



华安证券  
HUAAN SECURITIES

证券研究报告

# 杰克股份：周期上行，成长加速

分析师：郭倩倩 S0010520080005

分析师：李 疆 S0010520060005

分析师：范云浩 S0010520070002

2020年11月24日

华安证券研究所

## 核心观点

杰克股份是全球领先的缝制机械制造商，核心业务是工业缝纫机，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。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。从投资属性上讲，杰克股份是一个周期成长股，周期性影响股价的核心要素是拐点和弹性，而公司竞争优势扩大带来的市占率提升及市场扩容则是公司长期成长性的保证。

**【拐点已至】**：目前缝制行业处于复苏初期，国内回暖进度略超预期，随着下半年国内经济持续复苏与全球疫情缓解，缝制设备复苏有望深化。我们认为现阶段类似2016年Q3，行业龙头已经率先感知，公司Q3单季度营收增速转正，拐点已现，利润端拐点大概率出现在今年Q4，展望明年逐季向好。

**【向上弹性】**：行业下行进一步出清行业落后产能优化竞争格局，我们测算，杰克股份2020上半年在全球头部缝机企业市占率为28.73%，对比19年底22.23%提升6.5pct，映射杰克这一轮行业周期中市占率提升到了相当高的水准。行业复苏初期公司产能已经供不应求，二季度招工后已满产满销，且缝机单价并不昂贵，服装厂有能力承担设备开支（以申洲国际为例资本开支设备占营收的比例约4%），行业回暖设备弹性大。

**【份额提升】**：疫情影响加快出清中小型竞争对手，优化竞争格局。国内缝机企业大部分产能落后，整合空间大；日本重机2020H1实现销售收入约11.96亿元，日本兄弟实现销售收入6.7亿元。杰克股份2020H1销售额约16亿元，明显超过海外竞争对手。彼退我进，助力公司未来市占率朝垄断方向迈进。

**【市场扩容】**：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。公司通过收购迈卡及VBM前瞻布局先发优势明显，在服装厂智能化时代有望独霸千亿级赛道。

**投资建议**：预计2020-2022年公司EPS分别为0.72/1.33/1.59元，对应PE 44.84/24.41/20.38X。维持“买入”评级。

**风险提示**：行业复苏力度不及预期，疫情反复影响需求，自动化缝制设备渗透率不及预期。



华安证券

HUAAN SECURITIES

华安研究·拓展投资价值

## CONTENTS



01

公司介绍

缝机之王，民企典范

02

业务布局

人无我有，人有我优

03

竞争优势

内修管理，外拓渠道

04

投资逻辑

周期上行，成长加速

05

投资建议

布局当下，后市可期

## 一、缝机之王，民企典范

## 公司 介绍

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。公司常年位居全球缝制设备中产销规模最大的企业。同时，公司是全球唯一布局缝前及缝中的设备商，未来有望打通产业链，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供应商。

图表1：杰克股份的业务主要包括工业缝纫机、裁床及铺布机、自动化缝制设备三大类



资料来源：杰克股份公司官网，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，缝纫机产业起源于1995年7月，植根有着“中国缝制设备之都的台州”而逐步壮大。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。杰克股份通过内生外延双管齐下的方式，正加速从“缝制设备制造商”向“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，加速朝智能制造成套解决方案服务商转型

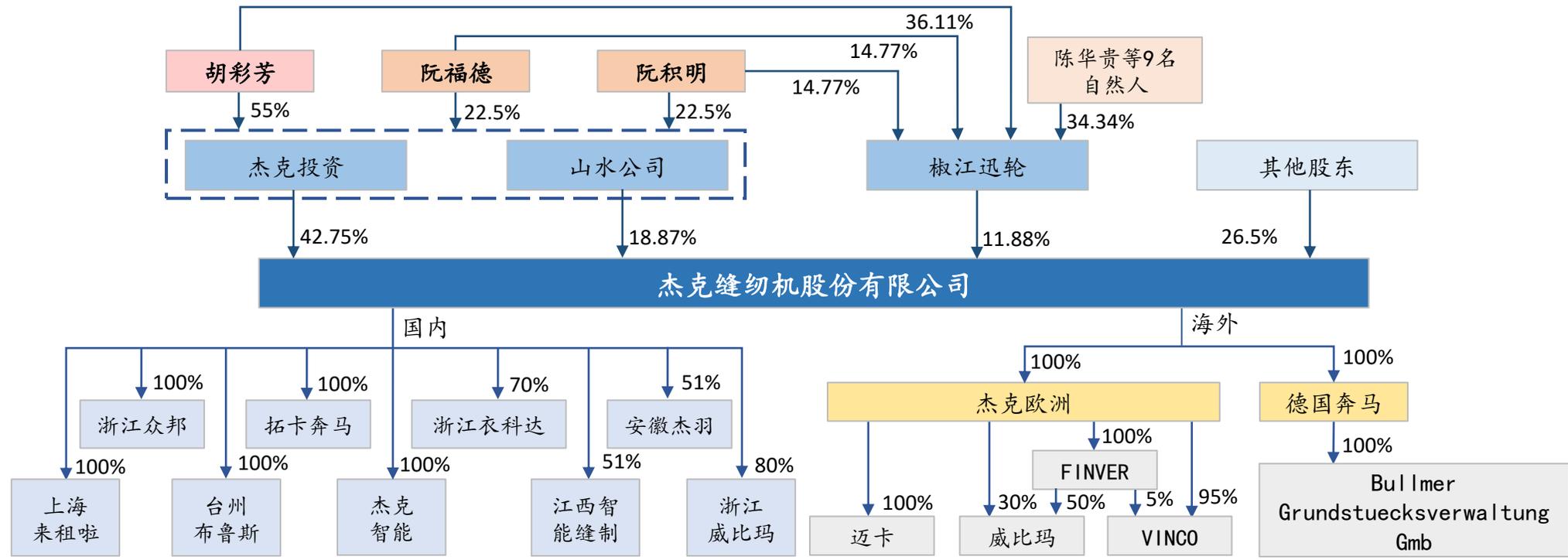


资料来源：杰克股份公司官网，华安证券研究所

### 1.3 家族式企业，实际控制人持股超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：杰克股份公司公告，华安证券研究所

### 1.4 业绩短期承压，静待行业复苏

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。

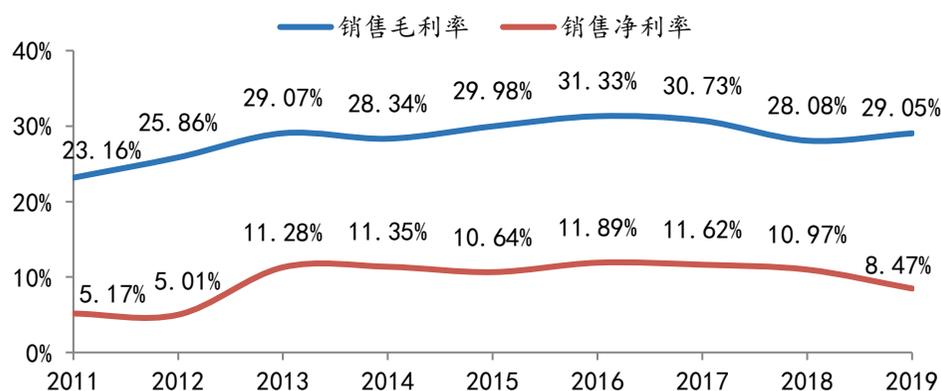
图表4：杰克股份历年营业收入及同比



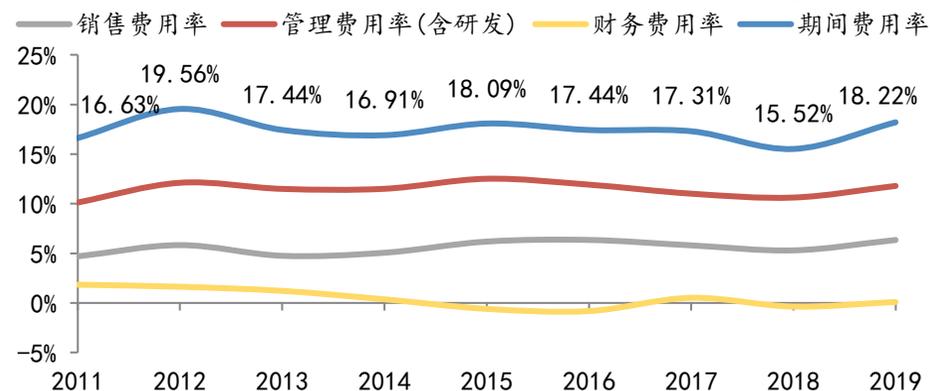
图表5：杰克股份历年归母净利润及同比



图表6：2019年公司毛利率略微提高



图表7：2019年公司期间费用率较2018年高出2.7pct



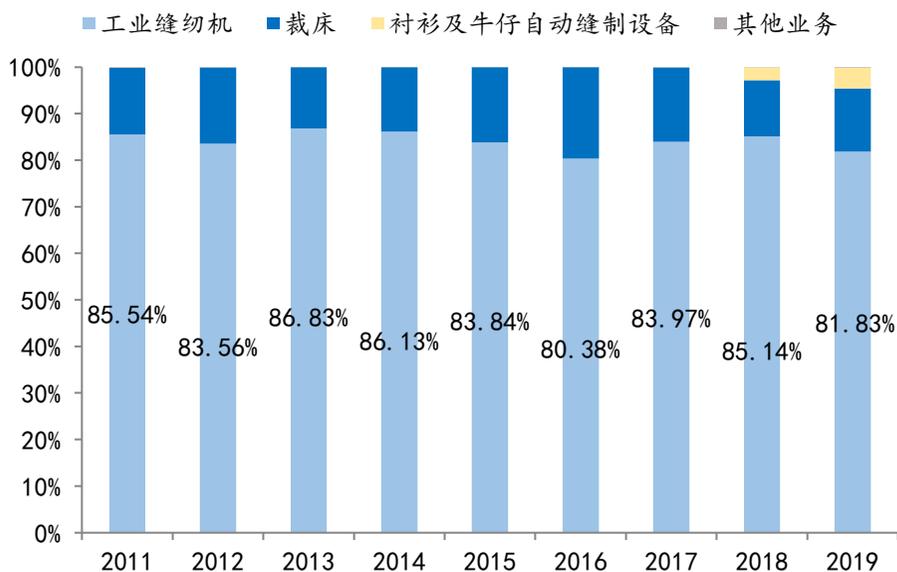
资料来源：本页图表数据均来源于wind，华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

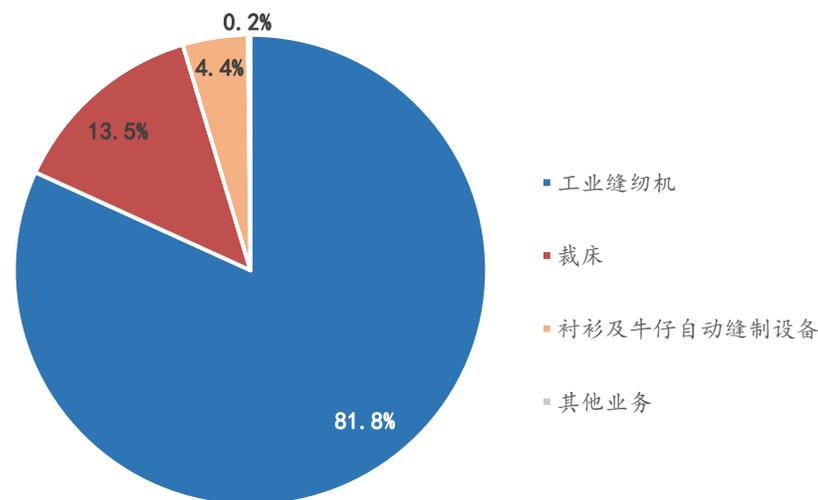
■ 1.5 工业缝纫机业务是公司主要营收和利润来源，裁床、自动化缝制设备逆周期稳定增长

