

需求放缓短期承压，看好龙头强者恒强

投资要点

- **业绩总结：**公司发布2019年半年报，实现营收20.5亿元（+0.08%），归母净利润1.9亿元（-12.9%），扣非净利润1.6亿元（-22.2%）。其中Q2实现营收9.2亿元（-6.5%），归母净利润0.7亿元（-28.5%），扣非净利润0.9亿元（-12.1%）。
- **行业需求下行，业绩有所承压，仍好于行业平均。**受全球经济增速放缓、中美贸易摩擦升级、产业周期性调整等综合影响，我国缝制机械产销呈现下行。2019年1-5月份协会统计的百余家骨干整机企业累计销售收入约72.8亿元，同比下降10.1%，销售缝制机械整机产品278万台，同比下降5.3%，销售工业缝纫机200万台，同比下降6.6%。公司2019H1营收保持稳健，好于行业平均水平。其中，公司2019H1工业缝纫机、裁床及铺布机、衬衫及牛仔自动化缝制设备营收分别为17.6亿元（-1.2%）、2.3亿元（-5.9%）、0.7亿元（+109.4%），毛利率分别为24.7%（-0.08pp）、42.3%（-2.23pp）、32.88%（14.38pp）。公司2019H1国内、国外营收分别为10.4亿元（-1.2%）、10.1亿元（+1.3%），毛利率分别为24.3%（-2.2pp）、29.5%（+1.1pp），国外毛利率增加1.1个百分点，主要系人民币相对同期大幅度贬值所致。
- **看好公司市占率持续提升，强者恒强。**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。我们认为，公司工业缝纫机规模已经跃居国内第一，研发持续保持高强度，综合实力与竞争对手差距不断拉大，长期看好公司市占率提升，强者恒强。
- **盈利预测与投资建议。**看好公司市占率持续提升，强者恒强。预计2019-2021年EPS分别为1.07元、1.28元、1.61元，首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示：**下游需求不及预期风险；盈利能力不及预期风险；汇率波动风险。

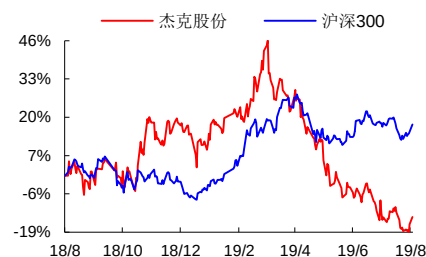
指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	4151.50	4401.00	5040.01	6200.27
增长率	48.98%	6.01%	14.52%	23.02%
归属母公司净利润（百万元）	454.25	478.39	570.81	716.24
增长率	40.18%	5.31%	19.32%	25.48%
每股收益EPS（元）	1.02	1.07	1.28	1.61
净资产收益率ROE	17.94%	16.65%	17.29%	18.62%
PE	18	17	15	12
PB	3.29	2.95	2.56	2.20

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)	83.53
总资产(亿元)	42.53
每股净资产(元)	5.68

相关研究

1 工业缝纫机龙头，强者恒强

公司的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、自动缝制设备等工业用缝中、缝前设备以及电机、电控等缝制机械重要零部件。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。

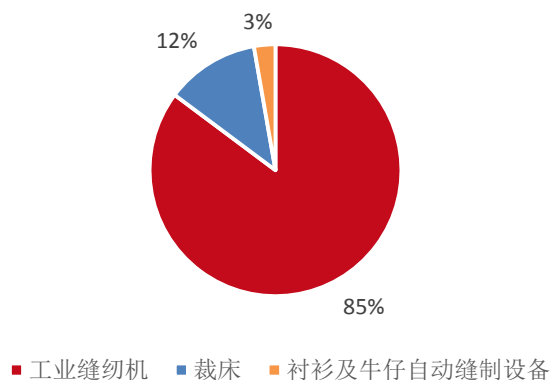
图 1：公司主营产品示意图



数据来源：公司官网，西南证券整理

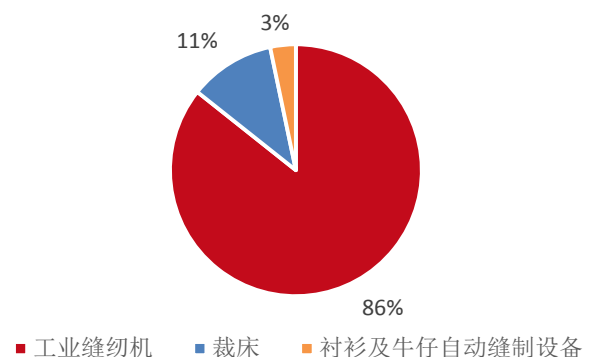
公司主营业务结构：2018 年公司工业缝纫机业务贡献 85% 营收（公司 2018 年总营收 41.5 亿元，其中工业缝纫机业务 35.3 亿元）。2019 年上半年公司工业缝纫机业务贡献 86% 营收（公司 2019H1 总营收 20.5 亿元，其中，工业缝纫机业务营收 17.6 亿元），是公司主要业绩贡献来源。

图 2：公司 2018 年主营业务收入结构情况



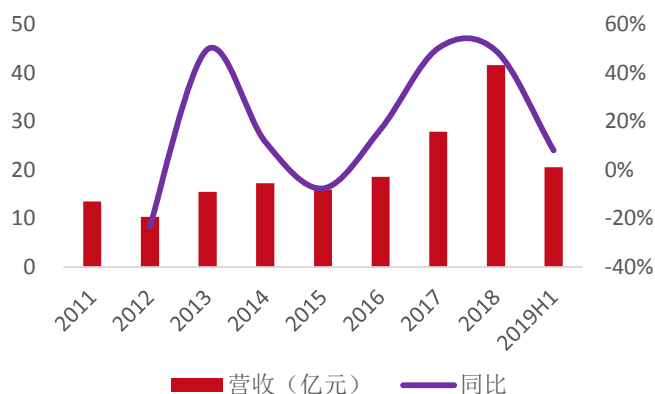
数据来源：wind，西南证券整理

图 3：公司 2019H1 主营业务收入结构情况

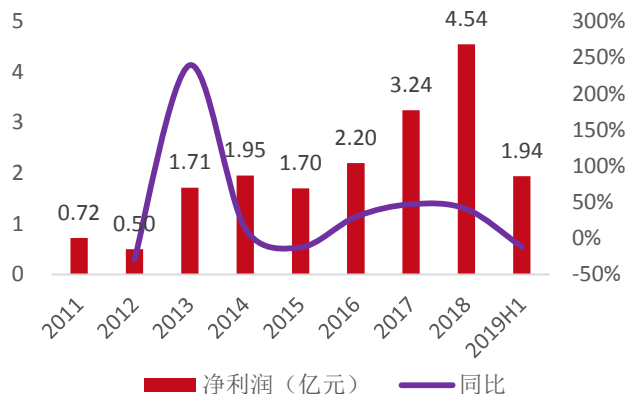


数据来源：wind，西南证券整理

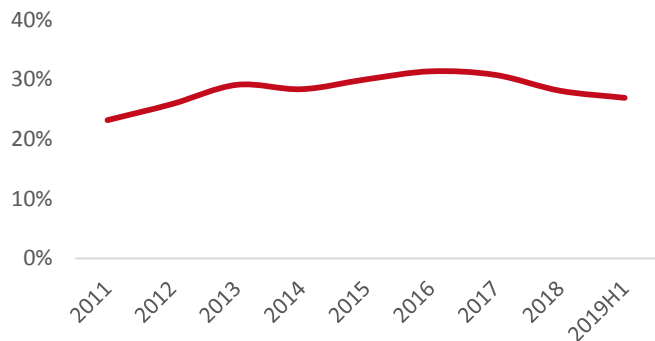
公司业绩状况:2011 年~2018 年,公司营收稳健增长,CAGR 达到 17.4%,净利润 CAGR 达到 30.5%。2018 年公司实现营收 41.5 亿元,同比增长 49%,实现归母净利润 4.5 亿元,同比增长 40%,营收增长的主要原因是中国缝制机械行业保持中速增长势头和公司椒江厂区的逐步投入使用所致。公司发布 2019 年半年报,实现营收 20.5 亿元(+0.08%),归母净利润 1.9 亿元(-12.9%),扣非净利润 1.6 亿元(-22.2%)。

图 4: 公司 2011 年以来营业收入及增速


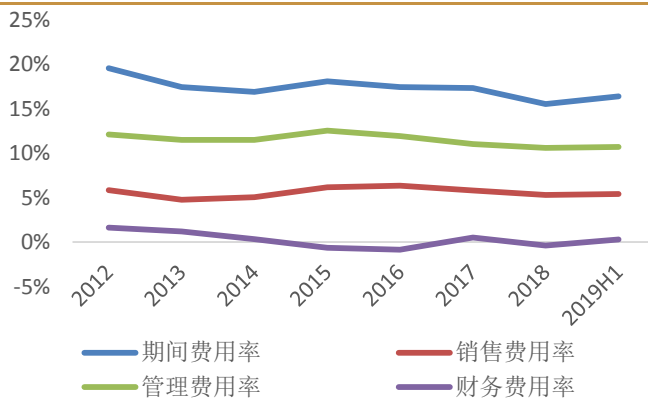
数据来源: wind, 西南证券整理

图 5: 公司 2011 年以来净利润及增速


数据来源: wind, 西南证券整理

图 6: 毛利率总体稳定


数据来源: wind, 西南证券整理

图 7: 公司期间费用率总体稳定 (含研发费用)


数据来源: wind, 西南证券整理

行业整体下行,公司业绩增速放缓。2019H1 实现营业收入 20.5 亿元,同比增长 0.08%;归属于母公司所有者的净利润为 1.9 亿元,同比下降 12.91%。2019Q2 实现营业收入 9.2 亿元,同比下降-6.5%;归属于母公司所有者的净利润为 0.7 亿元,同比下降 28.5%;扣非净利润为 0.9 亿元,同比下降 12.2%。

表 1: 公司单季度营收情况

营收 (百万元)	Q1	Q2	Q3	Q4
2015	-	-	344	323.5
2016	522.4	445.1	457	432.6
2017	718.3	663.7	733.4	671.2
2018	1070.1	980.5	1176.1	924.8

营收（百万元）	Q1	Q2	Q3	Q4
2019	1135.7	916.6	-	-

数据来源：Wind，西南证券整理

表 2：公司单季度净利润情况

利润（百万元）	Q1	Q2	Q3	Q4
2015	-	-	38.8	39.1
2016	53.0	44.6	62.2	60.6
2017	81.4	58.5	94.5	89.8
2018	116.7	103.3	150.7	83.5
2019	117.8	73.9	-	-

数据来源：Wind，西南证券整理

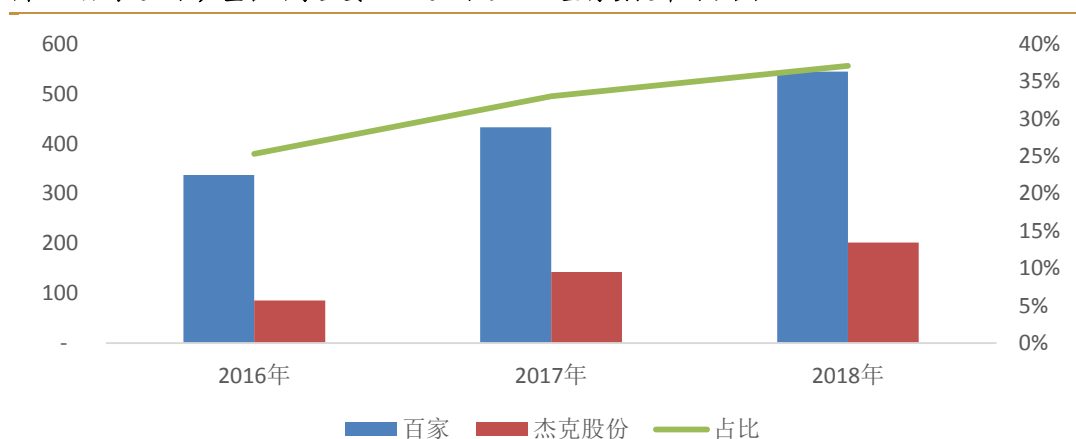
表 3：公司单季度扣非净利润情况

扣非利润（百万元）	Q1	Q2	Q3	Q4
2016	-	-	60.9	48.5
2017	76.4	57.1	90.5	85.6
2018	104.9	102.8	184.1	48.9
2019	71.3	90.3	-	-

数据来源：Wind，西南证券整理

看好公司市占率持续提升，强者恒强。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比例约 37%，提升约 4 个百分点，市占率持续攀升。

图 8：公司缝纫机产量占百家主要工业缝纫机企业比重持续提升（万台）



数据来源：wind，西南证券整理

2 盈利预测与估值

关键假设：

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 年增速放缓，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 5%、15%、25%，价格不变，毛利率分别为 25%、25.5%、26%。

2) 假设裁床业务稳健发展，2019-2021 年销量增速为 10%、10%、10%，价格不变，毛利率为 41%、41%、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 4：公司盈利预测

单位：百万元		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
合计	收入	2,787	4,152	4,401	5,040	6,200
	同比	50.05%	48.98%	6.01%	14.52%	23.02%
	成本	1,930	2,986	3,191	3,636	4,459
	毛利	856	1,166	1,210	1,404	1,741
	毛利率	30.73%	28.08%	27.50%	27.86%	28.08%
工业缝纫机	收入	2,340	3,534	3,711	4,268	5,335
	同比	56.77%	51.04%	5.00%	15.00%	25.00%
	成本	1,691	2,624	2,783	3,180	3,948
	毛利	649	910	928	1,088	1,387
	毛利率	27.72%	25.75%	25.00%	25.50%	26.00%
裁床及铺布机	收入	445	500	550	605	665
	同比	22.24%	12.32%	10.00%	10.00%	10.00%
	成本	238	291	324	357	392
	毛利	206	208	225	248	273
	毛利率	46.41%	41.66%	41.00%	41.00%	41.00%
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：Wind，西南证券

预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 4.78/5.71/7.16 亿元，对应 EPS 分别为 1.07/1.28/1.61 元，对应 PE 估值分别为 17/15/12 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

表 5：可比公司估值情况（2019 年 08 月 19 日）

证券代码	证券简称	EPS（元）			PE		
		2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
300349	金卡智能	1.16	1.36	1.63	13	11	9
603338	浙江鼎力	1.39	1.86	2.51	44	33	24
600835	上海机电	1.24	1.35	1.55	16	15	13
603298	杭叉集团	0.88	1.05	1.20	13	11	10
平均值					22	18	14
603337	杰克股份	1.02	1.07	1.28	18	17	15

数据来源：Wind，西南证券整理

3 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。

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E	现金流量表（百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	4151.50	4401.00	5040.01	6200.27	净利润	455.33	479.03	571.58	717.20
营业成本	2985.74	3190.83	3635.85	4459.43	折旧与摊销	91.18	156.95	175.17	193.77
营业税金及附加	25.10	29.20	32.45	40.32	财务费用	-16.08	11.18	12.74	12.75
销售费用	220.02	233.25	267.12	328.61	资产减值损失	22.58	20.00	20.00	20.00
管理费用	235.60	484.11	544.32	657.23	经营营运资本变动	-30.84	-65.13	-95.97	-190.82
财务费用	-16.08	11.18	12.74	12.75	其他	-542.99	-92.98	-99.29	-109.86
资产减值损失	22.58	20.00	20.00	20.00	经营活动现金流净额	-20.83	509.07	584.23	643.04
投资收益	55.82	70.00	80.00	90.00	资本支出	-376.38	-200.00	-200.00	-200.00
公允价值变动损益	-55.26	0.00	0.00	0.00	其他	364.60	69.76	80.08	89.97
其他经营损益	0.00	50.00	50.00	50.00	投资活动现金流净额	-11.78	-130.24	-119.92	-110.03
营业利润	514.84	552.43	657.53	821.92	短期借款	0.37	77.86	0.00	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
利润总额	514.54	546.86	652.13	817.13	股权融资	29.25	0.00	0.00	0.00
所得税	59.21	67.82	80.56	99.92	支付股利	-99.20	-136.27	-143.52	-171.24
净利润	455.33	479.03	571.58	717.20	其他	-10.52	-42.79	-12.74	-12.75
少数股东损益	1.08	0.64	0.77	0.96	筹资活动现金流净额	90.12	-101.20	-156.26	-184.00
归属母公司股东净利润	454.25	478.39	570.81	716.24	现金流量净额	60.91	277.63	308.05	349.02
资产负债表（百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E	财务分析指标	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	181.75	459.38	767.43	1116.45	成长能力				
应收和预付款项	536.21	622.86	712.73	867.20	销售收入增长率	48.98%	6.01%	14.52%	23.02%
存货	908.18	1013.25	1140.57	1407.32	营业利润增长率	34.29%	7.30%	19.03%	25.00%
其他流动资产	750.97	1056.48	1108.96	1240.24	净利润增长率	40.57%	5.21%	19.32%	25.48%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	27.24%	22.14%	17.33%	21.65%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	1028.14	1106.20	1166.05	1207.30	毛利率	28.08%	27.50%	27.86%	28.08%
无形资产和开发支出	411.20	376.28	341.37	306.46	三费率	10.59%	16.55%	16.35%	16.11%
其他非流动资产	161.76	161.66	161.55	161.45	净利率	10.97%	10.88%	11.34%	11.57%
资产总计	3978.20	4796.10	5398.66	6306.41	ROE	17.94%	16.65%	17.29%	18.62%
短期借款	22.14	100.00	100.00	100.00	ROA	11.45%	9.99%	10.59%	11.37%
应付和预收款项	979.89	1435.84	1586.23	1918.52	ROIC	17.44%	17.01%	19.18%	22.12%
长期借款	173.60	173.60	173.60	173.60	EBITDA/销售收入	14.21%	16.37%	16.77%	16.59%
其他负债	265.07	209.51	233.62	263.13	营运能力				
负债合计	1440.70	1918.95	2093.44	2455.24	总资产周转率	1.10	1.00	0.99	1.06
股本	307.55	445.95	445.95	445.95	固定资产周转率	5.54	4.98	5.34	6.26
资本公积	744.34	605.94	605.94	605.94	应收账款周转率	12.20	9.37	9.71	10.03
留存收益	1462.80	1804.91	2232.20	2777.20	存货周转率	3.76	3.28	3.34	3.47
归属母公司股东权益	2490.16	2829.17	3256.46	3801.45	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	47.98	48.75	49.72	资本结构				
股东权益合计	2537.50	2877.15	3305.21	3851.17	资产负债率	36.21%	40.01%	38.78%	38.93%
负债和股东权益合计	3978.20	4796.10	5398.66	6306.41	带息债务/总负债	13.59%	14.26%	13.07%	11.14%
					流动比率	2.06	1.93	2.06	2.13
					速动比率	1.27	1.31	1.43	1.49
					股利支付率	21.84%	28.49%	25.14%	23.91%
					每股指标				
					每股收益	1.02	1.07	1.28	1.61
					每股净资产	5.69	6.34	7.30	8.52
					每股经营现金	-0.05	1.14	1.31	1.44
					每股股利	0.22	0.31	0.32	0.38
业绩和估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E					
EBITDA	589.94	720.57	845.44	1028.44					
PE	18.39	17.46	14.63	11.66					
PB	3.29	2.95	2.56	2.20					
PS	2.01	1.90	1.66	1.35					
EV/EBITDA	9.56	11.11	9.11	7.15					
股息率	1.19%	1.63%	1.72%	2.05%					

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@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	yyl@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn