

杰克股份 (603337.SH)

景气回升行业集中，缝制机械龙头崛起

核心观点:

下游景气回升，补库存驱动需求加速释放。缝制机械行业在经历了 2015 年行业整体下滑后，16 年开始工业缝纫机产量增速呈现明显的上升态势。另一方面工业缝纫机库存去化明显，补库需求释放进一步增强行业景气回升。近年来全球服装产业的产销中心向东南亚转移，产生大量购买设备、快速提高生产规模需求，拉动缝制机械行业出口增长。下游经营改善回暖与纺织产业区域转移两大因素叠加共同催生了缝制机械的需求回升。

竞争格局生变，企业分化带来供给集中。我国缝制机械行业经过三十多年的发展已成为世界工业缝纫机主要生产地，已经具备了较为完善的产业链。其中杰克股份收入规模排名全球第三，近年来凭借自身成长与日资巨头的差距在逐渐减小。目前国内行业呈现企业分化，市场集中度提升的趋势。随着行业结构调整的推进，龙头企业的品牌影响力增强，推动订单向优势企业集中，而低端产能逐步出清。目前多家公司已经转型或缩小缝制设备业务，未来行业集中度将持续加强。

杰克砥砺前行，打造全球缝纫领先品牌。从业务布局来看，公司先后收购德国奔马和浙江众邦，切入缝前设备并逐步实现核心零部件自主化。从竞争格局看，过去几年在行业萎缩竞争对手转型的情况下，公司逐步抢占市场份额，保持了国内龙头地位并缩小了与日资巨头的差距。从产品升级看，公司加大研发投入，提升产品自动化智能化程度，裁床业务逐渐打开局面。

投资建议：经过库存去化和企业分化后工业缝纫机需求回升，公司产品优质产品线完善，行业低谷完成市场与品类扩张，市场份额持续提升，未来 3 年有望继续保持增长。我们预测公司 2017-19 年 EPS 分别为 1.457、1.866 和 2.214 元。结合业绩和估值情况，首次覆盖给予“买入”的投资评级。

风险提示：纺织业投资下滑；行业竞争加剧；汇率大幅波动。

盈利预测:

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1,591.62	1,857.13	2,517.88	3,172.33	3,806.70
增长率(%)	-7.63%	16.68%	35.58%	25.99%	20.00%
EBITDA(百万元)	218.38	284.43	390.54	487.95	567.62
净利润(百万元)	170.06	220.42	301.06	385.65	457.64
增长率(%)	-12.59%	29.61%	36.59%	28.10%	18.67%
EPS (元/股)	1.097	1.422	1.457	1.866	2.214
市盈率 (P/E)	-	-	26.01	20.31	17.11
市净率 (P/B)	-	-	5.98	4.62	3.64
EV/EBITDA	-0.35	-0.55	19.08	14.57	11.76

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格

37.89 元

报告日期

2017-07-21

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	207/52
流通 A 股市值(百万元)	7,831
每股净资产(元)	6.50
资产负债率(%)	49.31
一年内最高/最低(元)	0.00/0.00

相对市场表现



分析师：罗立波 S0260513050002



021-60750636



luolibob@gf.com.cn

相关研究:

联系人：王珂

gfwangke@gf.com.cn

目录索引

一、下游景气回升，补库存驱动需求加速释放.....	5
1.1 缝制机械市场广阔，行业回暖迹象明显.....	5
1.2 下游服装行业盈利回升，区域转移催生设备需求.....	6
二、竞争格局生变，企业分化带来供给集中.....	9
2.1 产业转移历经欧、日、中三个阶段，日企独占鳌头.....	9
2.2 国内企业分化，市场趋向集中.....	11
三、杰克砥砺前行，打造全球缝纫第一品牌.....	13
3.1 国内龙头企业，市场份额逐步提高.....	13
3.2 收购奔马及众邦，产业链延伸助力发展.....	17
3.3 受益产业转移，销售网络布全球.....	19
3.4 注重研发，推行智能化产品.....	20
四、他山之石，日本巨头的成长之路.....	21
五、盈利预测.....	24
5.1 关键假设.....	24
5.2 同业估值.....	24
六、投资建议与风险提示.....	25

图表索引

图 1: 缝制机械分类及下游应用	5
图 2: 缝制机械百余家骨干企业销售收入	6
图 3: 缝制机械百余家骨干企业工业缝纫机月度产量	6
图 4: 我国纺织服装行业营业收入情况	7
图 5: 我国纺织服装行业产成品库存	7
图 6: 2012 年亚洲各地服装产业工人平均工资	8
图 7: 中国工业用缝纫机出口情况	8
图 8: 2016 年中国缝纫机出口各国占比 (出口量)	8
图 9: 2016 年中国缝纫机出口各国同比增幅 (出口量)	8
图 10: 全球缝制机械产业转移过程	9
图 11: 全球领先企业缝制机械业务收入对比 (亿人民币, 汇率按 20170720 日计)	10
图 12: 杰克股份与日本重机近年收入规模对比 (亿人民币)	11
图 13: 杰克股份在缝纫设备上市公司阵营市场份额	12
图 14: 杰克股份在国内缝纫机市场份额	12
图 15: 2016 年各省缝制机械出口占比 (出口额)	12
图 16: 2017 年 1-3 月缝制机械各产品出口增幅	12
图 17: 公司营业收入构成	14
图 18: 杰克股份发展历程	14
图 19: 公司收入及归母净利润	15
图 20: 公司毛利率与净利率	15
图 21: 单季度营业收入情况	15
图 22: 公司代表性产品示意图	16
图 23: 国内代表性企业市场份额测算	16
图 24: 行业代表性企业综合毛利率对比	17
图 25: 公司裁床业务营收	18
图 26: 公司裁床业务毛利率与综合毛利率对比	18
图 27: 公司核心零部件自主化率	18
图 28: 公司海外业务收入占比	19
图 29: 2016 上半年公司地区收入占比	19
图 30: 公司经销商数量	19
图 31: 公司直销、经销收入占比	19
图 32: 各企业研发费用/营业收入对比	20
图 33: 公司研发中心汇总	20
图 34: 自动化产品占比	21
图 35: 公司自动化产品示意图	21
图 36: 世界重机 JUKI 成长史	21
图 37: JUKI 历年营业收入 (百万美元)	22
图 38: JUKI 推行智能生产线解决方案	22

图 39: JUKI 新加坡地区总部	23
图 40: 2016 年 JUKI 各地区收入占比	23
图 41: JUKI 全球布局	23
表 1: 2017 年 1-3 月份行业百家骨干整机生产企业分产品产销及库存情况	6
表 2: 全球缝制机械领先企业	10
表 3: 盈利预测	24
表 4: 可比公司估值水平	24

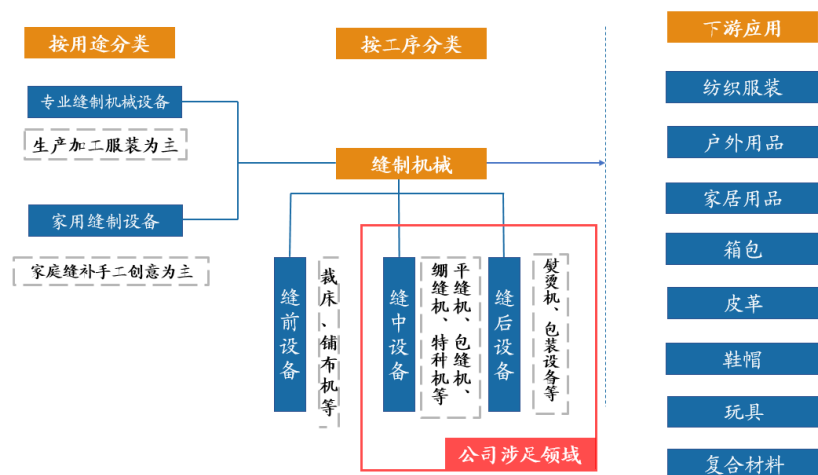
一、下游景气回升，补库存驱动需求加速释放

1.1 缝制机械市场广阔，行业回暖迹象明显

按缝制工序先后分类，缝制设备主要包括三大类：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。

缝制机械设备应用领域广泛，除纺织服装行业外，还广泛应用于鞋帽、箱包、皮革、玩具、复合材料、家居用品、户外用品等需要裁剪、缝合和装饰等领域。鉴于缝制机械行业与人们的日常生活及其相关制造业联系紧密，因此在国民经济中具有相当的重要性和不可替代性，是我国轻工业的重要构成部分。

图1：缝制机械分类及下游应用

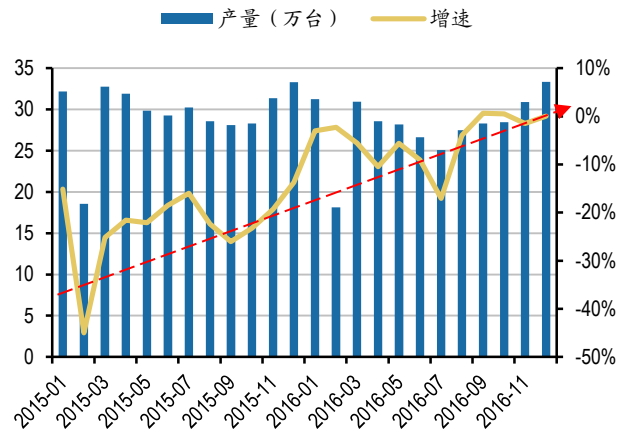
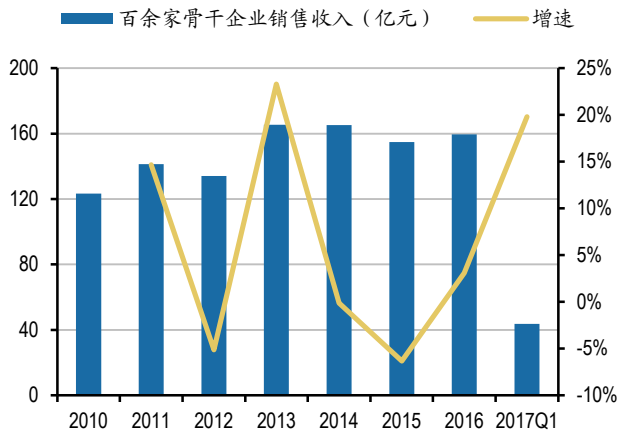


数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

行业呈现恢复性增长。公司2016年年报披露根据缝制机械协会的统计，2016年行业百余家骨干企业销售收入接近160亿元，总体平稳增长，收入规模已经基本恢复到金融危机之前的水准。从生产端来看，由于2015年行业整体的下滑，2016年整机企业工业缝纫机的产量增速呈现明显的上升态势；从销售端来看，2017年1-3月行业累计销售缝制机械137.3万台，同比增长18.18%，产销率114.2%；其中，工业缝纫机累计销售100.5万台，同比增长19.92%，产销率118.6%。

图2：缝制机械百余家骨干企业销售收入

图3：缝制机械百余家骨干企业工业缝纫机月度产量



数据来源：中国缝制机械协会，广发证券发展研究中心

数据来源：中国缝制机械协会，广发证券发展研究中心

工业缝纫机库存去化明显。根据中国缝制机械协会公布的数据，1-3月工业缝纫机库存大幅下降44.39%，骨干企业第一季度累计完成主营业务收入43.7亿元，同比增长19.82%。去年库存充分去化，行业库存短缺所积累的补库需求快速释放，进一步增强行业景气回升，叠加海外市场设备更新需求加大，我国缝制机械行业产销继续保持恢复性增长态势，工业缝纫机市场呈现供不应求局面。

表1：2017年1-3月份行业百家骨干整机生产企业分产品产销及库存情况

产品分类	产量 (台)	产量同比	销量(台)	销量同比	产销率	库存 (台)	库存同比
家用缝纫机	318729	4.72%	331739	16.46%	104.10%	331739	16.46%
工业缝纫机	847282	17.24%	1005006	19.92%	118.60%	294217	-44.39%
缝前缝后设备	36131	-6.26%	36392	-5.65%	100.70%	14558	40.84%
总计	1202142	12.75%	1373137	18.18%	114.20%	377394	-37.14%

数据来源：中国缝制机械协会，广发证券发展研究中心

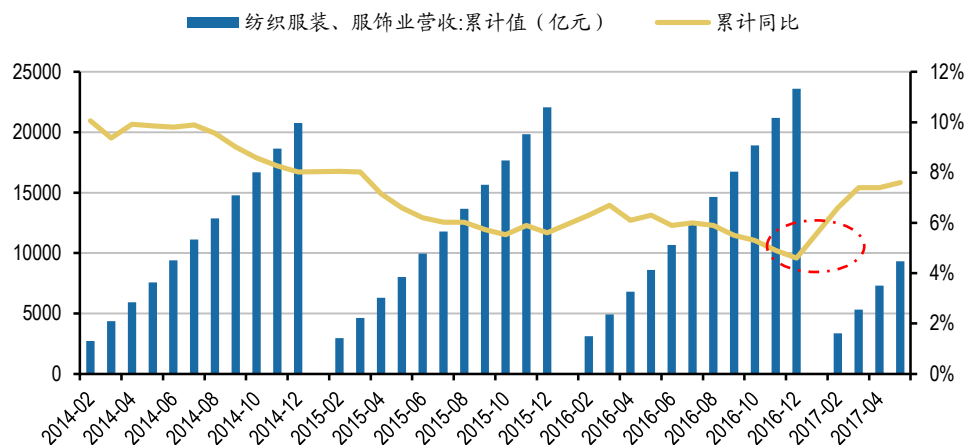
1.2 下游服装行业盈利回升，区域转移催生设备需求

纺织服装是缝制机械行业的主要应用领域。2010年以来，纺织服装产业各项指标出现下滑，需求全面放缓带来的产能过剩矛盾凸显，供给侧改革是纺织行业的主基调。一方面，弱势纺企逐渐淘汰，订单及产能向龙头企业集中；另一方面，细分小品牌涌现，为供应链优化和整合提供了基础。

服装行业收入见底，产能出清初显成效。经过前几年的产能去化周期，纺织服装发展增速触底回升，根据万德统计2016年行业实现营业收入2.36万亿元，同比增长4.6%，增长幅度为历年最低水平。今年一季度行业营收增速明显回升，另外根据国家统计局的数据，2017年6月份单月社会服装鞋帽、针纺织品零售总额达1220亿元，同比增长7.3%，社会零售额的大幅提升也印证了下游纺织企业经营状况好转。

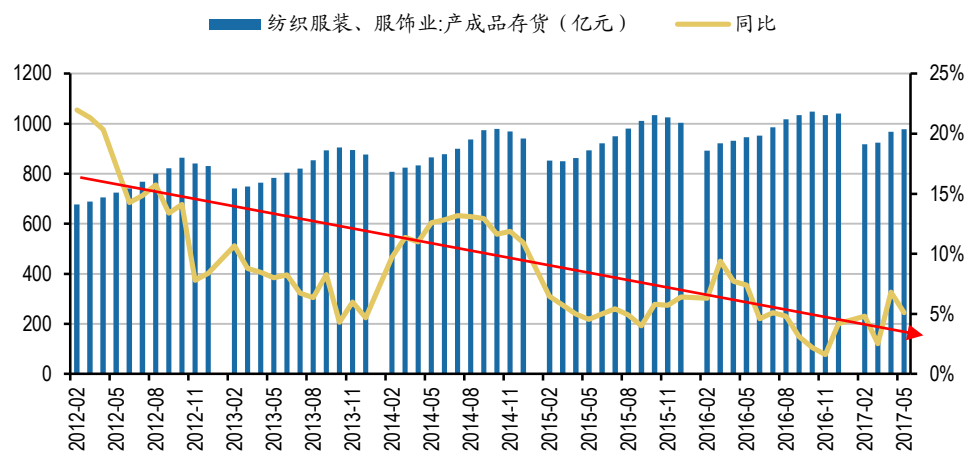
从纺织行业库存的角度来看，虽然行业产成品库存绝对值数量还在增加，但是库存增幅的下降已经形成趋势，供给侧改革效果初现。我们认为服装行业触底回升，一方面来自于整体经济的复苏，人民生活水平的提高驱动服装销量；另一方面，当行业有回暖迹象时，前几年行业较差时累积的更新需求会释放出来，需求端的复苏会拉动上游缝制机械景气回升。

图4：我国纺织服装行业营业收入情况



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图5：我国纺织服装行业产成品库存



数据来源：国家统计局，广发证券发展研究中心

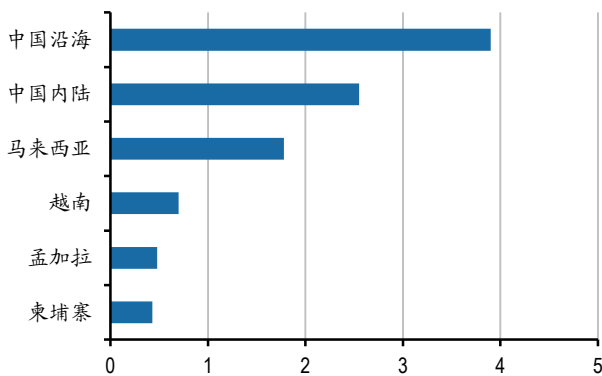
服装产业区域转移，催生缝纫设备新增需求。 凭借较低的劳动力等生产要素成本和进口国差别关税等优势，近年来，全球服装产业的产销中心呈现向南亚、东南亚等经济体转移的趋势。除此之外，这些地区具有大量投资建设新厂、购买设备、快速提高生产规模等后发优势，将拉动缝制机械行业出口增长。根据海关总署统计2017年一季度，我国工业用缝纫机出口114万台，同比增长8.7%，出口金额达3.07亿美元，总体呈现增长态势。

从各市场占比来看，印度稳居我国工业缝纫机年出口量最大的市场，占据我国该产品出口量比重的14.6%，印度尼西亚、越南、孟加拉、伊朗等新兴经济体也占据了行业出口的较大份额。从增长幅度来看，出口缅甸数量增长62.4%，南亚、东南亚国家增长幅度普遍高于美国、荷兰的增幅，这些国家的刚需增长成为拉动我国出口的主要因素，设备出口方向与服装行业转移相一致。下游经营改善回暖与纺织产业区域转移两大因素叠加共同催生了缝制机械设备的需求回升。

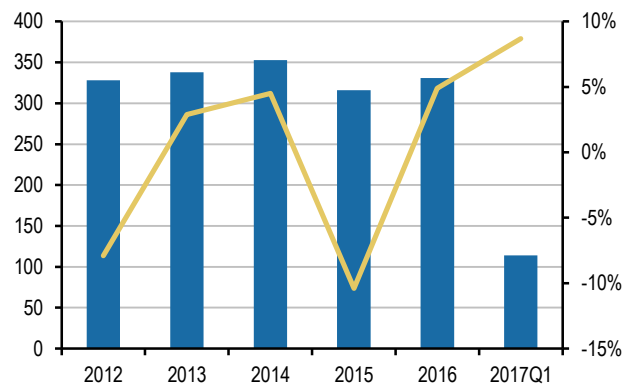
图6：2012年亚洲各地服装产业工人平均工资

图7：中国工业用缝纫机出口情况

■ 2012年亚洲各地服装产业工人平均工资 (美元/小时)



