

## 全球缝制机械龙头，顺周期迎业绩拐点

——杰克股份公司首次覆盖报告

买入|首次推荐

### 报告要点:

#### ● 缝制机械为周期性行业，拐点已现有望步入上行周期

中国缝制机械市场规模超过 600 亿元，从工业缝纫机产量与头部企业收入来看行业每 2-3 年迎来一轮景气周期。2017 年为上一轮周期高点，工业缝纫机产量增速高达 33%。2019 年行业持续下行，2020 年在疫情的冲击下行业进一步下滑，但跌幅已经收窄。2020 年 9 月缝制机械规上企业单月收入与缝制机械产品出口额增速均已回正，12 月单月收入增速高达 36%，2021Q1 缝制机械规上企业累计工业增加值增速 36.3%。我们认为当前行业已进入上行周期，**2021/2022 年销量有望保持 CAGR 20% 增长**，市场空间扩大。

#### ● 公司已成长为全球龙头，顺周期之下收入规模有望持续提升

根据我们测算，仅考虑缝制机械相关业务，公司收入规模占全球头部企业比例从 2011 年的 13% 提升至 2020 年约 30%，经过十年成长，收入规模步入全球第一梯队，2020 年收入规模已经显著领先全球龙头日本重机。根据我们测算，**2020 年公司工业缝纫机销量占国内总销量约 24%，相比 2013 年提升约 15pcts，在国内同样处于绝对领先地位。**

#### ● 推非公开发行项目，产能有望持续提升打造业绩增长基础

经过上市募投项目建设全自动金加工复合线，公司在 2018 年已具备年产工业缝纫机超 200 万台能力。2020 年公司推出非公开发行项目，打造智能高端缝制装备制造基地，建设完成后形成年产智能工业缝纫机 120 万台、自动缝制单元 2500 台、服装智能制造成套解决方案 850 套的规模化生产能力，后续公司产能有望持续提升打造业绩增长基础。

#### ● 产业纵横拓展，业务协同突破中高端客户打造长期成长

工业缝纫机推进横向拓展，在智能化、物联网加持下，高附加值产品推陈出新，根据我们测算公司近 3 年工业缝纫机销售均价提升 17.42%。同时公司进行产业纵向布局，缝前设备不断推进市场下沉，通过高性价比产品推动业务发展，同时布局缝后吊挂等设备，使公司产品在服装厂面向更大潜在价值量。缝前、缝后设备的拓展不仅打开更大市场空间，也让公司拥有了成套解决方案提供能力，可以满足中高端客户对于智能化、柔性化生产需求，未来中高端客户占比有望持续上升，为公司打造走在周期之外的长期成长动力。

#### ● 投资建议与盈利预测

我们预计公司 2021 至 2023 年营业收入分别为 69.30、81.39、91.30 亿元，归母净利润分别为 6.51、8.32、9.92 亿元，对应当前 PE 分别为 18X/14X/12X，综合考虑公司龙头地位与行业周期性表现，首次覆盖给予公司“买入”评级。

#### ● 风险提示

行业景气度不及预期，新增产能建设进度不及预期，并购企业业绩波动。

### 附表：盈利预测

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3608.06	3521.42	6929.89	8138.91	9129.77
收入同比 (%)	-13.09	-2.40	96.79	17.45	12.17
归母净利润(百万元)	301.44	313.70	651.02	831.60	992.21
归母净利润同比 (%)	-33.64	4.07	107.53	27.74	19.31
ROE (%)	11.34	10.73	18.22	19.50	19.47
每股收益 (元)	0.68	0.70	1.46	1.87	2.23
市盈率(P/E)	39.70	38.15	18.38	14.39	12.06

资料来源: Wind, 国元证券研究所

### 基本数据

52 周最高/最低价 (元): 38.2 / 18.81

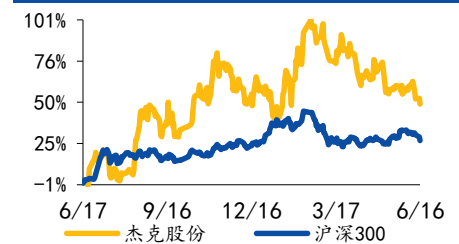
A 股流通股 (百万股): 444.49

A 股总股本 (百万股): 445.87

流通市值 (百万元): 12570.13

总市值 (百万元): 12609.16

### 过去一年股价走势



资料来源: Wind

### 相关研究报告

### 报告作者

分析师 满在朋

执业证书编号 S0020519070001

电话 021-51097188-1851

邮箱 manzaipeng@gyzq.com.cn

联系人 李嘉伦

邮箱 lijialun@gyzq.com.cn

## 目 录

1.缝制机械龙头，拓展业务版图打造稳健增长 .....	5
1.1 公司为缝制机械龙头 .....	5
1.2 股权结构稳定，推股权激励与员工持股计划 .....	7
1.3 工业缝纫机为主要收入来源，业绩周期性上行 .....	7
1.4 公司通过外延并购不断拓展缝制机械版图 .....	10
2.周期：2-3 年一轮景气周期，拐点已现行业有望持续复苏 .....	14
2.1 中国缝纫机械市场规模超 600 亿元，2020 年行业内需外销均处冰点 .....	14
2.2 缝制机械为周期性产业，拐点已现有望进入上行周期 .....	17
2.3 周期性波动探讨：设备更新换代或为周期核心驱动因素 .....	23
3.格局：公司成长为全球龙头，顺周期下充分受益 .....	25
3.1 公司规模走向全球第一梯队，有望保持龙头地位 .....	25
3.2 公司主要竞争对手 .....	28
日本重机集团：全球工业缝纫机龙头，受疫情冲击业绩大减 .....	28
日本兄弟工业：缝纫机业务起家，当前工业缝纫机收入占比较低 .....	31
4.走在周期之外：产业横纵拓展，打造内生外延新增长 .....	34
4.1 工业缝纫机技术持续升级，物联网有望提升附加价值 .....	34
4.2 推智能高端缝制装备制造基地，产能有望大幅扩充 .....	35
4.3 缝前设备做市场下沉，有望打开增长空间 .....	36
4.4 拓展智能成套解决方案，积极开拓中高端客户 .....	38
5.投资建议与盈利预测 .....	40
6.风险提示 .....	41

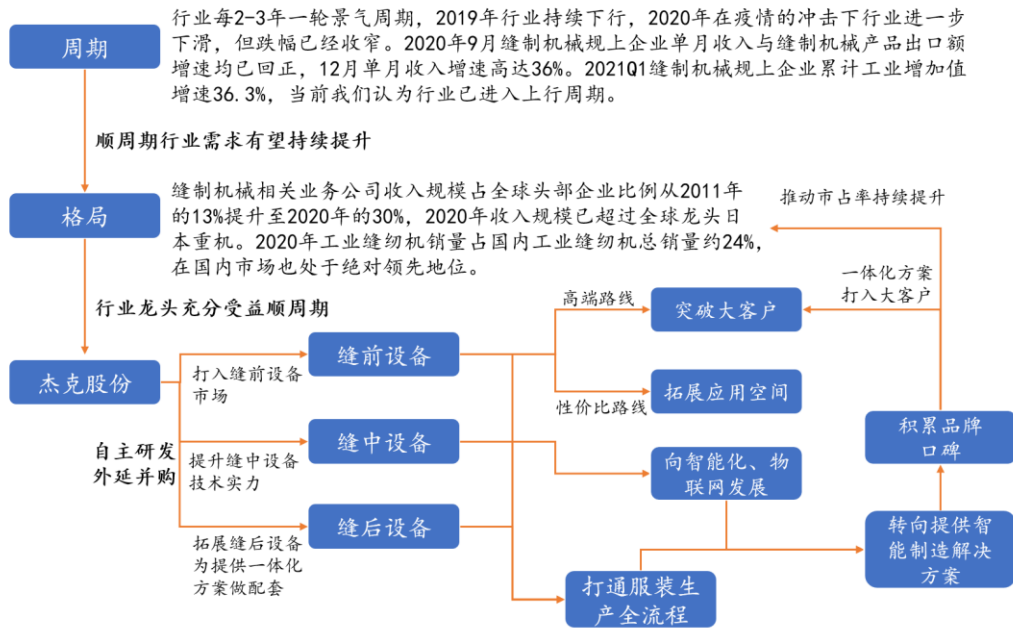
## 图表目录

图 1：报告核心逻辑 .....	5
图 2：公司发展历程 .....	6
图 3：公司主要产品 .....	6
图 4：公司股权结构 .....	7
图 5：公司收入呈周期性波动上行 .....	7
图 6：利润端变动与收入较为接近 .....	7
图 7：公司当前收入仍以工业缝纫机为主 .....	8
图 8：公司过半收入来自海外 .....	8
图 9：公司盈利能力较为稳定 .....	9
图 10：裁床及铺布机毛利率高于工业缝纫机 .....	9
图 11：公司现金流情况良好 .....	9
图 12：公司主要子公司 .....	10
图 13：公司伺服电机自给率持续上升 .....	11
图 14：收购浙江众邦帮助公司整合了高利润率的上游环节 .....	11

图 15: 拓卡奔马产品主要为铺布机与裁床等缝前设备.....	11
图 16: 拓卡奔马国内子公司业绩表现优异.....	12
图 17: 迈卡主要制造衬衫自动缝制设备.....	12
图 18: 公司通过外延并购拥有提供智能制造解决方案能力.....	13
图 19: 2020 年中国规模以上缝纫机械行业主营业务收入小幅下滑.....	14
图 20: 2020 年缝制机械设备产量占比.....	15
图 21: 2020 年中国工业缝纫机内销情况低迷.....	16
图 22: 2020 年缝制机械行业出口萎缩, 后续仍具增长潜力.....	16
图 23: 全球头部企业营收增速呈周期性.....	18
图 24: 国内企业 2020Q3 增速已回正.....	19
图 25: 海外企业受疫情冲击较大, 复苏更加缓慢.....	19
图 26: 2020 年处于六轮周期后的低点.....	20
图 27: 缝制机械行业持续回暖.....	20
图 28: 2020 年行业累计营收跌幅逐月缩窄.....	21
图 29: 2020 年 9 月开始行业单月收入增速回正.....	21
图 30: 2020 年下半年缝制机械制造行业存货持续上升.....	21
图 31: 2020 年 9 月起缝制机械及零件出口同比止跌回升.....	22
图 32: 公司裁床业务呈周期性上升.....	23
图 33: 缝前设备价格均较高.....	23
图 34: 全球纺织品营业额有望在 2021 至 2024 年保持正增长.....	25
图 35: 公司收入规模走向全球第一梯队.....	26
图 36: 公司工业缝纫机销量占比持续上升.....	26
图 37: 2020 年公司缝制机械收入规模在国内处于领先地位.....	27
图 38: 公司在顺周期时营收增速较高.....	27
图 39: 公司利润端增长稳健.....	27
图 40: 公司毛利率处行业中游水平.....	28
图 41: 公司销售净利率处于行业领先.....	28
图 42: 公司 ROE 高于竞争对手.....	28
图 43: 日本重机发展历程.....	29
图 44: 日本重机 2020 年收入大幅下滑.....	29
图 45: 收入、汇率波动导致日本重机利润波动较大.....	29
图 46: 缝纫机为收入主要来源, 近年占比持续下降.....	30
图 47: 日本重机资产负债率较高.....	30
图 48: 日本重机业绩发展低于预期.....	31
图 49: 日本兄弟发展历程.....	31
图 50: 日本兄弟整体营收较为稳定.....	32
图 51: 收入、汇率变动导致日本兄弟利润波动较大.....	32
图 52: 日本兄弟工业缝纫机营收近年有所下滑.....	32
图 53: 日本兄弟工业缝纫机营收占比持续低于 5%.....	32
图 54: 2020 年工业缝纫机业务占比较低.....	33
图 55: 日本兄弟工业营业收入预期.....	33

图 56: 日本兄弟工业营业利润预期.....	33
图 57: 公司工业缝纫机销售均价持续上升.....	34
图 58: 公司与树根互联共同开发缝制行业工业互联网平台.....	35
图 59: 公司全球工厂布局.....	35
图 60: 募投项目逐步投入使用公司产能大幅扩充.....	36
图 61: 裁床投资具有经济性.....	37
图 62: 不考虑 2020 年疫情影响, 公司裁床及铺布机业务增长相对稳健.....	37
图 63: 公司缝前设备销售均价持续下降.....	38
图 64: 公司前五大客户收入占比较低.....	38
图 65: 公司通过多年布局逐步拥有提供智能成套解决方案能力.....	40
表 1: 公司 2020 股票激励计划解除限售考核.....	7
表 2: 全球主要工业缝纫机企业.....	17
表 3: 缝中设备价格远低于缝前设备.....	23
表 4: 生产效率提升带来企业收益提升测算.....	24
表 5: 杰克股份分业务盈利预测.....	41
表 6: 盈利预测.....	41

图 1：报告核心逻辑



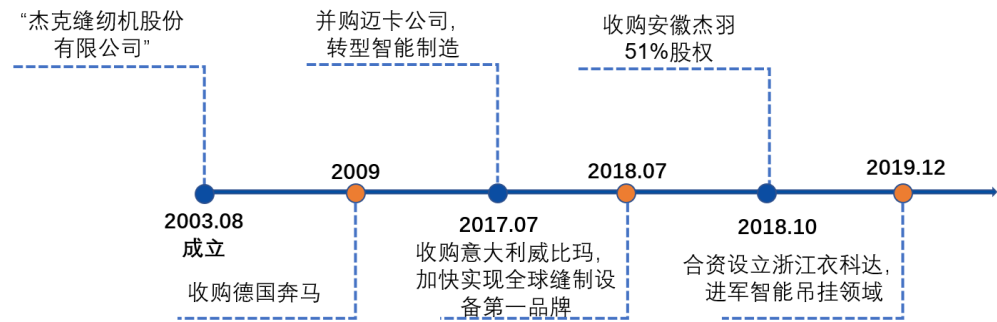
资料来源：Wind，中国缝制机械协会，国元证券研究所

## 1. 缝制机械龙头，拓展业务版图打造稳健增长

### 1.1 公司为缝制机械龙头

通过自主研发与并购，杰克股份成长为缝制机械龙头。成立于2003年8月，杰克缝纫机股份有限公司为专注于工业缝制机械研发、生产和销售的企业。其缝纫机产业起源于1995年，通过自主研发与外延并购，公司已成长为行业骨干企业，主持起草行业标准9项，参与制定国家标准2项、行业标准39项，从收入规模来看，公司已成长为全球最具规模的缝制机械企业。

图 2：公司发展历程



资料来源：公司官网，公司公告，国元证券研究所

公司专注工业缝制设备，在缝前、缝中设备均有布局，缝后设备也有所涉及。根据公司招股说明书披露分类，缝制机械主要包括缝前、缝中和缝后设备。当前公司产品主要为以裁床、铺布机为代表的缝前设备，与平缝机、包缝机、绷缝机、特种机等缝中设备。从产品的用途来看主要为用于生产加工服装的工业缝纫设备。

图 3：公司主要产品

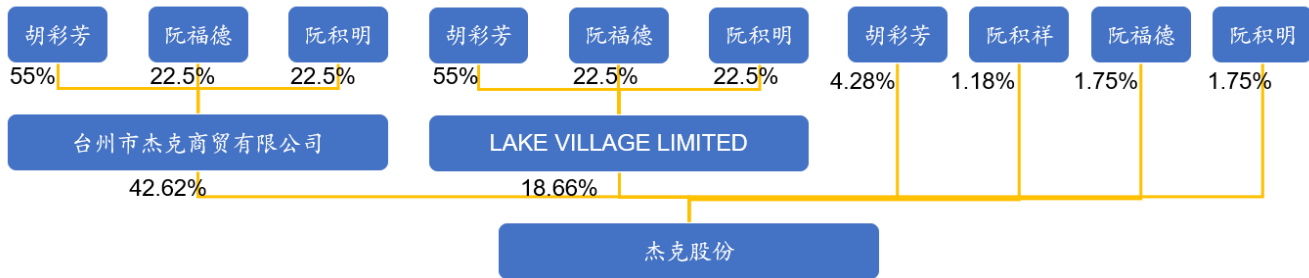


资料来源：公司官网，国元证券研究所

## 1.2 股权结构稳定，推股权激励与员工持股计划

公司股权结构稳定，胡彩芳、阮福德、阮积明、阮积祥截至 2021 年 3 月 31 日分别持有公司 38.23%、15.64%、15.64%、1.18% 股权，合计持股比例 70.69%。

图 4：公司股权结构



资料来源：Wind，国元证券研究所；截至 2021 年 3 月 31 日

**推股票激励计划，建立长效激励机制。**根据公司公告信息，2020 年限制性股票激励计划向公司董事、高级管理人员、经营管理人员共 10 人授予 138.03 万股，占公司股本总额 0.31%，该激励计划有望充分调动公司经营与管理层积极性。同时此激励计划解除限售考核为以 2019 年归母净利润为基数，2021/2022/2023 年归母净利润增长率不低于 50%/88%/125%，即保持归母净利润复合增长率约 23%，公司业绩增长确定性增强。

表 1：公司 2020 股票激励计划解除限售考核

解除限售期	业绩考核目标
第一个解除限售期	以 2019 年净利润为基数，2021 年净利润增长率不低于 50%
第二个解除限售期	以 2019 年净利润为基数，2022 年净利润增长率不低于 88%
第三个解除限售期	以 2019 年净利润为基数，2023 年净利润增长率不低于 125%

