

## 业绩拐点, 估值底部, 未来寡头, 战略配置

### 投资要点

- 推荐逻辑:** 缝制设备行业产值过去十年稳健增长, 2018年230家规模以上企业收入达314亿元, 公司2018年营收41.5亿元, 行业第一, 未来有望成为寡头, 发展空间较大。公司2019年受行业需求大幅下滑影响, 业绩下降, 处于低点, 预计2019Q4净利润增速转正, 迎来业绩拐点, 预计2020年、2021年净利润重回较快增长, 增速分别为24.3%、22.2%。公司当前估值对应2020年PE约19倍, 仅为行业平均水平, 我们认为, 公司年销量增速持续高于行业15~20个百分点, 市占率年提升2~3个百分点, 未来有望成为行业寡头, 应当享受估值溢价, 建议战略配置, 上调至“买入”评级。
- 格局加速寡头化, 发展空间非常大。** 缝制设备销量周期性波动, 存量竞争为主, 竞争白热化, 市场集中度提升, 行业百余家骨干整机企业产量份额从2015年61.3%提升至2018年64.8%。行业呈现一超多强格局, 按缝制设备业务收入占行业百余家骨干整机企业营收计算, 杰克股份、上工申贝、中捷股份、标准股份2018年份额分别为19.9%、10.4%、5.5%、3.6%, 鉴于排名靠前企业亦面临较大压力, 寻求整合, 加速行业趋向寡头格局。杰克股份当前行业排名第一, 2018年营收仅41.5亿元, 归母净利润4.5亿元, 存在较大提升空间。
- 综合竞争优势强化, 公司成为行业寡头概率更高。** 成本端, 公司提升重要零部件自制率, 发挥采购规模优势, 预计能带来5个百分点左右净利率领先优势。费用端, 公司实际控制人在缝制设备行业专注发展24年, 并聘请缝纫机行业有近40年工作经验的赵新庆先生出任董事长。专业人, 专注做专业事, 企业管理效率更高, 以及规模优势显著, 费用端或可带来5个百分点左右领先优势。质量端, 公司无论是研发人员数量、研发绝对金额都稳居行业第一, 保障产品质量及高端产品开发。渠道端, 公司全球拥有超7000家经销商及网点, 保障客户能够便捷获取产品, 快速获得服务。我们认为, 公司在成本、管理、质量、渠道等方面优势, 随着规模攀升, 持续强化, 未来成为行业寡头概率更高。
- 盈利预测与投资建议。** 公司估值处于底部, 业绩有望迎来拐点, 长期有望成为行业寡头, 建议战略配置。预计公司2019-2021年归母净利润CAGR为23.3%, 给予2020年25倍PE估值, 目标价25.3元, 上调至“买入”评级。
- 风险提示:** 下游需求、盈利能力不及预期风险; 汇率风险; 贸易战影响风险。

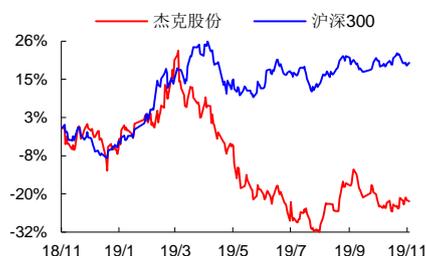
指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	4151.50	3725.21	4039.39	4846.59
增长率	48.98%	-10.27%	8.43%	19.98%
归属母公司净利润(百万元)	454.25	362.10	450.16	550.29
增长率	40.18%	-20.29%	24.32%	22.24%
每股收益EPS(元)	1.02	0.81	1.01	1.23
净资产收益率ROE	17.94%	13.10%	14.47%	15.59%
PE	19	24	19	16
PB	3.38	3.16	2.80	2.46

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 梁美美  
执业证号: S1250518100003  
电话: 021-58351937  
邮箱: lmm@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	4.46
流通A股(亿股)	1.18
52周内股价区间(元)	17.6-46.85
总市值(亿元)	85.85
总资产(亿元)	42.91
每股净资产(元)	5.83

### 相关研究

1. 杰克股份(603337): 需求放缓短期承压, 看好龙头强者恒强 (2019-08-20)

## 投资要件

### 关键假设

假设 1: 公司工业缝纫机业务 2018 年基数较高, 叠加 2019 年宏观经济增速放缓等因素影响, 预计短期需求承压, 2020 年随着行业需求向好, 公司产能释放, 市占率提升, 逐步恢复。假设公司 2019-2021 年工业缝纫机销量增速为-12%、8%、20%, 价格不变, 毛利率分别为 25%、25.5%、26%。

假设 2: 公司裁床业务受宏观经济景气度影响, 短期承压, 之后逐步恢复, 假设 2019-2021 年销量增速为-5%、8%、20%, 价格不变, 毛利率稳定在 41%。

### 我们区别于市场的观点

**市场对需求向好时点存在分歧。**2018 年下半年以来, 工业缝纫机需求较快下行, 贸易战加剧了行业下滑。总体来看, 工业缝纫机行业高峰年产量 900~1000 万台, 低谷年产量 500~600 万台, 平均年产量 700~800 万台, 预计 2019 年产量 600 多万台, 产量进一步下降空间有限。同时, 历史数据来看, 行业经历两年左右下降后, 一般会周期性企稳回升。我们认为, 行业产量进一步下降空间有限, 保守预计 2020 年下半年将企稳回升, 若中美贸易战缓和, 将加速行业复苏进程。

**市场关注估值是否触底。**投资者担心公司受行业周期性影响较大, 当前估值是否会进一步下杀。我们认为, 公司当前估值对应 2020 年 PE 约 19 倍, 属于行业平均水平, 公司销量持续高于行业 15~20 个百分点, 市占率每年提升 2~3 个百分点, 有望成为未来寡头, 应当给予估值溢价。同时, 公司业绩迎来向上拐点, 预计 2020 年、2021 年营收分别为 40.4 亿元(+8.4%)、48.5 亿元(+20%), 归母净利润分别为 4.5 亿元(+24.3%)、5.5 亿元(+22.2%), 当前进行战略配置是比较好的时机。

### 股价上涨的催化因素

1) 行业销量企稳回升。市场最关注行业需求企稳向好时点, 预计行业销量连续 2 个月及以上正增长时, 对股价形成正面影响。

2) 战略合作项目落地。公司与标准股份签署战略合作协议, 市场较为关注进度, 若战略合作项目能够顺利落地, 有望催化公司估值提升。

3) 公司利润增速同比回升。2019 年 Q2、Q3 单季度净利润增速分别为-28.5%、-59.5%, 我们预计 Q4 单季度利润企稳回升, 届时对股价形成正面影响。

### 估值和目标价格

预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 3.6、4.5 和 5.5 亿元, EPS 分别为 0.81、1.01 和 1.23 元, 对应 PE 分别为 24、19 和 16 倍。缝制设备市场规模超 300 亿元, 公司未来大概率成为行业寡头, 2018 年营收仅 41.5 亿元, 具有较大发展空间, 当前市值对应 2020 年

PE 约 19 倍，仅为行业平均估值水平，我们认为应给予一定溢价，合理估值 25 倍，目标价 25.3 元，上调至“买入”评级。

## 投资风险

1) 下游需求不及预期风险；2) 盈利能力不及预期风险；3) 汇率波动风险；4) 贸易战影响超预期风险。

## 目 录

<b>1 行业规模超 300 亿元，格局加速寡头化</b> .....	<b>1</b>
1.1 竞争白热化，格局寡头化 .....	1
1.2 行业空间超 300 亿，寡头格局下的市值潜力 .....	4
<b>2 战略扩张，脱颖而出，未来寡头</b> .....	<b>7</b>
2.1 专注缝纫机行业，成本、质量、渠道、管理构建核心竞争力 .....	7
2.2 前瞻布局，战略扩张，实现超越 .....	18
2.3 格局清晰，未来寡头 .....	21
<b>3 业绩拐点，估值底部，战略配置</b> .....	<b>21</b>
3.1 业绩迎长短期拐点，重回较快增长 .....	21
3.2 估值底部，战略配置 .....	22
<b>4 盈利预测与估值</b> .....	<b>23</b>
4.1 盈利预测 .....	23
4.2 绝对估值 .....	24
4.3 相对估值 .....	25
<b>5 风险提示</b> .....	<b>26</b>
<b>6 附录</b> .....	<b>28</b>
6.1 缝制设备行业介绍 .....	28
6.2 公司基本情况介绍 .....	30
6.3 公司财务状况分析 .....	34

## 图 目 录

图 1: 中国工业缝纫机历年产量 .....	1
图 2: 行业平均年产量为 700~800 万台 .....	1
图 3: 中国工业缝纫机百强产量及同比 .....	1
图 4: 中国工业缝纫机百强产量占比 .....	1
图 5: 缝制设备主要企业历年销量对比 (万台) .....	2
图 6: 缝制设备主要企业历年销量增速对比 .....	2
图 7: 杰克股份销量增速跑赢行业幅度 .....	2
图 8: 杰克股份销量占全行业比重 .....	2
图 9: 缝制设备主要企业历年营收对比 (亿元) .....	3
图 10: 缝制设备主要企业历年营收增速同比 .....	3
图 11: 2013 年按营收计算的缝制设备整机企业份额 .....	3
图 12: 2018 年按营收计算的缝制设备整机企业份额 .....	3
图 13: 缝制设备主要企业归母净利润对比 (亿元) .....	4
图 14: 缝制设备主要企业扣非净利润对比 (亿元) .....	4
图 15: 缝制设备主要企业研发费用对比 (亿元) .....	4
图 16: 缝制设备主要企业研发费用率对比 .....	4
图 17: 中国服装历年产量及同比 .....	5
图 18: 服装固定资产投资 .....	5
图 19: 中国宏观景气度走势 .....	5
图 20: 内销受宏观经济景气度影响较大, 周期性波动 .....	6
图 21: 外销总体保持增长态势 .....	6
图 22: 主要企业缝纫机价格总体有所提升 (元/台) .....	6
图 23: 行业产值总体保持增长 (可比口径近三年均正增长) .....	6
图 24: 公司实际控制人持股情况 .....	8
图 25: 2018 年主要缝制设备企业人均销售额 (万元/人) .....	12
图 26: 人均销售费用 (万元/人) .....	12
图 27: 销售人员数量 .....	12
图 28: 2018 销售费用率对比 .....	12
图 29: 杰克股份销售费用率 (分项目) .....	13
图 30: 上工申贝销售费用率 (分项目) .....	13
图 31: 中捷股份销售费用率 (分项目) .....	14
图 32: 标准股份销售费用率 (分项目) .....	14
图 33: 缝制设备主要企业 2018 年管理费用率对比 .....	15
图 34: 缝制设备主要企业 2018 年管理费用金额 (亿元) .....	15
图 35: 缝制设备主要企业行政人员数量 (个) .....	15
图 36: 缝制设备主要企业财务人员数量 (个) .....	15
图 37: 杰克股份管理费用率明细 (按项目) .....	15
图 38: 上工申贝管理费用率明细 (按项目) .....	16
图 39: 中捷股份管理费用率明细 (按项目) .....	16

图 40: 标准股份管理费用率明细 (按项目) .....	17
图 41: 缝制设备主要企业 2018 年研发费用 (亿元) .....	17
图 42: 缝制设备主要企业 2018 年研发费用率 .....	17
图 43: 工业缝纫机以经销渠道为主 .....	18
图 44: 公司在全球经销商及其经销网点已达到 7000 余家 .....	18
图 45: 缝制设备主要企业在建工程余额对比 (亿元) .....	18
图 46: 缝制设备主要企业固定资产对比 (亿元) .....	18
图 47: 公司销量增速持续跑赢行业增速两位数 .....	19
图 48: 公司销量占工业缝纫机行业份额 .....	19
图 49: 缝制设备主要企业工业缝纫机份额变化 .....	21
图 50: 缝制设备主要企业 20190930 在建工程余额比较 (亿元) .....	21
图 51: 公司 2019 年单季度营收预测 .....	22
图 52: 公司 2019 年单季度净利润预测 .....	22
图 53: 公司 2019~2021 年营收预测 .....	22
图 54: 公司 2019~2021 年归母净利润预测 .....	22
图 55: 杰克股份缝制设备业务收入接近 JUKI (亿元) .....	23
图 56: 杰克股份归母净利润超过 JUKI (亿元) .....	23
图 57: 公司所处领域产业链 .....	28
图 58: 中国历年工业缝纫机产量及同比 .....	29
图 59: 中国历年工业缝纫机内销及同比 .....	29
图 60: 中国工业缝纫机出口数量 (万台) 及同比 .....	29
图 61: 2018 年中国工业缝纫机出口区域 (按金额计算) .....	29
图 62: 2013 年国内缝制设备整机企业格局 .....	30
图 63: 2018 年国内缝制设备格局 (杰克股份市占率翻倍) .....	30
图 64: 杰克股份工厂示意图 .....	30
图 65: 杰克股份产线示意图 .....	30
图 66: 公司主要产品示意图 .....	31
图 67: 2018 年公司主营业务收入结构 (按产品) .....	31
图 68: 2018 年公司主营业务收入结构 (按地区) .....	31
图 69: 公司业绩增速与工业缝纫机销量增速对比 .....	34
图 70: 公司工业缝纫机历年销量及同比 .....	34
图 71: 公司历年营收及同比 .....	35
图 72: 公司历年净利润及同比 .....	35
图 73: 公司历年毛利率 .....	35
图 74: 公司历年销售费用率 .....	35
图 75: 公司历年管理费用率 .....	36
图 76: 公司历年财务费用率 .....	36
图 77: 公司历年净利率 .....	36
图 78: 公司历年 ROE (加权) .....	36

## 表 目 录

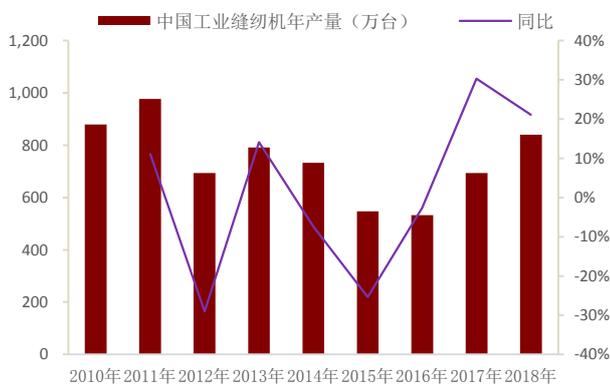
表 1: 不同市占率下, 寡头利润规模分析 (按缝制设备百余家骨干整机企业收入计算) .....	7
表 2: 不同市占率下, 寡头利润规模分析 (按缝制设备行业规模以上企业收入计算) .....	7
表 3: 截至招股说明书, 杰克投资控制的其他企业基本情况 .....	8
表 4: 截至招股说明书, 实际控制人控制的其他企业基本情况 .....	8
表 5: 公司生产成本占比分析 .....	10
表 6: 分业务收入及毛利率 .....	10
表 7: 机电电控部分自制对净利率的影响分析 .....	11
表 8: 公司电控采购价格 (单位: 台, 元/台) .....	11
表 9: 公司营收目标及完成率 .....	19
表 10: 上工申贝营收目标及完成率 .....	19
表 11: 中捷股份营收目标及完成率 .....	20
表 12: 标准股份营收目标及完成率 .....	20
表 13: 分业务收入及毛利率 .....	23
表 14: 绝对估值假设条件 .....	24
表 15: FCFF 估值敏感性分析 .....	25
表 16: 可比公司估值 (截止 2019 年 11 月 22 日收盘) .....	25
表 17: 财务预测与估值 .....	27
表 18: 2018 年行业产值达 314 亿元 .....	28
表 19: 2018 年度中国轻工业缝制机械行业十强企业 .....	29
表 20: 公司主要参控企业 .....	32
表 21: 公司管理层介绍 .....	32
表 22: 公司股权激励名单 .....	33
表 23: 股权激励条件一 (满足营收或利润条件之一) .....	33
表 24: 股权激励条件二 (满足营收或利润条件之一) .....	33

# 1 行业规模超 300 亿元，格局加速寡头化

## 1.1 竞争白热化，格局寡头化

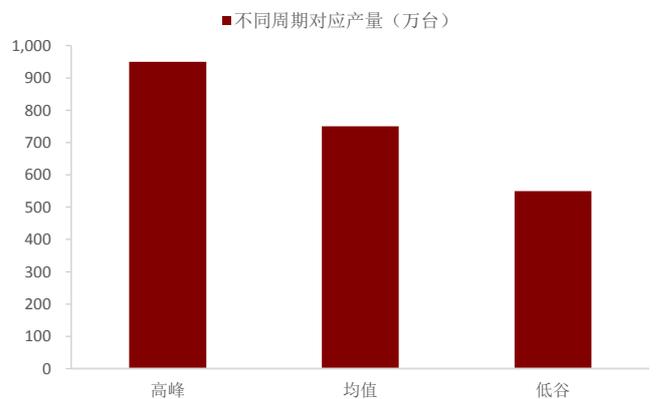
工业缝纫机产量周期性波动，2019 年处于低谷。2011 年中国工业缝纫机产量达到千万级别，之后总体呈下降趋势，2016 年跌至底部后企稳回升，2017 年、2018 年产量增速均超过 20%。整体来看，行业高峰年产量 900~1000 万台，低谷年产量 500~600 万台，平均年产量 700~800 万台。预计 2019 年全行业工业缝纫机产量下跌 20% 左右，产量 600 多万台，处于低谷。

图 1：中国工业缝纫机历年产量



数据来源：中国缝制机械协会，西南证券整理

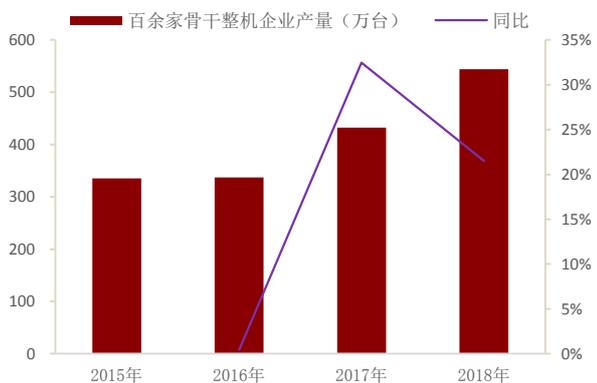
图 2：行业平均年产量为 700~800 万台



数据来源：中国缝制机械协会，西南证券整理

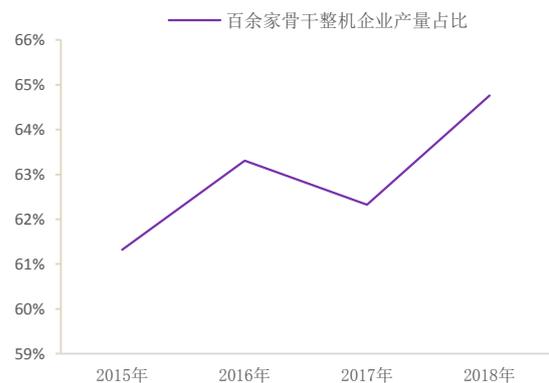
百强产量增速更高，行业集中度提升。行业百余家骨干整机企业产量占比超过 60%，整体份额呈上升趋势，从 2015 年 61.3% 提升至 2018 年 64.8%。我们认为，随着行业竞争加剧，以及盈利能力强的企业不断扩张，盈利能力较弱的企业将面临更大的生存压力，行业集中度将持续提升。

图 3：中国工业缝纫机百强产量及同比



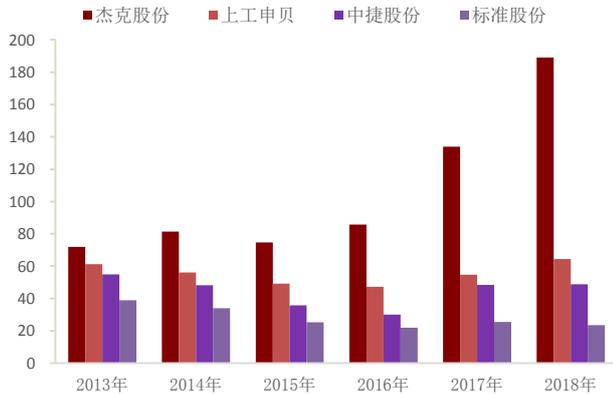
数据来源：中国缝制机械协会，西南证券整理

图 4：中国工业缝纫机百强产量占比

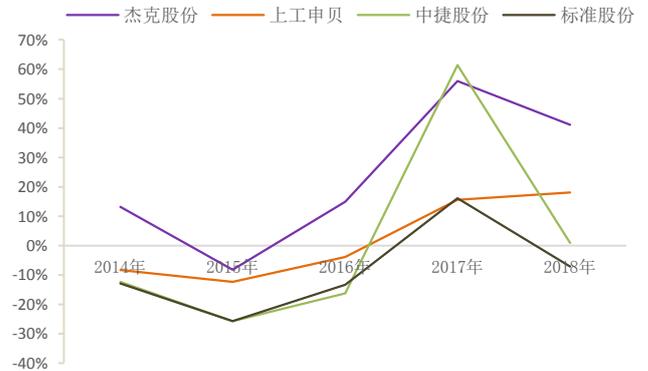


数据来源：中国缝制机械协会，西南证券整理

公司一枝独秀，销量稳居行业第一。杰克股份工业缝纫机销量连续多年稳居行业第一，2018年销量189万台，超过行业排名靠前<sup>1</sup>的上工申贝、中捷股份、标准股份合计销量。公司2018年销量增速为41.1%，远高于上工申贝、中捷股份、标准股份18%、1%和-7.1%的增速，显示公司市场地位愈加稳固。

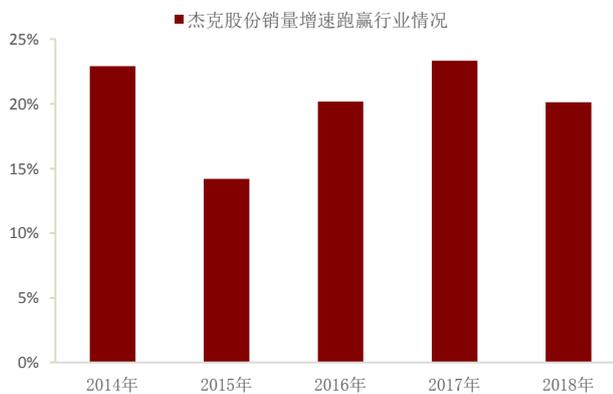
**图5：缝制设备主要企业历年销量对比（万台）<sup>2</sup>**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**图6：缝制设备主要企业历年销量增速对比**


数据来源：公司公告，西南证券整理

公司销量增速持续跑赢行业 15~20 个百分点，市占率每年提升 2~3 个百分点。公司2014~2018年销量增速分别为13.2%、-8.2%、14.9%、56.0%、41.1%，分别高于行业增速约22.9、14.2、20.2、23.3、20.1个百分点，公司2014~2018年市占率分别为11.4%、13.4%、16.3%、19.2%、22.3%，份额每年提升2到3个百分点。

**图7：杰克股份销量增速跑赢行业幅度<sup>3</sup>**


数据来源：公司公告，中国缝制机械协会，西南证券整理

**图8：杰克股份销量占全行业比重<sup>4</sup>**


数据来源：公司公告，中国缝制机械协会，西南证券整理

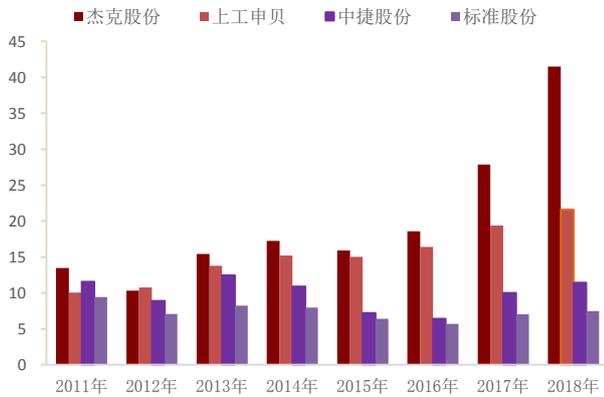
杰克股份营收规模稳居第一，增速好于同行。公司2018年营收41.5亿元，稳居行业第一，且营收增速持续高于上工申贝、中捷股份、标准股份等同行，营收差距拉大。我们认为，随着公司市占率持续提升，以及公司在高端产品、大客户拓展等方面持续发力，与竞争对手的差距或进一步拉大。

<sup>1</sup> 2018年度中国轻工业缝制机械行业十强排名显示，前三名分别为杰克股份、上工申贝、中捷股份，标准股份排名第六。

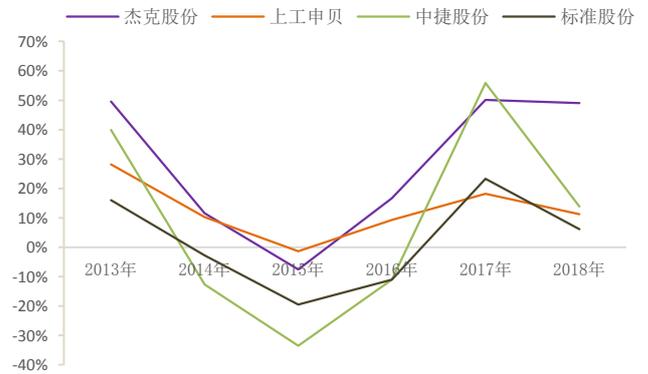
<sup>2</sup> 上工申贝包含工业缝纫机和家用缝纫机销量

<sup>3</sup> 指杰克股份工业缝纫机销量增速减去全行业销量增速

<sup>4</sup> 指杰克股份工业缝纫机销量除以全行业销量

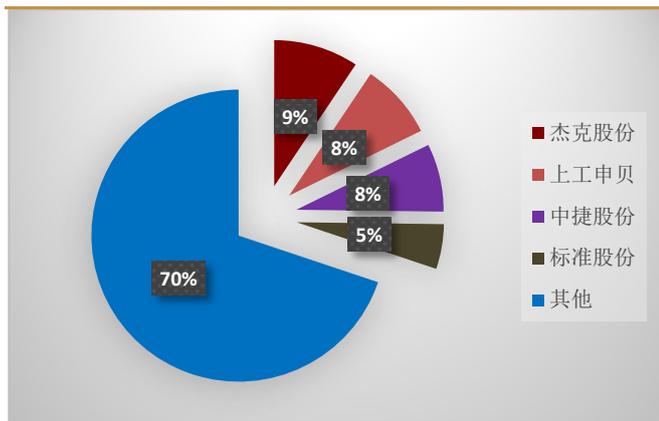
**图 9：缝制设备主要企业历年营收对比（亿元）<sup>5</sup>**


数据来源：公司公告，西南证券整理

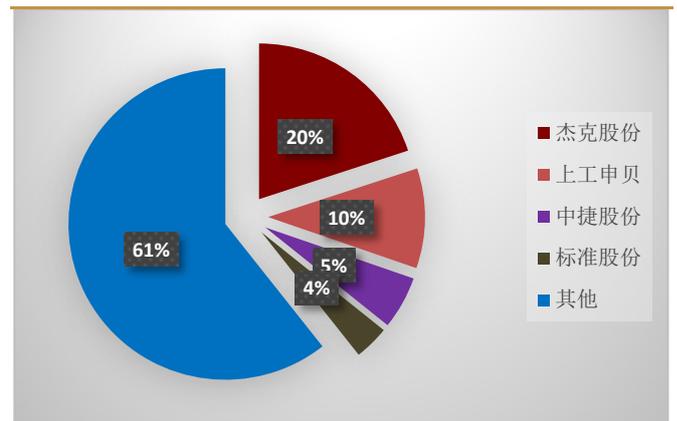
**图 10：缝制设备主要企业历年营收增速同比**


数据来源：公司公告，西南证券整理

按营收计算，公司 2013 年到 2018 年缝制设备整机企业比重翻倍。2013 年营收占比约 9.3%，2018 年营收占比约 19.9%，实现营收占百余家骨干企业比重翻倍，排名靠前的竞争对手，营收占比没有得到明显提升，其中，上工申贝、中捷股份、标准股份 2013 年占比分别为 8.3%、7.5%、5%，2018 年分别为 10.4%、5.5%、3.6%，表现分化。

**图 11：2013 年按营收计算的缝制设备整机企业份额<sup>6</sup>**


数据来源：公司公告，中国缝制机械协会，西南证券整理

**图 12：2018 年按营收计算的缝制设备整机企业份额**


数据来源：公司公告，中国缝制机械协会，西南证券整理

公司净利润稳居行业第一。公司 2018 年归母净利润为 4.5 亿元，盈利水平稳居第一，扣非净利润 4.4 亿元，同期上工申贝、中捷股份、标准股份扣非净利润分别为 1.3 亿元、-3 亿元、-0.7 亿元，并且，中捷股份、标准股份近 4 年扣非净利润均为负，盈利能力有待提升。

公司研发费用绝对金额稳居第一，研发费用率行业领先。公司 2018 年研发费用为 2 亿元，远超国内同行，其中，上工申贝、中捷股份、标准股份分别为 1 亿元、0.4 亿元、0.4 亿元。公司 2018 年研发费用率为 4.9%，处于行业领先地位。

<sup>5</sup> 上工申贝营收为缝制设备营收

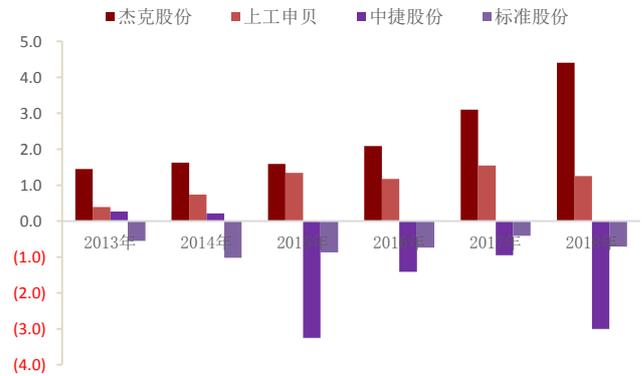
<sup>6</sup> 指各家企业缝制设备收入除以行业百家骨干企业收入

图 13: 缝制设备主要企业归母净利润对比 (亿元)



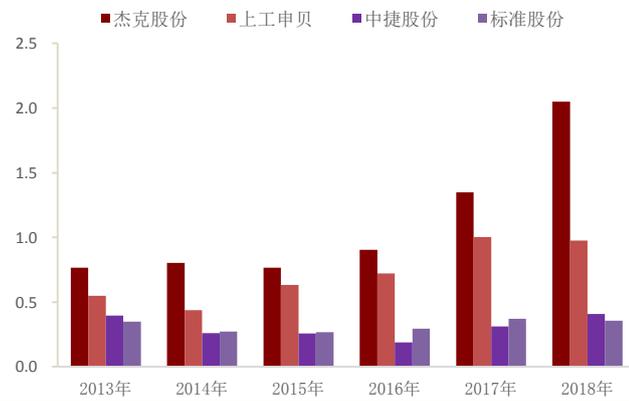
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 14: 缝制设备主要企业扣非净利润对比 (亿元)



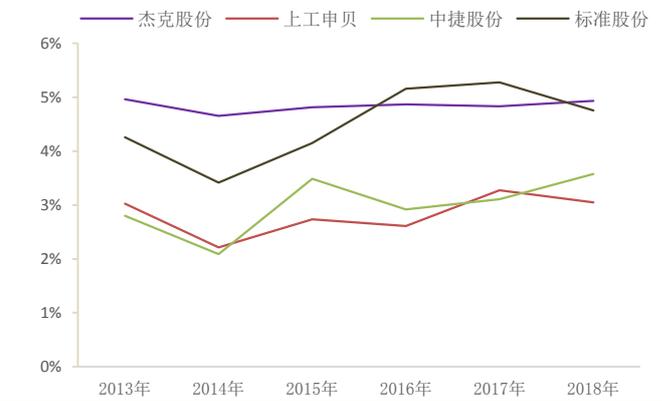
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 15: 缝制设备主要企业研发费用对比 (亿元)



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 16: 缝制设备主要企业研发费用率对比



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

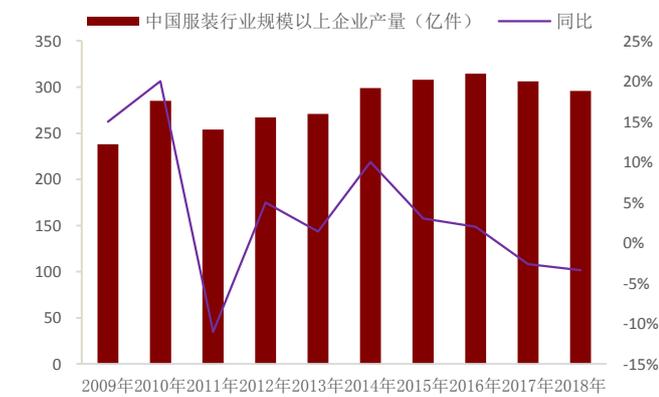
## 1.2 行业空间超 300 亿，寡头格局下的市值潜力

市场担心行业空间长期是否会变小，我们发现，2008 年到 2019 年期间，缝制设备产值总体提升，仅 2008 年因金融危机出现同比下降。工业缝纫机方面，尽管产量出现周期性波动，但从龙头企业单价来看，价格整体呈现上升趋势。我们认为，长期而言，下游服装生产制造表现稳健，对缝制设备的需求相对稳健，由于缝制设备智能化带来缝制效率的提升，产量或会小幅下降，单价提升，行业整体价值量预计提升。

市场关心行业能够容纳多大体量的公司。2018 年百余家骨干整机企业收入约 216 亿元，全行业规模以上企业收入约 314 亿元<sup>7</sup>，目前行业营收规模最大的杰克股份营收为 41.5 亿元，占百余家骨干整机企业比重约 19.9%，占缝制设备全行业营收比重约 13.2%，行业格局依然较为分散。长期而言，行业将走向寡头格局，甚至不排除未来有企业份额超过 50%，营收达到 100~200 亿元，若按 15%净利率计算，净利润可达 15~30 亿元。

<sup>7</sup> 2018 年统计的规模以上企业为 230 家。

服装产量总体稳健，纺织服装服饰行业固定资产投资完成额增速整体下降。随着宏观经济增速放缓，以及产能部分转移到东南亚等因素，中国服装产量总体稳健，行业固定资产投资近几年增速持续放缓，预计后续增速维持中低水平。

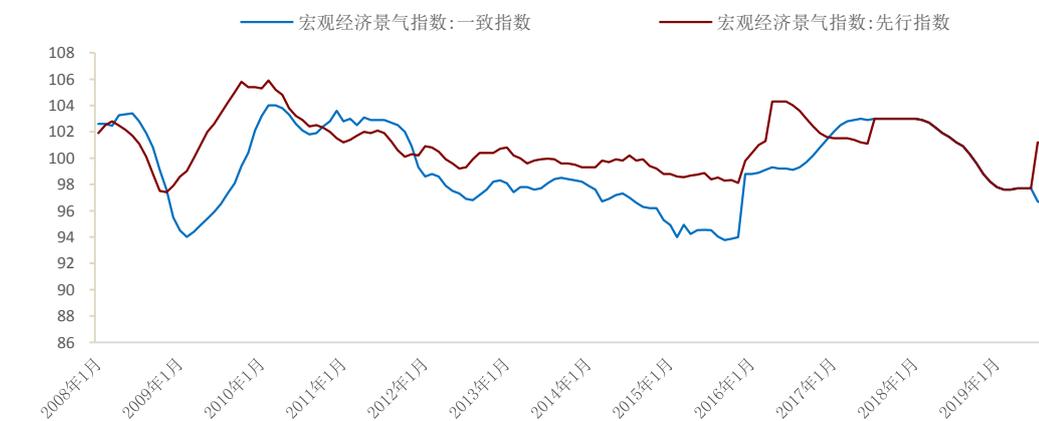
**图 17：中国服装历年产量及同比**


数据来源：wind, 西南证券整理

**图 18：服装固定资产投资**

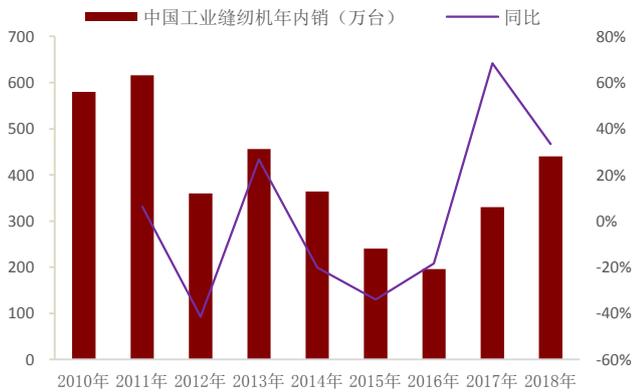

数据来源：wind, 西南证券整理

中国宏观景气度与工业缝纫机内销趋势吻合。国内工业缝纫机销量受宏观经济影响较大，经济景气度高的时候，服装制造企业效益相对更好，加快设备更新换代。反之，宏观经济景气度低的时候，服装制造企业效益相对更差，设备更新换代速度放缓。

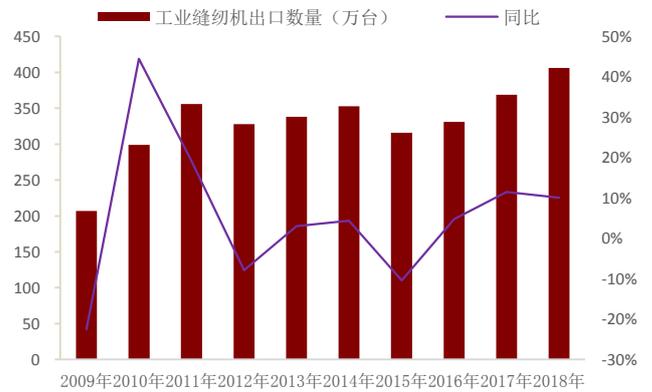
**图 19：中国宏观景气度走势**


数据来源：wind, 西南证券整理

外销表现稳健，整体增长，预计占比将提升。工业缝纫机国内销量受宏观经济景气度影响，波动相对较大，下游向海外转移产能，海外销量持续提升。长期而言，中国人工成本持续提升，以及贸易摩擦等因素影响，服装企业进一步转移产能至东南亚等国家，致使工业缝纫机外销比例提升。

**图 20: 内销受宏观经济景气度影响较大, 周期性波动**


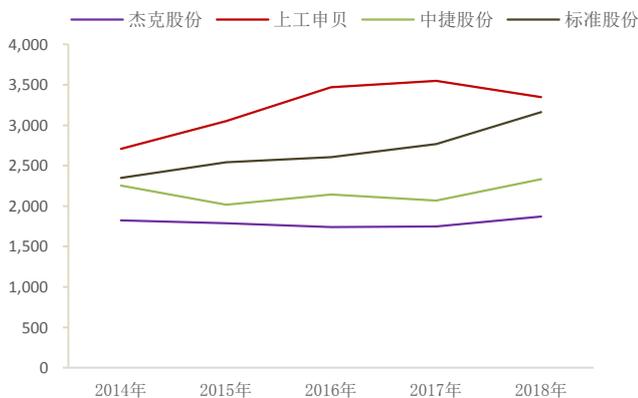
数据来源: 中国缝制机械协会, 西南证券整理

**图 21: 外销总体保持增长态势**


数据来源: 海关总署, 西南证券整理

行业产量周期性波动, 行业价格有所提升。2014~2018年, 以杰克股份、上工申贝、中捷股份、标准股份为代表的龙头企业, 单台缝纫机价格总体有所上升。

行业产值持续保持增长, 超过 300 亿元。2018 年 230 家缝制设备规模以上企业营收 314 亿元 (+15%), 保持增长, 且 2008~2018 年期间, 仅 2008 年产值下降, 其他年份产值总体保持增长。

**图 22: 主要企业缝纫机价格总体有所提升 (元/台)<sup>8</sup>**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

**图 23: 行业产值总体保持增长 (可比口径近三年均正增长<sup>9</sup>)**


数据来源: 国家统计局, 西南证券整理

寡头格局下, 寡头市占率及利润空间弹性分析。2018 年缝制设备百余家骨干整机企业收入约 216 亿元, 假设寡头格局下, 寡头市占率 50%, 则营收 108 亿元, 若按毛利率 30%, 净利率 15% 计算<sup>10</sup>, 则毛利润和净利润分别为 32.4 亿元和 16.2 亿元。2018 年缝制设备行业规模以上企业收入 314 亿元, 假设寡头格局下, 寡头市占率 50%, 则营收 157 亿元, 若按毛利率 30%, 净利率 15% 计算, 则毛利润和净利润分别为 47.1 亿元和 23.6 亿元。

<sup>8</sup> 价格为收入除以销量, 其中, 上工申贝含家用缝纫机和工业缝纫机

<sup>9</sup> 由于 2015 年、2016 年、2017 年、2018 年统计的规模以上企业收数量分别为 263 家、238 家、231 家、230 家, 所以收入增速可比性需要追溯调整, 2016 年、2017 年、2018 年缝制设备规模以上企业收入增速分别为 0.3%、21.5%、15.0%。

<sup>10</sup> 行业龙头杰克股份 2014~2018 年的归母净利率位于 10.7%~11.9% 之间。

**表 1: 不同市占率下, 寡头利润规模分析 (按缝制设备百余家骨干整机企业收入计算)**

指标	参数					
2018 年缝制设备百余家骨干整机企业收入规模 (亿元)	216					
寡头市占率	30%	40%	50%	60%	70%	80%
对应收入 (亿元)	64.8	86.4	108	129.6	151.2	172.8
毛利率	30%	30%	30%	30%	30%	30%
毛利润 (亿元)	19	26	32	39	45	52
净利率	15%	15%	15%	15%	15%	15%
净利润 (亿元)	10	13	16	19	23	26

数据来源: 中国缝制机械协会, 西南证券整理

**表 2: 不同市占率下, 寡头利润规模分析 (按缝制设备行业规模以上企业收入计算)**

指标	参数					
2018 年缝制设备行业规模以上企业收入 (亿元)	314					
寡头市占率	30%	40%	50%	60%	70%	80%
对应收入 (亿元)	94.2	125.6	157	188.4	219.8	251.2
毛利率	30%	30%	30%	30%	30%	30%
毛利润 (亿元)	28	38	47	57	66	75
净利率	15%	15%	15%	15%	15%	15%
净利润 (亿元)	14	19	24	28	33	38

数据来源: 国家统计局, 西南证券整理

## 2 战略扩张, 脱颖而出, 未来寡头

市场关心公司核心竞争力到底是什么, 使得公司在行业低迷的时候市占率提升, 行业恢复的时候, 进一步拉开和同行之间的差距。我们发现, 行业低迷时, 公司凭借成本、质量、渠道、管理等综合竞争力, 实现市占率提升, 行业恢复时, 公司产能释放节奏符合行业发展趋势, 从而进一步拉开与同行之间的差距。

### 2.1 专注缝纫机行业, 成本、质量、渠道、管理构建核心竞争力

大股东基本情况: 专注上市公司做大做强。

1) 实际控制人: 胡彩芳、阮积祥、阮福德、阮积明。其中阮积祥、阮福德、阮积明为兄弟关系, 阮积祥与胡彩芳为夫妻关系。

2) 持股比例: 持股比例较高, 接近 75%。

3) 股权质押: 无质押。

4) 大股东体外资产: 机床类业务等实业投资为主, 金额相对较低。

5) 关联方交易情况: 2018 年向关联方采购金额 0.1 亿元, 向关联方销售金额 0.3 亿元, 占公司营收比例不足 1%。

**图 24: 公司实际控制人持股情况**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

截至招股说明书签署日, 除公司及其下属企业外, 杰克投资控制的其他企业主要是机床类资产, 体量亦相对较小。

**表 3: 截至招股说明书, 杰克投资控制的其他企业基本情况**

序号	名称	注册资本 (万元)	杰克投资投资情况	经营范围
1	江西杰克机床有限公司	2,200	杰克投资持有其 69% 的股权	机床及其配件制造、加工、销售
2	浙江杰克机床有限公司	2,500	杰克投资的控股子公司江西杰克机床持有其 100% 的股权	机床及配件制造; 货物及技术进出口
3	湖南杰克数控磨床有限公司	500	江西杰克机床持有其 80% 的股权	数控磨床的研究、开发、生产和销售及其相关的技术服务, 机电设备的维修服务, 计算机软件的开发和应用推广服务
4	杭州工巢科技有限公司	143	杰克投资持有其 25% 的股权	服务计算机硬件、手机及移动通讯设备的技术开发、技术服务, 服装设计; 批发、零售 (含网上销售): 计算机硬件、纺织品, 服装及日用品; 货物及技术进口

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

公司的控股股东及控制的其他企业外, 实际控制人胡彩芳、阮积祥、阮福德和阮积明控制的其他企业注册资本总体不大, 一些企业无实际生产经营业务。

**表 4: 截至招股说明书, 实际控制人控制的其他企业基本情况**

序号	名称	注册资本 (万元)	实际控制人投资或任职情况	经营范围
1	台州市杰克投资有限公司	500	胡彩芳、阮积明、阮福德分别持有其 55.00%、22.50%、22.50% 的股权, 阮积祥担任其董事长、阮福德担任其副董事长兼总经理, 阮积明担任其董事, 胡彩芳担任其监事	一般经营项目: 实业投资
2	LAKEVILLAGELIMITED	5 万美元 (已发行股本: 1,000 股)	阮福德、阮积明、胡彩芳分别持有其已发行的 1,000 股股本 22.50%、22.50%、55.00% 的股权, 阮福德、阮积明担任其董事	无实际生产经营业务

序号	名称	注册资本(万元)	实际控制人投资或任职情况	经营范围
3	台州市椒江迅轮企业管理咨询有限公司	453.4285	胡彩芳、阮积明、阮福德分别持有其 36.1120%、14.7731%、14.7731%的股权	一般经营项目:企业管理咨询服务(涉及前置许可项目除外)
4	杰克控股集团有限公司	5,000.00	胡彩芳、阮积明、阮福德分别持有其 55.00%、22.50%、22.50%的股权,阮福德担任其执行董事、总经理,阮积祥担任其总裁,阮林兵担任其监事	自有资产的投资、管理;汽车配件制造、加工、批发、零售、自营进出口业务
5	WESTSTARFORTUNELIMITED	5万美元(已发行股本:1,000股)	阮福德、阮积明、阮积祥分别认购其 1,000股 22.50%、22.50%、55.00%的股权,阮福德担任其董事,阮积明担任其董事	无实际生产经营业务
6	LONGLUCKYGLOBALLIMITED	1万美元	阮积祥持有其 100%股权,并任其董事	无实际生产经营业务
7	浙江杰克精密机械有限公司	96.6592 万美元	WestStarFortuneLimited 持有其 57%的股权,阮福德担任其副董事长,阮积明担任其董事	机床及配件、金属加工机械设备、汽车配件(不含发动机)及机械零部件制造、加工,销售自产产品
8	舟山新创投资合伙企业(有限合伙)	2,000.00	阮积祥、阮福德、阮积明分别持有其 55.00%、22.50%和 22.50%的股权,阮积祥担任执行事务合伙人	实业投资、投资管理、投资咨询
9	杭州优产信息技术有限公司	100	舟山新创投资合伙企业(有限合伙)持有其 95.00%的股权,阮积祥、阮福德、阮积明分别持有其 2.75%、1.125%和 1.125%的股权	技术开发、技术服务、技术咨询:网络信息技术、计算机软件;批发、零售:计算机软件、电子产品
10	北京优产科技有限公司	1,000.00	杭州优产持有其 100%的股权,阮积明担任监事	技术服务推广;软件开发;计算机系统服务;基础软件服务;应用软件服务(不含医用软件);代理、制作、发布广告;销售计算机、软件及辅助设备、通讯设备、仪器仪表、机械设备、电子产品、五金交电(不从事实体店经营);经济贸易咨询;市场调查;企业策划

数据来源:公司公告,西南证券整理

**重要零部件自制和采购规模优势,预计带来 5 个百分点左右的净利率优势<sup>11</sup>。**

材料成本占比最高,降本空间更大。公司工业缝纫机业务 2016~2018 年材料成本占比分别为 73.4%、70.4%、71.9%,若加上对外销售的外购零部件成本(即成本中的“其他”项目),整体材料成本占比超过 80%,2018 年人工成本和制造费用占比都约为 10%。

<sup>11</sup>成本端优势,不直接影响利润。本文中净利率提升判断,是剔除其他因素影响后情形。

**表 5：公司生产成本占比分析**

项目	2016 年	2017 年	2018 年
材料	73%	70%	72%
人工	8%	10%	10%
制造	10%	10%	10%
其他 <sup>12</sup>	9%	9%	8%
合计	100%	100%	100%
成本金额 (亿元)	10.7	16.9	26.2
毛利 (亿元)	4.2	6.5	9.1
营收 (亿元)	14.9	23.4	35.3
毛利率	28.4%	27.7%	25.8%

数据来源：公司公告，西南证券整理

**每台缝纫机的材料成本达千元。**公司 2018 年工业缝纫机业务收入约 35.3 亿元，按照销量 189 万台计算，销售均价约 1870 元/台，其中原材料成本约 1110 元/台（含台板等，即成本中的“其他”项目），单台缝纫机的人工成本、制造费用分别为 143 元/台和 135 元/台。

**表 6：分业务收入及毛利率**

项目	2018 年工业缝纫机生产成本分析
收入 (亿元)	35
销量 (台)	1,889,590
单价 (元/台)	1,870
成本 (元/台)	1,389
材料	999
占成本比重	72%
人工	143
占成本比重	10%
制造	135
占成本比重	10%
其他	111
占成本比重	8%
毛利润	482
利润率	25.8%

数据来源：公司公告，西南证券整理

**电机和电控部分自供，提升净利率 2~3 个百分点<sup>13</sup>。**电机电控价格合计 300~400 元/台，公司电机自制为主，电控自制率超过一半，主要由旗下全资子公司众邦机电供货。众邦机电 2018 年实现归母净利润 7721 万元，假设公司电机电控全部外购，且购买价格和众邦机电供货价格一致，则意味着公司少了 7721 万元净利润，对应缝纫机业务净利率下降约 2.2 个百分点。反过来说，公司自制电机电控，相比外购，提升 2~3 个百分点净利率。

<sup>12</sup> 成本中分类“其他”主要指对外销售的外购零部件成本，如缝纫机台板等。

<sup>13</sup> 自制带来的成本端优势，不直接影响利润。本文中净利率提升判断，是剔除其他因素影响后的情形。

**表 7: 机电电控部分自制对净利率的影响分析**

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
众邦机电归母净利润 (万元)	2,418	4,982	7,056	7,721
公司工业缝纫机销量 (万台)	75	86	134	189
单台增厚利润 (元/台)	32	58	53	41
单台售价 (元/台)	1787	1739	1748	1870
提升工业缝纫机净利率	1.8%	3.3%	3.0%	2.2%

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

采购规模优势对缝纫机业务成本下降较为明显。以 2014 年为例, 公司采购型号 B 电控数量提升较大, 供应商给予批量折扣, 采购价格从 276 元/台降到 229 元/台 (下降 47 元/台)。公司单台工业缝纫机的采购金额达千元, 假设因规模效应, 使采购成本少 50 元/台, 则对缝纫机业务的净利率提升约 3 个百分点左右。<sup>14</sup>

