



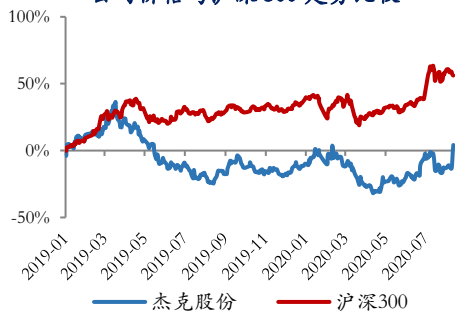
杰克股份：杰而不凡，克难上行

投资评级：买入（首次）

报告日期：2020-08-17

收盘价（元）	24.19
近 12 个月最高/最低（元）	26.50/15.40
总股本（百万股）	444.49
流通股本（百万股）	444.49
流通股比例（%）	100.00
总市值（亿元）	107.52
流通市值（亿元）	107.52

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：李疆

执业证书号：S0010520060005

电话：0551-65161835

邮箱：lij@hazq.com

分析师：范云浩

执业证书号：S0010520070002

电话：0551-65161835

邮箱：fanyh@hazq.com

主要观点：

杰克股份是全球领先的缝制机械制造商，也是目前全球唯一一家同时布局缝前与缝中设备的缝机供应商。工业缝纫机是公司的核心业务，未来公司有望打通产业链，将智能裁床、智能缝纫设备以及智能生产管理系统（IPMS）无缝连接，实现服装智能制造成套解决方案。我们认为，投资杰克股份，核心的关注点乃是：

①正视杰克股份缝机业务以及智能缝制解决方案是解决下游服装厂行业痛点的治本之道，而非拖累服装厂经营的负担。

部分市场人士认为，下游服装行业不景气，其上游缝制设备是日薄西山的夕阳行业。而我们认为，服装消费作为必须消费长期具备刚性，缝制设备行业的发展与改进正是解决服装厂如何实现“降低人工成本”、“摆脱熟练工”、“节省原材料”及“提高生产效率”等关键问题的良方。而杰克股份作为全球缝制设备的龙头企业更是推动整个服装行业向智能化方向转型升级的先行者，排头兵。

②行业下行周期优化竞争格局，疫情加速探底拐点临近，设备弹性大。

无论行业上行周期与下行周期，杰克股份表现均明显优于行业及竞争对手，彰显公司发展韧性。疫情催化行业加速探底，进一步出清中小竞争对手，为杰克未来发展铺平道路。杰克加大智能生产线投入及产能准备，未来配合行业上行周期集中释放竞争优势。我们判断，行业上行拐点大概率出现于 21 年 Q1。而缝机单价并不昂贵，以申洲国际为例资本开支设备占总营收比重约为 4% 左右，服装厂有能力承担设备投入，行业回暖设备弹性大。

③市场扩容及公司市占率朝垄断方向迈进是公司长期成长性的保证。

服装“快销化”叠加服装厂“去技能化”带动智能设备需求。传统缝制设备单价 2000-3000 元/台，对应全球缝制设备市场空间 300 亿人民币左右市场空间。随着智能缝制设备渗透率提升，缝制设备未来扩容至千亿级市场是大势所趋。测算 19 年杰克全球市占率约 11%，CR2<30%，国内大部分产能落后，存在极大的整合空间。海外主要竞争对手日系品牌日本重机及日本兄弟缝机业务均属于衰退期，逐步丧失产品迭代、产能爬坡、及销售建设的能力。彼退我进，助力杰克未来市占率朝垄断方向迈进。

投资建议：预计 2020-2022 年公司 EPS 分别为 0.65/1.19/1.45 元，对应 PE 36.91/20.21/16.59X。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示:

行业复苏力度不及预期，疫情反复影响缝制设备需求，服装厂智能化升级逻辑被证伪、缝前设备及自动化缝制设备渗透率不及预期。

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	3608.06	3600.62	5381.72	6360.59
收入同比(%)	-13.09%	-0.21%	49.47%	18.19%
归属母公司净利润	301.44	291.31	531.91	648.25
净利润同比(%)	-33.64%	-3.36%	82.59%	21.87%
毛利率(%)	29.05%	26.71%	25.19%	21.56%
ROE(%)	11.34%	9.88%	15.28%	15.70%
每股收益(元)	0.68	0.65	1.19	1.45
P/E	35.55	36.91	20.21	16.59
P/B	4.03	3.63	3.08	2.60
EV/EBITDA	22.29	-1.60	-0.94	-1.32

资料来源: wind, 华安证券研究所

正文目录

1 公司介绍：缝机之王，民企典范	6
1.1 主营缝制设备，致力于打造服装智能制造成套解决方案供应商	6
1.2 内生外延双管齐下，铸就公司辉煌成长史	6
1.3 家族式企业，实控人持股超 70%	7
1.4 业绩短期承压，静待行业复苏	8
1.4.1 业绩短期内受制于全球贸易不确定性及纺织服装行业景气度压制	8
1.4.2 工业缝纫机业务是公司主要营收和利润来源，裁床、自动化缝制设备逆周期稳定增长	8
1.4.3 公司产品远销海外，2019 年海外业务占比过半	9
2.业务布局：人无我有，人有我优	10
2.1 杰克股份是全市场唯一同时布局缝前和缝中设备的供应商	10
2.2 工业缝纫机业务	11
2.2.1 公司工业缝纫机品类齐全	11
2.2.2 预计全球工业缝纫机市场空间约 300 亿人民币左右	13
2.2.3 杰克股份稳居全球工业缝纫机领域第一梯队	14
2.3 裁床（含铺布机）业务	15
2.3.1 收购德国奔马进军裁床业务	15
2.3.2 国内裁床渗透率提升，市场逐步扩容	16
2.3.3 公司裁床业务成长性强，潜力巨大	17
2.4 自动缝制设备业务	18
3 竞争优势：内修管理，外拓渠道	19
3.1 难以复制的成套管理制度	19
3.2 股权激励深度绑定核心骨干	21
3.3 风雨同舟，与供应商、经销商建立深度合作伙伴关系	21
3.4 渠道下沉，因地制宜布局海外	22
4 拐点判断：加速探底，复苏强劲	24
4.1 明年年初公司有望迎来向上拐点	24
4.2 服装厂两极化方向发展，行业上行设备需求弹性较大	24
4.3 彼退我进，杰克股份市占率朝垄断方向迈进	26
5 投资建议：逢低布局，静待腾飞	29
5.1 投资要点	29
5.2 分产品营收预测及可比公司	30
5.3 盈利预测	31
5.4 风险提示	31
财务报表与盈利预测	32

图表目录

图表 1 公司产品主要包括缝制机械板块、裁剪板块、自动化业务板块三大类	6
图表 2 杰克股份：内生外延双管齐下，加速向“服装智能制造成套解决方案供应商”转型升级	7
图表 3 杰克股份是典型的家族式企业，大股东是阮积祥、胡彩芳夫妇	7
图表 4 杰克股份历年营业收入及同比	8
图表 5 杰克股份历年归母净利润及同比	8
图表 6 2019 年公司毛利率略微提高	8
图表 7 2019 年公司期间费用率较 2018 年高出 2.7PCT	8
图表 8 工业缝纫机业务为公司第一大收入来源	9
图表 9 2019 年公司营业收入构成	9
图表 10 2019 年，公司海外营收占比过半	9
图表 11 2018 年国内行业景气，海外收入占比略微下降	9
图表 12 杰克股份历年海外营收及同比	10
图表 13 杰克股份历年汇兑损益	10
图表 14 缝制设备可分为缝前设备、缝中设备、缝后设备	10
图表 15 公司是目前全市场唯一同时布局缝前与缝中设备的供应商	11
图表 16 杰克股份工业缝纫机代表性产品	12
图表 17 与海外竞争对手相比公司定价优势明显	13
图表 18 中国百家整机企业与海外主流整机厂工业缝纫机业务收入合计	13
图表 19 公司工业缝纫机业务增长迅猛，是公司目前核心业务	14
图表 20 2019 年杰克股份工业缝纫机全球市占率约为 11%	14
图表 21 2019 年杰克股份在头部缝机厂商的市占率为 22.23%	15
图表 22 2019 年杰克股份工业缝纫机收入全球排名第二	15
图表 23 杰克股份铺布机（含裁床）代表性产品	16
图表 24 裁床设备效益分析	16
图表 25 国内裁床销量逐年升高	17
图表 26 国内裁床销量增速高于缝机，正加速渗透	17
图表 27 国内裁床需求量约 4.5~6 万台，预测 3 年内市场最高可达 200~270 亿 RMB	17
图表 28 裁床业务 2013-2018 年一直保持正增长	18
图表 29 裁床业务毛利较公司综合毛利率高 15PCT 左右	18
图表 30 自动缝制设备与普通电脑车对比	19
图表 31 杰克股份经过多年沉淀建立难以复制的成套管理体系	20
图表 32 实行员工持股与管理层股权激励深度绑定核心骨干	21
图表 33 杰克股份供应商大会现场	22
图表 34 杰克股份经销商大会现场	22
图表 35 我国制造业就业人员平均工资（年）不断攀升	23
图表 36 劳动力价格指数显示我国劳动力成本较高	23
图表 37 东南亚地区服装出口全球占比不断提升	23
图表 38 我国缝机出口主要销往东南亚地区	23
图表 39 缝制机械行业具有明显周期性，疫情加速行业探底	24
图表 40 全球服装年出口额及同比变化	25
图表 41 2011 年起我国服装行业步入成熟稳定期	25

图表 42 2017 年后纺织服装固定资产完成额保持平稳	25
图表 43 纺织服装企业数在降低	26
图表 44 服装网络销售额已超过线下销售额	26
图表 45 申洲国际历年资本开支占营收比重	26
图表 46 申洲国际历年资本开支中设备占比	26
图表 47 杰克股份与行业可比公司营收对比	27
图表 48 杰克股份与行业可比公司利润对比	27
图表 49 日本重机资产负债率居高不下，不具备加杠杆扩产能力	28
图表 50 日本兄弟工业缝纫机营收占比不足 5%，不会是公司业务发展重点	28
图表 51 杰克股份分产品营收预测	30
图表 52 杰克股份可比公司估值表	30

1 公司介绍：缝机之王，民企典范

1.1 主营缝制设备，致力于打造服装智能制造成套解决方案供应商

杰克股份是全球领先的缝制机械制造商。公司的主营业务为缝制设备的研发、生产和销售，包括工业缝纫机、裁床、铺布机、自动缝制设备等缝中、缝前设备，以及电机、电控等缝制机械重要零部件。其中工业缝纫机是公司的核心业务，2015-2019 年营收占比始终维持在 80% 以上。裁床、铺布机业务是公司 2009 年收购德国拓卡、奔马拓展而来的业务，衬衫和牛仔服自动缝制设备是公司 2017/2018 年分别收购了两家意大利公司迈卡和威比玛而开拓的新业务。公司产销规模常年位居全球缝制设备制造商首位。

图表 1 公司产品主要包括缝制机械板块、裁剪板块、自动化业务板块三大类

缝制机械板块		裁剪板块	自动化业务板块
平缝机	包缝机	裁床	衬衫自动化设备
			
绷缝机	特种机	铺布机	牛仔服自动化设备
			

资料来源：杰克股份官网，华安证券研究所

1.2 内生外延双管齐下，铸就公司辉煌成长史

杰克缝纫机股份有限公司创建于 2003 年 8 月，其工业缝纫机业务可追溯到 1995 年 7 月。公司植根于有着“中国缝制设备之都的台州”，逐步壮大。2006 年，公司聘请职业经理人赵新庆担任公司董事长，并引进了先进的 IPD（集成产品开发理念），形成了完善的成套工业管理体系。2009 年，公司开启了中国缝纫行业民企海外收购兼并的先河，收购了国际著名裁床企业德国奔马；2017 年 7 月，杰克成功并购拥有 40 多年历史的意大利衬衫制造专家—MAICA（迈卡）公司；2018 年 7 月，杰克再次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。收购这些缝制设备细分领域的国际顶级企业，为杰克的发展带来巨大的助力。通过内生外延双管齐下的方式，杰克股份正加速从“缝制设备制造商”向“服装智能制造成套解决方案服务商”转型升级。