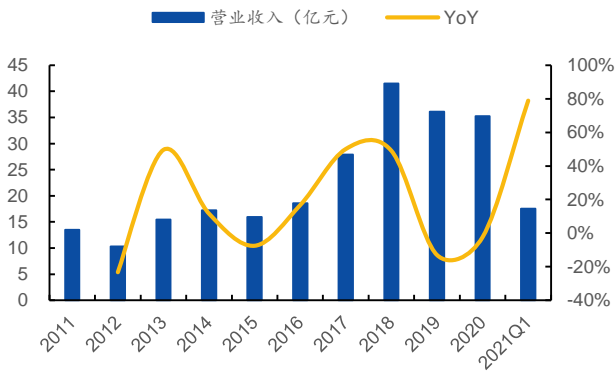
资料来源：公司公告，国元证券研究所

**推员工持股计划，有望帮助公司留住优秀人才。**2021 年 1 月公司推出第三期员工持股计划（草案），计划针对总人数约 600 人，筹资金额不超过 1.8 亿元，按照 2020 年 1 月 4 日收盘价计算约占公司股本总额 1.4%，有望吸引和留住公司优秀人才与业务骨干，促进公司长期增长。

## 1.3 工业缝纫机为主要收入来源，业绩周期性上行

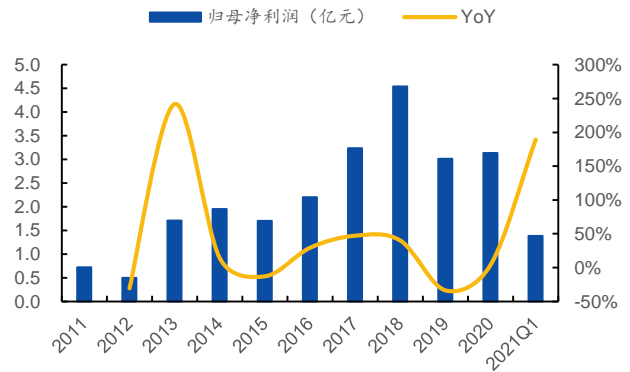
**公司收入呈周期性波动上行，利润端具有同样表现。**公司收入变动具有明显周期性，在 2017 至 2018 年行业上行周期中出现高速增长，2019 年受贸易摩擦带来全球经济增长不确定上升影响，公司营收同比出现下滑。2020 年受到疫情影响收入整体同比下滑，但三季度以来业绩持续改善，2020Q3 收入增速已经回正，2020Q4、2021Q1 收入同比增长 39.1% 和 78.88%。利润端的波动基本与收入基本呈同样规律，2020 年同比小幅上升，2021Q1 同比大幅增长 189.47%。

图 5：公司收入呈周期性波动上行



资料来源：Wind，国元证券研究所

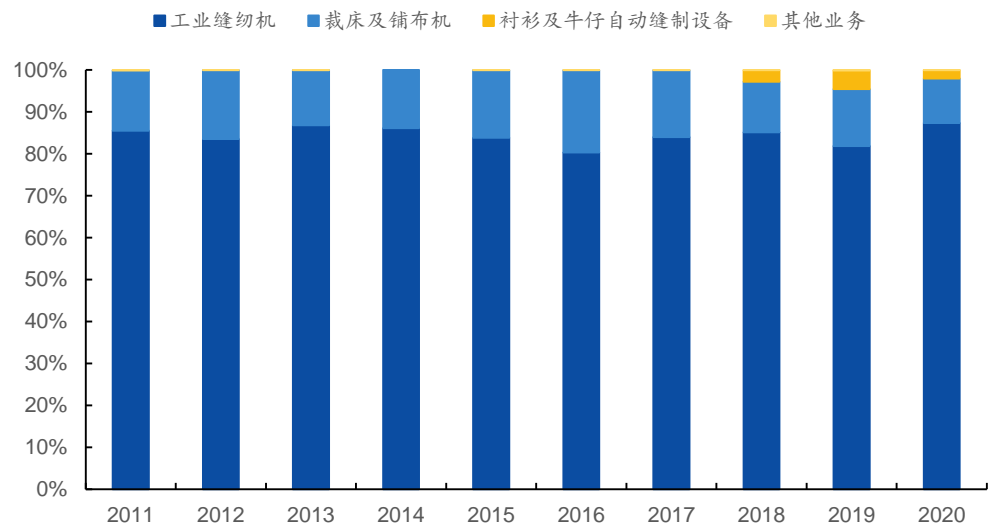
图 6：利润端变动与收入较为接近



资料来源：Wind，国元证券研究所

公司当前收入仍以工业缝纫机为主，裁床及铺布机未来占比或出现上升。截至 2020 年底，工业缝纫机业务收入占比 85.23% 仍为公司主要收入来源，裁床及铺布机业务由于价格较高，市场推广较慢，占公司整体收入水平仍较低。

图 7：公司当前收入仍以工业缝纫机为主

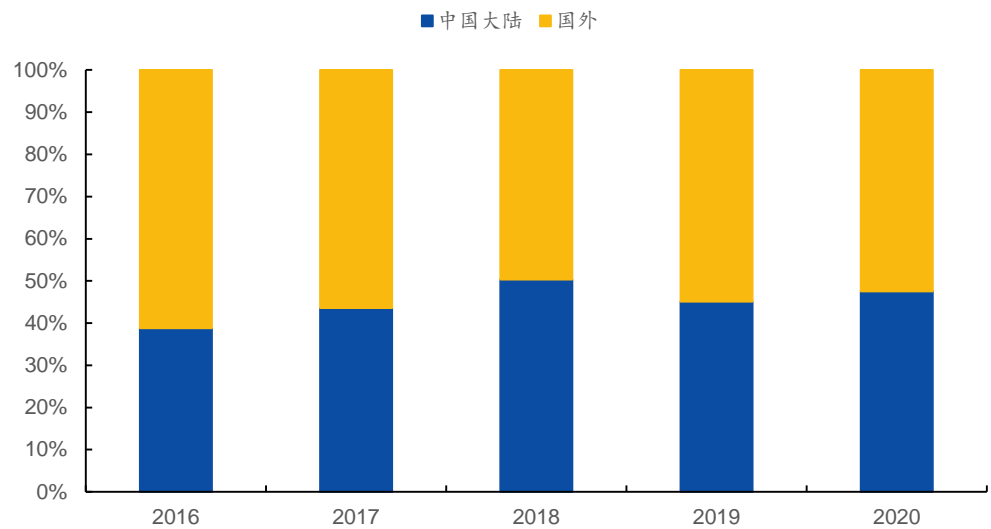


资料来源：Wind，国元证券研究所

公司过半收入来自海外，全球布局拓展全球市场。根据公司年报信息，公司在海外十个国家设有十多家海外办事处，引入本地化员工，推进海外销售渠道的管理和建设，能够快速响应及解决服务问题，海外市场将成为公司未来成长的主要收入来源。



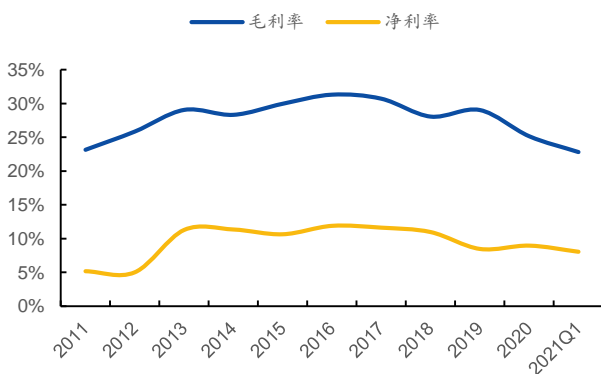
图 8：公司过半收入来自海外



资料来源：Wind，国元证券研究所

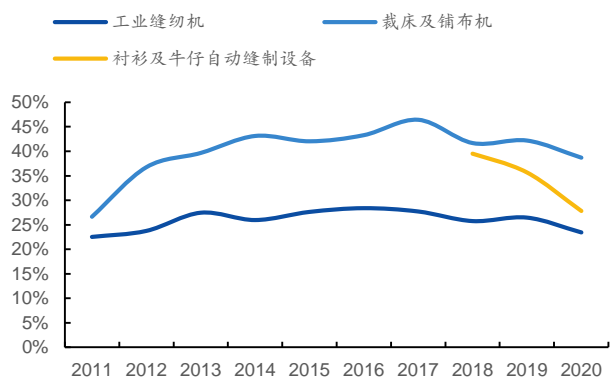
公司毛利率小幅下滑，净利率走势平稳。公司近年毛利率整体较为平稳，但在 2020 年出现小幅下滑，主要是受疫情影响叠加收入准则调整影响，国内、国外毛利率同比分别下降了 3.67pcts、3.78pcts。净利率除 2019 年业绩下滑导致有所下跌外近年也较为稳定。分业务来看裁床及铺布机毛利率高于工业缝纫机，衬衫及牛仔自动缝制设备 2020 年毛利率出现明显下滑，主要是由于意大利两家子公司地处疫情重灾区，销售同比下降 56.85%，带来单台成本显著上升毛利率下滑。

图 9：公司盈利能力较为稳定



资料来源：Wind，国元证券研究所

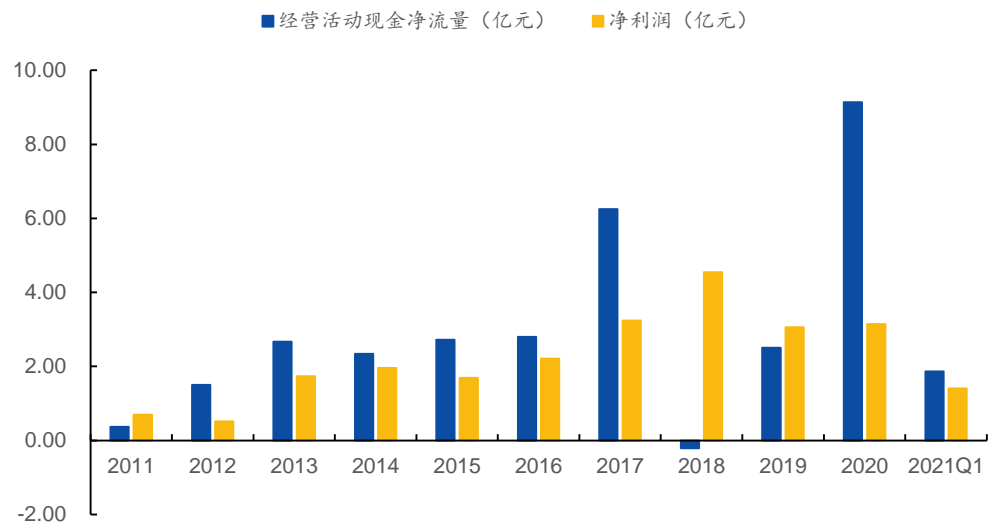
图 10：裁床及铺布机毛利率高于工业缝纫机



资料来源：Wind，国元证券研究所

公司现金流情况良好，2020 年经营性净现金流量大幅增长。除 2018 年由于公司调整了供应商付款政策，将承兑汇票支付改为现金支付，导致应付账款和票据相比 2017 年减少了 3.32 亿元，叠加当年库存、应收账款均上升导致 2018 年经营性净现金流为负外，整体现金流情况优异。2020 年由于公司采购付款金额同比降幅大于销售回款降幅，公司经营性净现金流同比大幅增长 263.73%。

图 11：公司现金流情况良好

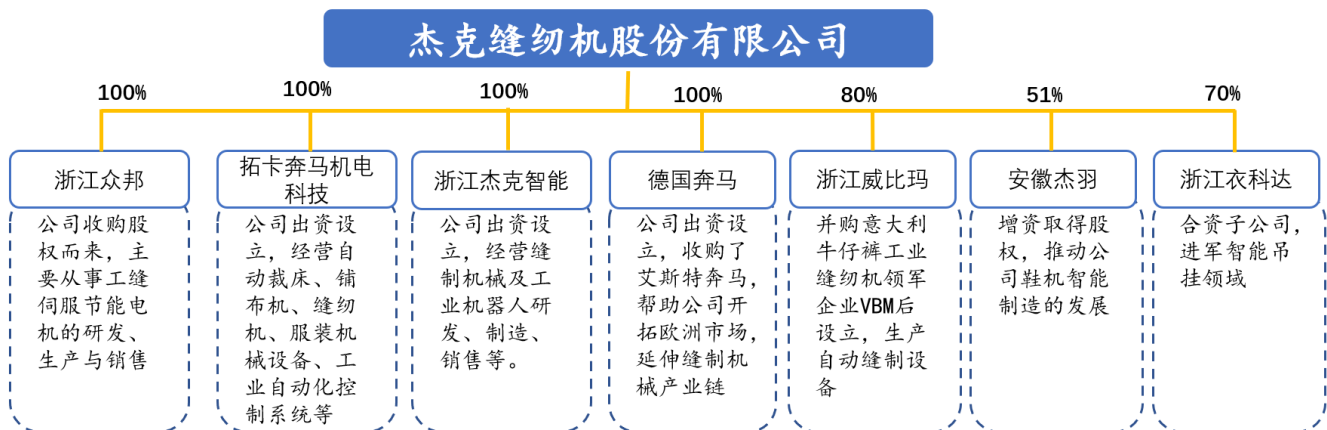


资料来源：Wind，国元证券研究所

#### 1.4 公司通过外延并购不断拓展缝制机械版图

公司外延并购较为成功，持续扩张缝制机械版图。从 2009 年收购国际著名裁床企业德国奔马以来，公司不断进行外延并购以提升自身技术实力与拓宽业务领域。当前在技术要求较高的裁床、自动缝制设备领域公司通过德国奔马、意大利威比玛等公司打开市场，积累口碑的同时将技术进行国产化拓宽应用领域，同时整个并购主线意在吸收海外企业先进技术的基础上将公司逐步打造为智能成套解决方案服务商，不断提升公司综合竞争力。

图 12：公司主要子公司



资料来源：招股说明书，公司公告，Wind，国元证券研究所，持股截至 2021 年 4 月 27 日

收购浙江众邦整合上游电机电控制造，伺服电机自给率不断上升。面对工业缝纫机由普通车向电脑车更新换代的行业趋势，公司整合上游电机电控制造环节，以众邦科技研发制造利润率较高的直驱电机和伺服电机等零配件，为自制整机提供零部件配套，有效降低了电机电控零部件采购成本，伺服电机自给率不断上升。

图 13：公司伺服电机自给率持续上升

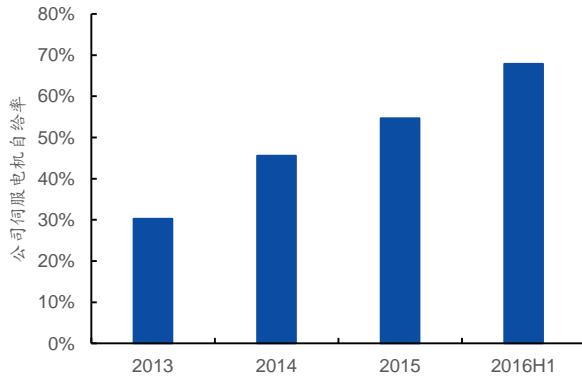
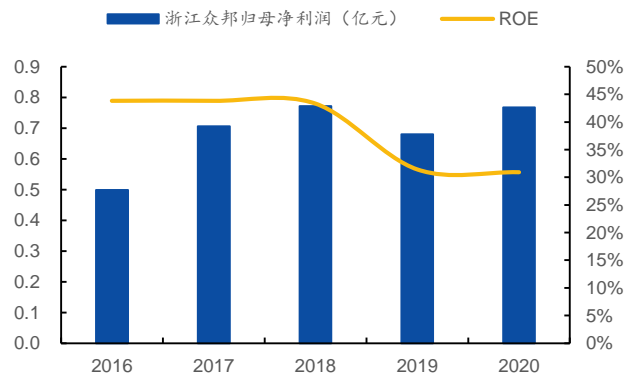


图 14：收购浙江众邦帮助公司整合了高利润率的上游环节

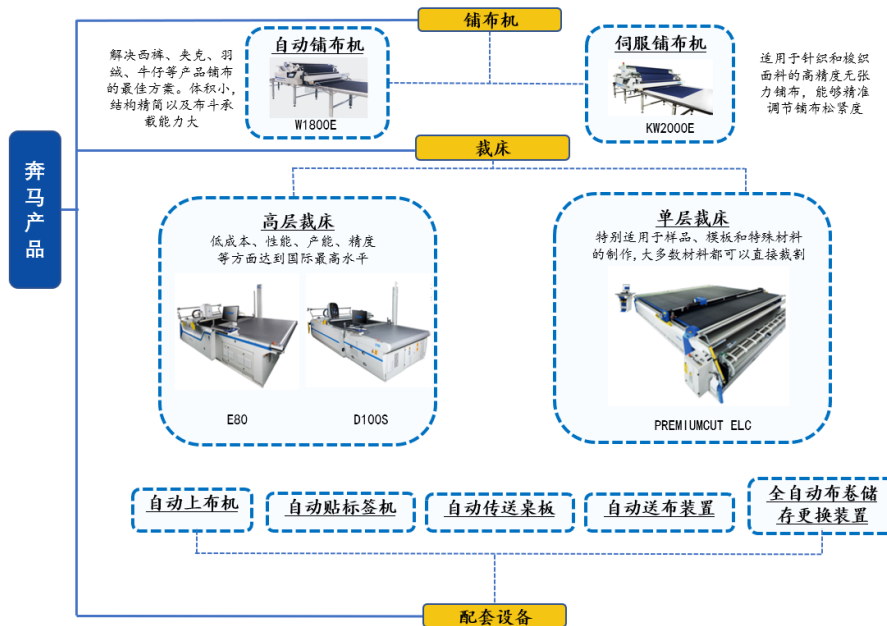


资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

资料来源：公司公告，国元证券研究所

德国拓卡奔马为国际著名裁床企业，享有业界顶级技术。创于 1933 年，拓卡奔马为全球 100 多个国家的 10000 多家客户提供自动化裁剪解决方案，主要产品包括铺布机、裁床、配套设备等。2009 年公司全资收购德国拓卡和奔马两家公司并重组为德国拓卡奔马公司，帮助公司打入欧洲市场缝前设备市场，也提升了工业缝纫机的产品竞争力。

