

机械设备

2017年08月03日

杰克股份 (603337)

——专注缝制机械，冲击国际巨头

报告原因：首次覆盖

买入（首次评级）

市场数据： 2017年08月02日

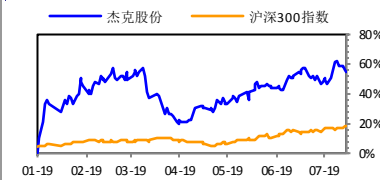
收盘价(元)	39.27
一年内最高/最低(元)	41.19/25.52
市净率	4.2
息率(分红/股价)	0.84
流通A股市值(百万元)	2029
上证指数/深证成指	3285.06/10469.34

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2017年03月31日

每股净资产(元)	9.46
资产负债率%	35.40
总股本/流通A股(百万)	207/52
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

证券分析师
周海晨 A0230511040036
zhouhc@swsresearch.com

研究支持
林桢 A0230116070001
linzhen@swsresearch.com

联系人
薄婷婷
(8621)23297818×7372
bopt@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **杰克股份：专注缝制机械，冲击全球巨头。** 1) **市场份额增加**：杰克股份是我国缝制机械行业龙头，营收占行业骨干企业的比例从 2013 年的 9.34% 提升到 2016 年上半年的 11.79%。2) **盈利能力突出**：公司重视渠道培育，龙头效应使得公司毛利空间增大、费用率降低，2016 年归母净利润率达 11.9%。3) **率先走出低谷**：公司积极向下游服装行业流出地布局，2016 年海外营收占比达 61.24%，实现海外营收 11.37 亿元，同比增长 30%，海外业务拉动公司率先走出行业低谷。4) **战略清晰信心强**：坚持技术驱动，职业经理人团队亮眼，实控人为大规模员工持股保本。
- **缝制机械：行业复苏集中度提升，中国设备主导新一轮产业转移。** 1) **行业复苏态势持续**，2017 年 1-5 月缝制机械工业总产值累计同比增长 13.63%，其中 5 月当月工业总产值同比增长高达 23.47%；2017 年 1-5 月累计生产缝制机械 225.42 万台，同比增长 20.64%。2) **集中度提升**：在中国缝制机械协会纳入统计的缝制机械行业骨干企业中，CR2 占比从 2013 年的 18.54% 增加到 2016 年上半年 21.75%，而 CR4 占比从 30.97% 下降到 29.22%。3) **中国设备主导新一轮产业转移**：服装制造业从我国向南亚、东南亚、非洲等劳动力价格更低、政策更优惠的地区转移，中国设备主导产业流入地市场，2017 年 1-5 月，工业缝纫机累计出口 151 万台，同比增长 6.34%。
- **杰克胜出：多元驱动，勇立潮头。** 1) **技术驱动**：产品发源于中低端，冲击中高端，公司 C4 等高端产品已经可以与重机公司同类高端产品展开正面竞争。2) **渠道持续扩张**：公司重视渠道培育，与上下游共成长，境内外经销商数量持续增加。3) **精益管理**：应收账款周转天数业内最低，毛利率、归母净利润率可比公司最高。4) **布局裁床**：自动裁床效率高、质量好，随着人力成本提升经济性优势愈发明显，国内将迎来爆发期，子公司德国奔马全球第三，提供公司长期成长性。
- **对标日本重机，全球布局成长空间巨大。** 日本重机重视全球布局，顺应产业转移，2016 年，在亚洲市场营收合计占比高达 77.34%，其中中国市场占比 18.09%，日本市场占比 16.30%，亚洲其他市场占比提升明显。日本重机 2016 年营收约为杰克股份的 2.66 倍，对比来看杰克股份仍有巨大成长空间。
- **盈利预测与估值**：公司是我国缝制机械行业龙头，α 属性强，受益于技术驱动、渠道拓展、精益管理与高端布局，预计公司市场份额将不断提升；随着 IPO 募投项目的投产，我们认为公司将具备挑战国际巨头的实力，预计公司 2017/2018/2019 年实现归母净利润 2.88/3.90/5.01 亿元，对应 EPS1.39/1.89/2.43 元，对应 PE28/21/16 倍。考虑到公司是行业龙头，应享有估值溢价，给与公司 2018 年 PE30 倍，目标价 56.7 元，对应约 43% 上涨空间。

财务数据及盈利预测

	2016	2017Q1	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1,857	718	2,492	3,277	4,063
同比增长率(%)	16.68	37.50	34.19	31.50	23.99
净利润(百万元)	220	81	288	390	501
同比增长率(%)	29.61	53.46	30.66	35.42	28.46
每股收益(元/股)	1.42	0.39	1.39	1.89	2.43
毛利率(%)	31.3	30.2	31.3	31.6	32.0
ROE(%)	21.9	4.2	22.2	23.1	22.9
市盈率	28		28	21	16

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

投资案件

投资评级与估值

公司是我国缝制机械行业龙头， α 属性强，技术水平领先国内同行，渠道数量持续增加，海外市场有效拓展，精益管理理念先进，龙头效应与上游辅导有效扩大公司毛利空间，同时公司积极布局高端裁床行业，预计公司市场份额持续增加，随着 IPO 募投项目的投产，我们认为公司将具备挑战国际巨头的实力，预计公司 2017/2018/2019 年实现归母净利润 2.88/3.90/5.01 亿元，对应 EPS1.39/1.89/2.43 元，对应 PE 28/21/16 倍。考虑到公司是行业龙头，应享有估值溢价，给与公司 2018 年 PE30 倍，目标价 56.7 元，对应约 43% 上涨空间。

关键假设点

公司业务拓展顺利，国内自动裁床需求爆发，公司高端产品快速扩展

有别于大众的认识

市场认为，缝制机械行业特别是工业缝纫机等缝中机械行业是周期行业，业内企业营收难以实现高速增长。我们认为，缝制机械行业近 3 年将处于周期上升期，杰克股份 α 属性强，技术水平领先国内同行，渠道数量持续增加，海外市场有效拓展，精益管理理念先进，龙头效应与上游辅导有效扩大公司毛利空间，同时公司积极布局高端裁床行业，产品高低搭配，将不断扩展市场份额，对标国际巨头，实现数倍成长。

股价表现的催化剂

服装行业需求超预期，工业缝纫机大规模换代，公司高端产品推广超预期

核心假设风险

全球服装行业需求低迷，服装加工企业不对工业缝纫机进行换代，我国人力成本出现下降，公司高端产品推广困难

目录

1. 杰克股份：专注缝制机械，冲击全球巨头	6
1.1 专注缝制机械行业，龙头胜出冲击全球巨头	6
1.2 公司盈利能力突出，率先走出行业低谷	7
1.3 公司发展战略清晰，员工持股计划彰显信心	9
2. 缝制机械：大浪淘沙胜者为王，主导新一轮产业转移	10
2.1 缝制机械：新景气周期的起点，行业公司向上共振	10
2.2 竞争格局：缝机产业大而不强，大浪淘沙胜者为王	11
2.3 行业趋势：新一轮国际产业转移，中国设备主导行业发展	14
3. 杰克为何胜出？多元驱动，勇立潮头	16
3.1 技术驱动：发源于中低端，技术迭代抢占中高端市场	16
3.2 渠道扩展：渠道持续扩张，经销商数量持续增加	18
3.3 精益管理：高效管理出效益，盈利能力遥遥领先	19
3.4 布局裁床：国内进入爆发期，提供公司长期成长性	20
4. 国际对标：对标日本重机，全球布局成长空间巨大	22
5. 投资逻辑	24
5.1 关键假设表	24
5.2 投资逻辑	25
5.3 估值与评级	26

图表目录

图 1: 公司业务主要涵盖缝前和缝中设备	6
图 2: 公司主营业务以工业缝纫机为主	7
图 3: 公司市场份额提升趋势明显	7
图 4: 公司 2016 年营收同比增长 16.9%	7
图 5: 公司 2016 年归母净利润同比增长 29.61%	7
图 6: 公司综合毛利率、净利润率呈上升趋势	8
图 7: 公司三费稳中有降	8
图 8: 公司在南亚、非洲等服装产业流入地的业务占比不断增加	8
图 9: 近三年公司海外营收增速高于总营收增速	9
图 10: 2013 年以来公司海外营收占比不断上升	9
图 11: 杰克股份大事记	9
图 12: IPO 后公司控制权稳固	10
图 13: 预计 2016 年我国缝制机械制造业开启新一轮向上周期	11
图 14: 日本重机与兄弟公司在全球主要竞争对手总营收中占比分别达 29% 与 28%	13
图 15: 杰克股份市场份额不断提升 (不完全统计)	14
图 16: 缝制机械行业 CR2 市场份额不断提升	14
图 17: 我国制造业就业人员工资不断提升	15
图 18: 我国劳动力成本明显高于南亚、东南亚国家	15
图 19: 缝纫机出口同比增速回正, 带动缝制机械需求提升	16
图 20: 杰克股份研发费用居国内可比同行之首	16
图 21: 杰克股份研发人员数量居国内可比同行之首	16
图 22: 杰克股份 C4 包缝机已经能够与重机公司高端产品展开正面技术竞争	17
图 23: 公司不断推动产品智能化	17
图 24: 日本重机 (JUKI) 推出智能化缝纫工厂	18
图 25: 杰克股份国内经销商数量不断增加	19
图 26: 杰克股份境外经销商不断增加	19
图 27: 杰克股份应收账款周转天数低于可比公司 (天)	19
图 28: 杰克股份应付账款周转天数低 (天)	19

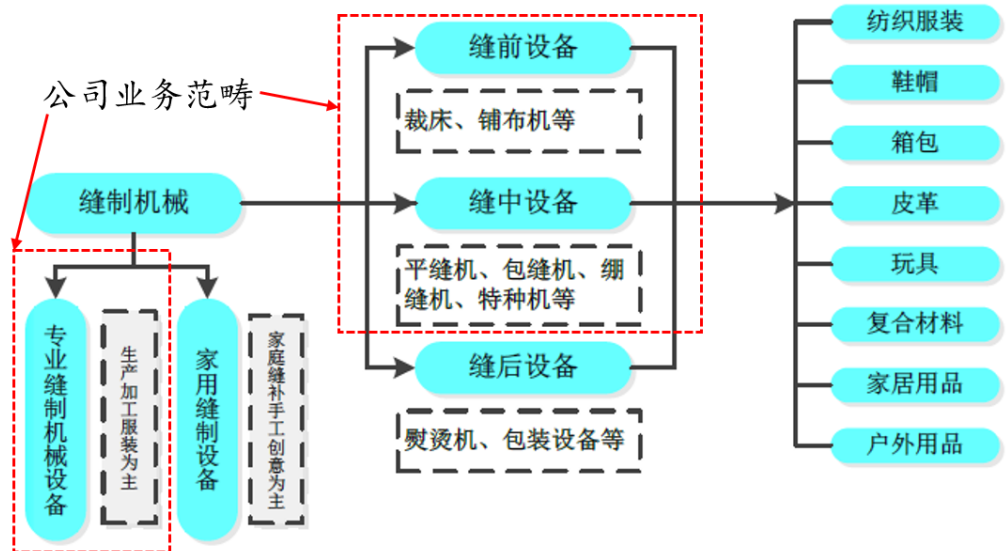
图 29: 杰克股份毛利率高于可比上市公司 (%)	19
图 30: 杰克股份归母净利润率高于可比上市公司 (%)	19
图 31: 德国奔马裁床产品线完备	20
图 32: 拓卡奔马营收持续增长	20
图 33: 手工+电动裁刀效率低、精度低	21
图 34: 自动裁床可以实现高效、高精度剪裁	21
图 35: 裁床行业壁垒较高	21
图 36: 日本重机业务以缝纫机为主	23
图 37: 亚洲是日本重机的主要市场	23
图 38: 日本重机在华、在日营收占比下降, 在亚洲其他地区营收占比增加	23
表 1: 估计全球缝制机械制造业年产值达千亿级别 (2014 年)	11
表 2: 全球其他主要缝制机械生产企业概览	12
表 3: 2016 年我国缝制机械零部件生产区域分布情况	12
表 4: 缝制机械行业区域集聚特征明显	13
表 5: 服装产业受成本和技术驱动, 不断向成本更低、政策更优惠的地区转移	14
表 6: 公司募投项目综合投资完成度已达 31%	18
表 7: 主要裁床企业概览	21
表 8: 预计我国裁床市场空间 350-675 亿元	22
表 9: 主营业务关键假设	24
表 10: 估值对比	26

1. 杰克股份：专注缝制机械，冲击全球巨头

1.1 专注缝制机械行业，龙头胜出冲击全球巨头

专工缝制机械，业务涵盖缝前设备和应用占比最大的缝中机械。缝前设备主要包括铺布机、裁床等用于裁剪、铺开布料等缝前工序的加工设备；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缝制设备；缝后设备主要包括熨烫、包装设备等。缝制机械设备下游覆盖面广，广泛应用于服装、鞋帽、皮革、玩具、箱包、复合材料、户外用品、家居用品等需要裁剪、缝合和装饰的领域。公司的主营业务为工业缝制机械的研发、生产和销售，主要产品涵盖工业缝纫机、裁床、铺布机等工业用缝前、缝中设备，同时生产电机、电控等缝制机械重要零部件。

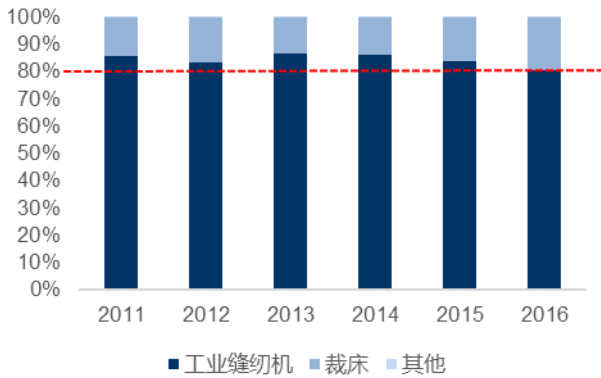
图 1：公司业务主要涵盖缝前和缝中设备



资料来源：招股说明书，申万宏源研究

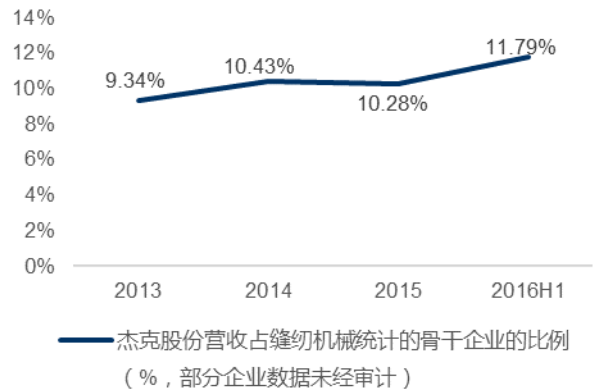
业务以工业缝纫机为主，市场份额国内第一全球第三。工业缝纫机是杰克股份的传统主业，公司工业缝纫机业务占比一直在 80% 以上，2016 年为 80.38%。虽然随着裁床业务快速发展，缝纫机业务有所下降，但当前仍居于主要位置。受益于龙头效应与公司品牌认可度的不断提升，公司的市场份额不断扩大，占我国缝纫机骨干企业营收的比例持续提升。公司经销为主直销为辅的销售策略有效加速公司业务拓展，更熟悉当地情况的经销商能够更好地在当地进行业务拓展，截至 2016 年 6 月 30 日，公司在境内拥有经销商 717 家，分布在全国 28 个省、直辖市及自治区；境外经销商 248 家，主要分布于南亚、东南亚、中东、南美、欧洲、非洲等地区。

图 2：公司主营业务以工业缝纫机为主



资料来源：公司公告，wind，申万宏源研究

图 3：公司市场份额提升趋势明显

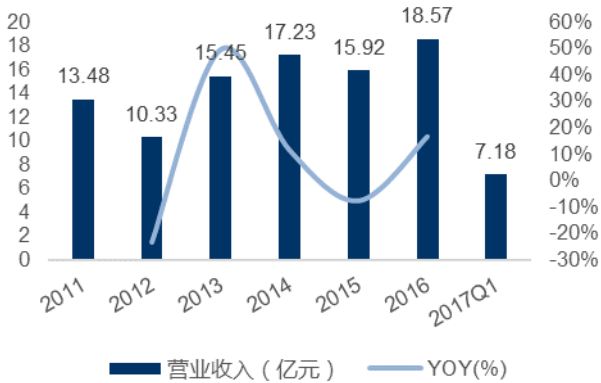


资料来源：招股说明书，申万宏源研究

1.2 公司盈利能力突出，率先走出行业低谷

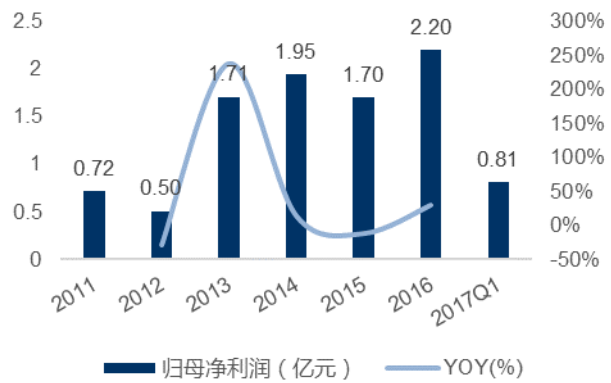
摆脱行业低迷，业绩迅速修复。2015 年，受全行业低迷影响，公司营收出现一定下滑。2016 年，下游需求逐渐回升，行业逐渐回暖，公司营收与归母净利润均实现同比增长。2016 年公司实现营收 18.57 亿元，同比增长 16.69%，实现归母净利润 2.20 亿元，同比增长 29.61%，且相对于 2015 年均实现了增长。2017 年一季度公司业绩修复趋势得以延续，营收同比大增 37.5%，归母净利润同比大增 53.46%。

图 4：公司 2016 年营收同比增长 16.9%



资料来源：公司公告，wind，申万宏源研究

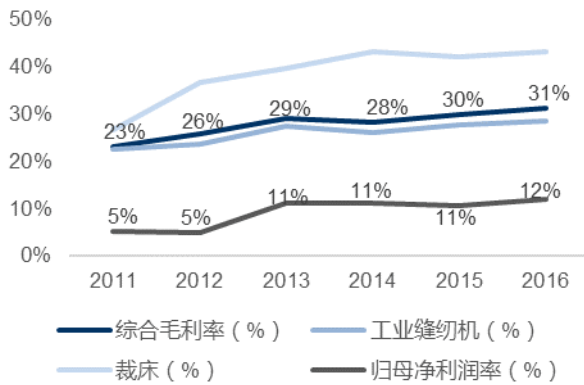
图 5：公司 2016 年归母净利润同比增长 29.61%



资料来源：公司公告，wind，申万宏源研究

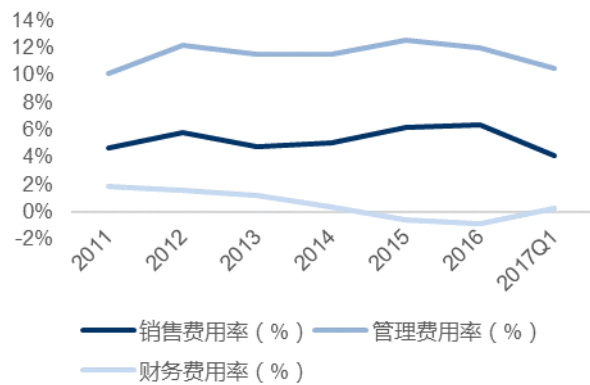
有效压缩成本，龙头效应助力利润率维持高位。由于公司生产规模大，并且重视对供应商进行辅导培育，公司对上游零部件商的议价能力很强，相对于中小规模的竞争对手能够以更低的价格购买配件，从而享受更高的毛利空间，公司毛利率维持在 30% 左右且有上升趋势。由于公司销售规模大同时大量采用经销的销售方式，销售端费用率相对很低，有效提升净利润空间，公司净利润率在 11% 左右且有上升趋势。较大的生产规模也可以摊薄管理费用，公司管理费用率总体稳中有降。

图 6：公司综合毛利率、净利润率呈上升趋势



资料来源：公司公告，wind，申万宏源研究

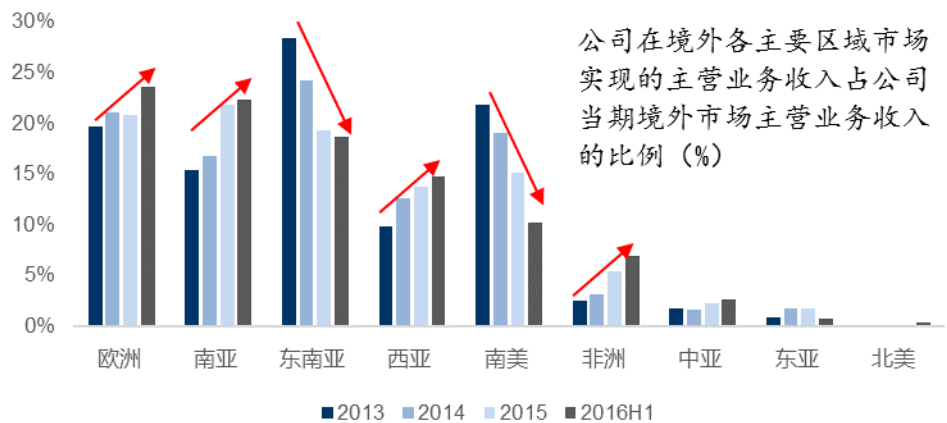
图 7：公司三费稳中有降



资料来源：公司公告，wind，申万宏源研究

下游产业转移倾向明显，公司紧跟产业转移步伐大力开拓产业流入地市场。近年来，受益于较低的劳动力等生产要素成本和进口国差别关税等优势，南亚、东南亚、非洲等经济体成为全球服装产业制造中心转移的承接地。公司积极顺应下游服装制造产业转移的趋势，以“快速服务 100%”为品牌定位，聚焦产业流入地，着力构建国际市场营销体系，重点扶持经销商在当地的发展，形成了纵深覆盖的全球营销网络，截至 2016 年 6 月底，公司在全球 70 个国家拥有 248 家经销商，并在数个国家占据较高的市场份额。

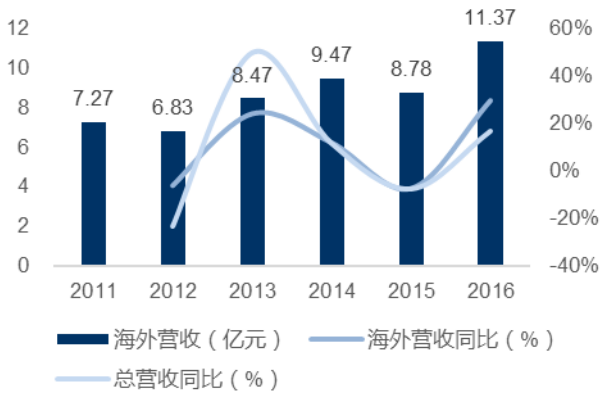
图 8：公司在南亚、非洲等服装产业流入地的业务占比不断增加



资料来源：招股说明书，申万宏源研究

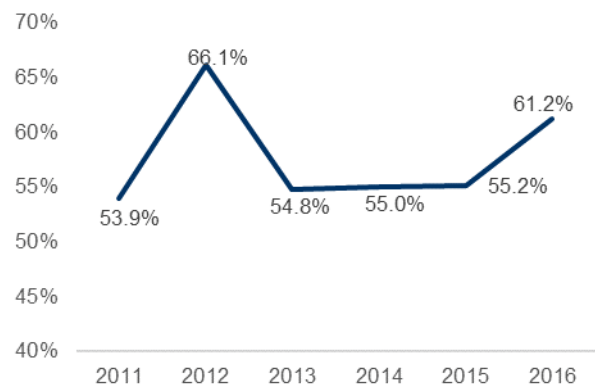
出口有效带动业绩增长，海外营收占比超 60%。公司外向型经营特质突出，海外营收占比始终超过 50%，2016 年海外营收占比达 61.24%，实现海外营收 11.37 亿元，同比增长 30%，有效带动业绩反弹。2014 年以来，公司海外营收增速高于总营收，海外营收占比不断上升，对公司业绩的带动作用非常明显。

图 9：近三年公司海外营收增速高于总营收增速



资料来源：公司公告，wind，申万宏源研究

图 10：2013 年以来公司海外营收占比不断上升

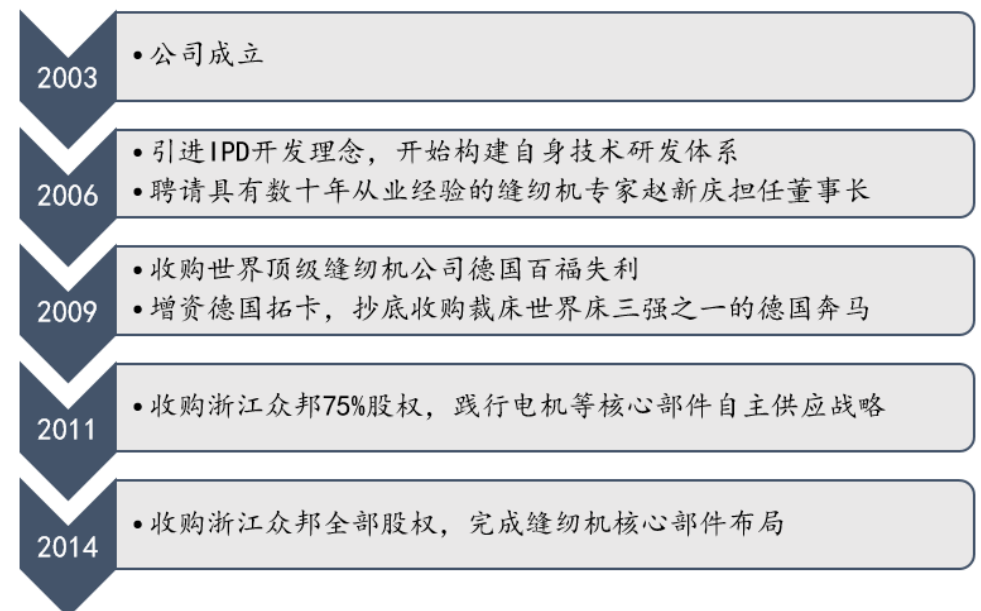


资料来源：公司公告，wind，申万宏源研究

1.3 公司发展战略清晰，员工持股计划彰显信心

公司发展战略清晰，重视战略布局，坚持技术驱动。公司于 2003 年 8 月 27 日成立，2007 年 6 月 29 日完成股份制改革。公司 2006 年即引进先进的集成产品开发（IPD）管理理念，目前已经建立了相对完善的技术研发体系；同年，公司聘请国内老牌缝纫机巨头标准股份董事长、有近 30 年行业经验的产业专家赵新庆担任董事长，有效带动公司业务发展。2009 年公司尝试抄底收购德国百福失利，后增资德国拓卡，抄底收购裁床世界三强之一的德国奔马，进入高端裁床行业。2011 年开始，公司分两次完成对浙江众邦的收购，高效实现在缝纫机电机领域的布局，实现上游核心零部件自主供应。

图 11：杰克股份大事记

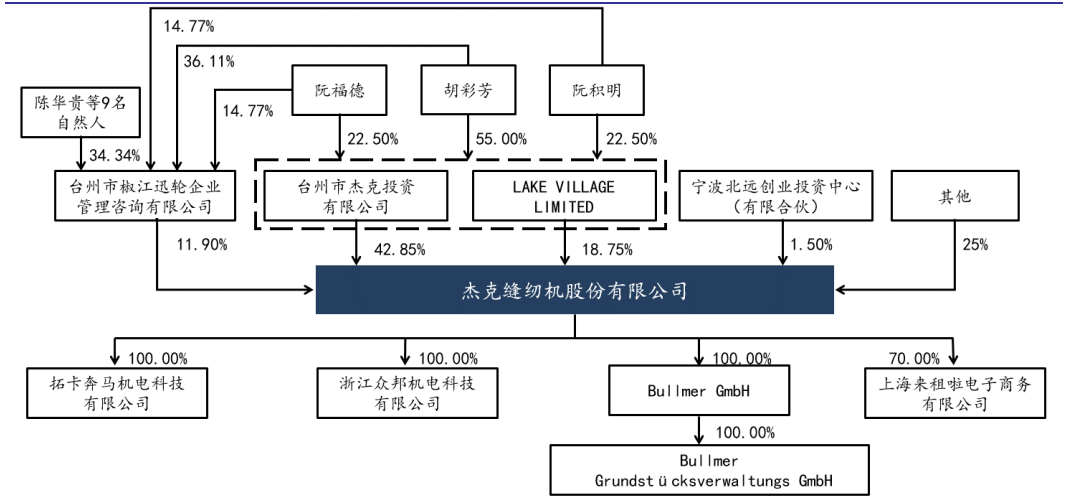


资料来源：招股说明书，申万宏源研究

公司控制权稳固，职业经理人团队亮眼。公司于 2017 年 1 月完成 IPO，股票于 2017 年 1 月 19 日在上交所主板上市。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。IPO 完成后，胡彩芳、阮积祥、阮福德、阮积明通过杰克投资、山水公司、椒江迅轮间接控制公司合计 73.5% 的股份。公司聘任缝制机械业内知名的管理人员赵新庆担任董事长，赵新庆曾担任国内缝纫机老牌巨头标准股份的董事长，现已有 40 年从业经验，稳固的控制权能够有效保证公司经营战略的持续性，同时能够有效保证公司的职业经理人制度良好地运行。

图 12：IPO 后公司控制权稳固



资料来源：招股说明书，公司公告，申万宏源研究

员工持股增强企业凝聚力,实控人保本彰显信心。2017 年 6 月 23 日,公司公告了 2017 年员工持股计划实施情况,实际募集资金为 1.60 亿元(其中赵新庆、郭卫星、阮林兵、黄展洲、谢云娇、阮美玲、车建波、王吉明 8 名董事、监事及高级管理人员合计认缴 2042 万元),认购“兴业信托-杰克股份 1 号员工持股集合资金信托计划”的劣后级份额 1.60 亿元。“兴业信托-杰克股份 1 号员工持股集合资金信托计划”优先级份额、劣后级份额合计为 3.20 亿元。公司股权激励计划规模庞大,公司高管人均认购金额高达 255 万元,对员工有很强的激励作用。公司实控人为本次参与员工持股计划的员工自筹资金部分提供保本保障,同时对于信托计划优先级(1.60 亿份)份额的权益承担差额补足义务,彰显了公司实控人对于公司发展的信心。

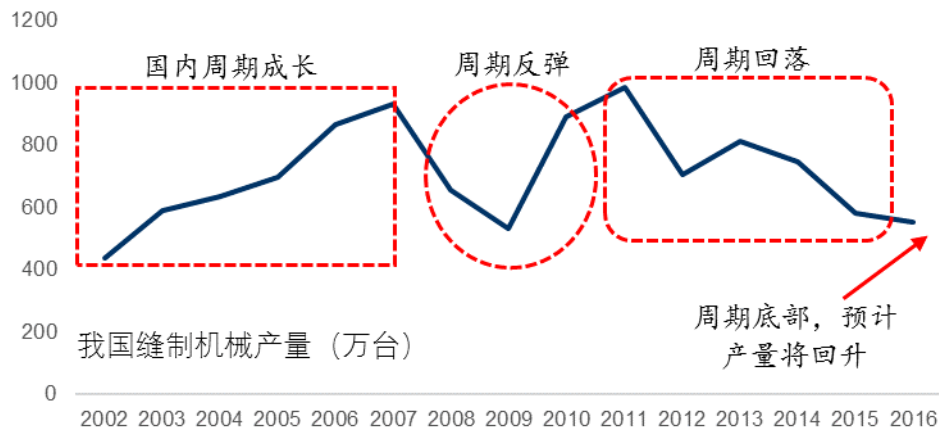
2. 缝制机械：大浪淘沙胜者为王，主导新一轮产业转移

2.1 缝制机械：新景气周期的起点，行业公司向上共振

缝制机械行业是成熟的周期性行业,预计 2017 年开始新一轮景气周期。2002 年开始,我国缝制机械行业受我国纺织服装行业发展带动,实现了一轮长达 5 年的周期增长,2008 年受到金融危机冲击,下游景气度下降,行业出现周期下降。2010 年开始,受各国经济刺激政策提振,下游景气度出现了一定的上升,缝制机械制造行业随之反弹,但随着国内纺织服装产业的流出,行业出现了缓慢的周期回落。2016 年开始,随着我国设备主导的纺织

服装产业转移的进行，同时受我国缝制机械企业全球竞争力提升作用，我国缝制机械虽然产量同比下降 6.07%，但是产值同比增长 2.10%，出口对于产品产量的带动作用明显。2017 年我国缝制机械行业延续 2016 年下半年开始的复苏态势，2017 年 1-5 月缝制机械工业总产值累计同比增长 13.63%，其中 5 月当月工业总产值同比增长高达 23.47%；2017 年 1-5 月累计生产缝制机械 225.42 万台，同比增长 20.64 %。

图 13：预计 2016 年我国缝制机械制造行业开启新一轮向上周期



资料来源：中国缝制机械协会，申万宏源研究

估计全球缝制机械制造业年均市场空间达千亿级别。据中国缝制机械协会 2015 年 11 月发布的《中国缝制机械强国发展战略》统计，截至 2014 年底，我国缝制设备制造业全年共完成工业生产总值约 615 亿元，完成各类缝制机械生产 1214 万台，我国缝制机械产量约占世界产量 75%以上。以国际品牌价格比国内品牌平均高 30%估计，2014 年全球缝制机械工业产值约 881 亿元。

表 1：估计全球缝制机械制造业年产值达千亿级别（2014 年）

	缝制机械产值 (亿元)	缝制机械产量 (万台)	均价 (元/台)	国际品牌比国内品牌溢价 (%)	中国缝制机械产量占比 (%)
我国	615	1214	5066		75%
其他国家和地区	246	405	6079	20%	
	267		6586	30%	
	287		7092	40%	
全球合计	861	1619	5319	20%	
	882		5446	30%	
	902		5572	40%	

资料来源：中国缝制机械协会，公司招股说明书，申万宏源研究

2.2 竞争格局：缝机产业大而不强，大浪淘沙胜者为王

世界主要缝纫机生产企业集中在中国和日本。从全球缝制机械行业的整体竞争格局来看，行业集中度较低，市场竞争较为充分。世界缝制设备制造企业主要分布在我国、日本和德国，相对于日德，我国是新兴起的缝制机械生产大国。经过 30 年左右的快速发展，我国缝制机械行业已经形成了良好的生产基础与完整的配套体系。由于技术积淀不足与长期

的粗放式经营，目前我国缝制机械产品主要集中在中低端设备。日本、德国等传统的缝制机械强国在技术上仍旧具有一定的优势，主要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。

表 2：全球其他主要缝制机械生产企业概览

企业名称	所在国	简介
日本重机	日本	JUKI 株式会社成立于 1938 年，总部位于日本东京都，是一家主营业务为缝制机械产品和产业机器的大型企业
兄弟公司	日本	兄弟工业株式会社成立于 1908 年，总部位于日本名古屋市，是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
中捷资源	中国	中捷资源投资股份有限公司成立于 1994 年，在浙江和江苏拥有两大工业园区，拥有世界领先的装配、涂装、铸造、机壳加工自动化装备，拥有浙江、江苏省级技术研发中心，在欧洲国家也设有研发机构。
标准股份	中国	西安标准工业股份有限公司是业界领先、面向全球的精密机械制造和方案提供商。标准股份前身是创立于 1946 年的上海惠工缝纫机厂，1968 年全迁陕西后更名为陕西缝纫机厂。标准股份主营业务为缝制设备、精密机械零部件、设备与模具制造、自动化控制技术。
高林股份	中国	高林股份有限公司成立于 1965 年，总部位于台湾省台北市，是一家主营业务为工业缝纫机、机械零部件及其他设备的生产和销售的大型企业，所拥有的品牌为 SiRUBA（银箭）。

资料来源：招股说明书，各公司官网，申万宏源研究

缝纫机是服装行业最基础的机械设备之一，传统缝纫机技术成熟度高、配件通用性强、装配要求相对低。据中国缝制机械协会的不完全统计，我国缝制机械行业现有大小零部件生产企业上千家，从业人员约 6 万人，其中，年产值超过 500 万元且具有一定规模和影响力的企业的约有 200 余家。整机企业可以便利地从市场上获得各类配件，也可以实现高效经济的委托加工，进入缝纫机整机行业门槛非常低。

表 3：2016 年我国缝制机械零部件生产区域分布情况

产区	企业数量	主要分布区域	主要零部件品种
浙江省	600 余家	宁波、台州、温州、东阳、杭州、诸暨等	旋梭、螺钉、夹线器、轴类、针板、曲柄连杆类、精密异形件及相关工业缝纫机和家用缝纫机零件
江苏省	250 余家	吴江、常熟、扬州、南通、海门、常州、靖江、张家港、无锡等	机针、特种旋梭、橡塑件、油盘、油泵、线架、机架台板以及各种厚料工业零件等
津冀地区	150 余家	河北昌黎、青县，天津市周边区域等	弯针、送布牙、压脚等易损件，机架台板，工业包缝机、绷缝机等系列装配零件等
广东省	150 余家	广州、东莞、中山、深圳、珠海等	机架台板、旋梭、齿轮、线架及压脚拉筒等各种易损件
其他	20 余家	上海、山东、重庆、湖南安乡等	刀片、轴类、机壳、厚料机零件等

资料来源：中国缝制机械协会，申万宏源研究

我国缝机产业区域集聚特点突出。较低的行业壁垒叠加我国服装行业高速发展带来的市场需求，催生了大量的缝制机械生产企业，目前纳入中国缝制机械协会统计的骨干整机企业数量已经超过了 100 家，2016 年产值仅占行业的约 26%。缝纫机产业呈现明显的产业集聚态势，根据中国缝制机械协会统计，2015 年浙江、上海、江苏、广东、陕西和天津六大区域的规模以上缝制机械生产企业数量和销售收入占全国的比重分别为 77.57%和 64.71%。根据海关总署 2016 年统计的工业缝纫机出口信息，缝纫机出口主要集中在浙江、上海、广东、陕西、河北等省份，其中浙江出口量占全国的比重高达 63.8%，以台州为核

心的浙江缝纫机产业集群优势非常明显。在各产业聚集地多有龙头上市公司，如浙江台州的杰克股份和中捷资源，浙江丽水的方正电机，陕西西安的标准股份。

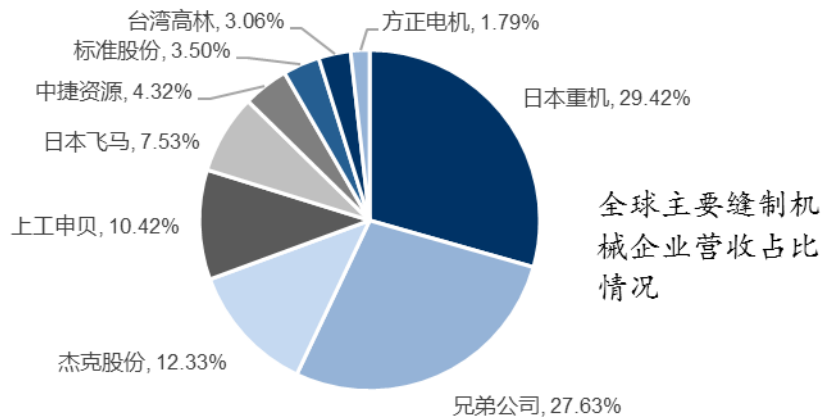
表 4：缝制机械行业区域集聚特征明显

出口额排名	区域	出口量			出口额			出口均价		出口均价合人民币(千元/台)	区域龙头上市公司
		数量(万台)	同比(%)	比重(%)	金额(百万美元)	同比(%)	比重(%)	金额(美元/台)	同比(%)		
1	浙江	211	4.1	63.8	473.5	3.6	49.4	224	-0.5	1.54	杰克股份、中捷资源、方正电机
2	上海	23	-8.0	7.0	159.7	-1.6	16.6	684	7.0	4.7	
3	广东	32	36.7	9.5	90.6	-7.5	9.4	287	-32.3	1.97	
4	陕西	16	-7.0	5.0	78.6	-14.4	8.2	478	-8.0	3.28	标准股份
5	河北	13	-10.5	3.9	46.7	1.8	4.9	361	13.9	2.48	

资料来源：海关总署，中国缝制机械协会，申万宏源研究

我国缝机产业的行业集聚度仍有很大提升空间。根据中国缝制机械协会《中国缝制机械强国发展战略》，截至 2014 年底，我国缝制机械行业全年共完成工业生产总产值约 615 亿元，生产各类缝制机械 1214 万台，约占世界产量 75% 以上。虽然我国缝制机械产业规模大，但是我国缝制设备龙头企业规模与国际巨头仍然存在明显的差距，日本重机与兄弟公司的缝制机械业务营收水平达到 50 亿元人民币/年以上，约为我国龙头企业杰克股份的 3 倍。

图 14：日本重机与兄弟公司在全球主要竞争对手总营收中占比分别达 29% 与 28%

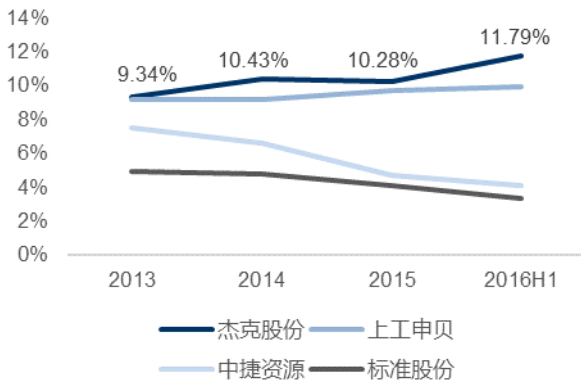


资料来源：招股说明书，申万宏源研究

供给侧改革推动龙头份额集中，龙头企业充分受益。受行业的低壁垒影响，大量企业进入缝制机械行业，我国缝制机械行业进入供给过剩周期，在白热化的竞争中，大量规模效应差、技术水平低的小型企业逐渐被淘汰，行业进行了自发的“供给侧改革”。行业龙头有良好的规模效应，产品成本控制力强，同时研发效率高，在供给过剩的无序价格竞争

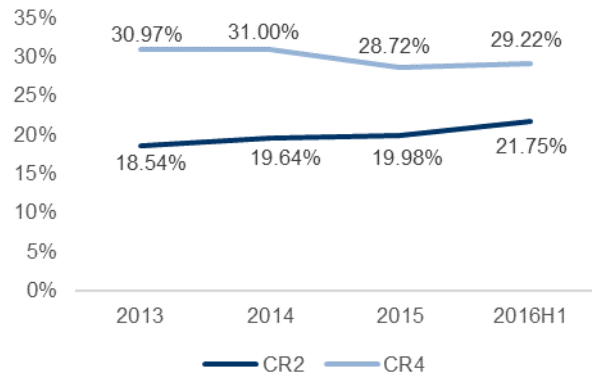
中优势明显，经过数年的大浪淘沙，我国最大的两家缝制机械企业杰克股份等的份额不断提升，在中国缝制机械协会纳入统计的缝制机械行业骨干企业中，CR2 占比从 2013 年的 18.54% 增加到 2016 年上半年 21.75%，而 CR4 占比从 30.97% 下降到 29.22%。随着龙头份额的不断扩大，我国有望诞生世界级的缝纫机巨头。

图 15：杰克股份市场份额不断提升（不完全统计）



资料来源：招股说明书，中国缝制机械行业协会，申万宏源研究

图 16：缝制机械行业 CR2 市场份额不断提升



资料来源：招股说明书，中国缝制机械行业协会，申万宏源研究

2.3 行业趋势：新一轮国际产业转移，中国设备主导行业发展

纺织服装行业受成本和技术驱动，不断向成本更低、政策更优惠的地区转移。从纺织服装行业工业化开始，产业在不同国家、地区间不断转移，工业化纺织最早出现在英国，随后由胜家缝纫机的问世推动产业从英国转移向美国，又随着资本迁移、成本压缩等转移到意大利与日本。20 世纪 60 年代开始，亚洲四小龙与拉美国家开始部分承接由于第一世界国家较高的生产成本引起的产业转移，20 世纪 80 年代我国改革开放后，受国内极低的人力成本与特别优惠的招商引资政策以及庞大的潜在市场吸引，纺织服装产业开始大量流入我国，并在我国境内不断转移，2010 年前后，受政策引导、生产成本提升等驱动，我国境内纺织服装产业开始从东南沿海向中西部转移，同时受国际环境、政策吸引及人力成本驱动，纺织服装行业开始流出我国，流向东南亚、南亚、非洲等地。

表 5：服装产业受成本和技术驱动，不断向成本更低、政策更优惠的地区转移

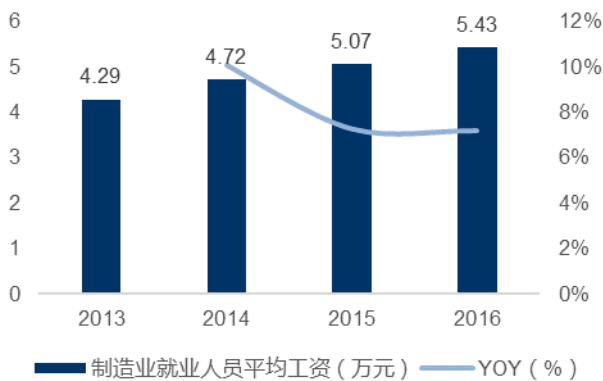
年代	转移方向	驱动力
18 世纪 60 年代到 19 世纪 40 年代	从英国开始	珍妮纺纱机的发明

1859 年	英国到美国	胜家缝纫机的问世
20 世纪 50 年代	美国、意大利、日本	原材料资源和工艺技术优势（美国）；劳动力成本低廉（意大利）；欧美等国的注资、生产线的转移（日本）
20 世纪 60 年代	欧美等发达国家——亚洲四小龙、拉美的巴西、哥伦比亚以及南亚的印度、巴基斯坦等劳动力成本低并具有一定工业基础的国家和地区	生产要素的优劣，生产成本的提高，环境保护意识的加强
20 世纪 80 年代（国内）	从沿海长三角开始	区位条件优、产业基础好、要素成本低及政策优惠
	省内转移；南到北，从西到东，从中间向周边扩散	降低成本，推动省内经济合作
2010 年前后	沿海到中西部	文化，法律，市场，环境优势，国情所需
	国内向海外东南亚、南亚、非洲等地	东南亚国家对欧美等国出口能够享受最惠国待遇；在税收、土地等政策上给予外企优惠和方便

资料来源：《浅析服装产业转移的历史轨迹》，《中国纺织服装产业的空间集聚与区域转移》，申万宏源研究

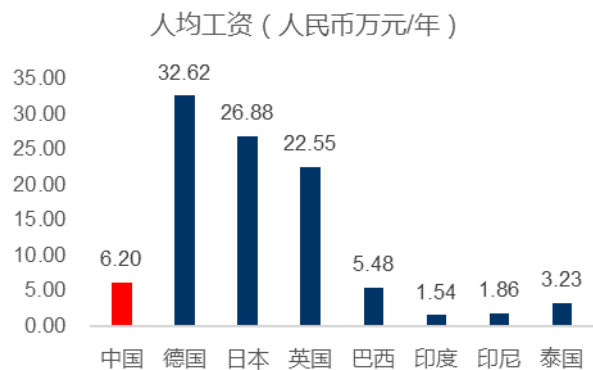
我国劳动力成本高，服装产业向东南亚、南亚转移趋势明显。缝纫机主要下游服装行业是劳动密集型行业。我国工人工资不断攀升，对于劳动密集型的服装产业的人力成本形成越来越大的压力。相对于南亚的印度、巴基斯坦、孟加拉国和东南亚的泰国、越南、印尼等国，我国的工资水平明显更高，对服装产业的吸引力越来越弱。近年来，南亚、东南亚、非洲等经济体凭借较低的劳动力等生产要素成本和进口国差别关税等优势成为全球服装产业制造中心转移的承接地，服装产业向这些地区转移是大势所趋。

图 17：我国制造业就业人员工资不断提升



资料来源：国家统计局，wind，申万宏源研究

图 18：我国劳动力成本明显高于南亚、东南亚国家

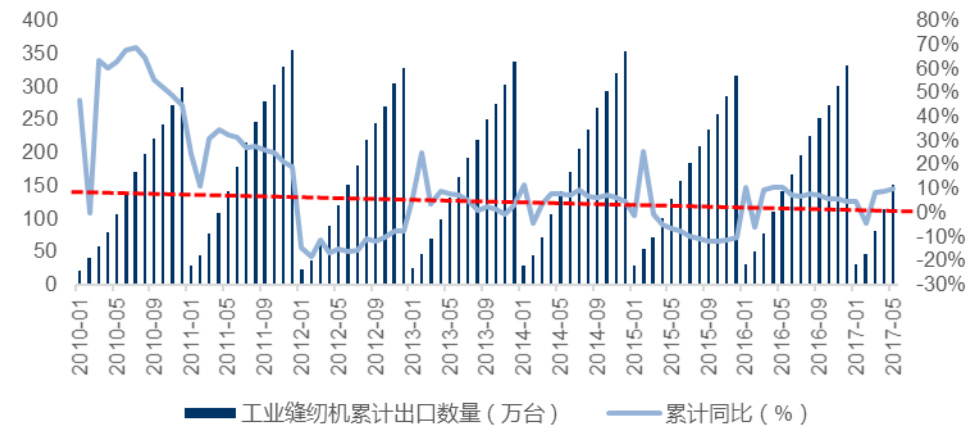


资料来源：Trading Economics，申万宏源研究

服装产业转移带动流入地缝纫机需求，利好我国缝纫机出口。随着新的欠发达地区承接服装产业转移，产业流入地缝纫机等服装加工设备购置需求不断提升，有效放大我国缝制机械生产企业的海外市场。经过了 2015 年全球性的行业低迷后，2016 年开始，我国缝纫机出口增速同比回正，2016 年全年出口量累计同比增长 4.9%，而据中国缝制机械行业

协会统计，我国缝制机械行业 2016 年产量累计同比下降 10.10%，海外市场需求对于缝制机械需求的带动十分明显。

图 19：缝纫机出口同比增速回正，带动缝制机械需求提升



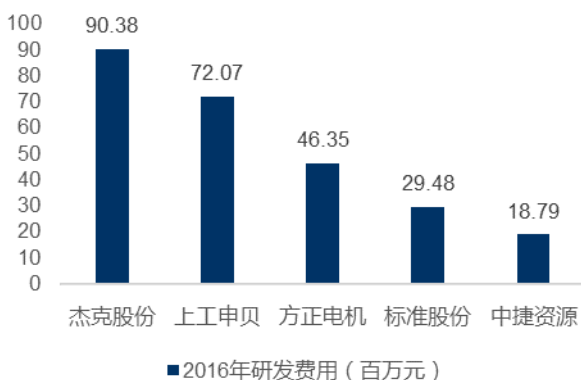
资料来源：海关总署，wind，申万宏源研究

3. 杰克为何胜出？多元驱动，勇立潮头

3.1 技术驱动：发源于中低端，技术迭代抢占中高端市场

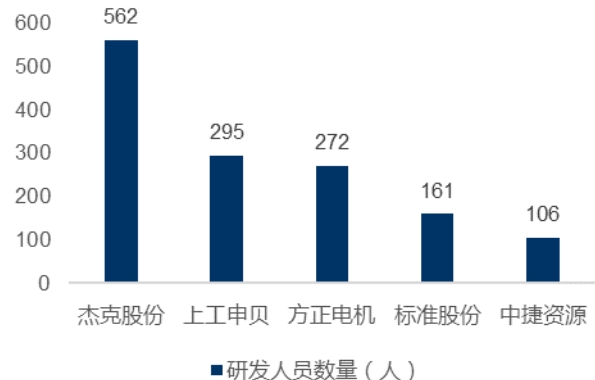
技术驱动：发源于中低端，重视研发投入。杰克股份最初通过定位较低、价格较低的产品迅速拓展市场份额，随着公司营收规模的扩大，公司研发投入越来越多，2016 年研发投入达到 9038 万元，居国内可比公司之首。近年来，公司构建了较大规模的研发团队，截至 2016 年底，公司研发团队达到 562 人，研发团队规模居国内可比公司之首；公司发明、实用新型、外观专利累计获得有效授权数量分别为 118 项、505 项和 135 项，均居国内行业前列。

图 20：杰克股份研发费用居国内可比同行之首



资料来源：各公司公告，申万宏源研究


图 21：杰克股份研发人员数量居国内可比同行之首



资料来源：各公司公告，申万宏源研究


新产品参数亮眼，产品力已经接近国际巨头产品。公司新产品 C4 包缝机转速达到 7000 转/分，参数与日本重机拳头产品 MO-6800S 包缝机一致；C4 实现了与 MO-6800S 类似的防溅油设计，有效提升加工品质；C4 最多可实现 3 针 6 线缝制，效率上超过最多 2 针 5 线的 MO-6800S；在智能化方面公司 C4 也有一定优势。

图 22：杰克股份 C4 包缝机已经能够与重机公司高端产品展开正面技术竞争



杰克 (JACK) C4包缝机

- 转速：7000转/分
- 效率：1针3线-3针6线
- 智能化：可智能识别面料厚度、面料是否在加工
- 实用性：防溅油设计



重机 (JUKI) MO-6800S包缝机

- 转速：7000转/分
- 效率：1针3线-2针5线
- 智能化：无资料
- 实用性：防溅油设计

资料来源：公司官网，重机（中国）官网，申万宏源研究

不断提升产品技术含量，重点布局自动化、智能化产品。公司战略上集中资源进行电脑平缝机、电脑包缝机、电脑绷缝机、电脑特种机等智能缝纫机及智能裁床五大类产品的研发、生产及销售。公司积极投入零部件研发，增加了可迅速替换的“即插即用”零部件比例，并充分运用物联网、互联网技术，确保快速服务的便利性。公司充分利用收购德国奔马的契机，积极合作研发高端裁床设备，2016年公司裁床的平均售价高达 58.78 万元。

图 23：公司不断推动产品智能化



资料来源：公司官网，申万宏源研究

募投资项目加码产能，推动技术进步。公司 IPO 募集的资金将投放到 4 个项目中，全部围绕公司主营业务展开。募投资项目年产 100 万台智能节能工业缝纫机项目能够有效提升公司生产效率、提升规模作用、降低成本，有助于扩大公司市场份额、提升品牌力，能够在产能上实现对国际巨头的超越。募投资项目年产 2 万台特种工业缝纫机技改项目有助于提升

公司特种缝纫机的市场份额，缩小与国际巨头间的差距。募投项目年产 45 万台永磁伺服电机技改项目可以有效增强公司伺服电机自给率，完善零部件配套体系。募投项目年产 300 台自动裁床技改项目可以加快裁床国产化步伐，提升公司缝制设备产业链综合实力。在募集资金到位前，公司已经对部分项目进行了投资，募集期金到位前总体投资完成度达 31%。

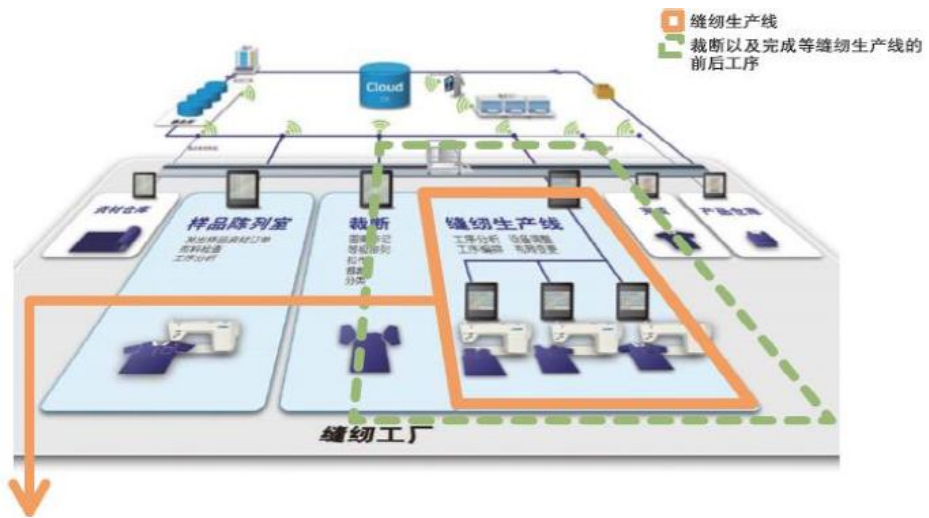
表 6：公司募投项目综合投资完成度已达 31%

项目名称	项目投资金额(亿元)	使用募集资金金额(亿元)	累计已投资金额(亿元)	投资完成度(%)
年产 100 万台智能节能工业缝纫机项目	11.26	6.41	3.50	31.05%
年产 2 万台特种工业缝纫机技改项目	1.67	0.32	0.08	4.89%
年产 45 万台永磁伺服电机技改项目	1.06	0.90	0.56	52.51%
年产 300 台自动裁床技改项目	1.24	1.00	0.51	41.49%
合计	15.23	8.63	4.65	31%

资料来源：招股说明书，申万宏源研究

智能缝制机械需求有望放量，产品结构改变打开全新市场。随着消费升级与工业 4.0 作用的加深，缝制机械的智能化趋势愈发明显，市场对于智能缝制机械的需求有望放量。缝制机械国际巨头日本重机（JUKI）已经推出了智能工厂生产线设计服务，结合工业 4.0，有效实现服装智能制造。我们认为，缝制机械的产品结构将发生明显变化，主流产品将逐渐由传统纯手工操作产品向智能化自动化产品过渡，将有效带动高端智能产品的需求，打开全新的市场。公司重视研发、积极推动产品高端化、智能化，预计将有效迎合市场趋势，竞争优势不断凸显。

图 24：日本重机（JUKI）推出智能化缝纫工厂



资料来源：重机（日本重机）官网，申万宏源研究

3.2 渠道扩展：渠道持续扩张，经销商数量持续增加

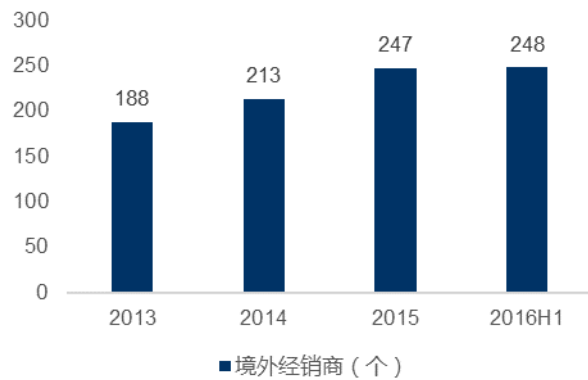
渠道扩展：渠道持续扩张，经销商数量持续增加。杰克股份十分重视经销商资源，坚持与经销商共同成长的经营理念，公司 2005 年开始引进 SAP 的 ERP 系统，并且开放给上下游合作方使用，帮助上游供货商与下游经销商提高管理水平。杰克股份充分考虑到经销商的成长，在行业低迷期仍然给经销商较高的利润空间。

图 25: 杰克股份国内经销商数量不断增加



资料来源: 招股说明书, 申万宏源研究

图 26: 杰克股份境外经销商不断增加

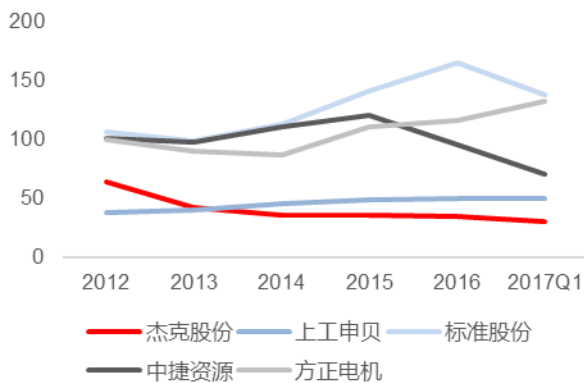


资料来源: 招股说明书, 申万宏源研究

3.3 精益管理: 高效管理出效益, 盈利能力遥遥领先

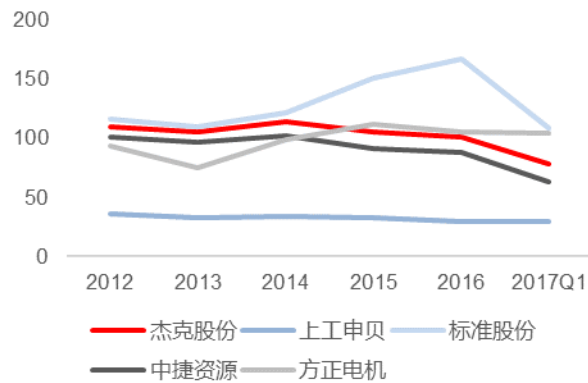
杰克股份重视精益管理, 应收账款周转率高。杰克股份管理理念先进, 对于财务有效实现精益管理, 公司与下游客户建立良好的互信合作体系, 应收账款周转天数明显低于业内可比上市公司, 财务健康度高, 财务费用压力小。公司与上游供应商合作良好, 能够在较短时间内实现付款, 应付账款周转天数在业内处于较低水平, 在上游供应商处信誉良好, 有利于增强公司的议价能力。

图 27: 杰克股份应收账款周转天数低于可比公司 (天)



资料来源: wind, 申万宏源研究

图 28: 杰克股份应付账款周转天数低 (天)

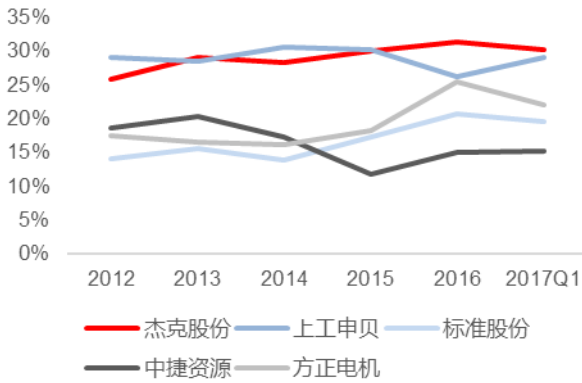


资料来源: wind, 申万宏源研究

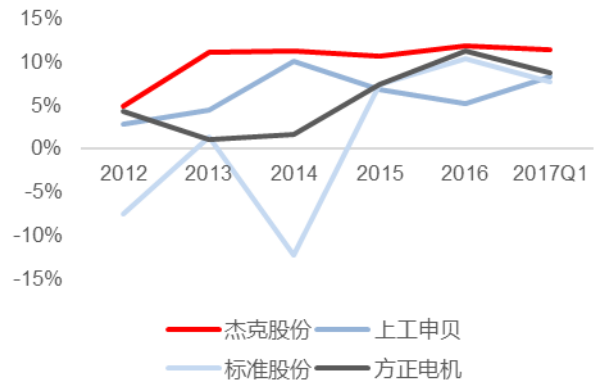
公司对上游议价能力强、成本控制好, 利润率高。公司在采购方面管理高效, 对上游供应商进行辅导, 帮助上游客户高效供货、压缩成本, 同时公司充分利用台州这一缝制机械零部件集散中心的规模效应, 有效压缩零部件采购成本。另外, 公司积极扩大电机生产能力, 根据我们的了解, 公司伺服电机自产能力达到 90%, 电控系统自产能力达到 50%, 进一步扩大公司的盈利空间。

图 29: 杰克股份毛利率高于可比上市公司 (%)

图 30: 杰克股份归母净利润率高于可比上市公司 (%)



资料来源：公司公告，wind，申万宏源研究

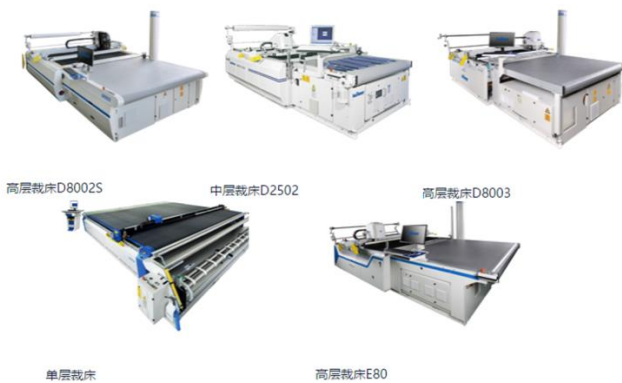


资料来源：公司公告，wind，申万宏源研究

3.4 布局裁床：国内进入爆发期，提供公司长期成长性

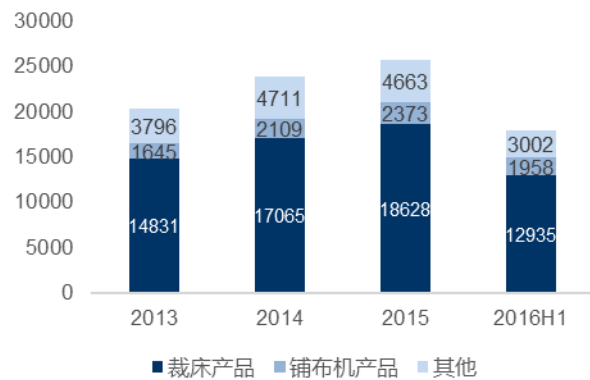
收购德国奔马，公司积极开拓高端裁床市场。公司于金融危机后的 2009 年 7 月抄底收购德国奔马，借助德国奔马品牌在国际市场上的影响力，逐步提升欧洲等高端市场占有率，欧洲市场收入在公司境外主营收入中的占比从 2013 年的 19.69% 提升到 2016 年 1-6 月的 23.54%。子公司德国奔马定位于中高端裁床和铺布机产品的生产和销售，主要直销客户包括奥迪、空中客车、奔驰等国际知名公司。子公司拓卡奔马定位于以服装行业需求为主的裁床和铺布机产品的生产和销售，两者形成产品线的互补。2013 年、2014 年、2015 年和 2016 年 1-6 月，公司以直销实现的裁床业务收入占同期裁床业务收入的比重分别为 71.15%、53.10%、57.42% 和 57.52%。其中，拓卡奔马裁床业务收入自 2013 年以来快速增长，裁床产品和铺布机产品的市场份额迅速扩大，提升了公司裁床业务的整体竞争力。

图 31：德国奔马裁床产品线完备



资料来源：德国奔马网站，申万宏源研究

图 32：拓卡奔马营收持续增长



资料来源：公司招股书，申万宏源研究

自动裁床效率高、裁剪质量高，有效替代人力的同时可以大幅提高裁剪质量。手工加上电动裁刀的裁剪是目前国内服装生产中的主要裁剪方式，这种方式要求操作人员必须严格按照排料图上的轮廓进行裁剪，对操作人员的责任感、熟练程度与规程掌握有很高的要求，随着我国劳动力成本上升与负责任的高级技工紧缺性提高，传统裁剪方式越来越难以满足服装制造业对于布料越来越严格的要求。自动裁床可以通过真空吸附避免布料错位、通过软件控制裁刀温度、以不同速度保证裁剪精度，可以提前在电脑上进行裁剪路径设计

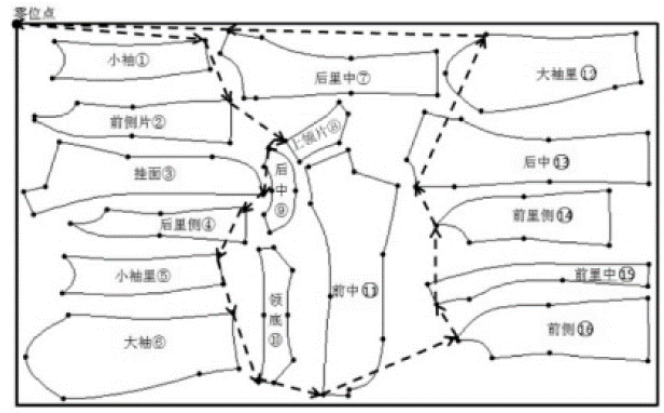
以提高剪裁效率、提高材料利用率，其裁剪质量显著优于人工剪裁，同时计算机软件控制可以保证柔性生产，有效顺应工业 4.0 的趋势。

图 33：手工+电动裁刀效率低、精度低



资料来源：际通宝供应信息，申万宏源研究

图 34：自动裁床可以实现高效、高精度剪裁



资料来源：《服装数控裁床裁剪效率的研究与进展》，申万宏源研究

裁床行业：壁垒高、厂商少、空间大。裁床行业壁垒较高，主要体现在：1) 品牌壁垒，裁床是缝前设备，后续缝制工作依赖于裁床剪裁出的布料，如果出现故障将直接导致生产中断，服装加工企业对裁床的可靠程度、售后等要求高，有口碑优势的品牌相对于新进入的品牌形成较高壁垒；2) 技术壁垒：裁床精度要求高、刀具力度要求高、延展布料要求有均匀的真空吸附能力，同时又有较高的可靠性要求，只有经过长期的技术积累才能有效实现裁床的功能。