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



图表9：2019年公司营业收入构成

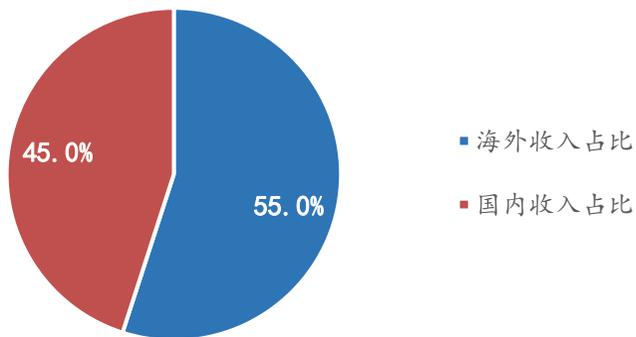


资料来源：本页图表数据均来源于wind，华安证券研究所

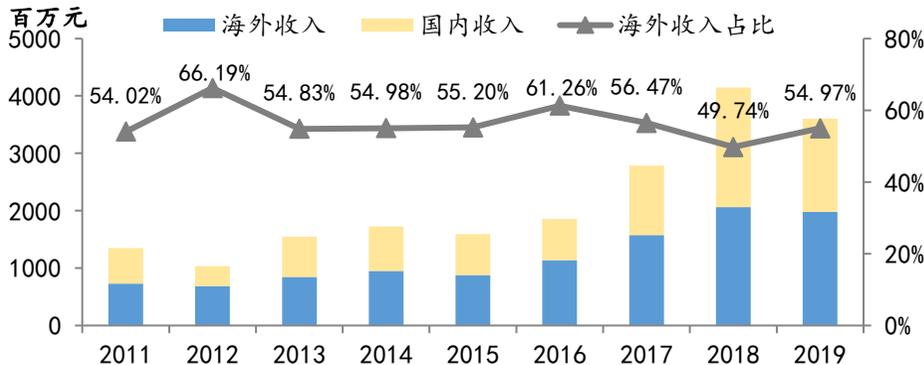
1.6 公司产品远销海外，2019年海外业务占比过半

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



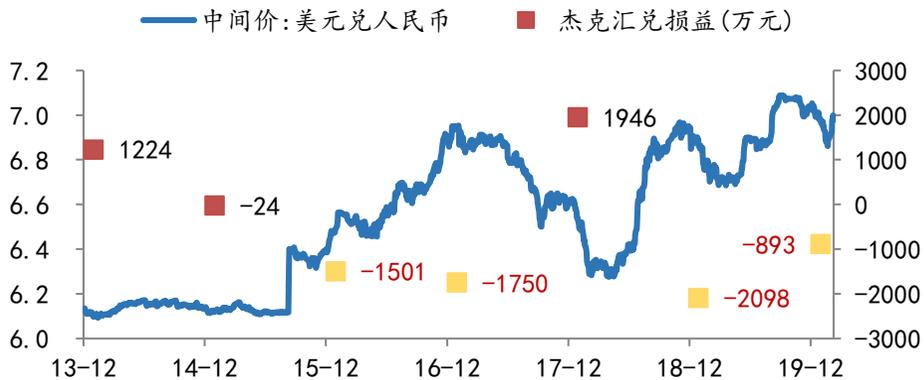
图表11：2018年国内行业景气，海外收入占比略微下降



图表12：杰克股份历年海外营收及同比



图表13：杰克股份历年汇兑损益



资料来源：本页图表数据均来源于wind，华安证券研究所  
敬请参阅末页重要声明及评级说明



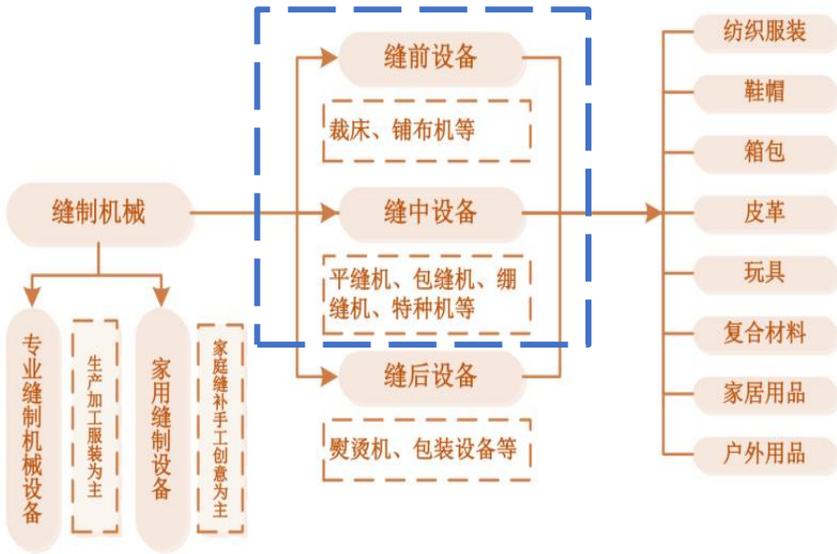
二、人无我有，人有我优

业务  
布局

### 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、铺开布料等缝纫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纫工序的加工设备；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。

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

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：与海外竞争对手相比公司工业缝纫机产品定价优势明显

	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-438FX11	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

敬请参阅末页重要声明及评级说明

## 2.2 工业缝纫机业务

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17：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

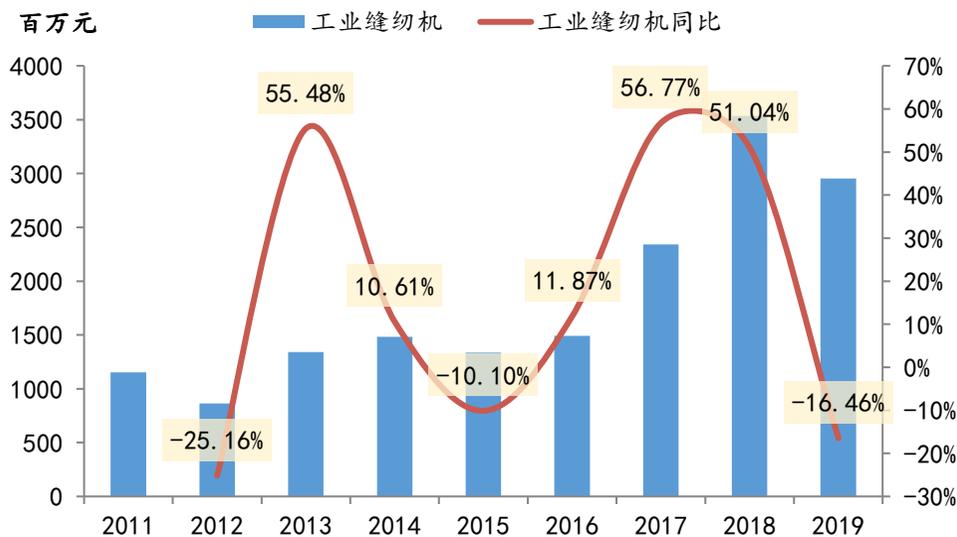
单位：（亿人民币）	2016	2017	2018	2019
百家整机企业收入	153.20	197.67	208.17	197.3
日本重机工业缝纫机收入	41.74	41.59	44.12	40.72
日本兄弟工业缝纫机收入	16.67	18.57	19.76	17.72
日本飞马工业缝纫机收入	10.11	8.49	9.81	7.86
台湾高林工业缝纫机收入	4.90	5.00	5.84	4.85
合计	226.62	271.32	287.7	268.45

资料来源：中国缝机协会，Bloomberg，华安证券研究所

## 2.2 工业缝纫机业务

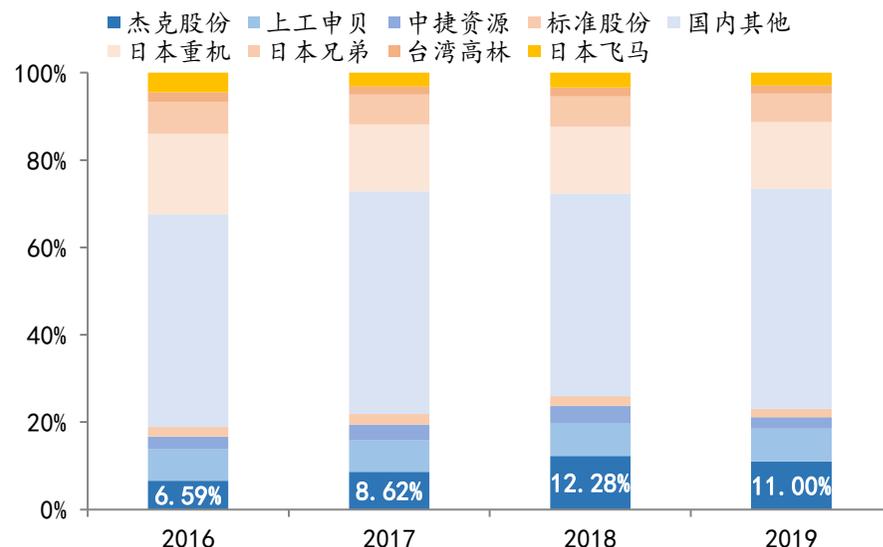
2016年起我国工业缝纫机行业逐步回暖，公司凭借多年产品研发、精益生产、供应链管理、销售网络等优势迅速抢占市场，工业缝纫机业务增长迅猛。2016-2019年，公司缝纫机板块营收分别为14.93/23.40/35.34/29.53亿元，同比增速11.87%/56.77%/51.04%/-16.46%。杰克股份在工业缝纫机领域市占率提升明显，我们测算，2016-2019年杰克股份全球工业缝纫机市场市占率分别为6.59%/8.62%/12.28%/11.00%。相较于全球主要竞争对手（均为上市公司），2016-2019年，杰克股份在全球头部缝机厂商市占率分别为12.34%/17.61%/22.94%/22.23%。2017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18：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19：2019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）

■ 2.3 裁床（含铺布机）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20：杰克股份铺布机（含裁床）代表性产品

	种类	具体型号	图例
裁床业务	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 裁床（含铺布机）业务

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21：杰克股份铺布机（含裁床）代表性产品

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市场渗透率不会达到，预测三年内渗透率可达50%-70%。

资料来源：CNKI，公司公告，华安证券研究所

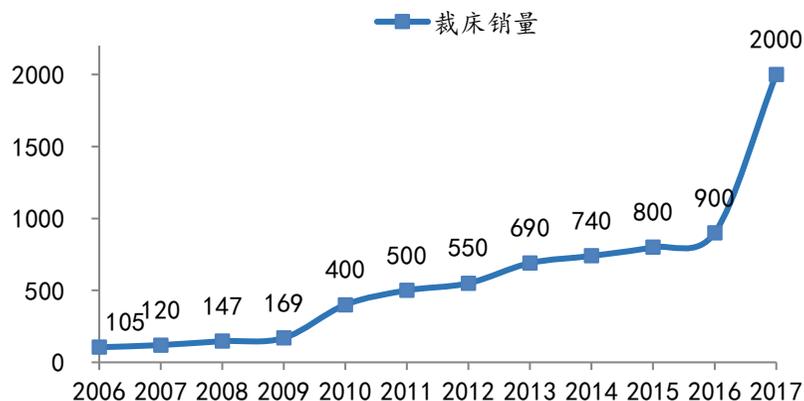
## 2.3 裁床（含铺布机）业务

图表22：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

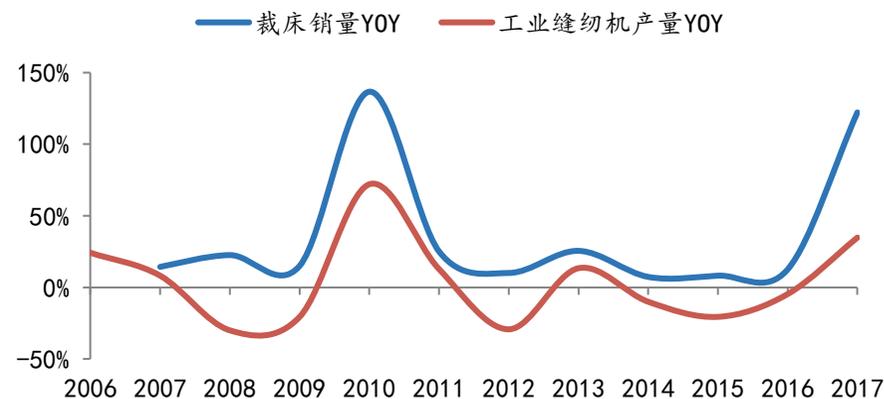
自动化设备类型	单人配设备	传统工人工作量	采用设备后工人工作量	采用自动化设备后效率提升	成本测算	回收周期
电脑裁床	1台	3个人，耗时3.5h	1个人20分钟	担任效率提升21倍，节省布料10%	单人成本50元/小时；裁床30元/小时。单台裁床设备以50万元算	<u>1030个小时，每天工作10小时算，103天收回</u>
铺布机	1台	5000米需要3人8小时	1个人4小时	生产效率提升6倍。人工成本下降了6倍（由原来的115*3=345元下降到57.5元）	<u>单台裁床设备以50万元算</u>	<u>1700个小时/劳动力，3个人每天工作10小时算，回收周期56天</u>

备注：加粗加下划线内容为假设内容

图表23：国内裁床销量逐年升高



图表24：国内裁床销量增速高于缝机，正加速渗透

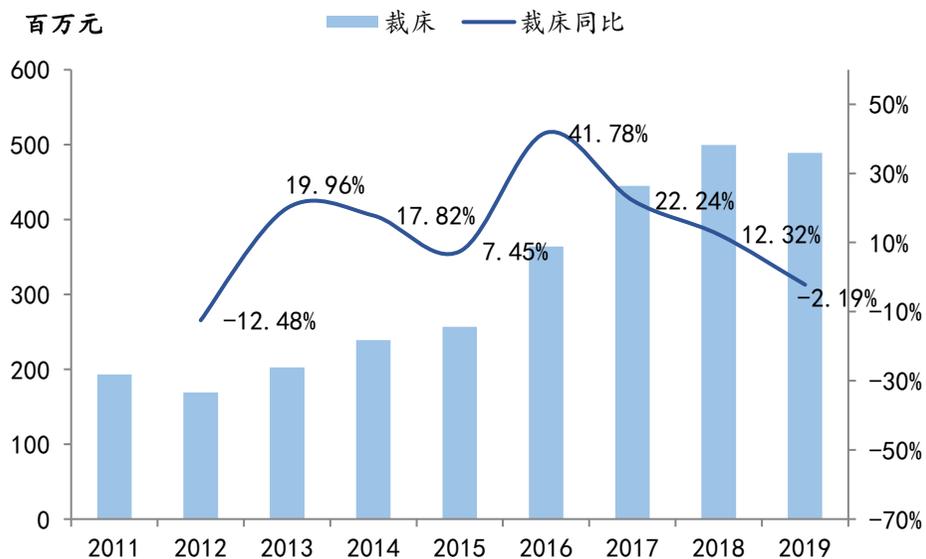


资料来源：《人“裁”与“被裁”》、《建设智慧型工厂实现机器换人的思考与实践》研究成果综合，公司公告，华安证券研究所

## 2.3 裁床（含铺布机）业务

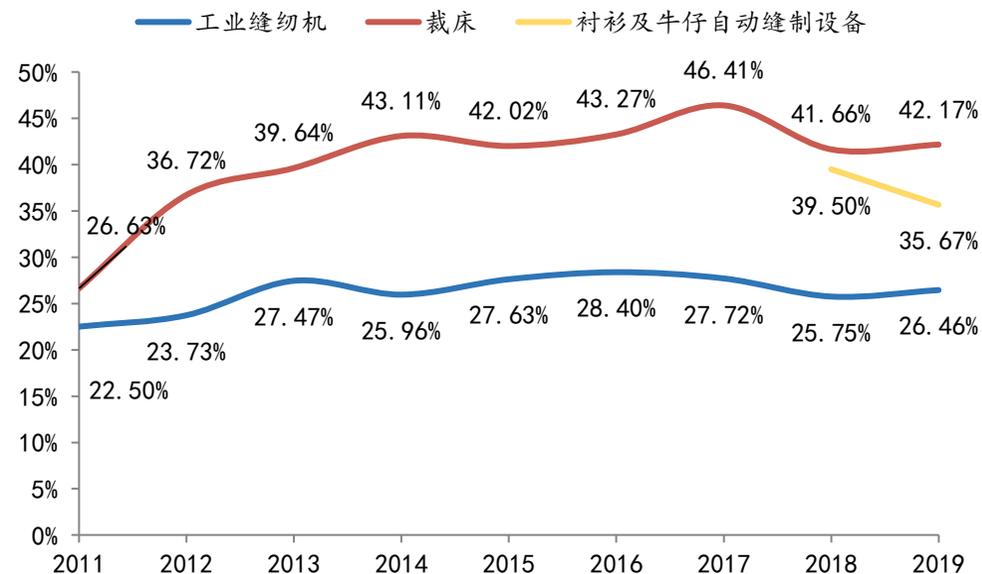
2016-2019年，公司裁床业务分别实现营业收入3.64/4.45/5.00/4.89亿元，同比增长41.78%/22.24%/13.32%-2.19%，占公司总营收的比重分别为19.59%；15.96%；12.03%；13.54%。公司裁床业务2013-2018年均保持正增长，2019年受制于行业景气度压制裁床业务呈现负增长，但单项业务增速亦优于公司整体。2019年，裁床业务板块毛利率达42.17%，公司缝纫机毛利率为26.46%，公司整体毛利率为24.84%，裁床业务毛利率高于公司整体15pct左右。

图表25：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26：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

■ 2.4 自动化缝制板块

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27：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	只能按工艺流程要求进行
	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



### 三、内修管理，外拓渠道

竞争  
优势

### ■ 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”的理念，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制度提升管理层能力。2006年阮积祥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。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。

### 3.2 股权激励深度绑定核心骨干

图表28：公司通过推行员工持股及管理股权激励等方式，深度绑定核心骨干

	第一次员工持股计划			第一次限制性股票激励计划			第二次员工持股计划			第二次限制性股票激励计划				
日期	2017年5月			2018年11月			2019年1月			2020年6月				
金额	31,978万元			2,763.6万元			不超过人民币6,000万元			1,489.24万元				
	持有人	出资额度(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	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
对象及分配方案	公司董事、监事、高级管理人员(8人)	4,083	12.77%	赵新庆(董事长)	27	16.07%	0.09%	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	11.90%	0.07%				郭卫星(副董事长)	20.4	12.88%	0.05%
				阮林兵(董事、轮值CEO)	20	11.90%	0.07%				阮林兵(董事、轮值CEO)	20.72	13.08%	0.05%
				邱杨友(副总经理)	19	11.31%	0.06%				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%	谢云娇(董事、财务总监、董秘)	16	9.52%	0.05%	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%
				黄展洲(副总经理)	12	7.14%	0.04%				经营管理人员(6人)	57.38	36.22%	0.13%
董事会认定的经营管理人员(8人)				54	32.14%	0.18%								
存续期	48个月			48个月			66个月			56个月				
锁定期	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12个月、24个月和36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			公司层面双业绩考核目标设置不同解除限售期；个人层面解除限售比例根据个人业绩考核确定			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)/∑(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  
敬请参阅末页重要声明及评级说明



# 华安证券

HUAAN SECURITIES

## 华安研究·拓展投资价值

### 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。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29：杰克股份供应商大会现场



图表30：杰克股份经销商大会现场



资料来源：本页图表均来源于杰克官网，华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

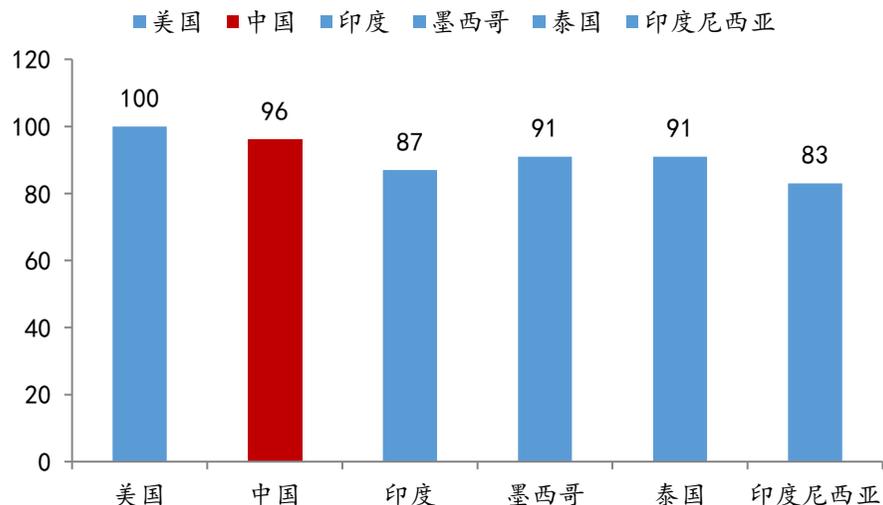
华安证券研究所

### 3.4 渠道下沉，因地制宜布局海外

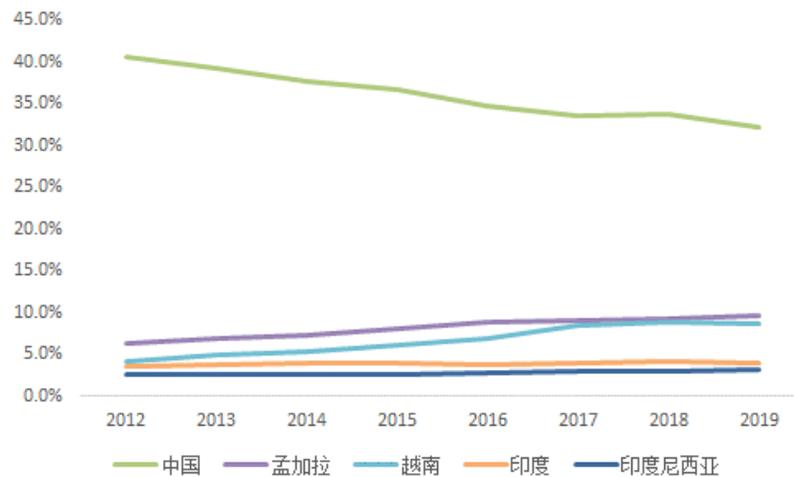
东南亚地区服装出口额增长较快，服装产能向东南亚地区转移趋势明显。我们判断，未来服装代工厂产能向东南亚地区转移的是大势所趋，但未来几年内中国及欧盟仍是纺服全球最大出口地区。而东南亚地区虽然增速较快，但是基数较小，市场份额未来有望进一步提升，2020年受新冠疫情影响，产能转移进程或将延缓。值得注意的是，印度等东南亚国家缝制设备保有量中存在大量家用机及二手设备，未来随着配套产业逐渐完善及产品质量提升需求，结构性替换市场广阔。

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，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31：劳动力价格指数显示我国劳动力成本较高



图表32：东南亚地区服装出口全球占比不断提升



资料来源：本页图表均来源于wind，华安证券研究所



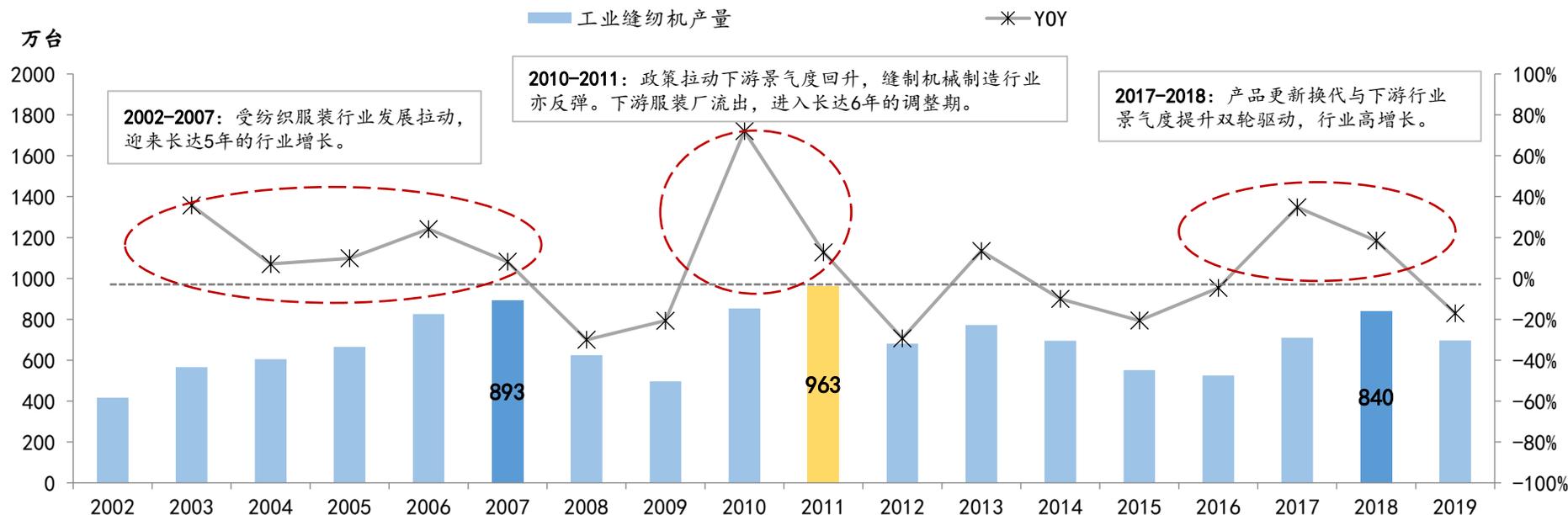
## 四、周期上行，成长加速

投资  
逻辑

### 4.1 拐点已至

工业缝纫机行业具有周期属性，受下游纺服景气度及更新周期双重驱动。从行业历史数据看，4年走完一个完整周期，2年上行，2年下行。上一轮周期起点是2016年Q3，到2018H1是行业上行周期，2018H1-2020H1是行业下行周期。目前缝制行业处于复苏初期，国内回暖进度略超预期，随着下半年国内经济持续复苏与全球疫情缓解，缝制设备复苏有望深化。我们认为现阶段类似2016年Q3，行业刚有起色，龙头已经率先感知，Q3公司营收有望超市场预期。

图表33：缝纫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

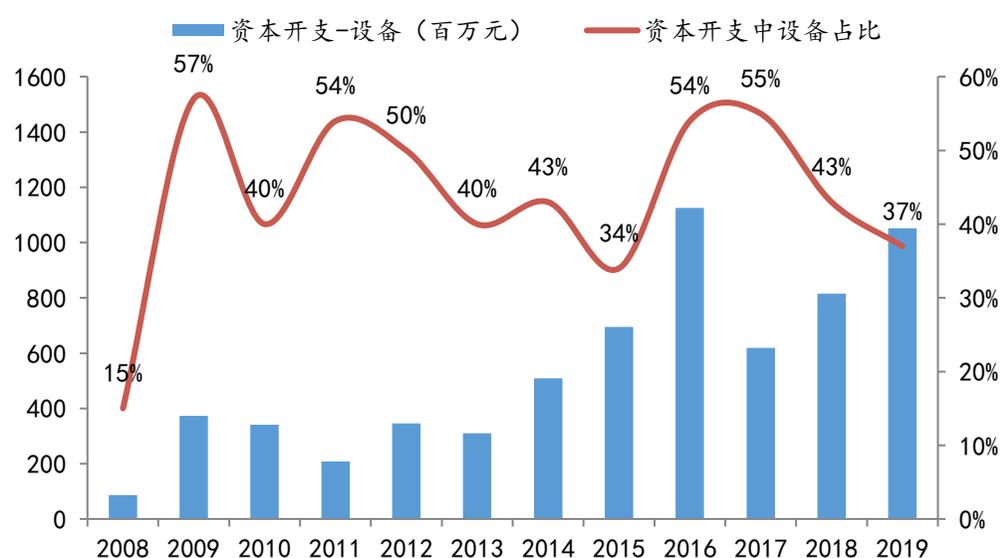
■ 4.2 弹性较大

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4%左右。因此，缝制设备与人力成本及原材料成本相比，不但并非服装厂主要负担，更是解决服装行业痛点的治本之道。

图表34：申洲国际历年资本开支占营收比重



图表35：申洲国际历年资本开支中设备占比

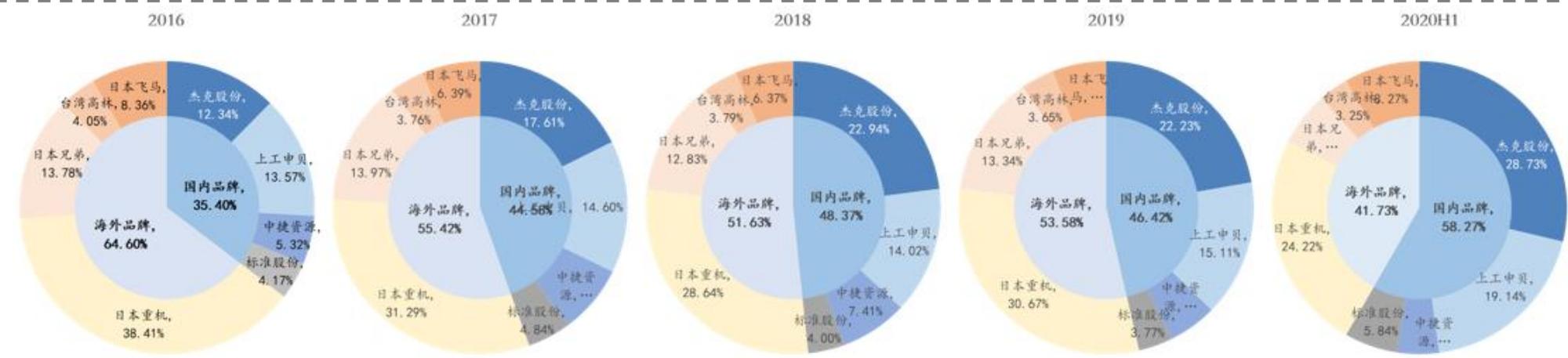


资料来源：申洲国际公司公告，华安证券研究所

■ 4.3 份额提升

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36：杰克股份在头部企业的市占率从2019年年底的22.23%提升至2020H1的28.73%

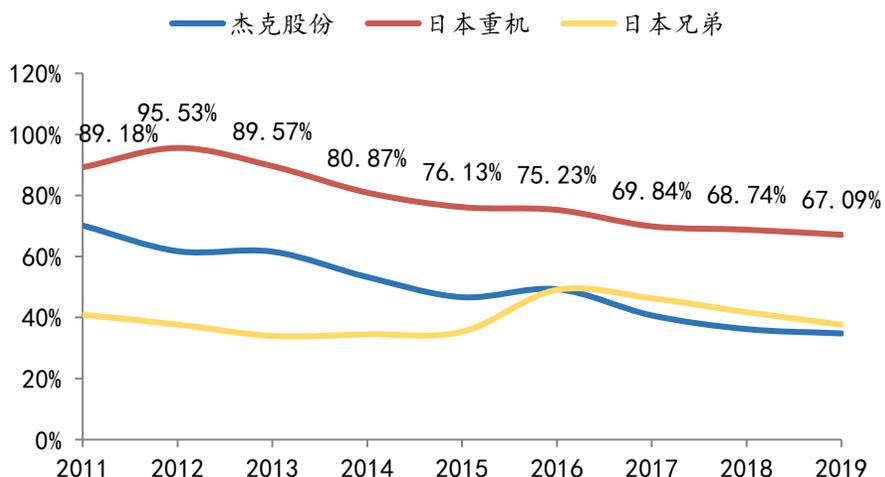


资料来源：wind, Bloomberg, 华安证券研究所 (\*以上市占率)

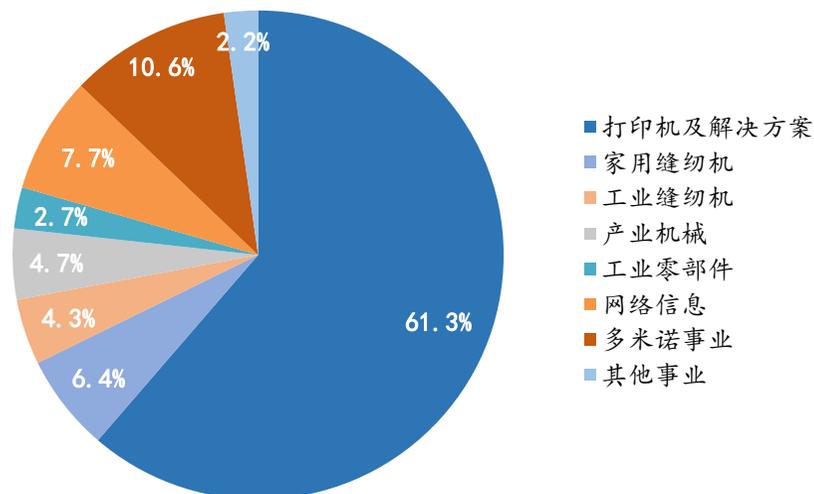
#### 4.4 份额提升

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，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。彼退我进，助力杰克未来市占率朝垄断方向迈进。

图表37：日本重机资产负债率巨高不下，不具备加杠杆扩产能力



图表38：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：本页图表均来源于Bloomberg，华安证券研究所



五、布局当下，后市可期

投资  
建议

## ■ 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。

## ■ 投资要点

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，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。

分产品营收

图表39：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	5,033.44	5,991.05
	yoy	—	-25.16%	55.48%	10.62%	-10.10%	11.87%	56.77%	51.04%	-16.46%	-1.13%	72.41%	19%
	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	3,750.18	4,450.03
	yoy	—	-26.35%	47.86%	12.91%	-12.12%	10.68%	58.24%	55.15%	-17.25%	2.18%	69.02%	18.66%
	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	1,283.26	1,541.02
	毛利率	22.50%	23.73%	27.47%	25.96%	27.63%	28.40%	27.72%	25.75%	26.46%	24.00%	25.49%	25.72%
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	586.39	703.67
	yoy	—	-12.47%	19.96%	17.82%	7.45%	41.78%	22.24%	12.32%	-2.19%	0.00%	20.00%	20.00%
	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	348.45	416.98
	yoy	—	-24.52%	14.44%	11.05%	9.49%	38.74%	15.48%	22.27%	-3.06%	3.76%	18.85%	19.67%
	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	237.94	286.69
	毛利率	26.63%	36.73%	39.64%	43.11%	42.02%	43.27%	46.41%	41.66%	42.17%	40.00%	40.58%	40.74%
自动缝制设备	收入 (百万元)	—	—	—	—	—	—	—	114.09	160.47	192.56	250.33	325.43
	yoy	—	—	—	—	—	—	—	—	40.65%	20.00%	30.00%	30.00%
	成本 (百万元)	—	—	—	—	—	—	—	69.02	103.23	127.09	164.64	211.96
	yoy	—	—	—	—	—	—	—	—	49.57%	23.12%	29.54%	28.74%
	毛利 (百万元)	—	—	—	—	—	—	—	45.07	57.24	65.47	85.69	113.48
	毛利率	—	—	—	—	—	—	—	39.50%	35.67%	34.00%	34.23%	34.87%
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	5,870.16	7,020.15
yoy		—	-23.34%	49.67%	11.56%	-7.66%	16.69%	50.00%	48.95%	-13.17%	-0.03%	63.03%	19.59%
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	4,263.26	5,078.98
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	1,606.90	1,941.18
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%	27.37%	27.65%

资料来源：华安证券研究所绘制

## 投资建议

### 盈利预测：

预计2020-2022年公司EPS分别为0.72/1.33/1.59元，对应PE 44.84/24.41/20.38X。维持“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

图表40：杰克股份分盈利预测（单位：百万元）

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	3608	3601	5870	7020
收入同比(%)	-13.1%	-0.2%	63.0%	19.6%
归属母公司净利润	301	323	593	710
净利润同比(%)	-33.6%	7.1%	83.7%	19.8%
毛利率(%)	29.1%	26.7%	27.4%	27.7%
ROE(%)	11.3%	10.8%	16.5%	16.5%
每股收益(元)	0.68	0.72	1.33	1.59
P/E	30.99	44.84	24.41	20.38
P/B	3.52	4.84	4.03	3.36
EV/EBITDA	19.19	29.06	21.14	17.72

资料来源：华安证券研究所绘制



## 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。



谢谢！