■ 出口数量 (万台) ■ 数量同比

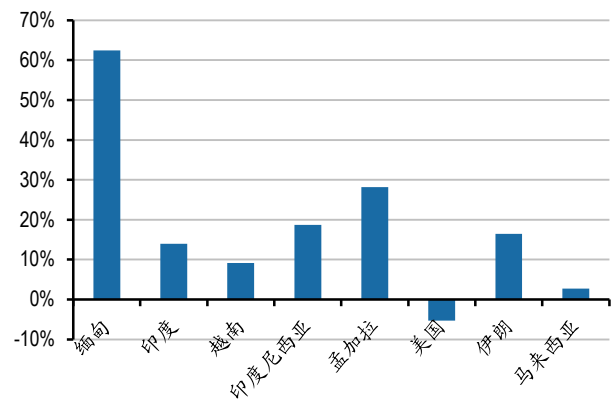
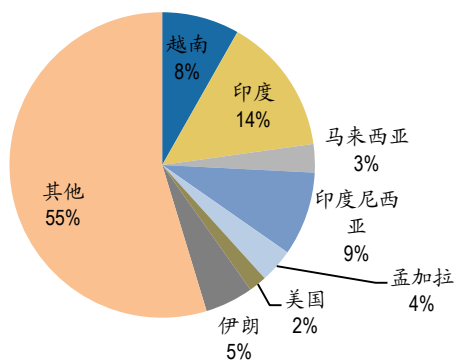


数据来源：中国缝制机械协会，广发证券发展研究中心

数据来源：海关总署，广发证券发展研究中心

图8：2016年中国缝纫机出口各国占比 (出口量)

图9：2016年中国缝纫机出口各国同比增幅 (出口量)



数据来源：中国缝制机械协会，广发证券发展研究中心

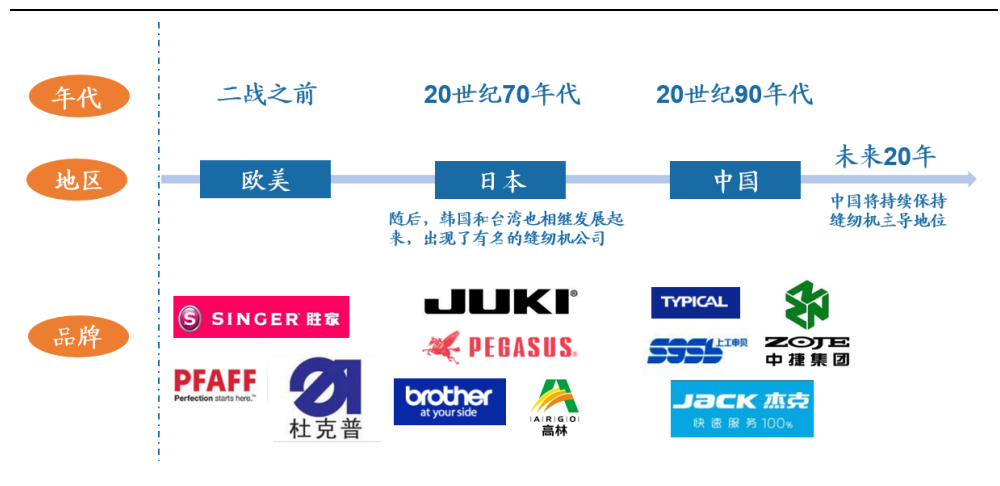
数据来源：中国缝制机械协会，广发证券发展研究中心

二、竞争格局生变，企业分化带来供给集中

2.1 产业转移历经欧、日、中三个阶段，日企独占鳌头

缝制机械产业中心转移：从欧美到日本再到中国。行业从欧美起源，最初的缝纫机由美国胜家公司发明，随后德国百福、杜克普等几家德国也发展起来。二战后至70年代是日本工业缝纫机的高速发展时期，产业中心由欧美向日本转移。在日本的带动下，台湾也逐步成长。这段期间，诞生了诸如日本重机、兄弟公司和台湾高林等代表性企业。随着劳动力成本的提高，90年代产业开始往中国转移。大陆地区最早有五个缝纫机生产基地，后来因为各种原因，只就剩下上工申贝与标准集团。随后，在飞跃集团的带动下，形成了以浙江台州为中心（企业数量占到全国的60%），以河北廊坊、上海、天津、西安为生产基地的态势。

图10：全球缝制机械产业转移过程



数据来源：招股书，广发证券发展研究中心

两次产业转移造成当今中日德三足鼎立的格局，公司市占率全球第三。在行业中心转移的过程中，每一次转换都会成就一些当地的代表性企业，这些企业有的随着时间的推移而衰落，有的则是长盛不衰，那些历经洗礼的公司逐步成长为国际龙头企业，形成了中日德三足鼎立的局面。我们把这些龙头公司的缝制机械业务营业收入进行了比较后发现，日本重机和兄弟公司牢牢把持前两位，而公司的收入规模位居第三。

通过查阅各公司年报，从缝制机械业务收入来看杰克股份位于全球第三。日本兄弟2016财年家用与工业缝纫业务合计收入1353亿日元（比2015财年下滑10%），折合人民币约82亿，位居全球首位；排在第二位的是日本重机2016年收入97724亿日元（比2015财年下滑14%）。

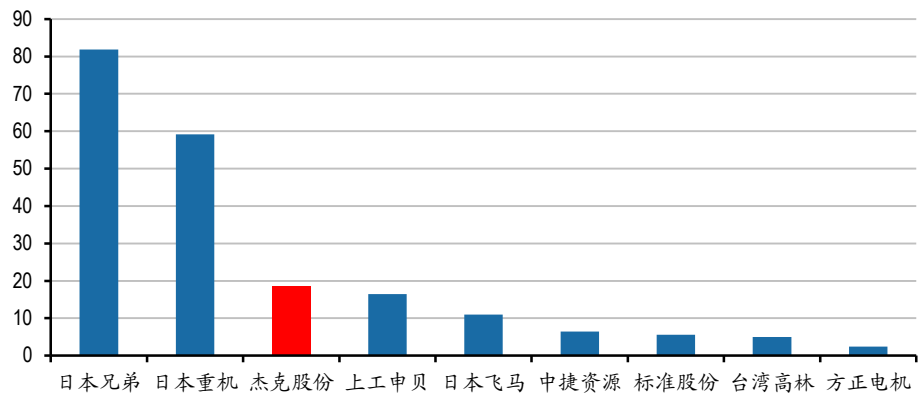
表2: 全球缝制机械领先企业

生产厂家	国家	市场地位
日本重机	日本	市场份额、质量、品种均处于世界领先水平，并被各大服装业厂家公认，产品销往 170 个国家。
兄弟公司	日本	一家主营业务为通信设备、电子文具、缝制机械产品、产业机器等设备的生产和销售的大型公司。
高林集团	中国台湾	拥有的品牌为 SiRUBA (银箭)，是台湾缝纫机领军企业，“台湾接单，大陆生产”是其应对中国崛起与全球化之策略。
日本飞马	日本	产品适用于 T 恤，泳装等伸缩性针织产品，环缝缝纫机的专业生产厂家，致力于打造环缝缝纫机领域的领军企业。
德国奔马	德国	德国著名的裁床企业，以其技术先进、系统精良等著称，现已被公司收购
上工申贝	中国	兼并了杜克普以及百福，在厚料方面的业务独一无二，是缝纫机自动化全球领军企业。

数据来源：招股书，各公司网站，广发证券发展研究中心

杰克股份距离前两名老牌日资企业虽然有不少差距，但随着日资巨头进入成熟期产品线有所收缩近2016年还出现下滑，而杰克股份凭借自身成长和市场开拓连续多年保持增长，与日资巨头的差距在逐渐减小。

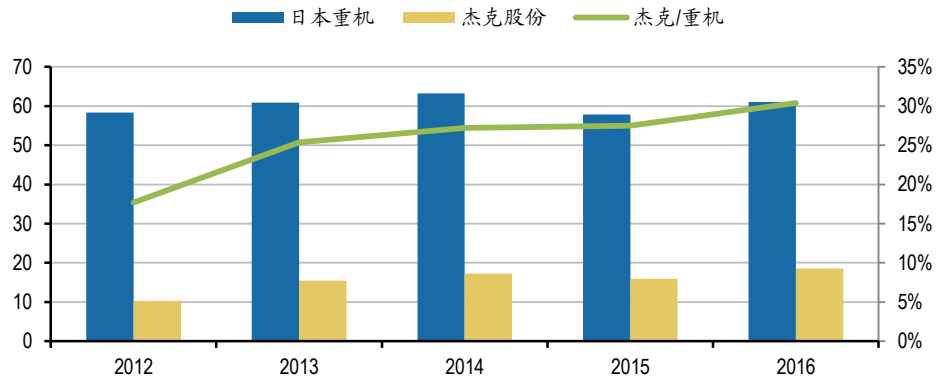
图11: 全球领先企业缝制机械业务收入对比(亿人民币, 汇率按20170720日计)



数据来源：Bloomberg, Wind, 广发证券发展研究中心

将日本重机与杰克股份历年收入规模进行比较后发现，杰克股份凭借高于行业平均水平的增长速度，正逐渐缩小与行业巨头的差距，5年间收入比例从18%提升至30%。

图12: 杰克股份与日本重机近年收入规模对比 (亿人民币)



数据来源: Bloomberg, Wind, 广发证券发展研究中心

2.2 国内企业分化, 市场趋向集中

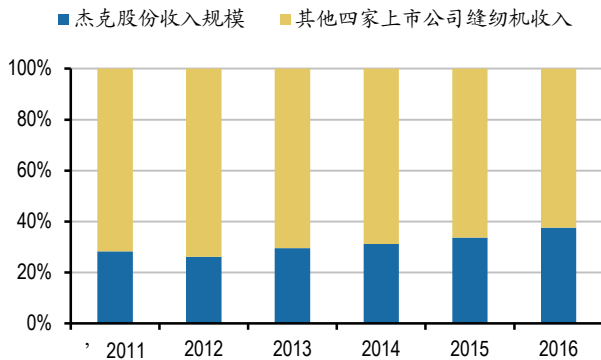
我国缝制机械行业经过三十多年的发展已成为世界工业缝纫机主要生产基地, 已经具备了较为完善的产业链。目前, 国内行业呈现出3个明显特征:

1.产业集群化。根据中国缝制机械协会统计, 2016年底, 浙江、上海、广东、陕西、河北、江苏这六大区域合计出口占比达到93%, 其中浙江单个省份的比例高达49%, 是我国缝制机械第一大产销基地。以浙江台州为核心, 我国缝制机械行业的快速发展得益于产业集群化带来的竞争优势, 优势资源的聚集方便了企业之间互相学习、合作和竞争。

2.集中度提升, 行业出现分化。随着行业结构调整的推进, 一直以来模仿为主和低技术含量的小企业被逐步淘汰, 龙头企业的品牌影响力增强, 推动订单向优势企业集中。行业逐步呈现格局分化, 低端产能逐步出清。根据公司招股书披露, 以工业总产值为口径2013年行业的CR10=66.1%, 同比增加了6个百分点; 2016年行业公司完成工业生产总产值约536亿元, 同比增长2.10%, 生产工业缝纫机526万台, 同比下降6.07%; 相比之下, 前100家整机企业累计完成工业总产值142亿元, 同比增长3.09%, 生产缝纫机337.1万台, 同比增长0.47%。可以看到, 行业领先企业的经营状况明显优于行业整体。

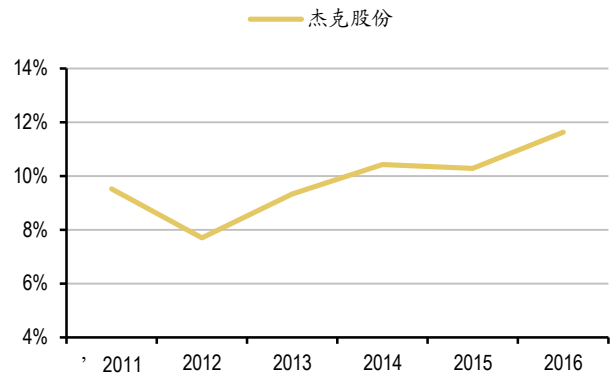
上市公司阵营中的分化也非常明显。我们统计了2011-2016年杰克股份、上工申贝、中捷资源、标准股份、方正电机五家公司缝制设备业务收入, 发现杰克股份在缝制设备上市公司阵营的市场份额从27%提升至39%。多家公司已经转型或缩小缝制设备业务, 目前仍然坚守主要的主要有杰克股份和上工申贝, 未来行业集中度将持续加强。

图13: 杰克股份在缝纫设备上市公司阵营市场份额



数据来源: 各公司年报, 广发证券发展研究中心

图14: 杰克股份在国内缝纫机市场份额



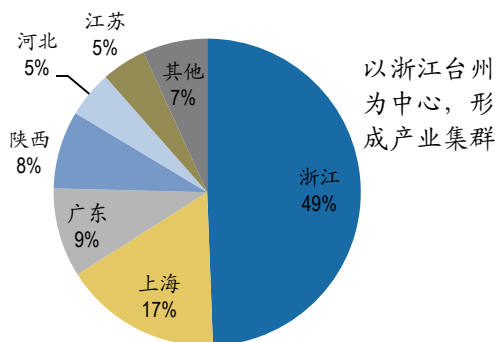
数据来源: 中国缝制机械协会, 广发证券发展研究中心

3. 自动化、智能化是未来的发展方向。在劳动力成本上行的压力下,我国掀起了“机器换人”的热潮,行业对智能化、自动化、节能化的机电一体化产品的需求日益增强。今年一季度,工业缝纫机出口量同比增长8.7%。其中,自动平缝、自动包缝、自动绷缝以及其他工业自动缝纫机出口量分别增长23.28%、10.06%、14.82%和20.13%,而其他工业用非自动缝纫机出口量则下降6.35%,行业机电一体化产品出口继续保持稳定增长。

杰克股份此次 IPO 共募集资金 8.63 亿元,募投项目主要用于年产100万台智能节能工业缝纫机项目、年产2万台特种工业缝纫机技改项目、年产45万台永磁伺服电机技改项目、年产300台自动裁床技改项目,以帮助公司扩大市场份额,提升公司缝制设备自动化产品竞争实力。

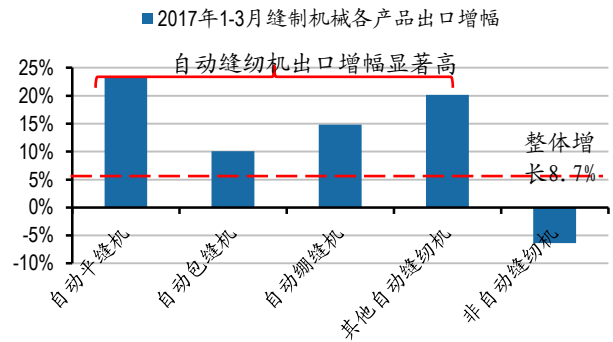
另外公司近几年重点发展的裁床设备,主要用于缝中步骤,这种自动化程度更高的裁床的运用可以大幅提高裁剪效率和降低人工成本。

图15: 2016年各省缝制机械出口占比(出口额)



数据来源: 中国缝制机械协会, 广发证券发展研究中心

图16: 2017年1-3月缝制机械各产品出口增幅



数据来源: 中国缝制机械协会, 广发证券发展研究中心

三、杰克砥砺前行，打造全球缝纫第一品牌

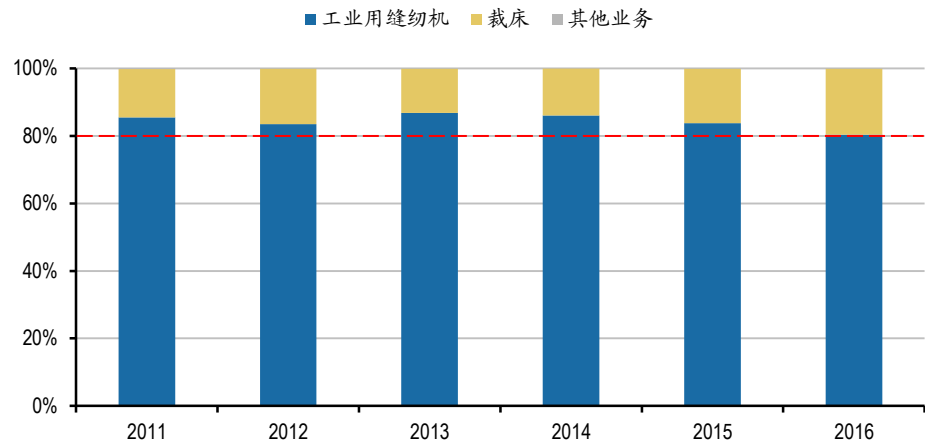
公司为何能逐步成长为国内第一的缝制机械生产厂商，我们从四个维度来分析：

- 1.从业务布局来看，公司先后收购德国奔马和浙江众邦，切入缝前设备并逐步实现核心零部件自主化。产业链内外延伸，缝前设备+缝中设备，充分发挥协同效应效果。在几个竞争对手持续低迷的情况下，逐步抢占市场份额，缩小与日本重机、兄弟集团的差距。
- 2.从销售角度来看，公司以经销为主、直销为辅，境内覆盖28个省717家经销商，境外70多个国家（地区）248家经销商，销售网络遍布全球。日益完善的营销网络为公司产品的销售提供了有力的保障。伴随着下游服装产业的转移，公司来自南亚、东南亚的收入占比逐步提升。
- 3.从未来发展来看，随着全球生产成本的不断攀升，服装业的发展面临巨大压力，因此智能型机电一体化产品已主导了工业缝纫机的发展潮流。公司加大研发投入，建立了4大研发中心、9个研发团队及部门，直驱车和电脑车占比接近80%。
- 4.从日本巨头的经验来看，JUKI推行智能化整体解决方案，并加大在新兴市场的布局，缝制机械的收入是公司2倍有余。对比世界巨头，公司还存在较大的增长空间。

3.1 国内龙头企业，市场份额逐步提高

杰克股份自诞生伊始便专注于缝制机械。公司主营业务为工业缝制机械的研发、生产和销售，包括工业缝纫机、裁床、铺布机等工业用缝制设备以及电机、电控等缝制机械重要零部件，旗下有杰克和布鲁斯两个品牌。工业缝纫机是服装、箱包、鞋帽等行业生产加工的主要设备，公司的主要工业缝纫机包括平缝机、包缝机、绷缝机和特种机等系列约500个品种，是主要收入来源，该块业务占比一直保持在80%以上。裁床则用于裁剪服装、鞋帽、箱包、汽车内饰、家具等软性材料，铺布机则用于展开、铺平和裁割布料。公司的裁床产品有单层和多层2个系列5个品种，铺布机产品有2个系列10个品种，2016年该业务营收3.64亿元，占比约19.6%。除了国内市场，公司产品还远销亚洲、南美、欧洲、非洲等70多个国家和地区，在孟加拉、印尼、越南、巴西等地建立办事处，目前国际市场销售占比超过50%。

