

工业缝纫机龙头起航，国内外布局持续成长

深度报告/机械行业

2017年6月5日

报告摘要:

● 核心逻辑

公司为国内工业缝纫机龙头，有望持续受益于供需结构改善。随着行业去产能和公司募投项目陆续投产，公司市占率有望进一步提升。公司是为数不多的成功走出去的工业缝纫机企业，有望持续受益于海外市场增长。国内裁床市场空间广阔，高毛利率的裁床业务有望为公司提供较大业绩弹性。公司拟推进 6.6 亿元员工持股计划，有望为公司未来增长提供持续动力。

● 完全竞争行业中的优质标的，有望显著受益于工业缝纫机市场格局改善

在纺织机械行业近年来增长显著放缓的情况下，公司依然保持稳健增长，2011 年-2016 年净利润复合增速达到 25.94%，显著高于行业水平。2014 年我国缝制机械共计生产 1214 万台，约占全球产量的 75%。但行业大而不强，竞争较为激烈。我们认为，随着近年国内纺织机械需求增长乏力，行业竞争日趋白热化，缝制机械行业供给侧改革有望持续推进，部分缺乏竞争力的企业和多数小微企业、家庭作坊式工厂有望市场化出清。以杰克股份为代表的研发实力、成本控制能力较强、国内外销售渠道广阔的龙头公司有望显著受益，市场占有率提升空间较大。

● 纺织服装企业全球格局重塑，看好公司海外业务拓展

随着我国各生产要素成本持续提升，部分纺织服装企业外迁至东南亚、拉美等地。尽管纺织机械需求地理格局重塑，但只有具备海外资源整合能力的公司才有可能成功走出去。公司 2009 年收购德国奔马，截止 2016 年末在海外拥有遍及 70 多个国家的 248 家经销商。公司 2016 年海外收入 11.37 亿元，同比增长 29.50%，总收入占比达到 61.24%，为全行业最高。我们看好公司海外市场拓展，未来有望对标日本重机和兄弟公司。随着公司募投项目的顺利推进，未来有望进一步提升国内外市场占有率，提高伺服电机自给率，完善零部件配套体系，加快裁床国产化进程。

● 盈利预测与投资建议:

不考虑未来并购因素，预计公司 2017 至 2019 年 EPS 为 1.47 元、1.76 元、2.16 元，对应 PE 分别为 24.5 倍、20.4 倍、16.6 倍。维持“强烈推荐”评级。

● 风险提示:

1、上游原材料价格大幅波动；2、人民币及主要出口市场汇率大幅波动；3、行业供给侧改革不及预期。

表 1: 杰克股份盈利预测与财务指标

项目/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1,857	2,554	2,973	3,615
增长率(%)	16.7%	37.5%	16.4%	21.6%
归属母公司股东净利润(百万元)	220	303	363	447
增长率(%)	29.6%	37.4%	19.9%	23.1%
每股收益(元)	1.07	1.47	1.76	2.16
PE	33.7	24.5	20.4	16.6

资料来源:公司公告,民生证券研究院

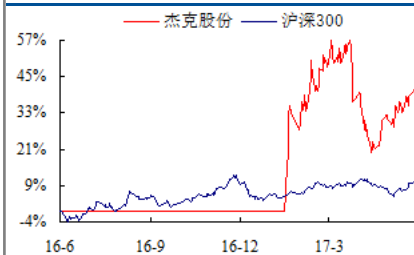
强烈推荐 维持评级

合理估值: 40—42 元

交易数据 2017-6-2

收盘价(元)	35.95
近 12 个月最高/最低	40.06/25.52
总股本(百万股)	207
流通股本(百万股)	52
流通股比例(%)	25.00
总市值(亿元)	74
流通市值(亿元)	19

该股与沪深 300 走势比较



分析师: 刘振宇

执业证号: S0100517050004

电话: 010-85127653

邮箱: liuzhenyu@mszq.com

研究助理: 樊艳阳

执业证号: S0100116030013

电话: 010-85127604

邮箱: fanyanyang@mszq.com

相关研究

1. 杰克股份(603337)公司点评: 工业缝纫机龙头稳健成长, 裁床业务腾飞在即
2. 【民生机械】关注完全竞争行业中龙头公司独特的投资价值

目录

一、工业缝纫机行业龙头，持续受益于行业集中度提升.....	3
（一）深耕工业缝纫机十余年，激烈竞争中稳健成长	3
（二）成本控制能力优异， 研发实力提升整体竞争力	5
二、国内市场复苏迹象明显，持续受益于海外市场开拓.....	8
（一）国内外渠道建设并举，海外业务增长迅猛	8
（二）从缝制机械全球迁移逻辑看杰克股份：有望成长为世界工业缝纫机龙头	10
（三）国内裁床市场空间巨大，渗透率有望快速提升	12
三、募投项目助力市占率持续提升，员工持股计划彰显发展信心.....	13
（一）募投项目稳步推进，产能扩张助力市占率提升	13
（二）员工持股计划雄心勃勃，彰显公司未来发展信心	15
四、盈利预测	15
五、风险提示	15
插图目录	17
表格目录	17

一、工业缝纫机行业龙头，持续受益于行业集中度提升

(一) 深耕工业缝纫机十余年，激烈竞争中稳健成长

公司创建于 2003 年 8 月，专注于工业缝制机械的研发、生产和销售，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和全球缝制机械行业中产销规模最大的企业之一。主要产品包括工业缝纫机（平缝机、包缝机、绷缝机、特种机等）、裁床、铺布机、相关零配件等。

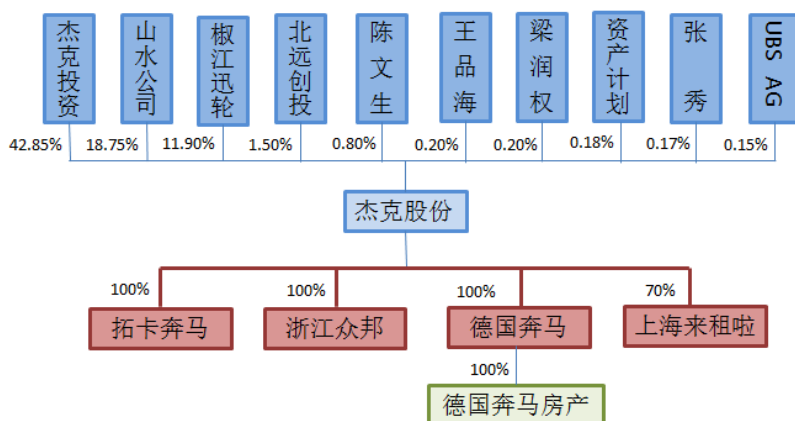
图 1：公司发展历程

时间	事件
2003 年	成立浙江新杰克缝纫机有限公司，主营缝纫机、服装机械设备及配件制造、销售
2004 年	股权全部转让给山水公司并变更为外商独资企业
2007 年	增资至 480 万美元并变更为中外合资企业，收购浙江杰克精密
2009 年	收购德国奔马和拓卡，成立拓卡奔马
2010 年	更名为“新杰克缝纫机股份有限公司”，公司控制权转移至境内
2011 年	收购浙江众邦 75% 的股权
2013 年	2013 年杰克缝纫机和里斯中国公司合作
2014 年	更名为“杰克缝纫机股份有限公司”
2017 年	公司在深圳证券交易所上市

资料来源：公司公告，民生证券研究院

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挂牌上市。

图 2：公司股权结构及主要子公司情况

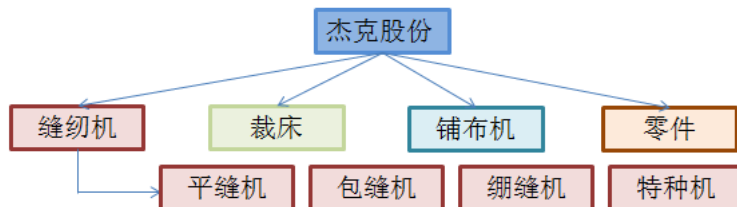


资料来源：公司公告，民生证券研究院

公司主要子公司中，拓卡奔马和德国奔马都是以自动裁床业务为主，浙江众邦则是工缝伺服节能电机研发与销售，上海来租啦主要从事电子商务业务，工业、家用包缝机、平缝机、套结钉扣一体机等制衣设备租赁，以及租赁服务后续的维修保养等专业服务。

胡彩芳、阮积祥、阮福德、阮积明、管娇芬、罗玉香为公司实际控制人。其中阮积祥、阮福德、阮积明为兄弟关系，胡彩芳为阮积祥的配偶，阮福德之配偶管娇芬、阮积明之配偶罗玉香也是公司实际控制人，并且阮积祥、阮福德、阮积明为公司董事会成员。实际控制人主要通过杰克投资、山水公司、椒江迅轮持有公司股份比例达到 73.50%。

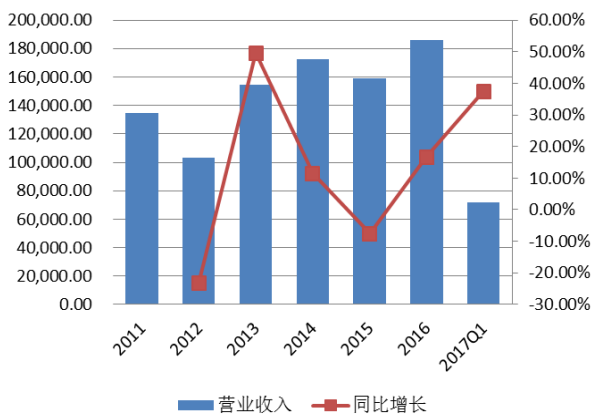
图 3：公司主要产品构成



资料来源：公司公告，民生证券研究院

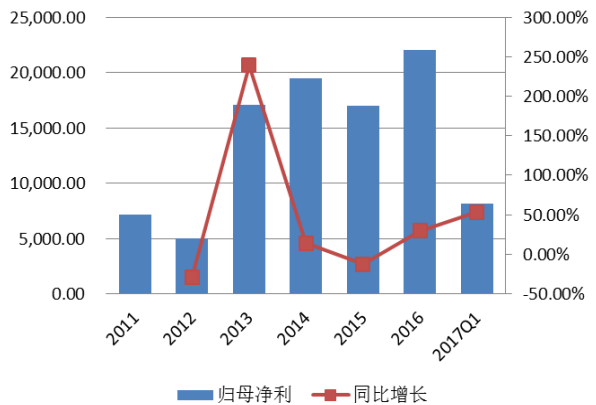
公司目前工业缝纫机主要包括平缝机、包缝机、绷缝机和特种机等系列约 500 个品种。公司的裁床产品有单层和多层 2 个系列 5 个品种，铺布机产品有 2 个系列 10 个品种。裁床用于裁剪服装、鞋帽、箱包、汽车内饰、家具等软性材料，铺布机则用于展开、铺平和裁割布料。

图 4：公司近年来营业收入稳健增长（单位：万元）



资料来源：Wind，民生证券研究院

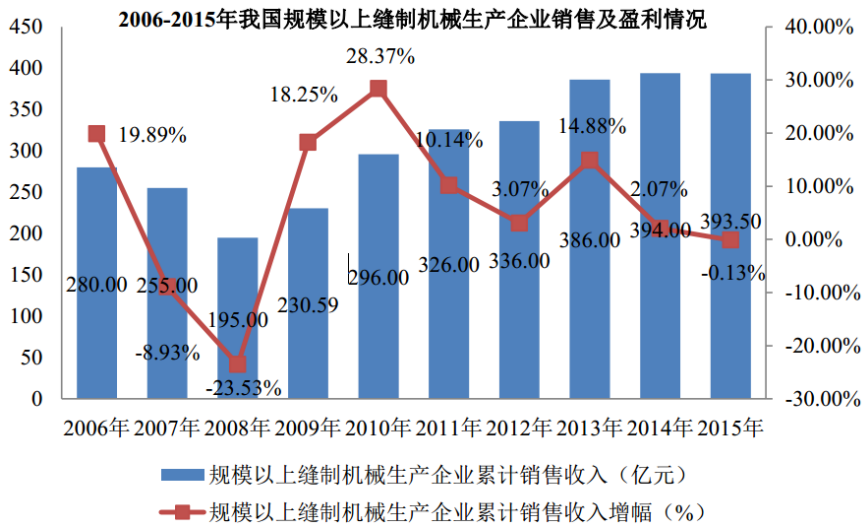
图 5：公司归母净利润增长步入快车道（单位：万元）



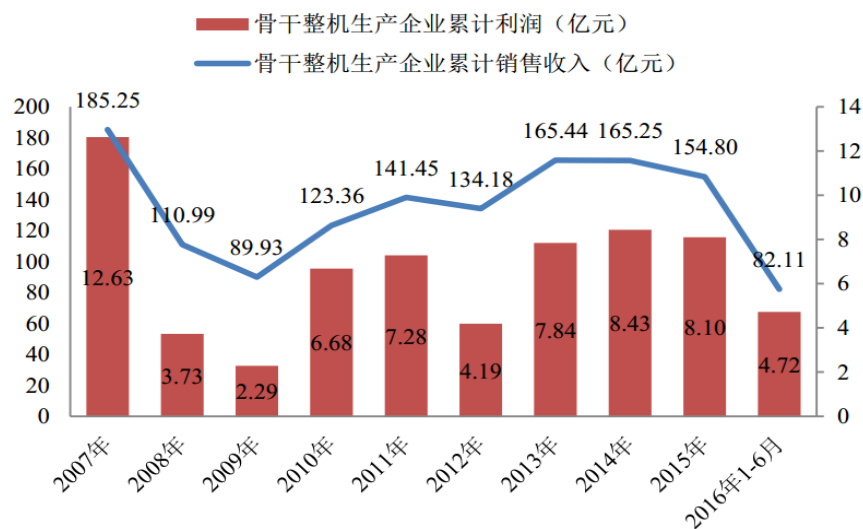
资料来源：Wind，民生证券研究院

公司在激烈竞争中依然保持稳健增长。公司 2012 年至 2016 年营业收入年均复合增速达到 15.80%，归母净利润年均复合增速达到 44.61%。在次贷危机以来国内缝制机械行业整体经营压力显著增长的形势下，公司依然保持了相当的产品竞争力和盈利水平，增长显著好于行业整体水平。

根据中国缝制机械协会统计，2015 年我国共有 263 家规模以上缝制机械生产企业（含整机生产企业、零部件生产企业）。2006 年到 2015 年规模以上缝制机械企业营业收入年均复合增速为 3.85%，整体依然保持增长态势。目前整体行业收入规模已经基本恢复到经济危机前的水平，但行业竞争加剧的形势下，行业整体盈利能力下滑较大。

图 6：目前缝制机械收入规模基本恢复至金融危机前的水平


资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 7：竞争加剧导致整体盈利能力较次贷危机前有较大差距


资料来源：公司公告，民生证券研究院

（二）成本控制能力优异， 研发实力提升整体竞争力

我们认为，公司的研发能力、成本控制能力以及海外市场的开拓，是公司之所以能在缝制机械行业近年来持续恶化的竞争中脱颖而出的关键所在。随着行业供给侧改革的推进和部分缺乏竞争力企业的市场化出清，公司市占率有望进一步提升。

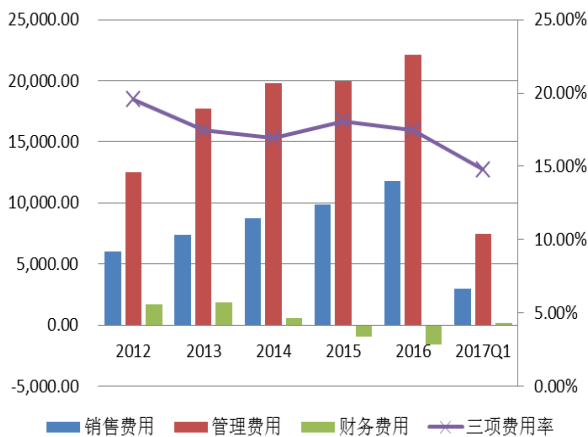
1、公司成本控制能力出色，毛利率水平居行业前列

公司产品毛利率近年来提升明显，三项费用率稳步下降。2011 年到 2016 年，公司工业缝纫机毛利率从 21.50%提升到 28.40%，裁床产品毛利率从 26.63%提升到 43.27%。在行业竞争加剧，整体盈利空间不断被压缩的形势下，公司销售净利率从 2011 年的 5.17%

提升到 2016 年的 11.89%。

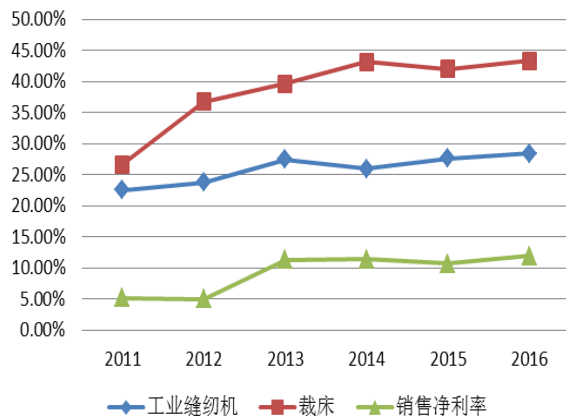
随着公司整体营收规模的扩张,公司销售费用、管理费用规模有所上升,三项费用率近年来总体呈现一定程度下降。2012 年公司三项费用率为 19.56%,到 2017 年一季度,公司三项费用率下降至 14.77%。

图 8: 公司三项费用率稳步下降 (单位: 万元)



资料来源: Wind, 民生证券研究院

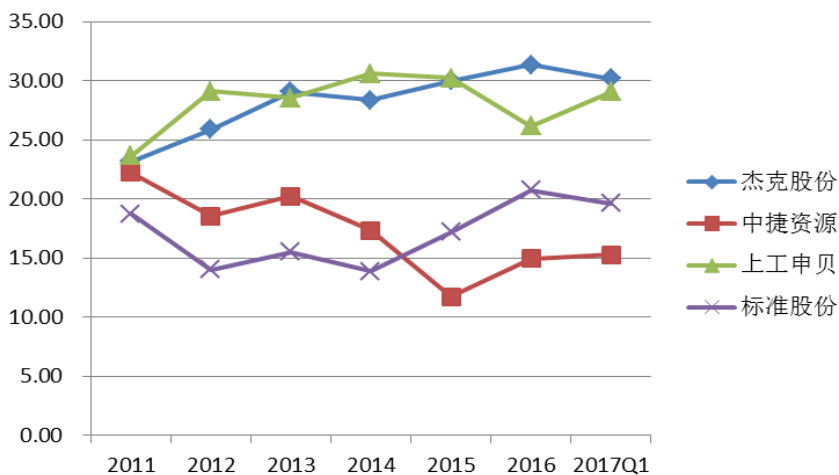
图 9: 公司产品毛利率及销售净利率提升明显 (单位: %)



资料来源: Wind, 民生证券研究院

缝制机械行业发展较为成熟,在保证质量的同时,实现生产成本最小化是企业市场竞争中取得优势的关键因素之一。我们认为,公司盈利能力的稳步提升与公司优异的成本控制能力有很大关系。

图 10: 公司整体毛利率水平在同行业公司中位居前列 (单位: %)



资料来源: Wind, 民生证券研究院

公司控制成本的主要方式有: (1) 辅导供应商, 使外购件成本得以控制; (2) 严格预算管理, 使各项费用支出得以控制; (3) 推行精益生产, 使生产性费用得以降低; (4) 实施定额管理与节能改造, 使降耗效果得以提升; (5) 自动化工装改进, 使人工成本得以降低。

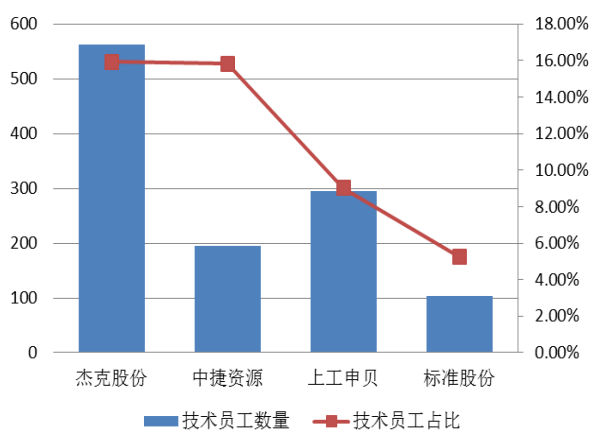
公司在供应商选择上严格把控,使供应商缩短生产周期,降低在制品库存,提高产品交检合格率,从而有效降低公司采购成本。此外,随着劳动力成本的上升,公司对生产设施进行持续升级、改造,引入自动化工装设备,不断提高劳动生产率。

2、公司研发实力雄厚,产品竞争力提升明显

缝制机械设备的品种繁多,涉及的机械、电机和电控等相关技术十分复杂,设计研发能力是缝制机械行业重要核心竞争力之一。拥有较强研发实力的企业才能快速应对用户行业需求的发展趋势,实现缝制设备的自动化、智能化和节能化,以提升产品的附加值,增强企业的竞争力。

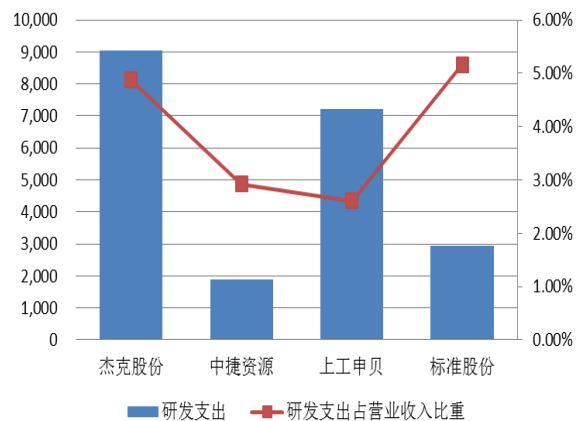
公司将研发视为驱动企业发展的核心动力,目前已建立了较为完善的技术研发体系。公司无论在研发人员、研发支出规模、发明专利数量均为行业领先水平,公司作为行业骨干企业,参与制定多项行业标准。

图 11: 公司研发人员数量为同行业最高



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 12: 公司研发支出规模为同行业最高 (单位: 万元)



资料来源: Wind, 民生证券研究院

截止 2016 年底,公司共有研发人员 562 人,占公司员工总人数的 15.93%,均为同行业公司的最高水平。从研发投入来看,公司 2016 年研发支出 9038.38 万元,支出规模为同行业公司最高,占营业收入比重达到 4.87%。

截至 2016 年 12 月 31 日,公司发明、实用新型、外观专利累计获得有效授权数量分别为 118 项、505 项和 135 项,申报发明专利数量为行业第一。

2009 年,公司收购国际著名裁床企业德国奔马,并于同年在临海基地建立裁床研发团队,引进 Procut 全自动高层数控裁床技术,并进一步开发了 kw2000、w1800 等新型全自动铺布机。公司于 2014 年在西安设立裁床研究所,与德国奔马共同开展新一代裁床和铺布机的研发工作。

2017 年,公司继续提升研发能力,在中端市场上,加快推进 C4、2001G 等 10 款新品如期上市;拓展中高端市场方面,加大 A6 等近 10 种中高端新品的研发。争取突破无油、自动换梭、电子凸轮结构等多项预研项目。

根据规划,未来公司将更广泛地参与行业各项标准的制定,赢得更多技术话语权。继续深入挖掘降本空间,在结构简化、粉末冶金等新材料开发、注射成型技术、轻量化技术等方面不断研究探索,并推广应用。建立具有示范性的机电一体化研究基地,重点攻关缝制设备的高效节能、缝制单元自动化和智能控制系统技术问题。

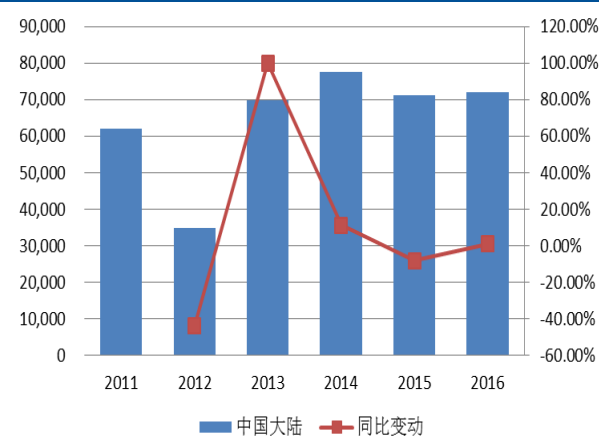
二、国内市场复苏迹象明显,持续受益于海外市场开拓

(一) 国内外渠道建设并举,海外业务增长迅猛

我们认为,海内外渠道建设也是公司近年来保持业绩稳健增长的重要因素。目前公司工业缝纫机主要通过经销模式在国内外销售,裁床、铺布机等缝前设备主要采取直销为主,经销为辅的模式进行销售。

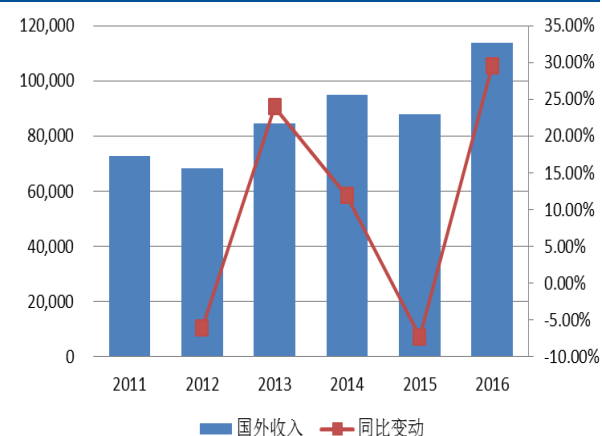
公司近年来国内收入总体保持平稳。海外收入持续扩张,除 2012 年及 2015 年外,总体保持稳定增长。(2012 年主要由于欧美经济疲软、中东局势动荡、印度和巴西等地区通货膨胀影响,2015 年主要受海外部分市场汇率波动,东南亚市场缝机增量需求相对紧缩、巴西经济持续不景气等因素影响。)

图 13: 公司国内收入近年总体平稳 (单位: 万元)



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 14: 公司海外收入增长 (单位: 万元)



资料来源: Wind, 民生证券研究院

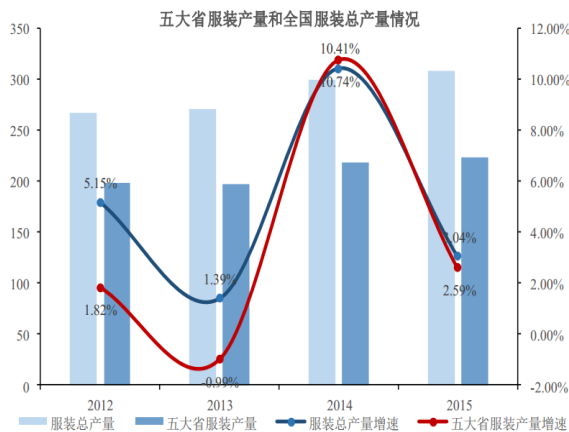
截至 2016 年 6 月末,公司在国内拥有 717 家经销商,重点市场为江苏、浙江、广东、山东、河北、湖北、福建和河南、天津等地。2015 年我国服装行业产量达到 308.27 亿件,其中广东、江苏、福建、浙江和山东五个传统服装生产大省占比达到 72.52%。

从公司国内经销商的地区分布来看,主要服装生产省份中,浙江 (137 家)、江苏 (109 家)、山东 (79 家)、安徽 (62 家)、广东 (60 家)、河北 (42 家) 等,基本覆盖我国服装生产大省。

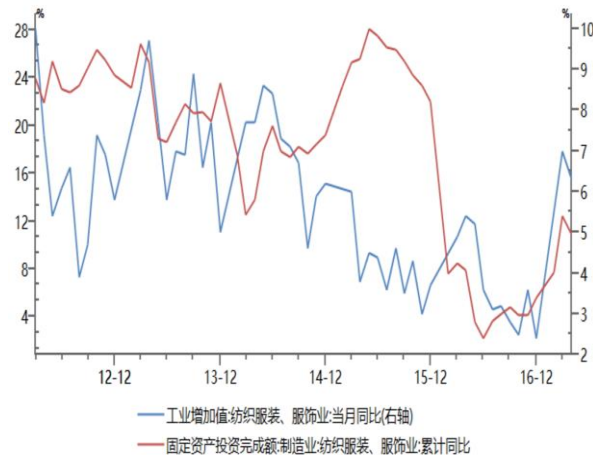
我们认为,从供给层面来看,随着近年来缝制机械行业竞争加剧,缺乏成本控制能力、研发实力和渠道建设不足的企业近期有望迎来市场化出清。杰克股份作为缝制机械行业的龙头企业,有望持续受益于行业集中度的提升。

根据中国缝制机械协会统计,截止到2017年2月,协会统计的行业百家整机企业缝制机械产品库存38万台(含家用机、工业机、缝前缝后等),同比减少47.02%。行业库存短缺所带来的补库存需求,以及下游需求复苏带动缝制机械行业2017年开局供销两旺。

从需求来看,截止2017年4月,国内纺织服装、服饰业固定资产投资完成额累计同比增长10.90%,2017年3月、4月纺织服装、服饰业工业增加值同比增长7.00%和6.30%,行业需求复苏迹象明显。

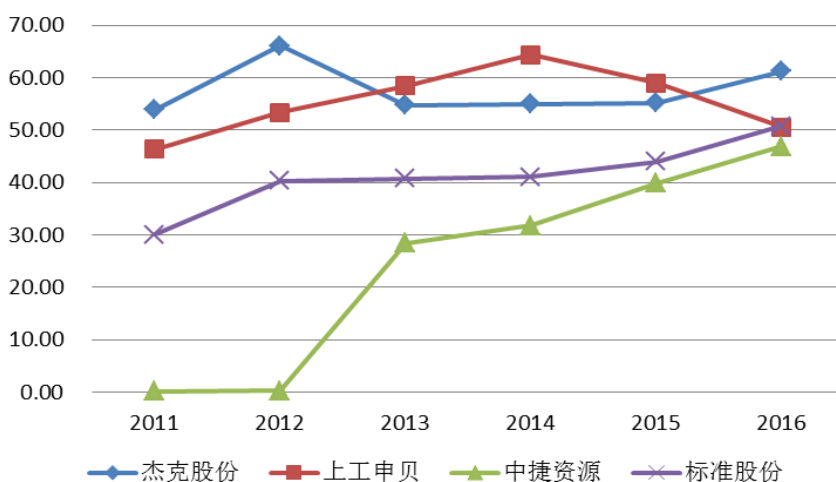
图 13: 近年主要服装产地占比情况 (单位: 亿件)


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图 14: 纺织服装、服饰业复苏迹象明显 (单位: %)


资料来源: Wind, 民生证券研究院

凭借较低的劳动力等生产要素成本和进口国差别关税等优势,近年来,全球服装产业的产销中心呈现向南亚、东南亚等经济体转移的趋势。全球缝制机械需求格局的重塑,也必然导致缝制机械企业收入结构的转移。

图 15: 公司海外收入比重为同行业公司最高水平 (单位: %)


资料来源: Wind, 民生证券研究院

公司2016年海外收入比重达到61.24%,为同行业上市公司最高水平。整体来看,由于海外需求快速扩张,缝制机械上市公司海外收入比重持续提升。杰克股份2012年至2016

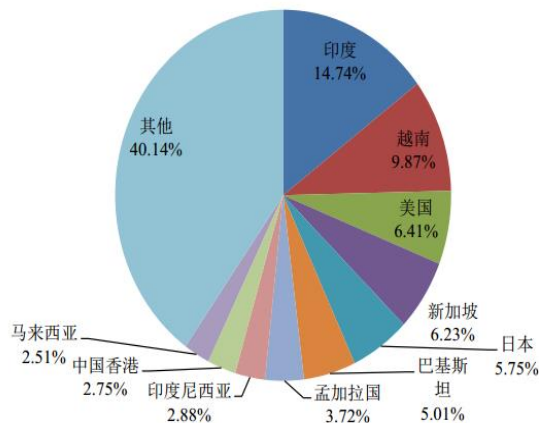
年海外收入复合增速达到 13.60%，海外市场的开拓很大程度上保证了公司在国内市场稳定的情况下依然保持了好于行业水平的增速和盈利能力。

截至 2016 年 6 月末，杰克股份在海外拥有遍及 70 多个国家的 248 家经销商，重点市场为印度、孟加拉国、伊朗、巴西、越南、印度尼西亚、俄罗斯、土耳其等国，并在印度、孟加拉国、越南设立了联络处。

近年来，我国缝制机械行业领先企业通过实施海外并购逐步走向国际化，代表性的案例为上工申贝收购德国杜克普、德国百福、德国凯尔曼，杰克股份收购德国奔马和拓卡。整体来看，拥有海外资源整合能力的公司在海外市场开拓拥有先发优势。

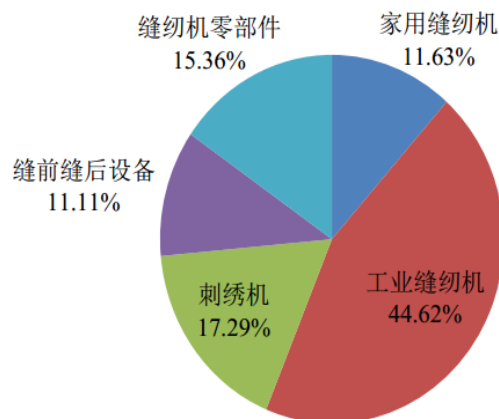
中国是最大的缝制机械生产国，截至 2014 年底，我国缝制设备全年共完成工业生产总值约 615 亿元，生产各类缝制机械 1,214 万台，约占世界产量 75% 以上。

图 16：我国缝制机械主要出口国家和地区（单位：%）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 17：我国主要缝制机械产品出口占比（单位：%）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

我们认为，在缝制机械全球需求格局重构的形势下，能否成功走出去是缝制机械企业生存发展的关键所在。拥有海外渠道、海外市场开拓顺利的企业，可以很大程度上避免国内需求缺乏弹性的情况下与多数企业进行恶性竞争，保持相当的增长和盈利水平。并且有望在部分缺乏竞争力的企业市场化出清后，提升国内市场份额。

（二）从缝制机械全球迁移逻辑看杰克股份：有望成长为世界工业缝纫机龙头

自 1790 年第一台缝纫机诞生至今，缝制机械品种上已经发展到 6000 多种。缝制机械行业是轻工业重要组成部分，同时具有劳动密集型和技术密集型产业的特性，随着劳动力等生产要素成本提升，在 200 多年的发展历程中，缝制机械经历了多次全球产业格局变迁。

缝纫机行业最早在欧美国家起步，经过两次工业革命以及两次世界大战的供需刺激，20 世纪初陆续诞生了美国胜家，德国百福、杜克普，意大利利满地等为代表的缝制机械企业。

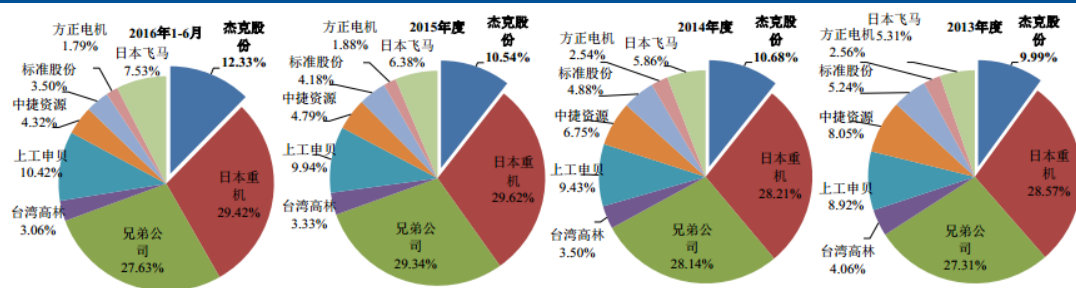
二战结束后，日本、韩国、台湾等地缝制机械企业开始迅猛发展，日本重机、兄弟、

飞马、大和、丰田、三菱等公司迅速崛起，韩国日兴、台湾星菱、星锐、银剑等，欧美国家传统缝制机械企业开始衰落。德国杜克普、百福、凯尔曼被上工申贝收购，杰克股份收购德国奔马和拓卡。

20 世纪 90 年代，部分企业引进日本企业产品和技术，中国缝制机械企业开始蓬勃发展。同时，以浙江台州为代表的民营缝制机械企业发展迅速，以杰克、飞跃、中捷为代表的民营缝制机械企业带动了台州地区的缝制机械产业集群快速发展。

截止目前，全球缝制机械行业，形成日本兄弟公司、日本重机、杰克股份、上工申贝、日本飞马为主的缝制机械竞争格局。从高端市场来看，日本、德国等传统缝制机械强国仍占据了行业技术的制高点，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。

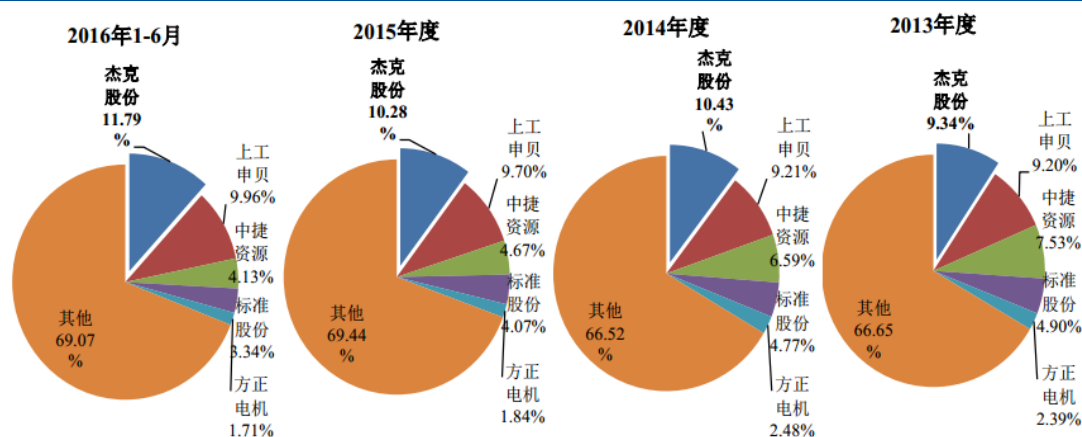
图 18：公司与全球主要竞争对手收入规模对比（单位：%）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

国内缝制机械形成杰克股份、上工申贝、中捷资源、标准股份为主的竞争格局。由于我国缝制机械行业有良好的生产基础、完整的配套体系和明显的劳动力成本优势，且技术水平及产品质量在不断提高，在全球中、低端和部分高端缝制机械市场中具有较强的竞争优势，并通过自主创新及海外并购逐步缩小与国际领先品牌的差距。

图 19：公司与国内主要竞争对手收入规模对比（单位：%）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

总体而言，我国缝制机械行业大而不强，与德国、日本等缝制机械企业相比，在自主

创新、制造工艺、产品质量、品牌美誉度、产品附加值等方面仍有一定差距。且行业格局分散，行业集中度提升空间巨大。

参考日本缝制机械行业的发展历程，我们认为，中国缝制机械行业未来仍有较大调整空间，拥有产品、研发、渠道优势的龙头企业有望成为行业的整合者，市场份额有望进一步提升。

中国的家用缝纫机在 20 世纪 80 年代达到顶峰，时至今日，日本家用缝纫机市场仍然可观，而中国家用机市场萎缩严重。据相关统计显示，当人均 GDP 达到 6000 美元以上，人们才会有对多功能家用机的需求。

随着国内居民收入增长和消费升级，新型的多功能家用机有望作为一种创造性的 DIY 工具走入居民生活，未来中国家用机市场仍值得期待。

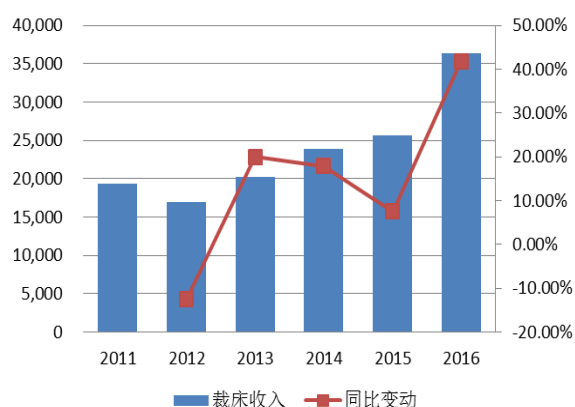
我们认为，随着产能扩张和产品升级，杰克股份国内外市占率有望继续提升，成为国内缝制机械行业的主要整合者，对标日本重机和兄弟公司。研发持续高投入，募投项目投产，都将为公司成长为全球领先的工业缝纫机企业提供动力。

(三) 国内裁床市场空间巨大，渗透率有望快速提升

20 世纪 60 年代，美国服装业受用工短缺、人力成本上升等因素冲击明显，格柏科技创始人约瑟夫·格柏于 1969 年发明了第一台电脑控制的裁床 S-70，为缝前工序自动化，挽救美国本土服装业做出巨大贡献。随后裁床技术传入欧洲和日本，诞生了法国力克、德国奔马、KURIS、日本川上等优秀企业。

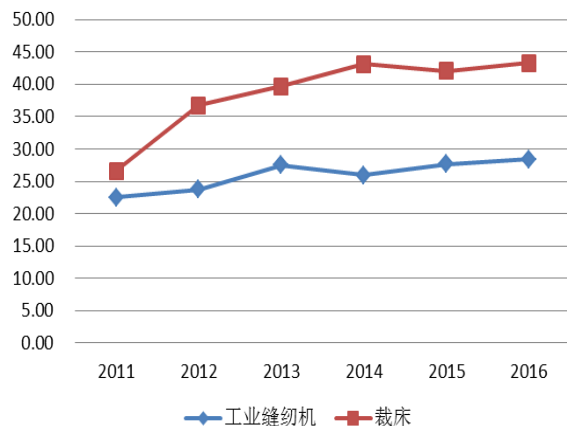
公司 2009 年通过收购德国奔马介入裁床业务，并通过拓卡奔马逐步实现裁床国产化。公司裁床毛利率达到 43.27%，远高于工业缝纫机 28.40% 的水平。2012 年至 2016 年裁床业务收入复合增速达到 21.13%。我们看好公司裁床业务发展，随着募投项目的实施和国内裁床渗透率的提升，有望为未来业绩贡献较大向上弹性。

图 20：公司裁床业务增长迅猛（单位：万元）



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 21：裁床毛利率显著高于工业缝纫机（单位：%）



资料来源：Wind，民生证券研究院

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。公司的裁床产品有单层和多层 2 个系列 5 个品种，铺布机产品有 2 个系列 10 个品种。

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，而电脑裁剪系统裁剪正处于普及的初级阶段。随着人力成本提升，裁床在效率和精度方面的优势愈加明显。

图 22：公司高层裁床 E80



图 23：公司自动铺布机 W1800



资料来源：拓卡奔马官网，民生证券研究院

资料来源：拓卡奔马官网，民生证券研究院

电脑裁床可以提高精度，避免手工裁剪造成的误差。传统电裁刀对于一些弹性较大的面料，很容易造成布料滑落、裁片变形。大批量裁剪时，使用裁床可以减少对熟练工的依赖，降低人力成本。

根据分析，使用裁床可使效率提升 30% 以上。我国作为最大的服装生产国，规模以上服装企业超过 1.5 万家，2016 年，我国服装行业规模以上企业累计完成服装产量 314.52 亿件，同比下降 1.64%，累计完成服装及衣着附件出口 1594.47 亿美元，同比下降 9.35%。

人力成本提升使得我国服装企业面对东南亚、南亚等地区企业冲击较大，提高自动化裁剪水平成为必然的选择。我国目前裁床渗透率极低，使用电脑裁床的企业占比不足 5%，而欧美国家服装企业裁床普及率基本超过 80%。

根据我们测算，若未来我国裁床渗透率提升到 50%，每家企业裁床投资 100 万计算，未来整体市场空间超过 75 亿元。公司有望持续受益于裁床市场渗透率提升，裁床业务增长步入快车道。

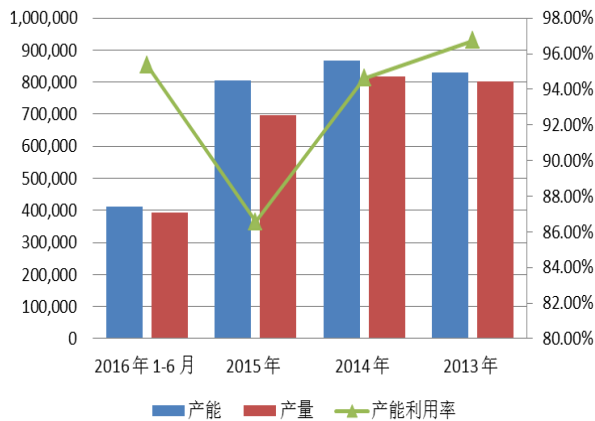
三、募投项目助力市占率持续提升，员工持股计划彰显发展信心

（一）募投项目稳步推进，产能扩张助力市占率提升

公司募投项目推进顺利，公司将借助年产 100 万台智能节能工业缝纫机项目、年产 2 万台特种工业缝纫机技改项目、年产 45 万台永磁伺服电机技改项目和年产 300 台自动裁

床技改项目,进一步提升国内外市场占有率,提高伺服电机自给率,完善零部件配套体系,加快裁床国产化进程。

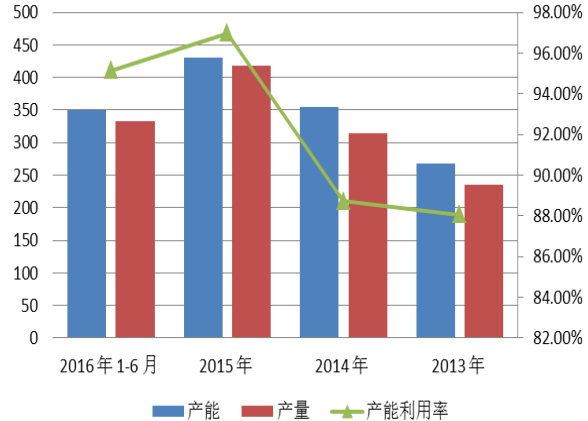
图 24: 公司工业缝纫机产量及产能利用率 (单位: 台)



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

公司近年来产能利用率一直保持高位, 2016 年以来, 包括平缝机、包缝机、绷缝机、特种机以及裁床、铺布机全系列产品产销率均超过 100%, 扩产能需求较为迫切。

图 25: 公司裁床及铺布机产量及产能利用率 (单位: 台)



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图 26: 公司募投项目进展情况 (截止 2016 年 11 月 30 日)

序号	项目名称	项目投资金额 (万元)	使用募集资金金额 (万元)	累积已投资金额 (万元)	投资进度
1	年产 100 万台智能节能工业缝纫机项目	112,602.90	64,102.90	34,963.50	31.05%
2	年产 2 万台特种工业缝纫机技改项目	16,782.99	3,198.66	820.25	4.89%
3	年产 45 万台永磁伺服电机技改项目	10,591.31	8,964.31	5,561.77	52.51%
4	年产 300 台自动裁床技改项目	12,361.00	10,041.00	5,128.96	41.49%
合计		152,338.20	86,306.87	46,474.48	30.51%

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

工业缝纫机方面, 公司未来通过建设年产 100 万台智能节能工业缝纫机项目, 进一步适应行业发展趋势, 提高劳动生产率, 降低生产成本, 有助于公司扩大市场份额、赶超世界领先品牌。其中平缝机 67 万台, 包缝机 25.1 万台, 绷缝机 7.9 万台。

特种机方面, 通过建设年产 2 万台特种工业缝纫机技改项目, 提升特种工业缝纫机的市场份额, 全面缩小与全球领先品牌的差距。

裁床和零配件方面, 公司将通过建设年产 45 万台永磁伺服电机技改项目, 有助于增强公司伺服电机自给率, 完善零部件配套体系; 四是通过建设年产 300 台自动裁床技改项目

目，加快裁床国产化步伐，提升公司缝制设备产业链综合实力。

我们认为，在工业缝纫机行业供给侧改革持续推进的形势下，公司通过募投项目，有望快速扩张产能，占领市场，提高工业缝纫机市占率。裁床产能的扩张也将助力公司分享缝前设备巨大的市场空间，为公司提供较大业绩弹性。

（二）员工持股计划雄心勃勃，彰显公司未来发展信心

公司5月19日发布员工持股计划，计划筹集的资金总额不超过人民币66,000万元，参与员工不超过650人，其中包括公司董事、监事、高级管理人员8人。

图 27：公司员工持股计划持有人情况及分配份额

持有人	参加本计划的出资金额上限（万元）	占员工持股计划总份额的比例
公司董事、监事、高级管理人员（8人）	10,600	16%
其他员工（不超过642人）	55,400	84%
合计	66,000	100%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

本次资产管理计划通过二级市场购买方式所获得的标的股票的锁定期为12个月，自公司公告最后一笔标的股票过户至资产管理计划名下时起算。本次员工持股计划存续期为48个月。

按照2017年5月16日的收盘价34.89元/股测算，本次员工持股计划涉及的标的股票数量约为1,892万股，涉及的股票数量约占公司现有股本总额的9.15%。

资金来源为员工的合法薪酬、自筹资金，以及法律、行政法规允许的其他方式取得的资金。

我们认为，公司如此大力度推进员工持股计划，彰显了对自身未来发展的强大信心。随着员工持股计划的执行和推进，公司有望激发管理层和员工积极性，提高管理和经营效率，行业竞争力水平有望进一步提升。

四、盈利预测

不考虑未来并购因素，预计公司2017至2019年EPS为1.47元、1.76元、2.16元，对应PE分别为24.5倍、20.4倍、16.6倍。维持“强烈推荐”评级。

五、风险提示

1、上游原材料价格大幅波动；2、人民币及主要出口市场汇率大幅波动；3、行业供

供给侧改革不及预期。

插图目录

图 1: 公司发展历程.....	3
图 2: 公司股权结构及主要子公司情况.....	3
图 3: 公司主要产品构成.....	4
图 4: 公司近年来营业收入稳健增长 (单位: 万元)	4
图 5: 公司归母净利增长步入快车道 (单位: 万元)	4
图 6: 目前缝制机械收入规模基本恢复至金融危机前的水平	5
图 7: 竞争加剧导致整体盈利能力较次贷危机前有较大差距	5
图 8: 公司三项费用率稳步下降 (单位: 万元)	6
图 9: 公司产品毛利率及销售净利率提升明显 (单位: %)	6
图 10: 公司整体毛利率水平在同行业公司中位居前列 (单位: %)	6
图 11: 公司研发人员数量为同行业最高	7
图 12: 公司研发支出规模为同行业最高 (单位: 万元)	7
图 13: 公司国内收入近年总体平稳 (单位: 万元)	8
图 14: 公司海外收入增长 (单位: 万元)	8
图 13: 近年主要服装产地占比情况 (单位: 亿件)	9
图 14: 纺织服装、服饰业复苏迹象明显 (单位: %)	9
图 15: 公司海外收入比重为同行业公司最高水平 (单位: %)	9
图 16: 我国缝制机械主要出口国家和地区 (单位: %)	10
图 17: 我国主要缝制机械产品出口占比 (单位: %)	10
图 18: 公司与全球主要竞争对手收入规模对比 (单位: %)	11
图 19: 公司与国内主要竞争对手收入规模对比 (单位: %)	11
图 20: 公司裁床业务增长迅猛 (单位: 万元)	12
图 21: 裁床毛利率显著高于工业缝纫机 (单位: %)	12
图 22: 公司高层裁床 E80	13
图 23: 公司自动铺布机 W1800	13
图 24: 公司工业缝纫机产量及产能利用率 (单位: 台)	14
图 25: 公司裁床及铺布机产量及产能利用率 (单位: 台)	14
图 26: 公司募投项目进展情况 (截止 2016 年 11 月 30 日)	14
图 27: 公司员工持股计划持有人情况及分配份额	15

表格目录

表 1: 杰克股份盈利预测与财务指标.....	1
-------------------------	---

公司财务报表数据预测汇总
利润表

项目 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
一、营业总收入	1,857	2,554	2,973	3,615
减：营业成本	1,275	1,742	2,021	2,454
营业税金及附加	15	20	24	29
销售费用	118	150	174	212
管理费用	221	306	356	433
财务费用	(16)	(10)	(20)	(29)
资产减值损失	18	18	18	18
加：投资收益	1	0	0	0
二、营业利润	227	328	399	498
加：营业外收支净额	25	29	29	29
三、利润总额	251	357	428	527
减：所得税费用	30	54	64	79
四、净利润	221	303	364	448
归属于母公司的利润	220	303	363	447
五、基本每股收益 (元)	1.07	1.47	1.76	2.16

主要财务指标

项目 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
EV/EBITDA	17.09	16.54	13.39	10.60
成长能力：				
营业收入同比	16.68%	37.51%	16.40%	21.60%
营业利润同比	33.4%	40.5%	21.7%	24.8%
净利润同比	30.4%	37.3%	19.9%	23.1%
营运能力：				
应收账款周转率	7.94	7.08	8.97	7.08
存货周转率	3.39	2.90	3.80	2.91
总资产周转率	1.01	1.13	1.16	1.07
盈利能力与收益质量：				
毛利率	31.3%	31.8%	32.0%	32.1%
净利率	11.9%	11.9%	12.2%	12.4%
总资产净利率 ROA	13.7%	15.7%	16.3%	14.9%
净资产收益率 ROE	21.9%	14.1%	14.8%	15.7%
资本结构与偿债能力：				
流动比率	1.26	1.56	1.99	2.01
资产负债率	45.1%	43.6%	37.5%	41.2%
长期借款/总负债	17.1%	0.7%	0.7%	0.5%
每股指标：				
每股收益	1.07	1.47	1.76	2.16
每股经营现金流量	1.28	1.24	2.34	1.83
每股净资产	4.88	10.36	11.91	13.82

资产负债表

项目 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	157	706	816	863
应收票据	45	77	109	133
应收账款	189	320	454	559
预付账款	9	18	17	26
其他应收款	31	55	54	78
存货	376	450	513	642
其他流动资产	225	722	906	990
流动资产合计	1,033	2,348	2,869	3,292
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	606	596	533	145
在建工程	52	45	45	45
无形资产	143	134	126	117
其他非流动资产	3	3	3	3
非流动资产合计	804	733	662	590
资产总计	1,837	3,081	3,531	3,882
短期借款	135	153	187	210
应付票据	0	0	0	0
应付账款	627	691	763	664
预收账款	51	80	87	116
其他应付款	9	9	9	9
应交税费	0	0	0	0
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	822	933	1,046	999
长期借款	7	7	7	7
其他非流动负债	0	0	0	0
非流动负债合计	7	7	7	7
负债合计	829	940	1,052	1,006
股本	155	207	207	207
资本公积	3	817	817	817
留存收益	851	1,118	1,455	1,852
少数股东权益	(0)	0	1	1
所有者权益合计	1,008	2,142	2,479	2,876
负债和股东权益合计	1,837	3,081	3,531	3,882

现金流量表

项目 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流量	264	257	503	387
投资活动现金流量	(180)	25	25	25
筹资活动现金流量	(55)	(169)	(33)	(32)
现金及等价物净增加	29	112	494	380

资料来源：公司公告，民生证券研究院

分析师和研究助理简介

刘振宇，大机械组组长，机械行业专家，北京科技大学材料学本科及硕士，本科学习金属材料学，研究生开发杂散电流数据采集系统。在中国冶金科工集团从事投资管理五年，在北京市规划委系统从事项目管理两年，2015年加入民生证券。在机械装备和基础材料领域有扎实的理论基础和丰富的实业经验

樊艳阳，中国人民大学经济学院本科及硕士，3年财经媒体从业经验，主要跟踪新能源汽车产业链、机械行业，2016年加入民生证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层；100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1168号东方金融广场B座2101室；200120

深圳：深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座28层；518040

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深300指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深300指数涨幅20%以上
	谨慎推荐	相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间
	中性	相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间
	回避	相对沪深300指数下跌10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的12个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深300指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深300指数涨幅5%以上
	中性	相对沪深300指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深300指数下跌5%以上

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。