图表 2 杰克股份：内生外延双管齐下，加速向“服装智能制造成套解决方案供应商”转型升级

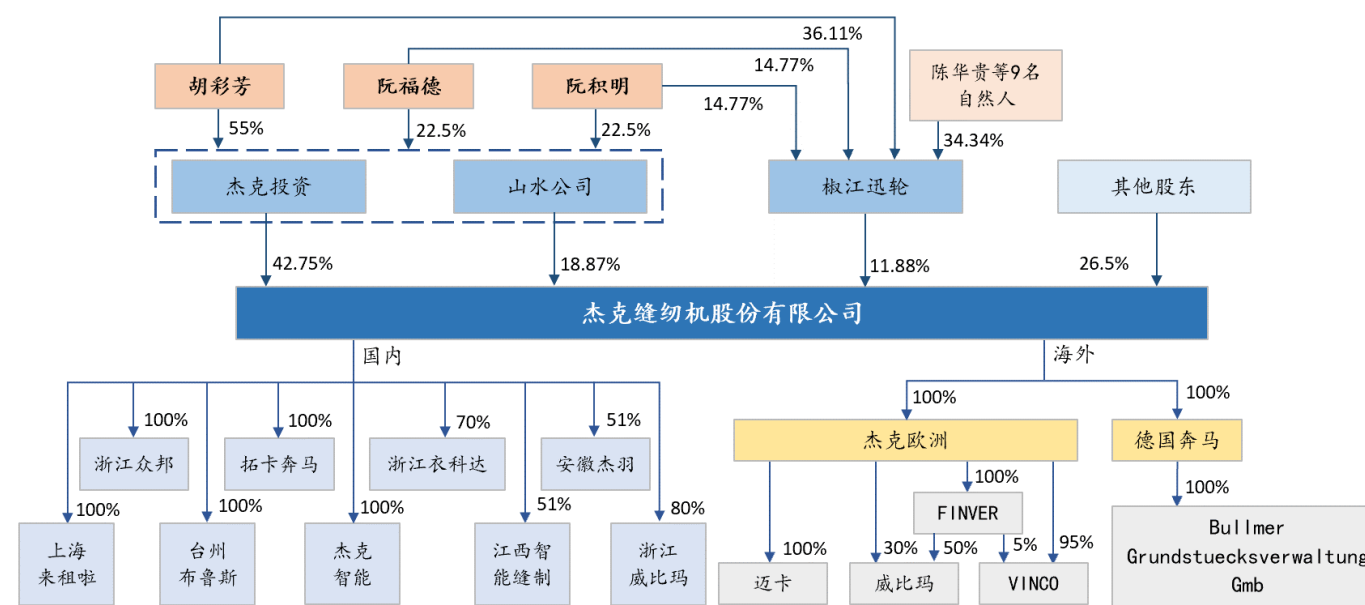


资料来源：杰克股份官网，华安证券研究所

1.3 家族式企业，实控人持股超 70%

公司是典型的家族式企业，实际控制人为胡彩芳、阮积祥（与胡彩芳是夫妻关系，与阮福德、阮积明是兄弟关系）和阮福德、阮积明。实际控制人通过杰克投资有限公司、LAKE VILLAGE（山水公司）、椒江迅轮间接控制上市公司。实控人控股比例超过 70%，大股东阮积祥夫妻持股 38.81%。

图表 3 杰克股份是典型的家族式企业，大股东是阮积祥、胡彩芳夫妇



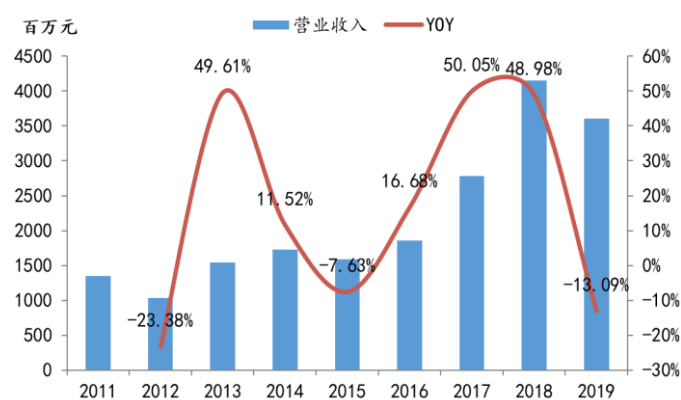
资料来源：杰克股份官网，华安证券研究所

1.4 业绩短期承压，静待行业复苏

1.4.1 业绩短期内受制于全球贸易不确定性及纺织服装行业景气度压制

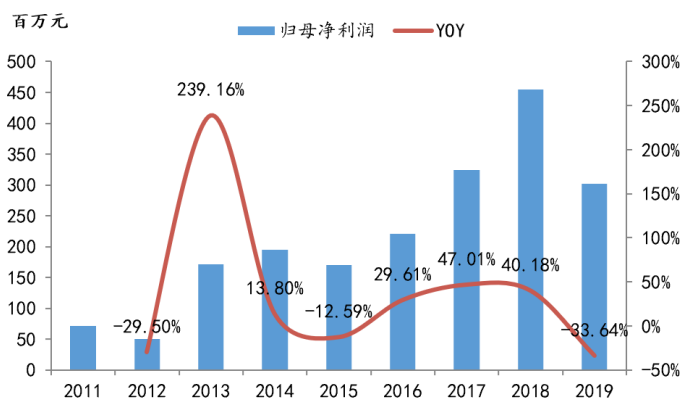
受制于全球贸易不确定性及纺织服装行业景气度压制，2019 年公司实现营业收入 36.08 亿元，yoy-13.09%；实现归母净利润 3.01 亿元，yoy-33.64%，利润下滑高于收入下滑主要系人工折旧费用具有一定刚性及公司出于对意大利 FINVER、VBM、VINCO 计提商誉减值准备 5,939 万元。2019 年公司实现销售毛利率 29.05%；销售净利率 8.47%，相比 2018 年均有一定程度下滑。

图表 4 杰克股份历年营业收入及同比



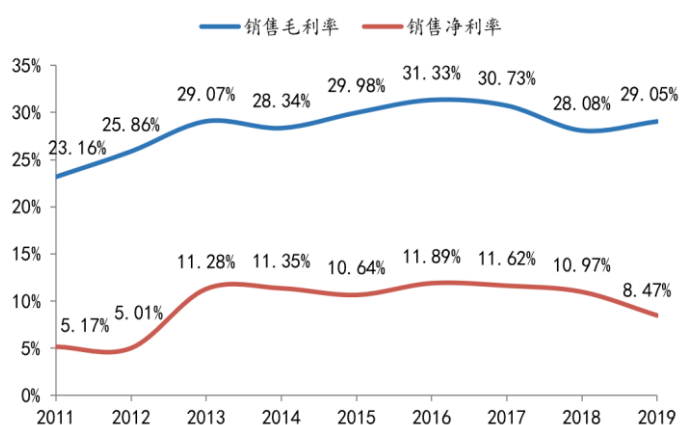
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 5 杰克股份历年归母净利润及同比



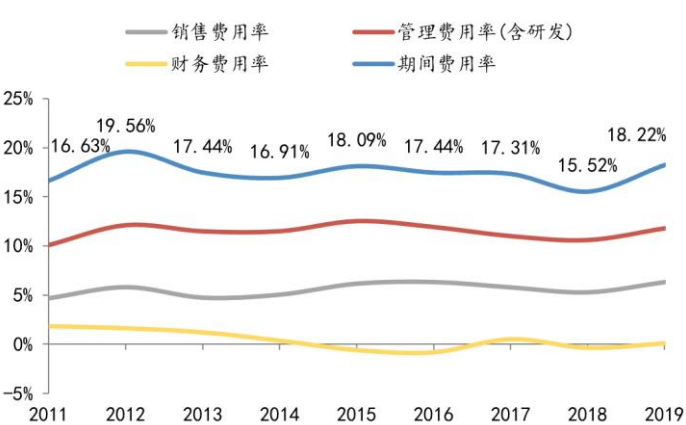
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 6 2019 年公司毛利率略微提高



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 7 2019 年公司期间费用率较 2018 年高出 2.7pct



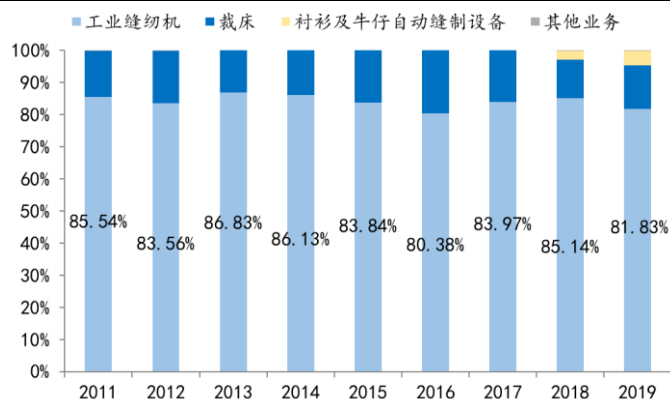
资料来源：wind，华安证券研究所

1.4.2 工业缝纫机业务是公司主要营收和利润来源，裁床、自动化缝制设备逆周期稳定增长

公司核心业务为工业缝纫机，贡献公司主要营收及利润来源，2017-2019 年，公司

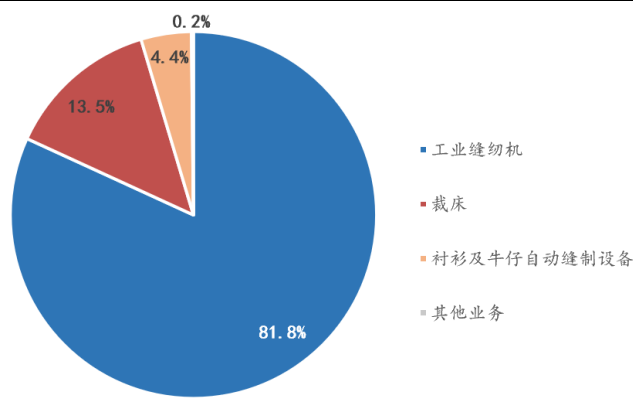
工业缝纫机业务分别实现营业收入 23.40/35.34/29.53 亿元，营收占比分别为 83.97%/85.14%/81.83%；裁床分别实现销售收入 4.45/5.00/4.89 亿元，营收占比分别为 15.96%/12.03%/13.54%。2018 年迈卡、威比玛并表后，2018-2019 公司营业收入为 1.14/1.60 亿元，营收占比分别为 2.75%/4.45。我们认为，未来随着模板机、裁床、铺布机、吊挂等市场认可度提高，加速渗透，公司未来的业务结构可能发生一定变化。

图表 8 工业缝纫机业务为公司第一大收入来源



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 9 2019 年公司营业收入构成

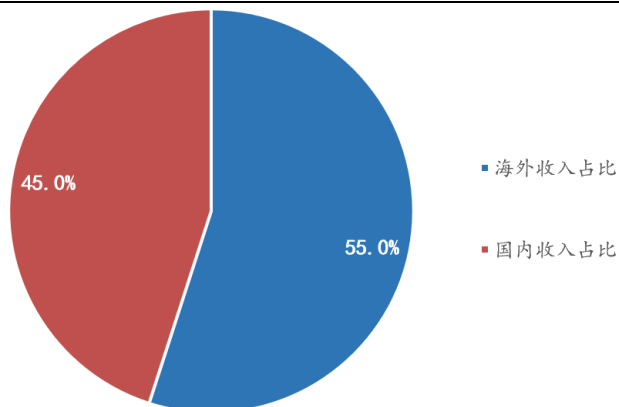


资料来源：wind，华安证券研究所

1.4.3 公司产品远销海外，2019 年海外业务占比过半

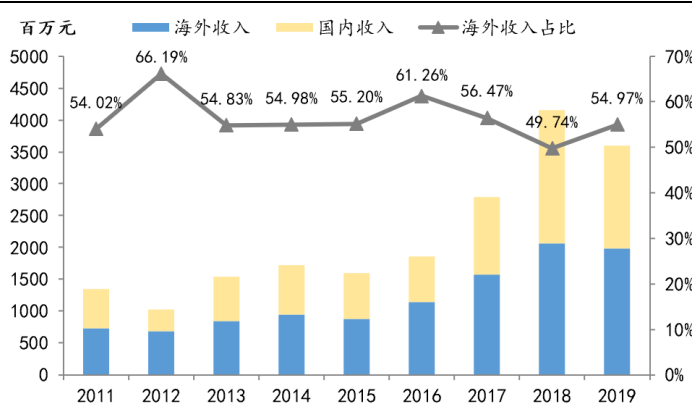
下游服装代工厂向东南亚地区转移趋势明显，公司积极布局海外市场，并在越南、印度、缅甸、柬埔寨、孟加拉等新兴市场开拓顺利，公司海外营收占比随之扩大。2011 年以来，公司海外营收占比始终保持在 50% 以上。2019 年，公司实现海外营收 19.8 亿元，yoy-4.05%，占总营收比重为 55.0%。预计今年在全球贸易摩擦及疫情双重影响之下，国内需求率先复苏，公司内销占比有望扩大。

图表 10 2019 年，公司海外营收占比过半



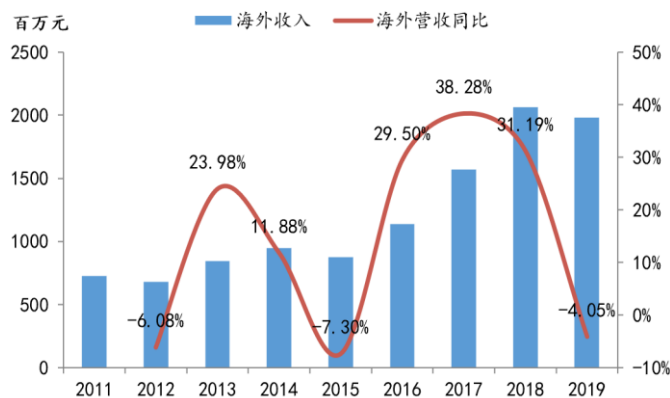
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 11 2018 年国内行业景气，海外收入占比略微下降



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 12 杰克股份历年海外营收及同比



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 13 杰克股份历年汇兑损益



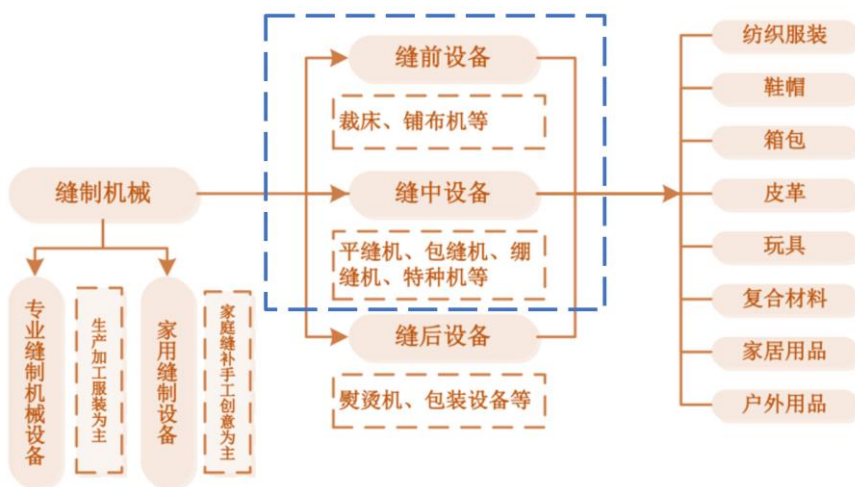
资料来源: wind, 华安证券研究所

2. 业务布局: 人无我有, 人有我优

2.1 杰克股份是全市场唯一同时布局缝前和缝中设备的供应商

按缝制工序先后顺序。缝制设备主要包括三大类: 缝前设备、缝中设备和缝后设备。缝前设备主要包括裁床、铺布机等用于裁剪、铺布等缝制前道工序的加工设备; 缝中设备主要包括平缝机、包缝机、绷缝机和特种机等用于缝制工序的加工设备; 缝后设备主要包括熨烫、包装设备等用于熨烫、包装等服装生产后道工序的机械设备。杰克股份是目前全市场唯一同时布局缝前和缝中设备的供应商, 未来有望打通产业链, 将智能裁床、智能缝制设备以及智能生产管理系统 (IPMS) 无缝连接, 实现服装智能制造成套解决方案。

图表 14 缝制设备可分为缝前设备、缝中设备、缝后设备



资料来源: 杰克股份招股说明书, 华安证券研究所

图表 15 公司是目前全市场唯一同时布局缝前与缝中设备的供应商

缝前设备 (裁剪板块)	国内企业	杰克股份 (拓卡奔马) 长园集团 (上海和鹰)	缝中设备 (缝制设备)	国内企业	杰克股份 上工申贝 中捷资源 标准股份	缝后设备	国内企业	深圳汉明威等
	海外企业	法国力克 美国博格		海外企业	日本重机 日本兄弟 日本飞马 台湾高林		海外企业	德国威捷集团 曼克斯

资料来源：华安证券研究所绘制整理

2.2 工业缝纫机业务

2.2.1 公司工业缝纫机品类齐全

工业缝纫机是服装、箱包、鞋帽等行业生产加工的主要设备，公司的主要缝纫机包括平缝机、包缝机、绷缝机、特种机和罗拉车等系列产品。其中：

平缝机：连杆挑线、旋梭勾线，用一根缝纫线，在缝料上形成一种线迹，使一层或多层缝料交织或缝合起来的机器。平缝缝纫机能缝制棉、麻、丝、毛、人造纤维等织物和皮革、塑料、纸张等制品，通常分为薄料和厚料两种用途，其中薄料一般用于针织、内衣、衬衫、制服等，厚料一般用于各类运动服、牛仔裤、时装、大衣、鞋帽、皮仔、箱包等。平缝机是缝纫设备中最基本的车种，在缝制中是最简单的线迹。平缝机具有缝纫速度快、操作简便、线迹平整均匀的特点。

包缝机：针杆挑线，弯针勾线，具有切料装置，用于包边，防止服装的缝头起毛，缝合 T 恤、运动服、内衣、针织等面料形成链式线迹的设备。

绷缝机：针杆挑线，弯针勾线，用于缝制针织内衣、运动衣裤、T 恤衫、胸罩、束腰裙松紧带等各种弹性织物的领口、袖口等的设备。

特种机：用于某种某种专门缝纫工艺的缝制机械设备，如加固机（又称套结机）、锁眼机、花样机、钉扣机、缝纫单元等。

图表 16 杰克股份工业缝纫机代表性产品

种类	具体型号	图例
工业缝纫机	平缝机 A5E 大空间电脑平缝机、A4E 声音轻的电脑平缝机、A6F 防错层电脑平缝机、A5 不用剪线头电脑平缝机、A4 会说话电脑平缝机、A3 高速电脑平缝机、JK-58450J 双针电脑平缝机、JK-5559G 告诉侧切刀电脑平缝机、JK-1000F 防错层电脑平缝机、JK-990 不用剪线头电脑平缝机、JK-2290D 高速全电子曲折缝、JK-2284B 高速电脑曲折缝、JK-8558G 机电一体链式平缝机	
	包缝机 C5S(气动) 不用剪线头的气动电脑包缝机、C5(气动) 不用剪线头的气动电脑包缝机、C5(电动) 厚薄可调的电脑包缝机、C4 会说话超快电脑包缝机、C3 超高速电脑包缝机、E4S 厚薄可调的直驱包缝机、E4 机电一体超高速包缝机、E3 高速直驱节能包缝机、JK-798TE 差动送料超高速电脑包缝机、JK-797DI 细嘴超高速包缝机	
	绷缝机 W4 平台式高速绷缝机、K4 小方头高速电脑绷缝机、JK-8670BD II-UT 细筒式高速电脑绷缝机、JK-8009VCDII/UTL 高速电脑多针机	
	厚料机 罗拉车: JK-6891 智控电脑罗拉车、JK-6691 高速电脑罗拉车、JK-6681 细嘴电脑罗拉车 平缝机: H5 电脑上下复合送料平缝机、JK-2060G 上下复合送料三同步电脑平缝机、JK-2030G 上下复合送料三同步电脑平缝机、JK-2030G 上下复合送料双同步电脑平缝机	
	特种机 钉扣机: JK-T1900G 不用剪线头高速电脑套结钉扣机、JK-T1377E 花样快速切换钉扣机、JK-T373E 机电一体钉扣机 模板机: MS-90A 防断线大底座模板机、MG-60A 小型工艺模板机 花样机: JK-T3020 多工艺电脑花样机、JK-T6040/10040 多工艺电脑花样机、JK-T1310/2210 多工艺电脑花样机 开袋机: JK-T5878-68B/78 全自动开袋机 门襟机: JK-T5878-58G 全自动门襟机 锁眼机: JK-T1790B 不用剪线头电脑平头锁眼机、JK-T781E 经济高效平头锁眼机 曲腕机: JK-T9270D/9280D 机电一体曲腕机、	

资料来源：杰克股份官网，安证券研究所

图表 17 与海外竞争对手相比公司定价优势明显

	日本重机		日本兄弟		杰克股份	
	型号	价格 (元)	型号	价格 (元)	型号	价格 (元)
单针平缝机	DDL-8700	2300	S-1110A (停产)		F4	1850
	DDL-8700B-7 (直驱电脑一体机)	4500	S-7100A	4000	A4	2880
	DDL-900B	4100	S-7250A	4500	A5	3250
	DDL-9000C	6400	S-7300A	5600	A20	4800
双针平缝机	LH-3528A-7	18000	T-8422C	16000	JK-58420J-403E	8800
	LH-3528A	9500	T-8420C	9500	JK-58420B-003	4280
	LH-3568A-7	21000	T-8452C	20000	JK-58450J-403E	10000
	LH-3568A	24900	T-8450C	12000	JK-58450B-003	
	LH-3588A-7	—	T-8752C	22000	JK-58450J-403E	
钉扣缝纫机	MB-1373	7980	BE-438FXII	19000	JK-373 (停产)	
	MB-1377	9580			JK-T1377E	5200
锁眼缝纫机	LBH-1790AN系列	24000	HE-800B	32000	JK-T1790B	17000

资料来源：各公司官网，华安证券研究所整理

2.2.2 预计全球工业缝纫机市场空间约 300 亿人民币左右

中国缝制机械协会统计跟踪的百家整机企业数据显示，2019 年百家整机企业主营业务收入为 197.3 亿元。2019 年，海外主要缝制设备企业工业缝纫机板块营收情况如下：日本重机 (6440.T) 营收 40.74 亿元，日本兄弟 (6448.T) 营收 17.72 亿元，日本飞马 (6262.T) 营收 7.86 亿元，台湾高林 (1531.TW) 营收 4.85 亿元。测算 2019 年全球主要缝纫机生产厂商工业缝纫机业务总营收约 268 亿人民币。我们预计全球主流缝机厂商占全球缝机市场份额约 90%，以此推算全球工业缝纫机市场空间约 300 亿人民币。

图表 18 中国百家整机企业与海外主流整机厂工业缝纫机业务收入合计

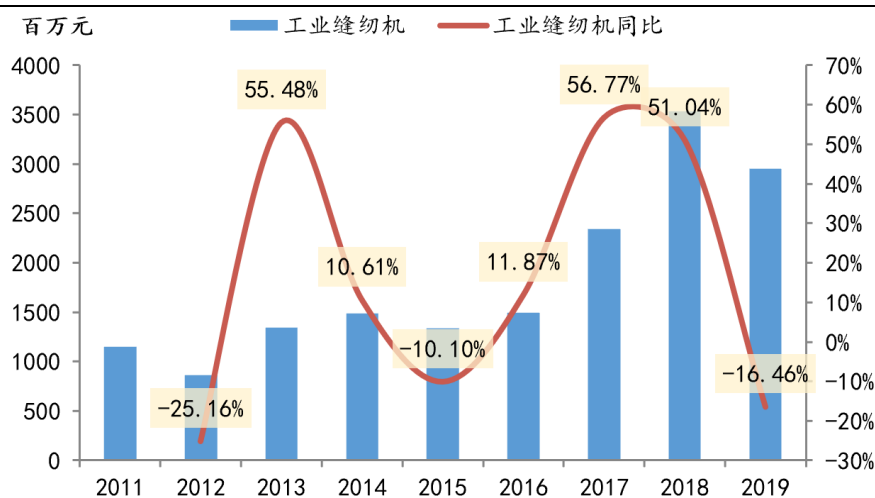
单位：(亿人民币)	2017	2018	2019
百家整机企业收入	197.67	208.17	197.3
日本重机工业缝纫机收入	41.59	44.12	40.72
日本兄弟工业缝纫机收入	18.57	19.76	17.72
日本飞马工业缝纫机收入	8.49	9.81	7.86
台湾高林工业缝纫机收入	5.00	5.84	4.85
合计	271.32	287.7	268.45

资料来源：中国缝机协会，Bloomberg，安证券研究所

2.2.3 杰克股份稳居全球工业缝纫机领域第一梯队

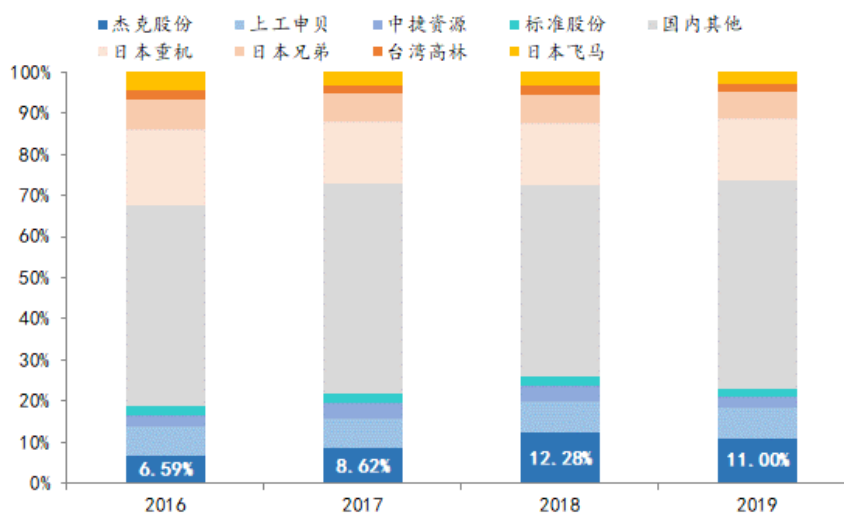
2016 年起我国工业缝纫机行业逐步回暖，公司凭借多年产品研发、精益生产、供应链管理、销售网络等优势迅速抢占市场，工业缝纫机业务增长迅猛。2016-2019 年，公司缝纫机板块营收分别为 14.93/23.40/35.34/29.53 亿元，同比增速 11.87%/56.77%/51.04%/-16.46%。杰克股份在工业缝纫机领域市占率提升明显，我们测算，2016-2019 年杰克股份全球工业缝纫机市场市占率分别为 6.59%/8.62%/12.28%/11.00%。相较于全球主要竞争对手（均为上市公司），2016-2019 年，杰克股份在全球头部缝机厂商市占率分别为 12.34%/17.61%/22.94%/22.23%。2017 年后，公司市占率稳居全球前二，成功跻身全球第一梯队，并与第二梯队的竞争优势逐渐拉大。

图表 19 公司工业缝纫机业务增长迅猛，是公司目前核心业务



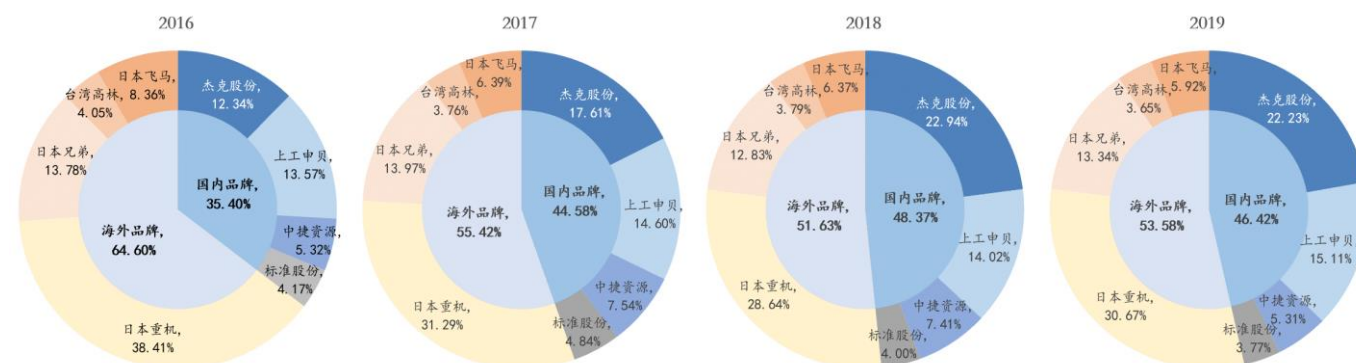
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 20 2019 年杰克股份工业缝纫机全球市占率约为 11%



资料来源：中国缝制机械协会，Bloomberg，华安证券研究所（*以上市场份额按各公司工业缝机收入除以中国百家整机企业与海外主流整机厂工业缝纫机业务收入合计）

图 表 21 2019 年杰克股份在头部缝机厂商的市占率为 22.23%



资料来源：wind，Bloomberg，华安证券研究所（*以上市占率）

图 表 22 2019 年杰克股份工业缝纫机收入全球排名第二

公司名称	公司介绍	2019年单项业务营收（亿元）
日本重机	JUKI株式会社成立于1938年，是一家主营业务为缝制机械和产业机器的大型企业。	40.74
杰克股份	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。	29.53
上工申贝	从事工业缝制设备和家用缝纫机的研发、生产和销售，经营业务还涉及编织横机、办公机械、物流服务和商贸流通等领域。	20.07
兄弟公司	兄弟工业株式会社成立于1908年，总部位于日本名古屋，是一家主营业务为通信设备、电子文具、缝制机械产品、产业机器等设备的生产和销售的大型公司。	17.72
日本飞马	飞马株式会社成立于1914年，总部位于日本大阪市，是一家以生产和销售工业缝纫机，特别是制造适用于T恤、泳装等伸缩性针织产品，环缝缝纫机的专业生产厂家。	7.86
中捷资源	全球最大的工业缝纫机生产基地之一，形成了缝纫机铸造、机壳加工、涂装、装配等工艺全部自动化的现代化无区域公司。公司拥有世界上先进的装配、涂装、铸造、机壳加工自动化装备。	7.06
标准股份	主营业务为缝制设备、精密机械零部件、模具的生产制造与研发，产品服务于服饰、汽车、家具、机械、机床等领域，具有为服装生产等领域提供整体解决方案的能力。	5.01
台湾高林	高林股份有限公司成立于1965年，主营业务为工业缝纫机、机械零部件及其他设备的生产和销售的大型企业，所拥有的品牌为SiRUBA（银箭）	4.85
方正电机	专业生产缝制设备动力源的外贸出口企业，主要产品为缝纫机马达，其中工业缝纫机马达和家用缝纫机马达等系列产品远销欧美、中东、东南亚等多个国家和地区。	—

资料来源：Bloomberg，华安证券研究所

2.3 裁床（含铺布机）业务

2.3.1 收购德国奔马进军裁床业务

裁床和铺布机是重要的工业用缝前设备，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、铺平需要裁割的布料。裁床和铺布机作为替代人工裁剪的自动化设备通常搭配使用，能大大提升裁剪的速度、质量和效率，已经在许多服装厂推广使用。2009 年，公司通过收购德国奔马正式进军裁床领域，目

前，杰克股份产品包括单层和多层，铺布机产品有 3 个系列。

图表 23 杰克股份铺布机（含裁床）代表性产品

裁床业务	种类	具体型号	图例
	铺布机	伺服铺布机KW2000S、自动铺布机W1800E、伺服铺布机KW2000E	
	裁床	单层裁床PREMIUMCUT ELC、高层裁床D8002S、高层裁床D8003、高层裁床E80、高层裁床D9002S	
	配套设备	自动上布机TL2000、自动传送桌板Translay、自动送布装置AWM2000、全自动布卷存储更换装置	

资料来源：杰克股份官网，华安证券研究所

2.3.2 国内裁床渗透率提升，市场逐步扩容

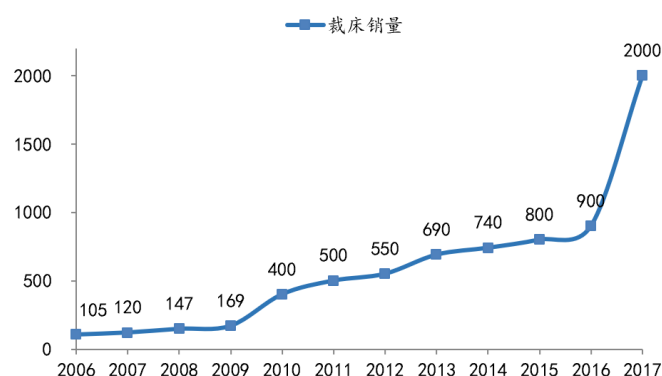
国内裁床渗透率仍有较大提升空间。与传统的电剪刀设备裁剪相比，自动裁床可以：①改善生产环境，降低工作强度和熟练工的依赖；②提升产品质量增强产品竞争力与档次，从而提升服装厂竞争力；③提升裁剪效率，减少裁剪房人员数量，实现服装厂降本增效；④数字化生产实现剪裁过程中的零间距离裁割，大大提高了面料的使用率，降低材料成本。从成本看，裁床设备虽然单价较高，但是回收成本快，为服装厂带来的长期效益红利远大于短期的成本压力。海外成熟市场裁床的渗透率高达 80%，国内市场引入裁床设备较晚，2016 年国内裁床设备的渗透率仅 5% 左右，我们测算 2019 年国内裁床渗透率不足 15%（国内裁床存量 7000 台，对应需求量 50000 台计算），未来成长空间广阔。我们测算未来 5 年国内裁床的市场规模约 200-270 亿，具体测算过程如下：

图表 24 裁床设备效益分析

自动化设备类型	单人配设备	传统工人工作量	采用设备后工人工作量	采用自动化设备后效率提升	成本测算	回收周期
电脑裁床	1 台	3 个人，耗时 3.5h	1 个人 20 分钟	担任效率提升 21 倍，节省布料 10%	单人成本 50 元/小时；裁床 30 元/小时。 单台裁床设备以 50 万元算	1030 个小时，每天工作 10 小时算，103 天收回
铺布机	1 台	5000 米需要 3 人 8 小时	1 个人 4 小时	生产效率提升 6 倍。人工成本下降了 6 倍（由原来的 115*3=345 元下降到 57.5 元）	单台裁床设备以 50 万元算	1700 个小时/劳动力，3 个人每天工作 10 小时算，回收周期 56 天
自动裁床	1 台	1 床面料 ≥ 2 个人工作 1 小时	1 个人耗时 15 分钟	生产效率提高 7-8 倍	单台裁床设备以 50 万元算；单人年薪按 6 万元测算	16 个月
备注：加粗加下划线内容为假设内容						

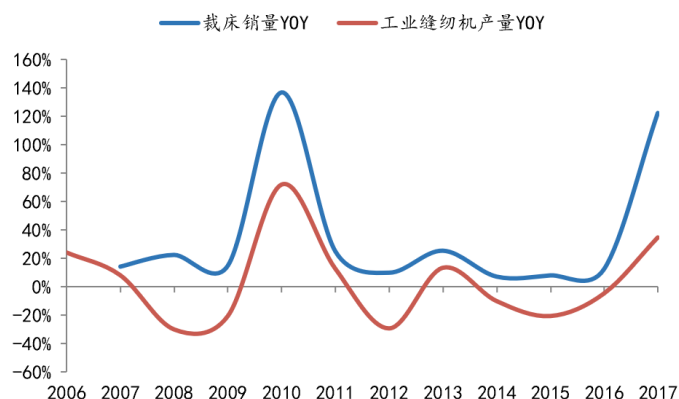
资料来源：《人“裁”与“被裁”》、《建设智慧型工厂实现机器换人的思考与实践》研究成果综合，华安证券研究所

图表 25 国内裁床销量逐年升高



资料来源：长园集团官网，华安证券研究所

图表 26 国内裁床销量增速高于缝机，正加速渗透



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 27 国内裁床需求量约 4.5~6 万台，预测 3 年内市场最高可达 200~270 亿 RMB

国内裁床市场空间测算										
工业缝纫机使用寿命 (年)	内销占比	工业缝纫机存量 (万台)	裁床/工业缝纫机	裁床需求量 (万台)	裁床单价 (万/台)	市场空间 (亿元)	国内渗透率=50%		国内渗透率=70%	
							裁床需求量 (万台)	市场空间 (亿元)	裁床需求量 (万台)	市场空间 (亿元)
6	55%	2210	1/500	4.42	55	243.12	2.21	121.56	3.09	170.18
7		2635		5.27		289.83	2.63	144.92	3.69	202.88
8		3009		6.02		331.02	3.01	165.51	4.21	231.72
6		2210		4.42	65	287.32	2.21	143.66	3.09	201.13
7		2635		5.27		342.53	2.63	171.26	3.69	239.77
8		3009		6.02		391.21	3.01	195.60	4.21	273.85

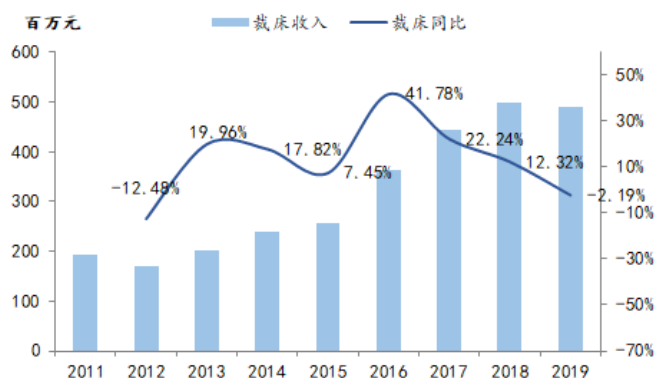
备注：①工业缝纫机更新换代周期为3-5年，叠加二手机市场后，假设使用寿命为6-8年；②工业缝纫机存量按照中国缝制机械协会公布的历年产量计算得出；③假设一台裁床可供应500台缝纫机使用；④假设裁床单价为55-65万RMB/台；⑤虽然国外裁床渗透率高达80%，但我们认为短期内国内渗透率不会达到，预测三年内渗透率可达50%-70%。

资料来源：wind，公司公告，华安证券研究所

2.3.3 公司裁床业务成长性强，潜力巨大

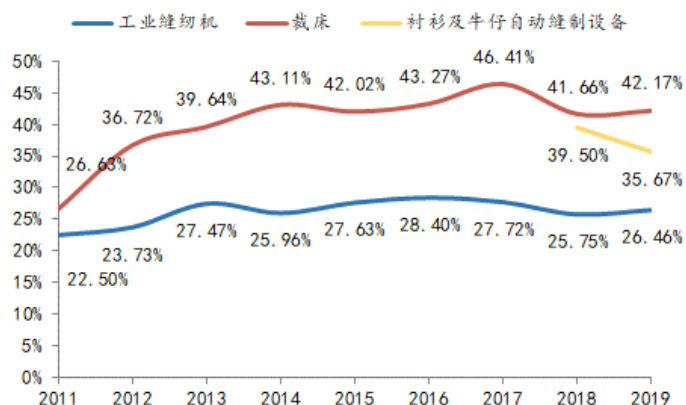
2016-2019 年，公司裁床业务分别实现营业收入 3.64/4.45/5.00/4.89 亿元，同比增长 41.78%/22.24%/13.32%-2.19%，占公司总营收的比重分别为 19.59%;15.96%;12.03%;13.54%。公司裁床业务 2013-2018 年均保持正增长，2019 年受制于行业景气度压制裁床业务呈现负增长，但单项业务增速亦优于公司整体。2019 年，裁床业务板块毛利率达 42.17%，公司缝纫机毛利率为 26.46%，公司整体毛利率为 24.84%，裁床业务毛利率高于公司整体 15pct 左右。

图表 28 裁床业务 2013-2018 年一直保持正增长



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 29 裁床业务毛利较公司综合毛利率高 15pct 左右



资料来源: wind, 华安证券研究所

国内裁床设备仍处于市场导入期，杰克股份有望借助本土优势、性价比及融资租赁等创新金融手段快速发展。国内两大裁床的制造商为杰克股份（拓卡奔马）和长园集团（长园和鹰、AGMS 株式会社），杰克股份主要定位中高端，产品售价 50-60 万 RMB/台，长园和鹰主要定位中低端，产品售价 30-40 万 RMB/台，面向客户不同，产品性能具有一定差异。海外制造商主要为法国力克、美国格博，产品定位于高端，售价均在 60 万 RMB/台以上。裁床业务在中国属于蓝海市场，研究表明：对于服装厂而言，人力成本和原材料成本大概占到了总成本的 70%，所以对于服装厂管理人员来说，节约原材料成本是第一目标，节约人力成本是第二目标，而缝前的自动化系统如裁床可以帮助服装厂实现这两个成本节约的目标。而且人工裁剪的裁剪精度、准确性和合理性都无法与机器裁剪相提并论，特别是在裁小片的时候，机器能做到从任何地方开始入到建材，以保证面料的准确美观和效率。而人工只能从外到里裁，无法从中间裁起，无法保证准确美观，速度也比较慢。还有有许多浪费面料的情况发生，所以在中国劳动力成本居高不下，熟练工短缺的情况下，裁床具有极大的发展潜力。当下虽然裁床市场需求旺盛，但单价较高，许多中小企业无力承担，给裁床在中国市场的普及带来一定阻力。杰克股份等中国裁床厂商目前尝试融资租赁的方式，让无力承担购买费用或有疑虑的客户仅仅花一部分租赁费用就可以用上先进裁床，体验裁床的价值，逐步培育下游用户习惯，进而提升裁床市场渗透率。

2.4 自动缝制设备业务

衬衫及牛仔裤自动缝制设备业务（自动化业务板块）是杰克股份收购意大利迈卡与威比玛两家公司后拓展的新业务，2018 年开始并表。2018、2019 年自动缝制设备业务板块分别贡献营业收入 1.14/1.60 亿元，占公司总营收的比重分别为 2.75%/4.45%。自动缝制设备渗透率不断提升，是未来缝制设备行业的大势所趋。与普通电脑缝纫机对比，对工人技能要求及工作效率方面，自动缝纫设备有着明显的优势，此外，自动缝纫设备加工品质始终保持稳定水平，而普通电脑车受员工操作技术、能力、心情、环境等多方面因素影响，成品品质不稳定。

图表 30 自动缝制设备与普通电脑车对比

分类		自动缝纫设备	普通电脑车	分类		自动缝纫设备	普通电脑车
人工对比	人员素质	不需要熟练工	必须要熟练工	效率对比	操作对比	1人多机操作	1人1机操作
	人员薪酬	2500-4000元	4000-10000元		排班对比	流水线可进行早、中、晚等分班操作	流水线只能延长工作时间加班
	人员培训	培训5分钟就可上岗	培训1个月会一些基本技能		简化工序	同一部位多工序可同时操作	只能按工艺流水要求进行
	招工难度	非技术工种，招工容易，立刻上岗	技术工种，流失率比高，不易招工		功能对比	操作面大，面底线智能检测	操作面小，无面底线智能检测

资料来源：《服装智能制造企业运行模式》，华安证券研究所

3 竞争优势：内修管理，外拓渠道

3.1 难以复制的成套管理制度

杰克股份实际控制人阮积祥坚持“制度第一，总经理第二”的历年，不断完善公司各项管理制度，在用人、研发、生产、服务等方面建立了难以复制的竞争优势，成为杰克股份走向成功的主要法门。

用人方面：公司充分践行职业经理人制度，同时采用轮值 CEO 制度提升管理能力。2003 年，杰克股份创始人阮积祥将总经理一职让给来杰克仅 4 年的 28 岁河南籍大学生郭卫星担任。2006 年阮积祥又将董事长一职让贤给行业内资深职业经理人赵新庆。赵新庆曾任西安标准集团董事长，被誉为“国内缝纫机行业职业经理人第一人”，他不仅将自己在缝纫机行业几十年的管理经验带给杰克，并且带来了一个 10 余人的团队，均是研发、生产、品质和车间管理方面的资深人才，对杰克产品质量的提升起到了关键作用。同时，杰克效仿华为启动“总经理轮值制度”。董事长、总经理、常务副总、副总等人员每人轮值三个月，在任期结束后对下一任轮值总经理进行书面和口头交代。总经理轮值制度让各公司高层能够更加全面了解公司业务，培养全局观念，增强了部门间的理解、使今后的工作上的配合更加顺畅。

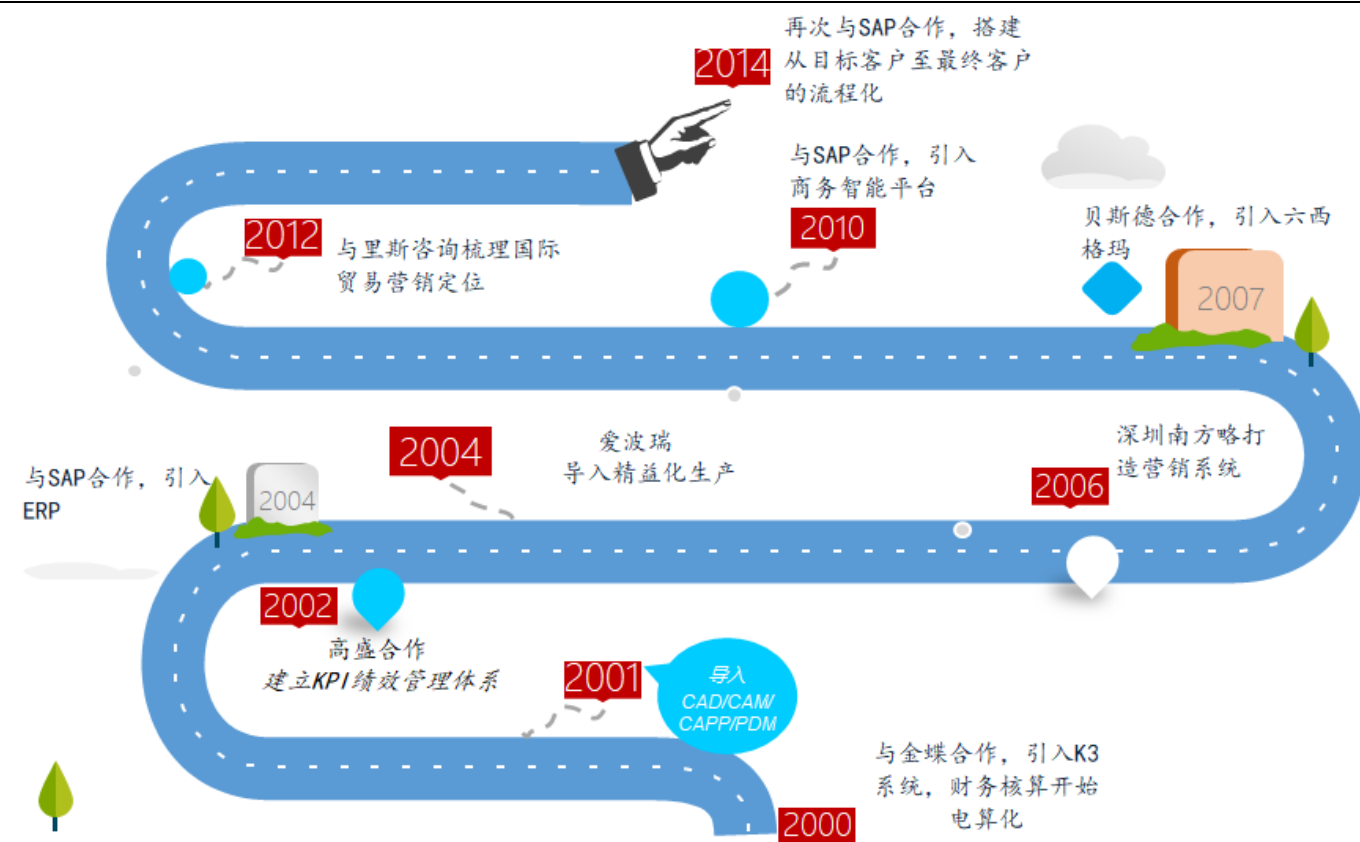
研发方面：公司坚持以市场需求为导向的研发理念，导入 IPD 作为系统性的研发解决方案。杰克股份奉行“因市场而为”的研发理念，为了解市场需求，主动走访客户、收集用户意见反馈表、取经大型展销会收集其它缝纫机设备的优点加以改进，为市场量身打造称心如意的缝制设备。同时，导入 IPD（集成产品开发）作为系统的研发解决方案，旨在从流程重整和产品重整两方面来着手以达到缩短产品上市时间、提高产品利润、提高研发效率、为客户创造更大价值的目的。

生产方面：精益管理改善生产流程，零部件自制、自动化改造实现降本增效。2001 年，杰克引入日本丰田的“6S 管理（整理 SEIRI、整顿 SEITON、清扫 SEISO、清洁

SEIKETSU、素养 SHITSUKE、安全 SECURITY)”，标志着杰克从粗放式管理买入精细化生产管理阶段。2004 年杰克与某外部顾问公司签订了精益生产辅导协议，标志着杰克的生产车间走上了精益生产管理之路。杰克认为，除采用大批量生产方式大规模降低成本外，其他方面仍有改进的余地。应以最大限度地减少生产所占用的资源、降低企业管理及运营成本，并使之成为一种公司的理念与文化。同时公司不断加快智能生产线建设。智能生产线不但能够快速提高生产效率，节省大量人工，还极大地保证了产品质量的稳定性。自制零部件降本，2016 年公司实现了大量电机自制和大规模电控自制，占整机成本从 16.06%下降到 9.93%，随着公司精加工与铸造生产线投产，公司成本有望继续下降。

服务方面：“快速服务 100%”打造服务型制造企业。早在 2006 年，杰克把服务提升到了战略高度，“快速服务 100%”的理念应运而生。我国服装产业已经步入“快时尚”时代，新品到店的速度非常快、橱窗陈列的变换频率通常一周两次，对服装厂“小批量、多批次”的快速生产能力提出了很高的要求，意味着缝纫设备从安装、调试、保养、维修都要快，尤其是在中小服装企业的需求更迫切。在这样的背景下，杰克建立了覆盖全球的服务网络和服务人员 24 小时全天候待命服务，杰克联合经销商在全球建立了一支 5000 多人的服务团队，同时强调三个本地化：①人员本地化驻扎②零配件本地化配备③备用机器可本地化替代，以保证快速响应客户需求。

图表 31 杰克股份经过多年沉淀建立难以复制的成套管理体系



资料来源：杰克股份公司公告，华安证券研究所

3.2 股权激励深度绑定核心骨干

公司通过推行员工持股及管理层股权激励等方式，深度绑定核心骨干。2017 年 9 月公司完成 3.2 亿元员工持股。（覆盖核心管理层及骨干员工不超过 650 人）。2018 年 11 月对公司中高层管理人员实施限制性股权激励计划（已注销）。2019 年 6 月公司完成二期员工持股。2020 年 6 月再次推出限制性股票激励计划，调动公司管理层积极性。本次股权激励方案激励对象 11 人，限制性股票数量 158.43 万股。业绩目标，第一/二/三个解除限售期，业绩考核目标为：以 2019 年净利润为基数，2021/2022/2023 年净利润增长率分别不低于 50%/88%/125%，对应公司三年的业绩下限分别为 4.52/5.57/6.78 亿元。

图表 32 实行员工持股与管理层股权激励深度绑定核心骨干

第一次员工持股计划				第二次员工持股计划			2020限制性股票激励计划			
日期	2017年5月			2019年1月			2020年6月			
金额	31,978万元			不超过人民币6,000万元			1,489.24万元			
对象及分配方案	持有人	出资额度 (万元)	持有比例	持有人	出资上限 (万元)	持有比例	持有人	获授数量 (万股)	占授予总数比例	占总股本总额比例
	公司董事、监事、高级管理人员 (8人)	4,083	12.77%	公司董事、监事、高级管理人员 (8人)	1,050	17.50%	赵新庆 (董事长)	27.1	17.11%	0.06%
							郭卫星 (副董事长)	20.4	12.88%	0.05%
							阮林兵 (董事、轮值CEO)	20.72	13.08%	0.05%
							邱杨友 (副总经理)	17.53	11.06%	0.04%
	其他员工 (不超过642人)	29,895	87.23%	其他员工 (不超过62人)	4,950	82.50%	谢云娇 (董事、财务总监)	15.3	9.66%	0.03%
经营管理人员 (6人)							57.38	36.22%	0.13%	
存续期	48个月			66个月			56个月			
锁定期	12个月			12个月			三批限制性股票限售期分别为自授予登记完成之日起 20 个月，32 个月、 44 个月			
收益分配	参与人按原始出资比例分配收益			参与人按绩效考核结果确定最终实际收益分配。个人收益分配方式=收益分配总额*(个人出资额*个人分配系数)/Σ(个人收益分配系数*个人出资额)			公司层面解除限售期根据年度业绩考核确定； 个人层面解除限售比例根据个人业绩考核确定			

资料来源：杰克股份公司公告，华安证券研究所

3.3 风雨同舟，与供应商、经销商建立深度合作伙伴关系

行业景气度下行时，杰克股份选择与供应商同舟共济；行业景气度回暖时，供应商投桃报李反馈杰克股份。公司无论在什么处境下，总是第一时间付款给自己的合格供应商，从不拖欠货款。2008 年金融危机及 2016 年行业下滑期，许多整机企业纷纷拖欠零件厂货款。而杰克不仅没有将资金压力转嫁给上游零配件企业，甚至雪中送炭提前付款，帮助供应商渡过难关。经济回暖行业上行时，零配件订单逐渐增加甚至供不应求，供应商们以更优惠的价格、更高的产品质量优先供应杰克，以保证杰配合行业上行周期时扩大竞争优势。

让利经销商，给经销商培训增加渠道粘性。杰克在行业内率先提出“经销商利益

最大化”的营销理念，合理的利益分配机制使得经销商都很愿意与杰克合作。很多经销商之前都是代理好几家缝机厂商产品，自从与杰克合作后，这些商家大都愿意加盟杰克，成为杰克的专卖店。部分缝机厂商选择用送礼、请客、送旅游等方式强化经销商粘性，而杰克与经销商达成的共识是：“送礼不如培训”。杰克股份对经销商的培训分为两个层次：①企业文化、技术人员操作实物、产品知识、销售政策与技巧等基础知识。②经销商内部经营理念和管理策略的培训。杰克帮助经销商提升经营管理水平，增强了渠道满意度，使厂商与经销商形成了强大的战略联盟。

图表 33 杰克股份供应商大会现场



资料来源：杰克股份官网，华安证券研究所

图表 34 杰克股份经销商大会现场



资料来源：杰克股份官网，华安证券研究所

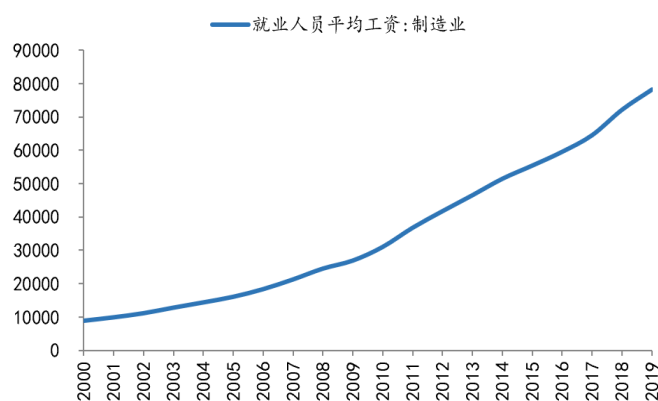
3.4 渠道下沉，因地制宜布局海外

东南亚地区服装出口额增长较快，服装产能向东南亚地区转移趋势明显。受劳动

力成本、国际关系变化、产业升级等因素影响，服装代工厂产能向东南亚地区逐渐转移的趋势依然显现。从世界贸易组织披露的数据来看，东南亚地区服装出口额增速较快，中国及欧盟地区纺服出口额逐渐被挤占，开始下滑。我们判断，未来服装代工厂产能向东南亚地区转移的是大势所趋，但未来几年内中国及欧盟仍是纺服全球最大出口地区。而东南亚地区虽然增速较快，但是基数较小，市场份额未来有望进一步提升，2020 年受新冠疫情影响，产能转移进程或将延缓。值得注意的是，印度等东南亚国家缝制设备保有量中存在大量家用机及二手设备，未来随着配套产业逐渐完善及产品质量提升需求，结构性替换市场广阔。

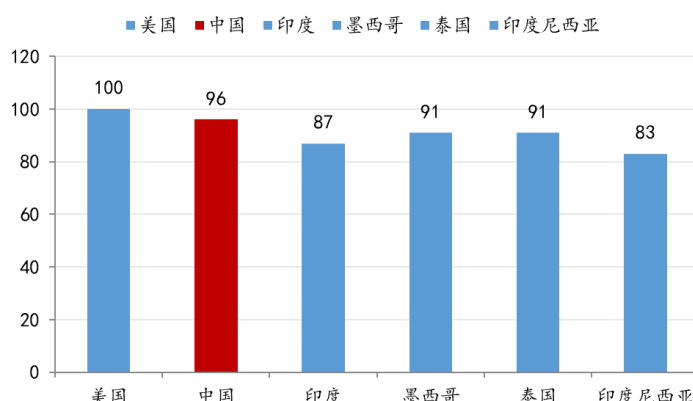
2019 年底，杰克股份在全球 130 多个国家经销商及经销网点达 8000 多个，规模和密度领先行业第二名 20 多倍。海外渠道建设方面，公司加速设立海外办事处，目前共拥有 14 个海外办事处。由于海外当地人员对当期的风土人情及市场情况更加熟悉，海外办事处加大对海外当地营销人员的招聘，利用他们在当地市场进行产品推广并开拓更多的海外经销商，以提升海外销售额。国内渠道方面，杰克股份本着“立足中端、拓展高端、兼顾低端”的营销策略，从中小客户逐步向高端客户突破，在国内县级单位都铺设销售网点，通过经销商牢牢把控住中小客户。

图表 35 我国制造业就业人员平均工资（年）不断攀升



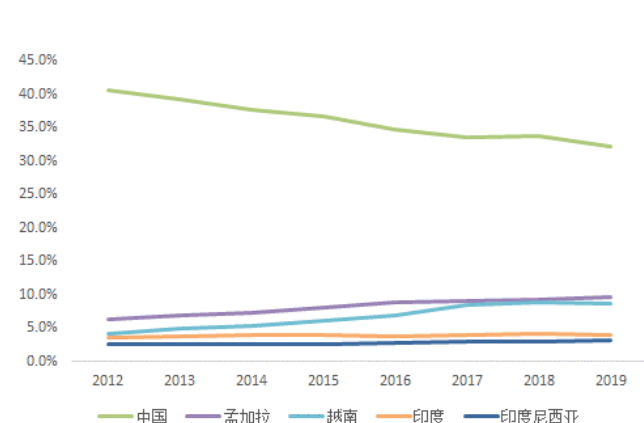
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 36 劳动力价格指数显示我国劳动力成本较高



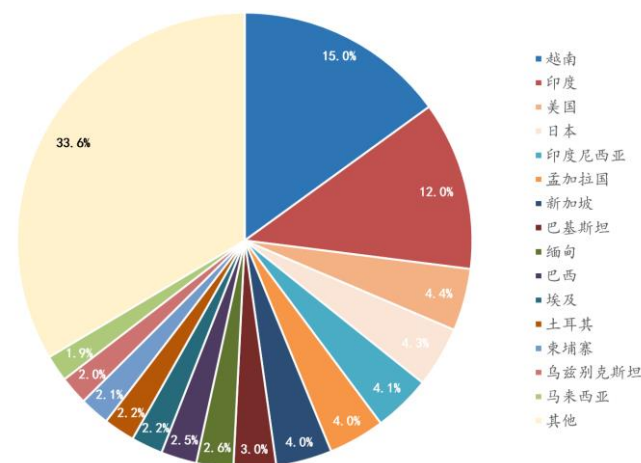
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 37 东南亚地区服装出口全球占比不断提升



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 38 我国缝机出口主要销往东南亚地区



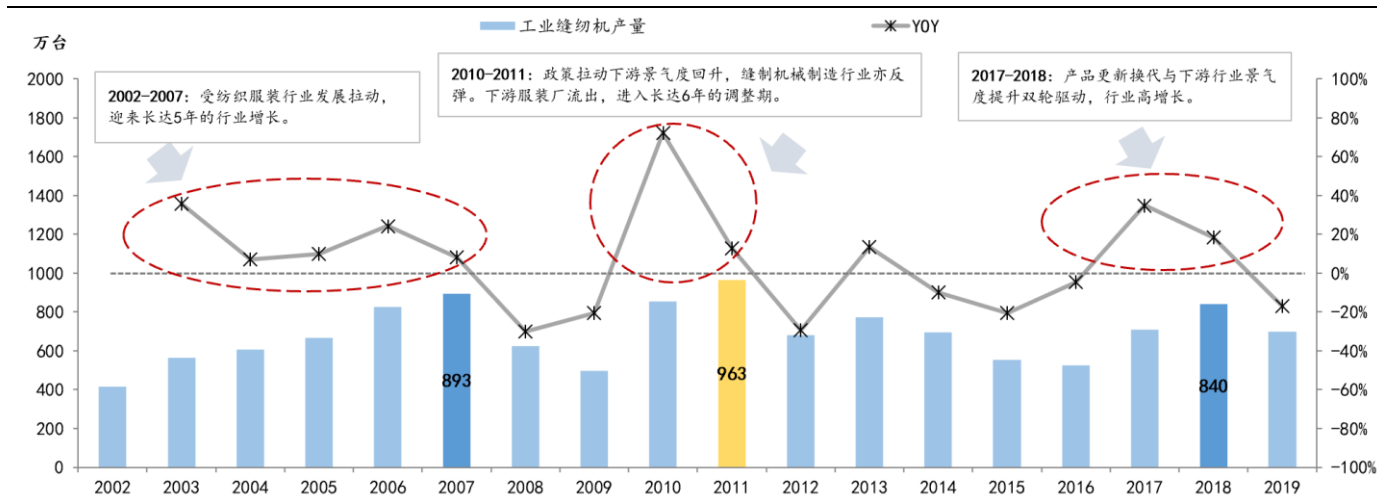
资料来源：wind，华安证券研究所

4 拐点判断：加速探底，复苏强劲

4.1 明年年初公司有望迎来向上拐点

工业缝纫机行业具有周期属性，受下游纺织服装景气度及更新周期双重驱动。2002-2007 年，工业缝纫机受纺织服装行业增长拉动，实现了长达 5 年的正增长。2008-2009 年，受全球金融危机影响，经济下行，纺服及工业缝纫机均受影响。2010-2011 年，政策拉动叠加需求积压行业回暖，工业缝纫机产量于 2011 年创下历史高位。而 2011 年后，服装代工厂产能逐渐流出，2015-2016 年工业缝纫机进入明显的调整期。2017-2018 年，产品更新换代与下游景气度回升双因素驱动，缝机行业高增长。2019 年二季度开始受中美贸易摩擦带来全球经济下行的压力以及行业周期调整双重影响，全年呈现负增长，工业缝纫机销量回落到 2017 年水平。2020 年新冠疫情爆发全球经济受挫，上半年产品滞销，出口受阻，预计疫情将加速行业探底，行业下行周期缩短。我们判断缝制设备行业大概率会于明年年初迎来向上拐点。

图表 39 缝制机械行业具有明显周期性，疫情加速行业探底

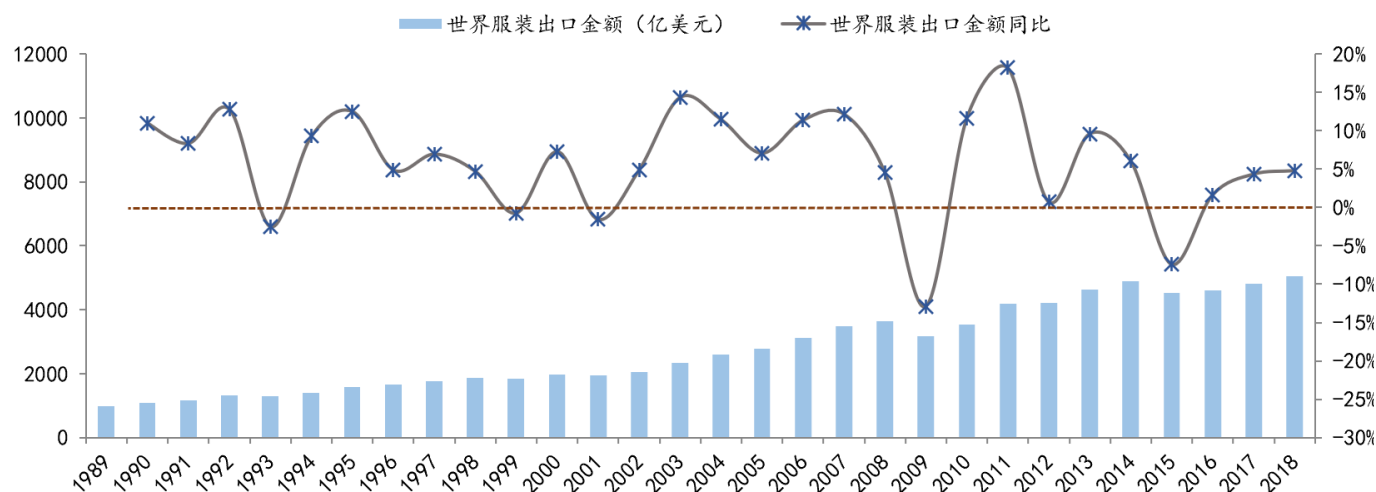


资料来源：缝制机械协会，华安证券研究所

4.2 服装厂两极化方向发展，行业上行设备需求弹性较大

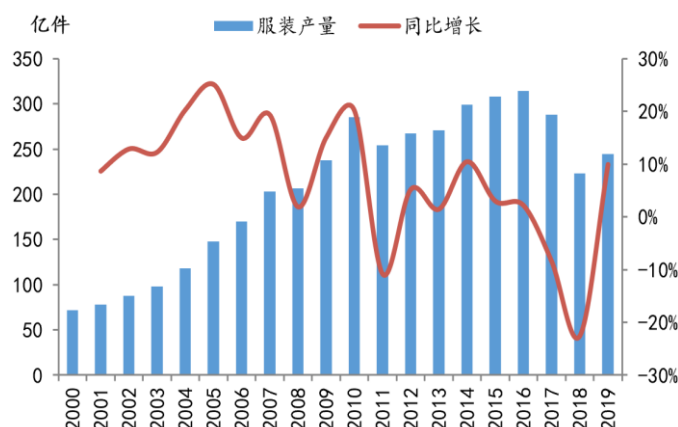
从全球服装出口来看，服装消费具有一定刚性，需求较稳定。根据世界贸易组织披露数据，1989-2018 年 30 年中仅有 5 年全球服装出口额同比增速为负，印证服装作为生活必需品需求具有刚性。从国内服装产量来看，2000-2010 年连续 10 年保持正增长，2011 年起服装行业正式进入成熟稳定期，不再保持快速增长的势头。2015 年后，服装产量出现负增长。从纺服行业固定资产完成额来看，2015 年之前快速增长，2015 年之后基本保持平稳。

图表 40 全球服装年出口额及同比变化



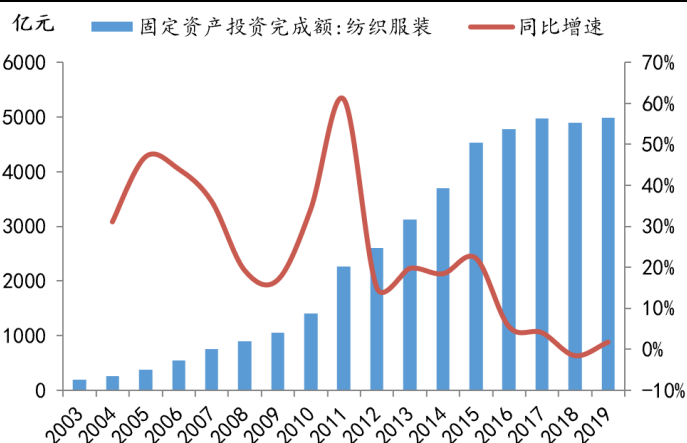
资料来源: wind, Bloomberg, 华安证券研究所

图表 41 2011 年起我国服装行业步入成熟稳定期



资料来源: wind, 华安证券研究所

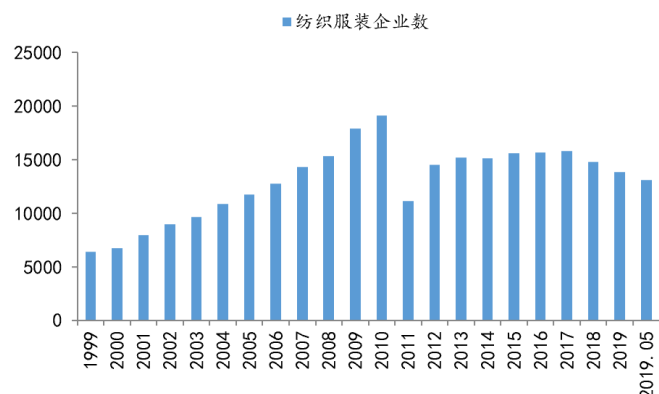
图表 42 2017 年后纺织服装固定资产投资完成额保持平稳



资料来源: wind, 华安证券研究所

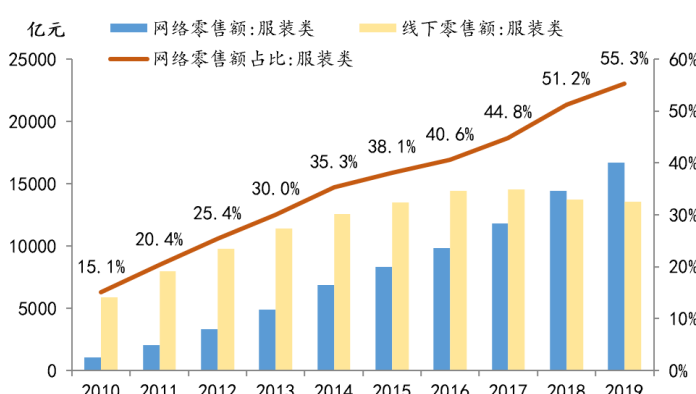
疫情影响之下服装代工厂两极化方向发展趋势明显。根据国家统计局数据 2020Q1 针织服装类 3679 家规模以上企业主营业务收入 834.06 亿元, yoy-23.64%, 利润总额 29.70 亿元, 同比减少 yoy-69.13%。wind 数据显示 A 股纺织制造板块 2020Q1 主要企业总营收 289 亿元, yoy+6.35%, 净利润 17 亿元, yoy-17%。由此可见疫情影响之下, 规模大的服装制造企业韧性更强, 而经营水平较为一般的企业生存压力较大, 4-5 月一批中小型企业倒闭转产。而与此同时, 也有一部分小型代工厂在“线上经济”、“直播经济”、“地摊经济”时代, 发挥了“船小好调头”的优势, 小批量多批次灵活接单, 甚至借助互联网渠道推出多款独具设计特色的爆款服饰实现逆势增长, 随后这些企业采购缝制设备的机种类、数量快速上升以扩充产能, 单笔采购量往往在 50 台设备以上, 成为不可忽视的缝制设备需求主体。产业链调研显示, 监狱(狱办企业)、扶贫类、定点类、院校类等政府集中采购订单在 2020Q1 设备销售占比较大, 2020 年下半年仍将有部分需求进行招标释放。

图表 43 纺织服装企业数在降低



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 44 服装网络销售额已超过线下销售额



资料来源: wind, 华安证券研究所

缝制设备单价不高, 在服装厂资本开支占比并非很高, 行业回暖服装厂有能力购买设备, 缝制设备弹性较大。从经销商处购买的主流电脑机单价约在 2500-3000 元左右, 单价并非很高, 行业回暖时中小型代工厂亦有足够能力支付购买。且服装代工厂资本开支占营收的比重并非很高, 设备在资本开支的占比也并非很高。以申洲国际为例, 2009-2019 年其资本开支占总营收的比重在 10% 左右上下波动, 最低时 2011 年 4.25%, 最高时 2015 年 16%。而设备在资本开支的占比平均在 40% 左右。因此, 缝制设备与人力成本及原材料成本相比, 不但并非是服装厂主要负担, 更是解决服装行业痛点的治本之道。

图表 45 申洲国际历年资本开支占营收比重



资料来源: 申洲国际公司公告, 华安证券研究所

图表 46 申洲国际历年资本开支中设备占比



资料来源: 申洲国际公司公告, 华安证券研究所

4.3 彼退我进, 杰克股份市占率朝垄断方向迈进

无论是行业上行期还是调整期, 杰克的表现都明显优于行业及竞争对手。2017/2018 年为行业上行阶段, 杰克股份收入增长率分别为 50.08%/48.98%; 净利润增长率分别 47.27%/40.12%, 均远超行业竞争对手。2019 年行业下行期, 从收入来看, 中捷、标准等老牌缝机企业下滑严重, 市占率不断萎缩。上工申贝主要产品厚料机由于主要面对下游大型服装厂, 受贸易冲击及经济较小, 营收增长较为稳定。从利润端来

看，2019 年杰克利润虽然同比下滑，但总额仍然远远超过行业其他公司。行业下行期间，杰克积极改善内部管理、对供应商和经销商的支持政策不变，广结善缘、加大智能生产线改造投入实现降本增效，提高产能准备，为行业回暖时加速领跑积极准备。疫情加速行业探底，进一步出清行业中小型竞争对手，为杰克长远发展平铺道路由此可见，行业下行周期是公司竞争优势强化的准备期，行业上行周期是公司竞争强化的兑现期。

图表 47 杰克股份与行业可比公司营收对比

营业收入 (亿元)	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020Q1
杰克股份	13.48	10.33	15.45	17.23	15.92	18.57	27.87	41.52	36.08	9.80
yoy		-23.37%	49.56%	11.52%	-7.60%	16.65%	50.08%	48.98%	-13.10%	-13.74%
中捷资源	12.93	11.08	14.14	12.48	7.37	6.44	10.02	11.41	7.07	1.15
yoy	24.93%	-14.31%	27.62%	-11.74%	-40.95%	-12.62%	55.59%	13.87%	-38.04%	-56.71%
标准股份	9.45	7.08	8.21	7.98	6.42	5.71	7.04	7.47	5.42	1.19
yoy	-5.23%	-25.08%	15.96%	-2.80%	-19.55%	-11.06%	23.29%	6.11%	-27.44%	-25.20%
上工申贝	15.79	15.06	18.14	19.71	23.14	27.60	30.65	32.01	32.10	6.3
yoy	-5.91%	-4.62%	20.45%	8.65%	17.40%	19.27%	11.05%	4.44%	0.28%	-21.87%

资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 48 杰克股份与行业可比公司利润对比

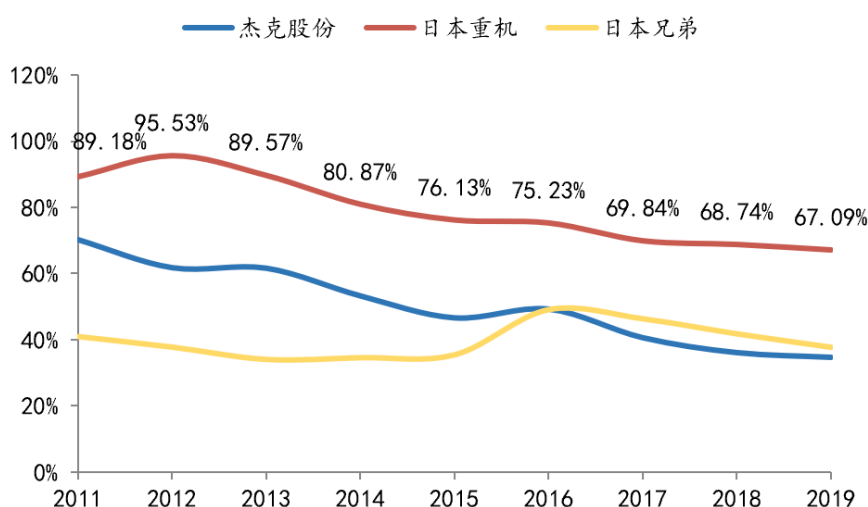
归母净利润 (亿元)	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020Q1
杰克股份	0.72	0.5	1.71	1.95	1.7	2.2	3.24	4.54	3.01	0.48
yoy		-30.56%	242.00%	14.04%	-12.82%	29.41%	47.27%	40.12%	-33.70%	-59.33%
ST中捷	0.71	0.20	0.42	0.03	-4.28	0.16	-0.93	-2.38	0.10	-0.07
yoy	41.26%	-71.83%	110.00%	-92.86%	-14366.67%	-103.74%	-681.25%	155.91%	-104.20%	-130.98%
标准股份	0.11	-0.52	0.11	-0.98	0.47	0.59	-0.06	0.28	-1.65	-0.10
yoy	-51.73%	-572.73%	-121.15%	-990.91%	147.96%	25.53%	-110.17%	566.67%	-689.29%	46.78%
上工申贝	1.13	0.42	0.80	1.98	1.57	1.44	1.97	1.41	0.86	0.03
yoy	149.47%	-62.83%	90.48%	147.50%	-20.71%	-8.28%	36.81%	-28.43%	-39.01%	-92.62%

资料来源：Wind，华安证券研究所

公司海外的主要竞争对手是以日本重机 (6440.T)，兄弟公司 (6448.T) 为代表的日系缝机企业。日系缝机企业主要定位高端市场，与杰克股份存在一定错位竞争，但是随着未来杰克向高端市场渗透，杰克股份必然会加剧与日本重机、日本兄弟的直接竞争。在产品质量方面，日系缝机的可靠性与稳定性优于国产机，主要系日系缝机企业品牌悠久先发优势明显，而制造业工艺沉淀及配套环节的跟进又非一日之功，加之日本劳动力素质较高且强调专注等因素叠加所致。国产设备与日机设备在品质上仍存在一定差距，且某些国际大型服装厂对日系缝机仍抱有强烈的“品牌迷思”和高认可度。但是从长远来看，我们认为杰克股份必然战胜海外竞争对手，主要基于以下三点原因：①杰克股份产品性价比优势遥遥领先竞争对手，通过零部件自制与智能生产线

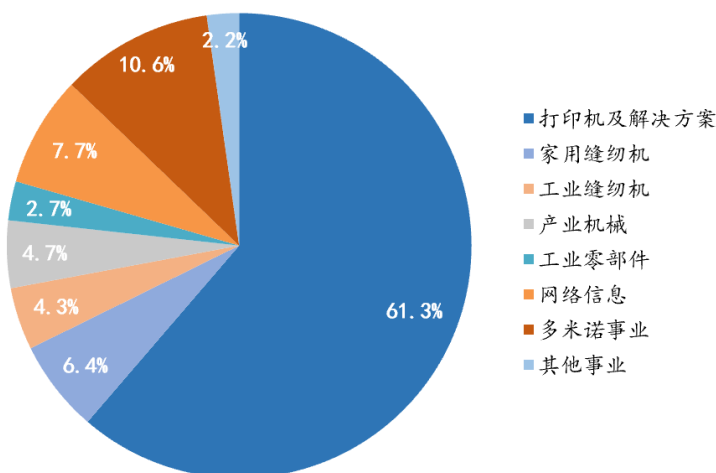
改造, 成本优势将不断扩大。②杰克股份前瞻性布局缝前设备及自动化缝制设备, 未来定位“服装智造解决方案供应商”, 成套供应设备和服务, 可对下游服装厂提供更加丰富的产品组合。③日系品牌缝机业务已处于衰退期。日本重机 90 年代后期为补强针织领域短板而去并购美国一家厚料机, 失败最终低价抛售使公司蒙受较大损失, 后遇金融危机致使公司资产负债率居高不下。目前公司控股方为日本富士银行, 所有社长部长都是银行端任命, 原本经营者在公司没有话语权。管理层更加重视公司债务的兑付能力, 公司不具备加杠杆扩产能力, 长年在研发端的投入和新品产出上没有突出亮点, 公司正逐渐丧失产品迭代能力, 未来在缝制机械领域难以对杰克构成强有力威胁。日本兄弟目前业务发展重心在于打印机及解决方案业务, 工业缝纫机总营收占比不足 5%, 单项缝机业务毛利率 10% 左右, 未来不会作为公司业务发展的重点。

图表 49 日本重机资产负债率巨高不下, 不具备加杠杆扩产能力



资料来源: Bloomberg, 华安证券研究所

图表 50 日本兄弟工业缝纫机营收占比不足 5%, 不会是公司业务发展重点



资料来源: Bloomberg, 华安证券研究所

5 投资建议：逢低布局，静待腾飞

5.1 投资要点

我们将杰克股份的投资要点归纳如下：

①**定位**：正视杰克股份缝机业务及智能缝制解决方案是解决下游服装厂行业痛点的治本之道，而非拖累服装厂经营的负担。部分市场人士认为，下游服装行业不景气，其上游缝制设备是产能出清的夕阳行业。而我们认为，服装消费作为必须消费长期具备需求刚性，缝制设备与改进正视解决服装厂如何实现“降低人工成本”、“摆脱熟练工”、“节省原材料”以及“提高生产效率”等关键问题的良方。而作为缝机龙头的杰克股份，更是推动整个缝机行业向智能化转型的先行者与领导者。

②**空间**：从历史数据来看，行业高峰和行业低谷全球工业缝纫机空间约 200-300 亿人民币之间（国内百家缝机骨干企业营收+海外公司：兄弟、重机、飞马、高林工业缝纫机业务收入测算），随着下游集中度提升，未来需求端波动收敛。故取低值 200 亿市场空间计算，杰克设备布局大概覆盖 150 亿市场，以 60% 市占率计算，工业缝纫机业务理论上 5 年内可以做到 90 亿。缝前设备和自动化设备（公司两块新兴业务）不断渗透是长期趋势，且市场空间极大。测算缝前设备理论市场规模 200-300 亿，自动化缝制设备替代传统电脑机理论上缝机市场空间扩容 10 倍以上。但是由于目前单价较高，市场推广仍有一定阻碍性因素。我们判断随着全球工业 4.0 的推进，5 年后杰克缝前及自动化设备做到 30 亿。以 5 年期维度看公司合计收入为 120 亿。规模效应叠加零部件自制叠加自动化生产线改造，公司实现降本增效，净利率水平提升到 15%，对应 18 亿利润。再往后看，公司成长性的关键就在于技术是否能驱动下游行业变革，“机器换人”的逻辑能否被证实。

③**格局**：测算 19 年杰克全球市占率约 11%，CR2<30%，国内大部分产能落后，存在极大的整合空间。海外主要竞争对手老牌日系品牌日本重机及日本兄弟缝机业务均属于衰退期，逐步丧失产品迭代、产能爬坡、及销售建设的能力。行业下行期间，进一步出清行业中小型竞争对手，优化行业竞争格局。杰克积极改善内部管理、对供应商和经销商的支持政策不变，广结善缘、加大智能生产线改造投入实现降本增效，提高产能准备，为行业回暖时加速领跑积极准备。由此可见，行业下行阶段是公司竞争优势强化的准备期；行业上行阶段，是公司扩大竞争优势的兑现期。彼退我进，助力杰克市占率朝垄断方向迈进。

④**拐点**：2019 年，受中美贸易摩擦带来全球经济下行的压力以及行业周期调整双重影响，全年呈现负增长，工业缝纫机销量回落到 2017 年水平。2020 年新冠疫情爆发全球经济受挫，上半年产品滞销，出口受阻，预计疫情将加速行业探底，行业下行周期缩短。我们判断缝制设备行业大概率会于明年年初迎来向上拐点。缝制设备单价不高，在服装厂资本开支占比并非很高（以申洲国际为例资本开支在营收占比约 10%，资本开支设备占比约 40%）行业回暖服装厂有能力购买设备，叠加疫情期间需求积压，缝制设备弹性较大。

⑤**估值**：历史数据看估值区间在 20-30X PE 之间。以 5 年维度看，如果未来服装

厂智能化方向发展顺利，公司“服装制造解决方案供应商”的逻辑通顺，则其估值中枢不会下移，甚至有提升空间，因为技术变革驱动、市场空间极大，则公司5年后有望达到360-500亿市值。但如果自动化缝制设备仍然不行，有更多类似东南亚地区做代工，行业周期性主导公司业绩，则其估值区间在10-15X。依行业景气度变化，其市值在180-270范围内就已然合理了。

5.2 分产品营收预测及可比公司

图表 51 杰克股份分产品营收预测

分项业务拆分													
		2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
工业缝纫机	收入 (百万元)	1,153.09	862.96	1,341.76	1,484.19	1,334.34	1,492.68	2,340.05	3,534.41	2,952.62	2,919.39	4,457.61	5,101.49
	yoy	—	-25.16%	55.48%	10.62%	-10.10%	11.87%	56.77%	51.04%	-16.46%	-1.13%	52.69%	14%
	成本 (百万元)	893.67	658.22	973.23	1,098.88	965.67	1,068.81	1,691.33	2,624.16	2,171.48	2,218.74	3,467.03	4,224.03
	毛利 (百万元)	259.42	204.74	368.53	385.31	368.67	423.87	648.72	910.25	781.14	700.65	990.58	877.46
	毛利率	22.50%	23.73%	27.47%	25.96%	27.63%	28.40%	27.72%	25.75%	26.46%	24.00%	22.22%	17.20%
裁床	收入 (百万元)	193.08	169.00	202.73	238.85	256.64	363.87	444.81	499.62	488.66	488.66	635.26	825.84
	yoy	—	-12.47%	19.96%	17.82%	7.45%	41.78%	22.24%	12.32%	-2.19%	0.00%	30.00%	30.00%
	成本 (百万元)	141.67	106.93	122.37	135.89	148.79	206.43	238.39	291.49	282.58	293.20	368.45	478.98
	毛利 (百万元)	51.41	62.07	80.36	102.96	107.85	157.44	206.42	208.13	206.08	195.46	266.81	346.85
	毛利率	26.63%	36.73%	39.64%	43.11%	42.02%	43.27%	46.41%	41.66%	42.17%	40.00%	42.00%	42.00%
自动缝制设备	收入 (百万元)	—	—	—	—	—	—	—	114.09	160.47	192.56	288.85	433.27
	yoy	—	—	—	—	—	—	—	—	40.65%	20.00%	50.00%	50.00%
	成本 (百万元)	—	—	—	—	—	—	—	69.02	103.23	127.09	190.64	285.96
	毛利 (百万元)	—	—	—	—	—	—	—	45.07	57.24	65.47	98.21	147.31
	毛利率	—	—	—	—	—	—	—	39.50%	35.67%	34.00%	34.00%	34.00%
收入合计 (百万元)		1,346.17	1,031.96	1,544.49	1,723.04	1,590.98	1,856.55	2,784.86	4,148.12	3,601.75	3,600.62	5,381.72	6,360.59
yoy		—	-23.34%	49.67%	11.56%	-7.66%	16.69%	50.00%	48.95%	-13.17%	-0.03%	49.47%	18.19%
成本合计 (百万元)		1,035.34	765.15	1,095.60	1,234.77	1,114.46	1,275.24	1,929.72	2,984.67	2,557.29	2,639.03	4,026.12	4,988.98
毛利合计 (百万元)		310.83	266.81	448.89	488.27	476.52	581.31	855.14	1,163.45	1,044.46	961.59	1,355.60	1,371.62
综合毛利率		23.09%	25.85%	29.06%	28.34%	29.95%	31.31%	30.71%	28.05%	29.00%	26.71%	25.19%	21.56%

资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 52 杰克股份可比公司估值表

证券代码	公司简称	收盘价	EPS			PE		
			2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E
603337.SH	杰克股份	24.19	0.68	0.65	1.19	35.55	36.91	20.21
600843.SH	上工申贝	7.27	0.16	—	—	49.23	—	—
002021.SZ	ST中捷	3.01	0.01	—	—	166.30	—	—
600302.SH	标准股份	4.59	-0.48	—	—	-10.60	—	—
002196.SZ	方正电机	5.37	0.04	—	—	148.37	—	—
600525.SH	长园集团	6.81	-0.67	—	—	-8.83	—	—

资料来源：Wind，华安证券研究所（杰克股份可比公司均无wind一致盈利预测）

5.3 盈利预测

预计 2020-2022 年公司 EPS 分别为 0.65/1.19/1.45 元, 对应 PE 36.91/20.21/16.59X。
首次覆盖, 给予“买入”评级。

5.4 风险提示

行业复苏力度不及预期, 疫情反复影响缝制设备需求, 服装厂智能化升级逻辑被证伪、缝前设备及自动化缝制设备渗透率不及预期

财务报表与盈利预测

资产负债表				
单位:百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	2381.1	2674.7	3355.7	4314.1
现金	379.0	907.9	906.1	1364.1
应收账款	386.1	323.1	512.4	636.0
其他应收款	64.0	38.3	57.1	73.6
预付账款	10.4	18.0	22.3	27.3
存货	1014.6	785.5	1243.7	1624.7
其他流动资产	527.1	601.8	614.1	588.3
非流动资产	1795.6	1975.5	2188.1	2342.5
长期投资	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	1350.6	1484.3	1643.9	1797.3
无形资产	341.7	388.0	441.0	441.9
其他非流动资产	103.2	103.2	103.2	103.2
资产总计	4176.7	4650.2	5543.8	6656.6
流动负债	1208.9	1389.3	1746.8	2204.9
短期借款	99.2	0.0	0.0	0.0
应付账款	661.1	688.3	1022.5	1300.5
其他流动负债	448.6	701.0	724.3	904.5
非流动负债	244.8	244.8	244.8	244.8
长期借款	129.5	129.5	129.5	129.5
其他非流动负债	115.2	115.2	115.2	115.2
负债合计	1453.6	1634.1	1991.6	2449.7
少数股东权益	65.9	67.7	71.9	78.3
股本	445.9	445.9	445.9	445.9
资本公积	616.9	616.9	616.9	616.9
留存收益	1607.0	1898.3	2430.2	3078.5
归属母公司股东	2657.1	2948.4	3480.3	4128.5
负债和股东权益	4176.7	4650.2	5543.8	6656.6

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	251.4	926.9	345.6	761.4
净利润	305.6	293.0	536.2	654.6
折旧摊销	111.8	112.2	128.4	140.7
财务费用	12.3	0.0	0.0	0.0
投资损失	-26.9	0.0	0.0	0.0
营运资金变动	-255.7	515.1	-325.4	-42.3
其他经营现金流	104.4	6.6	6.4	8.4
投资活动现金流	-14.3	-298.7	-347.5	-303.5
资本支出	-319.3	-298.7	-347.5	-303.5
长期投资	305.0	0.0	0.0	0.0
其他投资现金流	0.0	0.0	0.0	0.0
筹资活动现金流	-116.7	-99.2	0.0	0.0
短期借款	0.0	-99.2	0.0	0.0
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0
普通股增加	14.3	0.0	0.0	0.0
资本公积增加	0.0	-50.1	-58.3	-32.6
其他筹资现金流	-131.0	50.1	58.3	32.6
现金净增加额	120.4	529.0	-1.8	458.0

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

利润表				
单位:百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	3608.1	3600.6	5381.7	6360.6
营业成本	2559.7	2639.0	4026.1	4989.0
营业税金及附加	24.4	24.8	32.3	38.2
销售费用	228.9	261.0	322.9	254.4
管理费用	221.6	274.0	269.1	254.4
财务费用	2.8	0.0	0.0	0.0
资产减值损失	-71.6	0.0	0.0	0.0
公允价值变动收益	-33.8	0.0	0.0	0.0
投资净收益	26.9	0.0	0.0	0.0
营业利润	356.6	340.4	617.3	754.2
营业外收入	1.8	0.0	0.0	0.0
营业外支出	14.0	0.0	0.0	0.0
利润总额	344.4	333.9	610.9	745.8
所得税	38.8	40.8	74.7	91.2
净利润	305.6	293.0	536.2	654.6
少数股东损益	4.1	1.7	4.3	6.4
归属母公司净利润	301.4	291.3	531.9	648.3
EBITDA	481.3	405.9	692.9	838.1
EPS (元)	0.7	0.7	1.2	1.5

主要财务比率

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	-0.13	0.00	0.49	0.18
营业利润	-0.31	-0.05	0.81	0.22
归属于母公司净利润	-0.34	-0.03	0.83	0.22
获利能力				
毛利率(%)	29.05%	26.71%	25.19%	21.56%
净利率(%)	8.35%	8.35%	8.09%	9.88%
ROE(%)	11.34%	9.88%	15.28%	15.70%
ROIC(%)	14.67%	13.57%	20.33%	23.24%
偿债能力				
资产负债率(%)	34.80%	35.14%	35.92%	36.80%
净负债比率(%)	13.39%	8.70%	7.37%	6.21%
流动比率	1.97	1.93	1.92	1.96
速动比率	1.13	1.36	1.21	1.22
营运能力				
总资产周转率	0.88	0.82	1.06	1.04
应收账款周转率	8.57	10.16	12.88	11.08
应付账款周转率	5.20	5.34	6.29	5.48
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.68	0.65	1.19	1.45
每股经营现金流(最新)	0.57	2.09	0.78	1.71
每股净资产(最新摊薄)	5.98	6.63	7.83	9.29
估值比率				
P/E	35.55	36.91	20.21	16.59
P/B	4.03	3.63	3.08	2.60
EV/EBITDA	22.29	-1.60	-0.94	-1.32

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。 市场基准指数为沪深 300 指数。