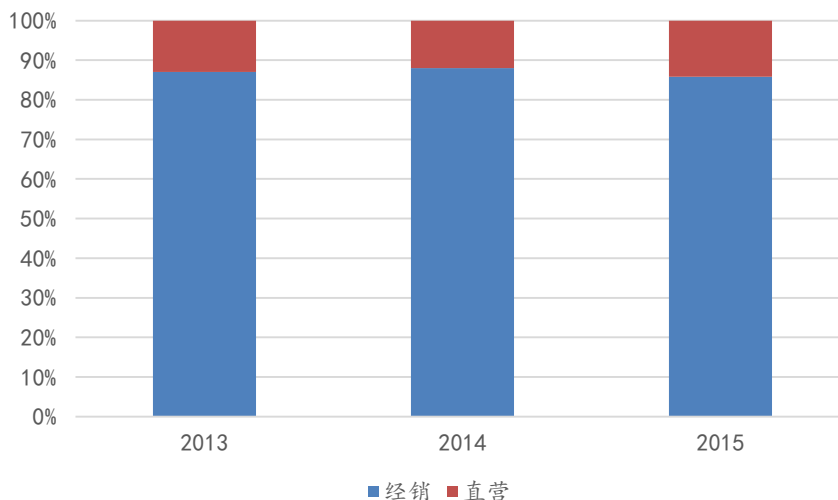
资料来源: 招股说明书, 招商证券

### 3、海外收入占比过半, 将受益于纺织服装产业转移

**公司主要采用经销商代理模式。**2013 年-2016 年, 经销的销售收入占比分别为 87.0%, 88.0% 和 85.8%。公司以“快速服务 100%”为品牌定位, 将目标客户聚焦在最具增长前景的发展中国家服装企业, 通过构建国际市场营销体系、扶持经销商在当地的发展以及与经销商建立战略合作伙伴关系, 形成了纵深覆盖的全球营销网络, 截至 2016 年 6 月末,

公司在全球 70 个国家拥有 248 家经销商，并在其中多个国家市场占据重要市场份额。

图 28：公司不同经销渠道销售收入占比

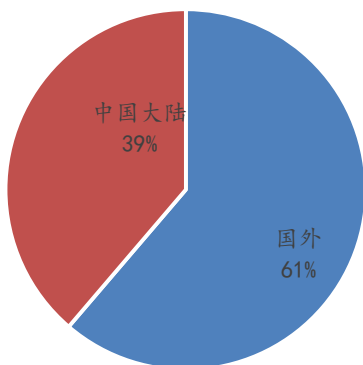


资料来源：wind，招商证券

公司销售网络遍布全球，海外收入占比过半。公司近年来充分开发了海外市场，2013-2016 年，公司海外市场实现的主营业务收入占公司同期主营业务收入的比例均在 50% 以上，2016 年达 61%，呈不断上升趋势。公司具有庞大的销售网络，在国内拥有 400 余家销售商，境外也有多家代理商。缝纫机主要在发展中国家使用，所以公司在越南、印度、孟加拉、印尼等大市场都有充分布局，公司在境外市场与国际知名厂商的竞争中不断进行技术创新、提升产品质量，凭借较高的产品性价比和快速服务优势，形成了较强的市场竞争力。

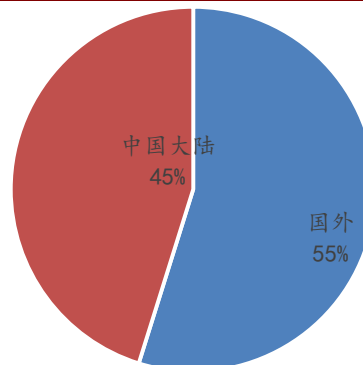
充分受益纺织服装产业转移，海外收入高成长可期。随着我国劳动力成本的不断上升，纺织服装行业近年来正逐步向越南、印尼等东南亚市场转移，东南亚未来有望成为全球纺织服装的新中心，相关的缝制机械资本开支也在快速增加。得益于前期的充分布局，杰克股份未来将充分受益于纺织服装产业转移，海外收入高成长可期。

图 29：2016 年公司境内外收入占比



资料来源：wind，招商证券

图 30：2013 年公司境内外收入占比



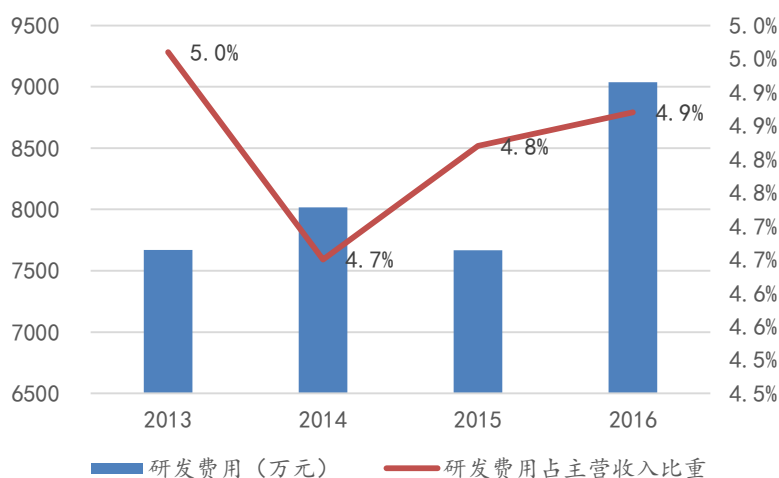
资料来源：wind，招商证券

均衡布局海外市场，保证增长稳定性。公司海外重点市场有孟加拉市场，印尼市场，印度市场，越南市场，巴西市场，土耳其市场等，相较于其他有区域侧重点的竞争对手，公司在海外市场的布局相对均衡，不会因一个地区的变化造成海外收入的大幅波动，未来海外收入增长的稳定性较高。

## 4、强大的研发团队，稳固的产业链关系

构建 562 人大规模研发团队，研发支出占比达 5%，专利申请数量行业第一。近年来，公司构建了较大规模的研发团队，达到 562 人，占公司总人数的比例为 15.93%，公司还在引进更多的博士高端人才。截至 2016 年 12 月 31 日，公司发明、实用新型、外观专利累计获得有效授权数量分别为 118 项、505 项和 135 项。2016 年公司申报发明专利数量为行业第一。2016 年公司研发费用为 0.9 亿元，同比增长 17.9%，占公司营业收入 4.9%。2013-2016 年，公司研发费用占营业收入比重稳定，始终维持在 4.6%-5%。公司预计未来 3 年研发支出将达到主营业务收入的 5%-7%。

图 31：公司研发投入情况

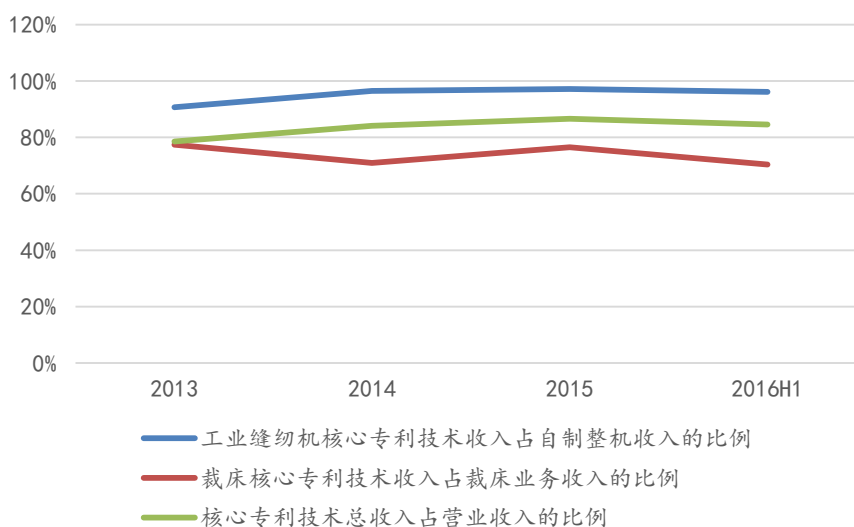


资料来源：公司公告，招商证券

全球首款会说话的缝纫机面市，杰克启动行业首条智能生产线，体现行业发展方向。2015 年，杰克研发全球首款会说话缝纫机 A4，能够通过语音播报提示当前功能，让使用者无障碍理解，一般情况，5 分钟以内就可以教会工人使用常用按键。杰克还启动了行业首条智能生产线。通过这种生产线，一个车间的人员从 315 人减少到 10 人，单台人工成本每年可下降 80%，所需场地面积也可从原先的 1 万平方米减少到 2000 平方米。生产成品一次合格率能达到 99%，制造精密度提高 20%。行业首条智能化机壳生产线的启用也体现了行业未来的发展方向。

抓住客户核心需求，研发体系及技术基础不断完善。公司抓住客户核心需求，立足中端产品，向中高端产品迈进。目前中端机器水平已经和兄弟、重机等日本企业接近。随着公司近几年研发驱动战略的实施，研发体系及技术基础不断完善，初步具备了赶超全球缝制机械领先企业的条件。公司营业收入中，核心专利技术占比极高，2016 年达 86.6%，近几年基本维持在 80% 以上。

图 32：公司核心专利技术占公司收入比例



资料来源：招股说明书，招商证券

**产业链关系稳固，无零部件供应之忧。**公司产业链关系十分稳固，可以说是行业内典范。在前几年行业不景气时，多数整机厂通过机器抵押的形式抵消对零部件厂的欠款，杰克却没有始终保持和供应商的良好关系，良好的信誉度使得杰克能够以更低的价格零部件获得零部件。同时，在市场景气度较高时也不用担心零部件厂商断货，可以保证产能的稳定释放。

**研发力量、稳固产业链关系是公司核心竞争力，有利于公司脱颖而出。**强大的研发团队保证了杰克产品技术的不断进步，稳固的产业链关系确保公司产能的稳定和较强的市场响应能力，这两项能力是杰克相较于国内其他竞争对手的核心竞争力，也将有助于公司在行业洗牌期和复苏期脱颖而出。

## 四、业绩预测及投资建议

我们预测，杰克股份 2017 年收入 24.32 亿元，归母净利润 3.13 亿元，对应 PE 22 倍，估值在机械次新股、缝制机械公司中均是最低。我们认为，在国内缝制机械行业供给侧改革背景下，公司市占率有望进一步提高，同时，得益于充分的海外布局，公司将享受纺织服装产业转移带来的高速增长。大额员工持股计划更是彰显公司对未来高速发展的强烈信心。首次覆盖，给予“强烈推荐-A”投资评级。

表 2：杰克股份主营业务收入假设表

	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	1545	1723	1592	1857	2432	2846	3072
工业缝纫机	1342	1484	1334	1493	1940	2232	2365
裁床	203	239	257	364	491	614	706
其他	1	0	1	1	1	1	1
营业收入增长率	49.6%	11.5%	-7.6%	16.7%	31.0%	17.0%	7.9%
工业缝纫机	55.5%	10.6%	-10.1%	11.9%	30.0%	15.0%	6.0%
裁床	20.0%	17.8%	7.4%	41.8%	35.0%	25.0%	15.0%
其他	-14.3%	-81.9%	392.3%	-9.4%	10.0%	10.0%	6.0%
毛利率(%)	29.1%	28.3%	30.0%	31.3%	31.4%	31.6%	31.8%
工业缝纫机	27.5%	26.0%	27.6%	28.4%	28.4%	28.4%	28.4%
裁床	39.6%	43.1%	42.0%	43.3%	43.3%	43.3%	43.3%
其他	45.8%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

数据来源：招商证券预测

## 五、风险提示

缝制机械行业增速低于预期，海外市场拓展低于预期。

表 3：可比上市公司估值比较表

股票名称	市值 (亿)	05.19 收盘价	EPS			PE		PS	PB	ROE TTM	评级
			2016	2017E	2018E	2017E	2018E				
缝制机械						49	39	5	4	7	
杰克股份	70.1	33.92	1.07	1.52	1.84	22	18	3.9	3.6	12.7	强烈推荐-A
上工申贝	78.6	14.32	0.26	0.29	0.33	49	43	3.4	4.2	8.2	暂无评级
标准股份	29.0	8.38	0.17	0.19	0.21	44	40	4.2	2.8	7.0	暂无评级
中捷资源	50.2	7.30	0.02	0.09	0.13	81	56	6.9	5.7	1.7	暂无评级

资料来源：WIND、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	775	1173	2543	3002	3414
现金	145	297	1421	1691	2000
交易性投资	1	1	1	1	1
应收票据	35	45	59	69	75
应收款项	164	189	229	268	290
其它应收款	32	31	40	47	51
存货	340	376	485	566	609
其他	59	235	307	359	388
<b>非流动资产</b>	785	816	789	765	743
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	428	606	593	582	572
无形资产	143	143	129	116	104
其他	214	67	67	67	67
<b>资产总计</b>	<b>1560</b>	<b>1989</b>	<b>3332</b>	<b>3767</b>	<b>4157</b>
<b>流动负债</b>	635	919	1033	1181	1260
短期借款	25	135	40	40	40
应付账款	303	412	539	629	676
预收账款	44	51	66	77	83
其他	263	322	388	435	460
<b>长期负债</b>	93	61	61	61	61
长期借款	40	7	7	7	7
其他	53	54	54	54	54
<b>负债合计</b>	<b>728</b>	<b>980</b>	<b>1094</b>	<b>1242</b>	<b>1321</b>
股本	155	155	207	207	207
资本公积金	1	1	865	865	865
留存收益	676	852	1165	1451	1762
少数股东权益	(1)	(0)	0	1	2
归属于母公司所有者权益	833	1008	2237	2523	2833
<b>负债及权益合计</b>	<b>1560</b>	<b>1989</b>	<b>3332</b>	<b>3767</b>	<b>4157</b>

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	272	280	325	368	419
净利润	170	220	313	380	424
折旧摊销	50	57	76	74	71
财务费用	5	1	(27)	(44)	(53)
投资收益	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
营运资金变动	54	(9)	(42)	(45)	(26)
其它	(6)	12	5	5	3
<b>投资活动现金流</b>	(124)	(180)	(48)	(48)	(48)
资本支出	(120)	(101)	(49)	(49)	(49)
其他投资	(4)	(79)	1	1	1
<b>筹资活动现金流</b>	(96)	(55)	848	(50)	(61)
借款变动	(142)	(73)	(95)	0	0
普通股增加	0	0	52	0	0
资本公积增加	(0)	0	864	0	0
股利分配	0	0	0	(94)	(114)
其他	47	17	27	44	53
<b>现金净增加额</b>	<b>52</b>	<b>45</b>	<b>1124</b>	<b>270</b>	<b>310</b>

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	1592	1857	2432	2846	3072
营业成本	1114	1275	1668	1946	2094
营业税金及附加	11	15	19	23	24
营业费用	98	118	154	181	195
管理费用	199	221	280	327	353
财务费用	(10)	(16)	(27)	(44)	(53)
资产减值损失	8	18	6	6	0
公允价值变动收益	2	(0)	(0)	(0)	(0)
投资收益	1	1	1	1	1
<b>营业利润</b>	173	227	333	409	459
营业外收入	25	28	28	28	28
营业外支出	4	4	4	4	4
<b>利润总额</b>	194	251	357	433	484
所得税	25	30	43	53	59
<b>净利润</b>	169	221	314	381	425
少数股东损益	(1)	0	1	1	1
<b>归属于母公司净利润</b>	170	220	313	380	424
<b>EPS (元)</b>	1.10	1.42	1.52	1.84	2.05

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>年成长率</b>					
营业收入	-8%	17%	31%	17%	8%
营业利润	-6%	31%	47%	23%	12%
净利润	-13%	30%	42%	21%	12%
<b>获利能力</b>					
毛利率	30.0%	31.3%	31.4%	31.6%	31.8%
净利率	10.7%	11.9%	12.9%	13.4%	13.8%
ROE	20.4%	21.9%	14.0%	15.1%	15.0%
ROIC	15.8%	16.1%	11.8%	12.4%	12.4%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	46.7%	49.3%	32.8%	33.0%	31.8%
净负债比率	4.4%	7.1%	1.4%	1.2%	1.1%
流动比率	1.2	1.3	2.5	2.5	2.7
速动比率	0.7	0.9	2.0	2.1	2.2
<b>营运能力</b>					
资产周转率	1.0	0.9	0.7	0.8	0.7
存货周转率	3.0	3.6	3.9	3.7	3.6
应收帐款周转率	10.0	10.5	11.6	11.4	11.0
应付帐款周转率	3.4	3.6	3.5	3.3	3.2
<b>每股资料 (元)</b>					
每股收益	1.10	1.42	1.52	1.84	2.05
每股经营现金	1.75	1.81	1.57	1.78	2.03
每股净资产	5.37	6.50	10.83	12.21	13.71
每股股利	0.00	0.00	0.45	0.55	0.62
<b>估值比率</b>					
PE	30.9	23.9	22.4	18.4	16.5
PB	6.3	5.2	3.1	2.8	2.5
EV/EBITDA	37.7	29.9	20.6	18.0	16.5

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

刘荣，招商证券机械行业首席分析师，研发中心执行董事，深圳市地方级领军人才，曾就职于大鹏证券、长城证券研究所。自 2007 年以来连续 6 年上榜《新财富》机械行业最佳分析师，连续两年第一名，三年第二名。连续 5 年上榜水晶球卖方机械行业最佳分析师，连续三年第一名。2012 年福布斯中国最佳分析师 50 强。

诸凯，北京大学经济学硕士、新加坡国立大学金融工程硕士，2016 年 7 月加入招商证券。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。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业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。