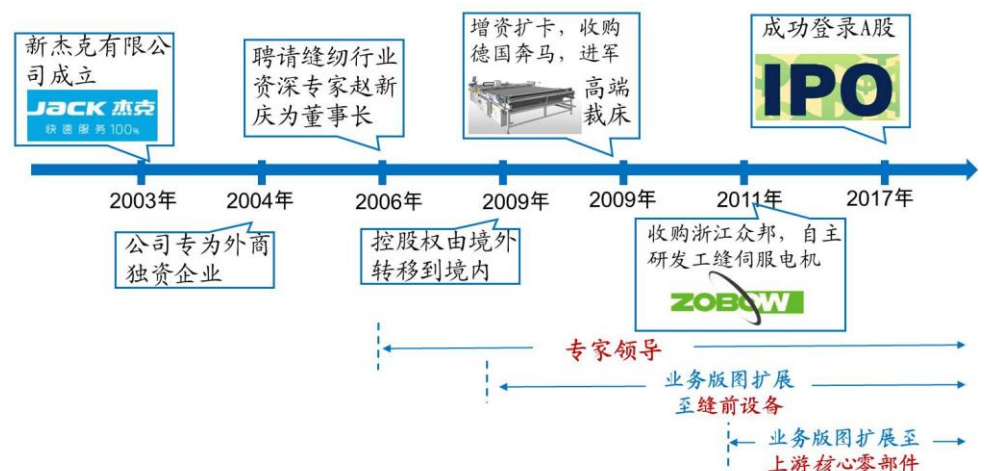
图17: 公司营业收入构成



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

聘请专业化管理团队，发展迅速。公司实际控制人为胡彩芳、阮积祥、阮福德、阮积明四人，其中阮积祥、阮福德、阮积明为阮氏三兄弟，但公司成功实现了由“家族掌控式管理”向“职业经理人管理”的转型，这在民营企业中实属凤毛麟角。2006年，公司聘请赵新庆先生担任董事长。赵先生曾任中国标准缝纫机集团有限公司总经理、西安标准工业股份有限公司董事长，在缝纫机行业有近40年工作经验，是缝纫机行业为数不多的技术带头人，具有丰富的管理经验和敏锐的市场洞察力。自此，公司开启了专家领导时代。随后，公司分别于2009年、2011年收购德国奔马和浙江众邦，将业务范围进一步扩展到缝前设备及上游核心零部件，这样的版图扩张有助于公司充分发挥协同作用，进一步提高经营业绩。

图18: 杰克股份发展历程



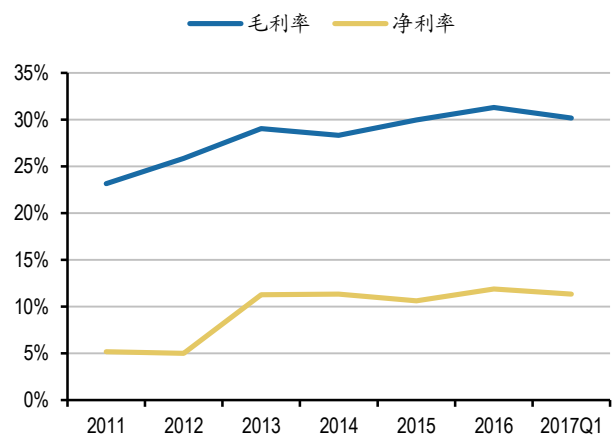
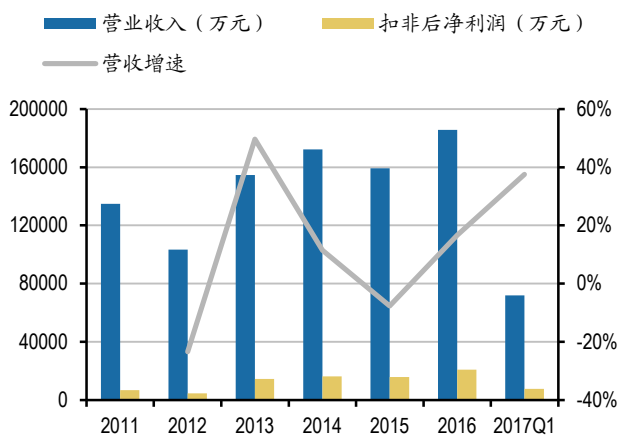
数据来源: 招股书, 广发证券发展研究中心

受益下游边际改善，公司业绩大幅增长。2016年，在缝制机械行业仅略微回暖的情况下，公司业绩实现较高增长，营业收入18.57亿元，同比增长16.68%，扣非后净利润2.09亿元。同时，公司的毛利率与净利率稳中有升。

分季度来看，自2016年3季度以来公司营业收入均保持在32%以上，且呈现加速增长的态势，下游服装行业边际改善叠加供给侧改革，使得去年库存去化较为充分。2016~2017年世界经济逐渐回暖，前期被压制的市场需求得到释放，公司营收和净利润步入景气周期，新一轮需求周期的开始，未来业绩增幅可能会有所回落，但是依然会保持高增长态势。

图19: 公司收入及归母净利润

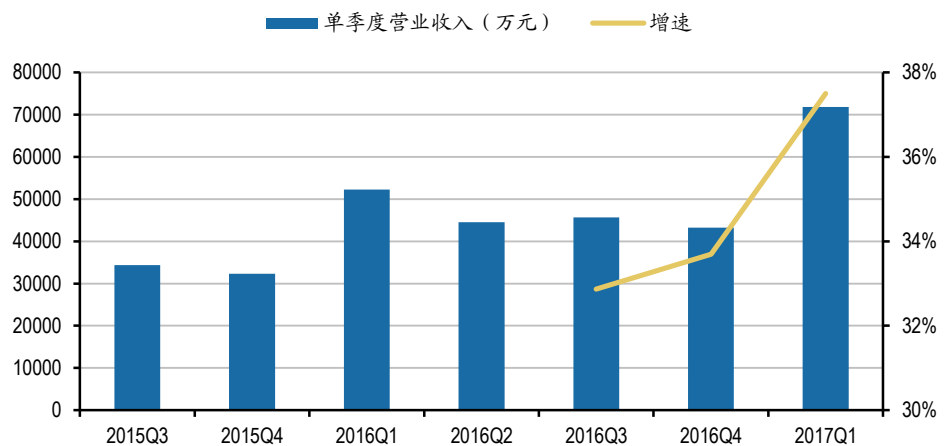
图20: 公司毛利率与净利率



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

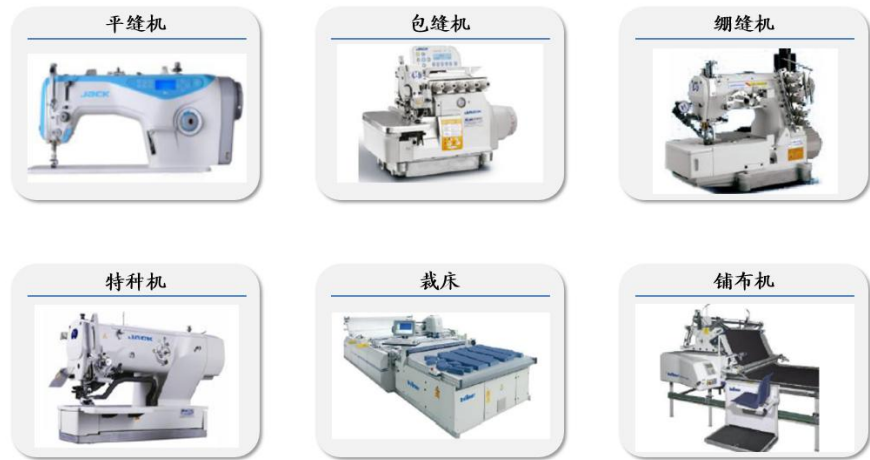
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图21: 单季度营业收入情况



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

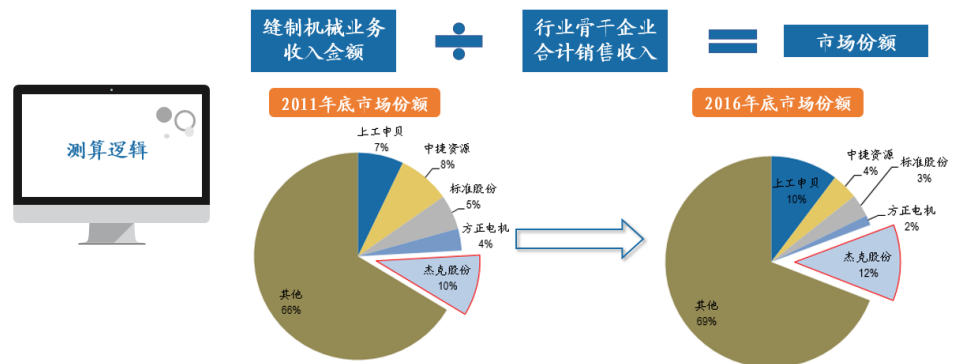
图22: 公司代表性产品示意图



数据来源: 招股书, 广发证券发展研究中心

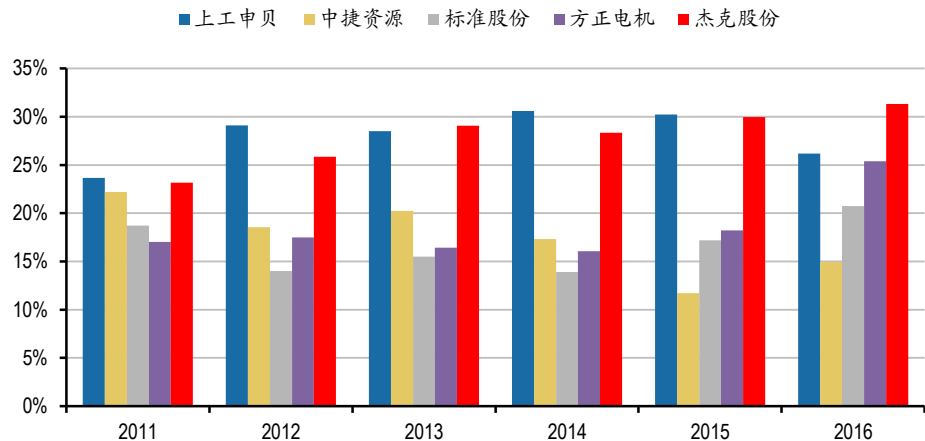
国内市场份额位居首位, 双业务发挥协同效应。公司充分发挥自己的双业务优势, 在高端市场上缩小与日本巨头的差距, 同时抢占中、低端市场份额, 逐步将竞争对手挤出市场。我们以国内各公司缝制机械业务收入金额和骨干整机企业合计收入来大致测算市场份额, 公司的市占率逐步提升, 在2016年底达到约12%。上工申贝收购德国杜克普和百福之后, 以厚料加工设备为主, 技术全球领先, 目前只有上工申贝可与之抗衡, 但与公司的竞争关系不大, 位居国内生产厂商第二位。标准股份和中捷资源则由于近几年的经营问题, 规模逐步萎缩。在竞争对手经营低迷的情况下, 公司凭借良好的业务布局, 未来有望进一步提高市场份额, 扩大规模优势。公司的盈利能力领先行业。随着综合竞争力和行业地位的提升, 公司的盈利能力也有了较大的改善, 综合毛利率由2011年的23%提升到去年的31%, 领跑国内市场。

图23: 国内代表性企业市场份额测算



数据来源: 中国缝制机械协会, Wind, 广发证券发展研究中心

图24：行业代表性企业综合毛利率对比



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

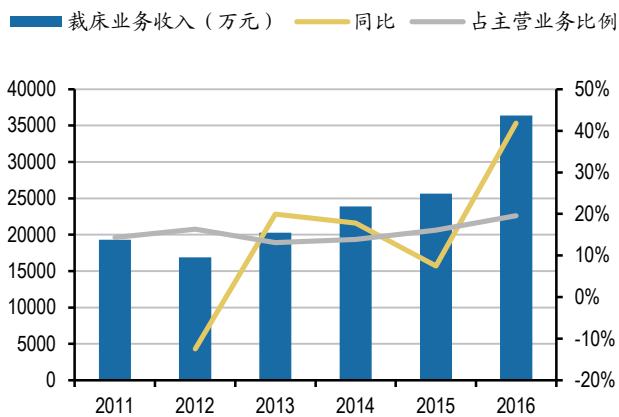
3.2 收购奔马及众邦，产业链延伸助力发展

公司创立时期专注于缝中设备的制造，随着规模的扩大，公司也开始通过并购来扩张自己的业务范围。

收购高端裁床企业德国奔马。2009年金融危机期间，公司果断收购著名裁床企业德国奔马，开创行业民企收购外企的先河。德国奔马是全球三大自动裁床供应商之一，以自动裁床系列产品在服装界及软制品行业享有盛誉，被誉为“业界奔驰”。此举实现了缝制机械产业链和产业线的延伸。

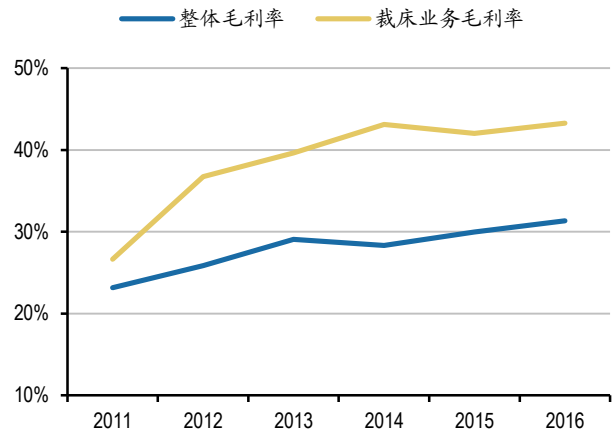
裁床处于爆发的初级阶段。前几年，裁床国内的普及率极低，远远低于国外成熟市场，主要原因是市场上基本为进口产品，价格在百万以上。随着国内裁床生产企业的快速成长和竞争力的不断增强，裁床产品的价格门槛不断下降，产品性价比及售后服务水平不断提升，价格、供货期、耗材及维护成本高居不下等阻碍行业发展的因素正逐渐减弱。裁床的下游应用领域呈现明显扩散趋势，由最初的纺织服装行业领域逐渐向产业用纺织品、交通运输领域、特种材料领域等下游行业扩张。2010年公司在子公司拓卡奔马及时实施裁床业务国产化，充分抓住裁床普及提升的浪潮。公司近5年复合增长率为15.8%，裁床业务快速发展，占公司收入的比重也提升为20%。同时，裁床的盈利能力优越，这是因为裁床包含的技术含量更高，生产工艺相对复杂，因此价格是平缝机设备的近500倍，去年裁床业务的毛利率约为45%。随着德国奔马技术优势与公司研发资源的结合，公司在工业缝纫机和裁床领域的竞争力及研发能力将得到进一步提升。

图25: 公司裁床业务营收



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

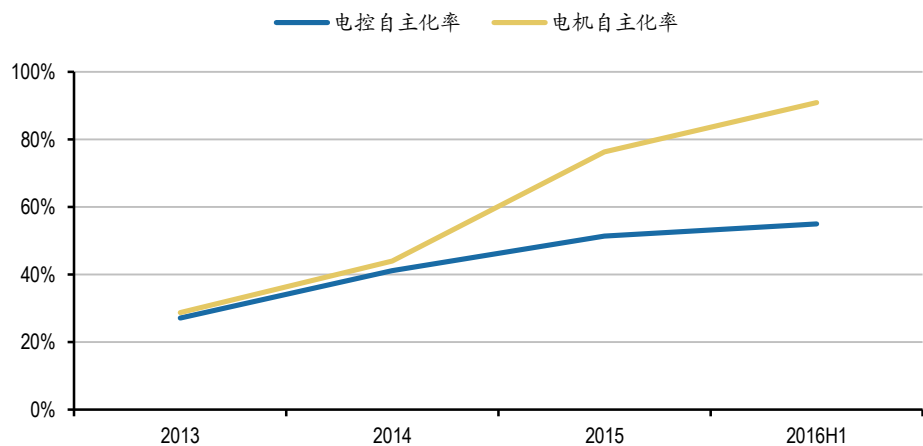
图26: 公司裁床业务毛利率与综合毛利率对比



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

收购众邦, 实现核心零部件自主化。缝制机械行业的上游主要为电机、电控、轴承等核心零部件供应商, 但该产业在工艺技术、产品质量、品牌口碑等方面仍与国际先进水平存在一定差距, 提升零部件制造技术和质量是我国缝制机械企业提升市场竞争力、在高端市场赶超国际先进品牌的关键举措之一。因此, 公司整合上游电机电控制造环节, 以子公司众邦科技研发制造利润率较高的直驱电机和伺服电机等零配件, 为自制整机提供零部件配套。随着制造工艺的逐渐成熟, 公司伺服电机的自主化率不断上升, 2013年至2016上半年分别为30.24%、45.59%、54.63%和67.87%, 有效地降低了电机电控零配件的单位采购成本, 形成了良好的产业链协调, 成为行业典范。

图27: 公司核心零部件自主化率

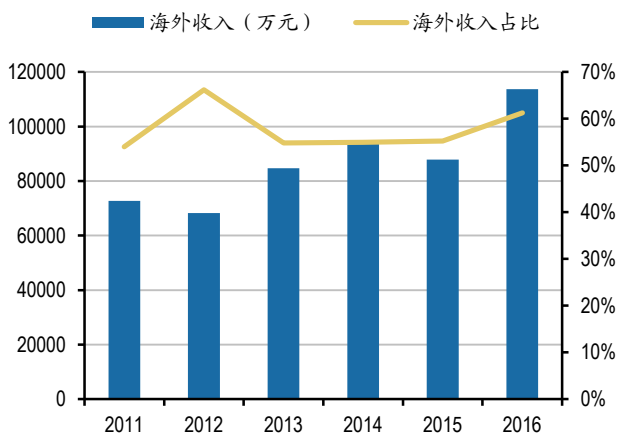


数据来源: 招股书, 广发证券发展研究中心

3.3 受益产业转移，销售网络布全球

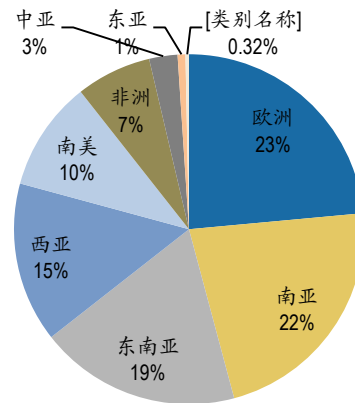
受下游业务转移，海外占比提高。缝制机械的市场需求主要取决于下游纺织服装行业的情况。近年来，随着全球服装制造中心向南亚和东南亚转移，行业的海外需求出现增长。公司的海外业务收入逐年提高，比例稳定在60%左右，可以说重要性更甚国内市场。这种产业中心的转移也体现在海外收入结构上，公司2016上半年南亚和东南亚两个地区的收入占整个海外收入的41%，欧洲地区借助德国奔马在当地市场的影响力，占比达到了23%。

图28：公司海外业务收入占比



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

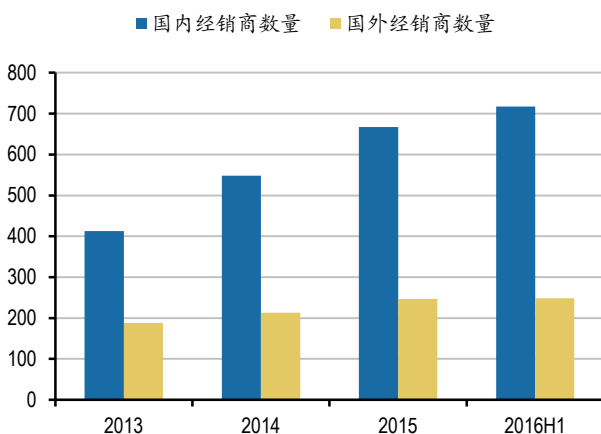
图29：2016上半年公司地区收入占比



数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

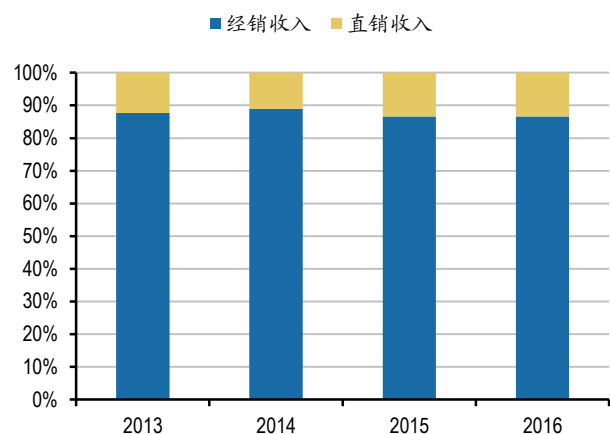
建立海外营销网络，覆盖重点地区。公司的销售模式以经销为主、直销为辅，经销收入占比80%以上。同时，为了应对下游中心转移，公司将目标客户聚焦在最具潜力的发展中国家服装企业，在行业低迷期逆势提高经销商数量。

图30：公司经销商数量



数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

图31：公司直销、经销收入占比



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

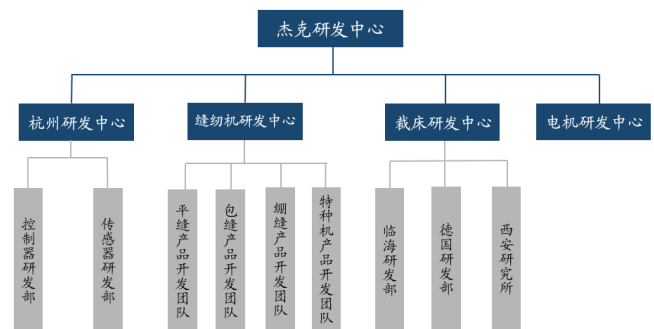
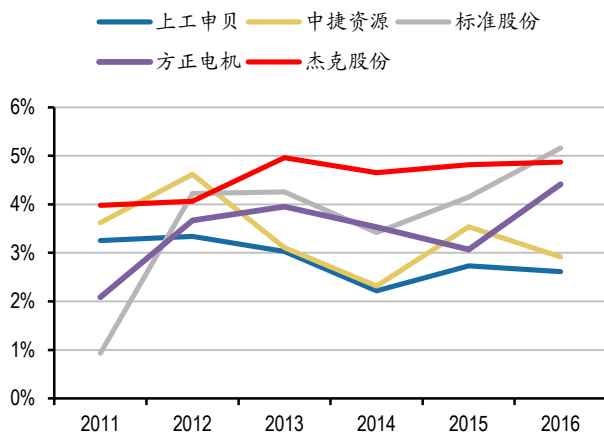
在国内拥有717家经销商，覆盖江苏、浙江、广东、山东、河北等主要市场；海外方面，在全球70个国家拥有248家经销商，重点市场为印度、孟加拉国、伊朗等国这些海外经销商还会通过定期会议的方式，与国内外主要经销商商讨各种市场营销政策，既保证政策执行畅通又增强了上下游企业之间的互信。另外，为拓展销售网络，公司协助经销商不断开发分销商，形成了纵深覆盖的全球营销网络，并在其中多个国家市场占据重要市场份额。

3.4 注重研发，推行智能化产品

目前从全球范围来看，缝制机械产业具有明显的结构性特征。日本、德国等传统缝制机械强国仍占据了行业技术的制高点，主导着全球高端缝制机械市场。为了实现公司“打造全球缝制设备第一品牌”的愿景，研发能力成了驱动公司持续发展的重要战略。公司的研发投入比例领先行业，并且注重自动裁床和缝纫机、电机电控之间的技术协同，建立了4大研发中心、9个研发团队及部门，对工业缝纫机、裁床、铺布机、电脑控制器及伺服电机等公司主要产品的核心技术均拥有自主知识产权。2016年，公司有关缝制机械专利申请量达55件，获批35件，两项指标均位居行业第一。

图32：各企业研发费用/营业收入对比

图33：公司研发中心汇总



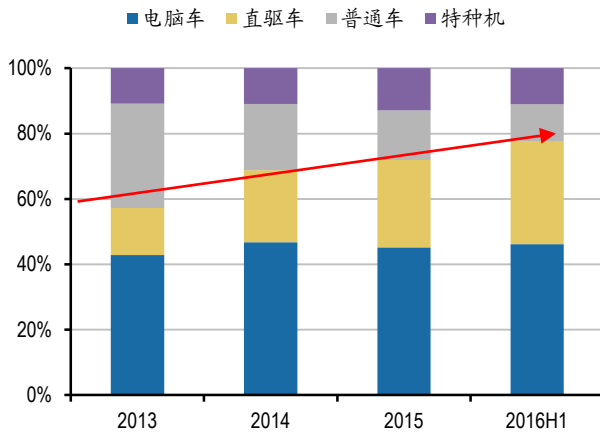
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

公司积极推动自动化产品。随着全球主要服装生产国劳动力、能源等生产成本的不断攀升，服装业的发展面临巨大压力，因此提升效率、节约成本已成为全球服装业对于缝制机械的核心需求，因此智能型机电一体化产品已主导了工业缝纫机的发展潮流。根据协会的统计，2015年全行业电控工业缝纫机占工业缝纫机总量的比重已由2014年的58%提升到65%。

公司在此方面也处于领先地位。根据工业缝纫机驱动配置的差异，公司的主要产品又可以划分为电脑车、直驱车和普通车，前两者通过配置电脑控制器和伺服电机，完成缝纫所需各类工艺。相较于普通的机械式驱动，这两种驱动车整体结构简单、停针精度高，定位准确、缝制效率高，占公司比重也逐渐提升到接近80%。

图34: 自动化产品占比



数据来源: 招股书, 广发证券发展研究中心

图35: 公司自动化产品示意图



数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

四、他山之石, 日本巨头的成长之路

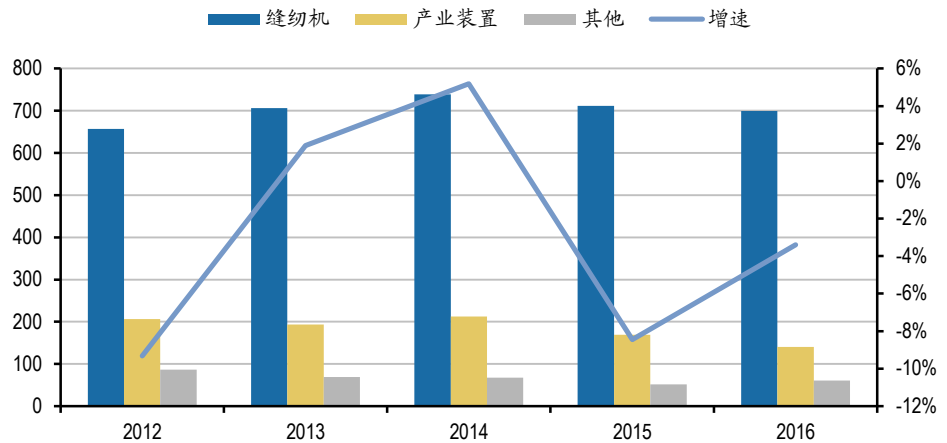
日本重机JUKI是一家主营业务为缝制机械产品和产业机器的大型企业, 在全行业和全地区市场占有率位居首位。自1938年成立以来, JUKI逐步切入家庭用和工业用缝纫机, JUKI品牌的工业用缝纫机在市场份额、质量、品种等方面都处于世界领先水平, 并多次获得政府嘉奖。自1990年进军中国市场以来, 市场范围逐步扩大, 逐步形成了以中国、日本为生产基地, 在世界上170个国家进行销售的格局。

图36: 世界重机JUKI成长史



数据来源: JUKI官网, 广发证券发展研究中心

图37: JUKI历年营业收入(百万美元)

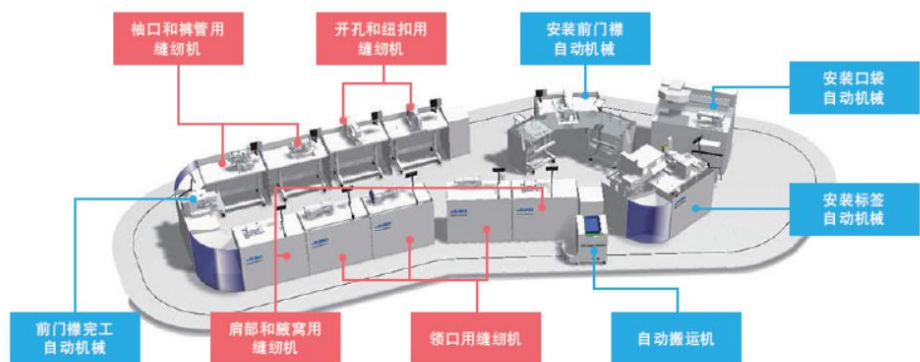


数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

JUKI在应对日趋激烈的市场竞争时, 遵循3大战略:

1. 推动智能化生产线解决方案。公司改变以往销售单一产品的格局, 将向客户的缝纫工厂提供自动机械、自动化和数字化的相关提案, 并向联盟企业采购客户需要的产品, 以此推进“一站式解决方案服务”。针对生产商品, 提出最佳产品和布局以及生产系统; 依靠数字化缝纫机, 实现调节时间的缩短和最合适的结合, 向客户提供用于缝纫生产线前后工序的商品。以其代表性生产线为例, 一般来说, 缝纫生产线需要13名操作员, 依靠数字化、自动化系统, 现在只要4名操作员就可以进行缝纫, 能够将生产率提高2倍。

图38: JUKI推行智能生产线解决方案



数据来源: 《JUKI企业报告2016》, 广发证券发展研究中心

2. 加强在新兴国家市场开拓。近年来, 缝纫产地从中国转移至东南亚和南亚地区。从JUKI的海外区域销售占比方面, 中日以外的亚洲地区占43%。此外, 非洲的埃塞俄比亚和南非等国, 缝纫行业发展也很快。这些地区将作为缝纫产地得到进一步发

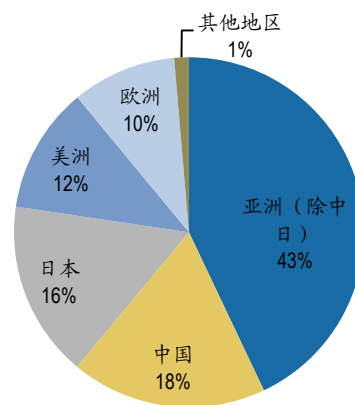
展，JUKI为了在这些地区扩大销售并加强管理，在去年10月决定将JUKI SINGAPORE PTE. LTD.升格为地区总部。

3.全球化布局。在经济全球化的浪潮之下，JUKI集团全球化程度也在日益提高。目前，员工总数6245人中有60%是海外员工。不仅有日本员工被派驻海外事业所，而且采用了海外网点之间的人事轮岗制度。例如，中国客户的缝纫工厂向东南亚转移，JUKI将中国的国际员工作为东南亚的特派员进行安排，在当地强化全球机制，以便应对中国客户的需求。JUKI在中国和越南市场建立了5个工厂和两个研发中心，在全球拥有15个销售中心，并在各大洲建立分店，使产品得以销往170个国家。

图39: JUKI新加坡地区总部



图40: 2016年JUKI各地区收入占比



数据来源：《JUKI企业报告2016》，广发证券发展研究中心

数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

图41: JUKI全球布局



数据来源：《JUKI企业报告2016》，广发证券发展研究中心

注：蓝色标点：制造中心；绿色标点：销售网点；红色标点：研发中心；黄色标点：其他据点

五、盈利预测

5.1 关键假设

我们通过梳理公司主营业务结构以及未来收入假设，对公司未来盈利状况进行预测。公司主营业务为工业缝纫机和裁床。缝制机械行业在经历了2015年行业整体下滑后，16年开始产量增速呈现明显的上升态势。

表3: 盈利预测

业务细分		核心假设	2015	2016	2017E	2018E	2019E
收入	工业缝纫机	行业需求回暖，公司份额提升	1334.3	1492.7	2015.1	2518.9	3022.7
	增速	17年延续1季度增速，未来3年逐渐降低		12%	35%	25%	20%
	裁床	公司产品升级，裁床业务快速发展	256.6	363.9	502.1	652.8	783.3
	增速	17年延续16年增速，未来3年逐渐降低		42%	38%	30%	20%
	其他	非主营业务保持稳定	0.6	0.6	0.6	0.7	0.7
	增速	年均增速5%		-8%	5%	5%	5%
毛利率	工业缝纫机	竞争格局较好，毛利保持平稳	27.6%	28.4%	28.6%	28.5%	28.0%
	裁床	竞争略有加剧，毛利稳中微降	42.0%	43.3%	43.5%	43.0%	42.7%
	其他	非主营业务，毛利保持平稳	40.3%	38.1%	40.0%	39.0%	39.0%

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

5.2 同业估值

表4: 可比公司估值水平（市值为20170720收盘价）

证券代码	公司名称	总市值 (亿元)	EPS(元/股) (其他公司按市场一致预期)					P/E				
			15	16	17E	18E	19E	15	16	17E	18E	19E
603337	杰克股份	77	1.10	1.42	1.46	1.87	2.21	0	0	26.0	20.3	17.1
600843	上工申贝	61	0.29	0.26	—	—	—	46.6	65.6	—	—	—
002021	中捷资源	43	-0.62	0.02	—	—	—	-117	-14.8	—	—	—
600302	标准股份	26	0.14	0.17	—	—	—	-46	71	—	—	—
002196	方正电机	50	0.32	0.45	0.39	0.51	0.64	353	56	28.3	21.6	17.25

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

六、投资建议与风险提示

投资建议：经过库存去化和企业分化后工业缝纫机需求回升，公司品牌优质产品线完善，行业低谷完成市场与品类扩张，市场份额持续提升，未来3年有望继续保持增长。我们预测公司2017-2019年 EPS 分别为 1.457、1.866 和2.214 元。结合业绩和估值情况，首次覆盖给予“买入”的投资评级。

风险提示：纺织业投资下滑；行业竞争加剧；汇率大幅波动。

资产负债表

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	775	1173	1461	2024	2677
货币资金	145	297	387	728	1161
应收及预付	241	274	357	450	540
存货	340	376	496	625	755
其他流动资产	49	226	221	221	221
非流动资产	785	816	889	969	1031
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	428	606	716	809	883
在建工程	195	52	32	22	12
无形资产	143	143	141	138	136
其他长期资产	19	15	0	0	0
资产总计	1560	1989	2350	2993	3709
流动负债	635	919	984	1241	1498
短期借款	25	135	0	0	0
应付及预收	607	784	984	1241	1498
其他流动负债	4	0	0	0	0
非流动负债	93	61	57	57	57
长期借款	40	7	7	7	7
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	53	54	50	50	50
负债合计	728	980	1040	1297	1554
股本	155	155	207	207	207
资本公积	3	3	-49	-49	-49
留存收益	676	852	1153	1539	1996
归属母公司股东权	834	1009	1310	1696	2154
少数股东权益	-1	0	0	1	2
负债和股东权益	1560	1989	2350	2993	3709

现金流量表

单位: 百万元

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	272	280	361	486	578
净利润	169	221	302	386	458
折旧摊销	50	57	74	92	110
营运资金变动	45	-15	-11	25	29
其它	7	18	-3	-17	-19
投资活动现金流	-124	-180	-132	-145	-145
资本支出	-118	-101	-134	-147	-147
投资变动	-44	-84	2	2	2
其他	38	5	0	0	0
筹资活动现金流	-96	-55	-139	0	0
银行借款	351	174	-135	0	0
债券融资	0	0	0	0	0
股权融资	0	0	0	0	0
其他	-31	-127	-4	0	0
现金净增加额	52	45	90	341	433
期初现金余额	132	145	297	387	728
期末现金余额	183	190	387	728	1161

主要财务比率

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力(%)					
营业收入增长	-7.6	16.7	35.6	26.0	20.0
营业利润增长	-6.3	30.8	41.0	30.3	19.8
归属母公司净利润增长	-12.6	29.6	36.6	28.1	18.7
获利能力(%)					
毛利率	30.0	31.3	31.6	31.5	31.0
净利率	10.6	11.9	12.0	12.2	12.0
ROE	20.4	21.8	23.0	22.7	21.2
ROIC	19.3	23.3	29.8	35.6	40.1
偿债能力					
资产负债率(%)	46.6	49.3	44.2	43.3	41.9
净负债比率	-0.1	-0.2	-0.3	-0.4	-0.5
流动比率	1.22	1.28	1.48	1.63	1.79
速动比率	0.67	0.86	0.97	1.11	1.27
营运能力					
总资产周转率	1.05	1.05	1.16	1.19	1.14
应收账款周转率	10.03	10.54	10.43	10.43	10.43
存货周转率	2.99	3.56	3.48	3.48	3.48
每股指标(元)					
每股收益	1.10	1.42	1.46	1.87	2.21
每股经营现金流	1.75	1.81	1.75	2.35	2.80
每股净资产	5.38	6.51	6.34	8.21	10.42
估值比率					
P/E	-	-	26.0	20.3	17.1
P/B	-	-	6.0	4.6	3.6
EV/EBITDA	-0.3	-0.5	19.1	14.6	11.8

利润表

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	1592	1857	2518	3172	3807
营业成本	1114	1275	1723	2173	2626
营业税金及附加	11	15	20	25	30
销售费用	98	118	156	197	236
管理费用	199	221	302	381	457
财务费用	-10	-16	-13	-28	-47
资产减值损失	8	18	12	9	8
公允价值变动收益	2	0	0	0	0
投资净收益	1	1	2	2	2
营业利润	173	227	320	416	499
营业外收入	25	28	30	30	30
营业外支出	4	4	5	5	5
利润总额	194	251	345	441	524
所得税	25	30	43	55	65
净利润	169	221	302	386	458
少数股东损益	-1	0	0	1	1
归属母公司净利润	170	220	301	386	458
EBITDA	218	284	391	488	568
EPS(元)	1.10	1.42	1.46	1.87	2.21

广发机械行业研究小组

- 罗立波：首席分析师，清华大学理学学士和博士，6年证券从业经历，2013年进入广发证券发展研究中心。
- 刘芷君：资深分析师，英国华威商学院管理学硕士，核物理学学士，2013年加入广发证券发展研究中心。
- 代川：中山大学数量经济学硕士，2015年加入广发证券发展研究中心。
- 王珂：厦门大学核物理学硕士，2015年加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。
- 谨慎增持：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
地址	广州市天河区林和西路9号耀中广场A座1401	深圳福田区益田路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	上海浦东新区世纪大道8号国金中心一期16层
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司（以下简称“广发证券”）具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布，只有接收客户才可以使用，且对于接收客户而言具有相关保密义务。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。本报告的内容、观点或建议并未考虑个别客户的特定状况，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股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或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。

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，并不代表广发证券或其附属机构的立场。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，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。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。