

收入维持强势增长，成本提升压制毛利

——杰克股份（603337）财报点评

2019年03月19日

强烈推荐/维持

杰克股份

财报点评

樊艳阳	分析师	执业证书编号：S1480518060001					
	fanyanyang1990@126.com	010-66554089					
龙海敏	研究助理						
	longhm@dxzq.net.cn	021-25102859					

事件：公司发布 2018 年年度报告，2018 年全年公司实现营业收入 41.52 亿元，同比增长 48.98%；实现归属于母公司股东的净利润 4.54 亿元，同比增长 40.18%。

公司分季度财务指标

指标	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4
营业收入（百万元）	663.7	733.35	671.23	1070.1	980.52	1176.08	924.80
增长率（%）	49.10%	60.46%	55.18%	48.97%	47.74%	60.37%	37.78%
毛利率（%）	29.13%	30.00%	33.71%	26.71%	28.22%	29.66%	27.51%
期间费用率（%）	18.05%	3.26%	34.66%	13.67%	15.27%	6.59%	17.68%
营业利润率（%）	12.01%	15.55%	15.60%	12.52%	13.38%	14.88%	8.08%
净利润（百万元）	58.33	94.45	89.77	116.72	103.29	150.77	84.55
增长率（%）	29.88%	51.90%	47.94%	43.46%	77.09%	59.63%	-5.82%
每股盈利（季度，元）	0.28	0.46	0.43	0.56	0.34	0.49	0.27
资产负债率（%）	41.28%	39.88%	40.70%	38.66%	39.86%	38.85%	36.21%
净资产收益率（%）	3.00%	4.74%	4.30%	5.33%	4.60%	6.48%	3.41%
总资产收益率（%）	1.84%	2.81%	2.57%	3.22%	2.79%	3.90%	2.12%

观点：

- 行业集中度持续提升，公司收入稳定增长。**公司2018年四季度实现收入9.25亿元，同比增长37.78%，在去年较高基数基础上仍保持了相当增速。从行业数据来看，2018年1-11月缝制机械百家整机企业累计生产整机产品690.61万台，同比增长17.23%，其中工业缝纫机累计生产498.49万台，同比增长24.37%，缝制机械行业集中度进一步提升。出口方面，我国工业缝纫机出口374.43万台，出口额11.09亿美元，同比分别增长11.31%和20.18%。分业务来看，公司2018年工业缝纫机销售188.96万台，同比增长41.15%，工业缝纫机收入35.34亿元，同比增长51.04%；裁床及铺布机销售1350台，同比增长50.67%，裁床及铺布机收入约5亿元，同比增长12.32%；公司衬衫及牛仔自动缝制设备实现收入1.14亿元。
- 成本及费用上升压制公司盈利，关注后续改善进度。**公司2018年四季度实现归母净利8348.16万元，同比下滑7.01%，为公司上市以来首次出现单季度利润下滑。缝制机械作为劳动密集型及原材料占比高的产业，随着近期原材料的上涨，以及人工成本的持续提升，公司营业成本上升较快。2018年全年公司营业成本29.86亿元，同比增长54.68%，特别是第四季度营业成本8.94亿元，同比增长52.82%。公司2018

年毛利率28.08%，同比下降2.65个百分点。第四季度毛利率27.50%，净利率9.14%，较前期均有不同程度下降。分产品来看，公司2018年工业缝纫机毛利率25.75%，同比减少1.97个百分点，裁床及铺布机毛利率41.66%，同比减少4.75个百分点。

- ▶ **付款政策调整改进供应链体系，现金流短期受影响。**公司2018年经营性现金流净额为-2082.53万元（2017年为6.25亿元）。为了引导供应商加大自动化设备改造投入，提升行业零部件质量，逐步打造一流供应链体系，进一步提升产品质量及扩充零部件产能，公司调整了供应商零部件的付款政策，逐步将承兑汇票支付方式改为现金支付方式，导致经营性现金流有所减少。同时，公司加大设备和人员投入，产能提升和库存增加，以及下半年收紧授信回笼资金，都不同程度导致经营性现金流的减少。
- ▶ **产能建设持续推进，布局未来高增长。**公司前期发布公告，拟以全资子公司杰克智能为项目实施主体，推进杰克智能高端缝制装备制造基地项目建设，规划总投资约56亿元人民币，其中一期规划投资11.15亿元，二期规划投资44.85亿元。一期和二期项目全部建成后，将新增智能缝纫机200万台、智能特种缝纫机10万台、智能缝制单元1万台、智能装备自动线（三衣两裤）100条的产能规模，预计达产总产值约90亿元。此外，公司以2652万元增资安徽杰羽，取得其51%的股权，进军制鞋机械领域。公司与意大利个人股东共同投资设立浙江威比玛智能缝制科技有限公司，进行牛仔服装自动化设备的研发、生产、销售和技术服务。

结论：

我们预计公司2019年-2021年实现营业收入分别为51.17亿元、62.10亿元和74.53亿元；归母净利润分别为5.52亿元、6.93亿元和8.82亿元；EPS分别为1.79元、2.25元和2.87元，对应PE分别为26X、20X和16X，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：

原材料价格及汇率大幅波动；下游需求持续性不及预期。

公司盈利预测表

资产负债表			单位:百万元			利润表			单位:百万元		
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产合计	2593	2377	3694	4578	6772	营业收入	2787	4152	5117	6211	7453
货币资金	168	182	1095	1519	3197	营业成本	1930	2986	3580	4335	5159
应收账款	225	456	519	630	756	营业税金及附加	22	25	38	47	56
其他应收款	30	35	43	52	62	营业费用	162	220	297	373	447
预付款项	21	17	89	175	279	管理费用	307	236	563	683	820
存货	657	908	1079	1307	1555	财务费用	14	-16	57	26	5
其他流动资产	1416	751	751	751	751	资产减值损失	20.03	22.58	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	1001	1601	1481	1410	1334	公允价值变动收益	0	-55	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	23	56	0	0	0
固定资产	648	850	800	763	725	营业利润	383	515	583	747	966
无形资产	168	304	349	319	289	营业外收入	5.6	1.1	60.0	60.0	60.0
其他非流动资产	23	125	0	0	0	营业外支出	12.8	1.4	0.3	0.4	0.5
资产总计	3594	3978	5118	5930	8049	利润总额	376	515	643	806	1026
流动负债合计	1383	1155	1996	2321	3823	所得税	52	59	90	113	144
短期借款	22	22	26	0	0	净利润	324	455	553	694	882
应付账款	690	726	1079	1307	1555	少数股东损益	0	1	1	1	1
预收款项	114	68	68	68	1186	归属母公司净利润	324	454	552	693	881
一年内到期的非	1	28	28	28	28	EBITDA	626	882	755	895	1097
非流动负债合计	80	285	174	174	174	EPS（元）	1.60	1.49	1.79	2.25	2.87
长期借款	3	174	174	174	174	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	1463	1441	2169	2495	3996	成长能力					
少数股东权益	0	47	48	49	50	营业收入增长	50.05%	48.98%	23.27%	21.37%	20.00%
实收资本（或股	207	308	308	308	308	营业利润增长	69.21%	34.29%	13.20%	28.15%	29.37%
资本公积	816	744	744	744	744	归属于母公司净利润	21.49%	25.50%	21.49%	25.50%	27.23%
未分配利润	1009	1324	1467	1647	1876	获利能力					
归属母公司股东	2131	2490	2901	3386	4003	毛利率(%)	30.73%	28.08%	30.05%	30.20%	30.78%
负债和所有者权	3594	3978	5118	5930	8049	净利率(%)	11.62%	10.97%	10.80%	11.17%	11.84%
现金流量表					单位:百万元	总资产净利润(%)	7.81%	9.02%	11.42%	10.66%	11.57%
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	ROE(%)	15.21%	18.24%	19.02%	20.46%	22.01%
经营活动现金流	625	-21	7168	734	1997	偿债能力					
净利润	324	455	553	694	882	资产负债率(%)	41%	36%	42%	42%	50%
折旧摊销	228	383	120	122	125	流动比率	1.88	2.06	1.85	1.97	1.77
财务费用	14	-16	57	26	5	速动比率	1.40	1.27	1.31	1.41	1.36
应收账款减少	0	0	-63	-111	-126	营运能力					
预收帐款增加	0	0	0	0	1118	总资产周转率	1.00	1.10	1.13	1.12	1.07
投资活动现金流	-1376	-12	80	-50	-50	应收账款周转率	13	12	11	11	11
公允价值变动收	0	-55	0	0	0	应付账款周转率	5.06	5.87	5.67	5.21	5.21
长期股权投资减	0	0	0	0	0	每股指标（元）					
投资收益	23	56	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	1.60	1.49	1.79	2.25	2.87
筹资活动现金流	675	90	-281	-260	-269	每股净现金流(最新	-0.37	0.19	3.15	1.38	5.46
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	10.31	8.10	9.43	11.01	13.01
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	52	101	0	0	0	P/E	29.28	31.44	26.11	20.80	16.35
资本公积增加	813	-72	0	0	0	P/B	4.54	5.79	4.97	4.26	3.60
现金净增加额	-76	58	568	423	1678	EV/EBITDA	15.25	16.39	17.92	14.63	10.41

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

樊艳阳

中国人民大学经济学院本科及硕士，3 年财经媒体上市公司从业经验，主要跟踪新能源汽车产业链、机械行业，2016 年加入民生证券，2017 年加入东兴证券。

研究助理简介

龙海敏

机械行业研究员，华中科技大学材料成型及控制工程学士，清华大学机械工程硕士，5 年项目运营及企业管理经验，2017 年加入东兴证券研究所，从事机械行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。