图 35：裁床行业壁垒较高

品牌壁垒	<ul style="list-style-type: none"> • 下游厂商非常重视裁床可靠性、售后等 • 有口碑优势的品牌相对于新进入的品牌形成较高壁垒
技术壁垒	<ul style="list-style-type: none"> • 精度要求高、刀具要求高、要求均匀的真空吸附能力 • 需要长期的技术积累

资料来源：申万宏源研究

受制于较高的行业壁垒，全球裁床生产企业数量较少。由于较高的行业壁垒限制，新兴企业很难在短期内通过自主研发进入裁床行业，目前全球裁床行业竞争格局相对稳定，中高端市场主要由法国力克、美国格柏、德国奔马（杰克子公司）垄断，产品单价一般不低于 70 万元，低端市场主要被和鹰科技（长园和鹰）和个别意大利小型企业占据，产品单价一般为 30-40 万元。

表 7：主要裁床企业概览

品牌	品牌简介	裁床产品	产品价格
----	------	------	------

法国力克 (Lectra)	力克是一家法国企业，业务涵盖衣料剪裁、软质家具材料剪裁、汽车皮革剪裁、成衣制作、家具制作等	自动剪裁设备 10 年售出 3000 台，以 3D 打样为特色，提供自动布料剪裁、自动皮革剪裁等整体解决方案	70 万元以上
美国格柏	格柏科技致力于缝制品和软性材料制品行业自动化生产系统的研发与服务工作	提供格柏集成生产系统 (GERBERSuite)，包括自动铺布系统 GERBERcutter，自动裁割系统 PLMFLM 以及 3D 设计、周期管理等系统	
德国奔马	德国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	裁床产品线完善，高层裁床、中层裁床、单层裁床与铺布机产品高低结合，能够满足客户不同需求	
和鹰 (长园和鹰)	和鹰是一家集缝前、缝中、缝后整个服装工艺产品线的数字化设备全面解决方案提供商	使用高鸟一代技术，提供数控裁剪机、自动铺布机、CAD 排料软件、真皮裁剪机	30-40 万元

资料来源：各公司网站，申万宏源研究

预计裁床渗透率将不断提升，估计国内市场空间 500 亿元。裁床能够实现高效的布料等衣料的剪裁，自动化程度高、效率高、准确度高，能够有效替代人力。由于自动化裁床单价高，目前在我国服装行业的渗透率较低，估计渗透率仅在 1% 左右，估计欧美渗透率在 50% 左右。在我国人力成本上升与工业 4.0 落地的大背景下，裁床渗透率有望进一步提高，国内裁床需求或将放量。以我国工业缝纫机年产 1000 万台、60% 内销、寿命 8 年、忽略进口高端机粗略估计，我国工业缝纫机存量 5000 万台左右，以每 500 台工业缝纫机配 1 台裁床估计，我国裁床增量空间仍有 10 万台左右，以每台 50 万元单价估计，渗透率按照 40% 算，市场空间约 200 亿元。

表 8：预计我国裁床市场空间 350-675 亿元

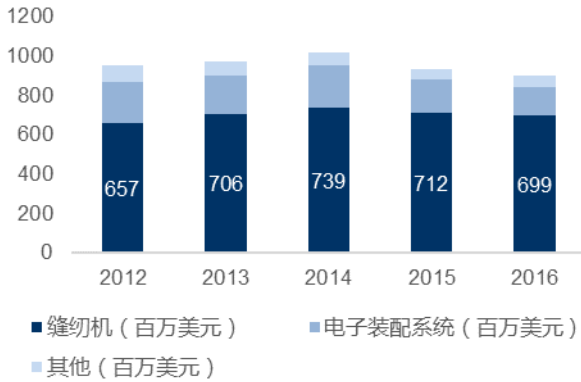
我国缝纫机年均产量 (万台)	内销率 (%)	寿命 (年)	国内缝纫机存量 (万台)	裁床/缝纫机	裁床需求量 (万台)	裁床平均单价 (万元)	裁床市场空间 (亿元)	
1000	60%	7	4200	1/500	8.4	50	420	
		8	4800		9.6		480	
		9	5400		10.8		540	
		7	4200	1/400	10.5		525	
		8	4800		12		600	
		9	5400		13.5		675	
		7	4200	1/500	8.4		60	504
		8	4800		9.6			576
		9	5400		10.8			648
		7	4200	1/400	10.5			630
		8	4800		12			720
		9	5400		13.5			810

资料来源：中国缝制机械协会，海关总署，申万宏源研究

4. 国际对标：对标日本重机，全球布局成长空间巨大

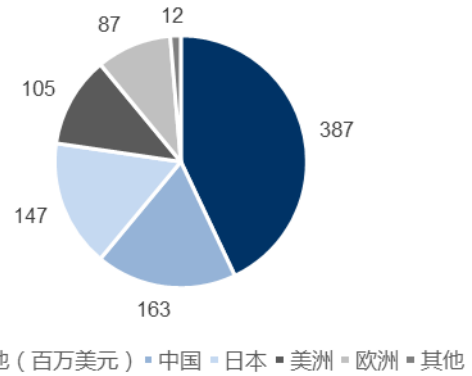
日本重机业务以缝制机械为主，亚洲是其主要市场。日本重机是传统的缝制机械巨头，其业务规模庞大，2016年缝制机业务营收达到6.99亿美元，为杰克股份（2.67亿美元，历史汇率）的2.62倍。2016年，日本重机在亚洲市场营收合计占比高达77.34%，其中中国市场占比18.09%，日本市场占比16.30%，其产品全球化布局特点非常明显。

图 36：日本重机业务以缝纫机为主



资料来源：Bloomberg，申万宏源研究

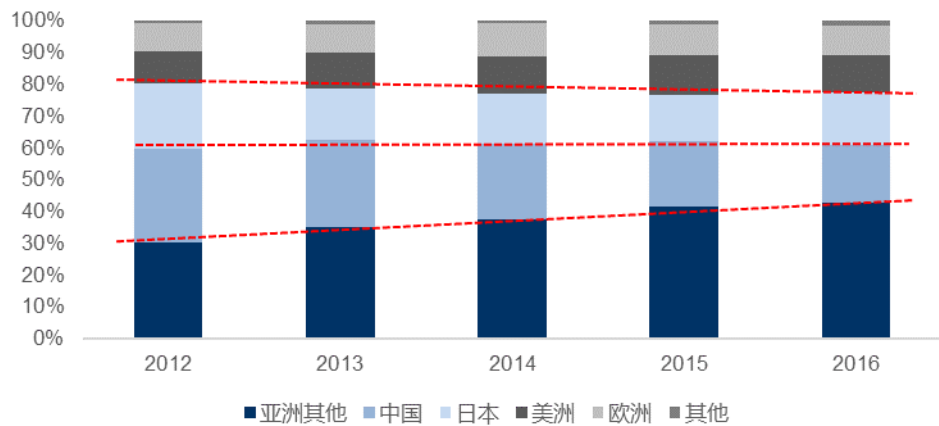
图 37：亚洲是日本重机的主要市场



资料来源：Bloomberg，申万宏源研究

日本重机强化全球布局，积极抢占亚洲其他市场空间。日本重机营收曾经比较依赖中国市场，在中国纺织服装产业景气度高、高速发展的时期，其在中国占比非常高，2011年在华营收占比高达39.93%。近年来纺织服装产业从中国向亚洲其他相对落后地区转移趋势明显，日本重机积极跟随产业转移布局市场，在亚洲其他国家和地区营收增加明显，在这些地区的营收占比从2011年的25.69%增加到2016年的42.95%。积极向产业流入地布局有效减小了中国纺织服装行业景气度低给日本重机业绩带来的冲击，杰克股份的全球布局也有望有效减小单一市场下游波动对于公司业绩的影响。

图 38：日本重机在华、在日营收占比下降，在亚洲其他地区营收占比增加



资料来源：Bloomberg，申万宏源研究

5. 投资逻辑

5.1 关键假设表

预计公司工业缝纫机业务 2017/2018/2019 年增速为 32%/29%/20%，毛利率总体稳定。

产能端：公司募投项目 2 万台特种机技改项目有望于 2018 全部投产，100 万台工业缝纫机技改项目有望于 2019 年全部投产，从产能端为公司工业缝纫机营收增长提供保障。

销售端：公司业务不断拓展，国内外经销商数量持续增加，重点布局南亚、东南亚等纺织服装行业流入地，产品技术水平不断提升，产品从价格到技术均具有较强竞争力，从销售端为公司工业缝纫机营收提供保障。

毛利率：公司积极对上游供应商进行辅导培育，叠加不断扩大的规模效应与不断提升的电机等核心零部件自产比率，公司上游成本控制能力强，有效扩大毛利空间；同时，公司重视研发，产品不断迭代，技术水平持续提升，产品技术附加值越来越高，有助于在工业缝纫机行业白热化的竞争中维持公司毛利空间。

预计公司裁床业务 2017/2018/2019 年增速为 41%/42%/38%，毛利率总体稳定。

产能端：公司充分利用德国奔马的裁床技术，战略布局托卡奔马国产，IPO 募投的 300 台自动裁床技改项目从产能端保障公司高端裁床业务在华拓展。

需求端：随着我国人力成本的不断上升，服装行业迎合工业 4.0、强化自动化生产是大势所趋，自动裁床效率高、可靠性好、剪裁质量高、材料利用率高、可以通过编程实现柔性制造，完全符合工业 4.0 要求与下游发展趋势，我们预计我国裁床渗透率将不断提升，国内裁床行业将进入爆发期，估计国内市场空间 500 亿元。

销售端：一方面，公司可利用德国奔马原有渠道，不断在欧美发达市场拓展高端裁床业务；另一方面，国内裁床市场参与企业较少，公司技术与渠道上有很强的竞争优势，为产品销售端提供保障。

毛利率：公司裁床技术源于全球前三的德国奔马，技术水平总体很高，产品技术附加值高，毛利空间大，预计毛利率将总体稳定。

表 9：主营业务关键假设

主营业务		项目	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
工业缝纫机	营业收入（百万元）	863	1342	1484	1334	1493	1977	2547	3056	3635	4107	
	增速（%）		55%	11%	-10%	12%	32%	29%	20%	19%	13%	
	营业成本（百万元）	658	973	1099	966	1069	1424	1834	2200	2617	2957	
	毛利（百万元）	205	369	385	369	424	554	713	856	1018	1150	
	毛利率（%）	24%	27%	26%	28%	28%	28%	28%	28%	28%	28%	
	营收占比（%）	84%	87%	86%	84%	80%	79%	78%	75%	73%	70%	
	毛利占比（%）	77%	82%	79%	77%	73%	71%	69%	66%	64%	61%	
裁床	营业收入（百万元）	169	203	239	257	364	513	729	1006	1311	1744	
	增速（%）		20%	18%	7%	42%	41%	42%	38%	30%	33%	
	营业成本（百万元）	107	122	136	149	206	288	408	563	747	994	
	毛利（百万元）	62	80	103	108	157	226	321	443	564	750	
	毛利率（%）	37%	40%	43%	42%	43%	44%	44%	44%	43%	43%	
	营收占比（%）	16%	13%	14%	16%	20%	21%	22%	25%	27%	30%	
	毛利占比（%）	23%	18%	21%	23%	27%	29%	31%	34%	36%	39%	
主营合计	综合营业收入（百万元）	1032	1544	1723	1591	1857	2491	3276	4062	4946	5851	

增速(%)		50%	12%	-8%	17%	34%	32%	24%	22%	18%
综合营业成本(百万元)	765	1096	1235	1114	1275	1711	2242	2764	3365	3951
综合毛利(百万元)	267	449	488	477	581	780	1034	1298	1582	1900
综合毛利率(%)	26%	29%	28%	30%	31%	31%	32%	32%	32%	32%

资料来源：申万宏源研究

5.2 投资逻辑

杰克股份是我国缝制机械行业龙头企业，充分受益于我国缝制机械行业的规模效应，随着公司技术不断突破、品牌口碑不断积累、渠道不断完善，叠加 IPO 募投项目增加产能、改进技术，我们认为公司将有挑战国际巨头的实力，规模上也将向国际巨头看齐，预计营收规模仍有数倍成长空间。公司紧扣缝制机械行业发展驱动力，不断受益于行业份额集中，龙头效应逐渐凸显；同时公司积极拓展海外市场，跟随产业转移紧密布局海外；公司不断提升产品技术含量，充分顺应工业 4.0 与消费升级的大趋势，产品向智能化、自动化方向发展，预计将充分受益于下游智能化设备换代浪潮。

行业视角：我国缝制机械行业迎来向上周期。缝制机械行业是成熟的周期性行业，行业景气度与下游纺织服装行业需求紧密相关。受厂房土地或租金成本、人力成本、优惠政策等因素的驱使，纺织服装行业有从我国向东南亚、南亚、非洲等地转移的趋势，产业流入地需要大量缝制机械。根据中国缝制机械协会估计，我国缝制机械产量约占全球的 75%，本轮产业转移设备方面由我国企业主导，充分利用好我国缝制机械行业，2017 年 1-5 月缝制机械工业总产值累计同比增长 13.63%，其中 5 月当月工业总产值同比增长高达 23.47%；2017 年 1-5 月累计生产缝制机械 225.42 万台，同比增长 20.64%，预计行业将迎来新一轮上升周期。

产业视角：我国缝制机械行业集中度提升趋势明显，龙头市占率提升成为重要成长驱动力。经过数年的行业低迷期，我国缝制机械行业进行了自发的“供给侧改革”，大量规模小、技术差、产品竞争力低的企业被淘汰，行业出清龙头胜出。在新的向上周期中，我国缝制机械行业龙头有望充分利用龙头规模效应，不断向上压缩原材料、元器件成本，向下拓展新的销售渠道，并积极研发提升产品技术附加值，有效扩大市场份额与盈利空间。

公司视角：杰克股份中国第一全球第三，战略清晰有望冲击国际巨头。杰克股份一手抓研发，一手扩渠道，产品发源于中低端，通过不断技术积累，冲击中高端市场，其新一代产品如 C4 包缝机等在技术上已经具有与重机公司同类产品正面竞争的实力，同时公司通过外延并购全球第三的裁床公司，布局高端裁床市场，随着我国裁床需求的爆发，裁床业务有望成为公司业绩的长期增长驱动力。公司上游原材料、元器件议价能力强，电机等关键零部件资产率高，坚持与下游经销商共进退，产品价量利有望齐升。公司以销量计的市场份额已经稳居国内第一、全球第三，有望在规模与技术上冲击国际巨头日本重机及兄弟公司，对比来看营收仍有数倍成长空间。

5.3 估值与评级

缝制机械行业预计行业将迎来新一轮上升周期。缝制机械行业是成熟的周期性行业，行业景气度与下游纺织服装行业需求紧密相关。受厂房土地或租金成本、人力成本、优惠政策等因素的驱使，纺织服装行业有从我国向东南亚、南亚、非洲等地转移的趋势，产业流入地需要大量缝制机械。根据中国缝制机械协会估计，我国缝制机械产量约占全球的75%，本轮产业转移设备方面由我国企业主导，充分利好我国缝制机械行业。

杰克股份胜者为王，市占率预计持续提升。杰克股份一手抓研发，一手扩渠道，产品发源于中低端，通过不断技术积累，冲击中高端市场，其新一代产品如C4包缝机等在技术上已经具有与重机公司同类产品正面竞争的實力，同时公司通过外延并购全球第三的裁床公司，布局高端裁床市场，随着我国裁床需求的爆发，裁床业务有望成为公司业绩的长期增长驱动力。公司上游原材料、元器件议价能力强，电机等关键零部件资产率高，坚持与下游经销商共进退，产品价量利有望齐升。公司以销量计的市场份额已经稳居国内第一、全球第三，有望在规模与技术上冲击国际巨头日本重机及兄弟公司，对比来看营收仍有数倍成长空间。

估值横向比较来看，杰克股份是我国缝制机械行业的龙头企业，且发展思路清晰、战略明确，能够充分顺应行业发展趋势，预计公司2017/2018/2019年实现归母净利润2.88/3.90/5.01亿元，对应EPS1.39/1.89/2.43元，对应PE28/21/16倍。由于A股工业缝纫机相关上市公司没有未来3年盈利预测，我们选取SW机械设备和SW纺织服装设备的行业平均估值作为参考，考虑到公司是行业龙头，应享有估值溢价，给与公司2018年PE30倍，目标价56.7元，对应约43%上涨空间。

表 10：估值对比

代码	名称	EPS				PE				现价
		2016A	2017E	2018E	2019E	2016A	2017E	2018E	2019E	
801890.SI	SW 机械设备	0.28	0.50	0.67	0.88	63	35	26	20	17.35
	SW 纺织服装设备	0.27	0.34	0.45	0.68	41	33	24	16	11.01
603337.SH	杰克股份	1.42	1.39	1.89	2.43	28	28	21	16	39.54

资料来源：wind（机械设备与纺织服装设备EPS与现价取自wind算术平均值），申万宏源研究

财务摘要

合并损益表

百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,592	1,857	2,492	3,277	4,063
营业总成本	1,421	1,631	2,163	2,832	3,491
营业成本	1,114	1,275	1,712	2,242	2,764
营业税金及附加	11	15	20	26	32
销售费用	98	118	145	190	236
管理费用	199	221	287	374	459
财务费用	-10	-16	0	0	0
资产减值损失	8	18	0	0	0
公允价值变动损益	2	0	0	0	0
投资收益	1	1	0	0	0
营业利润	173	227	329	445	572
营业外收支	21	25	0	0	0
利润总额	194	251	329	445	572
所得税	25	30	40	54	70
净利润	169	221	289	391	502
少数股东损益	-1	0	1	1	1
归属于母公司所有者的净利润	170	220	288	390	501

资料来源：申万宏源研究

合并资产负债表

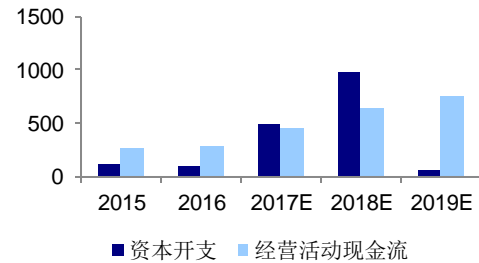
百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	775	1,173	1,241	1,312	2,134
现金及等价物	146	298	273	87	645
应收款项	241	274	338	418	498
存货净额	340	376	531	683	841
其他流动资产	48	225	98	124	149
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	623	658	1,052	1,835	1,696
无形资产及其他资产	162	158	158	159	158
资产总计	1,560	1,989	2,451	3,306	3,988
流动负债	635	919	1,083	1,548	1,727
短期借款	29	135	135	275	135
应付款项	602	775	942	1,266	1,585
其它流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债	93	61	71	71	71
负债合计	728	980	1,154	1,619	1,798
股本	155	155	155	155	155
资本公积	3	3	3	3	3
盈余公积	61	78	100	129	167
未分配利润	615	774	1,040	1,401	1,864
少数股东权益	-1	0	0	1	2
股东权益	832	1,008	1,298	1,689	2,191
负债和股东权益合计	1,560	1,989	2,452	3,308	3,989

资料来源：申万宏源研究

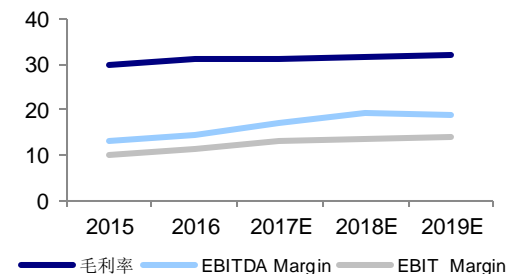
合并现金流量表

百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	169	221	289	391	502
加：折旧摊销减值	58	74	94	191	197
财务费用	5	1	0	0	0
非经营损失	-7	-2	3	-1	0

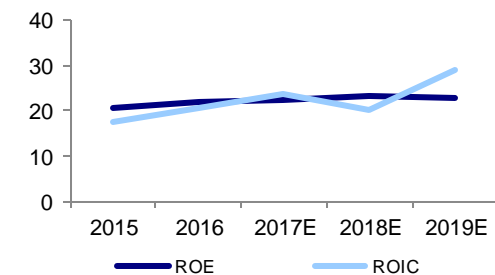
资本开支与经营活动现金流



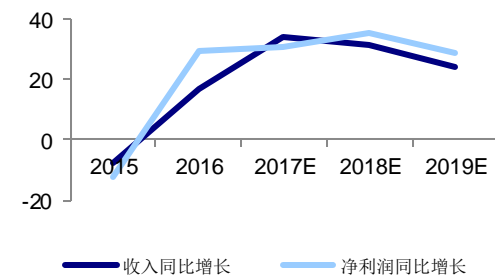
经营利润率(%)



投资回报率趋势(%)



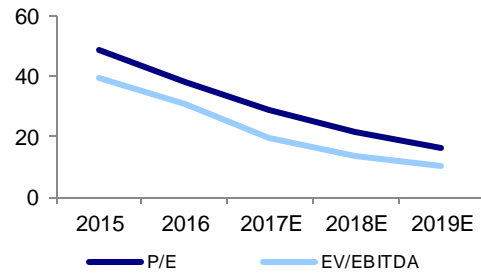
收入与利润增长趋势(%)



营运资本变动	46	-12	-53	92	81
其它	0	0	121	-25	-24
经营活动现金流	272	280	453	648	756
资本开支	118	101	487	975	57
其它投资现金流	-44	-84	0	0	0
投资活动现金流	-124	-180	-487	-975	-57
吸收投资	0	0	0	0	0
负债净变化	-65	72	10	140	-140
支付股利、利息	31	136	0	0	0
其它融资现金流	0	9	0	0	0
融资活动现金流	-96	-55	10	140	-140
净现金流	52	45	-24	-187	559

资料来源：申万宏源研究

相对估值(倍)



重要财务指标

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标(元)					
每股收益	0.82	1.07	1.39	1.89	2.43
每股经营现金流	1.31	1.35	2.19	3.13	3.66
每股红利	-	-	-	-	-
每股净资产	4.03	4.88	6.28	8.16	10.59
关键运营指标(%)					
ROIC	17.3	20.4	23.5	20.1	28.7
ROE	20.4	21.9	22.2	23.1	22.9
毛利率	30.0	31.3	31.3	31.6	32.0
EBITDA Margin	13.2	14.4	17.0	19.4	18.9
EBIT Margin	10.1	11.3	13.2	13.6	14.1
收入同比增长	-7.6	16.7	34.2	31.5	24.0
净利润同比增长	-12.6	29.6	30.8	35.3	28.6
资产负债率	46.7	49.3	47.1	49.0	45.1
净资产周转率	1.91	1.84	1.92	1.94	1.86
总资产周转率	1.02	0.93	1.02	0.99	1.02
有效税率	12.9	12.2	12.2	12.2	12.2
股息率	-	-	-	-	-
估值指标(倍)					
P/E	49.0	37.8	28.9	21.4	16.6
P/B	10.0	8.3	6.4	4.9	3.8
EV/Sale	5.2	4.4	3.3	2.6	1.9
EV/EBITDA	39.5	30.9	19.6	13.5	10.3

资料来源：申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	zhufang@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。