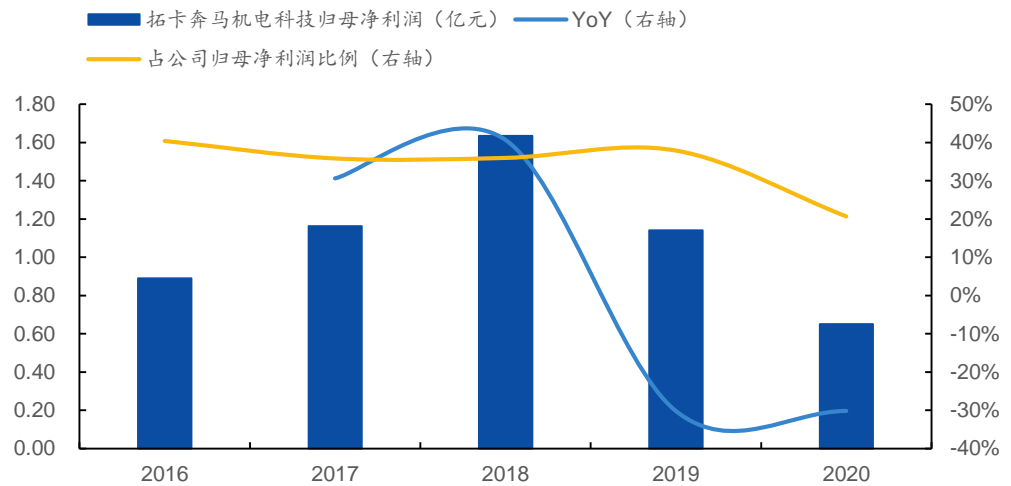
图 15：拓卡奔马产品主要为铺布机与裁床等缝前设备



资料来源：拓卡奔马官网，国元证券研究所

拓卡奔马收购较为成功，归母净利润有望回升。根据公司官网信息，2009年奔马年销售额仅4000万元，到2018年奔马年销售额已达接近5亿元，收购较为成功。在国内设立的拓卡奔马机电科技有限公司2020年实现归母净利润0.65亿元，在疫情冲击下裁床及铺布机销售收入出现下滑，但仍占公司2020年归母净利润的20.73%，伴随着疫情影响逐渐降低，拓卡奔马机电科技贡献的归母净利润有望回升。

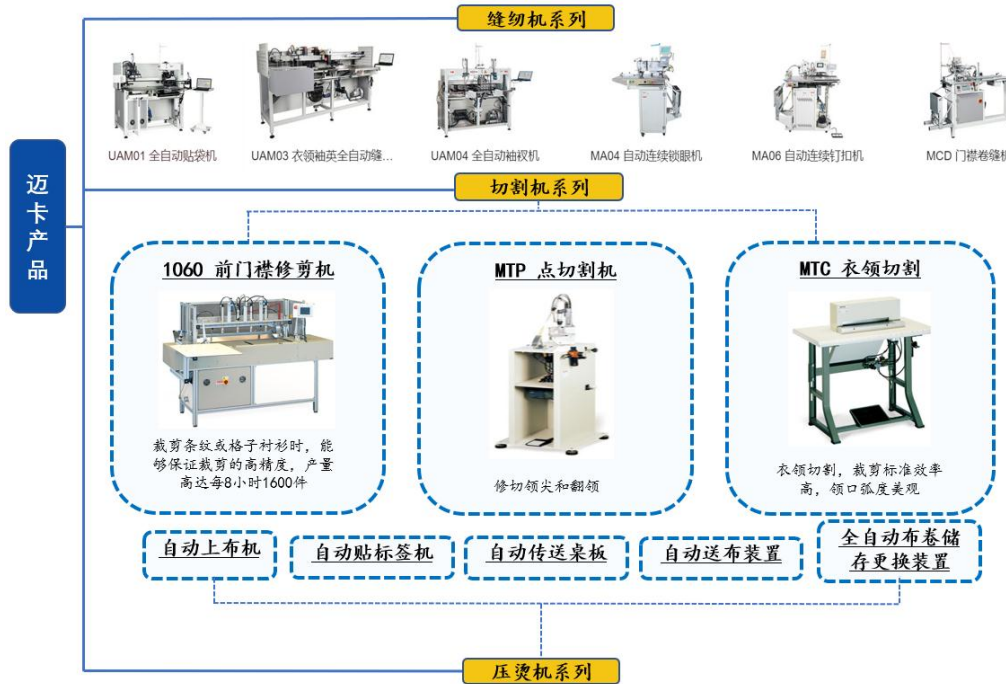
图 16：拓卡奔马国内子公司业绩表现优异



资料来源：公司公告，国元证券研究所

收购衬衫智造企业迈卡，迈向智能制造第一步。2017年7月公司收购了拥有40余年历史的意大利衬衫智造企业迈卡，迈卡主要生产衬衫自动制造相关的缝纫、切割、压烫设备，标志着公司从“缝制设备制造商”向“智能制造成套方案服务商”走出了跨越性的一步，推动公司成为服装智能制造工业4.0先行者。

图 17：迈卡主要制造衬衫自动缝制设备

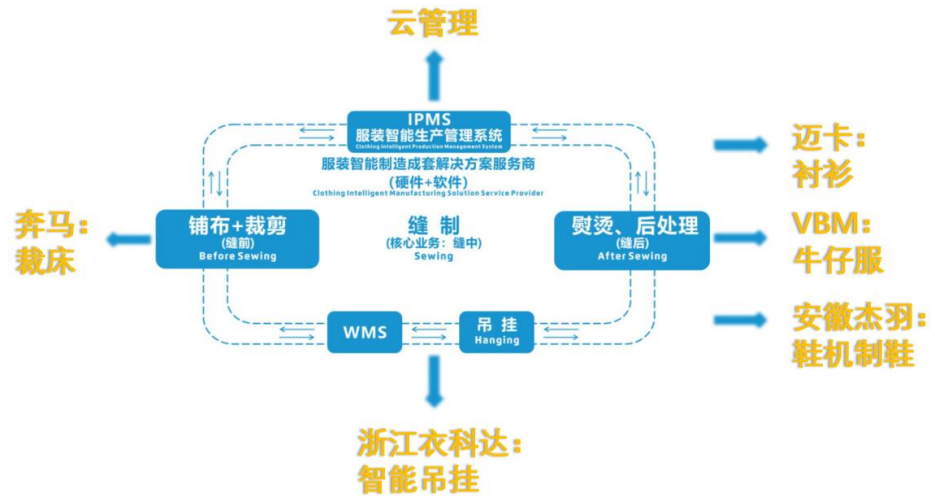


资料来源：迈卡官网，国元证券研究所

近年公司完成多项收购，打通缝前、中、后设备，拓展业务布局，拥有提供智能制造解决方案能力：

- **收购威比玛，扩大智能缝制版图。**2018年7月，公司收购意大利牛仔裤工业缝纫机领军企业威比玛，通过整合威比玛在牛仔裤领域的技术与专利，丰富了公司自动化、智能化产品品类，公司智能缝制版图进一步扩大。
- **增资取得安徽杰羽股权，推动鞋机智能制造。**安徽杰羽原为旭豪机械独资企业，2018年10月公司以增资方式取得安徽杰羽51%股权。安徽杰羽为专注制鞋类缝制机械生产企业，其“TTY”大羽工业缝纫机为制鞋领域知名品牌，有望帮助公司推进鞋机智能制造发展。
- **设立合资子公司衣科达，进军智能吊挂领域。**2019年12月公司与欧洛特成立合资公司衣科达，主要业务为吊挂智能设备，公司有望依托其在吊挂领域的技术进一步完善公司缝前、中、后设备布局，打通服装生产全流程，打造一体化服装智能制造解决方案。

图 18：公司通过外延并购拥有提供智能制造解决方案能力



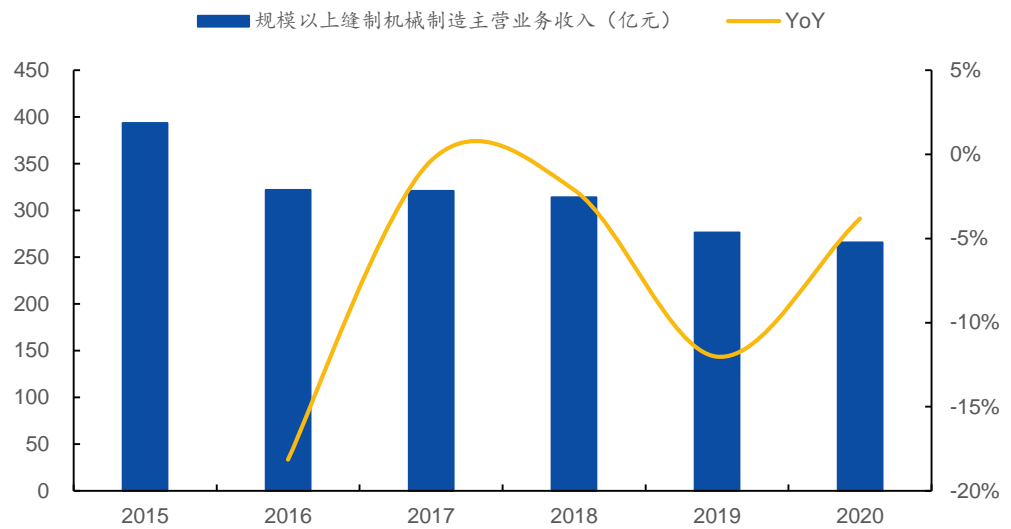
资料来源：公司官网，国元证券研究所

## 2.周期：2-3 年一轮景气周期，拐点已现行业有望持续复苏

### 2.1 中国缝纫机械市场规模超 600 亿元，2020 年行业内需外销均处冰点

国内缝制机械行业规模超过 600 亿元，规模以上企业占比近半。根据中国缝纫机械协会测算数据，2018 年行业累计完成工业总产值 635 亿元（含缝前缝后设备，零部件等），而统计局披露的 2018 年规模以上缝制机械制造企业主营业务收入 314.18 亿元，占比近半。2019 年以来受到贸易摩擦、疫情冲击影响，规上企业收入规模持续收缩，但 2020 年跌幅收窄至 3.49%。

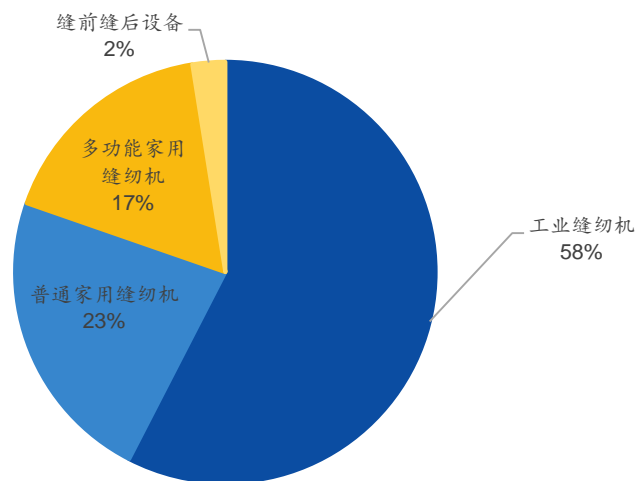
图 19：2020 年中国规模以上缝纫机械行业主营业务收入小幅下滑



资料来源：中国缝制机械协会，国家统计局，国元证券研究所

根据中国缝制机械协会估算数据，2020 年中国工业缝纫机产量约 620 万台，同比下降 11.04%，产量回落至行业近四年来最低点；中国家用机产量约 430 万台，同比增长 43.3%，家用机产量逆势增长主要是海外群众居家 DIY 活动需求释放和增长；而由于 2020 年服装等下游行业规上企业普遍进入观望投资额大幅下滑，对附加值较高的缝前缝后设备需求大幅减少，协会统计的 11 家设备整机企业 2020 年累计生产缝前丰厚设备 27.04 万台，同比下降 44.16%。

图 20：2020 年缝制机械设备产量占比

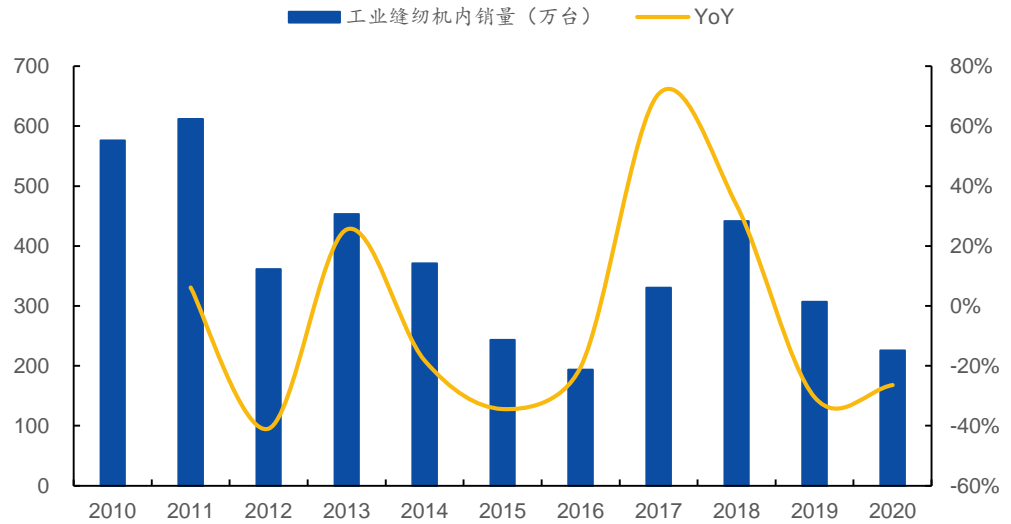


资料来源：中国缝制机械协会，国元证券研究所

疫情影响下 2020 年内需低迷，需求有待释放。受新冠疫情影响，2020 年中国服装

生产下降约 8%，服装投资下降 31%，内需持续低迷。根据中国缝制机械协会测算数据，2020 年工业缝纫机内销约 229 万台，同比下降 25.6%。

图 21：2020 年中国工业缝纫机内销情况低迷

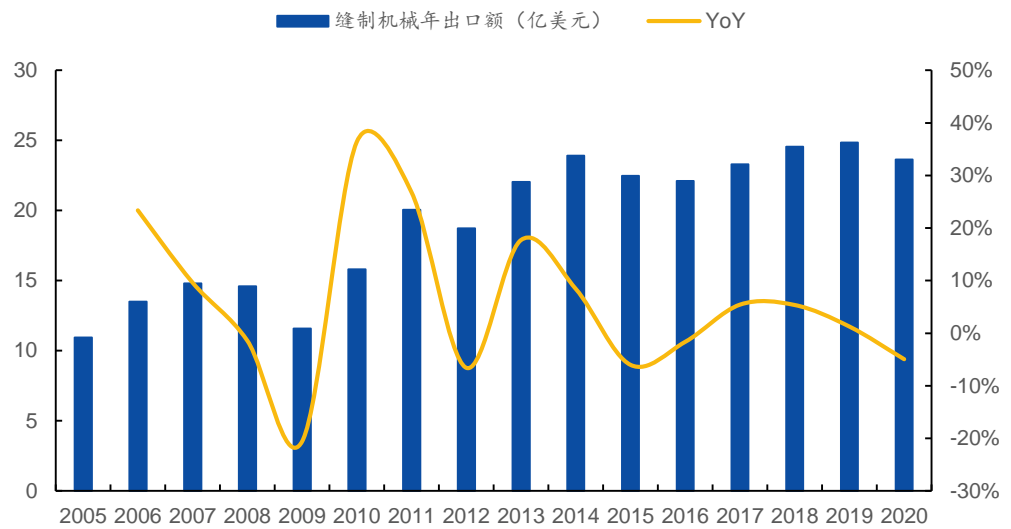


资料来源：中国缝制机械协会，国元证券研究所

**2020 年出口有所萎缩，海外市场后续仍有看点。**2020 年受海外疫情爆发影响，全球纺织业营业额同比下降约 16%，外需也相对疲软。2020 年中国缝制机械产品出口额结束连续四年增长出现小幅下滑，根据海关总署数据，2020 年中国缝制机械产品出口额 23.63 亿美元，同比下降 4.94%。但考虑 2020 年 8 月单月出口额增速由负转正，9 月起同比连续实现近 20% 的增长，拉动行业出口降幅快速收窄至个位数，海外市场后续仍有强劲增长潜力。



图 22：2020 年缝制机械行业出口萎缩，后续仍具增长潜力



资料来源：中国缝制机械协会，海关总署，国元证券研究所

## 2.2 缝制机械为周期性产业，拐点已现有望进入上行周期

我们将从两个维度分别分析全球与国内工业缝纫机市场的景气度

- 在全球市场我们根据全球龙头工业缝纫机企业的总营收来反映行业周期性波动：

公司全球竞争对手（上市公司）中海外企业主要包括日本重机、日本兄弟、日本飞马，国内企业主要包括上工申贝、中捷资源、标准股份。

**表 2：全球主要工业缝纫机企业**

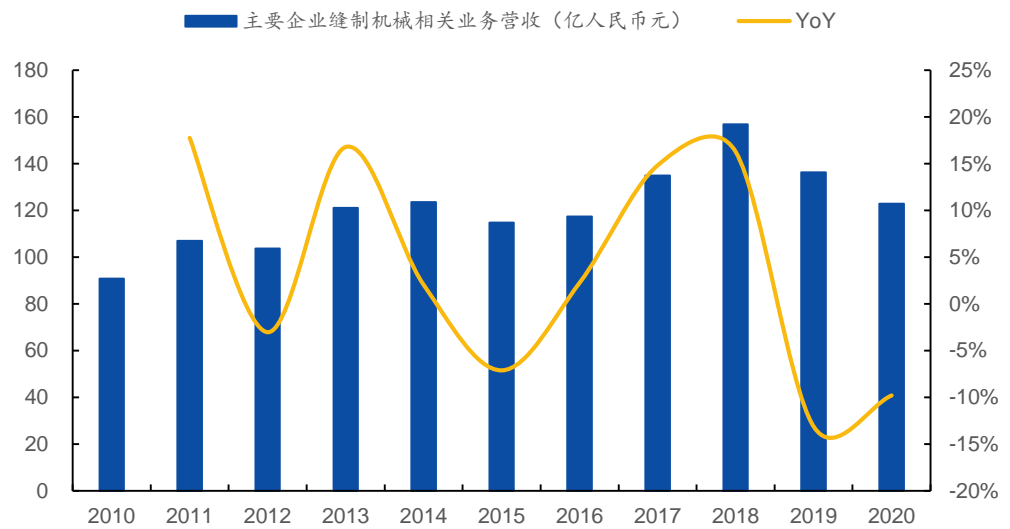
主要企业	企业介绍	2020 年相关业务营业收入 (亿人民币)
日本重机	成立于 1938 年，以家用缝纫机业务起家，拓展至工业缝纫机与电子领域，成长为全球工业缝纫机龙头	27.6
日本兄弟	成立于 1908 年，从缝纫机业务起步，进入家用电器、办公设备等领域，后推出 CNC 加工设备，工业加工设备逐步成为其核心业务	15.6
日本飞马	成立于 1914 年，以锁缝机起步，成长为全球环缝缝纫机一流企业，后进军汽车领域，压铸零部件业务成为其第二利润支柱	8.02
杰克股份	成立于 2003 年 8 月，专注于工业缝制机械研发、生产和销售的企业。其缝制产业起源于 1995 年，通过自主研发与外延并购，公司已成长为行业骨干企业	35.21
上工申贝	成立于 1965 年，从事工业缝制设备和家用缝纫机业务，拥有全球知名高端品牌：杜克普·爱华、百福、KSL，及国内品牌：上工、蝴蝶	18.73
标准股份	前身为 1946 年的上海惠工缝纫机厂，西安标准股份有限公司在 1999 年组建，主营业务为缝制设备、精密机械零部件、设备与模具制造、自动化控制技术	5.17
中捷资源	成立于 1994 年，主要从事中、高档工业缝纫机业务，产品质量行业领先	5.26

资料来源：杰克股份招股说明书，各公司官网，Wind，国元证券研究所

注：其中日本重机为缝纫机&系统事业收入，日本兄弟为工业缝纫机收入，上工申贝为缝制及物料传输设备收入，标准股份为传统缝制机械业务（剔除供应链），其余为总营收

从全球头部企业整体营收增速来看，近 10 年中 2012 至 2013 年为一轮上行周期，后 2014 至 2015 年行业表现较差，头部企业收入规模未出现增长，2016 至 2017 年行业又迎来一轮景气周期。2019 与 2020 年分别受到了贸易摩擦、新冠疫情影响，头部企业营收增速处于近 10 年最低谷。

图 23：全球头部企业营收增速呈周期性



资料来源：各公司官网，各公司公告，国元证券研究所

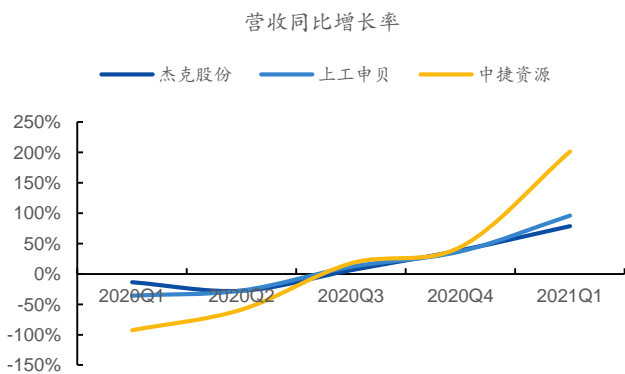
注：其中日本重机为缝纫机&系统事业收入，日本兄弟为工业缝纫机收入，上工申贝为缝制及物料传输设备收入，标准股份为传统缝制机械业务（剔除供应链），其余为总营收。统计的企业见表 2：全球主要工业缝纫机企业。

**2020 年疫情影响下国内企业跌幅逐渐收窄，被疫情延缓的景气周期有望来临。**

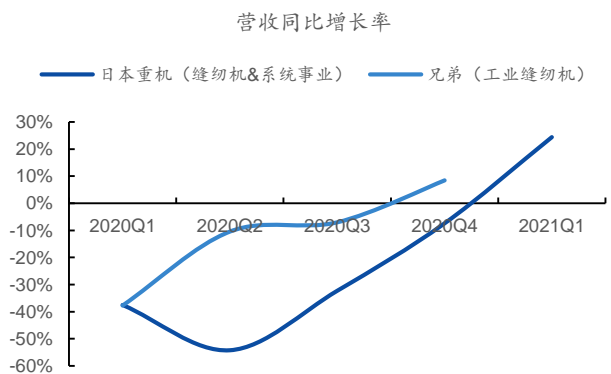
2020 年从国内企业收入来看，一季度受疫情影响基本处于停摆状态，业绩大幅萎缩，但二三季度伴随着生产逐渐恢复，在国内外市场需求快速回升的情况下国内企业业绩快速恢复，三季度单季同比均出现增长。我们认为当前国内市场下行周期已经结束，2020 年疫情的影响延缓了上行周期的到来，2021 年行业有望保持正增长。而海外企业 2020 年经营受到较大影响，业绩出现较大下滑，复苏相对国内企业更加缓慢，这或将导致市场的需求向国内企业偏移，推升国内市场需求。

图 24：国内企业 2020Q3 增速已回正

图 25：海外企业受疫情冲击较大，复苏更加缓慢



资料来源：Wind，国元证券研究所

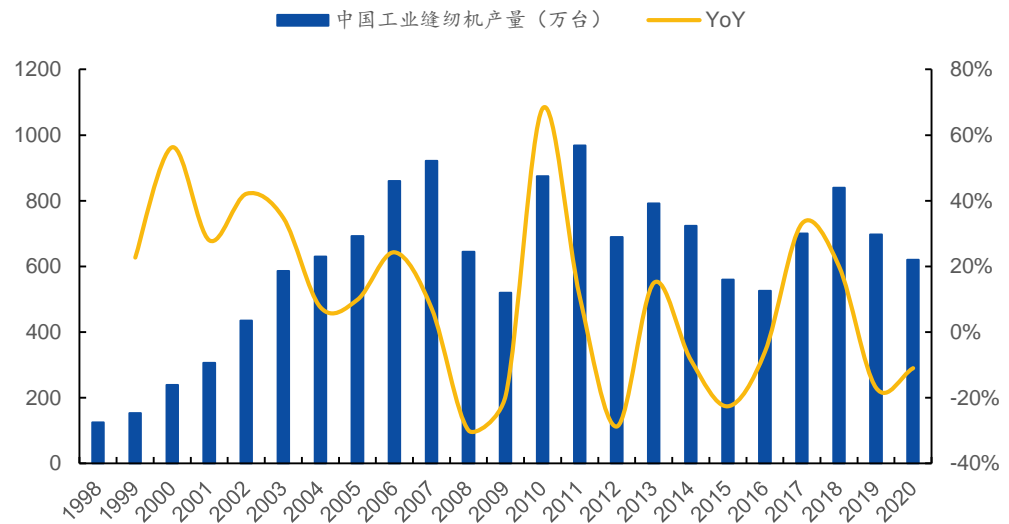


资料来源：各公司官网，各公司公告，国元证券研究所

➤ 国内市场根据行业数据来反映周期性变动：

行业每 2-3 年经历一轮景气周期。我们根据中国缝制机械协会披露的中国工业缝纫机总产量数据（含大陆外资，台资企业）追踪长周期变化，自 1998 年以来，从产量同比增速来看，行业已经历六轮景气周期，除 2008 至 2009 年受到金融危机影响推迟了新一轮景气周期到来时间，基本上 2-3 年经历一轮景气周期。

图 26：2020 年处于六轮周期后的低点

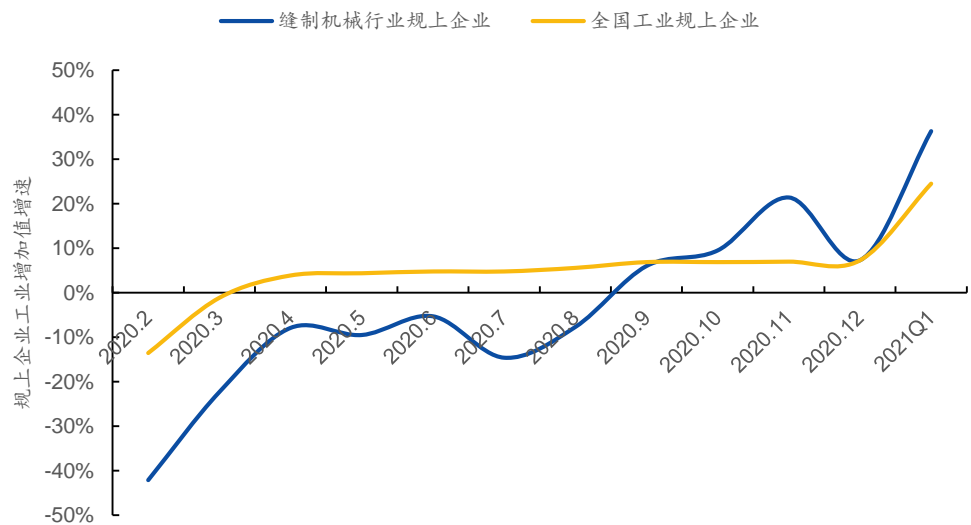


资料来源：中国缝制机械协会，国元证券研究所

注：根据我们测算在近 10 年，中国工业缝纫机同年产销量较为接近，产量基本可以反映同期销量走势

疫情延缓了新一轮景气周期来临，行业持续回暖。根据中国缝制机械协会数据，2020 年全年缝制机械行业规模以上企业生产累计营业收入 265.9 亿元，同比下降 3.49%，增速相比 2020 年三季度末跌幅收窄 8.97pcts、相比二季度末跌幅收窄 14.27pcts。2020 年全年实现利润总额 16.72 亿元，同比增长 9.7%。2021Q1 缝制机械规上企业累计工业增加值增速 36.3%，行业呈加速复苏趋势。

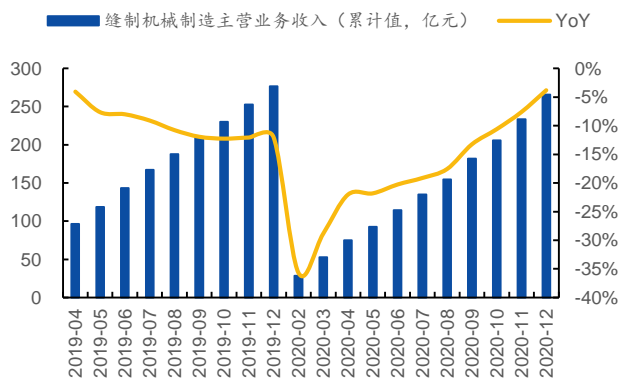
图 27：缝制机械行业持续回暖



资料来源：中国缝制机械协会，国元证券研究所

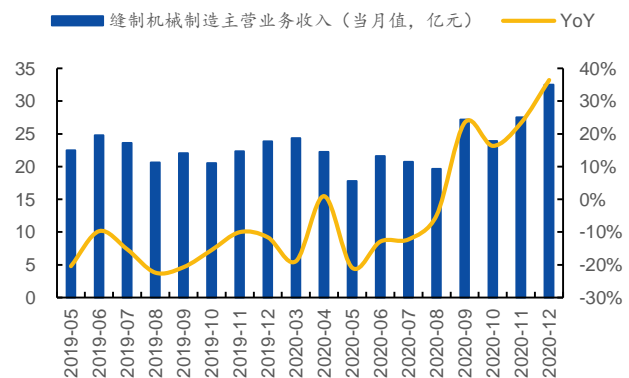
从规模以上缝制机械制造业主营业务收入数据来看，2020年在疫情的冲击下整体收入出现下滑，累计增速跌幅持续收窄，到2020年全年累计收入仅下跌3.81%。分月度来看2020年9月单月收入增速已经首度回正，呈复苏态势，12月单月增速高达36.45%。我们认为疫情的影响类似2008至2009年行业受到金融危机影响，延缓了复苏周期来临但没有破坏行业的周期性规律。

图 28：2020 年行业累计营收跌幅逐月缩窄



资料来源：Wind，国家统计局，国元证券研究所

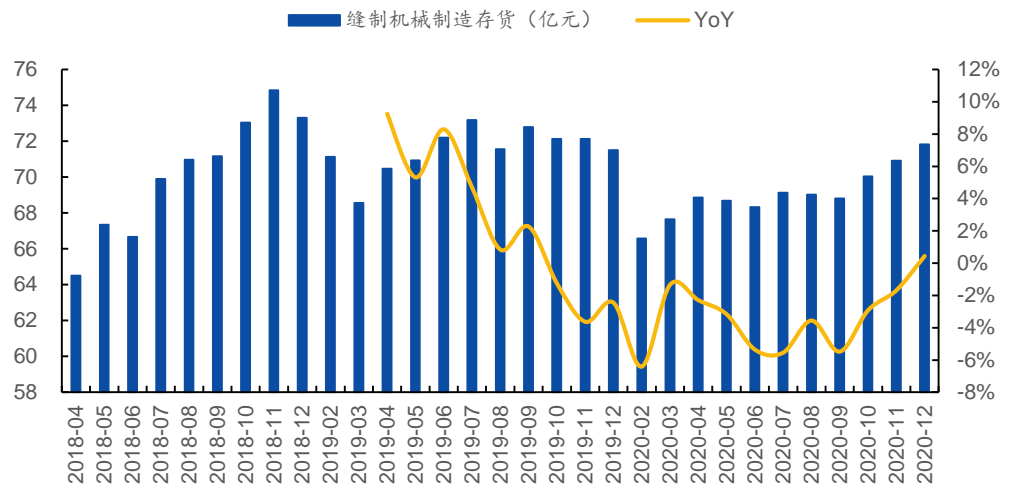
图 29：2020 年 9 月开始行业单月收入增速回正



资料来源：Wind，国家统计局，国元证券研究所

2020年下半年行业存货水平回升，主动补库存显示对2021年具有信心。根据国家统计局数据，缝制机械制造行业在疫情的冲击下2020年上半年存货同比大幅下滑，伴随着2020年下半年行业逐步回暖，存货环比持续提升，截至2020年末已追平2019年末水平。

图 30：2020 年下半年缝制机械制造行业存货持续上升

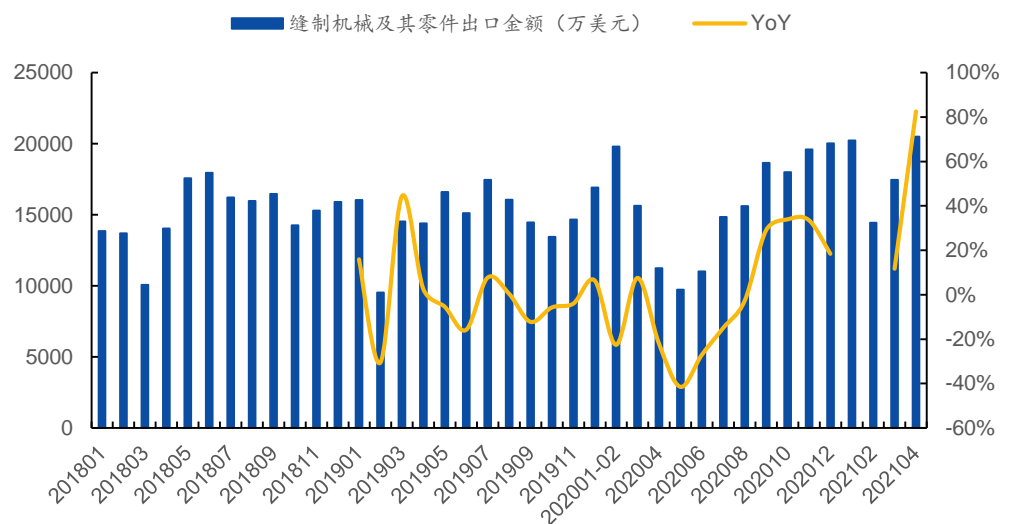


资料来源：Wind，国家统计局，国元证券研究所

**出口增速回正，海外市场需求旺盛。**根据中国缝制机械协会数据，2020 年缝制机械产品累计出口额 23.63 亿美元，同比下降 4.94%，降幅相比三季度末收窄 8.24pcts，相比二季度末收窄 16.96pcts，环比持续改善。

2021Q1 缝制机械产品出口额 6.92 亿美元，同比增长 44.5%。其中工业缝纫机出口量 106.73 万台，出口额 3.22 亿美元，同比分别增长 33.84%和 26.44%，为近年来一季度工业缝纫机出口额最高值。

图 31：2020 年 9 月起缝制机械及零件出口同比止跌回升



资料来源：Wind，海关总署，国元证券研究所

注：仅包含海关总署缝制机械及零件出口条目，为不完全统计

### 2.3 周期性波动探讨：设备更新换代或为周期核心驱动因素

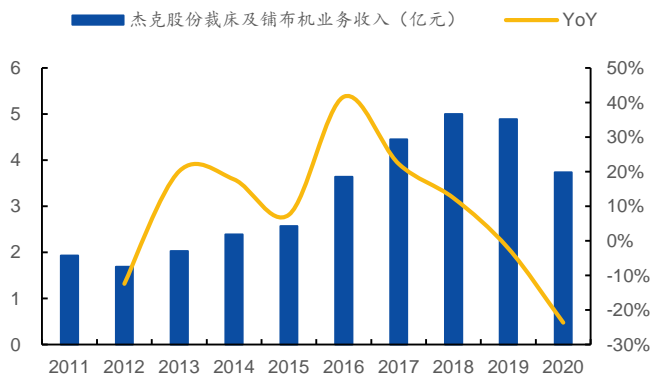
对于缝制机械行业周期性波动的驱动因素我们认为主要包括：

- 宏观经济波动
- 下游产能波动
- 被动设备更换（使用寿命）
- 主动设备更换（设备更新换代）

在这其中缝前与缝中设备有不同的逻辑：

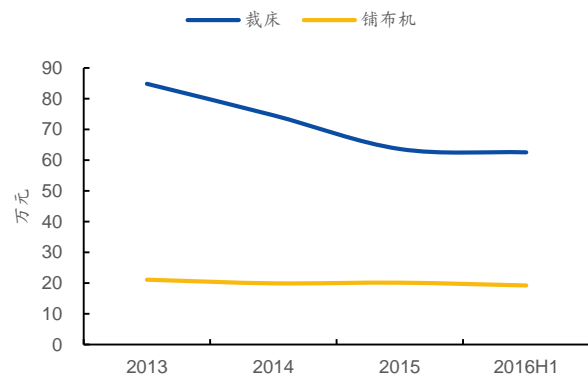
缝前设备由于价值量较高，增速受到周期波动影响但整体保持正增长，当前主要应用于中高端客户。对于缝前设备（铺布机、裁床等），其销售增速呈周期性波动，在2013与2016年出现周期性增速高点，但剔除疫情影响导致的2020年增速大幅下滑，整体基本处于持续正增长状态，我们认为其处于市场开拓阶段。由于缝前设备整体价格较高，根据公司招股说明书信息，截至2016年上半年公司裁床均价为62.49万元，采购方或更多的是已成规模的大型服装厂或代工厂。

图 32：公司裁床业务呈周期性上升



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 33：缝前设备价格均较高



资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

缝中设备由于其价值量较低，我们认为设备更新换代的需求为其主要周期驱动因素。根据电商销售的产品价格数据，全球工业缝纫机龙头企业缝纫机价格基本低于万元，国内龙头杰克股份工业缝纫机价格基本低于5000元，由于产品价格较低，我们认为该类设备不具有传统机械加工设备的属性，即其更换周期不由其寿命决定。

**表 3：缝中设备价格远低于缝前设备**

公司	产品型号	销售价格（元）
杰克股份	A5E 电脑平缝机	3330
	A4E 电脑平缝机	3000
	E4S 直驱包缝机	2900
	K5-UT 高速电脑绷缝机	8800
日本重机	TL-2010Q 职业平缝机	7220
	HZL-DX7 家用多功能电脑缝纫机	5280
	DDL-8000A 工业电脑平缝机	3950-4350
日本兄弟	NV180 家用多功能绣花缝纫一体机	4699

资料来源：淘宝网，杰克缝纫机官方旗舰店，国元证券研究所

注：海外企业选取部分高端家用缝纫机反映工业缝纫机价格，各产品具体价格取自 2021

年 1 月 6 日相关淘宝店铺价格，不同选配/店铺价格不同，或与真实售价有所出入

**产品更新换代带来的收益超过其采购成本，工业缝纫机更换投资回收周期或较低。**以公司价格处于较高水平的 K5 高速电脑包缝机为例，根据公司披露信息，市场上绷缝机正常转速在 3700 转，而 K5 正常使用速度 4500 转，可带来效率提升 21% 以上。我们假设服装厂员工创收与企业 4:6 分成，按照员工每月创收 1 万元进行测算，即人均薪酬为 4000 元，企业人均收益 6000 元。按照 3 年设备更新周期将工业缝纫机采购成本进行摊薄，我们认为企业人均年收益对于工业缝纫机采购成本提升敏感性较低。以上述 K5 为例，按照 8000 元采购价格计算，其能为企业带来约 17% 收益提升。

**表 4：生产效率提升带来企业收益提升测算**

生产效率提升	5%	10%	15%	20%
人均采购设备支出（采购成本按照 3 年摊薄）	企业人均年收益提升比例			
3000 元/3	4.07%	9.07%	14.07%	19.07%
4000 元/3	3.61%	8.61%	13.61%	18.61%
5000 元/3	3.15%	8.15%	13.15%	18.15%
6000 元/3	2.69%	7.69%	12.69%	17.69%
7000 元/3	2.22%	7.22%	12.22%	17.22%
8000 元/3	1.76%	6.76%	11.76%	16.76%
9000 元/3	1.30%	6.30%	11.30%	16.30%

资料来源：国元证券研究所测算

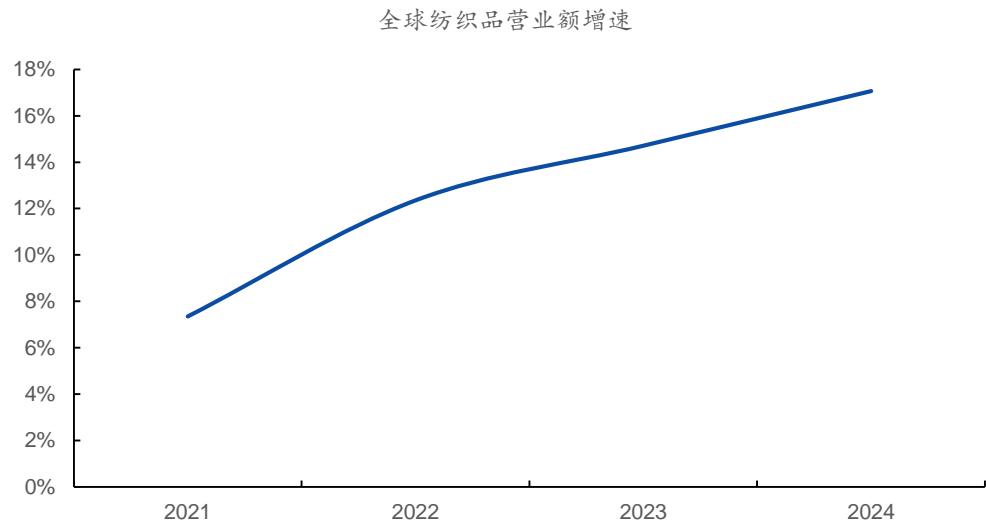
注：企业人均年收益提升比例 =  $(\text{人均年创收} - \text{人均年薪酬}) \times \text{生产效率提升} - \text{人均摊薄设备采购支出} / (\text{人均年创收} - \text{人均年薪酬})$

除从企业角度考虑的人均产出提升外，工业缝纫机生产效率的提升对于员工个人收入也较为重要。由于服装厂员工工资核算通常与员工当日产量挂钩（计件），工业缝纫机的生产效率对于员工个人收入影响较大，更换新的工业缝纫机除从企业角度提升了人均产出外，对员工个人收入也有一定比例的提升，综合考虑产出效率、员工工作积极性等，我们认为服装厂员工对于新设备的诉求也将推动企业周期性更换新的工业缝纫机。



全球纺织品行业回暖，需求有望稳步增长。根据国际纺联数据，2020年3月至2020年6月8日，世界各地纺织品订单骤降超过40%，其中服装生产商订单下降了37%，营业额下降了31%。而根据国际纺联2021Q1数据，2020年全球纺织品营业额同比减少9%，降幅远小于其最初预期的33%（2020年4月），服装营业额降幅收窄至4%，2020年下半年开始逐渐回暖。国际纺联预计2021至2024年全球纺织品营业额将出现正增长，2021和2022年增长预期最高，全球服装行业需求有望稳步增长。

图 34：全球纺织品营业额有望在 2021 至 2024 年保持正增长



资料来源：国际纺联，农产品期货网，国元证券研究所

### 3.格局：公司成长为全球龙头，顺周期下充分受益

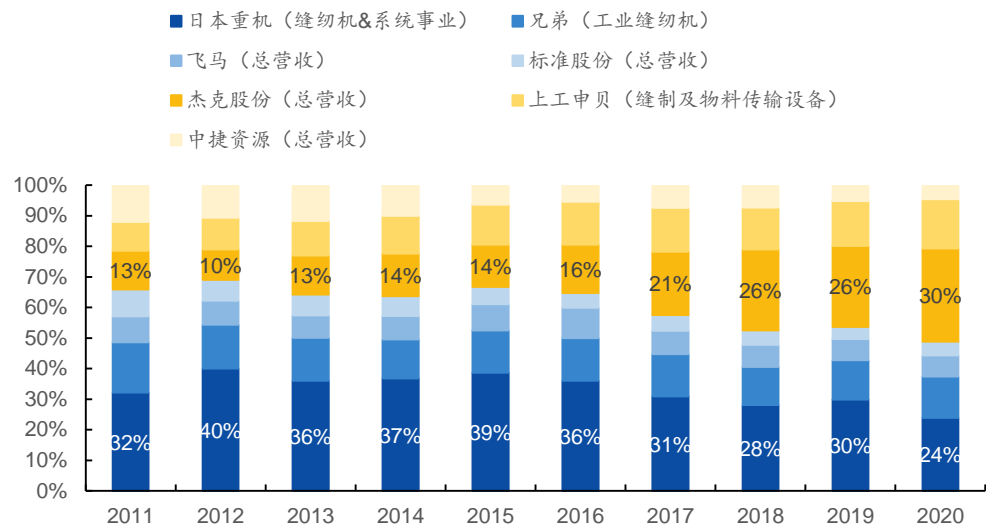
#### 3.1 公司规模走向全球第一梯队，有望保持龙头地位

我们通过对全球头部企业规模、业绩增速、盈利/营运能力等多个方面进行分析，认为杰克股份有望继续保持其龙头地位：

➤ **规模：收入规模赶超全球龙头，国内处领先地位**

十年成长，公司收入规模走向全球第一梯队。通过全球头部企业缝制机械相关业务主营业务收入进行测算，公司收入占比从2011年的13%提升至2020年约30%，十年收入占比提升一倍。从2019年收入规模来看公司已成为全球第一梯队，与海外缝制机械龙头日本重机较为接近。2020年在疫情冲击之下，海外企业业绩大减，公司2020年收入规模已超过日本重机。

图 35：公司收入规模走向全球第一梯队

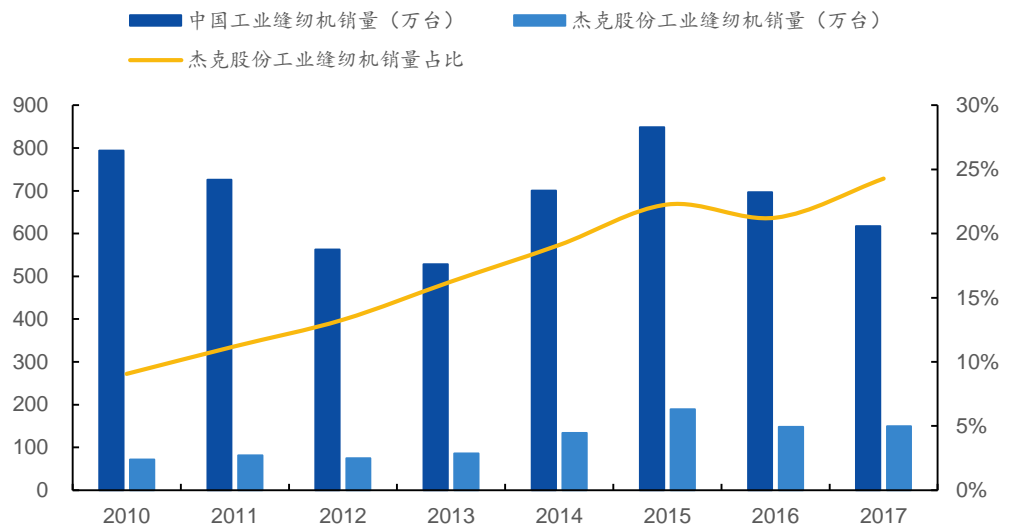


资料来源：Wind，公司官网，公司公告，国元证券研究所测算

注：海外企业按照当年平均汇率进行计算，因不同公司披露口径不同，结果仅供参考

公司工业缝纫机销量占全国内销量约 24%，占比持续上升。根据缝制机械协会与海关总署披露数据测算，2020 年国内工业缝纫机总销量 617 万台，其中公司销量 149.83 万台，占比 24.28%，相比 2013 年提升 15.23pcts，在国内处于绝对领先地位。

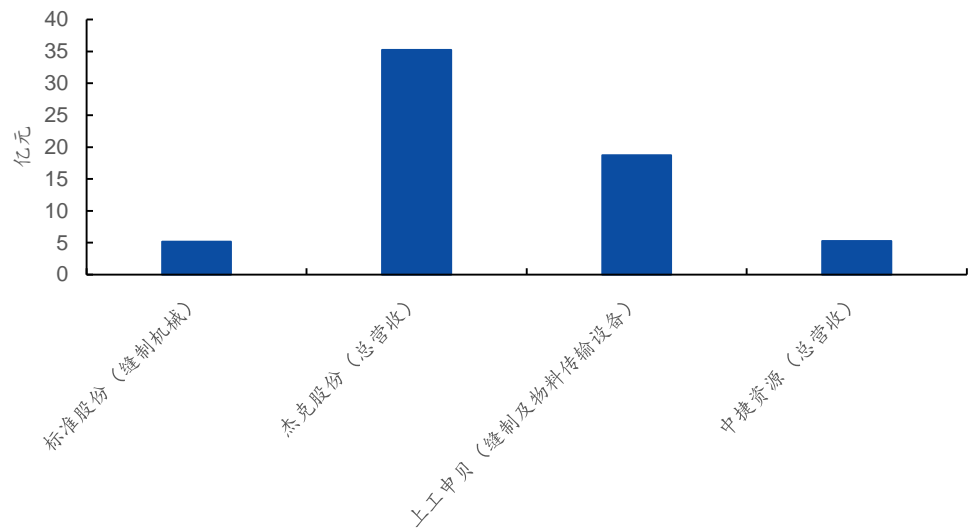
图 36：公司工业缝纫机销量占比持续上升



资料来源：中国缝制机械协会，海关总署，国元证券研究所

收入规模在国内市场处于领先地位，具有规模优势。从 2020 年国内头部企业缝制机械相关业务收入规模来看，公司显著领先其竞争对手，具有明显的规模优势。

图 37：2020 年公司缝制机械收入规模在国内处于领先地位



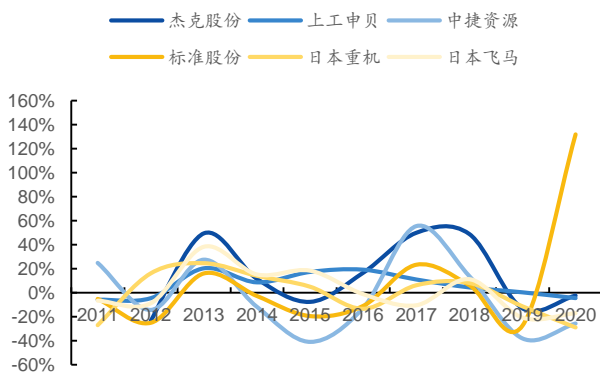
资料来源：Wind，国元证券研究所

注：不同公司披露口径有区别，仅供参考

➤ 成长：营收增速处领先地位，利润增速波动较小

公司在近 10 年中的两轮景气周期中均出现较高速的营收增长，在基数较高的基础下仍保持了高增长，利润端公司同样在顺周期时获得高速增长，同时在行业周期性下行时利润波动较小，经营水平处于领先地位。

图 38：公司在顺周期时营收增速较高

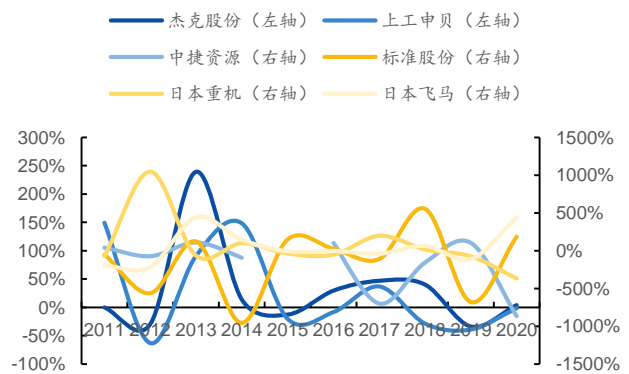


资料来源：Wind，国元证券研究所

注：日本兄弟缝制机械业务占比较低，不作为可比公司对比其财务指标，日本重机与日本

飞马均包含非缝制机械业务，下同

图 39：公司利润端增长稳健



资料来源：Wind，国元证券研究所

➤ 盈利能力：毛利率处行业中游，净利率与 ROE 行业领跑。

公司毛利率整体处于中游水平，落后于上工申贝与日本飞马，其中上工申贝收购德国

企业跻身高端领域、高附加值的高端产品占比更高，日本飞马则专注细分领域产品毛利率较高。公司期间费用率控制得当，经营效率较高，带来公司销售净利率与 ROE 显著优于竞争对手。

图 40：公司毛利率处行业中游水平

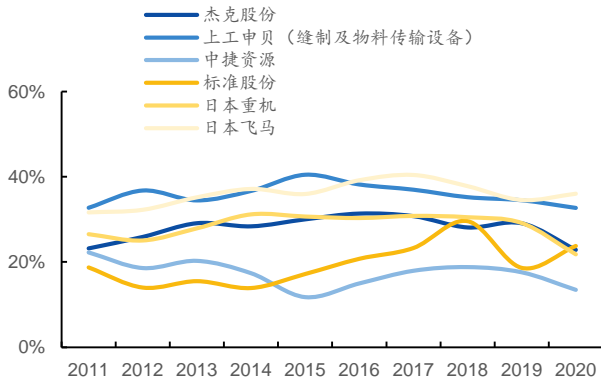
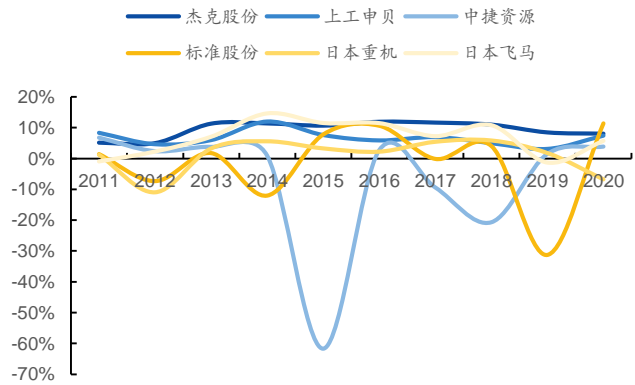


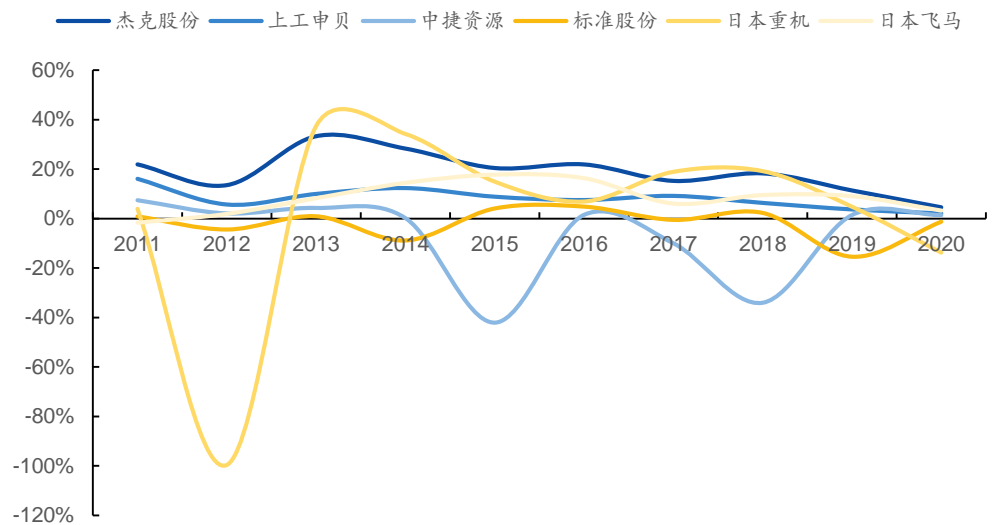
图 41：公司销售净利率处于行业领先



资料来源：Wind，国元证券研究所

资料来源：Wind，国元证券研究所

图 42：公司 ROE 高于竞争对手



资料来源：Wind，国元证券研究所

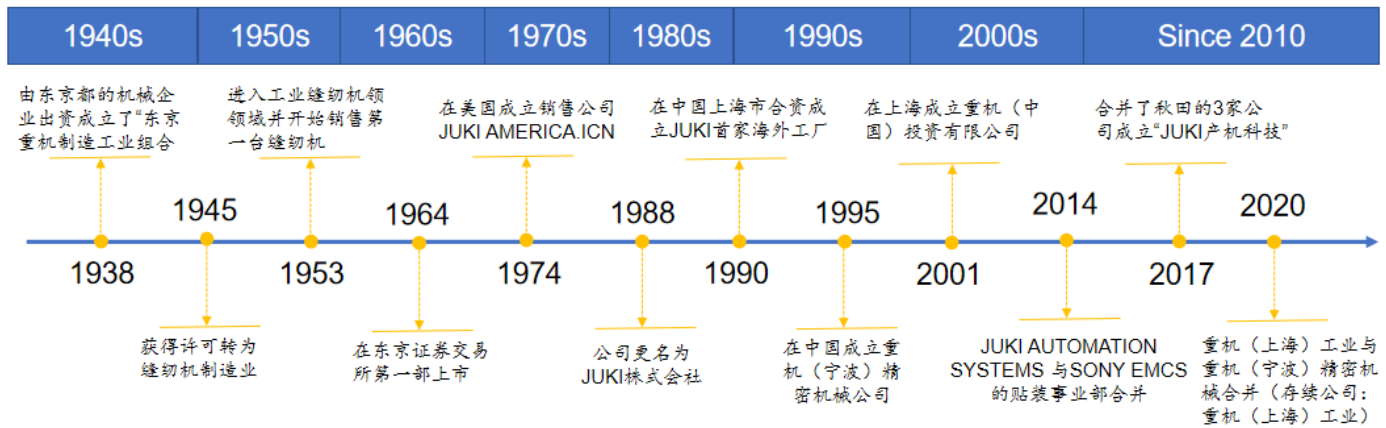
### 3.2 公司主要竞争对手

#### 日本重机集团：全球工业缝纫机龙头，受疫情冲击业绩大减

成立于 1938 年，日本重机以家用缝纫机业务起家，逐步拓展至工业缝纫机与电子领域。1964 年在东京证券交易所第一部上市，随后将其业务逐步拓展至全球，拥有全

球共 41 个制造、开发、销售据点，成长为全球工业缝纫机龙头。

图 43：日本重机发展历程

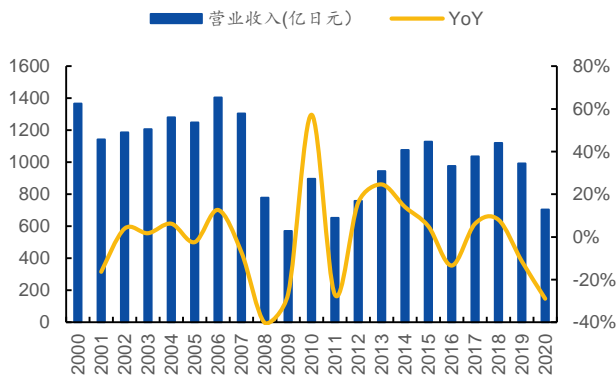


资料来源：日本重机官网，国元证券研究所

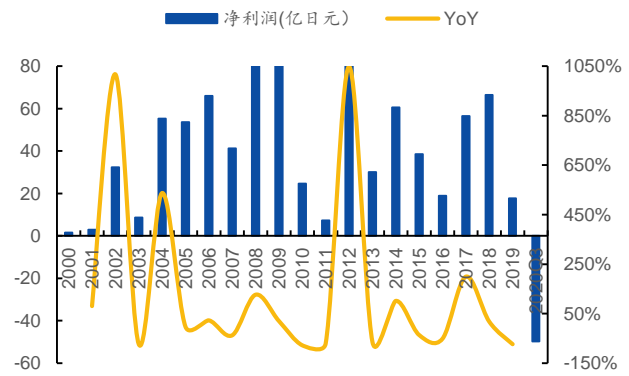
受疫情影响业绩下滑，利润端波动幅度较大。日本重机业绩表现受到疫情影响较大，2020 年收入明显下滑。同时利润端近年波动较大，2016 年受到收入下滑、日元升值等影响公司净利润在 2015 年已有大幅下跌的情况下出现腰斩，2020 年在疫情影响下也出现了大额亏损。

图 44：日本重机 2020 年收入大幅下滑

图 45：收入、汇率波动导致日本重机利润波动较大



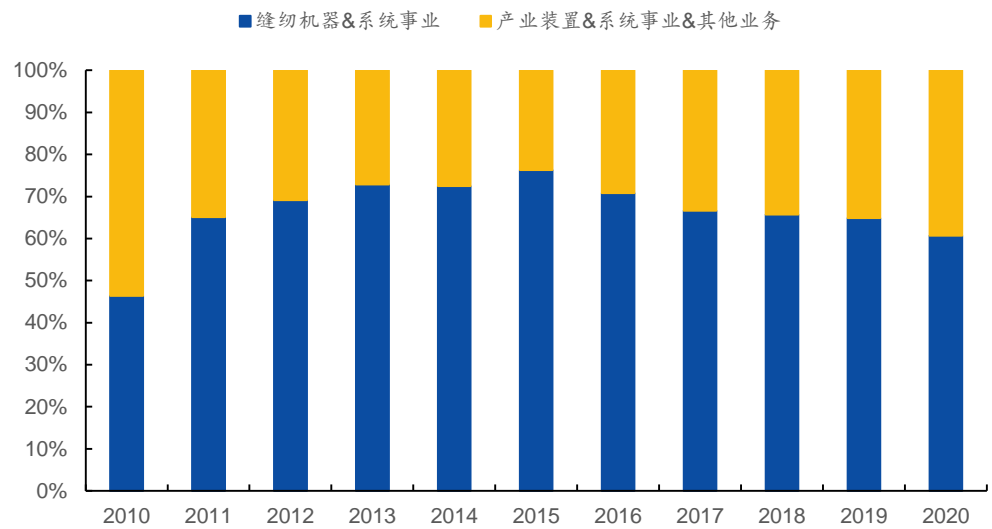
资料来源：日本重机官网，国元证券研究所



资料来源：日本重机官网，国元证券研究所

缝纫机为主要收入来源，未来或将转向提供产业装置综合解决方案。从日本重机 2020 年收入结构来看，缝纫机器&系统收入占比 60.7% 仍为公司主要收入来源，但近年占比有所下滑，我们认为或与公司产业装置业务从设备销售转向提供综合解决方案有关，产业装置业务为客户提供贴装、后工序自动化、仓储系统解决方案，该业务或将具有更高的附加价值，成为公司未来发展的核心。

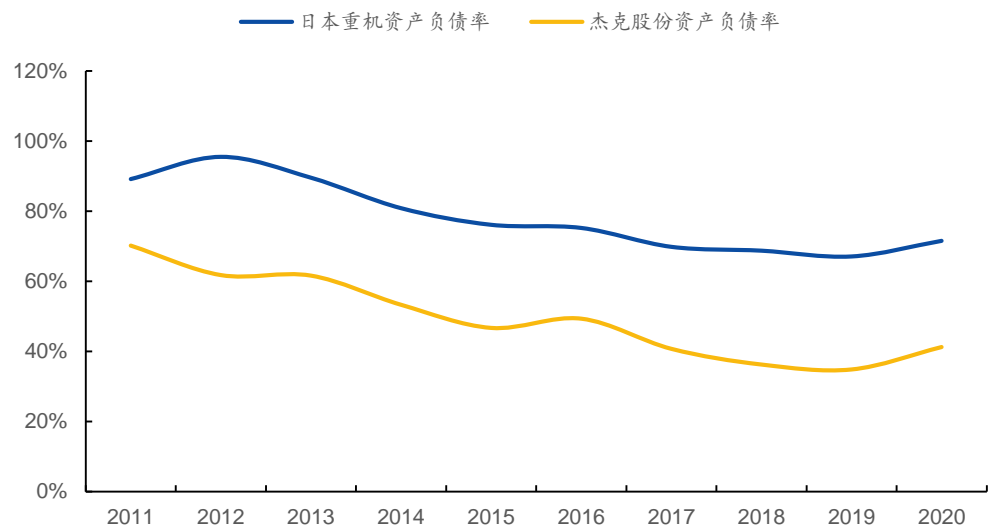
图 46：缝纫机为收入主要来源，近年占比持续下降



资料来源：日本重机官网，国元证券研究所

资产负债率较高，后续财务杠杆扩张空间有限。日本重机资产负债率从 2012 年的高点一路下降，但依旧处于高位，2020 年资产负债率高于杰克股份约 30pcts，我们认为日本重机未来财务杠杆提升空间有限，公司或将更加偏向更稳妥的经营策略来保持其财务状况稳定。

图 47：日本重机资产负债率较高

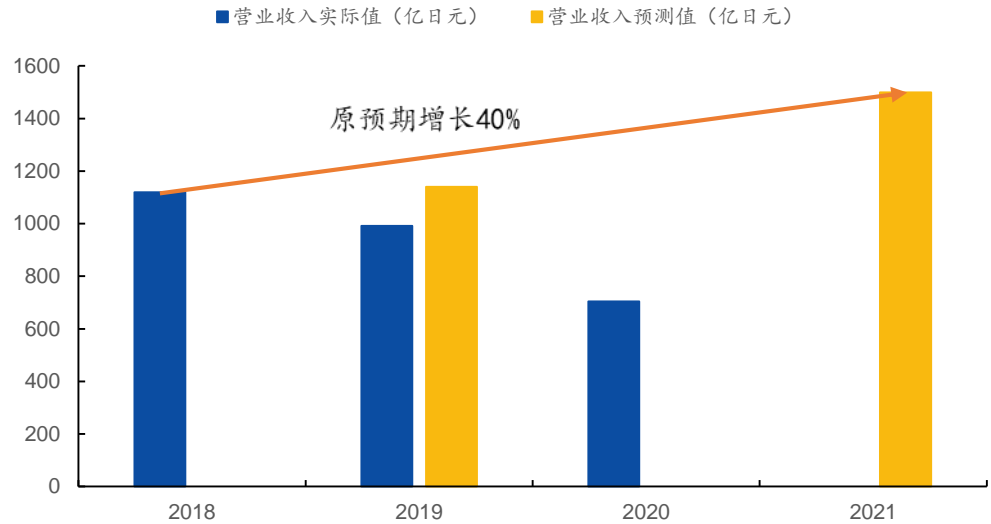


资料来源：Wind，国元证券研究所

日本重机业绩发展低于预期。根据日本重机中期管理计划（2019-2021），其预计将在 2018 至 2021 年间完成营业收入 40% 增长，在 2021 年收入达到 1500 亿日元，但受到中美贸易摩擦、疫情等不确定性因素影响，当前公司业绩走势大幅低于其规划，

我们认为日本重机或需要较长时间恢复到正常业绩增长轨道。

图 48：日本重机业绩发展低于预期

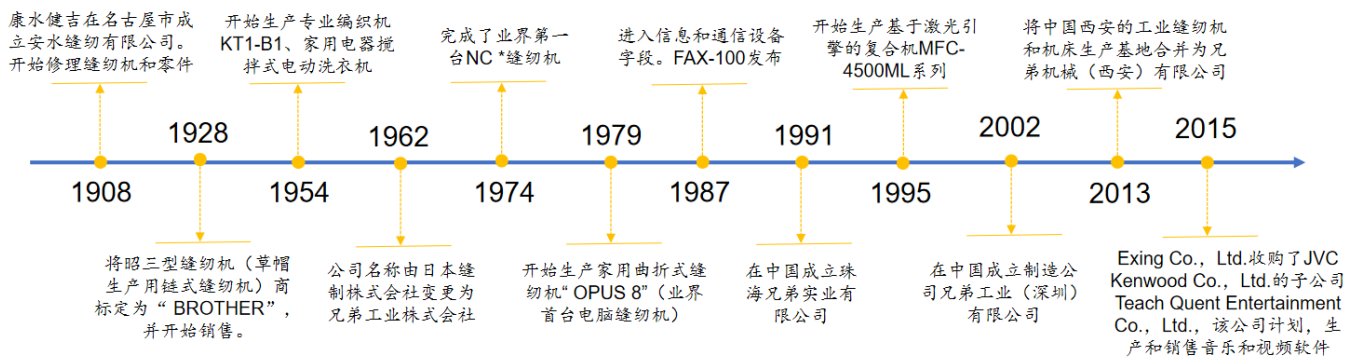


资料来源：日本重机中期管理计划（2019-2021），国元证券研究所

日本兄弟工业：缝纫机业务起家，当前工业缝纫机收入占比较低

从 1908 年以修理缝纫机起步，1928 年推出的兄弟工业品牌以生产工业缝纫机技术为基础，衍生了洗衣机、电风扇等家用电器产品，后通过打字机进入办公设备领域，1985 年兄弟工业推出 CNC 攻丝加工设备，工业加工设备逐渐成为其核心业务。

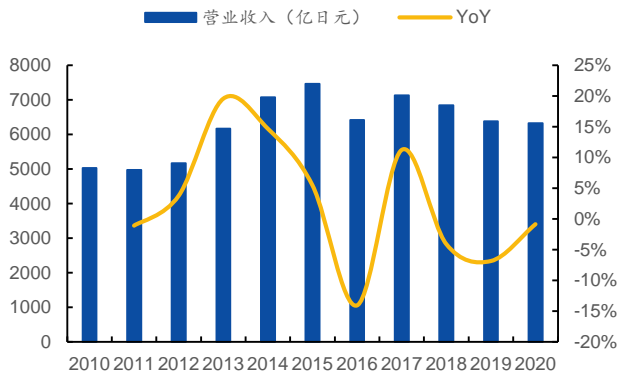
图 49：日本兄弟发展历程



资料来源：日本兄弟官网，国元证券研究所

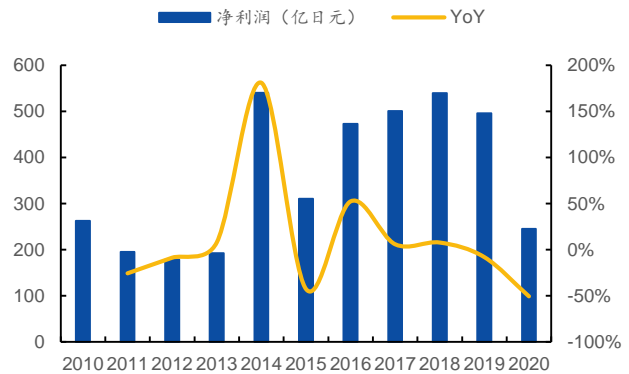
日本兄弟营业收入近年较为稳定，2020 年净利润有所下滑。2020 年日本兄弟实现营业收入 6318.12 亿日元，同比下降 0.85%。实现归母公司净利润 245.2 亿日元，同比下降 50.53%。利润大幅下滑主要是受到工业打印业务计提 272 亿日元商誉减值影响。

图 50: 日本兄弟整体营收较为稳定



资料来源: 日本兄弟年报, 国元证券研究所

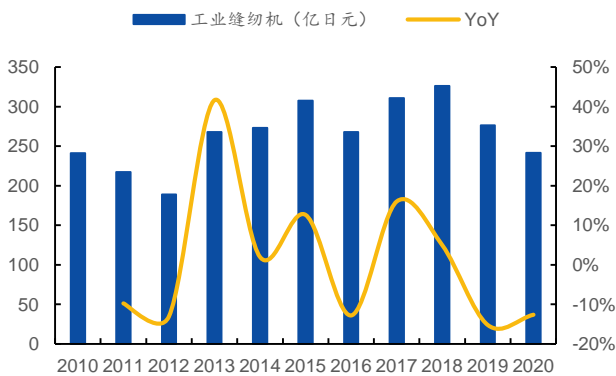
图 51: 收入、汇率变动导致日本兄弟利润波动较大



资料来源: 日本兄弟年报, 国元证券研究所

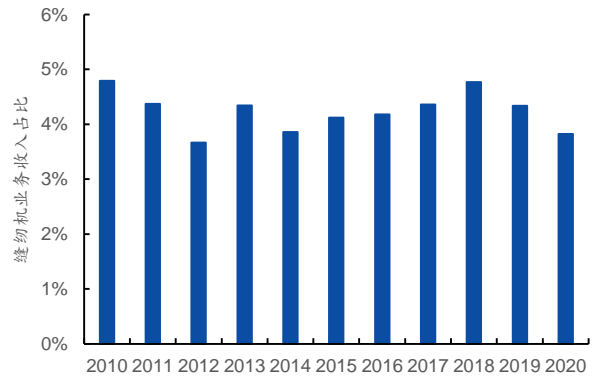
日本兄弟缝纫机业务占比较低。2020 年日本兄弟工业缝纫设备业务实现营收 242 亿日元, 同比下降 12.64%。工业缝纫机总营收持续占总营收不足 5%。

图 52: 日本兄弟工业缝纫机营收近年有所下滑



资料来源: 日本兄弟年报, 国元证券研究所

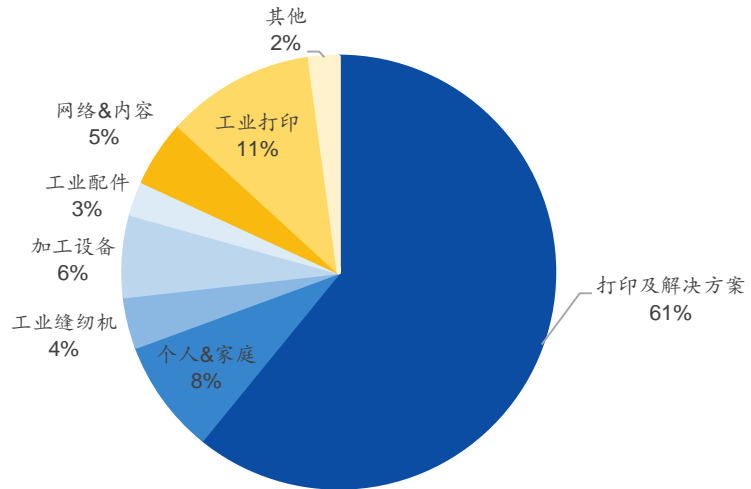
图 53: 日本兄弟工业缝纫机营收占比持续低于 5%



资料来源: 日本兄弟年报, 国元证券研究所



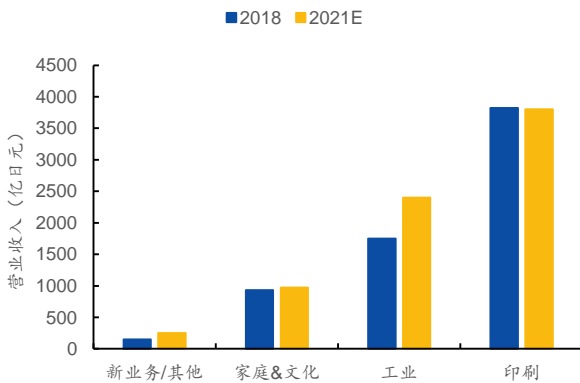
图 54：2020 年工业缝纫机业务占比较低



资料来源：日本兄弟年报，国元证券研究所

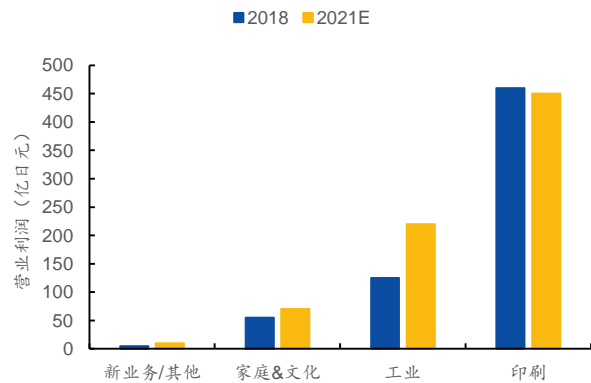
日本兄弟预计未来增长将主要来自于机械业务，但缝制设备收入占比或将依旧较低。根据日本兄弟 2019 年发布的中期经营策略，其未来主要增长将来自于工业业务（含机械、工业印刷），收入占比将由 2018 年 26.32% 提升至 2021 年 32.35%。我们预计工业业务收入占比上升将提升工业缝制设备收入占比，但缝制设备收入占比或依旧较低，工业业务的增长更多的是来自于机床等工业加工设备。

图 55：日本兄弟工业营业收入预期



资料来源：日本兄弟 2019 中期经营策略，国元证券研究所

图 56：日本兄弟工业营业利润预期



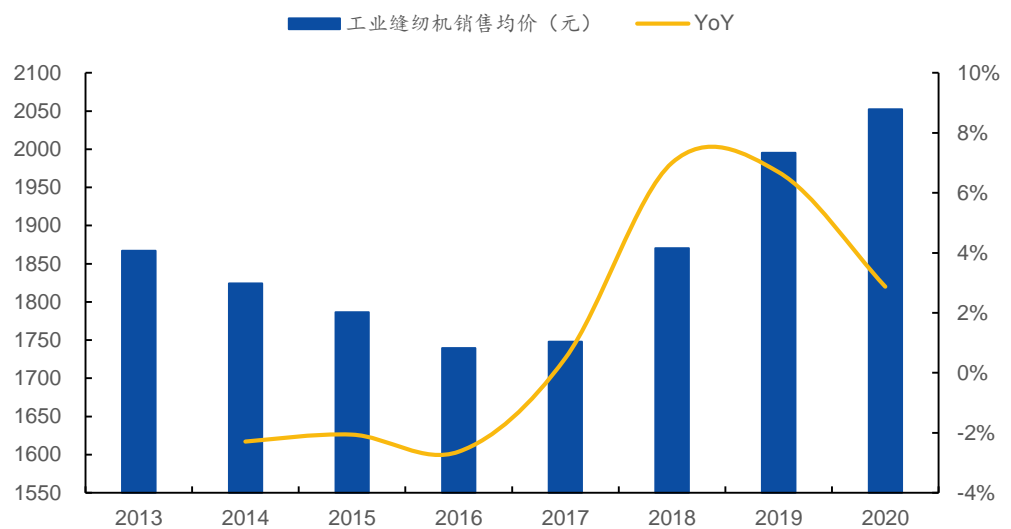
资料来源：日本兄弟 2019 中期经营策略，国元证券研究所

## 4.走在周期之外：产业纵横拓展，打造内生外延新增长

### 4.1 工业缝纫机技术持续升级，物联网有望提升附加价值

**工业缝纫机技术持续升级，销售均价持续上升。**根据公司工业缝纫机销售量与工业缝纫机业务收入计算产品销售均价，近3年销售均价持续上升，2020年相比2017年已提升约17%。我们认为主要是由于产品结构变化，高附加值的智能化产品销售占比逐步提升导致。根据公司公告，初步统计步进控制智能平缝机产量比上年增长70%以上，占自动平缝机的比例已经达到甚至超过30%。未来伴随着具有新功能的高端缝纫机推陈出新，公司工业缝纫机销售均价有望继续爬升。

图 57：公司工业缝纫机销售均价持续上升



资料来源：公司公告，国元证券研究所

**物联网加持，有望提升附加价值。**根据公司官网信息，公司积极与富士康、阿里巴巴、中国移动、树根互联等知名企业开展深度合作，积极探索工业互联网在缝制设备领域的应用。2019年公司推出首台物联网缝纫机C4+，未来公司将陆续推出物联网平缝机、包缝机、绷缝机、特种机、铺布机、裁床等一系列机型，有望持续提升产品附加价值。

图 58：公司与树根互联共同开发缝制行业工业互联网平台

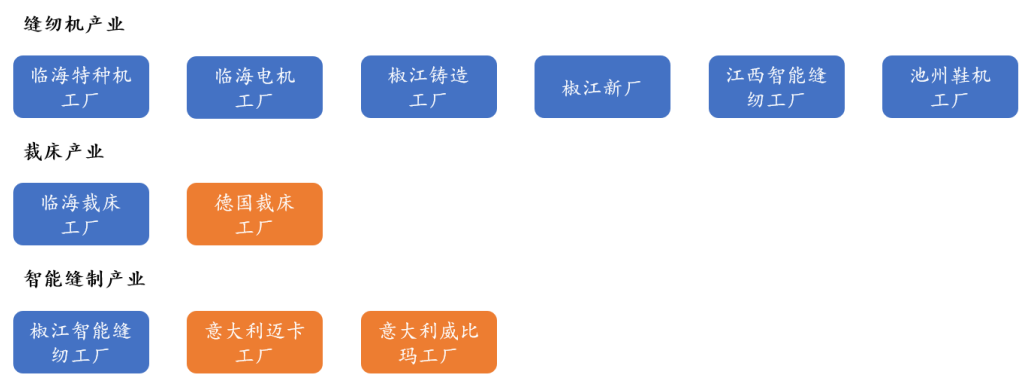


资料来源：公开资料整理，国元证券研究所

#### 4.2 推智能高端缝制装备制造基地，产能有望大幅扩充

公司缝纫机产业主要集中在台州，自动化设备工厂从欧洲走向国内。根据公司披露信息，公司缝纫机产业工厂均在国内，而裁床与智能缝纫产业在保留海外工厂的基础上在国内建设工厂。

图 59：公司全球工厂布局

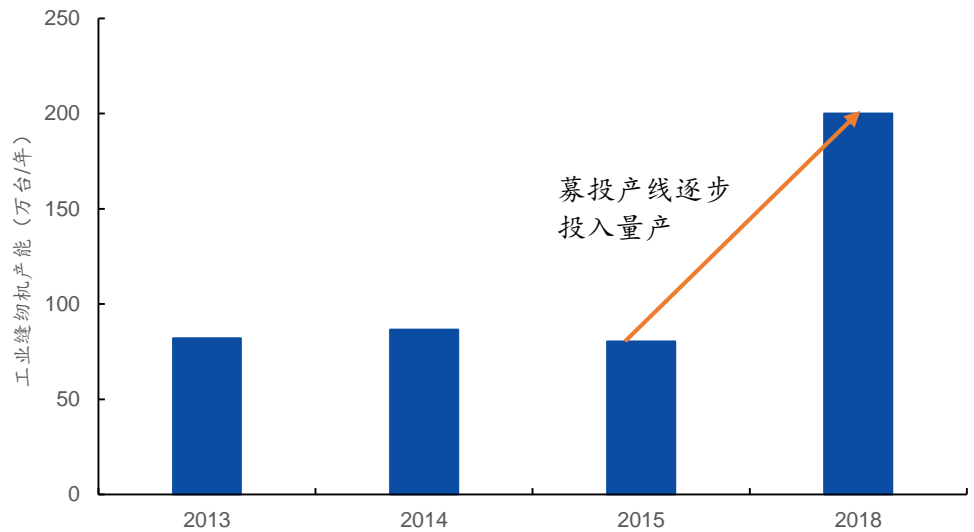


资料来源：杰克文化，国元证券研究所；截至 2019 年 11 月信息

上市募投项目加入自动金加工柔性生产线，制造水平提升产能大幅扩充。根据公司招股说明书信息，IPO 募投项目包含年产 100 万台工业缝纫机项目，主要为 3 条全自动金加工复合线，该产线制造水平处于行业领先。根据公司年报信息，2018 年 2

条金加工自动化生产线投入并实现量产，当年产量已超过 200 万台。

图 60：募投项目逐步投入使用公司产能大幅扩充



资料来源：招股说明书，公司公告，国元证券研究所

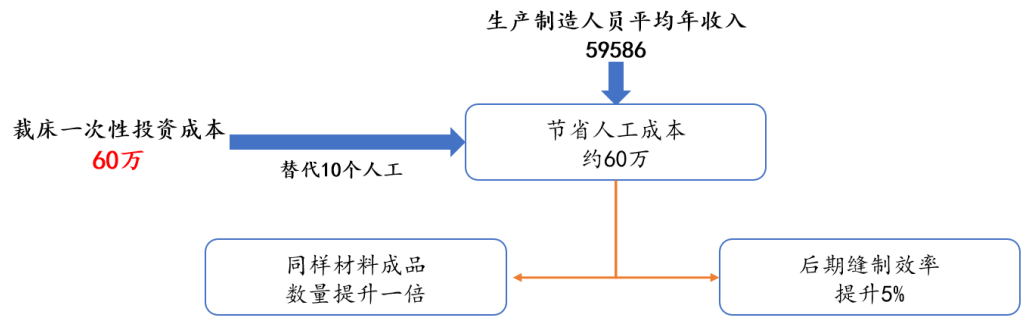
注：2015 年部分平缝机生产线停工改造；2018 年为公司年产量数据

**推非公开发行项目，产能有望持续提升。**根据公司 2020 年度非公开发行预案，公司拟投资共 17.49 亿元打造智能高端缝制装备制造基地，建设完成后将形成年产智能工业缝纫机 120 万台、自动缝制单元 2500 台、服装智能制造成套解决方案 850 套的规模化生产能力，全面提升公司在智能化缝制机械产品领域的生产及供应能力。

### 4.3 缝前设备做市场下沉，有望打开增长空间

**缝前设备前景良好，“机器换人”大势所趋。**以自动化裁床为例，自动裁剪提升了裁剪和产量的稳定性，节省面料且在生产的安排上更加方便，同时降低人工使用率，降低了管理成本。根据拓卡奔马产品手册，单人使用裁床可替代约 11 个使用传统电剪刀人工，同时使用同样材料成品数量可提升一倍。同时由于剪切质量提高，后期缝制的效率也可提升 5%。

图 61：裁床投资具有经济性

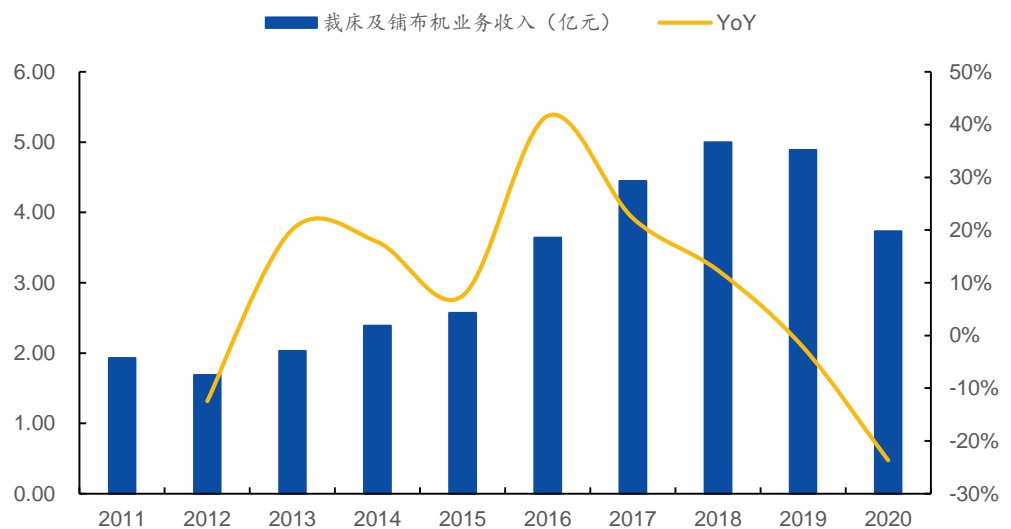


资料来源：拓卡奔马产品手册，国家统计局，国元证券研究所

注：假设裁床采购价格为 60 万，平均年收入取自 2019 年规模以上企业分岗位人员平均工资情况

缝前设备更偏向大客户，公司通过高端品牌切入市场，裁床及铺布机业务持续增长。由于缝前设备价值量较高，根据公司招股说明书信息 2016H1 裁床平均销售单价 62.49 万元，目前更多的是被成规模的大客户使用，对于产品的准入要求较为严格。而公司采取了收购海外知名企业的策略，进行多项成功的海外并购，推出了拓卡奔马裁剪设备、迈卡衬衫智能制造设备、威比玛 (VBM) 牛仔服装自动化设备等专注高端市场品牌。

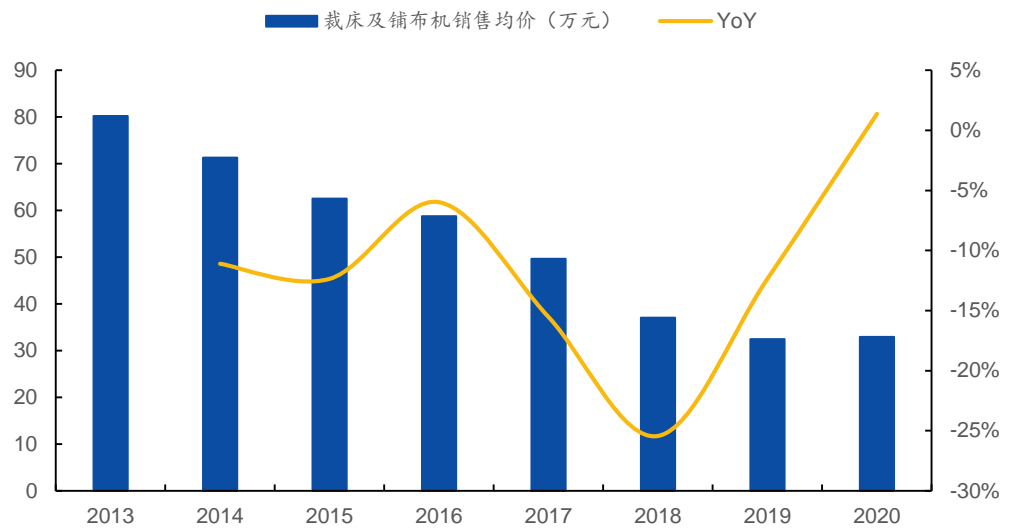
图 62：不考虑 2020 年疫情影响，公司裁床及铺布机业务增长相对稳健



资料来源：Wind，国元证券研究所

海外高端品牌本土化，将缝前设备推向中小客户。根据公司年报信息，2019 年公司裁床产业成功开发了性价比更优的裁床，意大利产品国产化方面，成功开发了自动连续钉扣机、贴袋机等产品的国产化开发。我们认为公司将海外品牌的技术进行国产化后有望降低其成本，并且通过对设备性能、功能等进行配置可针对中小客户开发性价比更优的版本，有望打开公司自动化设备的潜在市场空间。

图 63：公司缝前设备销售均价持续下降

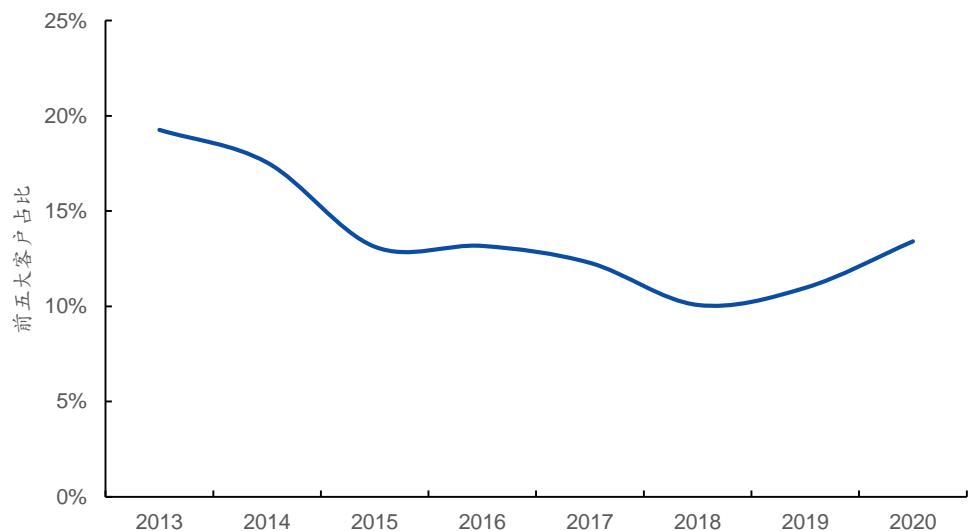


资料来源：公司公告，国元证券研究所

#### 4.4 拓展智能成套解决方案，积极开拓中高端客户

当前公司前五大客户收入占比较低，客户较为分散。公司当前收入主要来源于缝中设备，我们认为大型服装厂对价格相对不敏感，更加关注设备效率、精度、稳定性等指标，故产品口碑积累时间更长的海外企业更具优势，公司收入主要来自于中小型服装厂。当前向大型服装厂的拓展主要是价值量较高的缝前设备。

图 64：公司前五大客户收入占比较低



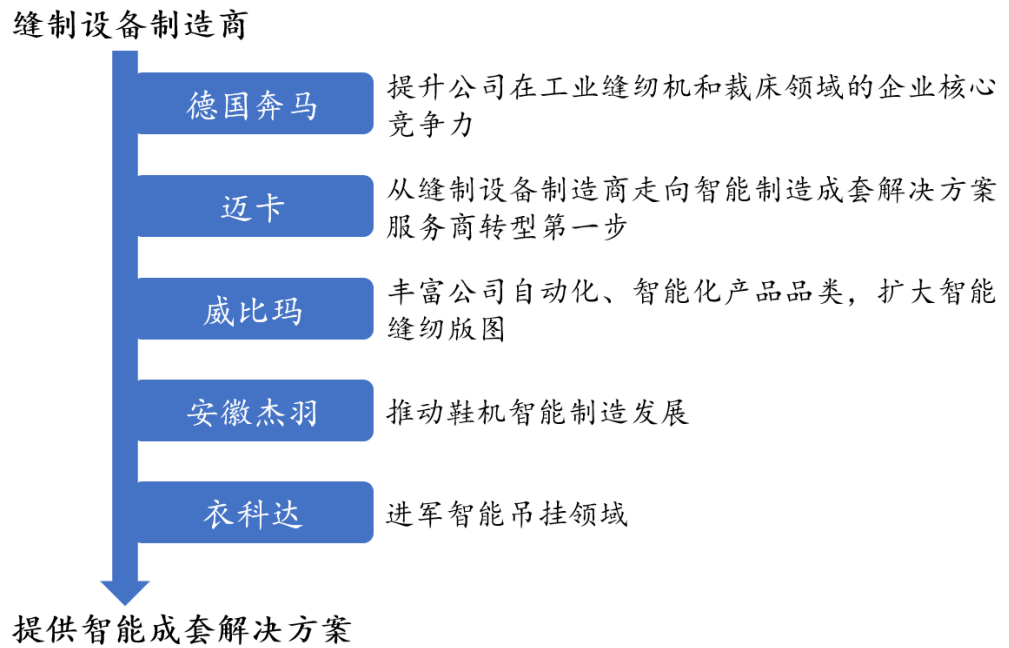
资料来源：公司招股说明书，公司公告，国元证券研究所

公司有望利用其多品牌协同建立的口碑打入中高端客户供应商名录。当前公司正积极拓展中高端客户，通过参展 CISMA 展会、举办服装智能制造高峰论坛、大客户接待日等市场活动提升品牌形象，我们认为相比海外企业，公司当前建立的针对差异化需求快速的市场响应与服务能力有望成为其核心竞争力。

**整合并购企业资源，拥有提供智能成套解决方案能力，有望提升品牌影响力。**公司通过不断的外延并购整合，当前形成了杰克品牌工业缝纫机、拓卡奔马裁剪设备、迈卡衬衫智能制造设备、威比玛 (VBM) 牛仔服装自动化设备四大主要品牌，以工业缝纫机为基础，拓展高端自动化制造设备业务，同时整合技术资源，拥有提供智能成套解决方案能力。**公司缝制设备中高端客户项目持续突破，智能制造成套解决方案得到客户认可：**

- **与乐驼签订千万级项目，智能解决方案得到认可。**据中国缝制机械协会信息，2020年1月13日，杰克股份与乐驼就乐驼服装数字化工厂共建达成高达1500万战略合作协议，为乐驼提供全系列生产设备以及软硬件为一体的解决方案。乐驼母公司为意大利 LOTO 集团，成立已30多年，杭州乐驼、安徽明牛乐驼为集团旗下负责服装业务的全资子公司，年产羽绒服、棉衣等200万件，与VF、PVH、G-III 等大型服装集团建立了良好的合作关系，是CK、TOMMY、WRANGLER、LEE 等国际一线品牌的优质供应商，本次签订战略合作协议有望建立示范效应帮助公司向大客户继续突破。
- **阿里“犀牛工厂”亮相，杰克提供全套裁剪设备。**2020年9月16日阿里全球首个新制造平台“犀牛智造工厂”亮相投产，高度数字化工厂从服装业切入进行柔性化改造，在保持低成本和高效率的同时也能承接个性化、小规模订单。而公司子公司拓卡奔马为“犀牛工厂”提供了高精度、高速度的铺布机与裁床设备，还协助阿里巴巴打通了数据下行，并且实现了设备远程操控。

图 65：公司通过多年布局逐步拥有提供智能成套解决方案能力



资料来源：公司官网，国元证券研究所

## 5.投资建议与盈利预测

预计公司 2021 至 2023 年分别实现营业收入 69.30、81.39、91.30 亿元，同比增长 96.79%、17.45%、12.17%；实现归母净利润 6.51、8.32、9.92 亿元，同比增长 107.53%、27.74%、19.31%。



**表 5：杰克股份分业务盈利预测**

单位：百万元		2020	2021E	2022E	2023E
工业缝纫机	营业收入	3075.23	6230.57	7355.12	8249.43
	增长率	4.15%	102.60%	18.05%	12.16%
	毛利率	23.42%	24.00%	24.50%	25.00%
裁床及铺布机	营业收入	373.32	597.31	657.04	722.74
	增长率	-23.60%	60.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	38.68%	39.00%	39.50%	40.00%
衬衫及牛仔自动缝制设备	营业收入	69.24	96.93	121.16	151.45
	增长率	-56.85%	40.00%	25.00%	25.00%
	毛利率	27.79%	33.00%	34.00%	35.00%
其他业务	营业收入	3.63	5.08	5.59	6.15
	增长率	-42.47%	40.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	65.94%	61.00%	61.00%	61.00%
营业收入合计		3521.42	6929.89	8138.91	9129.77
增长率		-2.40%	96.79%	17.45%	12.17%
毛利率		25.17%	25.45%	25.88%	26.38%

资料来源：Wind，国元证券研究所

我们预计公司 2021 至 2023 年营业收入分别为 69.30、81.39、91.30 亿元，归母净利润分别为 6.51、8.32、9.92 亿元，对应当前 PE 分别为 18X/14X/12X，综合考虑公司龙头地位与行业周期性表现，首次覆盖给予公司“买入”评级。

**表 6：盈利预测**

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3608.06	3521.42	6929.89	8138.91	9129.77
收入同比(%)	-13.09	-2.40	96.79	17.45	12.17
归母净利润(百万元)	301.44	313.70	651.02	831.60	992.21
归母净利润同比(%)	-33.64	4.07	107.53	27.74	19.31
ROE(%)	11.34	10.73	18.22	19.50	19.47
每股收益(元)	0.68	0.70	1.46	1.87	2.23
市盈率(P/E)	39.70	38.15	18.38	14.39	12.06

资料来源：国元证券研究所，收盘价截至 2021 年 6 月 17 日

## 6. 风险提示

行业景气度不及预期，新增产能建设进度不及预期，并购企业业绩波动。

**财务预测表**

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	2381.09	2762.31	3552.48	4283.80	5178.98
现金	378.95	715.14	603.08	1114.62	1918.82
应收账款	386.07	462.85	773.38	832.61	849.07
其他应收款	63.95	58.47	111.26	134.43	149.53
预付账款	10.39	9.60	21.36	23.88	26.65
存货	1014.60	994.93	1517.88	1652.73	1709.39
其他流动资产	527.12	521.31	525.53	525.53	525.53
<b>非流动资产</b>	1795.58	2335.21	2748.84	2821.45	2803.50
长期投资	0.00	4.92	5.02	5.02	5.02
固定资产	892.91	1353.26	1941.66	2114.26	2146.31
无形资产	293.19	270.17	352.31	352.31	352.31
其他非流动资产	609.49	706.86	449.85	349.85	299.85
<b>资产总计</b>	4176.67	5097.52	6301.32	7105.24	7982.48
<b>流动负债</b>	1208.88	1878.98	2489.18	2592.21	2626.77
短期借款	99.23	302.91	244.84	257.65	250.10
应付账款	661.08	955.79	1549.96	1689.17	1747.61
其他流动负债	448.57	620.28	694.38	645.39	629.06
<b>非流动负债</b>	244.77	221.22	158.86	158.86	158.86
长期借款	129.55	93.22	93.22	93.22	93.22
其他非流动负债	115.22	128.00	65.64	65.64	65.64
<b>负债合计</b>	1453.65	2100.19	2648.04	2751.07	2785.63
少数股东权益	65.95	72.69	80.08	89.52	100.77
股本	445.95	445.87	445.87	445.87	445.87
资本公积	616.87	627.39	627.39	627.39	627.39
留存收益	1606.98	1859.68	2510.70	3201.47	4032.45
归属母公司股东权益	2657.07	2924.64	3573.21	4264.65	5096.09
<b>负债和股东权益</b>	4176.67	5097.52	6301.32	7105.24	7982.48

**现金流量表**

单位:百万元					
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	251.39	914.36	411.38	906.46	1153.07
净利润	305.55	315.42	658.41	841.03	1003.46
折旧摊销	111.83	139.12	159.95	212.40	242.95
财务费用	2.79	25.15	2.54	-7.42	-34.46
投资损失	-26.94	-9.55	-10.00	-10.00	-10.00
营运资金变动	-265.45	451.14	-320.80	-118.37	-21.90
其他经营现金流	123.60	-6.92	-78.73	-11.17	-26.99
<b>投资活动现金流</b>	-14.26	-520.36	-564.78	-275.00	-215.00
资本支出	321.58	453.80	450.00	285.00	225.00
长期投资	-305.03	58.81	0.10	0.00	0.00
其他投资现金流	2.30	-7.75	-114.68	10.00	10.00
<b>筹资活动现金流</b>	-116.74	65.86	41.34	-119.92	-133.87
短期借款	77.09	203.68	-58.07	12.81	-7.54
长期借款	-44.05	-36.33	0.00	0.00	0.00
普通股增加	138.40	-0.08	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	-127.47	10.52	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-160.71	-111.93	99.41	-132.73	-126.32
<b>现金净增加额</b>	121.99	460.86	-112.06	511.54	804.20

**利润表**

单位:百万元					
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	3608.06	3521.42	6929.89	8138.91	9129.77
营业成本	2559.74	2635.10	5166.52	6032.77	6721.56
营业税金及附加	24.40	28.74	50.88	61.19	69.09
营业费用	228.88	170.90	346.49	421.19	462.25
管理费用	221.57	207.97	415.79	487.70	546.00
研发费用	203.97	206.68	230.00	270.00	310.00
财务费用	2.79	25.15	2.54	-7.42	-34.46
资产减值损失	-71.57	-72.95	-5.81	0.00	0.00
公允价值变动收益	-33.78	102.44	-6.20	0.00	0.00
投资净收益	26.94	9.55	10.00	10.00	10.00
<b>营业利润</b>	356.62	354.73	739.28	943.48	1125.34
营业外收入	1.76	1.70	0.00	0.00	0.00
营业外支出	14.01	3.90	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	344.37	352.54	739.28	943.48	1125.34
所得税	38.82	37.12	80.88	102.44	121.88
<b>净利润</b>	305.55	315.42	658.41	841.03	1003.46
少数股东损益	4.11	1.72	7.39	9.43	11.25
<b>归属母公司净利润</b>	301.44	313.70	651.02	831.60	992.21
EBITDA	471.23	519.01	901.77	1148.45	1333.83
EPS (元)	0.68	0.70	1.46	1.87	2.23

**主要财务比率**

会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	-13.09	-2.40	96.79	17.45	12.17
营业利润(%)	-30.73	-0.53	108.40	27.62	19.28
归属母公司净利润(%)	-33.64	4.07	107.53	27.74	19.31
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	29.05	25.17	25.45	25.88	26.38
净利率(%)	8.35	8.91	9.39	10.22	10.87
ROE(%)	11.34	10.73	18.22	19.50	19.47
ROIC(%)	14.34	16.45	24.19	28.64	33.38
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	34.80	41.20	42.02	38.72	34.90
净负债比率(%)	18.37	20.12	14.61	14.53	14.08
流动比率	1.97	1.47	1.43	1.65	1.97
速动比率	1.12	0.93	0.80	1.00	1.31
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.88	0.76	1.22	1.21	1.21
应收账款周转率	8.00	7.72	10.42	9.43	10.10
应付账款周转率	3.69	3.26	4.12	3.72	3.91
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.68	0.70	1.46	1.87	2.23
每股经营现金流(最新摊薄)	0.56	2.05	0.00	0.00	0.00
每股净资产(最新摊薄)	5.96	6.56	8.01	9.56	11.43
<b>估值比率</b>					
P/E	39.70	38.15	18.38	14.39	12.06
P/B	4.50	4.09	3.35	2.81	2.35
EV/EBITDA	23.31	21.17	12.18	9.57	8.24

## 投资评级说明：

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

## 证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000），国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或间接损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

## 免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究所联系。 网址:www.gyzq.com.cn

## 国元证券研究所

合肥	上海
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：230000	邮编：200135
传真：(0551) 62207952	传真：(021) 68869125
	电话：(021) 51097188