



# 杰克股份 (603337.SH)

买入 (首次评级)

公司深度研究  
证券研究报告

## 工业缝纫机龙头，周期成长双轮驱动

### 投资逻辑：

**复盘：**公司三十年磨一剑成长为全球工业缝纫机龙头

缝纫机产业起源于美国，经过向日本的产业转移后，中国接力成为全球生产销售大国。中国缝纫机产业经历了 1994 至 2008 年的高速成长期和 2009 年之后的周期性震荡洗牌期。在这两阶段发展中，公司凭借管理改革、精细经销商/供应链管理、市场定位清晰等优秀特质脱颖而出市场份额持续突破，2020 年收入规模已超过海外龙头日本重机的缝纫机&系统事业部收入，2023 年公司工业缝纫机销量占国内总销量约 32% 处于领先地位，三十年磨一剑打造全球工业缝纫机龙头。

**展望：**公司有望受益周期复苏，布局智能成套探索第二成长曲线  
**周期展望：**行业有望进入上行周期，内外销持续复苏。工业缝纫机行业每 2-3 年一轮周期，我们认为周期驱动因素为下游高景气度推动的主动设备更新换代需求，工业缝纫机单价远低于人工成本，设备升级带来的效率提升能够有效提升服装厂经济性。23 年行业处于底部，1H24 工业缝纫机产销数据好转，下游固定资产投资也开始回暖。1H24 协会骨干整机企业工业缝制设备内销同比实现了约 20% 增长，部分企业增幅超过 50%；外销复苏节奏慢于内销，但数据也呈好转趋势，1H24 工业缝纫机外销 228 万台，同比增长 1.49%，增幅相比 1-5 月扩大 5.28pcts，我们认为行业低点已过，后续有望进入复苏通道，公司作为国内龙头充分受益。

**成长展望：**布局智能成套，探索第二成长曲线。公司近年一方面持续推动单机智能化升级，一方面通过加大研发投入和外延并购完善了缝前、缝中、缝后的全面布局。有能力提供集数字版房、面辅料仓储、智能裁剪、AI 排产吊挂、智能缝纫、后道分拣、成品仓储以及 APS、MES、WMS、PDM 等软硬件一体的服装智造成套解决方案。目前智能成套已实现了多家客户突破，后续有望成为公司突破中大型客户的核心点，打造跨越周期的全新增长曲线。

### 盈利预测、估值和评级

预计公司 24 至 26 年归母净利润分别为 7.89、9.97、12.19 亿元，对应当前 PE 分别为 15X、12X、10X，考虑公司行业龙头地位，同时行业景气度有望复苏，给与公司 24 年 20X 估值，对应目标价 32.59 元/股，首次覆盖给与“买入”评级。

### 风险提示

缝制机械景气度复苏不及预期，成套智能客户突破不及预期，股东减持风险。

### 机械组

分析师：满在朋 (执业 S1130522030002)

manzaipeng@gjzq.com.cn

分析师：李嘉伦 (执业 S1130522060003)

lijialun@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：24.85 元

目标价 (人民币)：32.59 元



### 公司基本情况 (人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	5,502	5,294	5,983	7,406	8,689
营业收入增长率	-9.12%	-3.78%	13.01%	23.79%	17.32%
归母净利润(百万元)	494	538	789	997	1,219
归母净利润增长率	5.84%	9.08%	46.60%	26.36%	22.20%
摊薄每股收益(元)	1.016	1.111	1.629	2.059	2.516
每股经营性现金流净额	1.82	3.03	2.31	2.79	3.29
ROE(归属母公司)(摊薄)	11.50%	12.36%	17.20%	19.22%	20.59%
P/E	24.47	22.36	15.25	12.07	9.88
P/B	2.82	2.76	2.62	2.32	2.03

来源：公司年报、国金证券研究所



## 内容目录

1. 复盘：公司三十年磨一剑成长为全球工业缝纫机龙头.....	5
1.1 缝纫机产业发源于美国，后续向日本转移，培育了日本重机、兄弟工业等龙头企业.....	5
1.2 中国逐步成为全球工业缝纫机基地，公司 30 年磨一剑，实现份额突破成为全球龙头.....	10
2. 展望：公司有望受益周期复苏，布局智能成套探索第二成长曲线.....	14
2.1 周期展望：2-3 年一轮周期，内销正处复苏通道，外销有望见底回暖.....	14
2.1.1 周期属性思考：上行周期中的主动设备更新换代为核心周期驱动因素.....	14
2.1.2 从全球主要工业缝纫机企业看 23 年处于底部，24 年普遍展望更加乐观.....	17
2.1.3 下游纺织服装行业 1H24 景气度开始回暖.....	19
2.1.4 1H24 工业缝纫机行业已开始复苏，后续有望继续向好.....	21
2.2 成长展望：积极布局智能成套，打造穿越周期成长.....	26
3. 盈利预测与投资建议.....	29
3.1 盈利预测.....	29
3.2 投资建议.....	31
4. 风险提示.....	31

## 图表目录

图表 1： 缝纫机产业起源于美国，后续逐步转移至日本再到中国.....	5
图表 2： 美国最早出现缝纫机需求的爆发.....	5
图表 3： 胜家早期销售以美国市场为主.....	5
图表 4： 胜家从 1970s 后期销售重心逐渐往海外市场转移.....	6
图表 5： 日本重机（JUKI）从家用缝纫机起步，逐步成长为全球工业缝纫机领军企业.....	6
图表 6： 日本重机近年收入规模未出现持续增长.....	7
图表 7： 收入、汇率等原因导致日本重机利润波动较大.....	7
图表 8： 日本重机近年盈利能力有所下降.....	7
图表 9： 日本重机缝纫机业务收入体量没有实现突破.....	8
图表 10： 23 年缝制机械与系统事业收入占比约 61%.....	8
图表 11： 日本兄弟工业发展历程.....	8
图表 12： 兄弟工业近年收入有所增长.....	9
图表 13： 兄弟工业净利润出现较大下降.....	9
图表 14： 兄弟工业毛利率较为稳定，净利率 23 年出现了较大下降.....	9
图表 15： 兄弟工业目前工业缝纫机收入占比较低.....	9
图表 16： 到 1964 年中国已经出现了 31 家缝纫机工厂.....	10



图表 17:	中国缝纫机出口量快速增长, 到 2002 年已超过千万台	10
图表 18:	中国工业缝纫机发展可分为两个阶段	11
图表 19:	公司实现了穿越周期的跨越式成长	12
图表 20:	公司收入规模赶超日本重机, 走向全球领先	12
图表 21:	公司工业缝纫机销量占国内总销量比重已超过 30%	13
图表 22:	公司营收增速处于第一梯队	13
图表 23:	公司归母净利润表现稳健, 顺周期时增速较快	13
图表 24:	公司毛利率处于行业领先水平	14
图表 25:	公司净利率处于行业领先水平	14
图表 26:	缝纫机技术发展历程	14
图表 27:	目前的缝纫机主要为电脑式缝纫机	15
图表 28:	平缝机运动控制原理	15
图表 29:	公司 A4B 电脑平缝机可实现工厂销量 10%提升	15
图表 30:	快反王平缝机通过 AI 算法+电机升级实现综合出活提升 5%以上	16
图表 31:	公司过梗王每台能带来增收 6000 元以上	16
图表 32:	工业缝纫机价格普遍低于 10000 元	16
图表 33:	工业缝纫机生产效率提升能够有效带动人均创利提升	17
图表 34:	工业缝纫机市场主要参与者	17
图表 35:	23 年正处于新一轮周期底部位置	18
图表 36:	日本重机预计 25 年工业缝纫机收入达到 368 亿日元	19
图表 37:	兄弟工业预计 24 年工业缝纫机同比增长 22%	19
图表 38:	增长主要来自于美国、欧洲、亚洲	19
图表 39:	美国开启新一轮补库周期	20
图表 40:	印度服装 24 年出口数据呈向好趋势	20
图表 41:	有更多企业认为经营状况“令人满意”	20
图表 42:	对未来业务预期保持乐观	20
图表 43:	1H24 中国居民人均衣着消费同比增长 8.1%	21
图表 44:	1H24 纺织、化纤产能利用率回暖	21
图表 45:	中国 1H24 纺织服装行业出口开始复苏	21
图表 46:	工业缝纫机每 2-3 年一轮景气周期, 23 年或为新一轮周期起点	22
图表 47:	23 年工业缝纫机内销处于近 10 年的最低点	22
图表 48:	23 年工业缝纫机外销量也处于低点	23
图表 49:	1H24 缝制机械行业景气度有所回暖	23
图表 50:	1H24 协会百家整机企业工业缝纫机产量同比增长 16.39%	24
图表 51:	1Q24 协会百家整机企业工业缝纫机库存显著下降	24



图表 52: 纺织服装、服饰业固定资产投资增速回暖.....	25
图表 53: 皮革、毛皮、羽毛及制鞋业固定资产投资额增速回暖.....	25
图表 54: 缝制机械行业出口数据逐步向好.....	25
图表 55: 工业缝纫机外销量 1H24 重回正增长.....	26
图表 56: 公司工业缝纫机销售均价呈上升趋势.....	26
图表 57: 公司目前拥有同时覆盖缝前+缝中+缝后的全流程产品覆盖.....	27
图表 58: 公司研发投入持续加大.....	27
图表 59: 公司智能成套解决方案.....	28
图表 60: 翡俪文德生产车间.....	28
图表 61: 得体科技智能工厂.....	29
图表 62: 受益行业景气度回暖, 公司 1H24 营收增速复苏.....	29
图表 63: 受益行业景气度回暖, 公司 1H24 利润增速复苏.....	29
图表 64: 1H24 公司工业缝纫机增速显著回暖.....	30
图表 65: 1H24 公司工业缝纫机毛利率显著提升.....	30
图表 66: 公司分业务盈利预测.....	30
图表 67: 可比公司估值.....	31

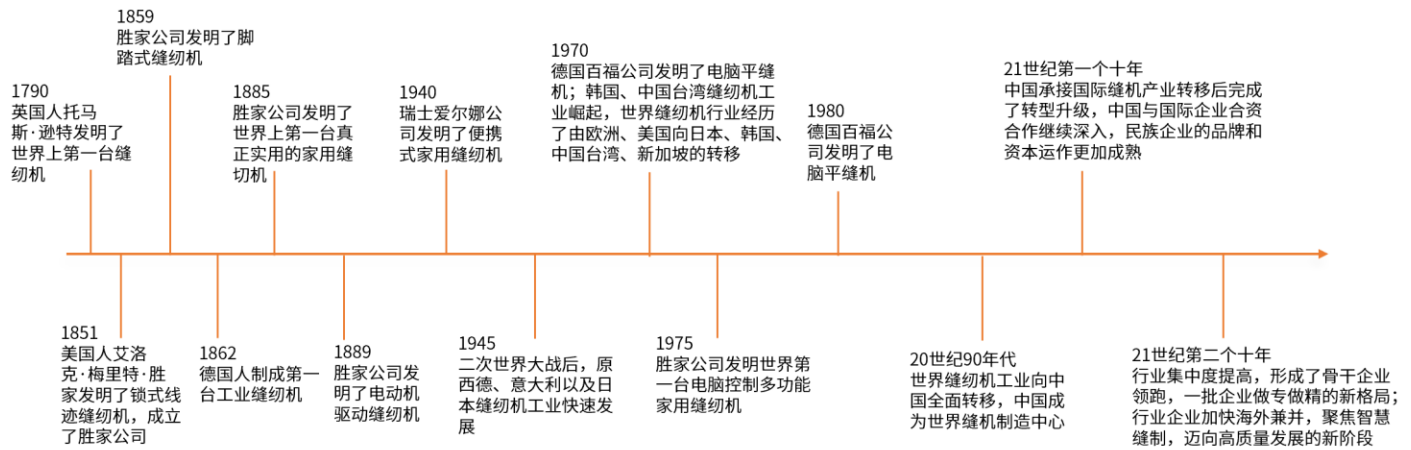


## 1. 复盘：公司三十年磨一剑成长为全球工业缝纫机龙头

### 1.1 缝纫机产业发源于美国，后续向日本转移，培育了日本重机、兄弟工业等龙头企业

缝纫机产业起源于美国，后续逐步转移至日本再到中国。1790 年世界上第一台先打洞后穿线缝制皮鞋用的单线链式线迹手摇式缝纫机被发明出来，1851 年胜家兄弟研制出了第一台全金属缝纫机，缝纫的稳定性和耐用性大大提高，1853 年取得了政府的专利权，开始大规模生产销售，缝纫机逐步形成了一个独立的产业。后续缝纫机产业进行了两次大的区域性转移，一次在 1970 年左右以美欧为代表的缝纫机产业中心向以日本为代表的亚洲地区进行了转移，一次在 1990 年左右向以中国为代表的地区进行了第二次转移，进入 21 世纪后中国生产、销售总量达到世界的 80%，成为了世界缝纫机产业的中心。

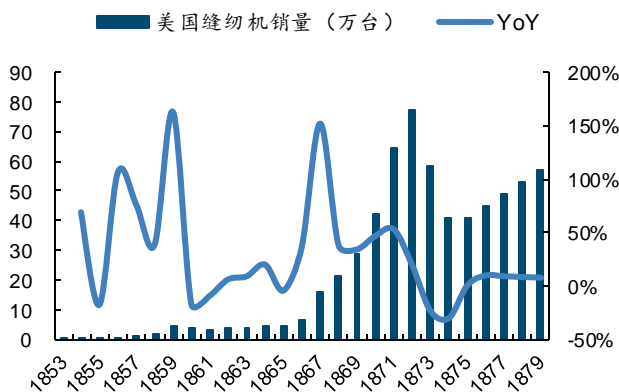
图表1：缝纫机产业起源于美国，后续逐步转移至日本再到中国



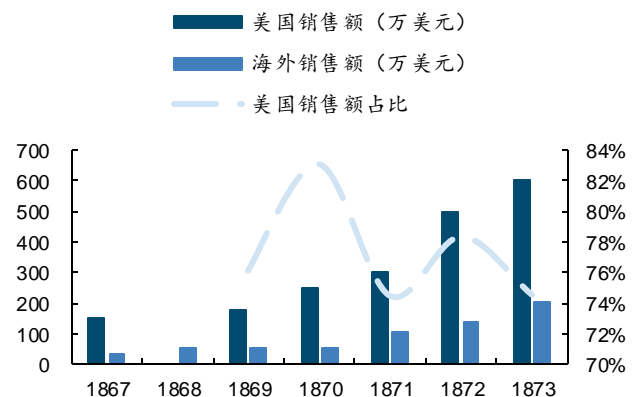
来源：《隐形冠军杰克：一个全球化先锋的关键增长之路》，国金证券研究所

胜家 (Singer) 的发展史基本上就是缝纫机的产业化和全球化的历史，缝纫机需求先在美国开始爆发，1866 年为 6.2 万台，到 1872 年达到 77 万台，期间复合增速超过 50%，但由于后续出现的农业萧条，缝纫机需求到 1874 年下降到 40 万台，到 1879 年也仅恢复到 57 万台。同时由于 1877 年专利到期，美国市场出现一轮价格战，只剩下胜家、Wheeler、Wilson 存活下来（这两家公司后续由胜家接管）。胜家的市场份额从不足 1/5 在 1879 年提升至 1/3。

图表2：美国最早出现缝纫机需求的爆发



图表3：胜家早期销售以美国市场为主



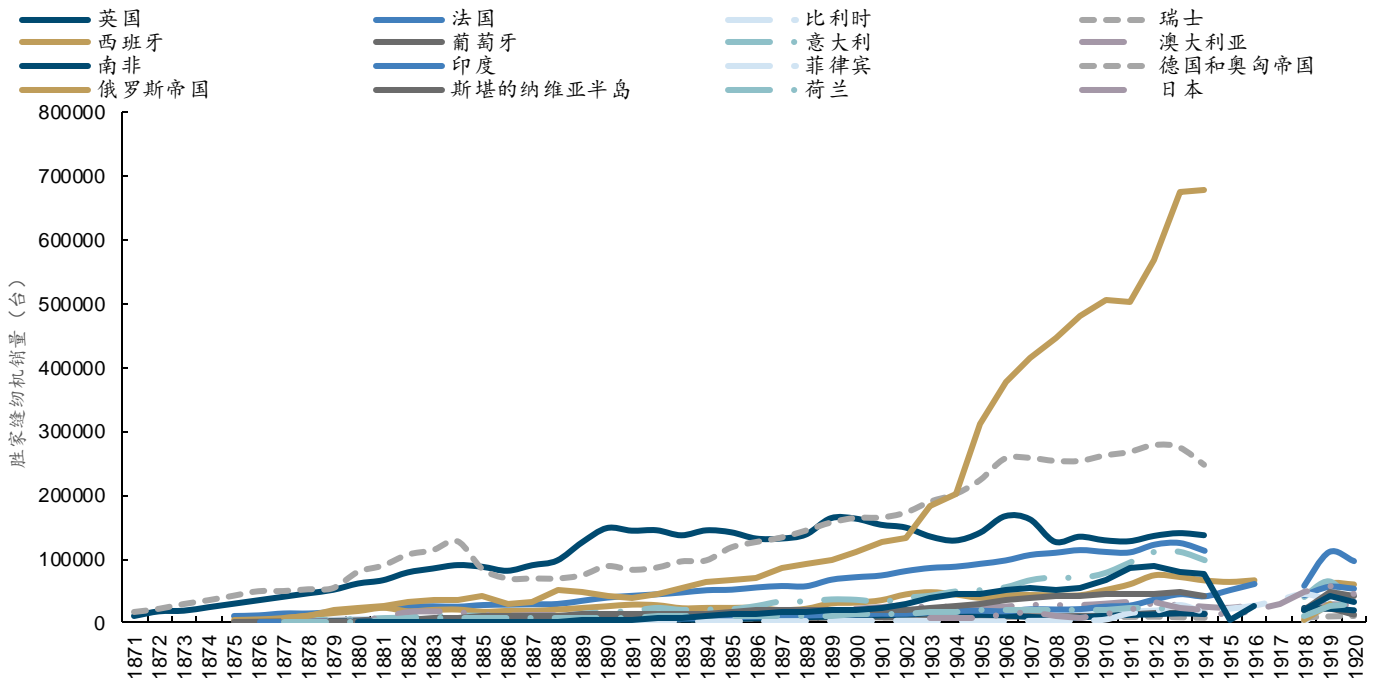
来源：《The Routledge History of Fashion and Dress, 1800 to the Present》，国金证券研究所

来源：《Selling the Sewing Machine Around the World: Singer's International Marketing Strategies, 1850-1920》，国金证券研究所

伴随胜家的全球快速扩张，到 1879 年美国本土收入占比下降到 48%，到 1902 年进一步下降到 27%，到 1912 年占比仅剩 17%，胜家在 1890 年已占全球近 90% 市场份额。



图4: 胜家从 1970s 后期销售重心逐渐往海外市场转移



来源: 《The Routledge History of Fashion and Dress, 1800 to the Present》, 国金证券研究所

缝纫机最早在 1860 被引入日本, 在明治 (1868-1912) 和大正时期 (1912-1926) 就有本土的工业缝纫机生产商, 但用了较长时间才实现本土化生产, 于是家用缝纫机市场主要被胜家占据。1931 年美元升值日元贬值导致进口缝纫机竞争力下降, 更多缝纫机开始在本土生产, 贸易限制、世界大战等因素也导致了缝纫机进口受限, 日本本土的重机、兄弟工业开始生产工业缝纫机, 逐步成长为全球工业缝纫机领军企业。

日本重机 (JUKI) 1947 年开发了第一台家用缝纫机 HA-1 并开始实现对美出口, 1953 年进入工业缝纫机市场并开发了第一台产品 DDW-11, 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, 成长为全球领先的工业缝纫机企业。

图5: 日本重机 (JUKI) 从家用缝纫机起步, 逐步成长为全球工业缝纫机领军企业



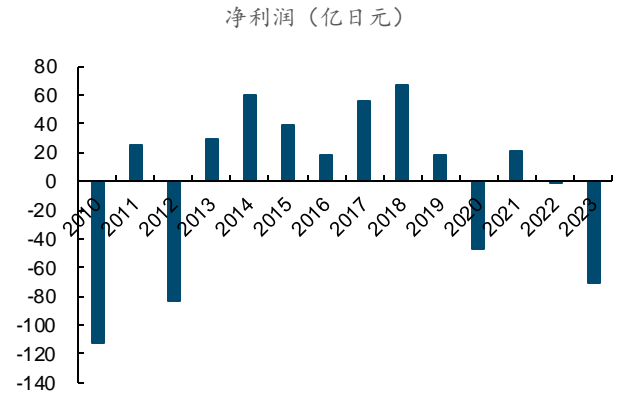
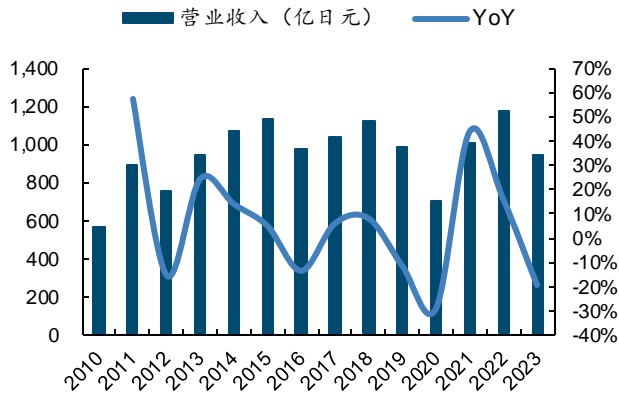


来源：重机年报，国金证券研究所

日本重机近年利润端出现了较大波动。根据公司年报信息，23年由于行业景气度较弱收入同比下降，同时由于公司曾经受到全球零部件供应中断和物流中断的影响，随后中国和东南亚的经济复苏延迟导致库存周转延迟，在23年公司进行了彻底的生产调整和减产以降低库存，导致工厂产能利用率降低生产利润降低，对利润造成了较大负面影响。

图表6：日本重机近年收入规模未出现持续增长

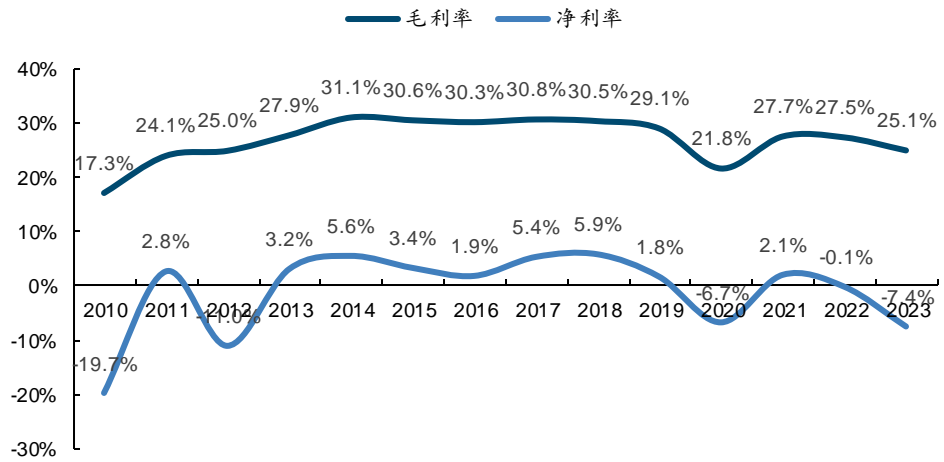
图表7：收入、汇率等原因导致日本重机利润波动较大



来源：Bloomberg，国金证券研究所

来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表8：日本重机近年盈利能力有所下降

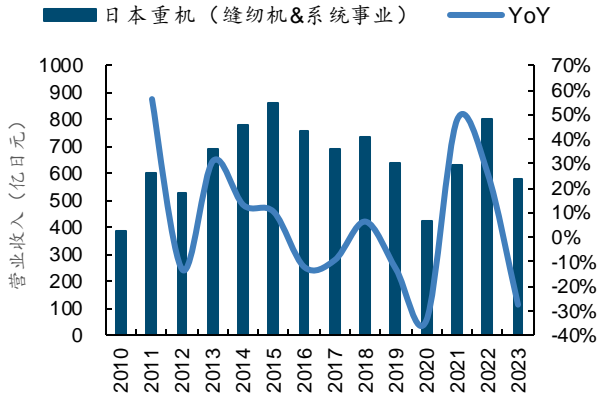


来源：Bloomberg，国金证券研究所

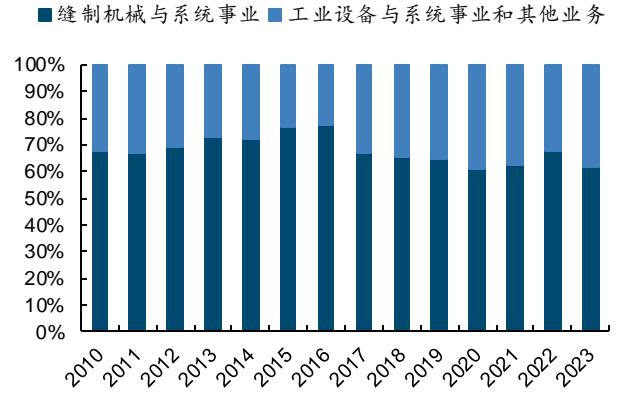
2015年日本重机缝纫机&系统事业收入达到861亿日元，后续的收入高点是22年的799亿日元，整体的收入体量未实现突破。



图表9: 日本重机缝纫机业务收入体量没有实现突破



图表10: 23年缝制机械与系统事业收入占比约61%

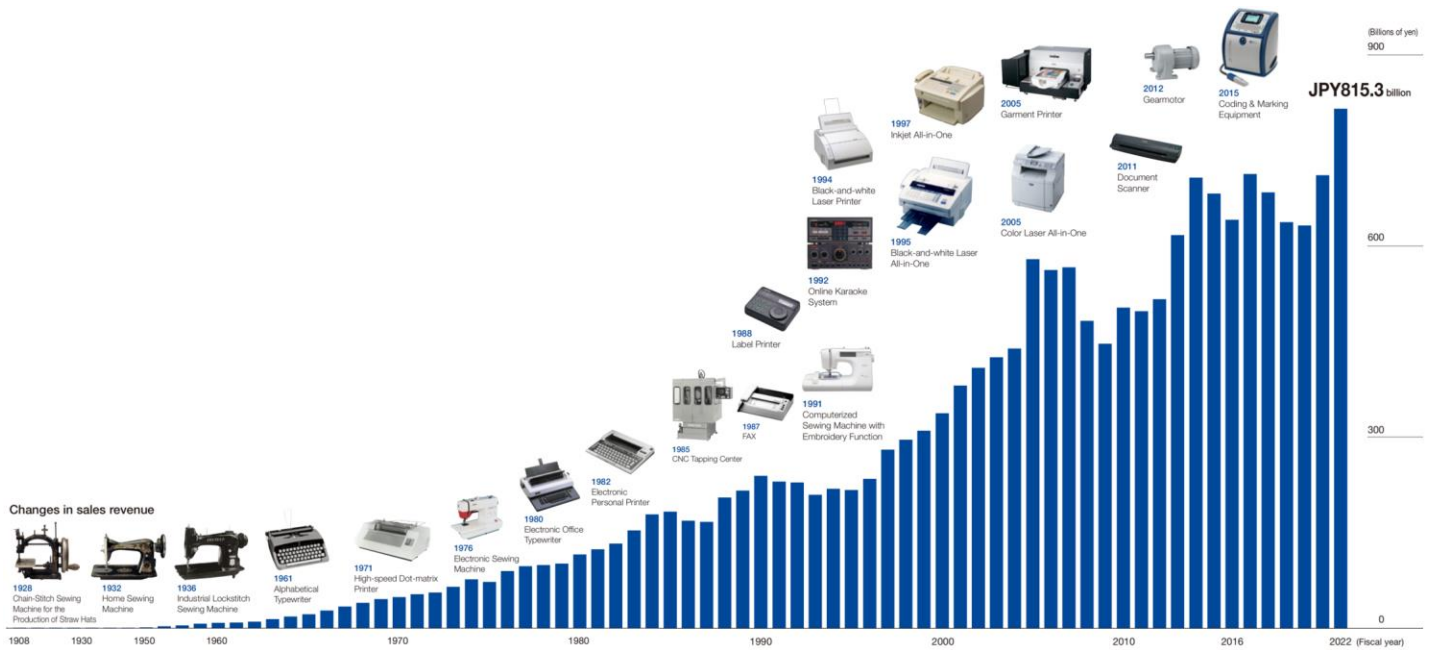


来源: Bloomberg, 国金证券研究所

来源: Bloomberg, 国金证券研究所

日本兄弟工业 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。

图表11: 日本兄弟工业发展历程



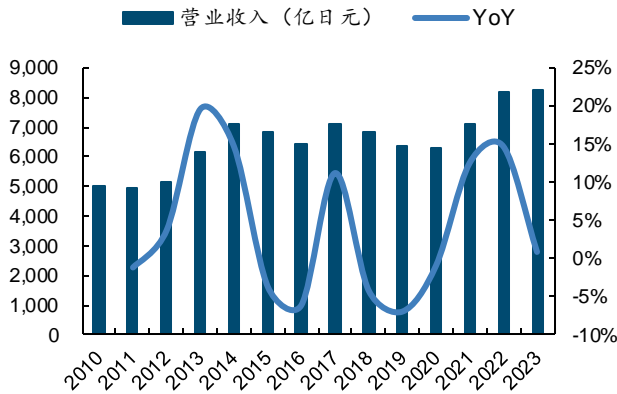
来源: 兄弟工业年报, 国金证券研究所

兄弟工业近年收入有所增长, 利润却出现了较大下降, 除了成本上升原因外, 22 年、23 年兄弟工业多米诺 (Domino) 业务计提了较大的商誉减值。

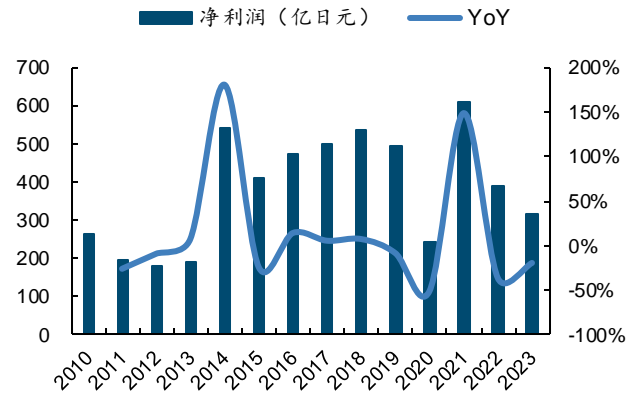




图表12: 兄弟工业近年收入有所增长



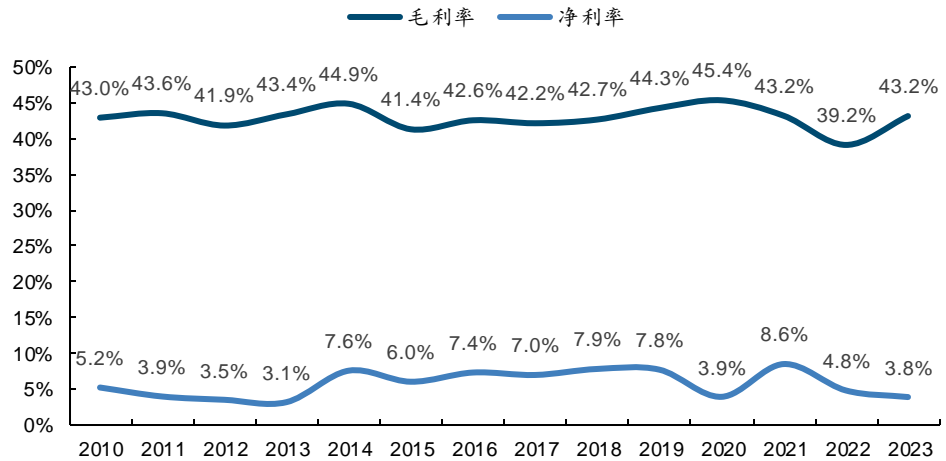
图表13: 兄弟工业净利润出现较大下降



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

来源: Bloomberg, 国金证券研究所

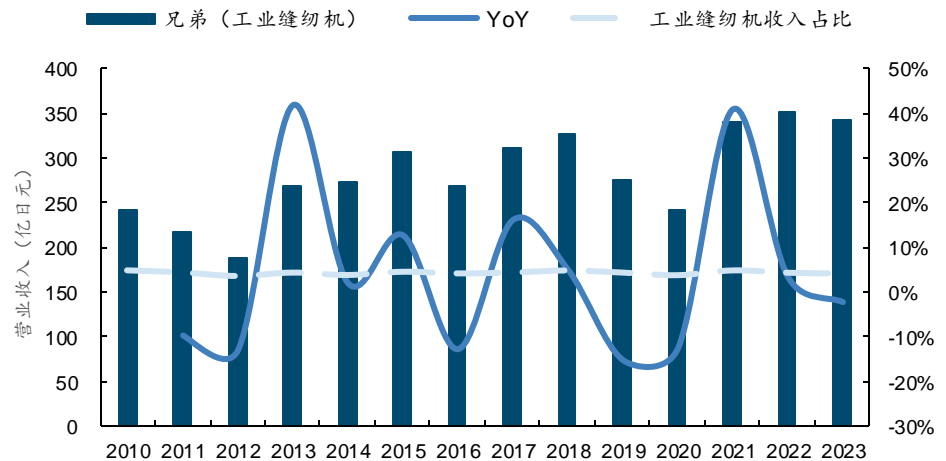
图表14: 兄弟工业毛利率较为稳定, 净利率23年出现了较大下降



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

兄弟工业目前工业缝纫机收入占比较低, 23年收入占比仅为4.17%。

图表15: 兄弟工业目前工业缝纫机收入占比较低



来源: Bloomberg, 国金证券研究所



## 1.2 中国逐步成为全球工业缝纫机基地，公司 30 年磨一剑，实现份额突破成为全球龙头

中国缝纫机的应用起源于 20 世纪初,1900 年开始上海地区出现了生产缝纫机零件的企业,1919 年开始出现经营缝纫机的企业、代理商,到 1949 年,全中国约有 198 家大大小小的企业生产了不到 5000 台缝纫机,到 1964 年,中国已拥有 31 家缝纫机工厂,分布在 28 个城市中。

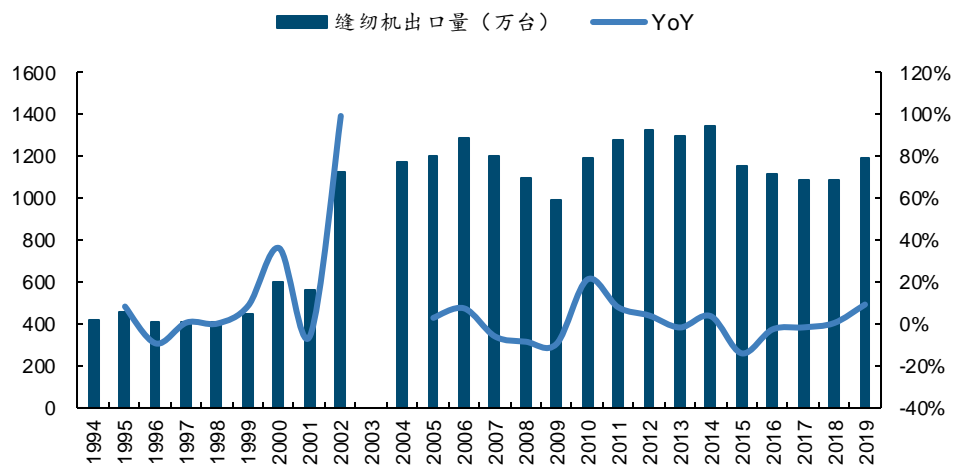
图表16: 到 1964 年中国已经出现了 31 家缝纫机工厂

地区	品牌	地区	品牌
上海	飞人、蝴蝶、标准、蜜蜂	旅大	跃进
天津	华北	南京	金陵
广州	飞鸽	镇江	工轮
北京	燕牌	苏州	幸福
青岛	鹰轮	无锡	太湖
湘潭	友谊	靖江	英雄
长沙	联谊	杭州	西湖
重庆	鹅牌	宁波	红旗
长治	太行	桐乡	群英
西安	敦煌	汉口	大桥
哈尔滨	黑龙	福州	闽江
齐齐哈尔	嫦娥	厦门	海堤
长春	解放	芜湖	环球
沈阳	巨龙	开封	汴京

来源:《Cold War Sewing Machine》, 国金证券研究所

到 1984 年,中国每年缝纫机产量估算已经超过日本达到 935 万台左右,并且出口数量不断增加。在 20 世纪 90 年代中国已经成为世界上主要的缝纫机生产国和出口国,到 1999 年,随着飞跃缝纫机实现了对日出口,结束了日本缝纫机的长期单向贸易。

图表17: 中国缝纫机出口量快速增长,到 2002 年已超过千万台



来源: I find, 国金证券研究所

整体来看,可以把中国工业缝纫机产业发展分为两个阶段:

高速发展期 (1994-2008): 缝纫机产业发展“黄金时代”,工业缝纫机产量持续增长

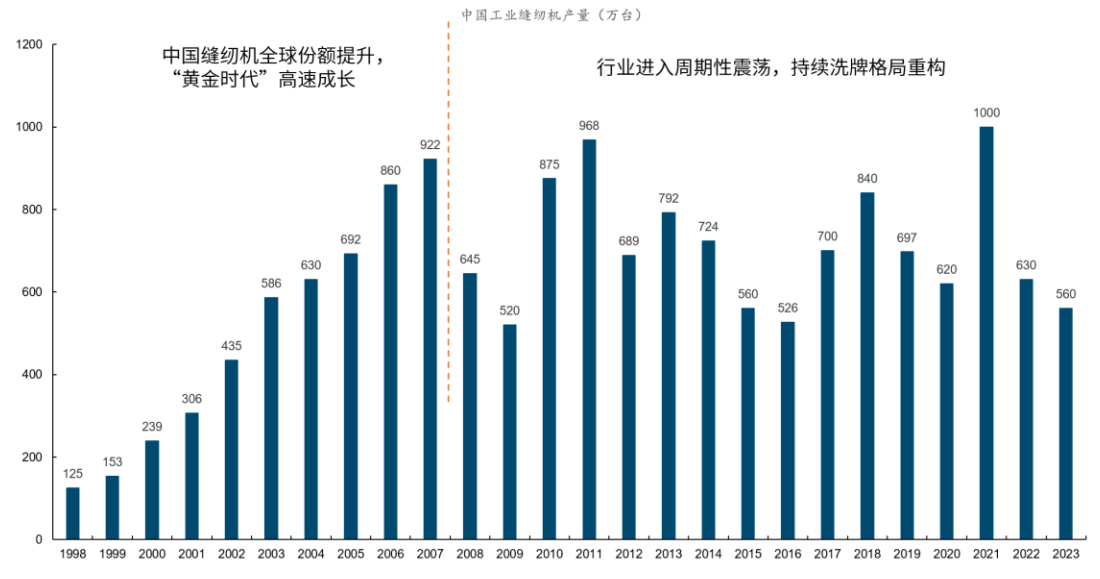
1994 年 2 月 18 日国家颁布了《出口货物退(免)税管理办法》,同时同年结束了长达 14 年官方汇率与调剂汇率并存的双重汇率阶段,叠加同时期鼓励对外贸易、下调贷款利率等措施,中国缝纫机产业从 1994 年开始进入“黄金时代”发展。

震荡洗牌期 (2008 至今): 工业缝纫机需求见顶进入周期性震荡,行业持续洗牌



在原材料价格波动、人民币升值、美国次贷危机等一系列因素影响下，从2007年10月开始，中国缝纫机产业形势急转直下，2008年中国工业缝纫机产量645万台，同比下降了约30%，中断了持续十多年的持续增长，由于中国缝纫机产量已经占比较高提升空间有限，后续行业开始进入周期性震荡。

图表18：中国工业缝纫机发展可分为两个阶段



来源：中国缝制机械协会，国金证券研究所

在这两阶段发展中，公司实现了从“跟跑”到“领跑”，成为穿越周期的工业缝纫机“冠上明珠”：

1) 1995-2002：收入突破1亿元大关

1995年7月公司前身“台州市飞球缝纫机有限公司”挂牌成立，产品以起步更容易的家用缝纫机为主。到1999年公司举行了具有里程碑意义的“三天三夜”会议，决定立刻扩建走规模经营道路，同时达成了“制度第一，总经理第二”的现代化管理机制，并且开始切入工业缝纫机领域，到1999年公司营收已接近3000万元，与台州本地的一些家庭作坊拉开了差距，开始往中大型企业靠近。到2002年，由于中国加入WTO带来的缝纫机行业高速发展，公司收入突破1亿元，同比增长接近50%，也得益于公司国内首款超高速包缝机JK-777的推出及其高品质得到了市场的认可。

2) 2003-2010：在金融危机中实现逆势增长，份额快速提升

从2000年到2003年是公司现代化管理制度快速成熟的4年，“橄榄型”的组织结构转变为“哑铃型”，突出和强化产品研发和营销服务；大批国内、日本著名专家陆续加盟杰克，自主研发能力和水平实现质的飞跃。

到2004年，公司总经理阮积祥提出“二次创业”，目标到2008年缝纫机要进入行业前两名。由于公司凭借多年的供应链建设具有持续成本优势，在2008年金融危机时公司下降速度远低于行业，并且在2010年领先于行业实现份额大幅提升，根据《民营企业案例：中国民营企业管理案例》数据，2008年全球营收下跌50%，公司下跌20%；2009年，全球营收下跌30%，公司上升10%；2010年行业整体回暖，公司率先实现了160%增长。

2009年公司成功收购了两家德国知名企业Bullmer（奔马）和Topcut（拓卡），成为了集缝前、缝中为一体的成套缝制设备制造商。

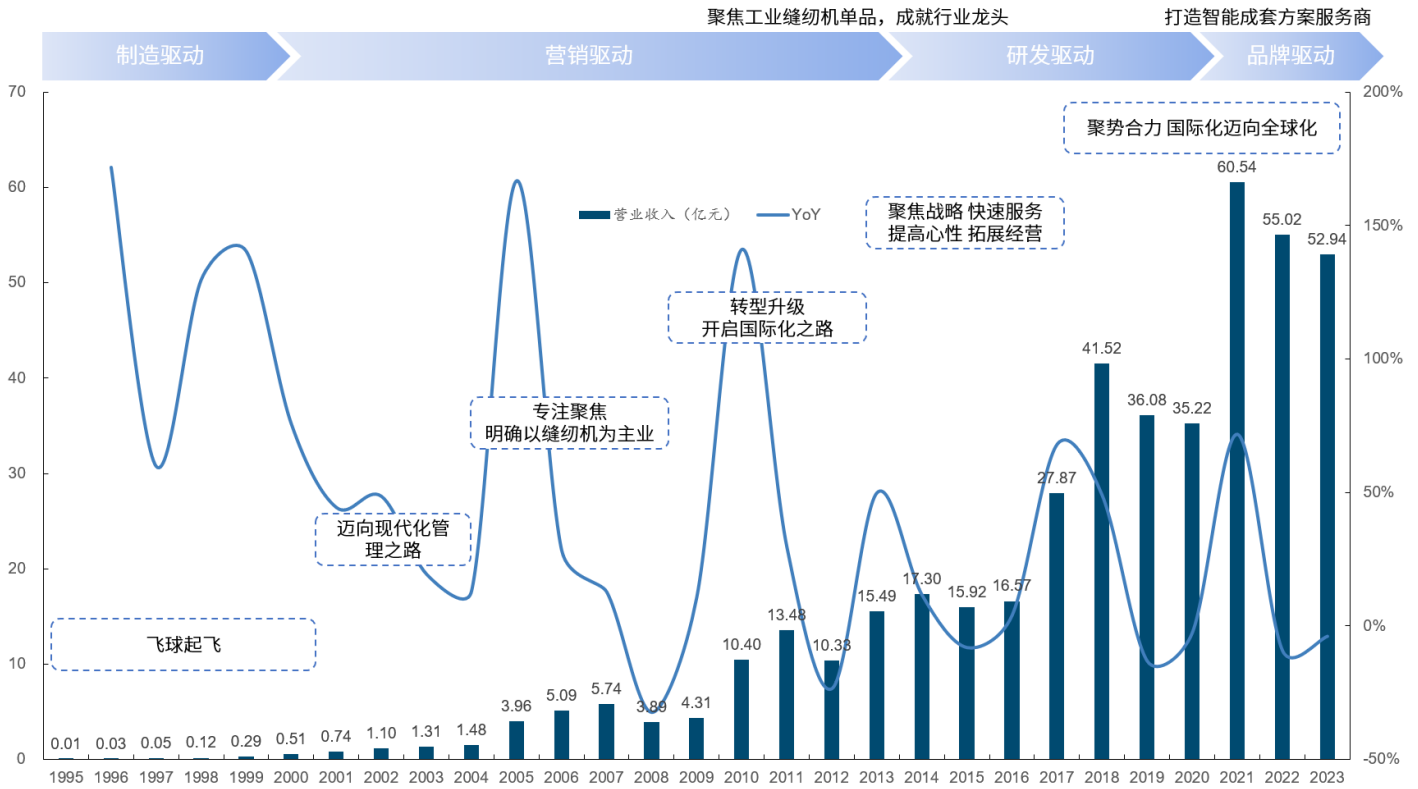
3) 2011至今：保持企业活力，坐稳龙头地位

从2012年开始，公司推动了聚焦中小客户的市场策略，缝纫机的定价区间为2600-2800元，这一策略在公司内部产生了较大分歧，2013年行业平均销售额增速为15%，而公司增速达到50%，新的市场策略取得了良好效果，公司在经营与管理的方方面面均活力十足。

后续在持续加大研发力度推出爆款新品（例如“会说话”的A4缝纫机）、优化生产（投产智能化精加工生产线）、推动管理/营销改革等措施助力下，公司再一次在行业大幅波动中实现了份额扩张，2021年公司收入直接突破60亿元，同比增长72%，坐稳了中国工业缝纫机龙头地位。



图表19: 公司实现了穿越周期的跨越式成长



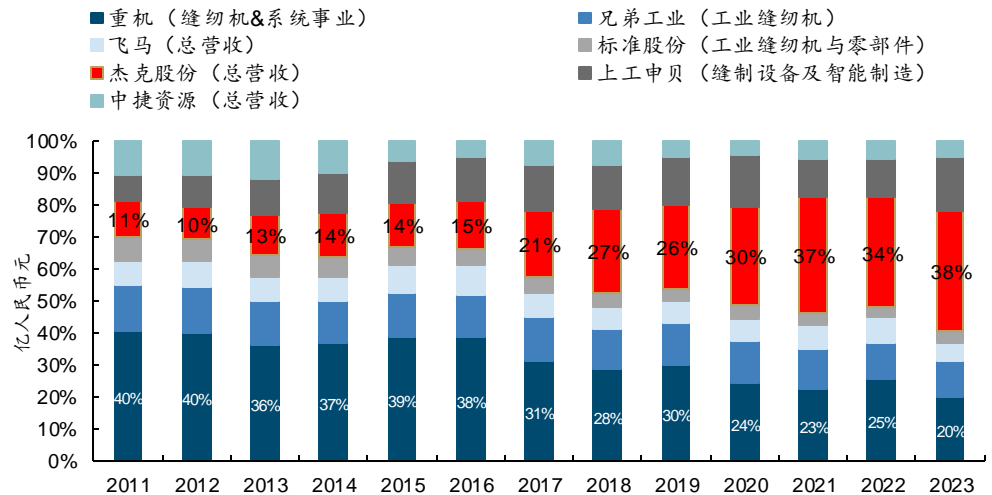
来源:《隐形冠军杰克: 一个全球化先锋的关键增长之路》, 国金证券研究所

公司目前已处于龙头地位:

1) 全球视角: 公司收入规模赶超日本重机, 走向全球领先

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年在公共卫生事件冲击之下, 海外企业业绩大减, 公司2020年收入规模已超过日本重机, 到23年公司在头部企业中收入占比已达到38%, 处于领先地位。

图表20: 公司收入规模赶超日本重机, 走向全球领先



来源: Bloomberg, Ifind, 国金证券研究所

注: 海外企业按照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; 标准股份2011至2013年为总收入, 后

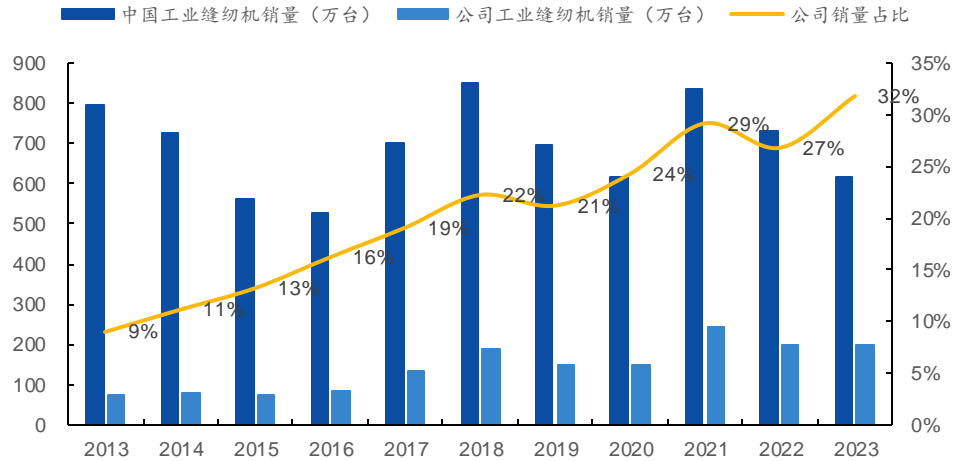


续为工业缝纫机与零部件业务收入;上工申贝 2011 至 2019 年为缝制设备及智能制造收入, 2020 至 2023 年为智能设备及智能制造收入。

2) 国内视角: 工业缝纫机销量已占国内 32%, 相比国内可比公司处于领先地位

公司 23 年工业缝纫机销量 196.22 万台, 同比增长 0.12%, 占国内总销量占比已达到约 32%, 在国内十年间市场份额实现了大幅提升。

图表21: 公司工业缝纫机销量占国内总销量比重已超过 30%

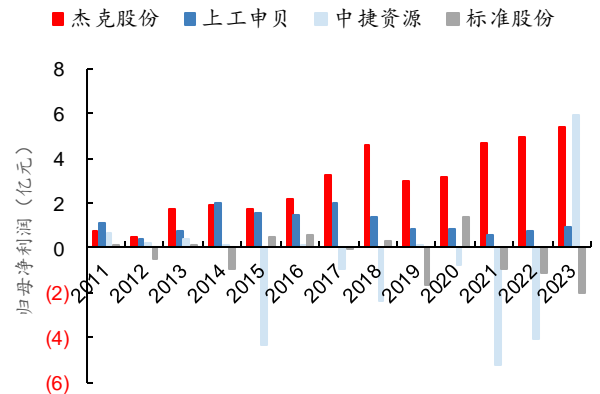
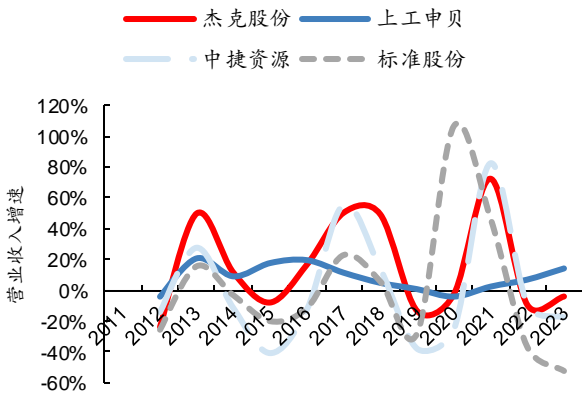


来源: 中国缝制机械协会, 公司公告, 国金证券研究所

与国内主要上市公司相比, 公司成长性、盈利能力均处于领先地位。

图表22: 公司营收增速处于第一梯队

图表23: 公司归母净利润表现稳健, 顺周期时增速较快

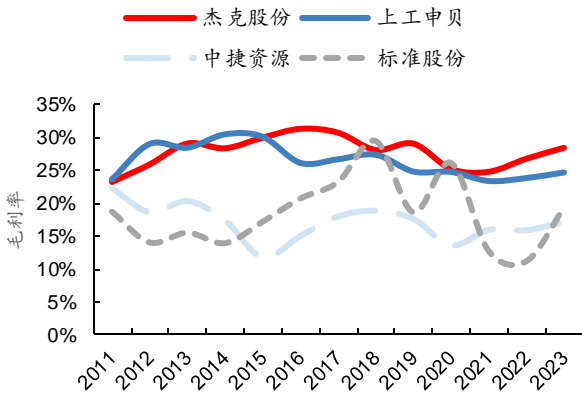


来源: Ifind, 国金证券研究所

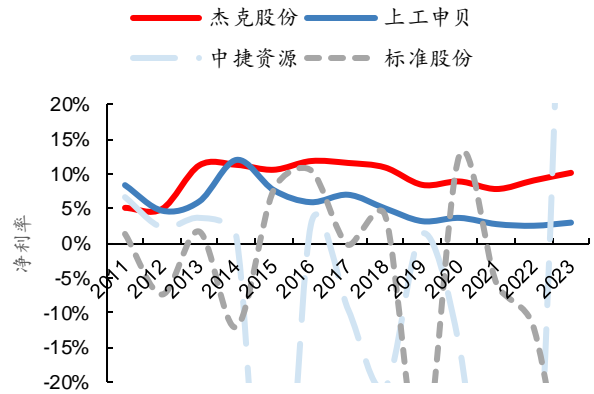
来源: Ifind, 国金证券研究所



图表24: 公司毛利率处于行业领先水平



图表25: 公司净利率处于行业领先水平



来源: Ifind, 国金证券研究所

来源: Ifind, 国金证券研究所

## 2. 展望: 公司有望受益周期复苏, 布局智能成套探索第二成长曲线

### 2.1 周期展望: 2-3 年一轮周期, 内销正处复苏通道, 外销有望见底回暖

#### 2.1.1 周期属性思考: 上行周期中的主动设备更新换代为核心周期驱动因素

我们认为由于工业缝纫机技术快速升级、同时单价较低, 在上行周期时会有较强的更新换代意愿:

1) 工业缝纫机技术持续迭代, 性能提升带动经济性提升。

1790 年世界上第一台先打洞后穿线缝制皮鞋用的单线链式线迹手摇式缝纫机被发明出来, 后续逐步升级为手摇/脚踏式机械缝纫机、电动式缝纫机、电脑式缝纫机。

图表26: 缝纫机技术发展历程

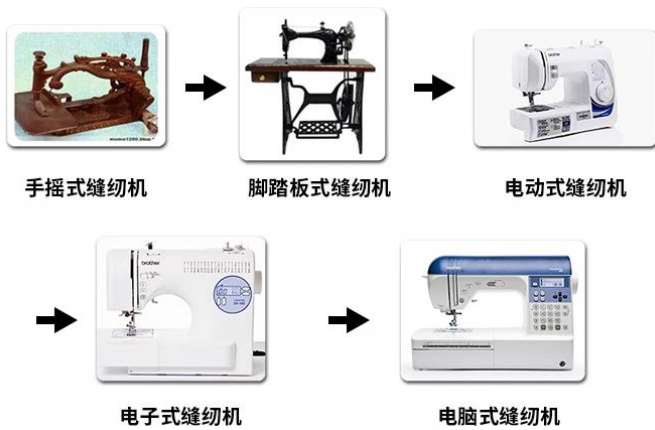
发展阶段	时间	发展历程
发明阶段	1790-1853 年	世界各国多位发明家、机匠为突破手工缝纫为机器缝纫进行艰苦的探索、试验、研究, 逐步完成了可实用的缝纫机基本结构、基本线迹、基本原理。但是, 因为种种原因没有形成商品化, 进行大批量生产。
	1853-1900 年	在美洲、欧洲等地陆续出现以制造、销售缝纫机的企业, 如后续的德国百福公司、阿德勒公司等也进行大批量生产的企业, 缝纫机逐步在北美洲、欧洲大陆得到推广使用, 在世界上逐步形成了一个独立的缝纫机产业, 缝纫速度达到每分钟 1000 针左右, 但产品品种比较单一。
机械式缝纫机发展阶段	1900 年	正在发展中的国家和地区。普通锁式线迹缝纫机、链式线迹缝纫机的产品技术逐步成熟, 机器的驱动方式从人工驱动发展到电动机驱动, 机器的缝纫速度得到很大的提高, 能达到每分钟缝纫 3000 针的水平, 并除普通缝纫机外, 还开发出各种特种的专用的缝纫机。
	-1946 年	
计算机控制缝纫机发展阶段	1946-1970 年	性能进一步完善, 缝速已稳定达到每分钟 5000 针左右, 品种发展更是名目繁多, 缝纫线迹有锁式线迹、单线链式线迹、多线链式线迹、多线包缝线迹、暗缝线迹及链式复合线迹等, 使用的缝针有直针、弯针, 有一根针、两根针、多根针, 不断出现有机机械控制机构控制的特种缝纫机, 如锁眼机、钉扣机、加固机等。
	1970 至今	缝纫机产业进入电子控制、计算机控制时代, 逐步走向机电一体化, 向高速化、自动化、直驱、交流伺服等领域推进研究升级。

来源: 《现代缝纫机原理与设计》, 国金证券研究所

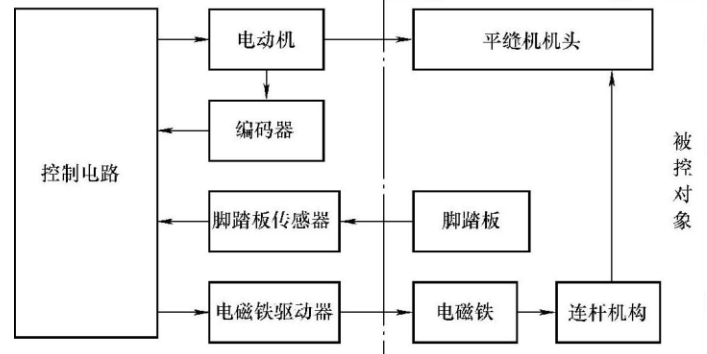
目前的工业缝纫机已经发展成了对电机、机械结构、控制系统要求严格的机电一体化设备, 自动化、智能化程度较高, 缝纫速度快且可通过程序设定完成自动剪线、自动倒回针、自动抬压脚等功能。



图表27: 目前的缝纫机主要为电脑式缝纫机



图表28: 平缝机运动控制原理



来源: 兄弟工业天猫旗舰店, 国金证券研究所

来源: 《现代缝纫机原理与设计》, 国金证券研究所

以公司 A4B 电脑平缝机为例, 通过更优的控制算法、扭矩更高的电机、仿真分析实现了更低断线率、厚料加工能力更强、噪音更低, 实现了工厂效率 10% 提升。

图表29: 公司 A4B 电脑平缝机可实现工厂销量 10% 提升

### 起缝上线好

行业顶尖级控制算法, 优化程序, 提升起缝稳定性, 减少起缝脱线、断线问题, 工厂效率提升10%。

### 机器稳

汽车行业CAE仿真, NVH减振降噪技术, 设计低于20dB, 整机振动低于90µm, 安静舒适好招工。

### 过厚有力

通轴电机升级, 电机扭矩提升20%, 薄料起缝提速快, 厚料过梗有力不断针。

### 其他功能

步进控制, 高度可调; 针距精准, 稳定可靠; 花样缝纫, 时尚美观

来源: 公司官网, 国金证券研究所

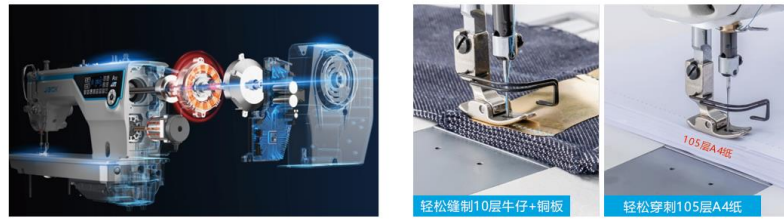
AI 技术的应用和推广又带来了新一轮技术升级, 2023 年 6 月 16 日公司发布“爆款”快反王平缝机, 通过添加 AI 芯片, 采用累计了 20 万台设备所缝制过不同布料样本的数据库模型开发出的智能 AI 算法, 加上性能进一步提升的电机, 可实现面料变化感知, 实时调整送布力和穿刺力之间的协同节奏, 实现不同面料连续缝纫不调机, 达到自适应面料效果, 综合出活比传统机器最少快 5% 以上。



图表30: 快反王平缝机通过 AI 算法+电机升级实现综合出活提升 5%以上



九脑章鱼AI芯片: 实时智能感知并响应面料变化  
 • 20万台数据模型+ 10000次/秒的九脑算力+ 智能AI算法。



大力猿电机: 扭矩大、爆发力强  
 • 高转矩密度技术: 综合扭矩达到8.4 N.m, 比同体积电机提升15%

来源: 公司官网, 国金证券研究所

2024年6月16日公司再发“爆款”推出过梗王, 能够实时感知面料梗位变化, 通过 AI 运算出最佳压布力及送布力的协作比例, 以“闪电变压技术”和“灵犀送布技术”同步响应实现厚、薄、弹、硬等各种梗位全速过梗不降速, 可实现客户价值单台综合提升 10%以上, 工厂每年增收 6000 元以上。

图表31: 公司过梗王每台能带来增收 6000 元以上



• 闪电变压技术: 智能感知, 实时变压  
 32000次/秒多模态智能检测+100万台数据模型  
 实现 0.00006 微秒级压力响应

• 灵犀送布技术: 智能匹配, 精准送布  
 9.2Nm 超大扭矩+360度每1度的精准送布力

客户价值

单台综合提升 10%+

工厂每台年增收 6000+元

来源: 公司官网, 国金证券研究所

2) 由于工业缝纫机价格较低, 设备性能提升带来的经济性较为显著。  
 工业缝纫机价格普遍较低, 例如公司快反王、过梗王价格在 3000-4000 元以上。

图表32: 工业缝纫机价格普遍低于 10000 元

型号	价格 (元/台)
杰克股份快反王 A5E-A	3333
杰克股份过梗王 C7	4400





型号	价格（元/台）
杰克股份电脑平缝机 A4B	2718
杰克股份电脑包缝机 C4	3888
兄弟工业全自动缝纫机 F420	5980
兄弟工业全自动缝纫机 A80	3499
日本重机 G30 电脑缝纫机	4280
日本重机 TL-2010 高端职业平缝机	6780

来源：杰克缝纫机天猫官方旗舰店，日本兄弟工业天猫官方旗舰店，日本重机天猫官方旗舰店，国金证券研究所

注：取自 2024 年 7 月 22 日价格，其中兄弟工业、重机为高端家用机价格，线上销售价格变化较大仅供参考

设备性能提升带来的经济性较为显著。假设以健盛集团 2023 年数据作为参考，其员工人均创收为 23.21 万元，净利润率 11.85%，人均创利为 2.75 万元，假设缝纫机采购价为 4000 元，三年折旧，能带来生产效率 5% 提升，根据测算能够带动人均创利提升 4.44%，设备的更新换代能够带来较强经济性提升。

**图表33：工业缝纫机生产效率提升能够有效带动人均创利提升**

生产效率提升		2.5%	5.0%	7.5%	10.0%
设备采购价（元/台）	年化折旧成本（假设为 3 年，元/台）	人均创利提升幅度			
3000	1000	2.08%	4.58%	7.08%	9.58%
4000	1333	1.94%	4.44%	6.94%	9.44%
5000	1667	1.80%	4.30%	6.80%	9.30%
6000	2000	1.65%	4.15%	6.65%	9.15%
7000	2333	1.51%	4.01%	6.51%	9.01%
8000	2667	1.37%	3.87%	6.37%	8.87%
9000	3000	1.22%	3.72%	6.22%	8.72%

来源：I find，国金证券研究所测算

注：计算公式为（人均创收\*（1+生产效率提升）-年化折旧成本）\*净利润率/人均创利-1

### 2.1.2 从全球主要工业缝纫机企业看 23 年处于底部，24 年普遍展望更加乐观

工业缝纫机全球市场参与者主要包括海外日本重机、日本兄弟、日本飞马等，国内市场参与者包括上工申贝、中捷资源、标准股份等。

**图表34：工业缝纫机市场主要参与者**

主要企业	企业介绍
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。
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。
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。
杰克股份	专注于工业缝制机械研发、生产和销售的企业。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。
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。
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。
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。

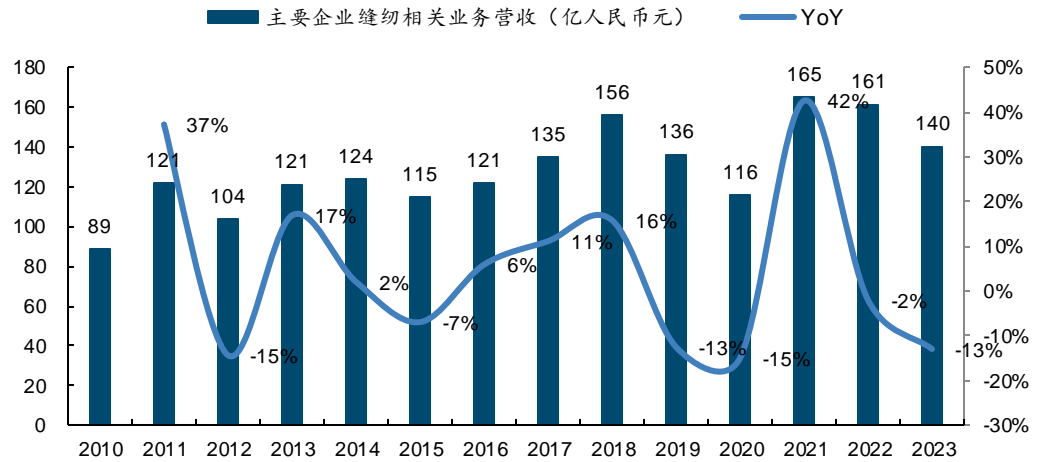
来源：公司招股说明书，国金证券研究所

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、公共卫生事件影响，头部企业营收增速处于近 10 年最低谷。21 年行业出现了强劲复苏，头部企业营收增速高达 42%，22/23 年增速持续回落，23 年正处于周期底部位置。

图表35：23 年正处于新一轮周期底部位置



来源：I find, Bloomberg, 国金证券研究所

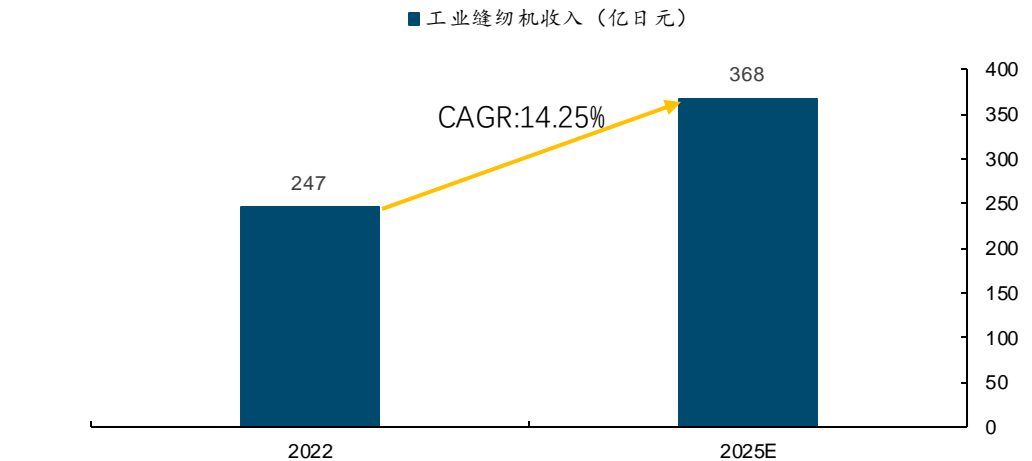
注：采用了和图表 20 同样的统计口径

目前工业缝纫机行业主要参与者普遍预计 24 年有望进入上升周期：

- 1) 杰克股份：根据公司 23 年年报信息，从以往发展规律看，2024 年内销有望进入回升周期。因此，在开展大规模设备更新改造等各类政策加持下，2024 年国内终端消费潜能将进一步被挖掘，随着国家经济持续复苏和下游消费、生产等形势持续好转，在上年低基数基础上，预计 2024 年我国缝制设备内销将有望触底回升，呈现个位数甚至两位数的中速增长趋势。
- 2) 标准股份：根据其 23 年年报信息，行业有望迎来“前低、中稳、后高”的平缓恢复过程：内销触底回升，实现中低速增长；外贸止跌企稳，保持持平或小幅增长。预计 2024 年四季度开始，行业发展将明显加快，2025 年将延续回升、增长势头，有望由低速增长转向中速增长，智能化、数字化升级将逐步成为行业增长的重要驱动力。
- 3) 上工申贝：根据其 23 年年报信息，2024 年上半年，海外需求收缩和行业出口下行的惯性力仍将影响行业，我国缝制设备出口预计仍将维持负增长，降幅有望不断收窄；下半年，行业出口有望止跌企稳，逐步呈现正增长。由于上年行业出口基数相对较高，全年来看，行业出口有望保持持平或实现个位数的小幅增长趋势。
- 4) 日本重机：23 年工业缝纫机与系统业务实现营收 582.04 亿日元，同比下降 27.2%，主要由于以中国和东南亚国家为主的缝纫工厂设备投资延迟，同时部分南亚新兴国家因外汇短缺影响而推迟采购。展望 24 年预计印度西部、中南美洲、东欧、非洲等不断增长的经济体资本投资需求持续增加。根据日本重机发布的中期管理计划，预计 25 年工业缝纫机收入达到 368 亿日元，22 至 25 年复合增速 14.25%。



图表36: 日本重机预计 25 年工业缝纫机收入达到 368 亿日元

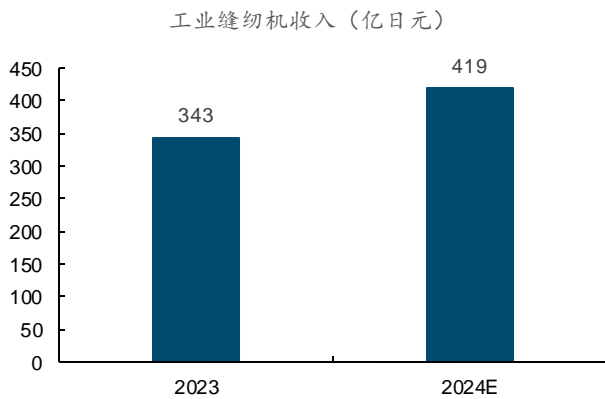


来源: 重机官网, 国金证券研究所

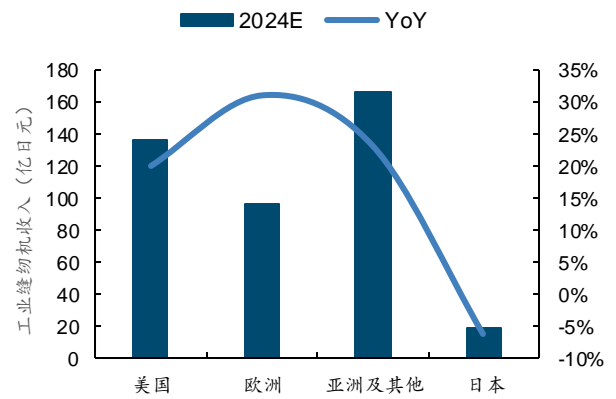
5) 兄弟工业: 23 年工业缝纫机实现营收 342.93 亿日元, 同比下降 2.32%, 公司预计 24 年工业缝纫机收入达到 419 亿日元, 同比增长 22.2%。增长主要来自于美国、欧洲、亚洲等国家与地区。

图表37: 兄弟工业预计 24 年工业缝纫机同比增长 22%

图表38: 增长主要来自于美国、欧洲、亚洲



来源: 兄弟工业官网, 国金证券研究所



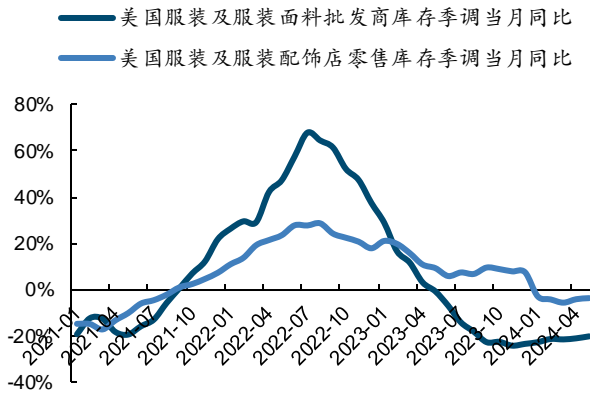
来源: 兄弟工业官网, 国金证券研究所

### 2.1.3 下游纺织服装行业 1H24 景气度开始回暖

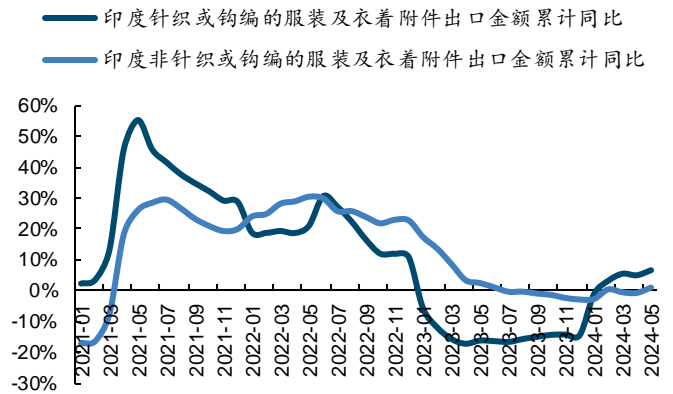
1H24 伴随全球经济增长同时美国开启新一轮补库周期, 拉动了南亚、非洲、拉美乃至中国服装业的生产、出口逐步恢复, 下游纺织服装行业的景气度呈回暖趋势。



图表39: 美国开启新一轮补库周期



图表40: 印度服装 24 年出口数据呈向好趋势

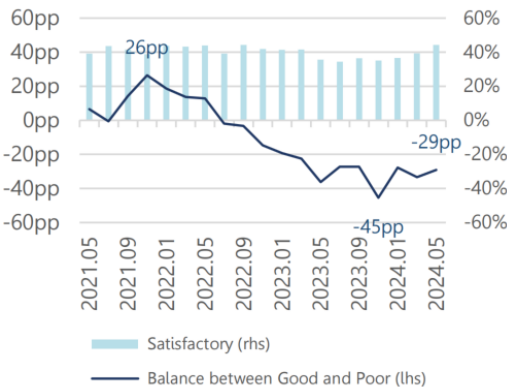


来源: Ifind, 国金证券研究所

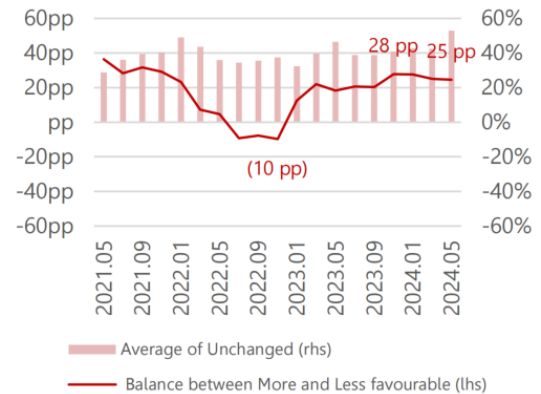
来源: Ifind, 国金证券研究所

根据国际纺织制造商联合会信息, 2024 年 5 月进行的全球纺织业调查显示, “好”和“坏”订单之间的平衡略有改善, 从 23 年夏季以来在手订单周期在 2 个月之间波动, 从平均 1.9 个月上升到 24 年 5 月的 2.1 个月。平均产能利用率从 21 年底的峰值 80% 下降后于 24 年 5 月小幅上升至 71%, 调查参与者预计在未来六个月会有更好的产能利用率。

图表41: 有更多企业认为经营状况“令人满意”



图表42: 对未来业务预期保持乐观



来源: 国际纺织制造商联合会, 国金证券研究所

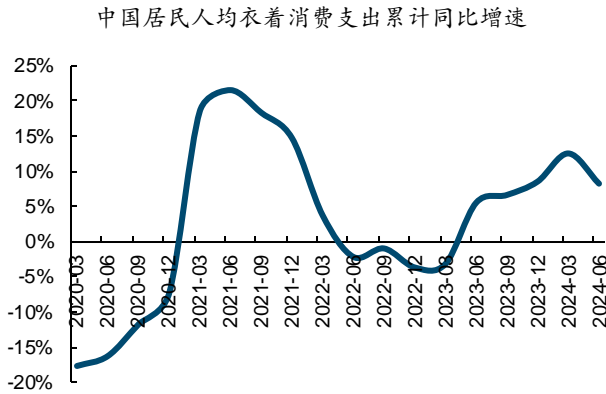
来源: 国际纺织制造商联合会, 国金证券研究所

根据中国纺织工业联合会信息, 1H24 我国纺织服装行业内需平稳增长、出口形式好于预期:

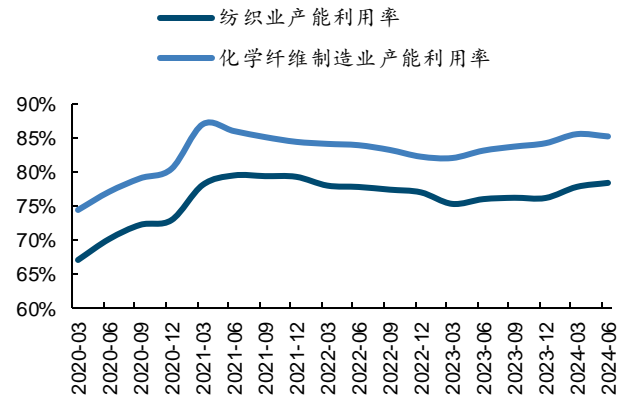
1) 纺织服装内需延续平稳增长趋势。1H24 全国居民人均衣着消费支出同比增长 8.1%, 增速较上年同期提高 2.7pcts; 1H24 我国限额以上服装、鞋帽、针纺织品类商品零售额同比增长 1.3%。直播带货、社交电商等新业态新模式为纺织服装网络零售渠道保持平稳增长注入活力, 1H24 全国网上穿类商品零售额同比增长 7%。1H24 我国规模以上纺织业、化纤业产能利用率分别为 78.6% 和 85.3%, 较上年同期分别提高 2.4 和 2.1pcts。1H24 纺织行业规模以上企业工业增加值同比增长 4.6%, 增速较上年同期回升 7.6pcts。



图表43: 1H24 中国居民人均衣着消费同比增长 8.1%



图表44: 1H24 纺织、化纤产能利用率回暖

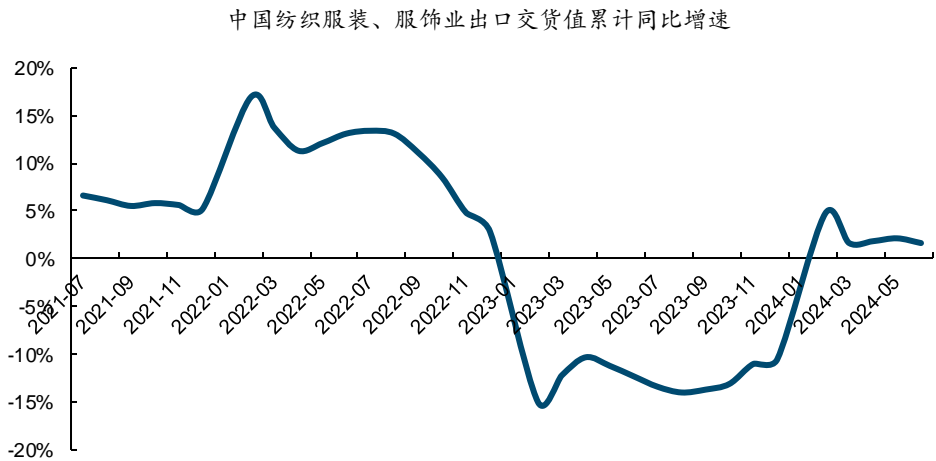


来源: Ifind, 国金证券研究所

来源: Ifind, 国金证券研究所

2) 纺织服装行业出口好于预期。1H24 我国纺织品服装出口总额为 1431.8 亿美元, 同比增长 1.5%。其中, 纺织品出口金额为 693.5 亿美元, 同比增长 3.3%; 服装出口金额为 738.3 亿美元, 与上年同期持平。我国对主要市场纺织品服装出口整体延续修复态势, 上半年对美国、英国、越南、孟加拉国、哈萨克斯坦等主要贸易伙伴出口额均实现正增长。

图表45: 中国 1H24 纺织服装行业出口开始复苏



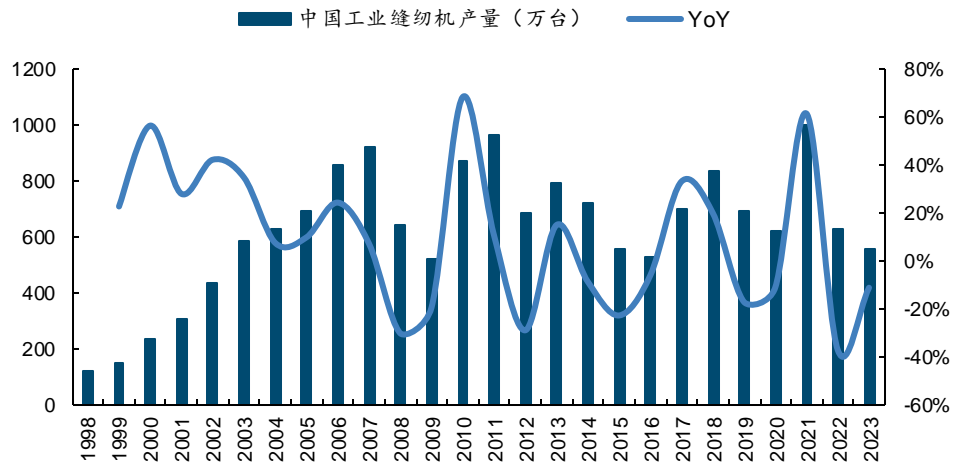
来源: Ifind, 国金证券研究所

### 2.1.4 1H24 工业缝纫机行业已开始复苏, 后续有望继续向好

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。23 年工业缝纫机产量 560 万台左右, 同比下降约 11%, 销量约 617 万台, 同比下降 15.6%。



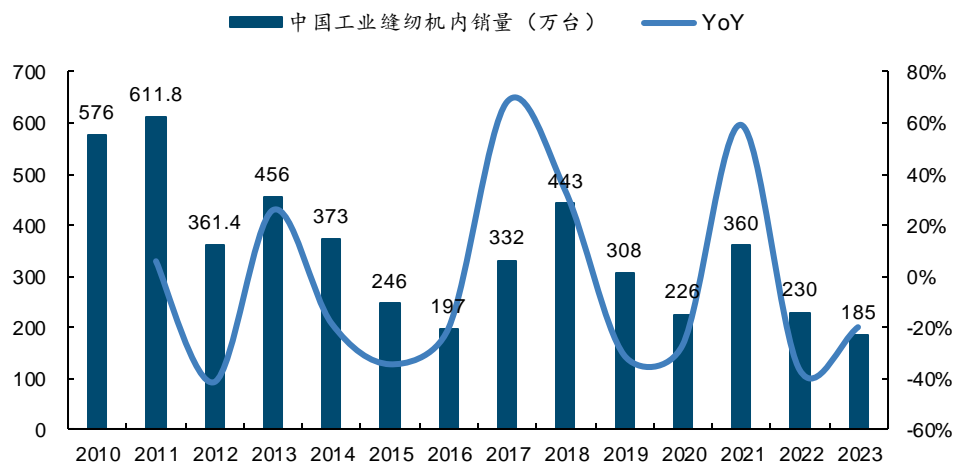
图表46: 工业缝纫机每 2-3 年一轮景气周期, 23 年或为新一轮周期起点



来源: 中国缝制机械协会, 国金证券研究所

23 年工业缝纫机内销处于近 10 年的最低点。根据缝制机械协会, 23 年国内纺织服装、鞋帽等下游产销、出口依然疲软, 但箱包、羽绒等专业市场的复苏延缓了下降深度, 协会估算 23 年工业缝纫机内销量 185 万台, 同比下降 20%, 回落至 2016 年水平。

图表47: 23 年工业缝纫机内销处于近 10 年的最低点

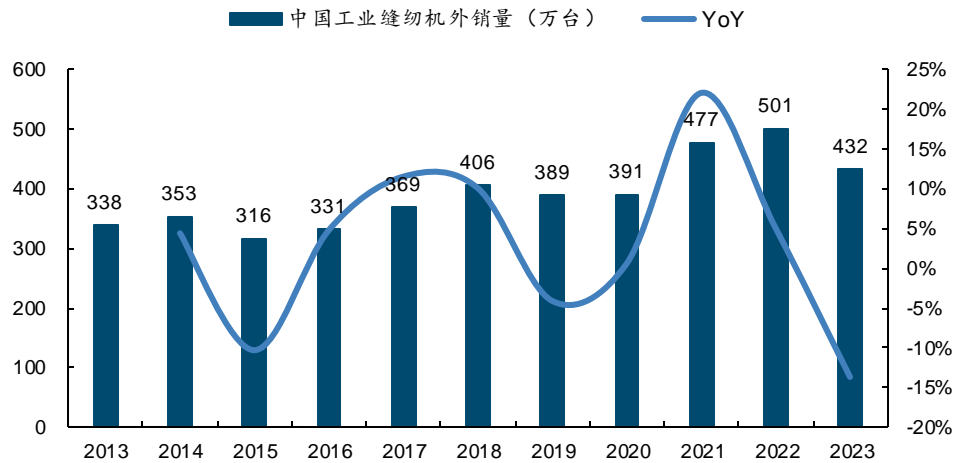


来源: 缝制机械协会, 国金证券研究所

根据缝制机械协会数据, 23 年工业缝纫机外销量 432.23 万台, 同比下降 13.75%, 也处于周期低点位置。



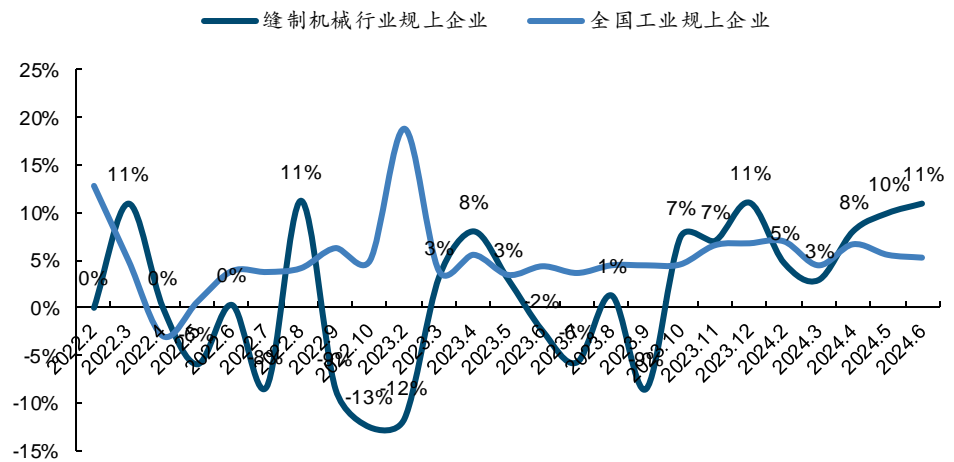
图表48: 23 年工业缝纫机外销量也处于低点



来源: 中国缝制机械协会, 国金证券研究所

1H24 缝制机械行业景气度有所回升, 24 年 6 月规上工业增加值增速 10.9%, 累计工业增加值增速达 7%, 显示出触底反弹态势。

图表49: 1H24 缝制机械行业景气度有所回暖

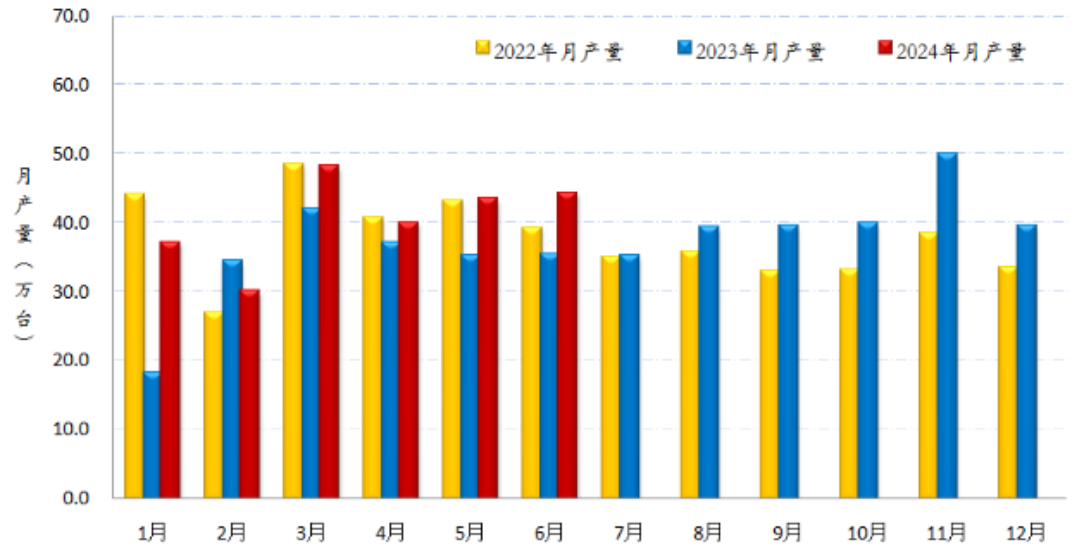


来源: 中国缝制机械协会, 国金证券研究所

从生产端看, 根据缝制机械协会统计的百家整机企业生产数据, 1H24 缝制机械行业百家企业工业总产值 111.3 亿元, 同比增长 24.25%, 其中工业缝纫机产量 235 万台, 同比增长 16.39%。其中 1/2/3 月产量分别为 40.3/26.9/48.2 万台, 4 月略有下调之后再度平缓回升稳定在月产 40 万台以上。



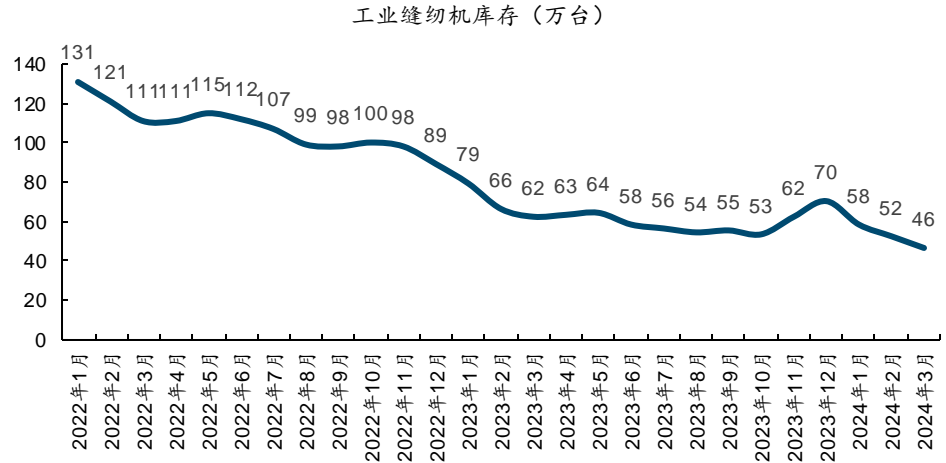
图表50: 1H24 协会百家整机企业工业缝纫机产量同比增长 16.39%



来源：中国缝制机械协会，国金证券研究所

1Q24 行业库存显著下降，3 月末行业 274 家规上企业产成品存货同比下降 9.67%，行业百家整机生产企业总库存约 68 万台，同比下降 25.14%。其中，工业缝纫机库存量更是降至 46 万台的行业低值，同比下降 29.48%。

图表51: 1Q24 协会百家整机企业工业缝纫机库存显著下降



来源：中国缝制机械协会，国金证券研究所

展望 24 年全年，有望看到内销、外销同步复苏，带动行业整体景气度回暖重回正增长：

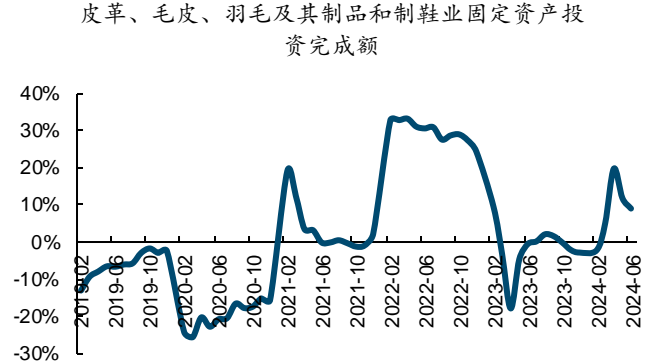
1) 1H24 内销已开始复苏，后续有望持续回暖：据缝制机械协会调研和测算数据，一季度我国缝制设备内销同比增长约 20%，百家整机生产企业内销产值同比增长 31.83%；1H24 骨干整机企业工业缝制设备内销同比实现了约 20%增长，部分企业增幅超过 50%。





图表52: 纺织服装、服饰业固定资产投资增速回暖

图表53: 皮革、毛皮、羽毛及制鞋业固定资产投资额增速回暖



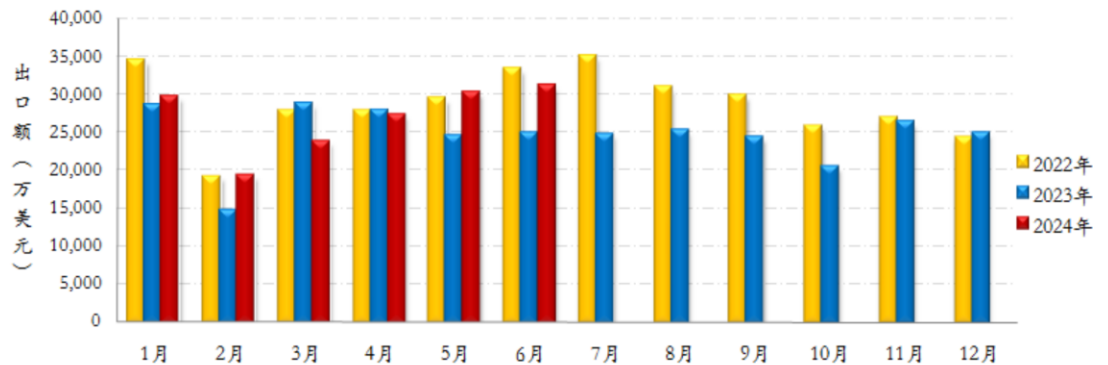
来源: Ifind, 国金证券研究所

来源: Ifind, 国金证券研究所

2) 外销已有回暖迹象, 年内有望持续复苏

根据缝制机械协会数据, 1Q24 中国缝制机械产品累计出口额 7.25 亿元, 同比增长 0.97%, 但相比 22 年同期仍有 10.79% 下降。1H24 中国缝制机械产品累计出口额达到 16.08 亿美元, 同比增长 10.15%, 出口数据逐步向好。

图表54: 缝制机械行业出口数据逐步向好

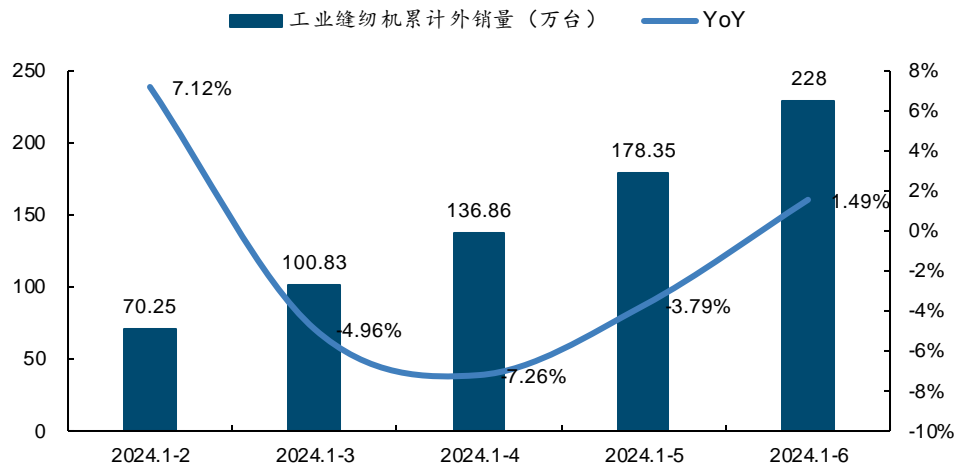


来源: 中国缝制机械协会, 国金证券研究所

其中 1H24 工业缝纫机外销量 228 万台, 同比增长 1.49%, 增幅相比 1-5 月扩大 5.28pcts。



图表55: 工业缝纫机外销量 1H24 重回正增长

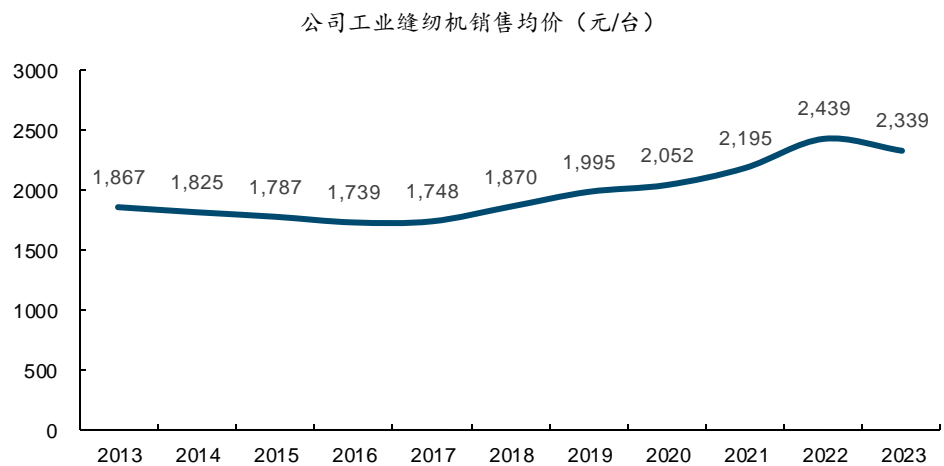


来源: 中国缝制机械协会, 国金证券研究所

## 2.2 成长展望: 积极布局智能成套, 打造穿越周期成长

近年公司持续推进产品单机智能化升级, 产品附加值不断提升。

图表56: 公司工业缝纫机销售均价呈上升趋势



来源: 公司公告, 国金证券研究所

2018 年开始公司率先在行业里探索成套智能解决方案, 目前公司从产品上已经形成了缝前 (裁床、铺布机)、缝中 (智能工业缝纫机、智能吊挂)、缝后 (后分拣、仓储、物流) 全面布局, 在硬件上进行了充分储备。



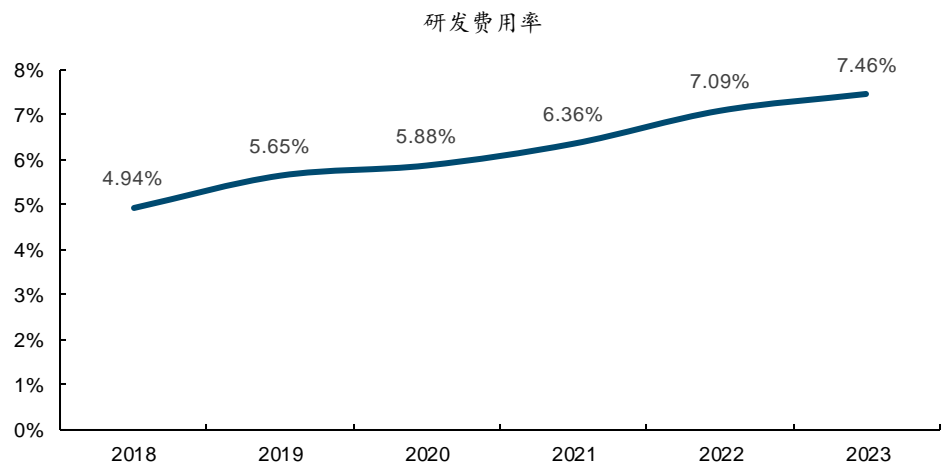
图表57: 公司目前拥有同时覆盖缝前+缝中+缝后的全流程产品覆盖



来源: 公司公告, 国金证券研究所

同时为了实现综合了裁剪、缝制、后整、仓储、物流等各个领域的智能化突破, 公司加大了研发投入, 研发费用率近年持续提升。

图表58: 公司研发投入持续加大

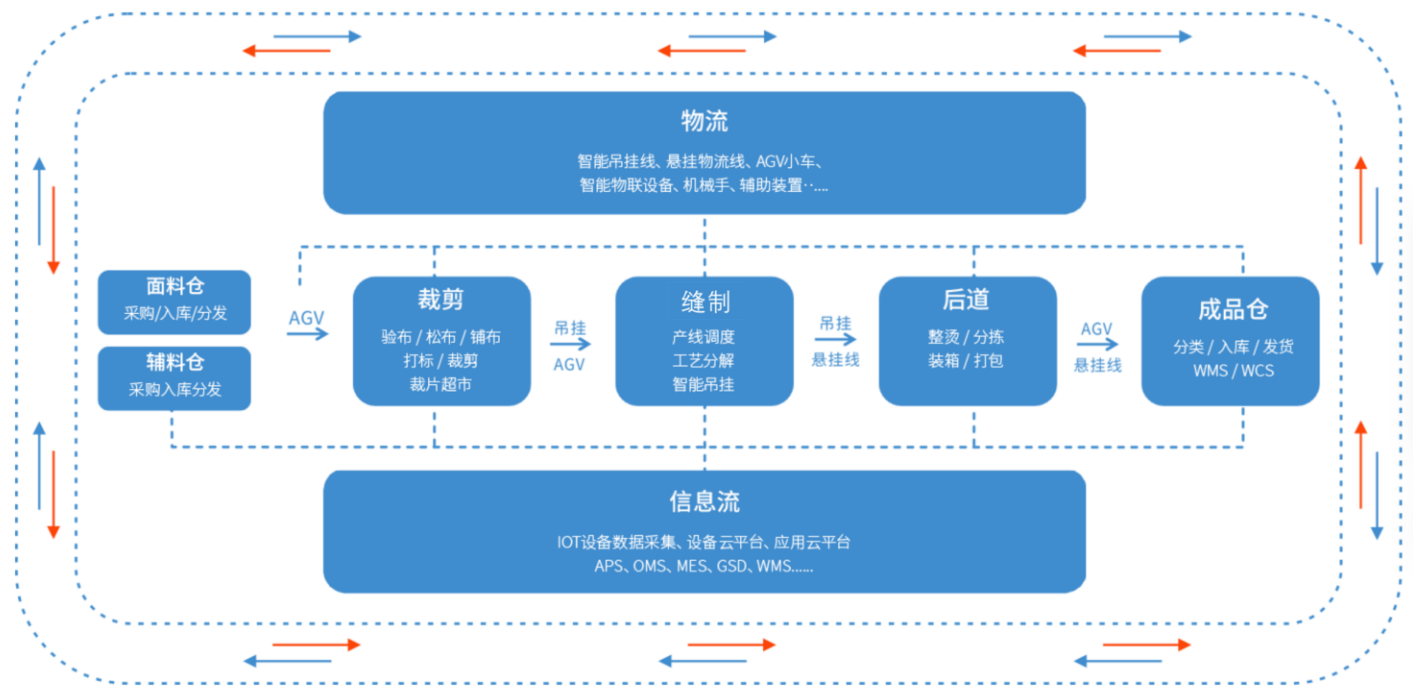


来源: Ifind, 国金证券研究所

目前公司实现了集数字版房、面辅料仓储、智能裁剪、AI 排产吊挂、智能缝纫、后道分拣、成品仓储以及 APS、MES、WMS、PDM 等软硬件一体的服装智造成套解决方案服务商, 以解决客户人工成本增加、产品多品种小批量的痛点。



图表59：公司智能成套解决方案



来源：公司官网，国金证券研究所

公司智能成套目前已实现多家客户突破，为客户带来了显著的经济性提升：

1) 为翡俚文德提供软硬件配套整体解决方案，带来生产效率大幅提升。根据公司官方微信公众号信息，公司通过提供精益培训指导和软硬件成套交付带来翡俚文德生产效率大幅提升，其中分拣模块可根据电商订单的多样性，自动进行站位平衡。并可根据订单、款式、尺寸等自动分拣，节省 40%人力，减少 30%换款时间。最终在项目实施后，生产效率提升 40%，品质回修率降低 20%，准时交货率提高 20%。不仅仅做到了 300-500 件的订单快反，还可以快速做到 30-50 件的订单快反。帮助翡俚文德将“小单快反”全面落地，实现数字化智能生产。

图表60：翡俚文德生产车间



来源：全缝信息中心微信公众号，国金证券研究所

2) 为得体科技提供智能成套解决方案，综合产能预计提升 30%。公司为得体科技提供服装智能制造成套解决方案，基于自动化设备、IOT 技术及智能经营生产系统，消除信息孤岛，打破模块孤立，全面提升生产、管理效率，实现高度信息化、自动化、定制化的柔性



生产制造。根据公司官网信息，解决方案具有柔性化生产能力，满足成衣小单快反模式需求，智能化装备与精益生产管理培训互补，双管齐下提升预计 30%综合产能。自动化裁片加工模块，满足高效与柔性的订单生产需求，能满足 90%的服装工艺需求。

图表61：得体现科技智能工厂



来源：公司官网，国金证券研究所

### 3.盈利预测与投资建议

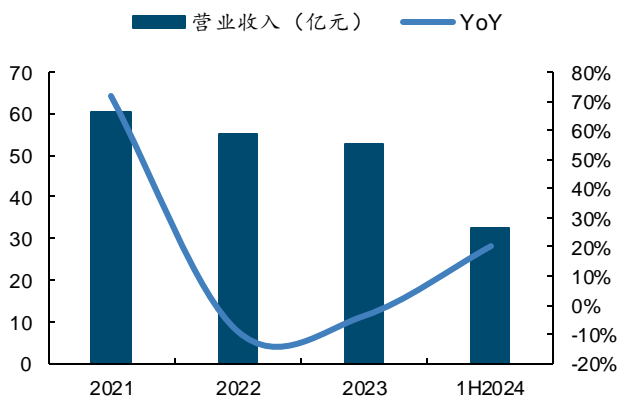
#### 3.1 盈利预测

盈利预测核心假设：

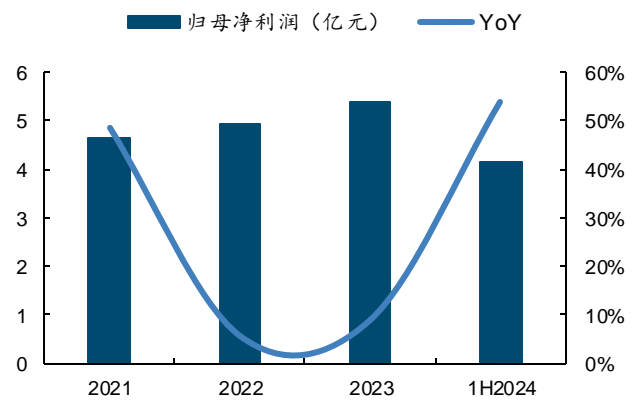
1) 工业缝纫机：目前中国工业缝纫机市场内销开始逐步复苏，外销增速也见底回正，结合历史的周期性判断，24 年行业有望实现小幅增长，25 年增速有望进一步加快，1H24 公司工业缝纫机业务实现收入 28.01 亿元，同比增长 19.11%已经开始复苏。同时考虑公司当前不断推出智能化爆款产品，未来份额也还有一定提升空间，我们预计公司 24 至 26 年工业缝纫机收入增速分别为 12.72%/24.41%/16.94%。公司 1H24 工业缝纫机毛利率已达到 30.19%，同比提升 3.35pcts，根据公司公告信息，毛利率的提升主要由于产品结构变动、成本下降以及汇率变动影响所致，这其中汇率的影响不可控，但产品结构高端化、成本下降为公司聚焦爆品、深化 SKU 精简等管理决策所致，我们认为后续具有较强可持续性，假设公司 24 至 26 年工业缝纫机毛利率分别为 30.5%、31%、31.5%，高于公司原先毛利率中枢。

图表62：受益行业景气度回暖，公司1H24营收增速复苏

图表63：受益行业景气度回暖，公司1H24利润增速复苏



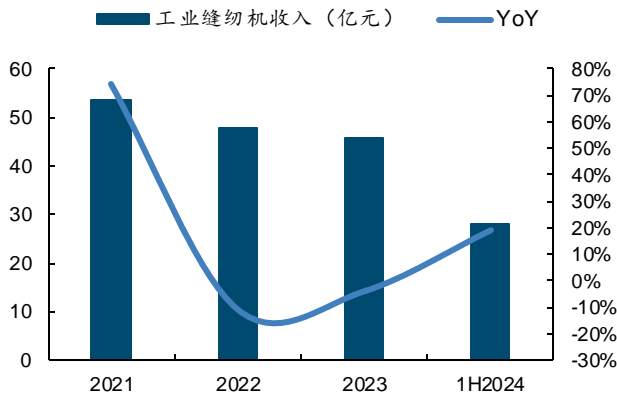
来源：I find，国金证券研究所



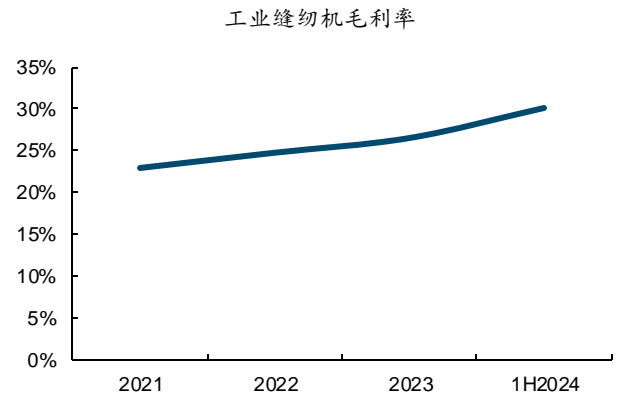
来源：I find，国金证券研究所



图表64: 1H24 公司工业缝纫机增速显著回暖



图表65: 1H24 公司工业缝纫机毛利率显著提升



来源: Ifind, 国金证券研究所

来源: Ifind, 国金证券研究所

2) 裁床、衬衫及牛仔自动缝制设备: 一方面有望受益于行业景气度复苏, 同时伴随公司智能成套布局取得突破保持较高增速, 我们预计公司 24 至 26 年裁床收入增速分别为 15%/20%/20%, 毛利率稳定在 42%; 预计衬衫及衬衫及牛仔自动缝制设备 24 至 26 年收入增速分别为 15%/20%/20%, 毛利率稳定在 38%。

3) 费用率: 伴随行业景气度回暖, 公司收入增速有望加快, 规模效应有望带动期间费用率有所下降, 我们预计公司 24 至 26 年管理费用率分别为 4.5%、4.4%、4.3%; 销售费用率分别为 6%、5.9%、5.8%。公司预计持续保持高研发投入, 研发费用率维持在 7.5%。

综上, 我们预计公司 24 至 26 年归母净利润分别为 7.89、9.97、12.19 亿元, 对应当前 PE 分别为 15X、12X、10X。

图表66: 公司分业务盈利预测

亿元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>工业缝纫机</b>					
营业收入	47.80	45.90	51.74	64.37	75.28
YoY	-10.83%	-3.98%	12.72%	24.41%	16.94%
毛利率	24.83%	26.59%	30.50%	31.00%	31.50%
<b>裁床</b>					
营业收入	5.72	5.47	6.29	7.55	9.06
YoY	-0.63%	-4.37%	15.00%	20.00%	20.00%
毛利率	40%	40%	42%	42%	42%
<b>衬衫及牛仔自动缝制设备</b>					
营业收入	1.45	1.46	1.67	2.01	2.41
YoY	28.87%	0.50%	15.00%	20.00%	20.00%
毛利率	35.16%	37.65%	38.00%	38.00%	38.00%
<b>其他业务</b>					
营业收入	0.04	0.11	0.12	0.13	0.15
YoY	-8.12%	150.04%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率	81.25%	90.98%	90.00%	90.00%	90.00%
<b>合计</b>					
营业收入	55.02	52.94	59.83	74.06	86.89
YoY	-9.12%	-3.78%	13.01%	23.79%	17.32%
毛利率	26.74%	28.42%	32.04%	32.42%	32.87%

来源: Ifind, 国金证券研究所



### 3.2 投资建议

选取宏华数科、大豪科技、物产金轮作为公司可比公司，可比公司 24 至 26 年平均估值分别为 18X、14X、12X，考虑公司行业龙头地位，同时行业景气度有望复苏，给与公司 24 年 20X 估值，对应目标价 32.59 元/股，首次覆盖给与“买入”评级。

图表67：可比公司估值

证券代码	股票名称	股价 (元)	EPS						PE			
			2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
688789.SH	宏华数科	57.38	3.19	2.7	3	3.86	4.72	18	21	19	15	12
603025.SH	大豪科技	11.55	0.47	0.37	0.58	0.76	0.93	25	31	20	15	12
002722.SZ	物产金轮	11.28	0.59	0.61	0.71	0.84	0.99	19	18	16	13	11
	平均							21	24	18	14	12
603337.SH	杰克股份	24.85	1.02	1.11	1.63	2.06	2.52	24	22	15	12	10

来源：Ifind，国金证券研究所；除公司外取自 2024 年 8 月 21 日 Ifind 一致预期

### 4.风险提示

**缝制机械景气度复苏不及预期：**我们目前看到了下游纺织服装行业数据 1H24 开始回暖，同时工业缝纫机产销等数据 1H24 也出现了复苏，同时全球主要工业缝纫机企业对 24 年均进行了较乐观的展望，综上所述我们认为缝制机械行业 24 年景气度将会复苏，若缝制机械行业景气度复苏不及预期，将对公司业绩造成不利影响。

**成套智能客户突破不及预期：**公司近年持续加大研发投入完善产品布局，以提升成套智能解决方案提供能力，让公司能够实现大客户突破以降低周期性波动对公司业绩增长可持续的影响。但若成套智能客户突破不及预期，将影响公司大客户开拓进展，对公司业绩造成不利影响。

**股东减持风险：**公司 2024 年 7 月 27 日发布公司，公司股东赵新庆先生、车建波先生、黄展洲先生、王春元先生及高级管理人员阮林兵先生计划自公告披露之日起 15 个交易日后的 3 个月内通过集中竞价交易方式、大宗交易方式合计减持公司股份不超过 3734964 股，即减持比例不超过公司总股本的 0.77%，股东减持或对公司股价造成不利影响。



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	
<b>主营业务收入</b>	<b>6,054</b>	<b>5,502</b>	<b>5,294</b>	<b>5,983</b>	<b>7,406</b>	<b>8,689</b>	货币资金	741	1,902	1,715	747	920	1,364	
增长率	-9.1%	-3.8%	13.0%	23.8%	17.3%		应收款项	1,051	1,054	1,098	1,004	1,233	1,435	
<b>主营业务成本</b>	<b>-4,557</b>	<b>-4,031</b>	<b>-3,790</b>	<b>-4,066</b>	<b>-5,005</b>	<b>-5,833</b>	存货	2,210	1,302	897	1,048	1,277	1,473	
%销售收入	75.3%	73.3%	71.6%	68.0%	67.6%	67.1%	其他流动资产	526	263	281	478	487	496	
<b>毛利</b>	<b>1,497</b>	<b>1,471</b>	<b>1,504</b>	<b>1,917</b>	<b>2,401</b>	<b>2,857</b>	流动资产	4,528	4,521	3,991	3,277	3,917	4,767	
%销售收入	24.7%	26.7%	28.4%	32.0%	32.4%	32.9%	%总资产	58.5%	52.9%	46.9%	40.5%	45.3%	51.4%	
<b>营业税金及附加</b>	<b>-38</b>	<b>-33</b>	<b>-52</b>	<b>-60</b>	<b>-74</b>	<b>-87</b>	长期投资	5	49	78	78	78	78	
%销售收入	0.6%	0.6%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	固定资产	2,523	2,889	2,941	3,043	2,979	2,760	
<b>销售费用</b>	<b>-241</b>	<b>-282</b>	<b>-339</b>	<b>-359</b>	<b>-437</b>	<b>-504</b>	%总资产	32.6%	33.8%	34.5%	37.6%	34.4%	29.8%	
%销售收入	4.0%	5.1%	6.4%	6.0%	5.9%	5.8%	无形资产	330	375	356	345	335	325	
<b>管理费用</b>	<b>-297</b>	<b>-302</b>	<b>-245</b>	<b>-269</b>	<b>-326</b>	<b>-374</b>	非流动资产	3,208	4,034	4,524	4,808	4,732	4,502	
%销售收入	4.9%	5.5%	4.6%	4.5%	4.4%	4.3%	%总资产	41.5%	47.1%	53.1%	59.5%	54.7%	48.6%	
<b>研发费用</b>	<b>-385</b>	<b>-390</b>	<b>-395</b>	<b>-449</b>	<b>-555</b>	<b>-652</b>	<b>资产总计</b>	<b>7,737</b>	<b>8,555</b>	<b>8,515</b>	<b>8,085</b>	<b>8,649</b>	<b>9,269</b>	
%销售收入	6.4%	7.1%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	短期借款	1,261	1,884	1,587	1,004	509	14	
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>537</b>	<b>464</b>	<b>473</b>	<b>780</b>	<b>1,009</b>	<b>1,240</b>	应付款项	1,900	1,264	1,448	1,418	1,718	1,954	
%销售收入	8.9%	8.4%	8.9%	13.0%	13.6%	14.3%	其他流动负债	707	651	788	924	1,091	1,243	
<b>财务费用</b>	<b>-33</b>	<b>43</b>	<b>14</b>	<b>-13</b>	<b>-8</b>	<b>14</b>	流动负债	3,868	3,799	3,823	3,347	3,318	3,211	
%销售收入	0.5%	-0.8%	-0.3%	0.2%	0.1%	-0.2%	长期贷款	367	229	23	23	23	23	
<b>资产减值损失</b>	<b>-79</b>	<b>-57</b>	<b>-38</b>	<b>-19</b>	<b>-28</b>	<b>-35</b>	其他长期负债	144	126	211	23	18	14	
<b>公允价值变动收益</b>	<b>-17</b>	<b>10</b>	<b>-10</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	负债	4,379	4,154	4,057	3,393	3,358	3,247	
<b>投资收益</b>	<b>25</b>	<b>1</b>	<b>49</b>	<b>50</b>	<b>50</b>	<b>50</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>3,264</b>	<b>4,291</b>	<b>4,355</b>	<b>4,590</b>	<b>5,188</b>	<b>5,919</b>	
%税前利润	5.1%	0.2%	8.4%	5.7%	4.5%	3.7%	其中：股本	446	486	484	484	484	484	
<b>营业利润</b>	<b>497</b>	<b>529</b>	<b>586</b>	<b>882</b>	<b>1,113</b>	<b>1,359</b>	未分配利润	1,976	2,261	2,603	3,077	3,675	4,407	
营业利润率	8.2%	9.6%	11.1%	14.7%	15.0%	15.6%	少数股东权益	94	110	102	102	102	102	
<b>营业外收支</b>	<b>-3</b>	<b>-4</b>	<b>-5</b>	<b>-5</b>	<b>-5</b>	<b>-5</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>7,737</b>	<b>8,555</b>	<b>8,515</b>	<b>8,085</b>	<b>8,649</b>	<b>9,269</b>	
<b>税前利润</b>	<b>494</b>	<b>525</b>	<b>581</b>	<b>877</b>	<b>1,108</b>	<b>1,354</b>	<b>比率分析</b>		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
利润率	8.2%	9.5%	11.0%	14.7%	15.0%	15.6%	<b>每股指标</b>							
<b>所得税</b>	<b>-18</b>	<b>-23</b>	<b>-41</b>	<b>-88</b>	<b>-111</b>	<b>-135</b>	每股收益	1.046	1.016	1.111	1.629	2.059	2.516	
所得税率	3.6%	4.5%	7.1%	10.0%	10.0%	10.0%	每股净资产	7.321	8.827	8.990	9.475	10.710	12.220	
<b>净利润</b>	<b>477</b>	<b>501</b>	<b>540</b>	<b>789</b>	<b>997</b>	<b>1,219</b>	每股经营现金净流	-0.444	1.820	3.028	2.315	2.793	3.294	
少数股东损益	10	8	2	0	0	0	每股股利	0.320	0.320	0.500	0.652	0.824	1.006	
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>466</b>	<b>494</b>	<b>538</b>	<b>789</b>	<b>997</b>	<b>1,219</b>	<b>回报率</b>							
净利率	7.7%	9.0%	10.2%	13.2%	13.5%	14.0%	净资产收益率	14.29%	11.50%	12.36%	17.20%	19.22%	20.59%	
							总资产收益率	6.03%	5.77%	6.32%	9.76%	11.53%	13.15%	
							投入资本收益率	10.26%	6.79%	7.25%	12.27%	15.58%	18.41%	
							<b>增长</b>							
							主营业务收入增长率	71.91%	-9.12%	-3.78%	13.01%	23.79%	17.32%	
							EBIT 增长率	97.31%	-13.63%	2.14%	64.78%	29.28%	22.98%	
							净利润增长率	48.67%	5.84%	9.08%	46.60%	26.36%	22.20%	
							总资产增长率	51.77%	10.58%	-0.47%	-5.04%	6.97%	7.17%	
							<b>资产管理能力</b>							
							应收账款周转天数	39.3	58.6	60.8	50.0	50.0	50.0	
							存货周转天数	128.4	159.0	105.9	95.0	95.0	95.0	
							应付账款周转天数	106.3	119.2	97.3	95.0	93.0	90.0	
							固定资产周转天数	101.8	138.0	150.6	151.7	129.2	109.4	
							<b>偿债能力</b>							
							净负债/股东权益	23.16%	3.43%	-3.28%	5.09%	-8.12%	-22.73%	
							EBIT 利息保障倍数	16.5	-10.8	-33.1	58.4	128.9	-90.2	
							资产负债率	56.60%	48.56%	47.65%	41.97%	38.83%	35.03%	

来源：公司年报、国金证券研究所




**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	2	8	17	19	27
增持	0	1	2	3	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
<b>评分</b>	<b>1.00</b>	<b>1.11</b>	<b>1.11</b>	<b>1.14</b>	<b>1.00</b>

来源：聚源数据

**市场中相关报告评级比率分析说明：**

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
 3.01~4.0=减持

**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



**特别声明：**

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



**【小程序】**  
国金证券研究服务



**【公众号】**  
国金证券研究