

# 工业缝纫机械龙头，积极布局智能成套探索 第二成长曲线

——杰克股份（603337）首次覆盖

买入（首次）

2025年03月06日

## 报告关键要素：

工业缝纫机行业历经周期性调整后，当前行业正处于向上周期，杰克股份作为工业缝纫机龙头从中受益，2024年营收拐点已现，盈利能力持续提升。公司传统业务优势稳固，接续推出高毛利爆品，精准把握客户的核心需求和痛点，工业缝纫机产品的国内市场份额呈上升趋势。此外，公司针对下游纺织服装行业智能化发展趋势，积极推出成套智联解决方案，打造公司第二成长曲线。

## 投资要点：

**工业缝纫机行业历经周期性调整后，行情持续回温。**我国工业缝纫机行业发展历史悠久，目前已成为全球最大的生产国。工业缝纫机为典型的周期性赛道，一般3-4年经历一轮周期，2013/2017/2021年工业缝纫机产量同比增速均为小峰值，2021年行业处于周期性高点，2022-2023年，在全球经济增长放缓、地缘冲突加剧、通胀保持粘性、货币持续收紧的背景下，全球制造业景气度较为低迷，2023年为行业周期低点，中国工业缝纫机产量约为560万台，较2021年高点回落超40%。2024年上半年，杰克股份/中捷资源/上工申贝国内营收同比分别增长42.28%/40.57%/48.46%，2024年5月起我国缝制机出口金额同比实现高增。随着国内纺服市场积极向好、国外需求逐步回温，2024年上半年整体呈现复苏迹象，下半年对于缝纫机械的需求有望明显拉动，行业正处于向上复苏周期。

**公司为国内工业缝纫机龙头，产业布局纵横一体。**公司产品涵盖缝前、缝中、缝后设备及缝制机械关键零部件，工业缝纫机为公司核心业务，近年来营收占比超85%，公司产品远销全球170多个国家和地区，广泛应用于服装、鞋业、箱包、家具、皮革等多个领域。公司通过一系列战略性收购不断拓展产业链，实现了产品线的多元化布局，并加速了国际化进程。公司为家族控制企业，实控人直接或间接持有公司股份63.72%，股权结构稳定。

**公司营收拐点已现，盈利能力持续提升。**受制于缝制行业周期性调整，国内工业缝纫机销量于2021年见顶，后受俄乌冲突、全球高通胀及行业周期性影响，公司营收层面随之承压，2022-2023年营收增速转负，

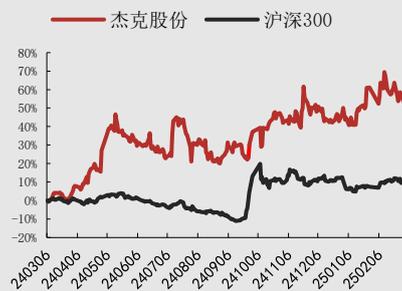
	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	5293.88	6094.89	7313.24	8502.50
增长比率(%)	-3.78	15.13	19.99	16.26
归母净利润(百万元)	538.43	807.81	1019.77	1195.06
增长比率(%)	9.08	50.03	26.24	17.19
每股收益(元)	1.11	1.67	2.11	2.47
市盈率(倍)	28.53	19.02	15.06	12.85
市净率(倍)	3.53	3.06	2.62	2.24

数据来源：携宁科技云估值，万联证券研究所

## 基础数据

总股本(百万股)	483.09
流通A股(百万股)	476.33
收盘价(元)	31.25
总市值(亿元)	150.97
流通A股市值(亿元)	148.85

## 个股相对沪深300指数表现



数据来源：聚源，万联证券研究所

## 相关研究

分析师：	蔡梓林
执业证书编号：	S0270524040001
电话：	02032255228
邮箱：	caizl@wlzq.com.cn
研究助理：	李晨崑
电话：	18079728929
邮箱：	licw@wlzq.com.cn
研究助理：	冯永棋
电话：	18819265007
邮箱：	fengyq1@wlzq.com.cn

但 2024 年营收端边际呈修复趋势，2024Q1-3 公司营收同比增 14.79% 至 47.06 亿元，其中 2024Q1、2024Q2 和 2024Q3 收入分别同比+12.56%、+29.15%和+4.4%，拐点向上趋势清晰。在 2022-2023 年下游需求低迷、收入端承压的背景下，公司利润端仍实现小幅增长，2021-2023 年期间 CAGR 达到 7.45%，主要系公司在保持费用率基本稳定的情况下持续提升毛利率，而毛利率提升主要来自海外业务盈利能力的持续攀升。

**传统业务优势稳固，智联成套设备开启新增长曲线。**全球工业缝纫机市场格局较为集中，根据华经产业研究院，2022 年日本重机占据全球 20% 的份额，杰克股份份额占比约 18%，位列全球第二。从国内工业缝纫机产量分布来看，公司产量占我国工业缝纫机总产量的比重呈上升趋势，从 2017 年的 20.36% 上涨至 2023 年的 32.09%，显示出公司在工业缝纫机领域的竞争力在不断增强。此外，公司在毛利率/净利率/研发费用率方面均高于同行，盈利能力与研发能力在行业内较为出众。公司精准把握客户的核心需求和痛点，2022 年起推动爆品战略，2023 年 6 月推出平缝机爆品“快反王”，2024 年 6 月推出包缝机爆品“过梗王”。公司顺应服装制造行业智能化趋势，积极布局智能成套探索第二成长曲线，主要涵盖智能裁剪、智能吊挂及系统智能仓储物流等，助力推动整个行业的数字化转型，从而提升企业的市场竞争力。

**盈利预测与投资建议：**杰克股份作为工业缝纫机龙头，具备研发创新、全球化营销渠道等优势，其工业缝纫机业务优势稳固，智能成套业务有望成为新增长点。工业缝纫机行业历经周期性调整后，当前行业正处于向上周期，预计公司 2024 至 2026 年归母净利润分别为 8.08、10.20、11.95 亿元，对应当前 PE 分别为 19X、15X、13X，考虑公司行业龙头地位，同时行业景气度有望复苏，给与公司 2024 年 23X 估值，对应目标价 38.41 元/股，首次覆盖给与“买入”评级。

**风险因素：**新品拓展不及预期风险；行业竞争加剧风险；宏观环境风险；汇率波动风险。

## 正文目录

<b>1 工业缝纫机行业历经周期性调整后，行情持续回温</b> .....	<b>5</b>
1.1 我国工业缝纫机行业发展历史悠久，目前已成为全球最大的生产国 .....	5
1.2 工业缝纫机 3-4 年为一轮周期，当前行业正处于向上周期.....	5
1.2.1 内需：2024 年下游纺织服饰经营好转，带动工业缝纫机内需企稳回升 .....	6
1.2.2 外需：2024 年海外需求回暖复苏，出口金额同比高增 .....	9
<b>2 国内工业缝纫机龙头，经营业绩向好</b> .....	<b>11</b>
2.1 聚焦工业缝纫机，产业布局纵横一体 .....	11
2.1.1 发展历程：深耕工业缝制设备行业，产业链持续向外扩张 .....	11
2.1.2 主营业务：工业缝纫机营收占比维持高位，国内外市场营收并重 .....	12
2.2 股权结构：股权结构集中稳定，公司治理较为有效 .....	13
2.3 营收拐点已现，盈利能力持续提升 .....	14
<b>3 传统业务优势稳固，智联成套设备开启新增长曲线</b> .....	<b>15</b>
3.1 工业缝纫机产品国内市场份额呈上升趋势，全球竞争力较强 .....	15
3.2 精准锚定客户需求痛点，接续推出高毛利爆品 .....	18
3.3 顺应服装制造行业智能化趋势，积极布局智能成套探索第二成长曲线 .....	18
<b>4 盈利预测</b> .....	<b>21</b>
<b>5 风险提示</b> .....	<b>23</b>
图表 1: 我国工业缝纫机市场规模.....	5
图表 2: 2011-2023 年我国工业缝制设备年产量情况.....	6
图表 3: 2011-2023 年我国工业缝纫机内销情况.....	7
图表 4: 我国纺织业规模以上工业企业营收/利润累计同比 .....	7
图表 5: 我国纺织服装、服饰业规模以上工业企业营收/利润累计同比 .....	7
图表 6: 2024 年纺织业规模以上工业增加值同比有所好转 .....	8
图表 7: 2024 年纺织服装、服饰业规模以上工业增加值趋势向好 .....	8
图表 8: 2024 年纺织业固定资产投资完成额同比转正 .....	8
图表 9: 2024 年纺织服装、服饰业固定资产投资完成额同比转正 .....	8
图表 10: 2024H1 主要工业缝纫机厂商国内营收同比增速 .....	9
图表 11: 2010-2023 年我国缝纫机出口金额.....	9
图表 12: 2024 年越南服装出口表现较好.....	10
图表 13: 2024 年印度服装出口表现较好.....	10
图表 14: 美国有望进入新一轮补库周期.....	10
图表 15: 2024 年我国工业缝纫机当月出口金额.....	11
图表 16: 公司发展历程.....	11
图表 17: 公司主营产品.....	12
图表 18: 公司分产品营收构成.....	12
图表 19: 公司各产品毛利率.....	12
图表 20: 公司海外营收占比超 50%.....	13
图表 21: 公司各地区毛利率.....	13
图表 22: 公司股权结构.....	13
图表 23: 公司近年来营收情况.....	14
图表 24: 公司近年来归母净利润情况.....	14

图表 25: 公司近年来毛利率及净利率 (%)	15
图表 26: 公司近年来各项费用率 (%)	15
图表 27: 公司工业缝纫机单价呈上升趋势 (元/台)	15
图表 28: 工业缝纫机市场主要参与者	16
图表 29: 2022 年全球工业缝纫机市场格局	16
图表 30: 公司产量占我国工业缝纫机总产量的比重呈上升趋势	16
图表 31: 同行业毛利率对比 (%)	17
图表 32: 同行业净利率对比 (%)	17
图表 33: 公司研发费用率呈上升趋势且高于可比企业 (%)	17
图表 34: 公司平缝机爆品“快反王”	18
图表 35: 公司包缝机爆品“过梗王”	18
图表 36: 公司智能成套解决方案	19
图表 37: 公司智能裁剪系统	19
图表 38: 公司智能吊挂系统	20
图表 39: 公司智能吊挂系统可有效提升工作效率	20
图表 40: 公司智能悬挂分拣方案	20
图表 41: 公司智能仓储物流	21
图表 42: 盈利预测及假设	22
图表 43: 可比公司估值表	22

## 1 工业缝纫机行业历经周期性调整后，行情持续回温

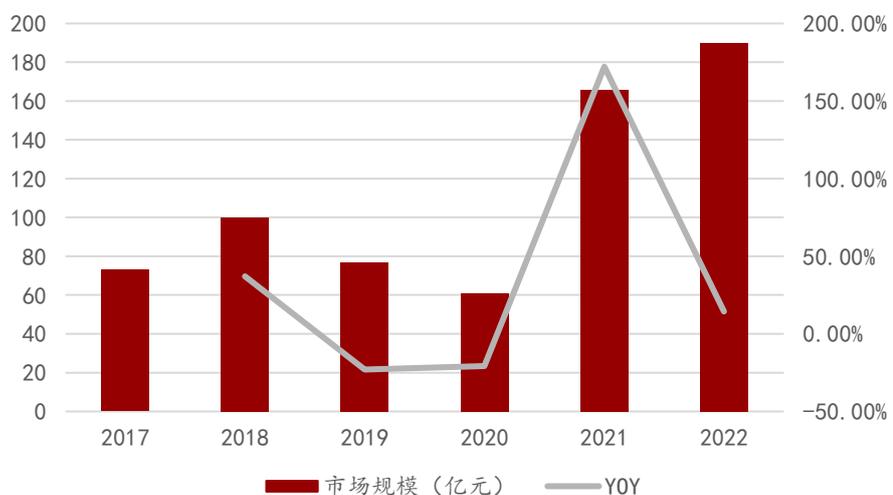
### 1.1 我国工业缝纫机行业发展历史悠久，目前已成为全球最大的生产国

20世纪90年代初，工业缝纫机行业向中国全面转移，目前我国工业缝纫机行业已步入高质量发展时期。我国工业缝纫机行业可以追溯到19世纪末期，1880年左右，胜家公司在上海南京路设立了上海分公司，此后很长一段时间内，我国工业缝纫机高度依赖进口，国内仅有一些零配件生产作坊。1928年，由上海协昌缝纫机厂生产出了第一台44-13型工业缝纫机，行业正式进入起步阶段。1949年，新中国成立后，缝制机械工业得到了充分的发展，行业经历了改组、改造阶段，公私合营、兼并合作，进行了合理的分工，形成了一批骨干企业，主要生产低档工业缝纫机。20世纪90年代初期，国际著名企业陆续进入中国，在国内设立了合资企业和独资企业。同时，民营企业开始崛起，产业结构的大调整促进了行业的大发展，总体上形成了以上海、江苏、浙江、陕西、天津和广州等6大产区和基地。进入21世纪，工业缝纫机产业开始向高端化、智能化方向发展，企业通过技术创新、产品升级和市场拓展，不断提升产品质量和市场竞争能力。2011年，中国缝制机械协会将其确定为“行业质量赶超年”，并发布了《中国缝制机械行业“十二五”发展规划》，产品结构调整取得重大突破，企业结构也进一步优化，行业步入高质量发展阶段。

### 1.2 工业缝纫机3-4年为一轮周期，当前行业正处于向上周期

随着中国社会的发展与国民经济的不断增长，中国工业缝纫机行业得以快速发展。随着中国制造业劳动力成本的上升以及智能缝纫机械设备和系统的出现，中国缝制机械行业正逐步实现数字化和智能化转型。同时随着消费者需求趋向多样化，工业缝纫机将更加注重个性化和定制化生产，提供更灵活多样的产品选择，工业缝纫机企业将从单纯的产品销售向产品+服务转型，提供包括售前、售中、售后在内的全方位服务，提升客户满意度和企业竞争力。2021年我国工业缝纫机市场规模迎来了爆发性的增长，市场规模同比增长172.13%，2022年我国工业缝纫机行业规模达190亿元，2017-2022年CAGR达21.08%。未来，工业缝纫机行业的发展趋势将更加注重技术创新、环保、可持续发展和客户服务，以适应市场需求的变化和行业竞争的加剧。

图表1:我国工业缝纫机市场规模



资料来源：智研咨询，万联证券研究所

工业缝纫机为典型的周期性赛道，当前行业正处于向上周期。工业缝纫机一般3-4年经历一轮周期，2013/2017/2021年工业缝纫机产量同比增速均为小峰值。2019年-2020年工业缝纫机产量连续下滑，2021年恢复高增速，行业处于周期性高点。2022-2023年，在全球经济增长放缓、地缘冲突加剧、通胀保持粘性、货币持续收紧的背景下，全球制造业景气度较为低迷，发达国家鞋服库存高企，消费及进口需求大幅收缩，对下游鞋服及缝制机械行业带来明显冲击，行业面临内需低迷、外需下行的双向挑战，经济效益明显下滑，企业经营压力较大，2023年行业经济整体回落至近十年来较为低迷的水平。2023年为行业周期低点，中国工业缝纫机产量约为560万台，较2021年高点回落超40%。随着国内纺服市场积极向好、国外需求逐步回温，2024年上半年整体呈现复苏迹象，下半年对于缝制机械的需求有望明显拉动，行业正处于向上复苏周期。

图表2:2011-2023年我国工业缝制设备年产量情况



资料来源：杰克股份公司公告，中国缝制机械协会，万联证券研究所

### 1.2.1 内需：2024 年下游纺织服装经营好转，带动工业缝纫机内需企稳回升

**2022-2023年我国缝制设备市场内需疲软。**从国内市场来看，2022-2023年受经济复苏不达预期、消费能力和下游订单不足、外部环境严峻等影响，我国纺织服装、鞋帽等下游行业产销、出口依然疲软，投资信心普遍不足，工业缝纫机内销市场总体仍保持低迷。根据中国缝制机械协会估算，2023年行业工业缝纫设备内销总量约185万台，同比下降20%，较2021年高点回落近50%，且回落至2016年行业最为低迷的水平。

图表3:2011-2023年我国工业缝纫机内销情况

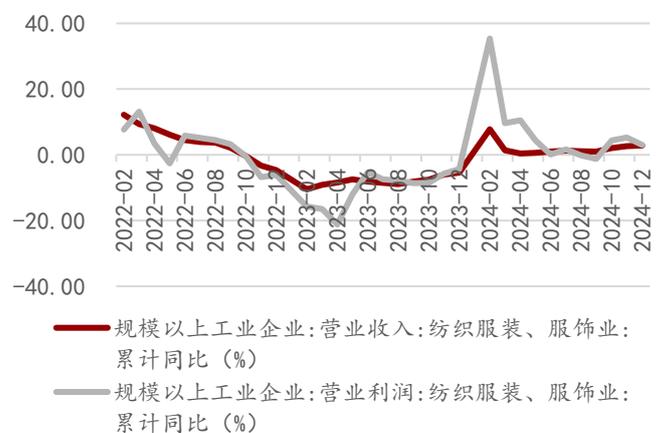


资料来源: 杰克股份公司公告, 中国缝制机械协会, 万联证券研究所

**2024年缝纫机械内销需求明显回暖。**2024年以来纺织业、纺织服饰行业经营好转带动工业缝纫机内需逐渐恢复。从营收/利润来看,我国纺织服装、服饰业规模以上工业企业营收及利润累计同比增速于2022年以来逐步下行并于2022年10月以来全面转负,2024年增速回正,2024年我国纺织服装、服饰业规模以上工业企业营收/利润累计同比分别为+2.8%/+3.0%,利润弹性更强,纺织服装、服饰业经营质量开始触底回升。从规模以上工业增加值来看,我国纺织服装、服饰业规模以上工业增加值当月同比增速于2022年以来逐步下行并于2022年7月以来开启负增长,2024年7月以来逐步回正,2024年7-12月保持正增长趋势,2024年12月我国纺织服装、服饰业规模以上工业增加值当月同比+1.2%。从固定资产投资来看,我国纺织服装、服饰业固定资产投资完成额累计同比增速于2022年以来逐步下行并于2023年2月以来保持负增长,2024年2月以来逐步回正,2024年1-12月我国纺织服装、服饰业固定资产投资完成额累计同比+18%,下游纺织服装、服饰业行业逐渐复苏。展望未来,随着纺织服饰需求企稳回升,我国纺织业和纺织服装、服饰业或维持底部回升趋势,从而带动纺服机械内销需求企稳回升。

图表4:我国纺织业规模以上工业企业营收/利润累计同比

图表5:我国纺织服装、服饰业规模以上工业企业营收/利润累计同比



资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

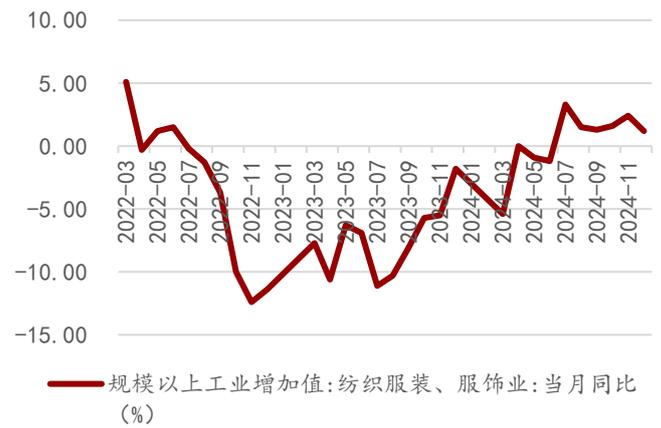
图表6:2024年纺织业规模以上工业增加值同比有所好转



规模以上工业增加值:纺织业:当月同比 (%)

资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

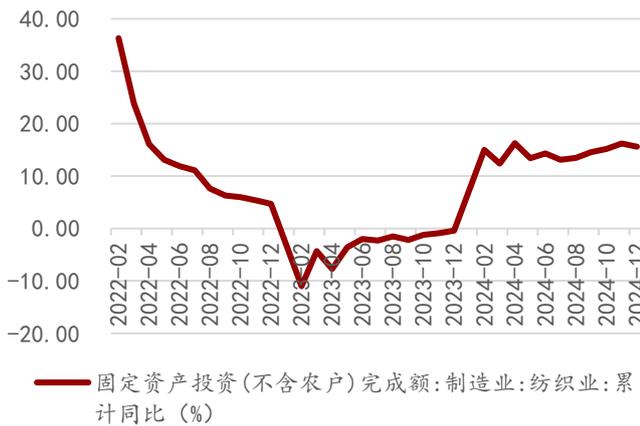
图表7:2024年纺织服装、服饰业规模以上工业增加值趋势向好



规模以上工业增加值:纺织服装、服饰业:当月同比 (%)

资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

图表8:2024年纺织业固定资产投资完成额同比转正



固定资产投资(不含农户)完成额:制造业:纺织业:累计同比 (%)

资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

图表9:2024年纺织服装、服饰业固定资产投资完成额同比转正

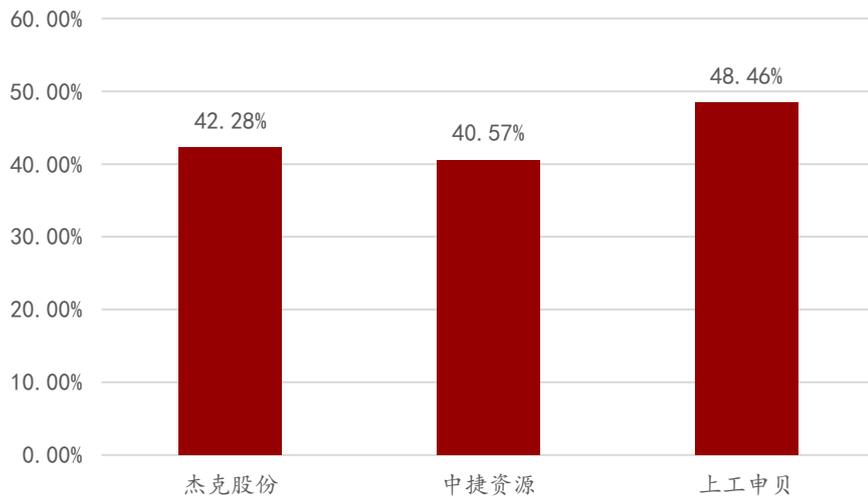


固定资产投资完成额:制造业:纺织服装、服饰业:累计同比 (%)

资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

2024年上半年国内主要厂商内销增速表现亮眼, 印证国内工业缝纫机市场复苏趋势。从工业缝纫机行业主要产商国内营收情况来看, 2024年上半年, 杰克股份/中捷资源/上工申贝国内营收同比分别增长42.28%/40.57%/48.46%, 均实现了较高增速, 增长势头强劲, 国内需求明显回暖, 行业复苏正当时。

图表10:2024H1主要工业缝纫机厂商国内营收同比增速

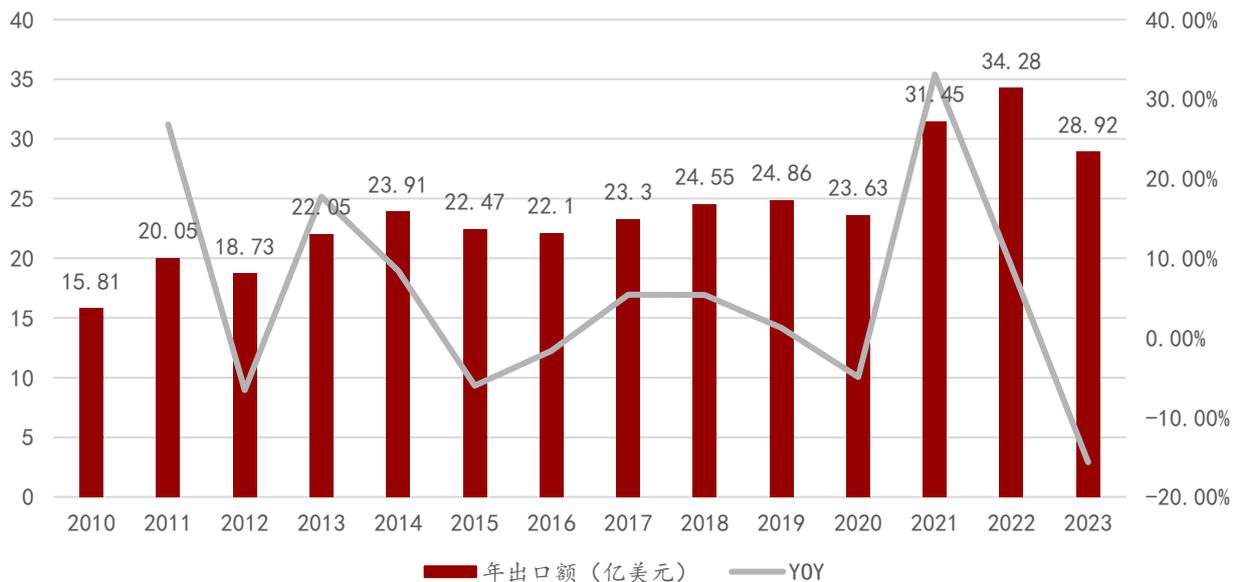


资料来源: 各公司公告, 同花顺, 万联证券研究所

### 1.2.2外需: 2024年海外需求回暖复苏, 出口金额同比高增

从国际市场来看, 2023年受欧美需求收缩、俄乌战争持续、全球加息持续等影响, 越南、柬埔寨、印尼等海外传统鞋服出口国订单大幅萎缩, 除中亚、俄罗斯、南美等少数几个国家外, 其它大部分海外市场均受高通胀、经济低迷、美元紧缩等负面影响。根据海关总署数据, 2023年我国缝制机械产品累计出口额28.92亿美元, 同比下降15.64%。

图表11:2010-2023年我国缝纫机出口金额

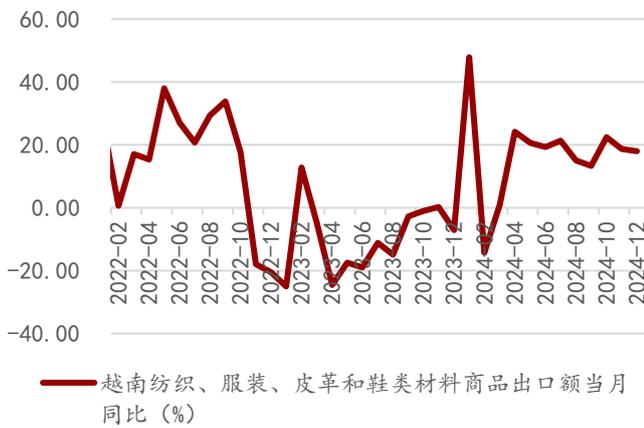


资料来源: 杰克股份公司公告, 海关总署, 万联证券研究所

**2024年海外需求逐渐回暖复苏。**印度、越南、美国等国是我国缝制机械主要出口地区。2024年以来, 印度、越南等服装外需型市场需求呈复苏趋势, 美国补库需求逐步增加。印度针织或钩编的服装及衣着附件出口金额当月同比自2022年8月转负, 2023年全年负增长, 2024年2月重新恢复正增长, 2024年11月同比增长9.33%。越南纺织、服装、

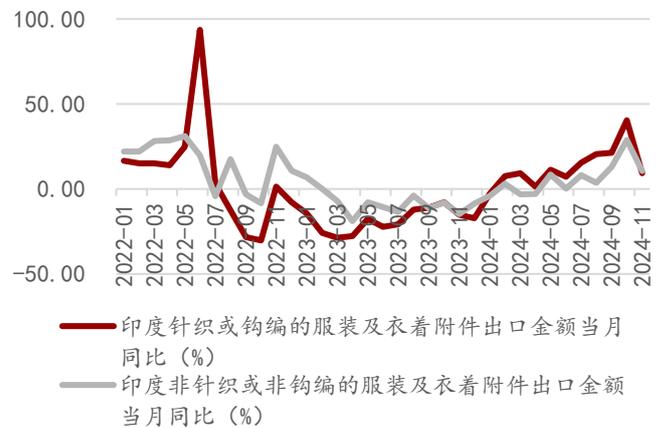
皮革和鞋类材料商品出口额当月同比自2024年3月以来持续保持正增长，扭转了2023年的下跌趋势。美国市场方面，自2023年5月以来零售商、批发商服装类库存同比均在不断减少，服装类产品去库存基本进入尾声，有望迎来新一轮补库需求。2024年海外市场对缝制机械的需求呈现出明显的回暖复苏趋势，尤其是印度、越南和美国等国家，为我国缝制机械企业带来了新的增长机遇。

图表12:2024年越南服装出口表现较好



资料来源: 同花顺, 越南统计局, 万联证券研究所

图表13:2024年印度服装出口表现较好



资料来源: 同花顺, 印度商工部, 万联证券研究所

图表14:美国有望进入新一轮补库周期



资料来源: 同花顺, 美国经济分析局, 万联证券研究所

**2024年5月起我国缝制机出口金额同比实现高增。**2024年1-12月我国缝制机出口金额累计同比增长14.25%，其中除3月和4月之外，其余月份均实现当月出口金额同比正增长。自2024年5月起，我国缝制机出口金额实现同比高增，除9月外均实现双位数增长，10月出口金额同比增长50.25%，海外需求复苏趋势明显。预计未来随着全球经济前景改善叠加通胀水平震荡下行，居民端消费能力将持续修复，发达国家补库需求或将逐步释放，东南亚等主要服装生产出口国的订单有望持续提升，进而可能带动缝制机械需求的增长。

图表15:2024年我国工业缝纫机当月出口金额

	出口金额 (亿美元)	同比增速
2024-01	1.93	2.67%
2024-02	1.27	23.18%
2024-03	1.64	-18.18%
2024-04	1.83	-3.59%
2024-05	2.06	21.98%
2024-06	2.10	24.09%
2024-07	1.95	17.46%
2024-08	2.00	20.72%
2024-09	1.72	8.38%
2024-10	1.95	50.25%
2024-11	1.98	19.53%
2024-12	2.05	26.49%

资料来源: wind, 海关总署, 万联证券研究所

## 2 国内工业缝纫机龙头, 经营业绩向好

### 2.1 聚焦工业缝纫机, 产业布局纵横一体

#### 2.1.1 发展历程: 深耕工业缝制设备行业, 产业链持续向外扩张

杰克股份为我国工业缝纫机龙头, 通过系列战略性收购实现产业链扩张。自2003年成立以来, 公司始终致力于工业缝制机械的研发、生产与销售, 产品远销全球170多个国家和地区, 广泛应用于服装、鞋业、箱包、家具、皮革等多个领域。公司通过一系列战略性收购不断拓展产业链, 实现了产品线的多元化布局, 并加速了国际化进程。2009年公司收购了国际著名裁床企业德国奔马与拓卡, 不仅提升了公司在工业缝纫机和裁床领域的技术实力, 还开创了国内缝制行业民营企业海外并购的先河; 2017年公司收购意大利衬衫智造专家MAICA(迈卡), 并于同年成功登陆上海证券交易所, 标志着公司发展迈入新阶段; 2018年收购意大利牛仔裤工业缝纫机领域的领军企业威比玛公司, 全球化战略取得重大突破, 同年公司通过增资方式取得安徽杰羽制鞋机械公司51%的股权, 正式进军厚料领域; 2020年公司全资子公司拓卡奔马通过增资扩股, 控股深圳灵图慧视公司, 成功切入AI技术领域, 为公司未来发展注入新动能。

图表16:公司发展历程

时间	重要事件
2003年8月	公司成立
2004年	收购江西机床厂
2008年	收购电机电控制造商众邦
2009年	开创中国缝制行业民企海外兼并的先河, 收购了国际著名裁床企业德国奔马与拓卡, 进一步提升了公司在工业缝纫机和裁床领域的核心竞争力
2017年	在上交所上市
2017年	收购意大利衬衫智造专家--MAICA(迈卡)公司
2018年	收购意大利牛仔裤工业缝纫机领域的领军企业--威比玛公司, 全球化发展取得历史性进展
2018年	以增资方式取得安徽杰羽制鞋机械公司51%的股权, 进入厚料领域
2020年	全资子公司拓卡奔马通过增资扩股, 控股深圳灵图慧视公司, 进入AI技术领域
2023年	推出快反王旗舰爆品

资料来源: 公司官网, 万联证券研究所

2.1.2 主营业务：工业缝纫机营收占比维持高位，国内外市场营收并重

公司产品涵盖缝前、缝中、缝后设备及缝制机械关键零部件，业务布局全面。缝前设备含裁床、铺布机等，裁床用于裁剪服装、鞋帽、箱包、汽车内饰、家具等软性材料，铺布机用于展开、铺平待裁布料。缝中设备含平缝机、包缝机、绷缝机、特种机等工业缝纫机及衬衫牛仔自动缝制设备，工业缝纫机为公司核心业务，主要用于加工服装、箱包、鞋帽等。缝后设备含智能悬挂分拣及仓储物流等。此外，公司产品还涵盖电机、电控等工业缝制机械关键零部件。

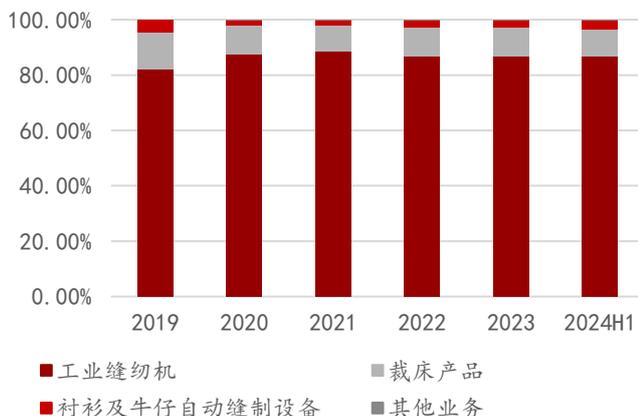
图表17:公司主营产品



资料来源：公司官网，万联证券研究所

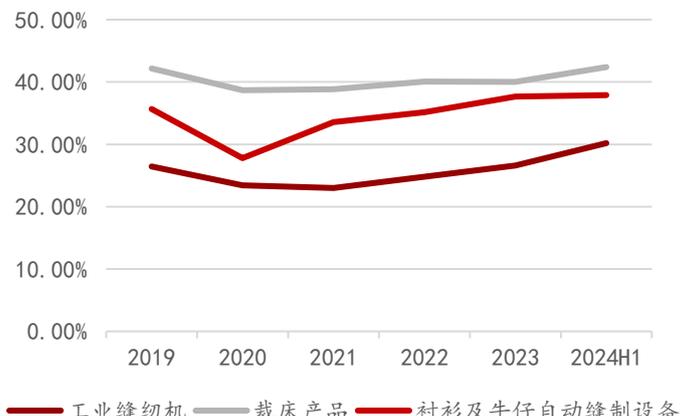
工业缝纫机是公司最主要营收来源，营收占比维持高位。2024H1工业缝纫机/裁床产品/衬衫及牛仔自动缝制设备营收分别为28.02/3.24/1亿元，营收占比分别为86.62%/10.03%/3.10%。2020年以来工业缝纫机营收占比超85%；裁床业务营收占比大致在10%左右；而衬衫及牛仔自动缝制设备为公司近年新开拓业务，近年营收占比总体在2%-3%的区间内波动。2024H1工业缝纫机/裁床产品/衬衫及牛仔自动缝制设备毛利率分别为30.19%/42.4%/37.89%，工业缝纫机及衬衫及牛仔自动缝制设备毛利率总体呈现上升趋势，裁床产品毛利率相对平稳。

图表18:公司分产品营收构成



资料来源：同花顺，万联证券研究所

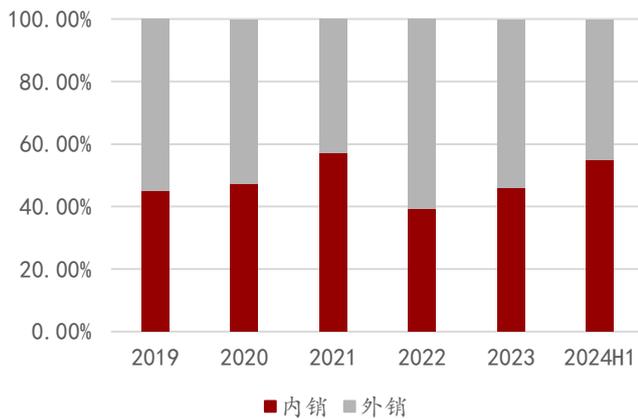
图表19:公司各产品毛利率



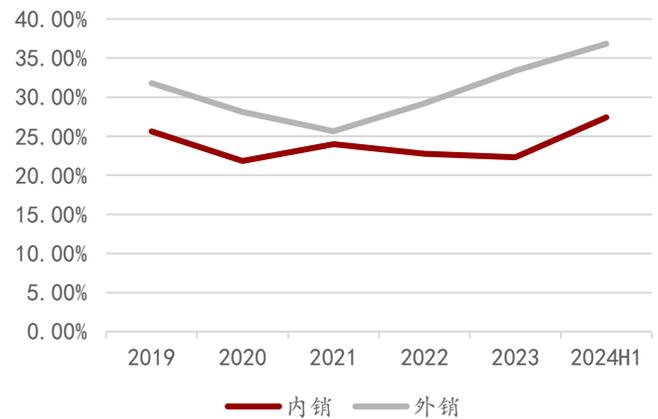
资料来源：同花顺，万联证券研究所

内销营收占比有所增长，海外毛利率优于国内。2024年上半年，国内业务受益于行业回温及公司爆品战略，实现营收17.73亿，同比增长42.31%，内销营收占比有所提升，显示出公司在国内市场的发展势头良好。公司产品面向全球，海外市场覆盖范围广泛，业务遍及全球170多个国家和地区，海外收入占比常年在50%附近波动，主要销售至印度、越南、孟加拉国、巴西、埃及、俄罗斯等国。海外毛利率优于国内，主要得益于海外市场的高附加值产品销售以及汇率波动带来的积极影响。随着公司持续完善海外渠道与品牌建设，预计海外业务有望持续增长，毛利率亦具备进一步提升的空间。

图表20:公司海外营收占比超50%



图表21:公司各地区毛利率



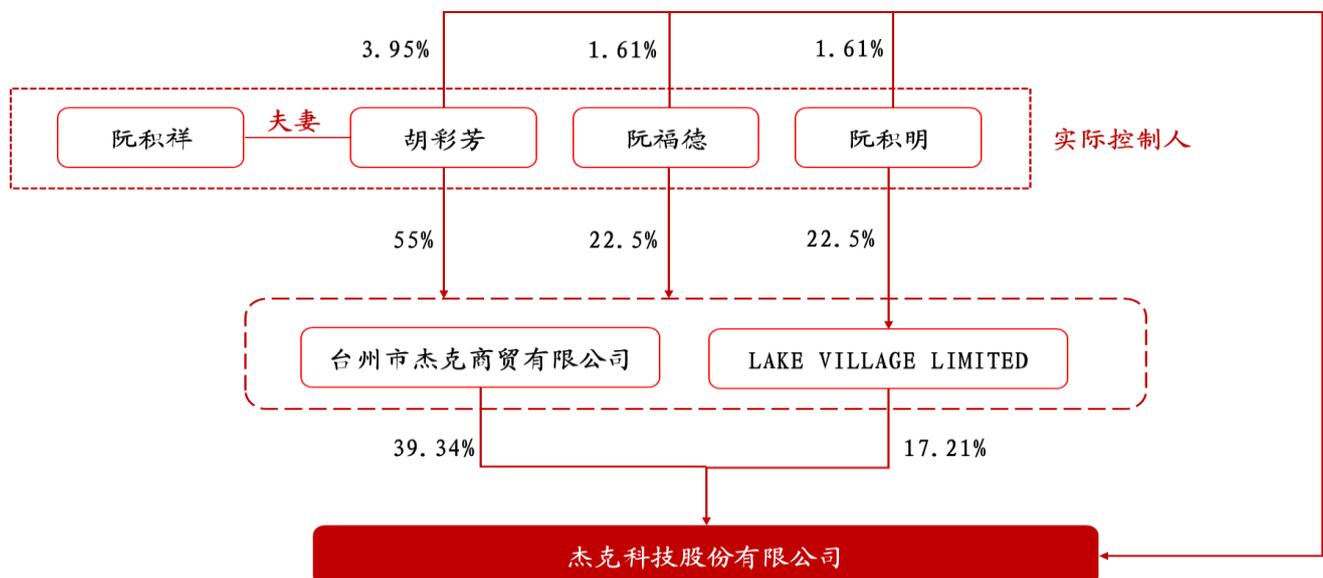
资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

## 2.2 股权结构: 股权结构集中稳定, 公司治理较为有效

公司为家族控制企业, 股权结构稳定。公司实际控制人为胡彩芳、阮积祥、阮福德、阮积明, 四人直接或间接持有公司股份 63.72%, 股权较为集中, 其中阮积祥、阮福德、阮积明为兄弟关系, 胡彩芳与阮积祥为夫妻关系, 阮积祥任公司总裁兼董事长。公司第一、第二大股东杰克商贸、LAKE VILLAGE LIMITED同受公司实际控制人胡彩芳、阮积祥、阮福德和阮积明控制。

图表22:公司股权结构



资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

### 2.3 营收拐点已现，盈利能力持续提升

2022年以来公司营收有所承压，2024年拐点已现。公司主营产品为工业缝纫机，其营收与缝制行业景气度密切相关。2021年公司实现营业收入60.54亿元，同比增长71.91%，受制于缝制行业周期性调整，国内工业缝纫机销量于2021年见顶，后受俄乌冲突、全球高通胀及行业周期性影响，公司营收层面随之承压，2022-2023年营收增速转负，公司营业收入短期承压，但2024年营收端边际呈修复趋势，2024Q1-3公司营收同比增14.79%至47.06亿元，其中2024Q1、2024Q2和2024Q3收入分别同比+12.56%、+29.15%和+4.4%，拐点向上趋势清晰。

归母净利润表现更为亮眼，毛利率、净利率稳步提升。不同于营收端的承压，公司利润持续提升，表现更为亮眼，2024Q1-3公司实现归母净利润6.19亿元，同比增长50.2%。在2022-2023年下游需求低迷、收入端承压的背景下，公司利润端仍实现小幅增长，2021-2023年期间CAGR达到7.45%，主要是因为公司在保持费用率基本稳定的情况下持续提升毛利率，而毛利率提升主要来自海外业务盈利能力的持续攀升。2021-2023年间公司毛利率每年提升约2pcts，2024Q1-3毛利率提升至32.22%，同比增加3.67pcts，其间国内毛利率持续微降但海外毛利率保持增长，主要是由于汇率波动及产品结构的变化。公司净利率迅速提升，核心在于在费用端保持相对稳定的情况下，毛利率持续向好。公司期间费用率整体维持相对稳定，然而在研发投入上却保持较高水平，这为公司能够持续推出优质新产品奠定了基础。未来，随着快反王、过梗王等高毛利爆款产品在产品结构中的占比不断增加，以及海外业务的持续拓展，公司毛利率有望持续上扬。

图表23:公司近年来营收情况



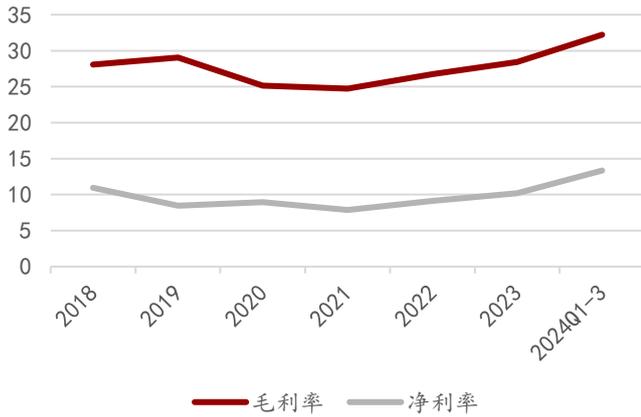
图表24:公司近年来归母净利润情况



资料来源：同花顺，万联证券研究所

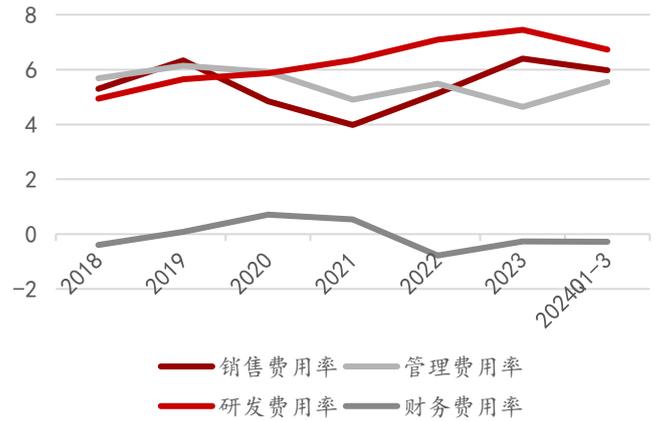
资料来源：同花顺，万联证券研究所

图表25:公司近年来毛利率及净利率(%)



资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

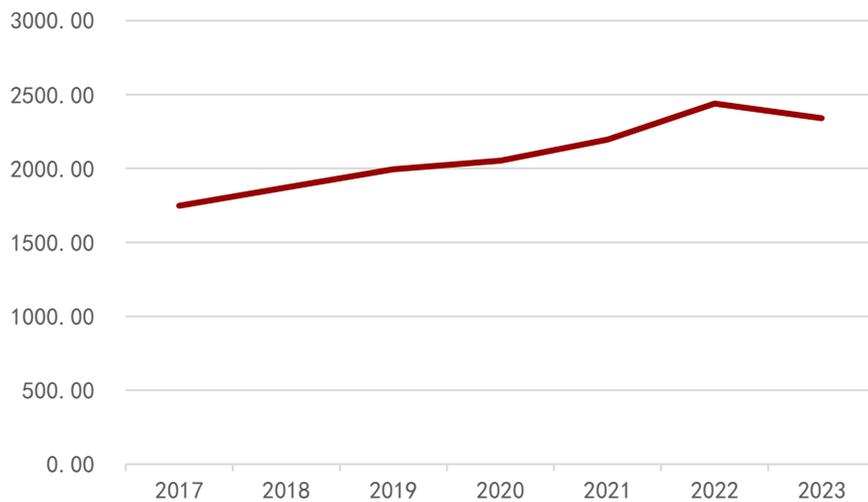
图表26:公司近年来各项费用率(%)



资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

工业缝纫机单价呈上升趋势, 公司对产品价格的掌控能力增强。2017年公司工业缝纫机单价为1748元/台, 2023年增长至2339元/台。一方面, 公司在技术创新方面持续投入, 不断推出高附加值的新产品, 例如成功研发出“快反王”等爆款产品, 这些产品不仅提升了公司的技术实力, 还增强了市场竞争力。另一方面, 公司通过优化产品结构, 提高高附加值产品的占比, 推动了工业缝纫机单价的上升。此外, 杰克股份作为全球工业缝纫机领域的龙头企业, 其市场地位的提升使得公司在产品定价方面具有更大的话语权。公司通过多方面的努力, 不仅实现了工业缝纫机单价的上升趋势, 还显著增强了对产品价格的掌控能力。

图表27:公司工业缝纫机单价呈上升趋势(元/台)



资料来源: 杰克股份公司公告, 万联证券研究所

### 3 传统业务优势稳固, 智联成套设备开启新增长曲线

#### 3.1 工业缝纫机产品国内市场份额呈上升趋势, 全球竞争力较强

全球工业缝纫机市场竞争较为激烈, 市场竞争主要存在于日本跨国企业以及本土龙头企业。全球工业缝纫机行业企业数量较多, 主要市场参与者主要包括海外的日本重机、日本兄弟、日本飞马等, 以及国内的杰克股份、上工申贝、中捷资源、标准股份等。此外, 工业缝纫机行业存在众多中小型企业, 市场竞争较为激烈。在技术方面,

国内企业正在不断追赶，与国际先进水平的差距逐渐缩小。

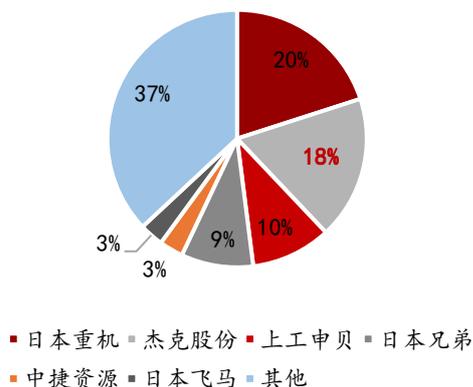
图表28:工业缝纫机市场主要参与者

主要企业	企业介绍
日本重机	以家用缝纫机业务起家，拓展至工业缝纫机与电子领域，成长为全球工业缝纫机龙头。
日本兄弟	从缝纫机业务起步，进入家用电器、办公设备等领域。
日本飞马	以锁缝机起步，成长为全球工业缝纫机一流企业，后进军汽车领域，压铸零部件业务成为其第二利润支柱。
杰克股份	专注于工业缝制机械研发、生产和销售。
上工申贝	从事工业缝制设备和家用缝纫机业务，拥有全球知名高端品牌。
中捷资源	主要从事中、高档工业缝纫机业务。
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。

资料来源：杰克股份招股说明书，万联证券研究所

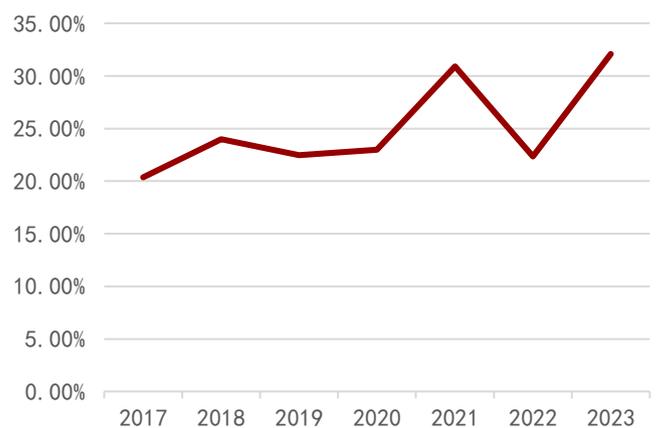
**杰克股份产品具备全球竞争力，国内市占率呈上升趋势。**全球工业缝纫机市场格局较为集中，主要由几家大型企业主导，包括日本重机、杰克科技等，这些企业在技术创新、产品品质和市场拓展方面具有较强的优势，形成了各自的竞争优势和市场影响力。历经吸收消化、技术引进、仿制跟随、合资合作、自主研发等路径，我国缝纫机已成为全球规模最大、产业链最完善的缝制机械工业体系，国产缝纫机部分品牌已接近国际先进水平。近年来全球工业缝纫机竞争格局总体较为稳定，根据华经产业研究院，2022年日本重机占据全球20%的份额；杰克股份份额占比约18%，位列第二；上工申贝排名第三，占据了10%的市场份额；日本兄弟市场份额占比9%；中捷资源、日本飞马占据了3%的市场份额；其他企业合计占比37%。从国内工业缝纫机产量分布来看，公司产量占比呈上升趋势，2023年产量达179.68万台，占我国工业缝纫机总产量的32.09%，较2017年的20.36%上涨幅度较多，显示出公司在工业缝纫机领域的竞争力在不断增强。

图表29:2022年全球工业缝纫机市场格局



资料来源：华经产业研究院，万联证券研究所

图表30:公司产量占我国工业缝纫机总产量的比重呈上升趋势

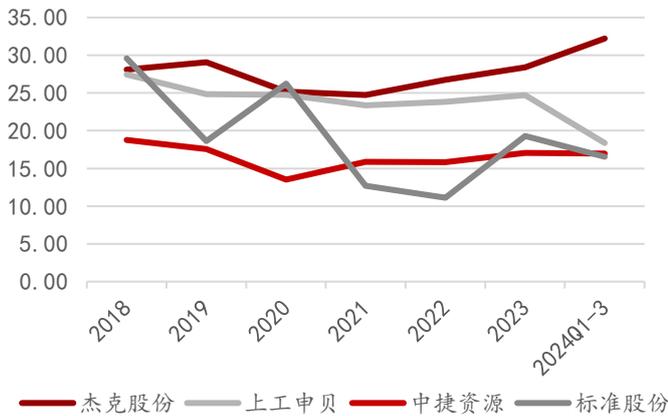


资料来源：杰克股份公司公告，中国缝制机械协会，万联证券研究所

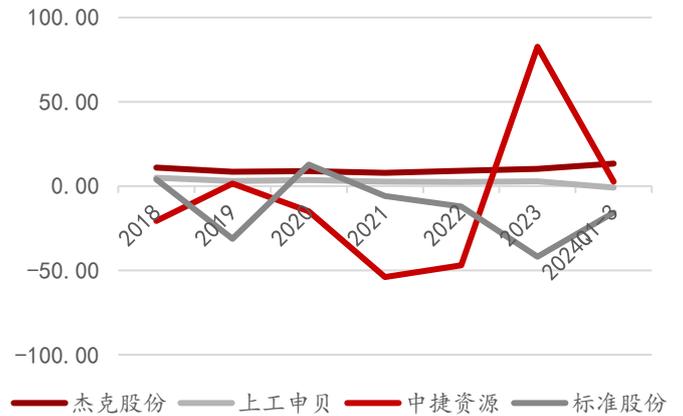
**公司毛利率与净利率均高于同行，盈利能力在行业内较为出众。**2024Q1-3公司毛利率为32.22%，而上工申贝/中捷资源/标准股份毛利率分别为18.37%/16.98%/16.53%，杰克股份通过推进“双王”新品开拓，持续优化产品结构，开拓成套智联系统业务，推进智能化转型，提升高附加值产品占比，毛利率显著高于同行业其他公司，保持了

较高的盈利能力，产品竞争力强，在成本控制和产品定价方面具有优势，能够有效将收入转化为利润。2024Q1-3公司净利率为13.35%，而上工申贝/中捷资源/标准股份净利率分别为-0.87%/2.62%/-15.71%，公司净利率总体保持稳定且高于行业均值，公司在扣除所有费用后仍能保持较高的净利润水平，显示出良好的成本管理和运营效率。作为行业龙头企业，杰克股份的品牌知名度和市场影响力不断提升，有助于公司在市场中保持较高的定价权，从而维持较高的毛利率和净利率。

图表31:同行业毛利率对比 (%)



图表32:同行业净利率对比 (%)

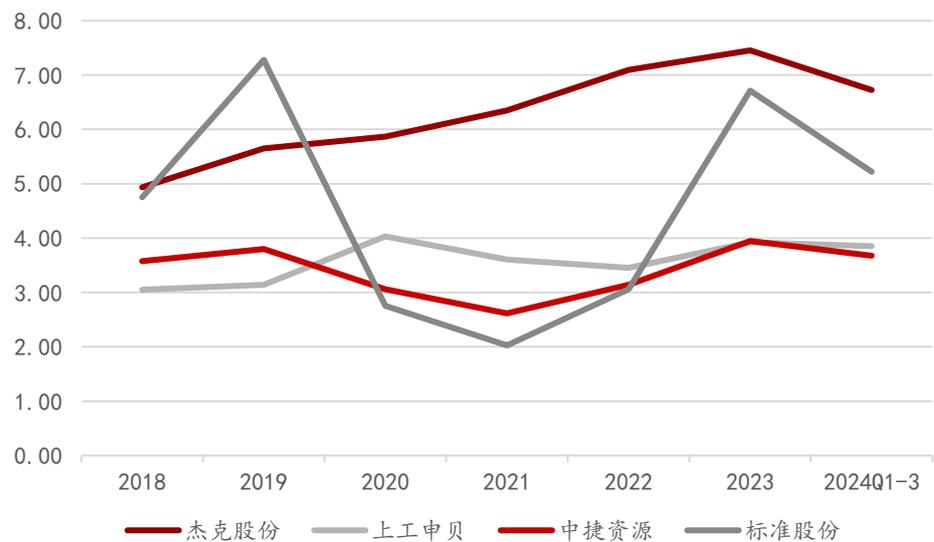


资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

重视研发投入，研发费用率在行业内位居前列。杰克股份在研发方面的投入保持高位，2020年至2023年研发费用占营业收入比例逐年上升，2024Q1-3公司研发费用为3.17亿元，同比增长15.81%，研发费用率为6.73%，同期上工申贝/中捷资源/标准股份研发费用率分别为3.85%/3.67%/5.22%。杰克股份在研发费用率方面不仅高于行业平均水平，而且增长趋势强劲，显示出公司对技术创新和产品升级的高度重视，有助于公司不断推出高附加值的新产品，提升产品竞争力，进而提高毛利率和净利率。

图表33:公司研发费用率呈上升趋势且高于可比企业 (%)



资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

### 3.2 精准锚定客户需求痛点，接续推出高毛利爆品

公司精准把握客户的核心需求和痛点，持续推出缝制机械领域的热门产品。公司坚持以客户为中心，深入终端客户现场，2022年起推动爆品战略，2023年6月推出平缝机爆品“快反王”，该产品在强算力芯片等加持下，可连续缝纫多种不同面料并减少调机时间，助力客户提升生产效率，一经发布即广受好评；2024年6月推出包缝机爆品“过梗王”，该产品搭载多款领先技术，实现“百倍厚梗不降速”，解决客户需求痛点，提升生产效率。

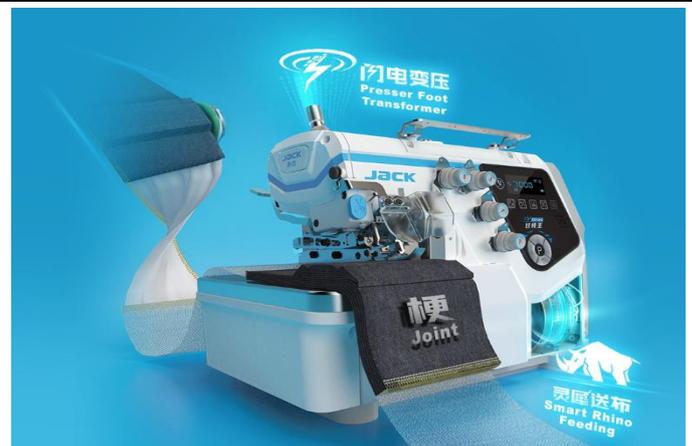
- **快反王：**搭载了九脑章鱼芯片和大力猿电机的AMH面料自适应系统，攻克了行业送布力和穿刺力方面的技术难题，解决了服装快反时代不同材质、不同厚薄面料的频繁切换问题。九脑章鱼AI芯片如九脑章鱼一样聪明，能够灵活的感知和适应环境，且具备超强的学习和记忆能力，针对不同面料，实现智能感知，实时响应。大力猿电机指电机像大力猿一样，通过高转矩密度技术精度控制，搭配缝纫机通轴技术，实现了强大而精准的送布力与穿刺力输出。
- **过梗王：**杰克科技与斯坦福大学、中科院、清华大学、浙江大学等全球顶尖院校、科研院所深度合作，历经四年攻克行业难题，推出了“过梗王”智能包缝机。“过梗王”搭载了行业领先的AI全速送料系统，拥有百万级的压送比模型库，能以每秒32,000次的速度进行多模态智能检测面料厚度的变化，一旦面料发生微弱变化，立即运算生成最佳压布力与送布力参数。在感知到面料细微变化的瞬间，能够实现0.00006秒的变压速度，根据厚梗、薄梗、弹梗、硬梗的不同波动，即刻调整压布力。根据不同面料，精准输出送布力，精度控制在0.01N·m，综合扭矩高达9.2N·m，达成压布力与送布力实时的完美匹配，最终实现“百倍厚梗不降速”。“过梗王”的推出，标志着AI科技在缝制设备领域的深度应用与融合，开启了快反时代缝纫新篇章，为服装制造业的转型升级提供了有力支持。

图表34:公司平缝机爆品“快反王”



资料来源：公司官网，万联证券研究所

图表35:公司包缝机爆品“过梗王”



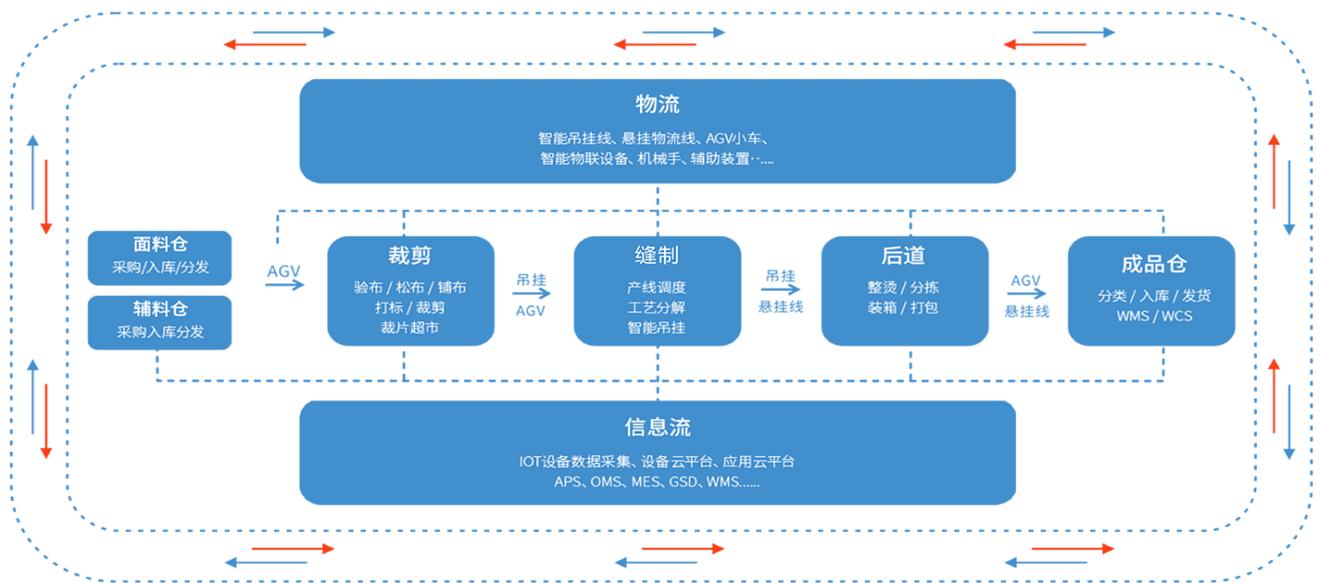
资料来源：公司官网，万联证券研究所

### 3.3 顺应服装制造行业智能化趋势，积极布局智能成套探索第二成长曲线

针对下游纺织服装行业智能化发展趋势，公司推出成套智联解决方案。一方面，纺织服饰行业在生产过程中需要大量的劳动力，尤其是在服装加工及制造环节，如裁剪、缝制、整烫等工序，都需要人工操作或辅助操作，劳动力成本的上升和市场竞争的加剧促使服装企业加快转型升级，公司的智能成套解决方案能够有效解决这些痛点，提升生产效率和产品质量。另一方面，在智能制造和工业4.0的背景下，缝制机械行业

正逐步向数字化、网络化和智能化方向发展，智能成套解决方案符合这一趋势，有助于提升公司的综合竞争实力。公司的智能成套解决方案是一种集成了先进技术和智能化设备的系统，旨在为服装制造企业提供全面的智能化生产解决方案。该方案涵盖了从面料辅料仓储、智能裁剪、吊挂缝纫、后道分拣到成品仓储的全流程，包括APS（高级计划与排程系统）、MES（制造执行系统）、WMS（仓库管理系统）等软件系统，实现了硬件与软件的有机结合，为服装厂提供了“拎包入住”式的智能化生产环境。通过提供智能化的成套解决方案，杰克股份不仅能够满足大中型客户的需求，还能通过星链云联解决方案调动中小微企业的资源，推动整个行业的数字化转型，从而提升企业的市场竞争力。

图表36:公司智能成套解决方案



资料来源：公司官网，万联证券研究所

**1.智能裁剪：**公司的智能裁剪系统显著提高了裁剪速度和精度，确保裁剪质量的一致性和稳定性，从而提高最终产品的质量，同时通过减少材料浪费和提高生产效率，有助于降低生产成本，提高企业的经济效益。公司的智能裁剪系统为服装企业提供了高效、节能、环保的裁剪解决方案，助力企业实现智能化生产和管理。

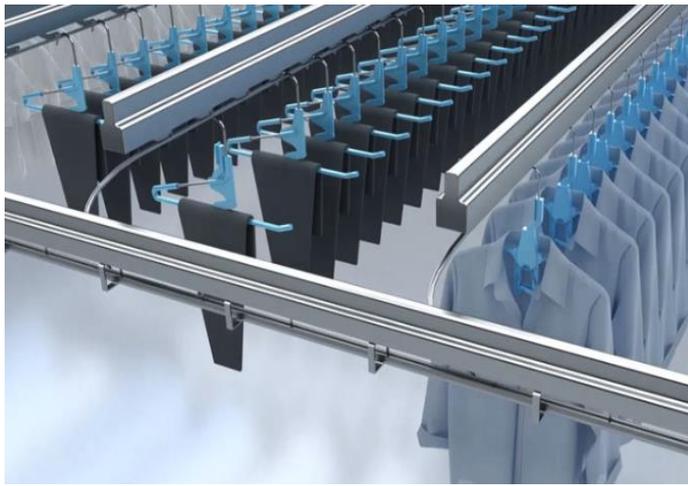
图表37:公司智能裁剪系统



资料来源：公司官网，万联证券研究所

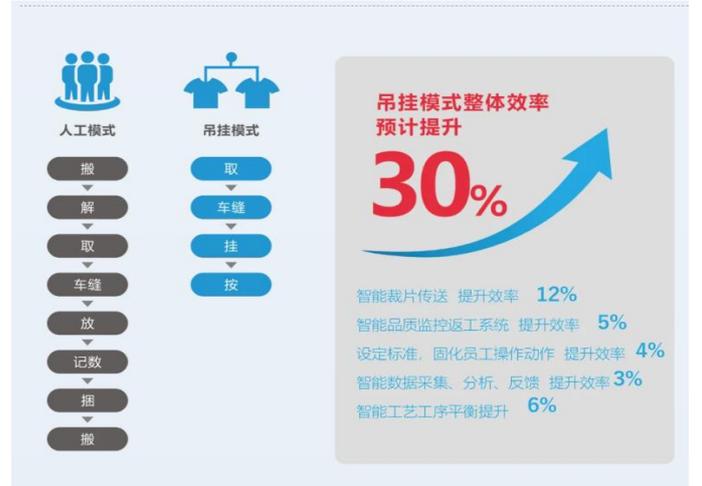
**2.智能吊挂系统：**公司的智能吊挂系统是其成套智联解决方案的核心组成部分，通过智能化管理实现生产流程的高效化与信息化。传统后整车间存在订单优先级调配难、返工不及时、品控管理难、人工搬运堆货多、现场乱耗时耗力、人工服装分拣打包、装箱，出错率高且慢、数据不清晰，产量进度无法实时把控等难题。该系统采用智能单轨道设计，适用于多种生产流水线，能够自动传送裁片、监控品质、采集数据，并优化生产管理，通过AI算法，实现高精度分色分码、站位分配动态平衡，节省人力，同时通过AI+高扫描仪，分拣准确性可到达100%，有效地提升了生产效率、降低了生产成本、提高了产品质量，助力企业实现智能化生产。

图表38:公司智能吊挂系统



资料来源：公司官网，万联证券研究所

图表39:公司智能吊挂系统可有效提升工作效率



资料来源：缝制设备网，万联证券研究所

图表40:公司智能悬挂分拣方案



资料来源：公司官网，万联证券研究所

**3.智能仓储物流：**公司推出的智能仓储解决方案以数字化管理，旨在通过智能化和自动化技术提升服装生产中的仓储和物流效率。公司可提供基于面料、辅料、成品和裁片等环节的智能仓储方案，通过高效利用空间，提升存储密度，从而实现过程全透明，

为企业的原材料仓库、辅料仓库、线边仓库、成品仓库等各项仓储业务带来存储空间的同时降低人力和时间成本，助力客户发展新质生产力，实现可持续发展，让制造更流畅。

图表41:公司智能仓储物流



资料来源：公司官网，万联证券研究所

## 4 盈利预测

### 盈利预测核心假设：

**1) 工业缝纫机：**目前缝纫机行业历经周期性调整后，行情持续回温。2024年国内下游纺织服装经营好转，带动工业缝纫机内需企稳回升，海外需求也正回暖复苏，出口金额同比高增。结合工业缝纫机的行业周期推测，2024年行业有望实现小幅增长，25年增速有望进一步提升。2024年上半年，公司工业缝纫机业务实现收入28.01亿元，同比增长19.11%，复苏趋势明显。随着公司不断推出高毛利爆品及产品结构的调整，未来市场份额仍有提升空间。我们预计公司2024至2026年工业缝纫机收入增速分别为15%、20%、16%。此外，公司2024年上半年工业缝纫机毛利率已达到30.19%，同比提升3.35个百分点，我们认为随着公司积极推动爆品战略并积极出海，后续仍有提升空间，假设公司2024至2026年工业缝纫机毛利率分别为31.5%、32%、32%。

**2) 裁床：**公司紧抓行业复苏机遇，国内高速增长，外需有所回暖，有力支撑了裁床产品的销售，我们预计公司2024至2026年裁床收入增速分别为16%/20%/18%，毛利率分别为41%/42%/42%。

**3) 衬衫及牛仔自动缝制设备：**随着公司核心产品竞争力提升，配套方案进一步优化，我们预计公司2024至2026年裁床收入增速分别为16%/20%/18%，毛利率维持在38%。

**费用端：**随着公司扩大经销商网络，推动数字化营销，进一步优化线上线下协同，有望减少冗余费用，预计销售费用率将呈现下行趋势，我们预计公司2024-2026年销售费用率分别为6.00%/5.90%/5.80%。同时，随着公司营收规模持续增长，规模效应下公司管理费用率有望回落，预计公司2024-2026年管理费用率分别为5.60%/5.20%/5.10%，2024年管理费用率较2023年提升增长主要考虑股权激励费用有所增加。

综上，我们预计公司2024至2026年营收分别为60.95、73.13、85.02亿元，归母净利润分别为8.08、10.20、11.95亿元，对应当前PE分别为19X、15X、13X。

图表42:盈利预测及假设

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>工业缝纫机</b>						
营业收入(百万元)	5,360.65	4,780.25	4,590.12	5,278.64	6,334.37	7,347.87
yoy		-10.83%	-3.98%	15.00%	20.00%	16.00%
毛利率	23.00%	24.83%	26.59%	31.50%	32.00%	32.00%
<b>裁床产品</b>						
营业收入(百万元)	575.71	572.09	547.11	634.64	761.57	898.66
yoy		-0.63%	-4.37%	16.00%	20.00%	18.00%
毛利率	38.83%	40.08%	40.03%	41.00%	42.00%	42.00%
<b>衬衫及牛仔自动缝制设备</b>						
营业收入(百万元)	112.45	144.91	145.64	168.94	202.73	239.22
yoy		28.87%	0.50%	16.00%	20.00%	18.00%
毛利率	33.58%	35.16%	37.65%	38.00%	38.00%	38.00%
<b>其他业务</b>						
营业收入(百万元)	4.79	4.40	11.01	12.67	14.57	16.75
yoy		-8.12%	150.04%	15.00%	15.00%	15.00%
毛利率	58.65%	81.25%	90.98%	92.00%	92.00%	92.00%
<b>收入端</b>						
营业收入(百万元)	6,053.60	5,501.66	5,293.88	6,094.89	7,313.24	8,502.50
yoy		-9.12%	-3.78%	15.13%	19.99%	16.26%
毛利率	24.73%	26.74%	28.42%	32.80%	33.33%	33.34%
<b>费用端</b>						
销售费用率	3.98%	5.13%	6.40%	6.00%	5.90%	5.80%
管理费用率	4.90%	5.49%	4.64%	5.60%	5.20%	5.10%
<b>利润端</b>						
归母净利润(百万元)	466.38	493.62	538.43	807.81	1,019.77	1,195.06
yoy		48.7%	5.8%	9.1%	50.03%	26.24%

资料来源: 杰克股份公司公告、万联证券研究所

可比公司方面,因上工申贝、中捷资源、标准股份在同花顺上无一致预测数据,我们选取数码印花领先企业宏华数科、缝制设备企业大豪科技、纺织服装设备行业的慈星股份、物产金轮作为可比公司。可比公司2024平均估值为23X,给与公司2024年23X估值,对应目标价38.41元/股,首次覆盖给与“买入”评级。

图表43:可比公司估值表

股票代码	股票名称	股价(元)	EPS(元)			市盈率PE		
			2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E
688789.SH	宏华数科	67.54	2.70	2.41	3.08	36.99	28.02	21.95
603025.SH	大豪科技	14.76	0.37	0.58	0.75	36.27	25.15	19.71
300307.SZ	慈星股份	8.99	0.14	0.49	0.33	44.34	20.11	30.17
002722.SZ	物产金轮	16.07	0.61	0.74	0.83	25.34	21.64	19.35
	<b>平均值</b>		<b>0.96</b>	<b>1.06</b>	<b>1.25</b>	<b>35.74</b>	<b>23.73</b>	<b>22.80</b>
603337.SH	杰克股份	31.20	1.11	1.67	2.11	28.53	19.02	15.06

资料来源: 同花顺iFinD、万联证券研究所整理及预测

注: 股价选取2025年2月25日收盘价; 杰克股份2024、2025年EPS和PE取自我们团队预测,其余可比公司为同花顺一致预测。

## 5 风险提示

- 1) **新品拓展不及预期风险。**若公司智能化设备的研发周期过长，或技术未能突破关键瓶颈，可能导致新品推出滞后，错失市场窗口期。此外，下游纺织服装企业对新设备的成本敏感度较高，若新品定价过高或操作复杂度超出客户预期，可能导致推广受阻。
- 2) **行业竞争加剧风险。**若国内中小型工业缝纫机企业为争夺中低端市场大幅降价，可能会引发价格战，导致行业毛利率承压。
- 3) **宏观环境风险。**公司经营业绩受到下游服装行业需求影响较大，若受宏观经济影响导致下游服装消费萎缩，将直接拖累设备采购需求，可能导致公司经营业绩增长放缓或下滑。
- 4) **汇率波动风险。**公司海外营收占比较高，2024年上半年海外营收占比约45%，汇率的波动有可能侵蚀公司利润，对公司盈利的稳定性造成冲击。

利润表 (百万元)

	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>5294</b>	<b>6095</b>	<b>7313</b>	<b>8502</b>
同比增速 (%)	-3.78	15.13	19.99	16.26
营业成本	3790	4096	4876	5667
毛利	1504	1999	2437	2835
营业收入 (%)	28.42	32.80	33.33	33.34
税金及附加	52	61	73	85
营业收入 (%)	0.98	1.00	1.00	1.00
销售费用	339	366	431	493
营业收入 (%)	6.40	6.00	5.90	5.80
管理费用	245	341	380	434
营业收入 (%)	4.64	5.60	5.20	5.10
研发费用	395	427	534	638
营业收入 (%)	7.45	7.00	7.30	7.50
财务费用	-14	-14	-18	-22
营业收入 (%)	-0.27	-0.23	-0.25	-0.26
资产减值损失	-31	-10	-11	-12
信用减值损失	-7	-42	-47	-52
其他收益	97	110	118	128
投资收益	49	4	3	3
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	-10	0	0	0
资产处置收益	0	-2	-3	-2
<b>营业利润</b>	<b>586</b>	<b>878</b>	<b>1097</b>	<b>1272</b>
营业收入 (%)	11.08	14.40	15.00	14.96
营业外收支	-5	2	2	2
<b>利润总额</b>	<b>581</b>	<b>880</b>	<b>1099</b>	<b>1274</b>
营业收入 (%)	10.98	14.44	15.03	14.98
所得税费用	41	70	77	76
净利润	540	810	1022	1198
营业收入 (%)	10.20	13.28	13.97	14.09
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>538</b>	<b>808</b>	<b>1020</b>	<b>1195</b>
同比增速 (%)	9.08	50.03	26.24	17.19
少数股东损益	2	2	2	3
EPS (元/股)	1.11	1.67	2.11	2.47

基本指标

	2023A	2024E	2025E	2026E
EPS	1.11	1.67	2.11	2.47
BVPS	9.01	10.38	12.12	14.17
PE	28.53	19.02	15.06	12.85
PEG	3.14	0.38	0.57	0.75
PB	3.53	3.06	2.62	2.24
EV/EBITDA	12.56	13.14	9.95	8.20
ROE	12.36%	16.11%	17.41%	17.46%
ROIC	8.34%	13.94%	15.52%	15.86%

资产负债表 (百万元)

	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1715	789	1661	2674
交易性金融资产	41	51	61	71
应收票据及应收账款	1015	1453	1608	1764
存货	897	795	946	1099
预付款项	28	41	49	57
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	295	796	817	853
流动资产合计	3991	3926	5142	6519
长期股权投资	64	74	84	94
固定资产	2184	2527	2411	2293
在建工程	757	745	733	721
无形资产	355	337	317	297
商誉	1	1	1	1
递延所得税资产	72	84	84	84
其他非流动资产	1091	1019	1059	1096
<b>资产总计</b>	<b>8515</b>	<b>8712</b>	<b>9831</b>	<b>11104</b>
短期借款	1381	531	451	401
应付票据及应付账款	1093	1280	1361	1425
预收账款	0	0	0	0
合同负债	408	488	585	680
应付职工薪酬	190	164	195	227
应交税费	68	104	124	145
其他流动负债	2064	1298	1343	1414
流动负债合计	3823	3333	3608	3890
长期借款	23	22	21	20
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	3	3	3	3
其他非流动负债	209	236	236	236
<b>负债合计</b>	<b>4057</b>	<b>3594</b>	<b>3868</b>	<b>4149</b>
归属于母公司的所有者权益	4355	5014	5857	6846
少数股东权益	102	104	106	109
<b>股东权益</b>	<b>4457</b>	<b>5119</b>	<b>5963</b>	<b>6955</b>
<b>负债及股东权益</b>	<b>8515</b>	<b>8712</b>	<b>9831</b>	<b>11104</b>

现金流量表 (百万元)

	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流净额</b>	<b>1467</b>	<b>993</b>	<b>1426</b>	<b>1560</b>
投资	-416	-125	-75	-75
资本性支出	-328	-600	-201	-199
其他	0	9	3	3
<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-744</b>	<b>-716</b>	<b>-273</b>	<b>-271</b>
债权融资	198	-191	0	0
股权融资	89	-1	0	0
银行贷款增加 (减少)	-701	-851	-81	-51
筹资成本	-196	-179	-197	-225
其他	-322	20	-2	0
<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-932</b>	<b>-1203</b>	<b>-280</b>	<b>-276</b>
<b>现金净流量</b>	<b>-196</b>	<b>-926</b>	<b>873</b>	<b>1013</b>

数据来源: 携宁科技云估值, 万联证券研究所

## 行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

## 公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

## 风险提示

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。

## 证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

## 免责声明

万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司认为可靠且已公开的信息撰写，本公司力求但不保证这些信息的准确性及完整性，也不保证文中的观点或陈述不会发生任何变更。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。分析师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。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的引起法律后果和造成我公司经济损失的概由对方承担，我公司保留追究的权利。

## 万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳福田区深南大道2007号金地中心

广州天河区珠江东路11号高德置地广场