**表 8: 公司电控采购价格 (单位: 台, 元/台)**

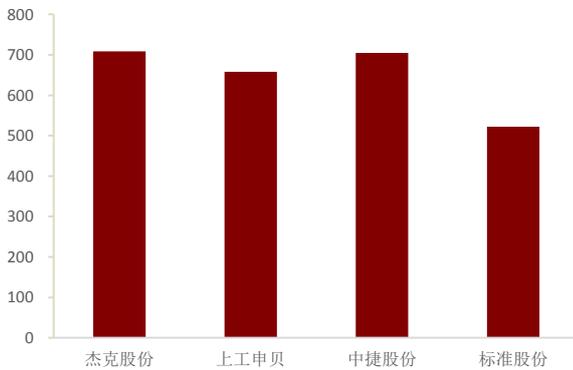
物料名称	供应商	2016 年 1-6 月		2015 年		2014 年		2013 年	
		采购数量	采购价格	采购数量	采购价格	采购数量	采购价格	采购数量	采购价格
型号 A	供应商 A	104,729	212	51,670	216	/	/	/	/
型号 B	供应商 A	7,358	252	102,857	257	195,430	229	54,390	276
型号 C	供应商 B	2	222	/	/	/	/	115,345	303

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

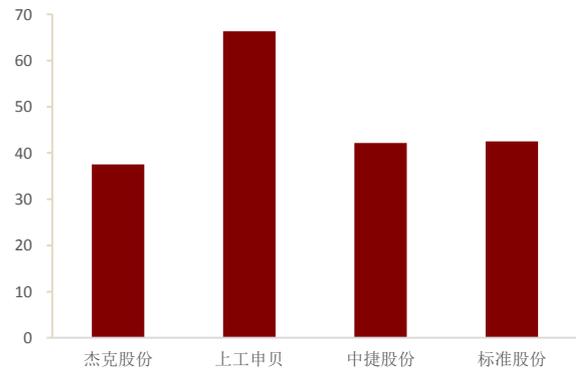
较高管理效率及规模优势, 费用控制得当, 预计带来 5 个百分点左右的净利率优势。

公司 2018 年销售费用率仅 5.3%, 同行最低。2018 年公司人均销售额达 708 万元, 上工申贝、中捷股份、标准股份分别为 659 万元、704 万元、522 万元, 公司 2018 年人均销售费用为 38 万元, 上工申贝、中捷股份、标准股份分别为 66 万元、42 万元、42 万元。相比较而言, 公司人均销售额最高、人均销售费用最低, 销售费用率最低。上工申贝人均销售费用较高, 致使销售费用率较高, 达到 10.1%。作为民企的中捷股份两项指标亦表现较好, 销售销售率为 6%, 标准股份的人均销售金额相对更低, 销售费用率较高, 达到 8.1%。

<sup>14</sup> 规模效应影响成本, 不直接影响利润。本文中净利率提升判断, 是剔除其他因素影响后的情形。

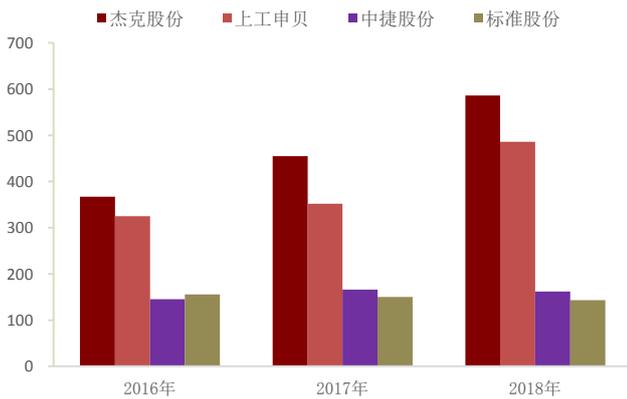
**图 25: 2018 年主要缝制设备企业人均销售额 (万元/人)<sup>15</sup>**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

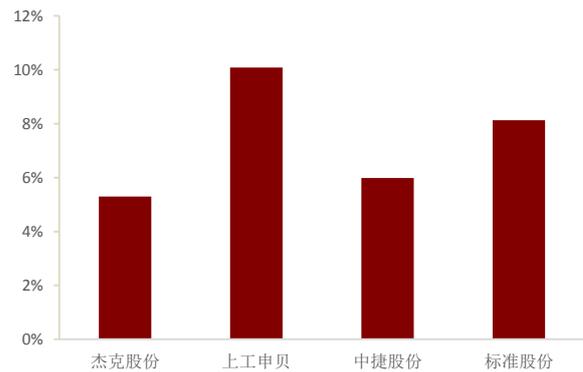
**图 26: 人均销售费用 (万元/人)<sup>16</sup>**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

杰克股份、上工申贝、中捷股份、标准股份 2018 年底销售人员数量分别为 586 人、486 人、162 人、143 人, 销售费用率分别为 5.3%、10.1%、6%、8.1%。

**图 27: 销售人员数量**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

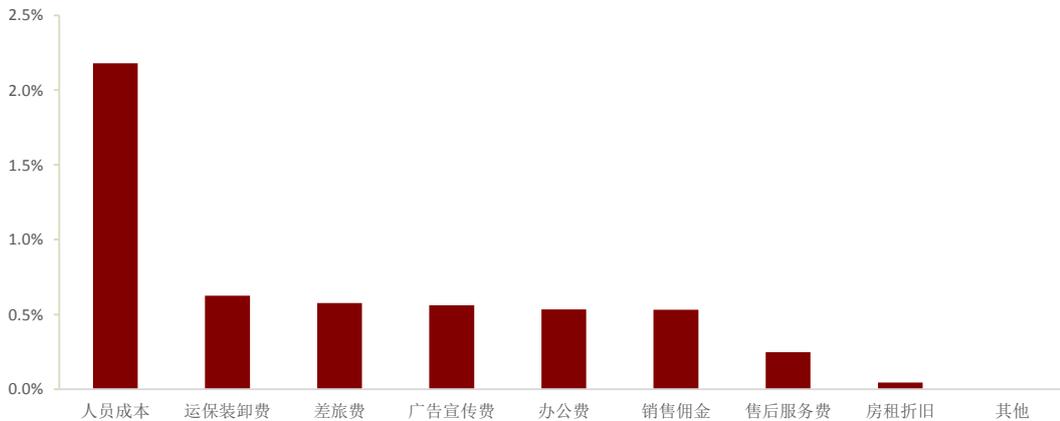
**图 28: 2018 销售费用率对比**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

公司 2018 年销售费用率为 5.3%, 其中, 人员成本、运保装卸费、差旅费、广告宣传费最高, 分别为 2.2%、0.6%、0.6%、0.6%。

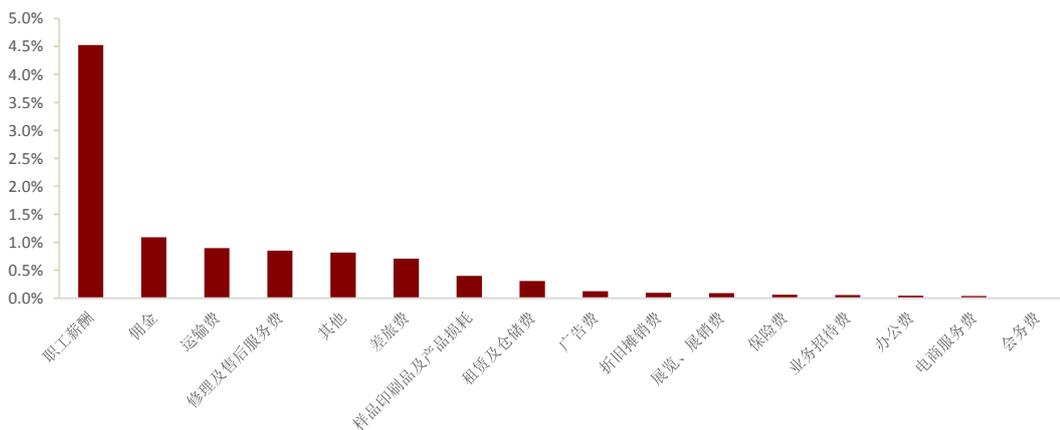
<sup>15</sup> 2018 年营收除以年底销售人员数量, 实际销售人员不同时点会有变动, 造成计算存在一定偏差。

<sup>16</sup> 2018 年销售费用除以年底销售人员数量, 实际销售人员不同时点会有变动, 造成计算存在一定偏差。

**图 29: 杰克股份销售费用率 (分项目)**


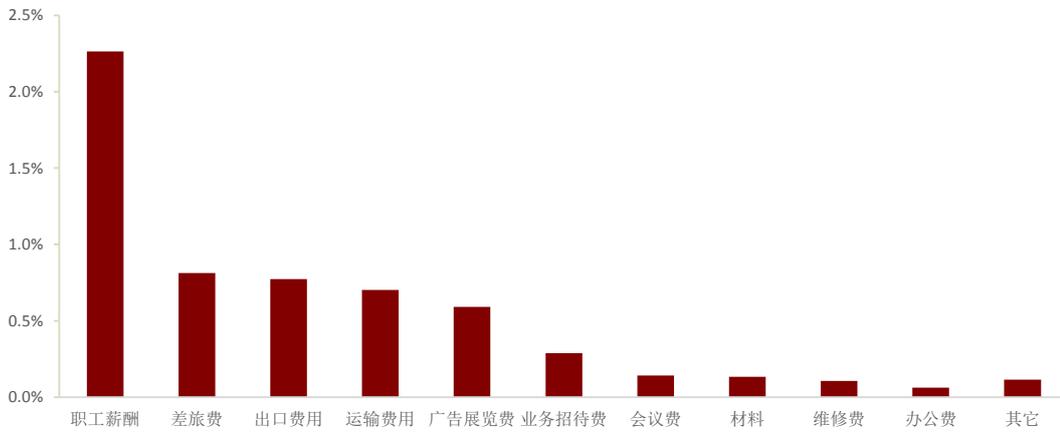
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

上工申贝 2018 年销售费用率为 10.1%, 其中, 职工薪酬、佣金、运输费、修理及售后服务费最高, 分别为 4.5%、1.1%、0.9%、0.8%。

**图 30: 上工申贝销售费用率 (分项目)**


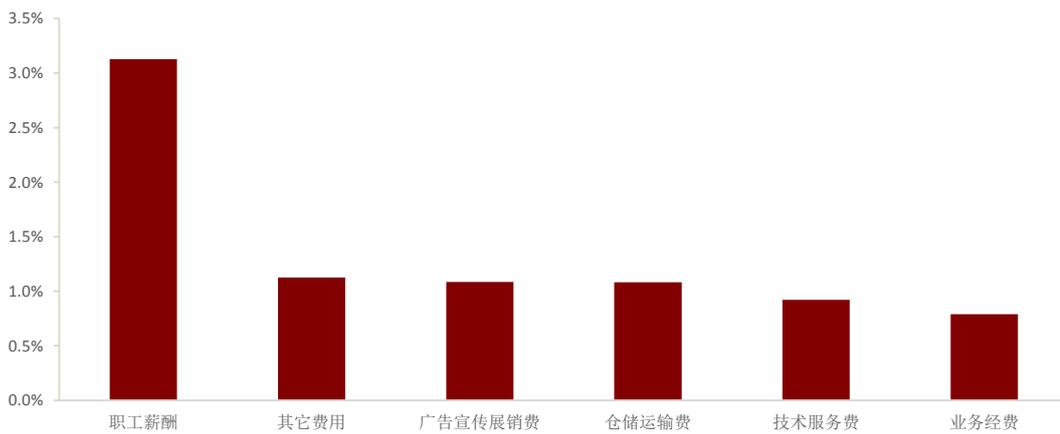
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

中捷股份 2018 年销售费用率为 6%, 其中, 职工薪酬、差旅费、出口费用、运输费用最高, 分别为 2.3%、0.8%、0.8%、0.7%。

**图 31：中捷股份销售费用率（分项目）**


数据来源：公司公告，西南证券整理

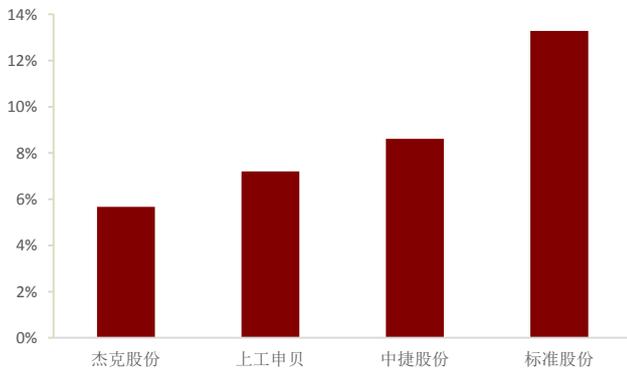
标准股份 2018 年销售费用率为 8.1%，其中，职工薪酬、广告宣展费用、仓储运输费、技术服务费最高，分别为 3.1%、1.1%、1.1%、0.9%。

**图 32：标准股份销售费用率（分项目）**


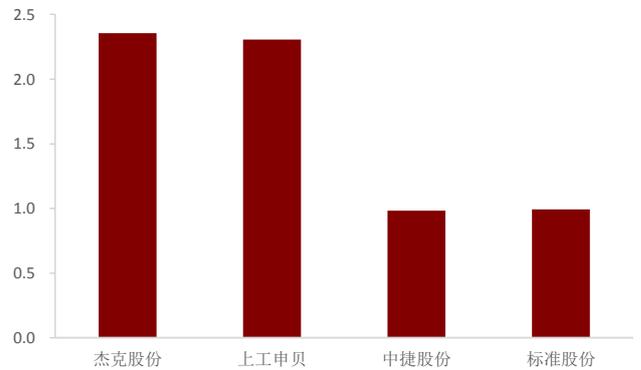
数据来源：公司公告，西南证券整理

**管理费用控制，更加体现规模效应和管理效率。**2018 年公司、上工申贝、中捷股份、标准股份管理费用率（不含研发）分别为，5.7%、7.2%、8.6%、13.3%，其中，人员成本<sup>17</sup>费用率分别为 3.5%、3.8%、4.8%、4.8%。人员数量方面，公司 2018 年行政人员为 322 人，上工申贝、中捷股份、标准股份分别为 473 人、191 人、244 人，公司 2018 年财务人员数量为 85 人，上工申贝、中捷股份、标准股份分别为 154 人、40 人、38 人。尽管上工申贝人员数量较多，但营收规模相对中捷股份、标准股份亦高出较多，规模效应之下，管理费用率相比中捷股份、标准股份更低。公司则人员精简，管理效率相对更高，叠加规模效应，管理费用率相对上工申贝、中捷股份、标准股份更低。

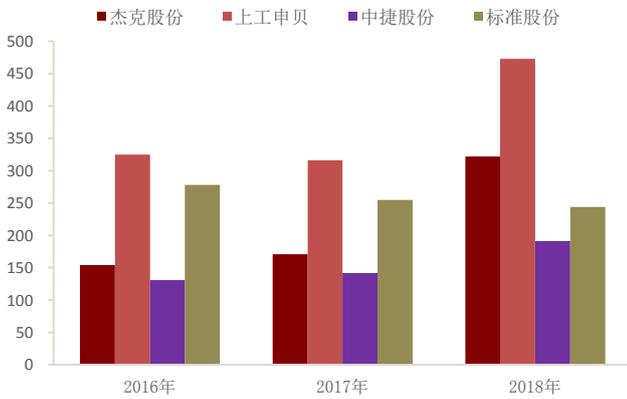
<sup>17</sup> 人员数量和薪酬水平影响人员成本，公司、上工申贝、中捷股份、标准股份 2018 年薪酬最高的五名高管收入合计分别为 348 万元、379 万元、1001 万元、294 万元。

**图 33: 缝制设备主要企业 2018 年管理费用率对比**


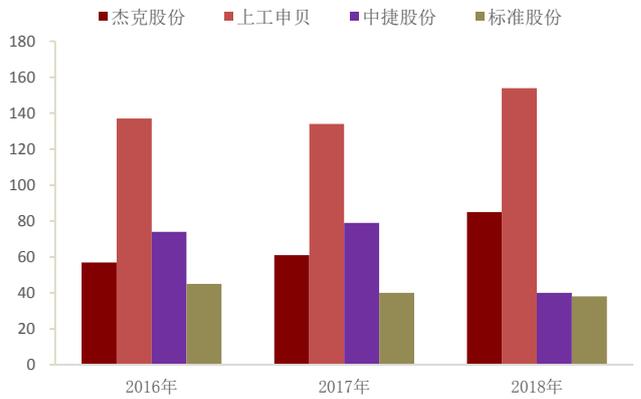
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

**图 34: 缝制设备主要企业 2018 年管理费用金额 (亿元)**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

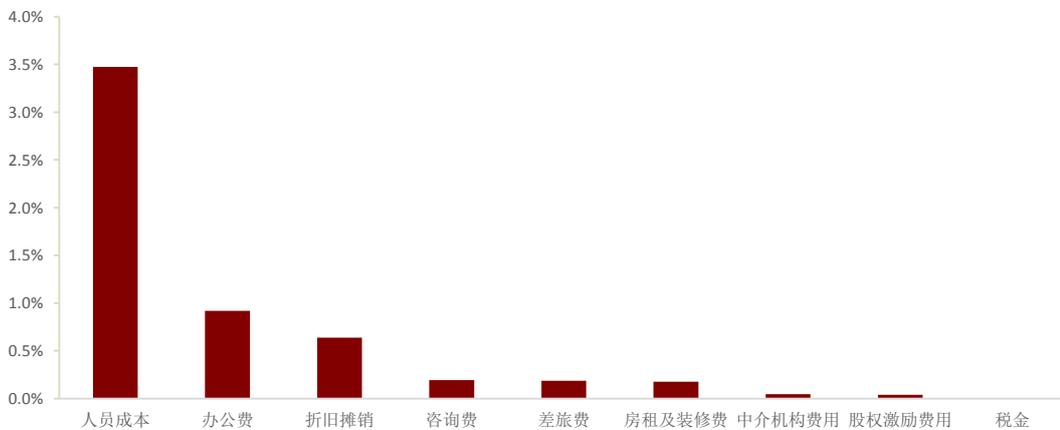
**图 35: 缝制设备主要企业行政人员数量 (个)**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

**图 36: 缝制设备主要企业财务人员数量 (个)**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

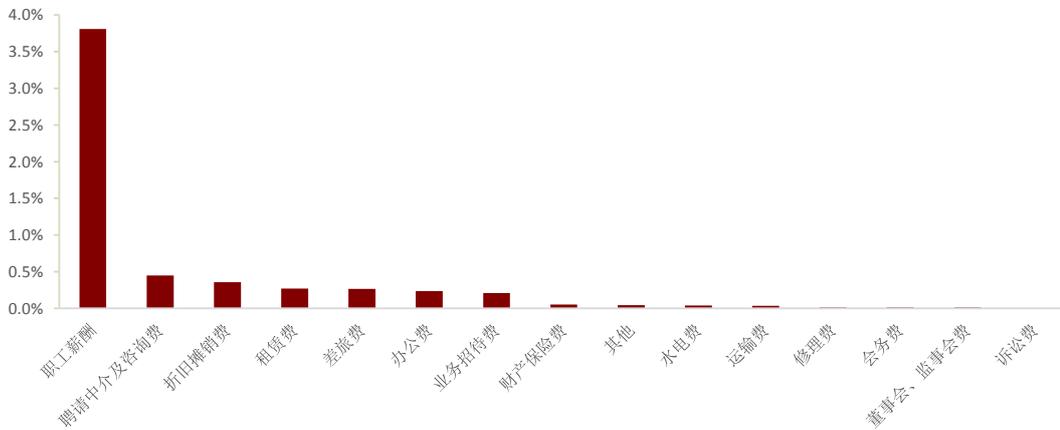
公司 2018 年管理费用率为 5.7%，其中，人员成本、办公费用、折旧费用、咨询费用最高，分别为 3.5%、0.9%、0.6%、0.2%。

**图 37: 杰克股份管理费用率明细 (按项目)**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

上工申贝 2018 年管理费用率为 7.2%，其中，职工薪酬、聘请中介及咨询费、折旧摊销费、租赁费用最高，分别为 3.8%、0.5%、0.4%、0.3%。

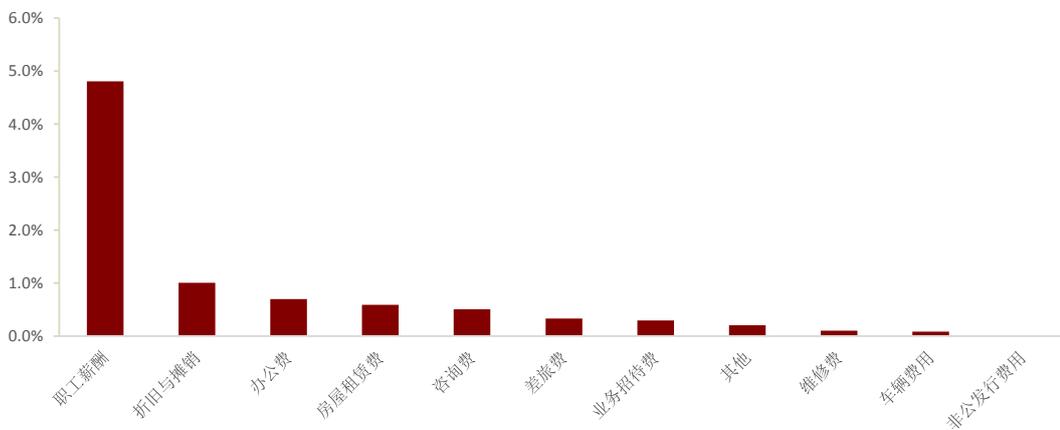
图 38：上工申贝管理费用率明细（按项目）



数据来源：公司公告，西南证券整理

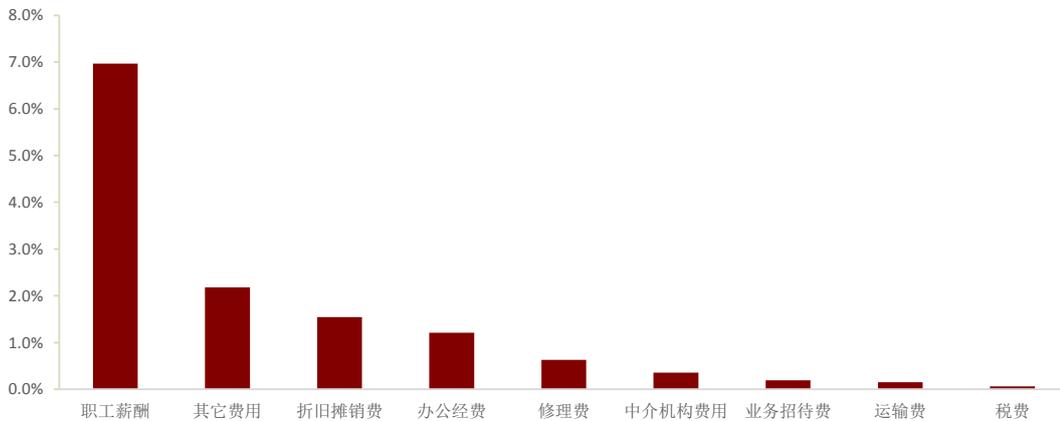
中捷股份 2018 年管理费用率为 8.6%，其中，职工薪酬、折旧摊销费、办公费、租赁费用最高，分别为 4.8%、1%、0.7%、0.6%。

图 39：中捷股份管理费用率明细（按项目）



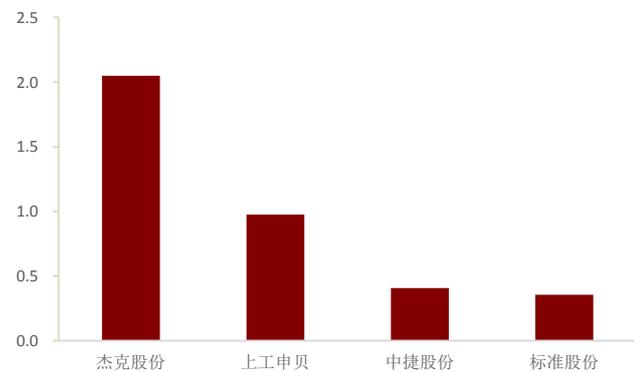
数据来源：公司公告，西南证券整理

标准股份 2018 年管理费用率为 13.3%，其中，职工薪酬、折旧摊销费、办公费、修理费用最高，分别为 7%、1.5%、1.2%、0.6%。

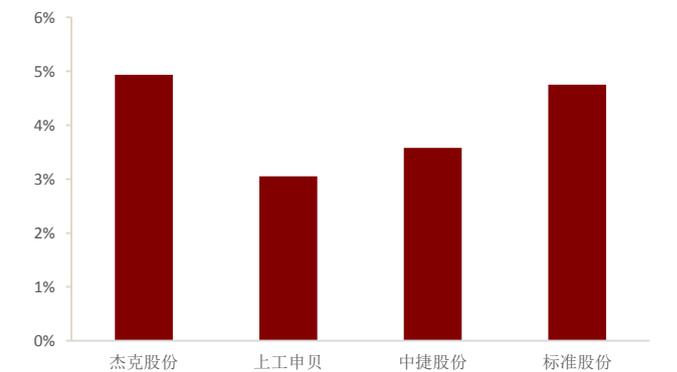
**图 40: 标准股份管理费用率明细 (按项目)**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

公司研发投入保持高强度, 提升产品质量。公司 2018 年研发费用达到 2 亿元, 上工申贝、中捷股份、标准股份分别为 1 亿元、0.4 亿元、0.4 亿元, 绝对金额方面, 公司远远领先。公司 2018 年研发费用率为 4.9%, 上工申贝、中捷股份、标准股份分别为 4.9%、3.1%、3.6%、4.8%, 公司保持研发高强度, 有助提升公司产品质量, 提升高附加值产品销售比例。

**图 41: 缝制设备主要企业 2018 年研发费用 (亿元)**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

**图 42: 缝制设备主要企业 2018 年研发费用率**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

**渠道建设至关重要, 超 7000 家经销商及网点为客户提供便捷、快速、专业的服务。**工业缝纫机需要安装调试、售后维修等服务, 为此, 销售模式以经销为主, 从而拥有更多的销售网点, 遍布各地的经销商不仅使客户更便捷地获取产品, 同时获得更加便捷的服务。保障经销商能够获得利润, 从而愿意成为公司经销商, 首先需要公司产品过硬, 并且具有性价比, 才能使消费者认可, 有需求才有销量, 公司和经销商才有利可图, 公司通过成本控制、高强度研发投入打造的性价比优势和质量优势, 得以体现。为保持经销商开拓市场的活力, 对一级代理商进行严格考核, 以符合公司发展战略, 推动战略落地显得十分重要。截至 2018 年, 公司在全球 130 多个国家的经销商及其经销网点已达到 7000 余家, 为市场快速获取公司产品, 以及快速服务客户提供了良好保障。

图 43: 工业缝纫机以经销渠道为主



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 44: 公司在全球经销商及其经销网点已达到 7000 余家



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

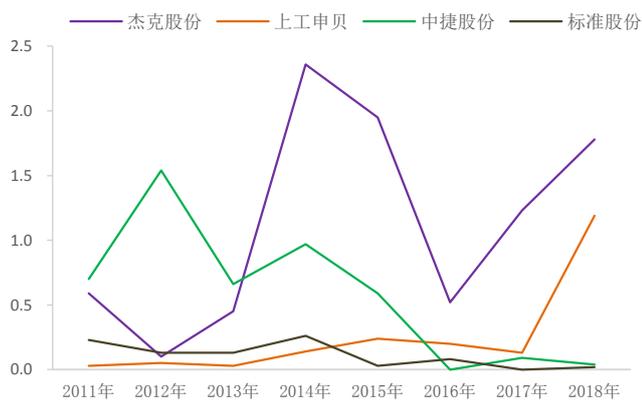
## 2.2 前瞻布局, 战略扩张, 实现超越

**行业低迷时, 市占率提升靠综合竞争力。**公司通过在成本、质量、渠道、管理等方面构建综合竞争力, 在行业低迷时, 依然保持较同行更高的盈利水平, 积极拓展市场, 实现份额提升, 是竞争力的综合体现。

**行业回暖时, 市占率提升需要产能支持。**2011 年到 2016 年期间, 由于行业产量整体下行, 行业表现较为低迷, 以及政府对环保监管的趋严, 致使产业链产能收缩, 2017 年、2018 年行业产量快速恢复, 增速均超过 20%, 能够释放产能的企业则占据优势, 实现超越。

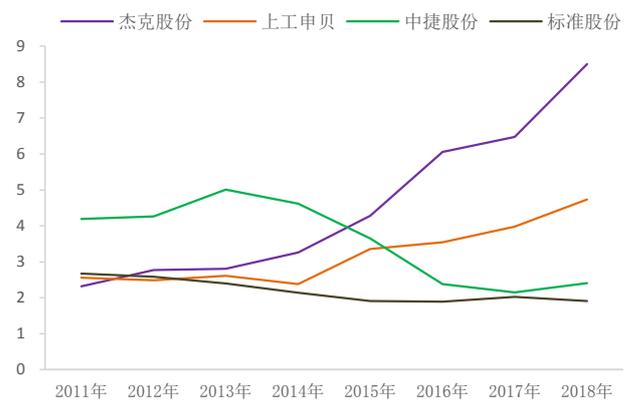
**公司逆势布局, 战略扩张, 把握行业发展趋势。**公司 2014 年末、2015 年末在建工程余额分别高达 2.4 亿元、2 亿元, 增加未来两年工业缝纫机产能约 100 万台, 使得 2017 年、2018 年产量增速大幅领先行业, 进一步拉开和竞争对手差距。

图 45: 缝制设备主要企业在建工程余额对比 (亿元)

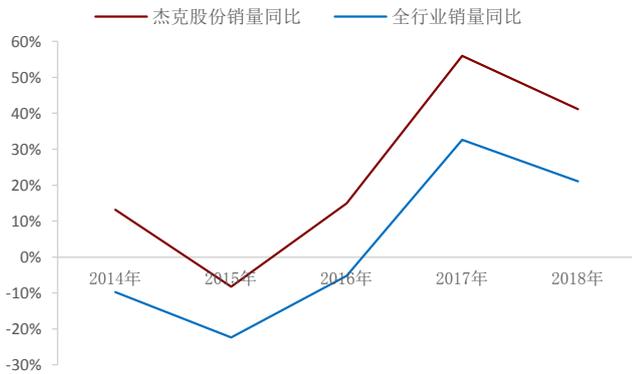


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

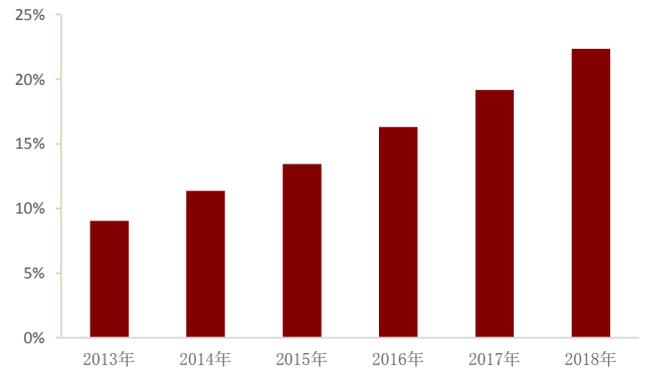
图 46: 缝制设备主要企业固定资产对比 (亿元)



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

**图 47: 公司销量增速持续跑赢行业增速两位数**


数据来源: 公司公告, 中国缝制机械协会, 西南证券整理

**图 48: 公司销量占工业缝纫机行业份额**


数据来源: 公司公告, 中国缝制机械协会, 西南证券整理

公司根据市场变化, 制定有挑战的经营目标。2016 年公司实现营收 18.6 亿元, 2017 年制定 10% 左右的增长, 市场实际情况大幅好于预期, 公司实际完成 27.9 亿元, 目标完成率 131%。2018 年公司制定较高营收目标, 达到 38.3 亿元, 实际完成 41.5 亿元, 目标完成率 108%。2019 年由于行业需求下降超出预期, 预计公司难以完成股权激励目标, 但持续好于行业整体水平。

**表 9: 公司营收目标及完成率**

	目标营收	实际营收	完成率
2016		18.6	
2017	21.3	27.9	131%
2018	38.3	41.5	108%
2019	力争实现股权激励计划中的业绩目标 <sup>18</sup>		

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

上工申贝稳健发展为主。2017 年、2018 年工业缝纫机销量大幅增长背景下, 上工申贝销量亦保持稳健增长, 主要源于上工申贝缝纫机销量结构中, 家用缝纫机的量超过工业缝纫机。2018 年上工申贝缝纫机销量 64.5 万台, 其中工业缝纫机销量 26.5 万台。

**表 10: 上工申贝营收目标及完成率**

	目标营收	实际营收	缝纫业务营收	完成率
2010	16.5	16.8	10.6	102%
2011	16.2	15.8	10.1	97%
2012	16.7	15.1	10.8	90%
2013	15.7	18.1	13.8	116%
2014	20.9	19.7	15.2	94%
2015	20.3	23.1	15.0	114%
2016	28.0	27.6	16.4	99%
2017	29.5	30.7	19.4	104%

<sup>18</sup> 具体见附录 (本文第 36~37 页)

	目标营收	实际营收	缝纫业务营收	完成率
2018	33.0	32.0	21.6	97%
2019	37.0			

数据来源：公司公告，西南证券整理

**中捷股份持续寻求转型。**中捷股份目前排名行业第三，净利润表现不佳，过去几年一直寻求转型发展，2015年并购重组失败之后，扣非利润持续为负，2019年大股东股权又面临质押爆仓情形，管理层动荡，短期发展面临一定压力。

表 11：中捷股份营收目标及完成率

	目标营收	实际营收	完成率
2010	7.2	10.4	144%
2011	12.6	12.9	103%
2012	12.6	11.1	88%
2013	12.9	14.1	110%
2014	20 (含税)	12.5	
2015	重组	7.4	
2016	8.5	6.4	76%
2017	6.4	10.0	156%
2018	12.2	11.4	94%
2019	11.2		

数据来源：公司公告，西南证券整理

**标准股份营收目标完成率相对更低。**相比杰克股份、上工申贝、中捷股份的目标营收完成率，标准股份实际完成率更低，有待提升。我们认为，一方面源于对市场需求的判断，可能存在一定偏差，另一方面执行力有待提升。

表 12：标准股份营收目标及完成率

	目标营收 (亿元)	实际营收 (亿元)	完成率
2010	7.1	10.0	141%
2011	12.9	9.5	73%
2012	10.7	7.1	66%
2013	10.0	8.2	82%
2014	9.5	8.0	84%
2015	8.0	6.4	80%
2016	7.6	5.7	75%
2017	7.0	7.0	101%
2018	8.4	7.5	89%
2019	8.5		

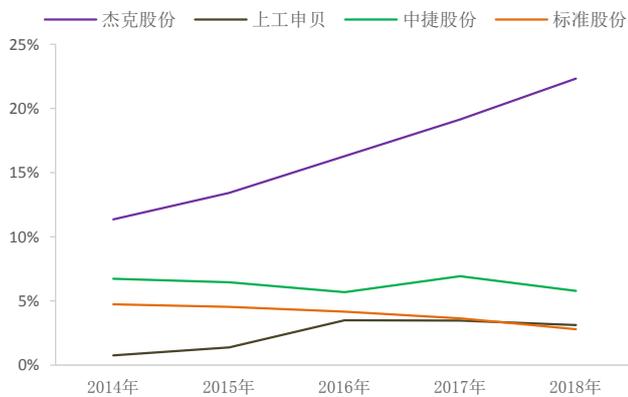
数据来源：公司公告，西南证券整理

## 2.3 格局清晰，未来寡头

工业缝纫机领域趋向寡头格局，并加速形成。公司缝纫机产量行业第一，且超过第二至四名合计产量，目前呈现一超多强的竞争格局。由于行业逐步进入存量时代，竞争愈加激烈，一些行业排名靠前的企业亦面临较大盈利压力，寻求转型和合作发展，行业洗牌加快。

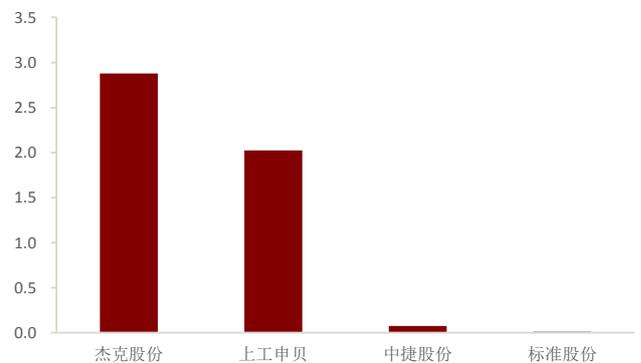
公司成为行业寡头的概率更大。首先，公司已经是行业产量最高，盈利最强的龙头企业。其次，公司在成本、质量、渠道、管理上的优势，正在扩大，综合竞争力相对提升更快，愈加稳固自身龙头地位，未来成为行业寡头概率更大。行业格局寡头趋势背景下，对于综合竞争力目前相对更低的企业，需要更加注重市场聚焦和产品聚焦，做好成本控制，保障发展。

图 49：缝制设备主要企业工业缝纫机份额变化



数据来源：公司公告，中国缝制机械协会，西南证券整理

图 50：缝制设备主要企业 2019Q3 在建工程余额比较 (亿元)



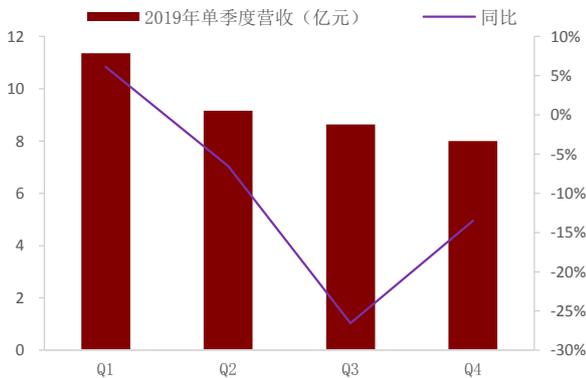
数据来源：公司公告，西南证券整理

## 3 业绩拐点，估值底部，战略配置

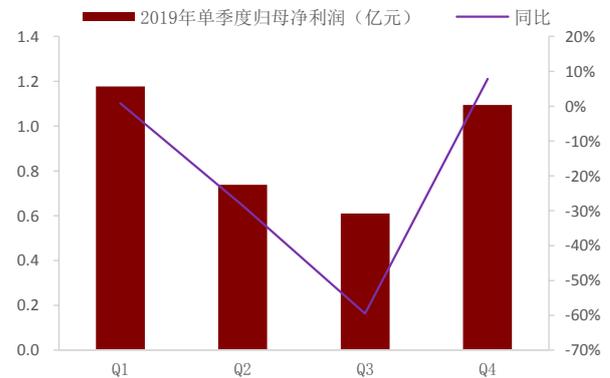
### 3.1 业绩迎长短期拐点，重回较快增长

多因素叠加影响，公司 2019Q3 净利润同比下降较多。公司 2019 年前三季度实现营收 29.2 亿元 (-9.6%)，归母净利润 2.5 亿元 (-31.9%)，扣非净利润 2.6 亿元 (-32.9%)。其中，2019Q3 单季度实现营收 8.6 亿元 (-26.6%)，归母净利润 0.6 亿元 (-59.5%)，扣非净利润 1 亿元 (-45%)。公司 2018Q3 营收基数较高，叠加今年需求放缓，以及 8 月台风对公司出货的影响，致使 Q3 单季度营收下降幅度扩大，预计 Q4 降幅将明显收窄。尽管需求放缓，竞争加剧，但受益产品结构升级，以及人民币贬值对毛利率的正面影响，公司 2019 年前三季度实现毛利率 27.7% (-0.5pp)，变化幅度不大，并且 Q3 单季度毛利率达到 29.6% (环比+1.6pp，同比-0.1pp)，持续改善。公司 2019 年前三季度期间费用率为 16.2% (+2.9pp)，其中，销售费用率为 5.6% (+1pp)，管理费用率为 10.6% (+0.9pp)，财务费用率为-0.02% (+1pp)。公司 2019Q3 扣非净利润高于归母净利润，主要源于远期外汇产品公允价值变动的负面影响 (2019Q3 公允价值变动净收益为-0.6 亿元)。

预计 Q4 营收仍同比下降，归母净利润增速同比转正。由于行业短期需求依然存在一定压力，我们预计 Q4 营收为 8 亿元 (-13.5%)，归母净利润 1.1 亿元 (+7.8%)，主要源于去年 Q4 净利率较低，今年 Q4 净利率恢复正常水平。

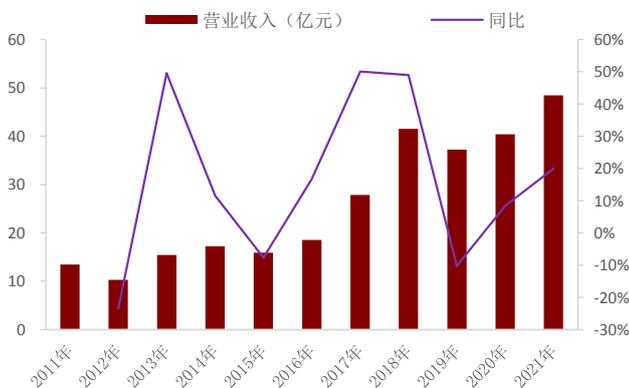
**图 51: 公司 2019 年单季度营收预测**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

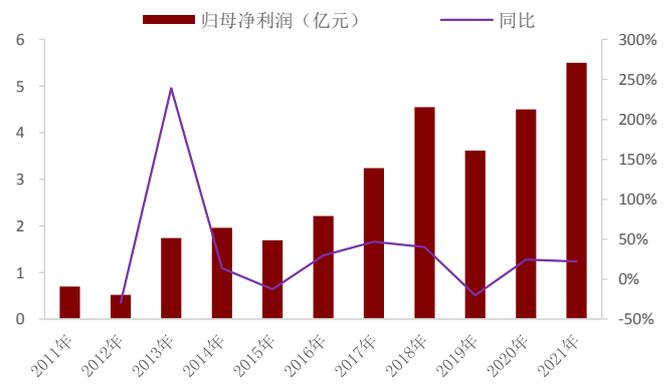
**图 52: 公司 2019 年单季度净利润预测**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

我们预计 2020 年归母净利润+24%，并开启 3 年较快增长之路。2018 年下半年以来，行业需求总体下降，叠加贸易战间接影响加深，工业缝纫机行业表现更加低迷，预计 2019 年行业产量下滑 20% 左右。随着基数走低，以及贸易战缓和迹象，预计工业缝纫机产量 2020 年将陆续企稳向好，2021 和 2022 年产量回升。公司作为行业龙头，市占率稳步提升，业绩有望更快恢复，我们预计 2020 年、2021 年公司营收分别为 40.4 亿元 (+8.4%)、48.5 亿元 (+20%)，归母净利润分别为 4.5 亿元 (+24.3%)、5.5 亿元 (+22.2%)。

**图 53: 公司 2019~2021 年营收预测**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

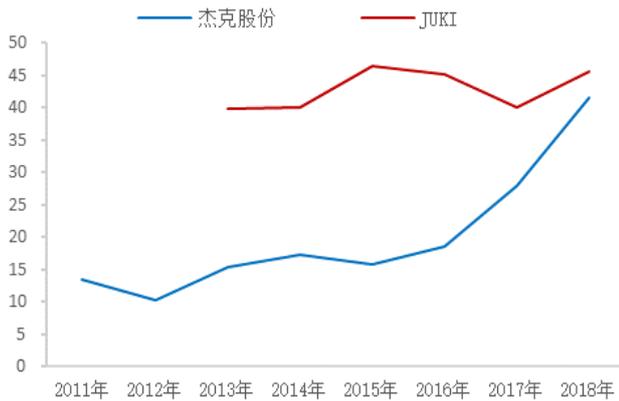
**图 54: 公司 2019~2021 年归母净利润预测**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

### 3.2 估值底部，战略配置

股价已反应悲观情形，估值有望修复。2017 年、2018 年公司整体 PE (TTM) 估值 30 倍左右，业绩不断攀升，股价表现优异。2019 年以来，公司业绩下滑，PE (TTM) 下杀，致使市值下降较多，最大回撤超过 40%。当前市值已经反应悲观情形，Q3 业绩同比下降，股价亦表现稳定，随着 Q4 利润回升，以及 2020 年开启利润较快增长阶段，公司估值有望持续修复。

公司市值略低于 JUKI (日本重机), 但我们认为公司更有发展潜力。截止 2019 年 11 月 15 日, JUKI 市值 92.1 亿元<sup>19</sup>, 公司市值 89.6 亿元, 略低于 JUKI。日本重机过去一直位居缝制设备全球龙头地位, 但表现稳定, 2013 年缝制设备业务营收 40.1 亿元, 2018 年 45.6 亿元, 几乎没有什么增长。净利润方面, 公司业绩持续上行, JUKI 波动较大, 2018 年公司归母净利润 4.5 亿元, 超过 JUKI 的 4.1 亿元。我们认为, 公司市占率持续上升, 并逐步拓展高端产品, 成长潜力更大。

**图 55: 杰克股份缝制设备业务收入接近 JUKI<sup>20</sup> (亿元)**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

**图 56: 杰克股份归母净利润超过 JUKI<sup>21</sup> (亿元)**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

## 4 盈利预测与估值

### 4.1 盈利预测

#### 关键假设:

假设 1: 工业缝纫机业务由于 2018 年基数较高, 叠加宏观经济增速放缓等, 预计 2019 年需求承压, 2020 年随着行业需求向好, 公司产能释放, 市占率提升, 逐步恢复。假设 2019-2021 年工业缝纫机销量增速为 -12%、8%、20%, 价格不变, 毛利率分别为 25%、25.5%、26%。

假设 2: 裁床业务受宏观经济景气度影响, 短期承压, 之后逐步恢复, 假设 2019-2021 年销量增速为 -5%、8%、20%, 价格不变, 毛利率稳定在 41%。

基于以上假设, 我们预测公司 2019-2021 年分业务收入成本如下表:

**表 13: 分业务收入及毛利率**

单位: 百万元		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
合计	收入	2,787	4,152	3,725	4,039	4,847
	同比	50.05%	48.98%	-10.27%	8.43%	19.98%
	成本	1,930	2,986	2,696	2,905	3,465

<sup>19</sup> 汇率按 2019 年 11 月 11 日日元兑人民币中间价计算 (100 日元=6.4628 人民币)。

<sup>20</sup> JUKI 营收值 Sewing Machinery 业务收入, 按历年年末日元兑人民币中间价换算成 RMB。

<sup>21</sup> JUKI 净利润按历年年末日元兑人民币中间价换算成 RMB。

单位: 百万元		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
	毛利	856	1,166	1,029	1,135	1,381
	毛利率	30.73%	28.08%	27.63%	28.09%	28.50%
工业缝纫机	收入	2,340	3,534	3,110	3,359	4,031
	同比	56.77%	51.04%	-12.00%	8.00%	20.00%
	成本	1,691	2,624	2,333	2,503	2,983
	毛利	649	910	778	857	1,048
	毛利率	27.72%	25.75%	25.00%	25.50%	26.00%
裁床及铺布机	收入	445	500	475	513	615
	同比	22.24%	12.32%	-5.00%	8.00%	20.00%
	成本	238	291	280	302	363
	毛利	206	208	195	210	252
衬衫及牛仔自动缝制设备	收入	0	114	137	164	197
	同比	0.00%	0.00%	20.00%	20.00%	20.00%
	成本	0	69	82	99	118
	毛利	0	45	55	66	79
	毛利率(%)	0.00%	39.50%	40.00%	40.00%	40.00%
其他业务	收入	2	3	3	3	3
	同比	200.17%	91.06%	0.00%	0.00%	0.00%
	成本	0.5	1	1	1	1
	毛利	1	2	2	2	2
	毛利率(%)	72.07%	68.46%	68.00%	68.00%	68.00%

数据来源: 公司公告, 西南证券

预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 3.6、4.5 和 5.5 亿元, EPS 分别为 0.81、1.01 和 1.23 元, 对应 PE 分别为 24、19 和 16 倍。

## 4.2 绝对估值

关键假设如下:

- 1) 永续期增长率为 1%;
- 2) 无杠杆  $\beta$  系数为 0.48;
- 3) 税率: 保持 15% 稳定税率。

表 14: 绝对估值假设条件

估值假设	数值
预测期年数	3
过渡期年数	5
过渡期增长率	7.00%

估值假设	数值
永续期增长率	1.00%
无风险利率 Rf	4.50%
市场组合报酬率 Rm	11.00%
无杠杆 $\beta$	0.48
有杠杆 $\beta$	0.45
债务资本比重 Wd	10.00%
债务资本成本 Kd	5.00%
有效税率 Tx	15.00%

数据来源: wind, 西南证券整理

表 15: FCFF 估值敏感性分析

WACC \ 永续增长率	3.88%	4.88%	5.88%	6.88%	7.88%	8.88%	9.88%
0.4%	31.26	24.49	20.10	17.04	14.77	13.03	11.66
0.6%	32.67	25.30	20.62	17.38	15.02	13.21	11.79
0.8%	34.26	26.19	21.17	17.75	15.27	13.40	11.93
1.0%	36.06	27.16	21.76	18.14	15.55	13.60	12.08
1.2%	38.10	28.24	22.41	18.56	15.83	13.80	12.23
1.4%	40.44	29.43	23.11	19.01	16.14	14.02	12.39
1.6%	43.16	30.75	23.87	19.49	16.46	14.25	12.56

数据来源: wind, 西南证券整理

绝对估值的结果可得, 公司每股内在价值约 18.14 元。

### 4.3 相对估值

缝制设备市场规模超 300 亿元, 公司未来大概率成为行业寡头, 2018 年营收仅 41.5 亿元, 具有较大发展空间, 当前市值对应 2020 年 PE 约 19 倍, 仅为行业平均估值水平, 我们认为应给予一定溢价, 合理估值 25 倍, 目标价 25.3 元, 上调至“买入”评级。

表 16: 可比公司估值 (截止 2019 年 11 月 22 日收盘)

证券代码	证券简称	EPS (元)			PE		
		2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E
603025	大豪科技	0.40	0.35	0.38	20	22	21
603699	纽威股份	0.37	0.62	0.80	35	21	16
603338	浙江鼎力	1.39	1.70	2.29	47	38	28
300450	先导智能	0.84	1.12	1.50	44	33	25
平均值					36	29	22
603337	杰克股份	1.02	0.81	1.01	19	24	19

数据来源: Wind, 西南证券整理

## 5 风险提示

1) 下游需求不及预期风险。公司缝制机械产品的主要客户为纺织服装企业，纺织服装行业的发展状况和景气程度将对公司的生产经营产生较大影响，存在需求不及预期风险。

2) 盈利能力不及预期风险。国内缝制机械行业产品同质化，易导致市场价格战发生。尽管公司市场份额较高、产品竞争力较强、品牌影响力较大，受市场价格战的冲击影响相对较小，但随着行业结构调整的深入，也面临着行业内部竞争加剧导致盈利能力降低的风险。

3) 汇率波动风险。公司 2018 年出口营收占比约 50%，产品远销亚洲、南美、欧洲、非洲等地区，在出口贸易中公司采取的主要结算货币为美元和欧元。人民币对国际主要货币汇率的波动将影响公司的盈利水平，公司存在汇率波动风险。

4) 贸易战影响超预期风险。公司工业缝纫机出口国家主要是东南亚地区，中美贸易战对公司直接影响较小，但中美贸易战持续下去，对全球宏观经济造成不确定性，企业设备投资意愿降低，从而影响公司产品销量。

**表 17: 财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	4151.50	3725.21	4039.39	4846.59	净利润	455.33	369.43	458.40	556.89
营业成本	2985.74	2695.98	2904.63	3465.18	折旧与摊销	91.18	156.95	175.17	193.77
营业税金及附加	25.10	24.72	26.01	31.52	财务费用	-16.08	0.00	0.00	0.00
销售费用	220.02	197.44	214.09	256.87	资产减值损失	22.58	20.00	30.00	40.00
管理费用	235.60	409.77	436.25	513.74	经营营运资本变动	-30.84	-77.28	123.66	-166.36
财务费用	-16.08	7.81	8.70	6.67	其他	-542.99	-12.98	-69.29	-79.86
资产减值损失	22.58	20.00	30.00	40.00	<b>经营活动现金流净额</b>	-20.83	456.13	717.94	544.45
投资收益	55.82	40.00	40.00	40.00	资本支出	-376.38	-200.00	-200.00	-200.00
公允价值变动损益	-55.26	-50.00	0.00	0.00	其他	364.60	-10.24	40.08	39.97
其他经营损益	0.00	60.00	60.00	60.00	<b>投资活动现金流净额</b>	-11.78	-210.24	-159.92	-160.03
<b>营业利润</b>	514.84	419.50	519.71	632.60	短期借款	0.37	112.76	-34.90	0.00
其他非经营损益	-0.30	-5.57	-5.40	-4.79	长期借款	170.22	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	514.54	413.93	514.31	627.81	股权融资	29.25	0.00	0.00	0.00
所得税	59.21	51.34	63.53	76.77	支付股利	-99.20	-136.27	-110.68	-137.34
净利润	455.33	362.60	450.78	551.04	其他	-10.52	-31.61	0.00	0.00
少数股东损益	1.08	0.50	0.62	0.75	<b>筹资活动现金流净额</b>	90.12	-55.12	-145.58	-137.34
归属母公司股东净利润	454.25	362.10	450.16	550.29	<b>现金流量净额</b>	60.91	190.77	412.44	247.08
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	181.75	372.52	784.96	1032.05	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	536.21	663.97	574.61	706.75	销售收入增长率	48.98%	-10.27%	8.43%	19.98%
存货	908.18	854.49	908.95	1091.05	营业利润增长率	34.29%	-18.52%	23.89%	21.72%
其他流动资产	750.97	894.29	888.82	969.50	净利润增长率	40.57%	-20.37%	24.32%	22.24%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	27.24%	-0.96%	20.42%	18.40%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	1028.14	1106.20	1166.05	1207.30	毛利率	28.08%	27.63%	28.09%	28.50%
无形资产和开发支出	411.20	376.28	341.37	306.46	三费率	10.59%	16.51%	16.32%	16.04%
其他非流动资产	161.76	161.66	161.55	161.45	净利率	10.97%	9.73%	11.16%	11.37%
<b>资产总计</b>	3978.20	4429.42	4826.32	5474.56	ROE	17.94%	13.10%	14.47%	15.59%
短期借款	22.14	134.90	100.00	100.00	ROA	11.45%	8.19%	9.34%	10.07%
应付和预收款项	979.89	1159.03	1228.36	1436.77	ROIC	17.44%	13.02%	16.07%	18.87%
长期借款	173.60	173.60	173.60	173.60	EBITDA/销售收入	14.21%	15.68%	17.42%	17.19%
其他负债	265.07	194.34	209.10	229.36	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	1440.70	1661.87	1711.05	1939.72	总资产周转率	1.10	0.89	0.87	0.94
股本	307.55	445.95	445.95	445.95	固定资产周转率	5.54	4.22	4.28	4.89
资本公积	744.34	605.94	605.94	605.94	应收账款周转率	12.20	7.93	8.70	9.92
留存收益	1462.80	1695.46	2042.56	2461.37	存货周转率	3.76	3.02	3.25	3.43
归属母公司股东权益	2490.16	2719.71	3066.82	3485.63	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	98.96%	—	—	—
少数股东权益	47.34	47.84	48.45	49.20	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	2537.50	2767.55	3115.27	3534.83	资产负债率	36.21%	37.52%	35.45%	35.43%
负债和股东权益合计	3978.20	4429.42	4826.32	5474.56	带息债务/总负债	13.59%	18.56%	15.99%	14.10%
					流动比率	2.06	2.02	2.21	2.30
					速动比率	1.27	1.40	1.58	1.64
					股利支付率	21.84%	37.63%	24.13%	24.54%
业绩和估值指标					每股指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E					
EBITDA	589.94	584.26	703.57	833.05	每股收益	1.02	0.81	1.01	1.23
PE	18.90	23.71	19.07	15.60	每股净资产	5.69	6.10	6.88	7.82
PB	3.38	3.16	2.80	2.46	每股经营现金	-0.05	1.02	1.61	1.22
PS	2.07	2.30	2.13	1.77	每股股利	0.22	0.31	0.24	0.30
EV/EBITDA	9.84	14.31	11.25	9.20					
股息率	1.16%	1.59%	1.27%	1.57%					

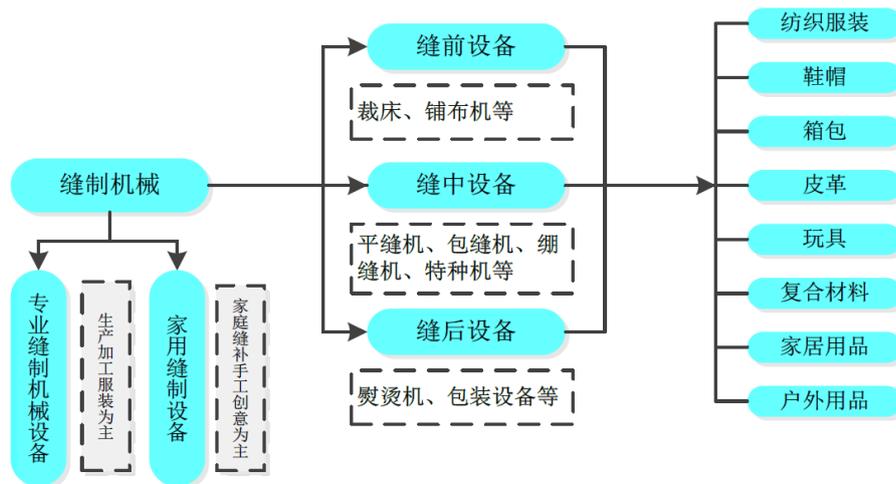
数据来源: Wind, 西南证券

## 6 附录

### 6.1 缝制设备行业介绍

工业缝纫机是服装、箱包、鞋帽等行业生产加工的主要设备，包括平缝机、包缝机、绷缝机和特种机等多个品种。裁床和铺布机是重要的工业用缝前设备，裁床用于裁剪服装、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。

图 57：公司所处领域产业链



数据来源：公司公告，西南证券整理

2018 年行业主营业务收入规模达 314 亿元。根据国家统计局统计的 230 家规模以上缝制机械生产企业效益情况，2018 年主营业务收入 314 亿元 (+15%)，毛利率 18.5%，亏损单位家数 25 家。

表 18：2018 年行业产值达 314 亿元

指标	2018 年我国规模以上缝制机械生产企业效益情况
企业单位数 (个)	230
主营业务收入 (亿元)	314 (+15%)
毛利率	18.50%
亏损企业单位个数 (个)	25

数据来源：国家统计局，西南证券整理

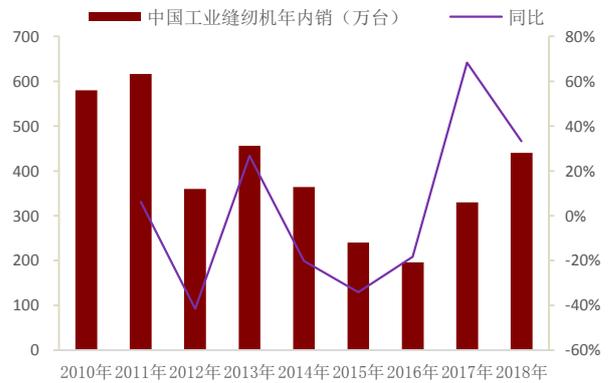
2018 年中国工业缝纫机产量约 840 万台。工业缝纫机 2018 年内销约 440 万台，占比超过一半，预计后续占比或将下降。内销缝纫机受宏观经济影响，波动较大。

图 58: 中国历年工业缝纫机产量及同比



数据来源: 中国缝制机械协会, 西南证券整理

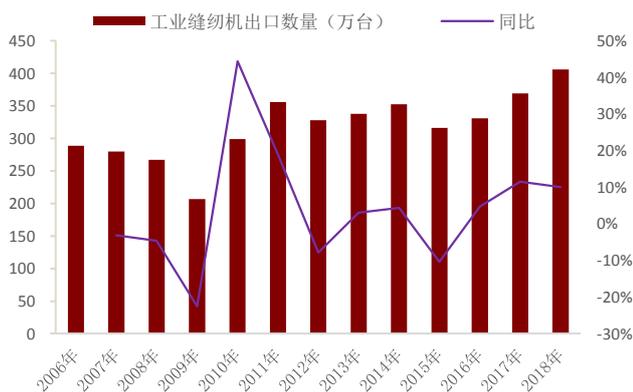
图 59: 中国历年工业缝纫机内销及同比



数据来源: 中国缝制机械协会, 西南证券整理

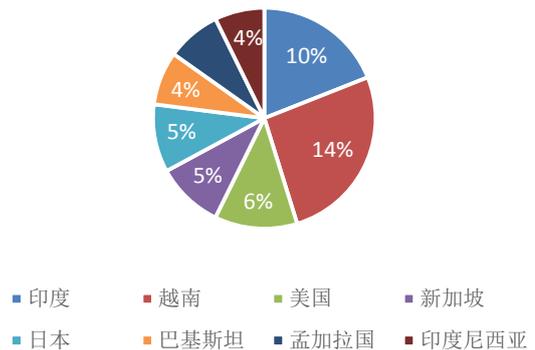
2018 年中国工业缝纫机外销约 406 万台。随着下游服装行业产能转移等因素, 外销整体呈稳健增长趋势。2018 年外销按金额占比计算较高的国家为印度、越南、美国、新加坡、日本等。

图 60: 中国工业缝纫机出口数量 (万台) 及同比



数据来源: 海关总署, 西南证券整理

图 61: 2018 年中国工业缝纫机出口区域 (按金额计算)



数据来源: 海关总署, 西南证券整理

杰克股份位居行业第一。2018 年度中国轻工业缝制机械行业十强企业现实, 前三名分别为杰克股份、上工申贝、中捷股份。

表 19: 2018 年度中国轻工业缝制机械行业十强企业<sup>22</sup>

排名	中国缝制机械行业十强企业
1	杰克缝纫机股份有限公司
2	上工申贝 (集团) 股份有限公司
3	浙江中捷缝纫科技股份有限公司
4	浙江美机缝纫机有限公司
5	宁波舒普机电股份有限公司
6	西安标准工业股份有限公司
7	浙江新顺发缝纫机科技股份有限公司

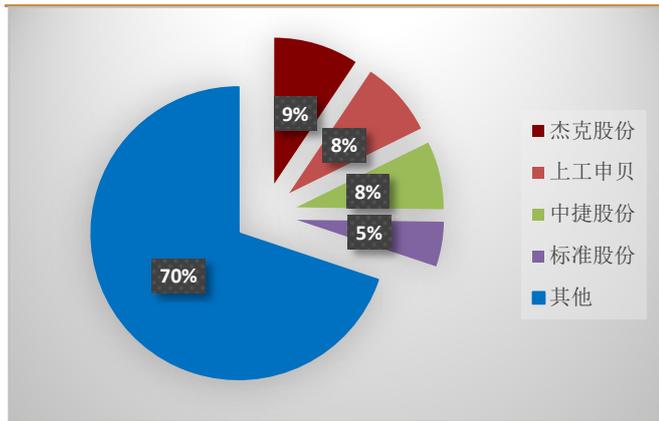
<sup>22</sup> 指中国轻工业联合会评选结果

排名	中国缝制机械行业十强企业
8	浙江宝宇缝纫机有限公司
9	浙江乐江机械有限公司
10	上海富山精密机械科技有限公司

数据来源：中国轻工业联合会，西南证券整理

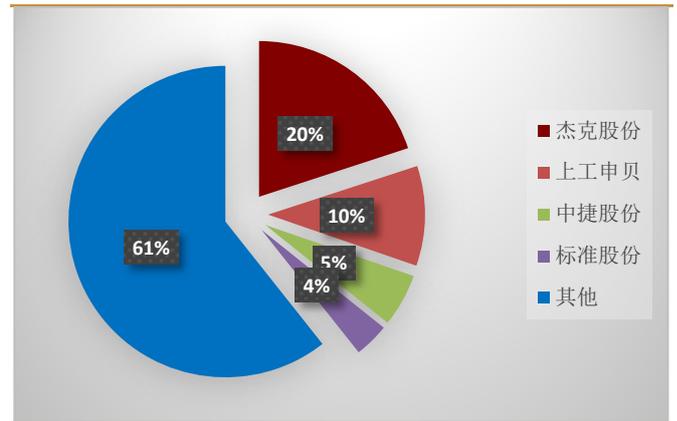
2018年杰克股份占百强份额约20%。2013年杰克股份占国内百余家骨干整机缝制设备企业收入比重约9.3%，2018年上升到约19.9%，实现翻倍。

图 62：2013 年国内缝制设备整机企业格局<sup>23</sup>



数据来源：公司公告，中国缝制机械协会，西南证券整理

图 63：2018 年国内缝制设备格局（杰克股份市占率翻倍）



数据来源：公司公告，中国缝制机械协会，西南证券整理

## 6.2 公司基本情况介绍

杰克缝纫机股份有限公司创建于2003年8月，缝纫机产业起源于1995年7月，是一家以“聚焦、专注、简单、感恩”为核心价值观，专注于工业缝制机械的研发、生产和销售的国际民营高新技术企业。经过多年的经营和发展，公司已成为行业领先的缝制机械制造商。2017年1月19日，杰克缝纫机股份有限公司在上海证券交易所主板成功挂牌上市（股票简称“杰克股份”，股票代码：603337）。

图 64：杰克股份工厂示意图



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 65：杰克股份产线示意图

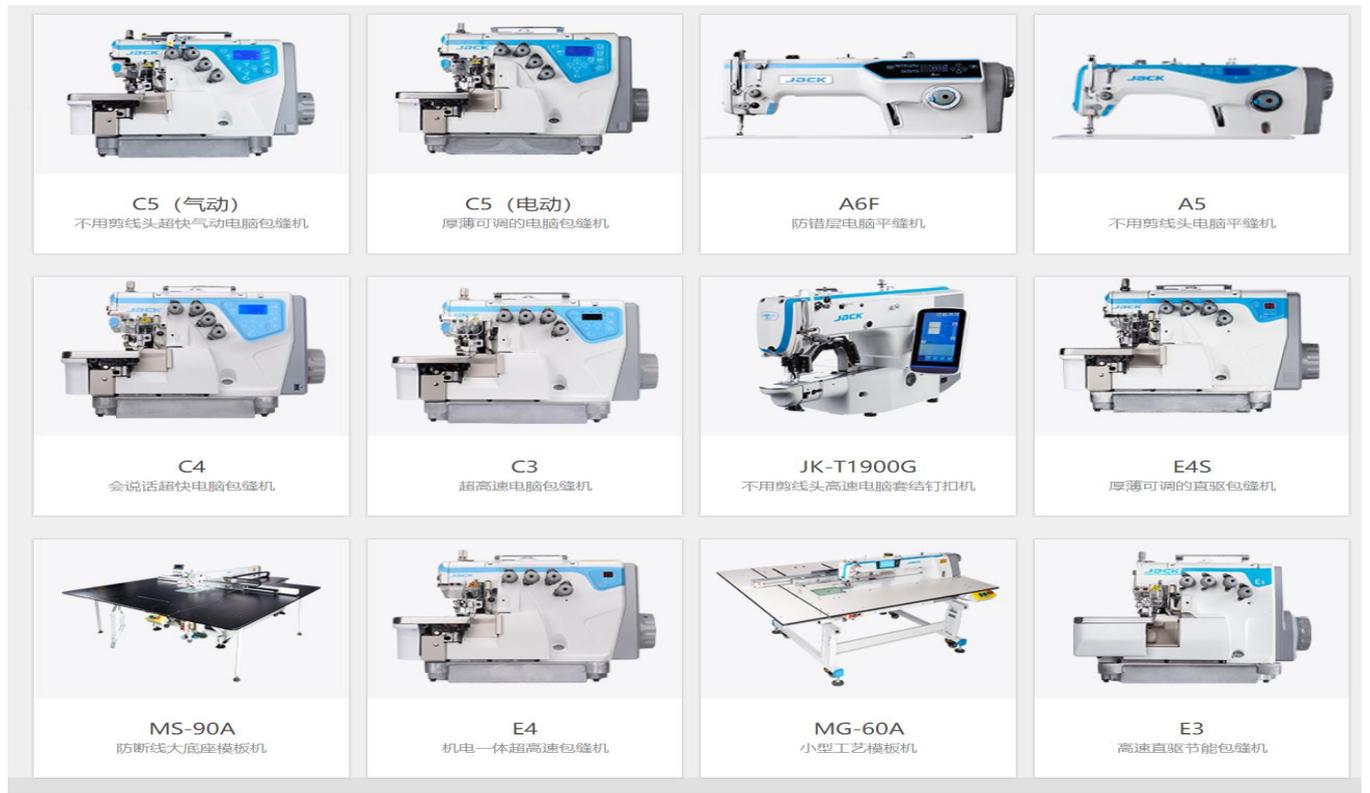


数据来源：公司公告，西南证券整理

<sup>23</sup> 各公司缝制设备业务营收除以行业百余家骨干企业收入。

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、铺布机等工业用缝中、缝前设备以及电机、电控等缝制机械重要零部件。

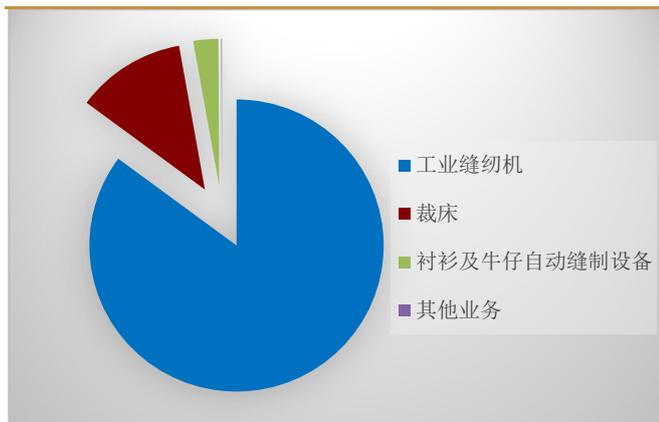
图 66：公司主要产品示意图



数据来源：公司官网，西南证券整理

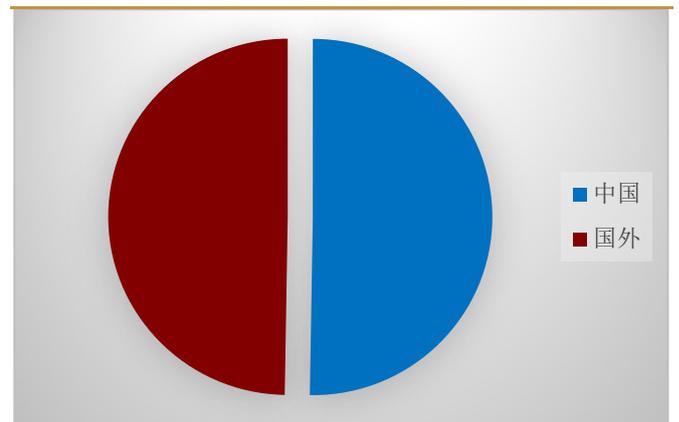
工业缝纫机业务 2018 年营收占比 85.1%，为第一大业务，裁床业务营收占比 12%。公司海外业务营收占比 49.7%。

图 67：2018 年公司主营业务收入结构（按产品）



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 68：2018 年公司主营业务收入结构（按地区）



数据来源：公司公告，西南证券整理

公司子公司拓卡奔马（裁床业务等）2018 年净利润 1.6 亿元，子公司浙江众邦（电机电控等）2018 年净利润 0.8 亿元。

**表 20: 公司主要参控企业**

序号	单位	注册资金	总资产	净资产	归属于母公司股东的净利润
1	杰克缝纫机股份有限公司 (母公司)	30,755.16 万元	32.5	20.8	4.0
2	拓卡奔马机电科技有限公司	22,000.00 万元	6.5	5.0	1.6
3	浙江众邦机电科技有限公司	6,800.00 万元	2.6	1.8	0.8
4	M.A.I.C.A.S.r.l.	15480 欧元	0.6	0.2	0.1
5	VI.BE.MAC.S.p.A.	200.00 万欧元	1.1	0.6	0.0
6	BullmerGrundstücksverwaltungsGmbH	2.50 万欧元	0.1	0.1	0.0
7	BULLMERITALIASRLUNIPERSONALE	1.0 万欧元	-	-	0.0
8	安徽杰羽制鞋机械科技有限公司	5,200.00 万元	0.7	0.5	0.0
9	FINVERS.p.A.	60.00 万欧元	0.1	0.0	0.0
10	上海来租啦电子商务有限公司	100.00 万元	0.0	-0.0	0.0
11	台州市布鲁斯缝制设备有限公司	1,000.00 万元	-	-	-
12	浙江杰克智能缝制科技有限公司	28,000.00 万元	1.6	1.6	-0.0
13	VINCOS.r.l.	3.00 万欧元	0.0	0.0	-0.0
14	JackEuropeS.ar.l.	1.2 万欧元	2.3	0.6	-0.0
15	BullmerGmbH	60.40 万欧元	1.2	0.3	-0.1

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

公司董事长为赵新庆先生, 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。阮积祥、阮福德、阮积明为公司副董事长及实际控制人。

**表 21: 公司管理层介绍**

姓名	职位	主要工作经历
赵新庆	董事长	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, 新杰克缝纫机股份有限公司董事长。现任公司董事长。
阮积祥	副董事长	曾获得中国缝制机械协会功勋企业家, 现任中国缝制机械协会副理事长, 浙江正和岛执行主席, 第九届、第十届中国青年企业家协会常务理事, 中国企业家全国理事会理事, 台州市缝制设备行业协会会长, 台州市杰克投资有限公司董事长。现任公司副董事长。
阮福德	副董事长	曾任台州市飞球缝纫机有限公司副总经理、浙江杰克缝纫机有限公司副总经理, 杰克缝纫机有限公司副总经理, 杰克控股集团有限公司执行董事、总经理, 浙江杰克精密机械有限公司副董事长, LAKEVILLAGELIMITED 董事, WESTSTARFORTUNELIMITED 董事, 台州市杰克投资有限公司副董事长、总经理, 新杰克缝纫机股份有限公司副董事长。现任公司副董事长。
阮积明	副董事长	曾任台州市飞球缝纫机有限公司采购部经理, 浙江杰克缝纫机有限公司采购部经理, 浙江杰克精密机械有限公司董事, WESTSTARFORTUNELIMITED 董事, 台州市杰克投资有限公司董事, 新杰克缝纫机股份有限公司副董事长、华杰国际贸易有限公司董事。现任公司副董事长。
郭卫星	副董事长	曾任浙江杰克缝纫机有限公司质管部经理, 杰克缝纫机有限公司平缝制造中心副总监、包缝制造中心总监, 新杰克缝纫机股份有限公司董事、总经理。现任公司副董事长。
阮林兵	董事	曾任台州市飞球缝纫机有限公司生产组长、包缝装配车间主任, 浙江杰克缝纫机有限公司生产部经理、制造中心总监, 杰克控股集团有限公司监事, 新杰克缝纫机股份有限公司副总经理。现任公司董事、轮值 CEO。
谢云娇	董事	曾任杰克缝纫机有限公司税务专员、财务经理, 浙江新杰克缝纫机有限公司财务经理, 新杰克缝纫机股份有限公司董事、财务总监、董事会秘书。现任公司董事、财务总监、董事会秘书。

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

公司 2018 年 11 月 29 日完成股权激励授予工作,2018 年顺利完成股权激励目标,2019 年由于行业需求下滑较多,预计完成 20% 营收增长难度较大。

**表 22: 公司股权激励名单**

序号	姓名	职务	获授的限制性股票数量(万股)
1	赵新庆	董事长	27
2	郭卫星	副董事长	20
3	阮林兵	董事、轮值 CEO	19
4	邱杨友	副总经理	19
5	谢云娇	董事、财务总监、董事会秘书	16
6	黄展洲	副总经理	12
董事会认定的经营管理人员(6人)			54
合计(12人)			168
授权日期			2019/1/3
授予价格(元/股)			16.45
备注			2019年6月股本转增,每10股转增4.5股

数据来源:公司公告,西南证券整理

**表 23: 股权激励条件一(满足营收或利润条件之一)**

	2017	2018	2019	2020
营业收入(百万元)	2,787	4,096	5,518	7,468
同比		47%	35%	35%
营收增长率(相比2017年)		47%	98%	168%
净利润(百万元)	324	470	681	988
同比		45%	45%	45%
净利润增长率(相比2017年)		45%	110%	205%
解除限售比例		40%	30%	30%

数据来源:公司公告,西南证券整理

**表 24: 股权激励条件二(满足营收或利润条件之一)**

	2017	2018	2019	2020
营业收入(百万元)	2,787	4,096	4,904	6,158
同比		47%	20%	26%
营收增长率(相比2017年)		47%	76%	121%
净利润(百万元)	324	470	587	765
同比		45%	25%	30%
净利润增长率(相比2017年)		45%	81%	136%
解除限售比例		40%	23%	22%

数据来源:公司公告,西南证券整理

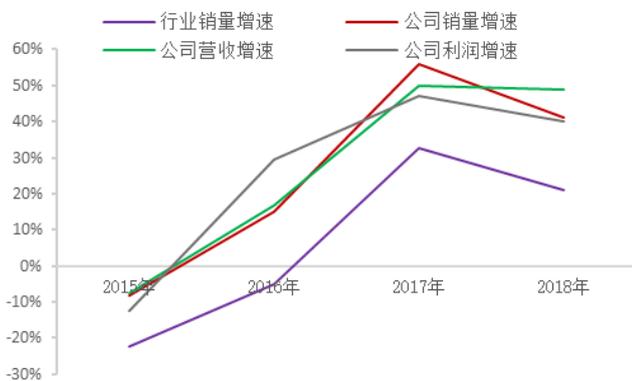
## 6.3 公司财务状况分析

公司历年销量增速高于行业增速 15~20 个百分点，营收和净利润增速基本上与销量增速同步。2019 年行业下滑达 20% 背景下，预计短期业绩有一定压力。

**需求向好，公司 2018 年业绩高增长。**公司 2018 年工业缝纫机产量、销量分别达到 201 万台 (+41.4%)、189 万台 (+41.2%)，产量占行业百家主要工业缝纫机企业比重约 37%，提升约 4 个百分点，市占率持续攀升。2013 年~2018 年公司销量 CAGR 达到 21.3%，带动公司营收、归母净利润、扣非净利润 CAGR 达到 21.9%、21.6%、24.8%，具备较好内生成长性。

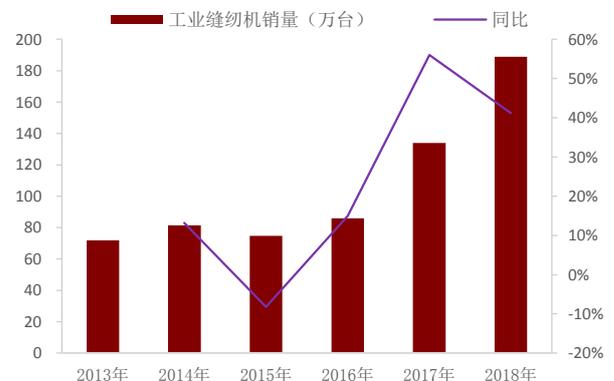
**需求放缓短期业绩承压，公司 2019 前三季度业绩下滑。**公司 2018Q3 营收基数较高，叠加今年需求放缓，以及 8 月台风对公司出货的影响，致使 Q3 单季度营收下降幅度扩大，预计 Q4 降幅将明显收窄。尽管需求放缓，竞争加剧，但受益产品结构升级，以及人民币贬值对毛利率的正面影响，公司 2019 年前三季度实现毛利率 27.7% (-0.5pp)，变化幅度不大，并且 Q3 单季度毛利率达到 29.6% (环比+1.6pp，同比-0.1pp)，持续改善。公司 2019 年前三季度期间费用率为 16.2% (+2.9pp)，其中，销售费用率为 5.6% (+1pp)，管理费用率为 10.6% (+0.9pp)，财务费用率为 -0.02% (+1pp)。公司 2019Q3 扣非净利润高于归母净利润，主要源于远期外汇产品公允价值变动的负面影响 (2019Q3 公允价值变动净收益为 -0.6 亿元)。我们认为，短期业绩波动，不改公司长期市占率提升，逐步向好发展趋势。

图 69：公司业绩增速与工业缝纫机销量增速对比

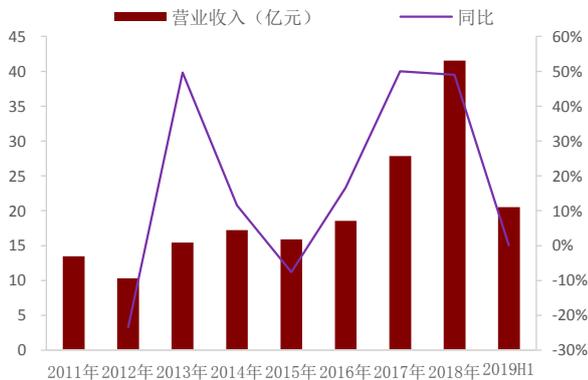


数据来源：公司公告，中国缝制机械协会，西南证券整理

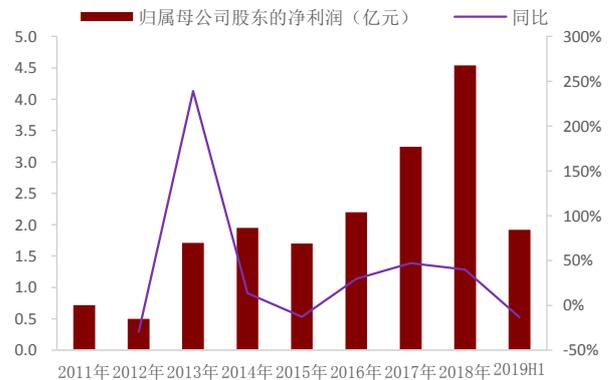
图 70：公司工业缝纫机历年销量及同比



数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 71: 公司历年营收及同比**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

**图 72: 公司历年净利润及同比**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

**公司毛利率稳中有升。**公司毛利率从2011年23.2%，逐步提升至2018年28.1%。公司工业缝纫机受益自制率提升以及规模效应等因素，毛利率从2011年22.5%，逐步提升至2018年25.8%，公司裁床业务规模不断攀升，毛利率从2011年26.6%，逐步提升至2018年41.7%。

**公司销售费用率总体保持稳定。**公司2011年销售费用率为4.7%，2018年为5.3%，过去主要在5~6%期间波动，随着规模攀升，公司销售人员数量增加，费用率总体稳定。

**图 73: 公司历年毛利率**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

**图 74: 公司历年销售费用率**

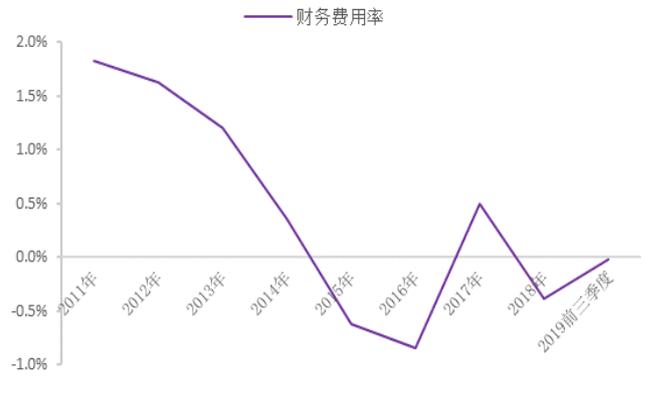

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

**公司管理费用率近年有所下降。**2016年下游市场需求逐步企稳开始，公司好于市场整体情况，率先复苏，规模提升，管理费用率下降。2015~2018年管理费用率分别为12.5%、11.9%、11%、10.6%。

**公司财务费用率维持较低水平。**公司在手现金充足，长短期借款相对较少，截止2019年三季度末，公司在手现金和交易性金融资产合计9.9亿元，短期借款和长期借款3.6亿元，2019年前三季度财务费用率为-0.02%。

**图 75: 公司历年管理费用率**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

**图 76: 公司历年财务费用率**


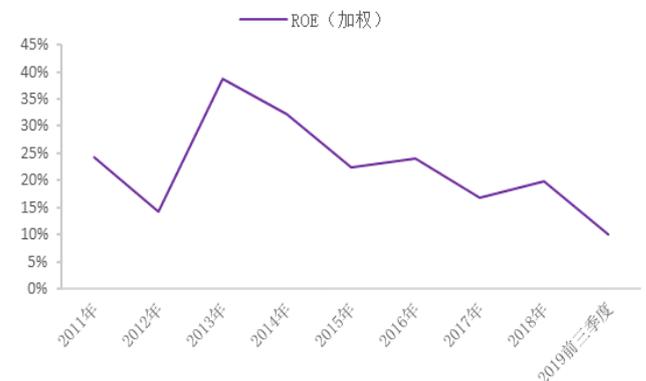
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

公司近年净利率维持在 10~12% 区间。2015~2018 年公司净利率为 10.6%、11.9%、11.6%、11%，2016 年、2017 年净利率相对较高，主要源于市场景气度向好，毛利率维持高位，2018 年下半年开始，市场景气度下降，净利率有所影响。

公司 ROE 上市后短期有所下降。公司 2014~2018 年 ROE 分别为 32.2%、22.5%、24.1%、16.8%、19.8%。2015 年行业景气度较低，公司 ROE 相对下降，2016 年随着行业逐步企稳，公司率先复苏，ROE 回升。2017 年上市对公司短期 ROE 形成摊薄，2018 年公司业绩持续向好，ROE 回升。

**图 77: 公司历年净利率**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

**图 78: 公司历年 ROE (加权)**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

## 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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	金悦	销售经理	021-68415380	15213310661	jyue@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	高梦悦	销售经理	18682149415	18682149415	gaomy@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn