

静待底部反转，股权激励彰显信心

投资要点

- **事件：**公司发布限制性股权激励方案。拟授予的限制性股票数量为158.4万股，人数11人，授予价格为9.4元/股，考核目标为，以2019年净利润为基数，2021~2023年净利润增长分别不低于50%、88%、125%。
- **静待底部反转，股权激励彰显信心。**2019年受中美贸易战及高基数影响，工缝机内销下滑约30%，外销下滑4.2%，整体销量下滑约18%至697万台左右，产量下滑22%至654万台左右，低于历史均值。2020年受疫情负面影响，工缝机行业景气度进一步下降。出口方面，根据中国缝制机械协会数据，2020年1-4月我国各类缝制机械产品出口均呈现出同比下滑态势，其中，出口工业缝纫机100.7万台，出口额3.3亿美元，同比分别下降17.8%和13.5%，4月当月，我国缝制机械行业工业缝纫机出口量20.9万台，出口额7333万美元，同比分别下降37.7%和26.8%。预计2020年工缝机行业下滑15%左右至590万台左右，接近历史低位。我们认为，随着疫情缓解，以及行业周期性复苏，行业销量有望迎来反转，公司作为行业龙头，有望更快迎来复苏，2021年股权激励目标净利润约等于2018年公司实际净利润，彰显公司对2021年行业反转及公司更快恢复发展的信心。
- **综合竞争优势强化，公司成为行业寡头概率更高。**公司竞争优势在于，成本端，规模优势+自制机电控；费用端，规模优势+专业人专注干专业事（民营企业，机制灵活，实控人75%股权，24年专注缝制设备领域）；质量端，研发投入超国内第二、三、四名总额，高端产品直逼日本重机；渠道端，超7000经销网点，便捷安装服务，发挥规模优势。公司过去5年销量增速持续高行业15~20个百分点，市占率年提升2~3个百分点，目前超过20%，排名第一，超出第二名约10个百分点，公司在成本、费用、质量、渠道等优势持续扩大，正向循环，有望铸就未来寡头。
- **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2020~2022年EPS分别为0.73/1.01/1.27元，对应PE分别为26/19/15倍，维持“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	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	3608.06	3156.78	3903.53	4672.83
增长率	-13.09%	-12.51%	23.66%	19.71%
归属母公司净利润（百万元）	301.44	322.31	449.78	565.94
增长率	-33.64%	6.93%	39.55%	25.82%
每股收益EPS（元）	0.68	0.73	1.01	1.27
净资产收益率ROE	11.22%	10.99%	13.69%	15.22%
PE	28	26	19	15
PB	3.07	2.90	2.58	2.28

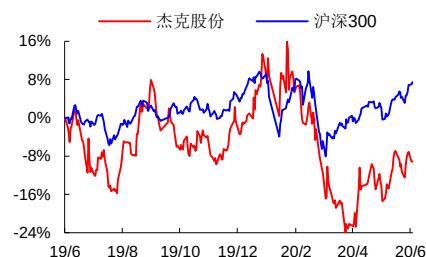
数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：倪正洋
 执业证号：S1250520030001
 电话：021-58352138
 邮箱：nzy@swsc.com.cn

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)	4.44
流通A股(亿股)	4.44
52周内股价区间(元)	15.9-24.15
总市值(亿元)	83.65
总资产(亿元)	41.85
每股净资产(元)	6.11

相关研究

1. 杰克股份（603337）：2020Q1扣非净利润同降14.9%，符合预期（2020-04-21）
2. 杰克股份（603337）：减值损失影响短期业绩，2020年有望恢复增长（2020-03-31）
3. 杰克股份（603337）：业绩拐点，估值底部，未来寡头，战略配置（2019-11-24）
4. 杰克股份（603337）：需求放缓短期承压，看好龙头强者恒强（2019-08-20）

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，2019 年需求承压，2020 年短期受疫情影响，景气度进一步下行，全年假设-15%增长，销量接近历史底部，2021、2022 年恢复增长，增速分别为 25%、20%，价格不变，毛利率分别为 26.5%、27%、27%。

假设 2：裁床及铺布机业务持续稳健增长，2020 年销量短期承压，2021 年较快恢复，假设 2020~2022 年销量增速分别为-5%、20%、20%，毛利率稳定在 42%。

基于以上假设，我们预测公司 2020-2022 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
合计	收入	3,608	3,157	3,904	4,673
	同比	-13.09%	-12.51%	23.66%	19.71%
	成本	2,560	2,232	2,748	3,291
	毛利	1,048	925	1,155	1,382
	毛利率	29.05%	29.30%	29.59%	29.58%
工业缝纫机	收入	2,953	2,510	3,137	3,765
	同比	-16.46%	-15.00%	25.00%	20.00%
	成本	2,171	1,845	2,290	2,748
	毛利	781	665	847	1,016
	毛利率	26.46%	26.50%	27.00%	27.00%
裁床及铺布机	收入	489	464	557	668
	同比	-2.19%	-5.00%	20.00%	20.00%
	成本	283	269	323	388
	毛利	206	195	234	281
	毛利率	42.17%	42.00%	42.00%	42.00%
衬衫及牛仔 自动缝制设备	收入	160	177	203	233
	同比	40.65%	10.00%	15.00%	15.00%
	成本	103	115	132	152
	毛利	57	62	71	82
	毛利率	35.67%	35.00%	35.00%	35.00%
其他业务	收入	6	6	6	6
	同比	86.92%	0.00%	0.00%	0.00%
	成本	3	3	3	3
	毛利	4	3	3	3
	毛利率	56.57%	50.00%	50.00%	50.00%

数据来源：Wind，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	3608.06	3156.78	3903.53	4672.83	净利润	305.55	324.73	453.16	570.18
营业成本	2559.74	2231.79	2748.33	3290.76	折旧与摊销	111.83	176.12	204.30	227.89
营业税金及附加	24.40	20.59	25.77	30.73	财务费用	2.79	0.00	0.00	0.00
销售费用	228.88	189.41	226.40	271.02	资产减值损失	-71.57	30.00	30.00	30.00
管理费用	221.57	347.25	421.58	495.32	经营营运资本变动	582.95	61.29	-12.04	-122.53
财务费用	2.79	0.00	0.00	0.00	其他	-680.16	-52.98	-69.24	-89.88
资产减值损失	-71.57	30.00	30.00	30.00	经营活动现金流净额	251.39	539.16	606.18	615.67
投资收益	26.94	20.00	40.00	60.00	资本支出	-409.49	-200.00	-200.00	-200.00
公允价值变动损益	-33.78	0.00	0.00	0.00	其他	395.23	162.32	-7.44	75.81
其他经营损益	0.00	20.00	30.00	40.00	投资活动现金流净额	-14.26	-37.68	-207.44	-124.19
营业利润	356.62	377.74	521.45	654.99	短期借款	77.09	0.77	0.00	0.00
其他非经营损益	-12.24	-9.62	-9.00	-10.04	长期借款	-44.05	0.00	0.00	0.00
利润总额	344.37	368.13	512.45	644.95	股权融资	10.93	0.00	0.00	0.00
所得税	38.82	43.40	59.29	74.77	支付股利	-159.93	-90.43	-96.69	-134.94
净利润	305.55	324.73	453.16	570.18	其他	-0.79	-42.10	0.00	0.00
少数股东损益	4.11	2.42	3.38	4.25	筹资活动现金流净额	-116.74	-131.76	-96.69	-134.94
归属母公司股东净利润	301.44	322.31	449.78	565.94	现金流量净额	121.99	369.72	302.04	356.54
资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	财务分析指标	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	378.95	748.67	1050.71	1407.26	成长能力				
应收和预付款项	460.41	562.13	550.97	672.41	销售收入增长率	-13.09%	-12.51%	23.66%	19.71%
存货	1014.60	814.89	1035.07	1230.78	营业利润增长率	-30.73%	5.92%	38.04%	25.61%
其他流动资产	527.12	347.77	410.14	409.71	净利润增长率	-32.89%	6.28%	39.55%	25.82%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-20.12%	17.54%	31.03%	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	1350.64	1410.10	1441.38	1449.07	毛利率	29.05%	29.30%	29.59%	29.58%
无形资产和开发支出	341.29	305.76	270.22	234.68	三费率	12.56%	17.00%	16.60%	16.40%
其他非流动资产	103.65	103.61	103.56	103.52	净利率	8.47%	10.29%	11.61%	12.20%
资产总计	4176.67	4292.92	4862.06	5507.43	ROE	11.22%	10.99%	13.69%	15.22%
短期借款	99.23	100.00	100.00	100.00	ROA	7.32%	7.56%	9.32%	10.35%
应付和预收款项	890.82	875.32	1050.07	1225.95	ROIC	12.09%	13.87%	19.19%	22.89%
长期借款	129.55	129.55	129.55	129.55	EBITDA/销售收入	13.06%	17.55%	18.59%	18.89%
其他负债	334.04	234.58	272.50	306.74	营运能力				
负债合计	1453.65	1339.45	1552.13	1762.25	总资产周转率	0.88	0.75	0.85	0.90
股本	445.95	444.49	444.49	444.49	固定资产周转率	4.14	3.20	3.46	3.90
资本公积	616.87	618.33	618.33	618.33	应收账款周转率	8.57	7.93	9.30	9.91
留存收益	1606.98	1838.87	2191.96	2622.96	存货周转率	2.62	2.40	2.92	2.87
归属母公司股东权益	2657.07	2885.10	3238.19	3669.19	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	100.91%	—	—	—
少数股东权益	65.95	68.37	71.74	75.99	资本结构				
股东权益合计	2723.02	2953.47	3309.94	3745.18	资产负债率	34.80%	31.20%	31.92%	32.00%
负债和股东权益合计	4176.67	4292.92	4862.06	5507.43	带息债务/总负债	15.74%	17.14%	14.79%	13.03%
					流动比率	1.97	2.26	2.33	2.45
					速动比率	1.13	1.52	1.54	1.64
					股利支付率	53.05%	28.06%	21.50%	23.84%
					每股指标				
					每股收益	0.68	0.73	1.01	1.27
					每股净资产	6.13	6.49	7.29	8.25
					每股经营现金	0.57	1.21	1.36	1.39
					每股股利	0.36	0.20	0.22	0.30
业绩和估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E					
EBITDA	471.23	553.86	725.75	882.88					
PE	27.75	25.95	18.60	14.78					
PB	3.07	2.90	2.58	2.28					
PS	2.32	2.65	2.14	1.79					
EV/EBITDA	16.45	13.47	9.80	7.67					
股息率	1.91%	1.08%	1.16%	1.61%					

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
持有：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 指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%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
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@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
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn