

## 国内横机行业龙头，一线成型设备贡献新增长点 ——首次覆盖深度报告



### 增持(首次)

行业： 机械设备  
日期： 2024年08月21日  
分析师： 刘荆  
E-mail: liujing@yongxingsec.com  
SAC 编号: S1760524020002

#### 基本数据

07月15日收盘价(元)	5.69
12mthA 股价格区间(元)	3.79-9.72
总股本(百万股)	787.80
无限售 A 股/总股本	98.68%
流通市值(亿元)	44.23

#### 最近一年股票与沪深 300 比较



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

#### 相关报告:

### 核心观点

深耕行业二十余载，横机行业龙头公司。公司成立于 2003 年，深耕横机行业，是国内智能针织装备的龙头企业。主要产品是智能针织机械设备，主要用于毛衫及鞋面的生产。2010 年，公司普通电脑横机市场规模已达全球第一，跨国并购了欧洲老牌横机制造商瑞士事坦格，开始进入全成型横机领域。通过 12 年的并购整合与技术学习，2022 年慈星实现了全成型技术的自立自强，推出了多款具有自主知识产权的 KS 系列一线成型横机，该系列一线成型针织横机的技术性能达到全球领先水平。

公司传统电脑横机企稳向上，预计将迎新一轮替换周期。电脑针织横机设备通常 5 至 8 年需要进行更新换代，随着设备的磨损老化，当前我国巨大的横机存量将为我国电脑横机提供长期、稳定的市场空间。我国电脑针织横机市场上一轮销量高峰为 2017 年，预计短期将迎来新一轮替换周期。

紧跟针织产业链转移趋势，积极开拓一带一路国家市场。当今全球的针织毛衫产业链仍涉及衣片缝合等手工环节，劳动密集，在全球制造业重构中存在产业链向低成本国家转移的趋势。公司紧跟该趋势，积极开拓一带一路国家市场，截至 2023 年 9 月，公司的电脑针织横机产品已销往一带一路沿线 20 多个国家和地区，自 2009 年至 2023 年上半年累计外销超 2.5 万台。公司已在孟加拉国、柬埔寨、俄罗斯、土耳其等国家设立办事处；还在越南、墨西哥、印度、意大利、阿根廷、智利等国设立代办事处。

营收稳步增长，毛利率有望进一步提高。从营收和归母净利润来看，2023 年公司实现营业收入 20.32 亿元，较上年同期 19.01 亿元增长 6.90%；归母净利润为 1.14 亿元，较上年同期 0.91 亿元增加 25.27%。从毛利率看，横机业务的整体毛利率从 2019 年的 29.46% 上升至 2023 年的 31.48%，其中一线成型新机型毛利率较高，2023 年达 40.85%。随着一线成形横机放量，在公司总体营收中占比不断提高，我们预计公司综合毛利率将有进一步上升空间。

### 投资建议

公司电脑针织横机设备通常 5 至 8 年需要进行更新换代，上一轮销量高峰为 2017 年，预计短期将迎来新一轮替换周期。一线成型横机工艺先进，符合下游服装行业“小单快返”趋势，有望成为新的业绩增长点。我们预计 2024、2025、2026 年公司总体营收分别为 26.80、31.50、37.14 亿元，同比增长分别为 31.9%、17.5%、17.9%。归母净利润分别为 3.87、2.58、3.18 亿元，同比增长分别为 238.8%、-33.2%、23.3%，对应 EPS 分别为 0.49、0.33、0.40 元，对应 7 月 15 日收盘价，PE 分别为 11.60、17.36、14.08，首次覆盖给予“增持”评级。

### 风险提示

海外经济复苏不及预期的风险；市场需求不及预期的风险；原材料供应及价格波动的风险。

## ■ 盈利预测与估值

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	2,032	2,680	3,150	3,714
年增长率 (%)	6.9%	31.9%	17.5%	17.9%
归属于母公司的净利润	114	387	258	318
年增长率 (%)	25.0%	238.8%	-33.2%	23.3%
每股收益 (元)	0.15	0.49	0.33	0.40
市盈率 (X)	42.80	11.60	17.36	14.08
净资产收益率 (%)	3.9%	11.6%	7.2%	8.1%

资料来源：Wind，甬兴证券研究所（2024年07月15日收盘价）

## 正文目录

1. 国内横机行业龙头，电脑针织横机主业稳健 .....	4
1.1. 国内横机行业龙头，引领针织装备走向智能时代 .....	4
1.2. 电脑针织横机主业稳健，业绩复苏态势明显 .....	5
2. 全成型优势突出，慈星一线成型横机从追赶到超越 .....	6
2.1. 纺织机械八大子行业之一，针织横机不断智能化变革 .....	6
2.2. 全成型电脑横机优势突出，可实现无缝编织 .....	8
2.3. 慈星从追赶到超越，一线成型横机荣获国内首台（套） .....	10
3. 传统电脑横机业绩稳健，一线成型有望成为新引擎 .....	12
3.1. 传统电脑横机：存量更新迭代+海外需求高升 .....	12
3.2. 一线成型横机：无缝特点省工提效+迎合小单快返趋势 .....	13
4. 加大拓展海外市场，股权激励考核业绩有望再达标 .....	15
4.1. 紧跟针织产业链转移趋势，加快出海步伐 .....	15
4.2. 股权激励提供内生增长动力，22 年业绩目标已达成 .....	16
5. 盈利预测及投资建议 .....	16
5.1. 盈利预测 .....	16
5.2. 投资建议 .....	17
6. 风险提示 .....	18

## 图目录

图 1: 公司发展历程图 .....	4
图 2: 公司股权穿透图 .....	5
图 3: 公司历年营收及增速 .....	5
图 4: 公司历年归母净利润及增速 .....	5
图 5: 电脑针织横机与一线成型电脑横机营收占比 .....	6
图 6: 公司各类产品毛利率 .....	6
图 7: 八个纺机子行业与纺织产业链的关系 .....	6
图 8: 针织机械大类产品 .....	7
图 9: 德国斯托尔 CMS 530 ki 机型 .....	7
图 10: 日本岛精 WHOLEGARMENT 全成型针织机 .....	7
图 11: 传统电脑横机与全成型针织电脑横机生产工艺流程图比较 .....	8
图 12: 全成型针织服装生产系统 .....	9
图 13: 全成型针织技术应用于服饰类产品 .....	9
图 14: 全成型针织技术应用于医用纺织品 .....	9
图 15: 全成型针织服装生产方式 .....	10
图 16: TAURUS 2.170XP 全成型电脑横机 .....	11
图 17: KS3-60MC-II 四针板全成型运用的部件 .....	12
图 18: KS3-72MC-I 全成型电脑横机 .....	12
图 19: 我国电脑针织横机销量 .....	13
图 20: 我国电脑针织横机出口台数与增速 .....	13
图 21: 我国电脑针织横机出口金额与增速 .....	13
图 22: 慈星智能化示范工程 .....	14
图 23: 慈星部分针织产品 .....	15
图 24: 慈星股份境外营收占比及增速 .....	16

## 表目录

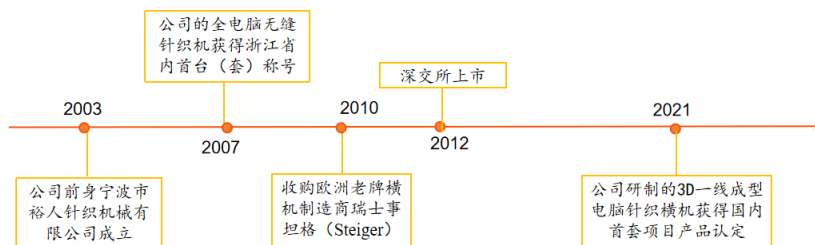
表 1: 慈星在全成型横机领域的技术进化 .....	11
表 2: 2022 年限制性股票激励计划的业绩考核要求 .....	16
表 3: 公司业绩拆分 .....	17
表 4: 可比公司估值 .....	18

## 1. 国内横机行业龙头，电脑针织横机主业稳健

### 1.1. 国内横机行业龙头，引领针织装备走向智能时代

深耕横机行业，引领针织装备走向智能时代，国内智能针织装备的龙头企业。慈星股份成立于2003年，深耕横机行业二十余年，2010年并购欧洲老牌横机制造商瑞士事坦格（Steiger），2012年于深交所成功上市，是国内首批电脑横机研制企业，拥有行业最齐全的各类针距电脑横机。2007年公司的全电脑无缝针织机获得浙江省内首台（套）称号，2021年公司研制的3D一线成型电脑针织横机获得国内首套项目产品认定，引领针织装备从传统时代走向智能时代。

图1:公司发展历程图

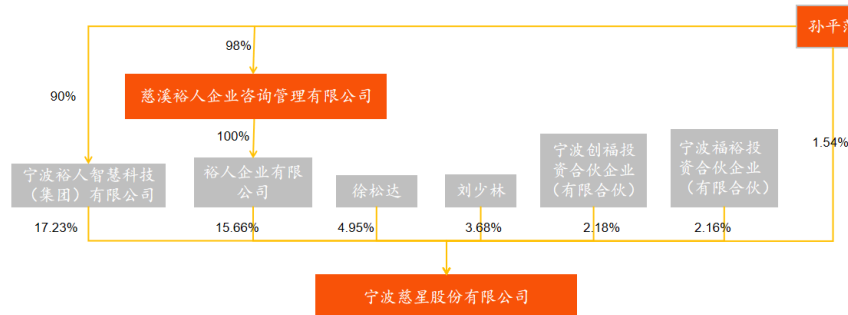


资料来源：公司公告，慈溪日报，公司官网，慈溪市人民政府官网，《从依赖到自立：慈星技术进化之路》彭新敏等2023，甬兴证券研究所

公司主要产品为智能针织机械设备，新品一线成型机型进一步丰富产品线。作为行业领先企业，公司主要从事针织机械的研发、生产和销售，是一家致力于提高我国针织机械技术水平、推动针织工艺发展的进步，实现针织业产业升级的高新技术企业，公司主要产品为智能针织机械设备，该设备主要用于毛衫及鞋面的生产。目前公司拥有完整的产品线，拥有从实现简单编织到具备复杂花型编织和带嵌花等高端功能的各类机型，近年新开发的一线成型机型进一步丰富完善了产品线。慈星股份官网显示，公司将产品分为五类：横机、事坦格、圆机、其他智能针织设备和花型商城。

公司第一大股东为宁波裕人智慧科技（集团）有限公司，实际控制人为孙平范。宁波裕人智慧科技（集团）有限公司持有公司股份17.23%，第二大股东为境外法人裕人企业有限公司，持股比例为15.66%。公司实际控制人为孙平范，现任公司董事长兼总经理，除个人持股的1.54%外，孙平范先生分别持有宁波裕人智慧科技（集团）有限公司的90%股份，以及通过持有慈溪裕人企业咨询管理有限公司的98%股份间接控制裕人企业有限公司。

图2:公司股权穿透图

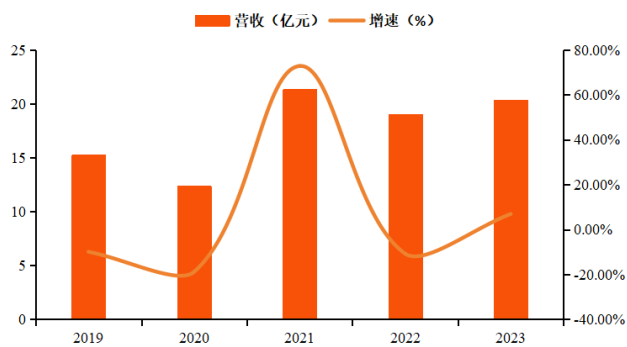


资料来源：公司2023年年报，甬兴证券研究所

## 1.2. 电脑针织横机主业稳健，业绩复苏态势明显

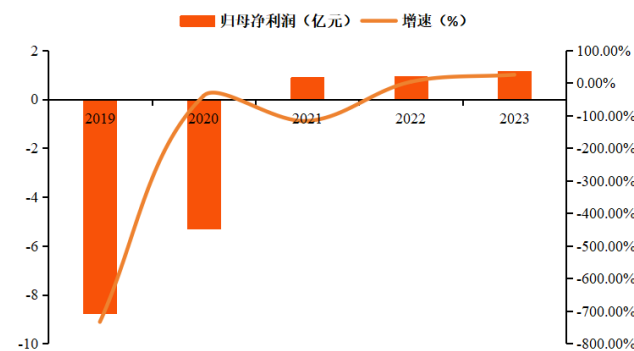
从营收和归母净利润来看，公司整体呈现增长态势。2023年公司实现营业收入20.32亿元，较上年同期19.01亿元增长6.90%；归母净利润为1.14亿元，较上年同期0.91亿元增加25.27%。公司业绩增长的主要原因有（1）原有电脑横机更新迭代；（2）国产电脑横机稳定性日趋成熟，替代部分进口设备；（3）一线成型设备得到市场验证，替代部分普通电脑横机。其中，2021年公司营收额及增速最高，受益于横机业务在2021年的阶段性复苏，一是由于东南亚疫情持续影响，毛衫、鞋材产品部分订单回流国内，下游市场购机需求增加；另一方面，智跑式纱嘴等新技术的推广使用，促进新老设备的更新换代。

图3:公司历年营收及增速



资料来源：巨潮资讯网，甬兴证券研究所

图4:公司历年归母净利润及增速



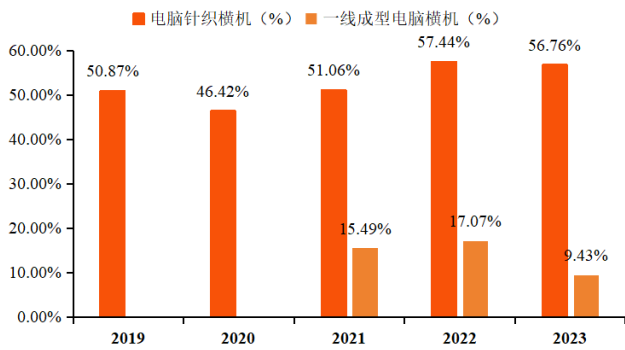
资料来源：巨潮资讯网，甬兴证券研究所

公司主营业务突出，电脑针织横机营收占比稳定在五成，一线成型电脑横机新机型稳步发展。公司的电脑针织横机营收占比从2019年的50.87%稳步提升到2023年的56.76%，主营产品营收稳健、确定性高。2021-2023年公司的新机型一线成型电脑横机的营收占比分别为15.49%、17.07%、9.43%。

从毛利率看，横机业务的毛利率稳定在30%左右，其中一线成型新机型毛利率较高。以2023年为例，横机业务整体毛利率为31.48%，电脑针织横机产品的毛利率为34.62%，新品一线成型电脑横机的毛利率则达40.85%。随着公司对一线成型新机型的全面推广，有望进一步拉高公司横机业务的

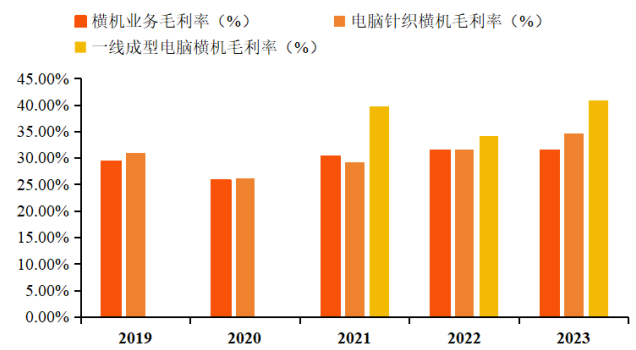
整体毛利率。

图5:电脑针织横机与一线成型电脑横机营收占比



资料来源:巨潮资讯网,甬兴证券研究所

图6:公司各类产品毛利率



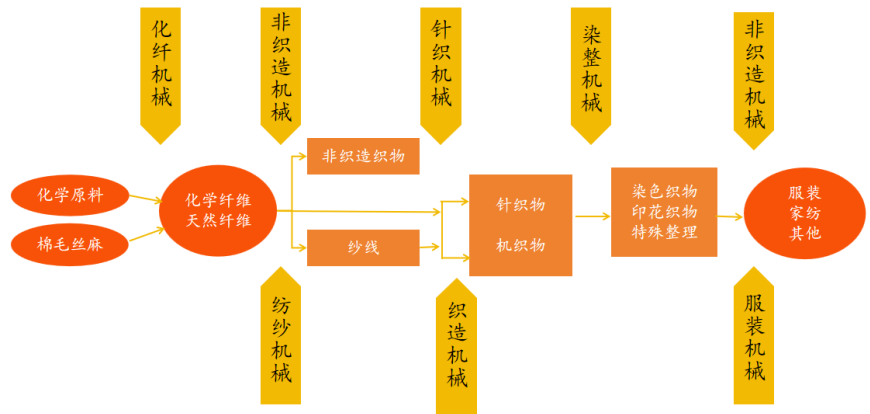
资料来源:巨潮资讯网,甬兴证券研究所

## 2. 全成型优势突出, 慈星一线成型横机从追赶到超越

### 2.1. 纺织机械八大子行业之一, 针织横机不断智能化变革

慈星股份所处行业为纺织机械行业, 主要从事针织机械的研发、生产与销售。纺织机械涵盖了从纤维制备到服装成型过程中的所有加工设备, 具体包括化纤机械、纺纱机械、织造机械、针织机械、非织造机械、染整机械、服装机械、纺织仪器与器材八个相对独立的纺织机械子行业, 其中针织机械是八大纺织机械的子行业之一, 应用于将化学纤维和天然纤维织成针织物的过程中。

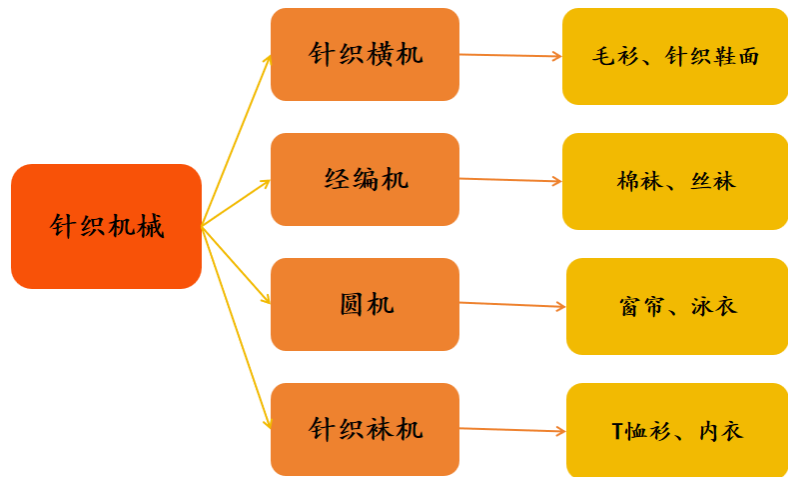
图7:八个纺机子行业与纺织产业链的关系



资料来源:《纺织机械概论》(第2版)陈革等,甬兴证券研究所

针织机械大类产品包括圆机、横机、经编机等, 其中横机为慈星股份的主营产品。一般而言, 针织横机主要应用于生产毛衫和针织鞋面; 经编机用于棉袜、丝袜的生产; 圆机常用于窗帘、泳衣; 而针织袜机用于T恤衫和内衣的生产制造。慈星股份是针织设备提供商, 主要销售对象为下游针织企业, 主要包括生产毛衫等针织类产品的企业, 横机业务为公司主营业务, 21、22、23年其营业收入占比分别为72.89%、77.25%、82.60%。

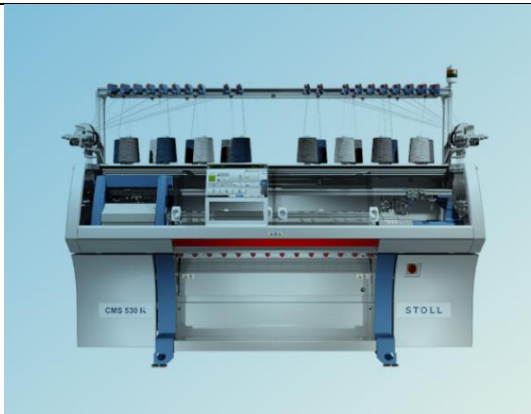
图8:针织机械大类产品



资料来源：普华有策，甬兴证券研究所

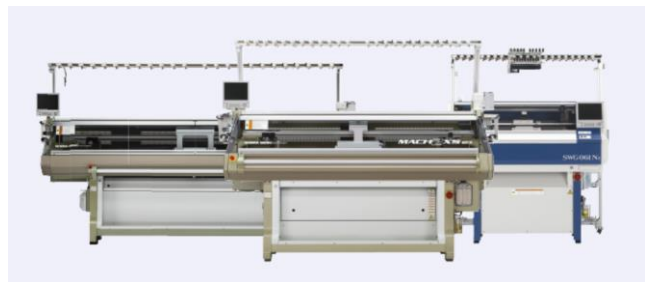
针织成型方法由手工发展到电脑针织横机，针织设备研发不断完善。根据中国纺织机械协会，世界针织横机发展历程可分为诞生与初期、手动横机向电脑横机过渡、电脑横机不断完善三个阶段。最初从 1589 年英国人 William Lee(威廉·李)创造了世界上第一台手动式钩针针织机(织袜机)起，纺织机械开启了针织机械时代。美国的 Rev Isaac Wixom Lamb (R·I·W·兰波) 教士获得专利，1862 年发明了第一台针织横机。19 世纪欧洲 H·E·杜比德和 H·斯托尔两个公司对早期针织横机发展起到了重要推动作用。由于手动横机依靠人工操作，劳动强度大，生产效率低，在此基础上，通过持续改进，直到 1957 年，由意大利普鲁蒂公司发明的世界上第一台自动横机问世，完成从手动横机-电动横机-半自动横机-机械式自动横机的演进，并在机械式自动横机基础上，利用电子技术对选针、机械控制和花型准备系统等实现了机电一体化，使机械式自动横机发展成为现时的电脑横机，行业从业企业也从曾经的德国斯托尔公司、环球机械制造公司、日本岛精机制作所等十余家企业逐渐减少到现在德国卡尔迈耶(斯托尔)公司与日本岛精机制作所两家企业。

图9:德国斯托尔 CMS 530 ki 机型



资料来源：德国 stoll 官网，甬兴证券研究所

图10:日本岛精 WHOLEGARMENT 全成型针织机



资料来源：日本岛精官网，甬兴证券研究所

中国横机产业发展较晚，主导技术持续更新换代。1910年横机才传入我国，直到20世纪80年代我国开始研发电脑横机，2007-2011年间，国产电脑横机制造商不断涌现。总体来看，针织横机行业主导技术经历了从早期的手摇横机，到20世纪80年代普通电脑横机，再到21世纪全成型横机的设计变革，主要市场也相应经历了从欧美到日本再到中国的梯度转移。<sup>1</sup>

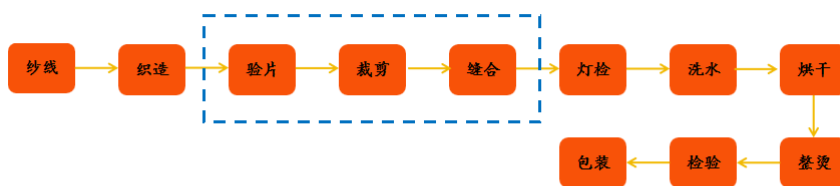
## 2.2. 全成型电脑横机优势突出，可实现无缝编织

全成型针织技术是针织服装成型方式的重要一类。根据不同的生产方式，针织服装可以分为裁剪类和成型类两种。裁剪类针织服装使用针织机器织出面料，然后根据所需款式轮廓进行裁剪和缝制。而成型类针织服装是采用横机进行编织，成品可以分为全成型和半成型。全成型是直接在电脑横机上编织出整件产品，下机后无需裁剪和少量缝制就可服用，或是织可穿、整体服装等一些无需缝制的产品；而半成型是指下机后还需经过裁剪和缝制才能形成最终产品。<sup>2</sup>

**全成型电脑横机优势一：实现无缝编织，简化工艺流程、提高工作效率并节约人工成本。**全成型类的针织服装所需的电脑横机被称为全成型针织电脑横机，相对于普通电脑横机，全成型电脑横机具有简化工艺流程、减少纱线和原材料消耗，实现真正无缝编织等特点，契合国内毛衫生产环节中针对缝合工匮乏的客观情况以及国际品牌和消费者崇尚时尚环保的追求理念。具体而言，随着国内用工紧张，特别是电脑横机织物后道“衣片缝合”工序可能出现的“用工荒”，相比普通电脑横机，全成型技术可一次成型编织，取消后道裁剪缝合工序、缩短了工艺流程，在提高工作效率的基础上大量节省人工成本。据中国纺机协会的不完全统计，在生产同类毛衫产品的织造车间中，使用全成型针织电脑横机可以平均缩短生产时间20%以上，减少人工60%以上。

图11:传统电脑横机与全成型针织电脑横机生产流程图比较

传统电脑横机生产流程图：



全成型针织电脑横机生产流程图：



资料来源：中国纺织机械协会，甬兴证券研究所

<sup>1</sup> 《从依赖到自立：慈星技术进化之路》彭新敏等 2023

<sup>2</sup> 《电脑横机一线成型技术发展现状研究》周书运等 2022



**全成型电脑横机优势二：迎合小单快返趋势，可实现个性化定制。**全成型针织服装的生产方法是一体成型的快捷型生产方法。对于针织服装生产企业，零售商或者用户可向其提供全成型针织服装工艺单，包括个性化定制需求。并且，由于全成型针织服装具有单独定制属性，所以零售商或用户可以提供款式多、批量小的订单。其次，通过个性化定制以及信息集成，生产者、零售商和用户形成了双向供应链。通过服装虚拟试衣以及舒适性模拟，用户可以试穿全成型针织服装样品，选择尺寸、颜色、型号以及配饰，缩短了全成型针织服装的生产周期。全成型针织服装定制过程大约为 20min，从智能型生产系统的角度来看，小批量、多品种、快节奏是全成型针织服装大规模定制的主要特征。

图12:全成型针织服装生产系统



资料来源：《全成型针织服装生产系统建模与定制流程分析》范春红等 2023，甬兴证券研究所

**全成型电脑横机优势三：应用场景广阔，市场潜力足。**（1）在立体成型服装方面：全成型针织技术结合人体功效学及智能穿戴技术，编织出具有人体体型特点、凹凸有致的立体结构成衣产品，如泳衣、内裤等，此外利用全成型技术织造形成双层结构或复合结构，可用于生产特种部队训练服、超高温防护服、飞行员用松紧带等；（2）航空航天用纺织品领域：利用横机成型技术可以编织出具有变截面的织物或加工具有不同弹性区域和延伸性的金属丝、碳纤维、玻璃纤维等衬纬织物，利用衬纬方式生产碳纤维复合材料等横机产品均可形成横机复合材料，用于航空航天领域；（3）医用纺织品等领域：由于三维成型针织物具备较好的弹性、透气性，可以编织出网状结构的伤口敷布、医用服装、医用康复产品等。另外，也能够实现各种不同尺寸与形状的人造器官编织，如人造血管、人造食管、人造心脏瓣膜等生物体类针织品。

图13:全成型针织技术应用于服饰类产品

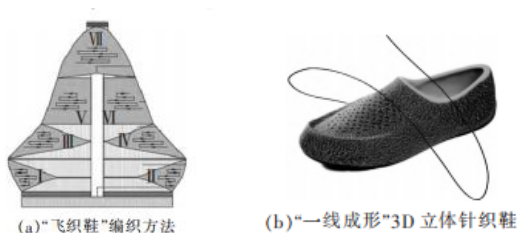
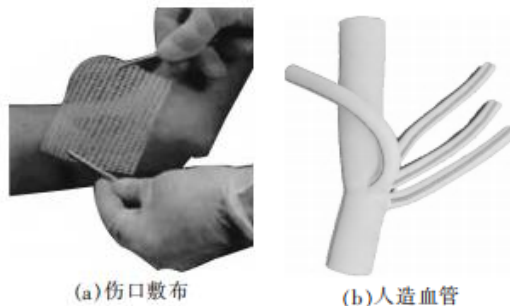


图14:全成型针织技术应用于医用纺织品



资料来源：《电脑横机三维成型技术的发展与应用》段洁洁等

资料来源：《电脑横机三维成型技术的发展与应用》段洁洁等

全成型电脑横机主要包括两针床横机全成型与四针床横机全成型，其中四针床横机更适用于一体成型的服装设计。其中两针床横机成型技术的应用比较广泛，应用时间也较长，其主要的工作原理是传统电脑横机的隔针编织方法，通用性强，但全成型技术对原料要求较高，必须选择与针型匹配的纱线原料，这种技术编织的编织品较为松散，在质感方面较差。四针床横机全成型技术最初在日本研发，四针床织物结构更加稳定平衡，尤其是衣片与衣片之间没有缝份的连接处，更适合针织服装一体化生产，但与传统电脑横机相比，在适用性方面存在明显差异，其技术工艺原理不能与传统电脑横机兼容。

以四针床电脑横机为例，全成型针织服装的生产方式具体可分为四个步骤：（a）纱线采购；（b）针织服装模拟；（c）机器生产；（d）成品。具体而言，首先是原料纱线的采购与管理，然后通过 CAD 和 CAM 软件的辅助，配置已有的纱线，对全成型针织服装进行设计并且模拟，该过程是四针床电脑横机独有的设计方式。由于全成型针织服装为一体成型，所以设计过程为全流程设计，依次为原料设计、织物轮廓设计、织物局部设计、织物整体设计和三维虚拟模拟。全成型针织服装设计完成后，再进入四针床电脑横机进行实物生产。该过程通过一台四针床电脑横机就能独立完成，不需要任何辅助设备。从四针床电脑横机下机后，可获得一整件全成型针织服装。该过程具有高度自动性，能完成多件织物的连续编织，最后对生产的实物样品进行检验评估。相对于半成型针织服装，四针床电脑横机生产周期较短，具有高度自动化集成的特点。

图15:全成型针织服装生产方式



资料来源：《全成型针织服装生产系统建模与定制流程分析》范春红等 2023，甬兴证券研究所

国家大力扶持电脑横机产业，相关政策持续推出。根据中国纺织机械协会，国家工业和信息化部在 2016 年 11 月发布了《工业企业技术改造升级投资指南（2016 年版）》，鼓励企业投资研发全成型针织电脑横机等智能化针织设备。由国家制造强国建设战略咨询委员会指导，中国工程院战略咨询中心在 2023 年 12 月发布的《中国制造业重点领域技术创新绿皮书——技术路线图（2023）》提出到 2025 年实现横机复杂花型编织及衣物一次编织成型，2030 年实现开发基于虚拟现实技术的横机制版系统。

### 2.3. 慈星从追赶到超越，一线成型横机荣获国内首台（套）

公司产品打破国外高端机型垄断，目前已跻身全球第一梯队。2010 年，

在普通电脑横机市场规模已达全球第一的慈星跨国并购了欧洲老牌横机制造商瑞士事坦格（Steiger），开始进入全成型横机领域。通过 12 年的并购整合与技术学习，2022 年慈星实现了全成型技术的自主可控，推出了多款具有自主知识产权的 KS 系列一线成型横机，该系列一线成型针织横机的技术性能达到全球领先水平，市场占有率居行业前列。该系列产品的成功推出，标志着慈星已打破德日企业在全成型横机领域的垄断地位，成功跻身针织横机领域的世界第一梯队。<sup>3</sup>

**表1:慈星在全成型横机领域的技术进化**

特征	追赶阶段（2010-2017）	超越追赶阶段（2018-2022）
资源依赖	慈星依赖事坦格的技术知识	事坦格依赖慈星的市场知识
学习机制	技术解构	技术重构
代表产品	TAURUS 横机，未能成功商业化	KS3 系列横机，市场占有率居行业前列
技术能力	产品工程能力	产品创新能力
技术自主性	技术依赖	技术自立

资料来源：《从依赖到自立：慈星技术进化之路》彭新敏等 2023，甬兴证券研究所

**追赶阶段（2010-2017）：并购事坦格后吸收技术经验，产品实现快速升级换代。**2010 年慈星并购了当时全球第三大横机生产商瑞士事坦格，开始进入全成型领域。由于当时双方技术差距较大，慈星吸收事坦格难度相对较低且适合慈星发展阶段的元件技术，如改良了事坦格的嵌花技术，开发智跑纱嘴，之后更新了翻针、储纱器、牵拉装置等元件。这些改进不仅提升了产品性能，也帮助慈星积累了全成型技术的元件知识。该阶段全成型横机的研发延用了事坦格的复合针四针板架构设计，并于 2017 年事坦格主导开发了第一台四针板全成型横机 TAURUS。

**图16:TAURUS 2.170XP 全成型电脑横机**



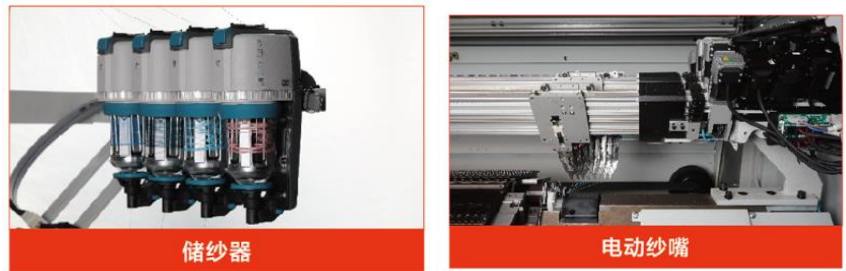
资料来源：慈星股份官网，甬兴证券研究所

**超越追赶阶段（2018-2022）：改良全成型横机的架构设计，性能提高的同时成本大幅降低，进一步提高产品竞争力。**由于 TAURUS 采取的四针板加复合针的架构设计存在成本过高、操作复杂、维护困难等问题，慈星决

<sup>3</sup> 《从依赖到自立：慈星技术进化之路》彭新敏等 2023

定重构全成型横机的架构设计，提出了两针板加普通针的架构设计。在新产品研制过程中，慈星创造性地将内衣机中的耙运用到两针板机型中，发明了针耙这一牵拉部件，最终成功运用最小针距排列和针耙牵拉的方式，在两针板上用每枚几元钱的普通针替代了复合针，整机成本大幅下降。2018年底，采用普通针加两针板的全成型横机 KS3-72 面世，在达到相同 12 针编织效果的同时，价格为国际同行同类产品的三分之一。

图17:KS3-60MC-II 四针板全成型运用的部件



资料来源：慈星股份官网，甬兴证券研究所

KS 系列一线成型横机销量超预期，公司持续推进针织产业智能升级。慈星成功实现了 KS 系列一线成型横机的商业化，未来将全面推广该机型。2019-2021 年累计销售 2000 多台，远高于日本岛精多年来积累的 1000 多台全成型横机的市场保有量。<sup>4</sup>

图18:KS3-72MC-I 全成型电脑横机



资料来源：慈星股份官网，甬兴证券研究所

### 3. 传统电脑横机业绩稳健，一线成型有望成为新引擎

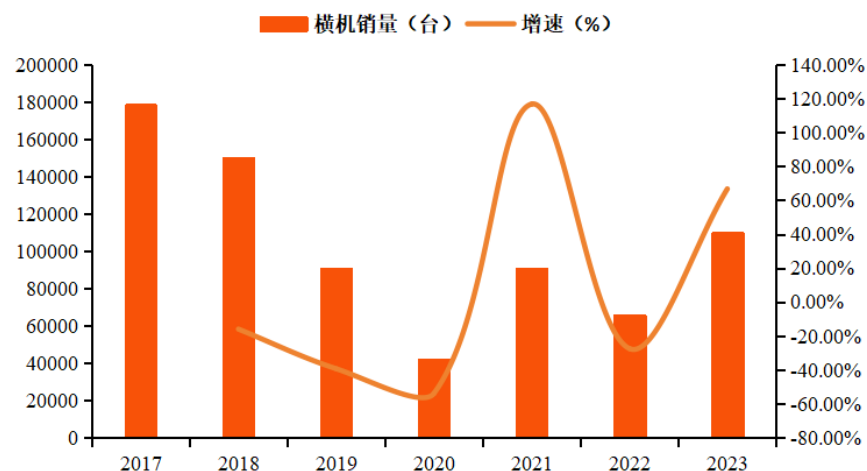
#### 3.1. 传统电脑横机：存量更新迭代+海外需求高升

电脑针织横机目前已进入更新换代周期，有望在 2025 年迎来替换高峰。根据中国纺织机械协会，电脑针织横机设备通常 5 至 8 年需要进行更新换代，随着设备的磨损老化，当前我国存量电脑横机市场广阔，存在较大替换空间。根据协会统计数据显示，我国电脑针织横机市场分别在 2010 年前后、

<sup>4</sup> 《从依赖到自立：慈星技术进化之路》彭新敏等 2023

2017 年前后呈现销量高峰，依据电脑针织横机设备更新周期，我们预计国产电脑横机有望在 2025 年左右迎来替换需求的高峰。

图19:我国电脑针织横机销量

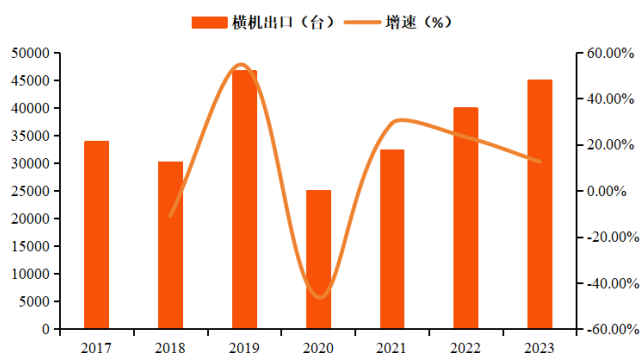


资料来源：中国纺织机械协会，甬兴证券研究所

海外针织产业发展速度较快，中国针织横机有望进一步开拓海外市场。中国为针织行业大国，此外孟加拉、印度、土耳其、越南等国也存在一定的生产规模。近年来，随着海外针织产业发展，对针织设备有了较大市场需求，针织机械近年来始终是我国纺织机械出口金额第一的设备品类，随着电脑针织横机更新换代，性价比进一步提升的同时有望开拓更大的海外市场。

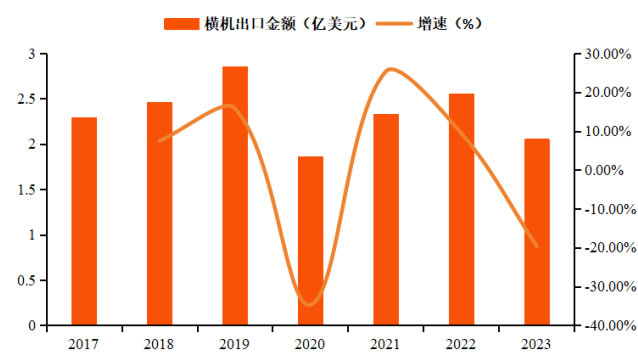
海外针织产业链发展带动设备需求，中国出口电脑针织横机近年来呈持续增长态势。根据中国纺织机械协会，数据显示，随着孟加拉、印度、越南、土耳其等国针织产业的快速发展，这四个国家的针织品及针织服装合计出口额从 2017 年的 499 亿美元增至 2021 年的 645 亿美元，平均年增长率为 7%。2022 年我国出口到这 4 个国家的电脑针织横机占据出口总量的 53%。另外，根据海关数据显示，近年来我国电脑针织横机出口金额总体保持增长态势，在 2013 年至 2022 年间，出口金额年均增速达 13%。

图20:我国电脑针织横机出口台数与增速



资料来源：中国海关总署，甬兴证券研究所

图21:我国电脑针织横机出口金额与增速



资料来源：中国海关总署，甬兴证券研究所

### 3.2. 一线成型横机：无缝特点省工提效+迎合小单快返趋势

一线成型技术简化生产工艺流程，降本增效效果显著。相比普通电脑横机，无缝成型技术可一次成型编织，取消后道裁剪缝合工序，极大地简化

工艺流程。据中国纺机协会的不完全统计，在生产同类毛衫产品的织造车间中，使用全成型针织电脑横机可以平均缩短生产时间 20%以上，减少人工 60%以上。根据慈溪政务的报道，原 3 台电脑横机平均需要 2 个织片缝合工，按每年每人 8 万元计算，每台节省人工成本 5 万元。

**图22:慈星智能化示范工程**



资料来源：慈溪政务，甬兴证券研究所

**“小单快返”逐渐成为服装行业趋势，一线成形机的特点迎合了这一趋势。**“小单快返”模式是指，先生产小批量产品投入真实市场测试，再通过市场销售数据反馈，对热销产品进行快速返单、大量生产，以实现销售及利润的最大化，并减少库存风险。如采用“小单快返”模式的 SHEIN 每日上新数量可超 3000 款，周上新量约为 ZARA 的 30 倍，每件新品从设计、打版到上架仅需 14 天，上架后配送至消费者最快只需 7 天。满足品种多、价格低、速度快的服装产业需求，一线成型针织电脑横机具有天然优势。一是无缝编制，节省生产时间；二是具有单独定制属性，将一线成型机+柔性定制云平台相结合后，大数据快速分析流行元素，衣服的款式、花型、大小等满足顾客个性化需求，基于云定制平台人机交互量身定制，高效且节省成本。<sup>5</sup>

根据慈星股份副总裁李立军在第十三届全国针织科技大会上的发言，慈星基于工业互联网的数字化针织服装设计、生产、销售流程，不仅可以实现小单快返、去库存化、无人化生产，还能实现实时追踪和通过大数据快速分析流行元素。以“针织毛衫数字化管理平台”为例，可以实现从数字化制版、一线成衣、后整、品检到智能仓储的高效操作。

<sup>5</sup> 《数字化供应链理论与实践》马潇宇等 2023

图23:慈星部分针织产品



资料来源：慈星股份官网，甬兴证券研究所

## 4. 加大拓展海外市场，股权激励考核业绩有望再达标

### 4.1. 紧跟针织产业链转移趋势，加快出海步伐

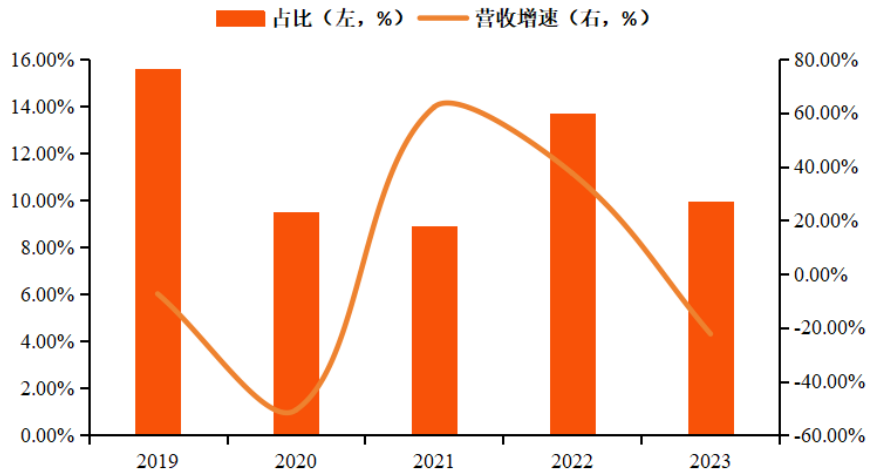
慈星紧跟针织产业链转移趋势，积极开拓一带一路国家市场。根据慈溪政讯，当今全球的针织毛衫产业链仍涉及衣片缝合等手工环节，劳动密集，在全球制造业重构中存在产业链向低成本国家转移的趋势。慈星紧跟该趋势，积极开拓一带一路国家市场，截至2023年9月，慈星股份的电脑针织横机产品已销往一带一路沿线20多个国家和地区，自2009年至2023年上半年累计外销超2.5万台。已在孟加拉国、柬埔寨、俄罗斯、土耳其等国家设立办事处；还在越南、墨西哥、印度、意大利、阿根廷、智利等国设立代办处，开展市场营销、技术培训、产品维保等工作。

(1) **孟加拉国**：作为全球毛衫产业最重要的制造基地之一，孟加拉国是慈星开拓的启航地与最大销售市场。截至2023年9月，该市场慈星电脑横机保有量1.5万台左右，市场占有率超20%。

(2) **墨西哥**：慈星开拓一带一路沿线市场的另一重点。2011年以来截至2023年9月，已在当地实现销售3000多台，市场占有率超50%，绝对体量虽不大，但影响力日益增大。以此为基础，慈星将进一步加大南美市场的开拓力度。

公司2023年出口占比9.92%，同比略有下降，主要原因是受外汇影响，主要地区孟加拉国家因外汇严重短缺，银行开具信用证较为困难，影响客户购机行为。当前孟加拉国家获得世界银行贷款，信用证开具有所缓解，且孟加拉当地机器年限较久，更新换代需求强烈。

图24:慈星股份境外营收占比及增速



资料来源：慈星股份年报，甬兴证券研究所

#### 4.2. 股权激励提供内生增长动力，22年业绩目标已达成

股权激励提供内生增长动力，考核目标稳步实现。根据《宁波慈星股份有限公司2022年限制性股票激励计划（草案）》规定，公司2022年限制性股票预留授予条件已经成就，确定以2023年8月28日为预留授予日，以2.46元/股的授予价格向35名激励对象授予300.00万股第二类限制性股票。

2022年限制性股票激励计划的业绩考核要求为：考核年度2022年，以2021年净利润为基数，公司2022年净利润增长率不低于12%；考核年度2023年，以2021年净利润为基数，公司2023年净利润增长率不低于24%；考核年度2024年，以2021年净利润为基数，公司2024年净利润增长率不低于36%。

表2:2022年限制性股票激励计划的业绩考核要求

归属安排	考核年度	公司业绩考核目标
第一个归属期	2022年	以2021年净利润为基数，公司2022年净利润增长率不低于12%；
第二个归属期	2023年	以2021年净利润为基数，公司2023年净利润增长率不低于24%；
第三个归属期	2024年	以2021年净利润为基数，公司2024年净利润增长率不低于36%。

资料来源：公司公告，甬兴证券研究所

## 5. 盈利预测及投资建议

### 5.1. 盈利预测

公司是国内智能针织装备的龙头企业，主要从事针织机械的研发、生产和销售，有望受益于电脑横机更新迭代、国产替代、小单快返趋势，以及随着公司全面推广新品一线成型设备，横机业务业绩有望进一步提升。

基于此，我们预计公司横机业务2024、2025、2026年营业收入同比增长40%、20%、20%，毛利率基本保持稳定；

此外公司在公告中提及短期规划将夯实主业，聚焦智能针织设备行业，请务必阅读报告正文后各项声明



因此我们预计自动化设备与项目集成业务、互联网业务、其他业务收入同比将小幅下降，毛利率基本保持稳定。

**表3:公司业绩拆分**

	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>横机业务</b>							
营业收入 (百万元)	664.70	1553.47	1468.41	1678.53	2,349.94	2,819.93	3,383.91
增长率	-30.75%	133.71%	-5.48%	14.31%	40.00%	20.00%	20.00%
毛利率	25.87%	30.31%	31.51%	31.48%	31.00%	31.00%	31.00%
<b>自动化设备与项目集成业务</b>							
营业收入 (百万元)	239.22	251.05	102.45	67.48	60.00	60.00	60.00
增长率	-2.98%	4.95%	-59.19%	-34.13%	-11.09%	0.00%	0.00%
毛利率	17.83%	24.99%		15.98%	16.00%	16.00%	16.00%
<b>互联网业务</b>							
营业收入 (百万元)	223.00	190.41	192.95	122.34	120.00	120.00	120.00
增长率	-9.37%	-14.61%	1.34%	-36.60%	-1.91%	0.00%	0.00%
毛利率	10.28%	0.78%	6.76%	13.87%	10.00%	10.00%	10.00%
<b>其他 (行业)</b>							
营业收入 (百万元)	106.39	48.56	137.03	163.68	150.00	150.00	150.00
增长率	55.07%	-54.36%	182.20%	19.45%	-8.36%	0.00%	0.00%
毛利率	4.20%	8.09%		9.00%	9.00%	9.00%	9.00%
<b>合计 (百万元)</b>	<b>1233.30</b>	<b>2043.49</b>	<b>1900.85</b>	<b>2032.03</b>	<b>2,679.94</b>	<b>3,149.93</b>	<b>3,713.91</b>
增长率	<b>-18.92%</b>	<b>65.69%</b>	<b>-6.98%</b>	<b>6.9%</b>	<b>31.9%</b>	<b>17.5%</b>	<b>17.9%</b>

资料来源：公司公告，甬兴证券研究所

## 5.2. 投资建议

公司所处行业是纺织机械行业，主要从事针织机械的研发、生产和销售，我们选取同样从事纺织机械行业的大豪科技和宏华数科作为可比公司。尽管公司 PE 略高于可比公司平均值，但由于公司产品壁垒和毛利率较高，且处于行业龙头地位，我们对公司长期看好。

公司电脑针织横机设备通常 5 至 8 年需要进行更新换代，上一轮销量高峰为 2017 年，预计短期将迎来新一轮替换周期。一线成型横机工艺先进，符合下游服装行业“小单快返”趋势，有望成为新的业绩增长点。我们预计 2024、2025、2026 年公司总体营收分别为 26.80、31.50、37.14 亿元，同比增长分别为 31.9%、17.5%、17.9%。归母净利润分别为 3.87、2.58、3.18 亿元，同比增长分别为 238.8%、-33.2%、23.3%，对应 EPS 分别为 0.49、0.33、0.40 元，对应 7 月 15 日收盘价，PE 分别为 11.60、17.36、14.08，首次覆盖给予“增持”评级。

表4:可比公司估值

股票代码	公司名称	主营业务	收盘价, 元 2024/7/15	市 值, 亿元	归母净利润, 亿元				PE			
					2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E
603337.SH	大豪科技 (*)	缝制及针纺 机械设备	13.68	152	4.06	6.49	8.38	10.27	36.27	23.62	18.29	14.93
688789.SH	宏华数科 (*)	数码印花	97.24	117	3.25	4.35	5.64	6.96	36.99	28.99	22.35	18.13
平均									36.63	26.31	20.32	16.53
300307.SZ	慈星股份	针织机械	5.69	45	1.14	3.87	2.58	3.18	42.80	11.60	17.36	14.08

资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

注: “(\*)”为可比公司, 其归母净利润均采用Wind一致预期

## 6. 风险提示

**海外经济复苏不及预期的风险:** 公司产品的主要出口地孟加拉国因外汇严重短缺, 银行开具信用证较为困难, 影响客户购机行为, 虽孟加拉国家获得世界银行贷款, 信用证开具有所缓解, 但仍存在不确定性。

**市场需求不及预期的风险:** 公司新品一线成型针织电脑横机推向市场时, 可能面临市场需求不及预期的风险。

**原材料供应及价格波动的风险:** 公司产品的零部件主要依靠外协和外购, 如果原材料的供应及价格若产生较大波动, 或库存管理不善将会对公司经营产生较大影响。

资产负债表						现金流量表					
单位：百万元						单位：百万元					
至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>2,590</b>	<b>2,647</b>	<b>3,149</b>	<b>3,665</b>	<b>4,284</b>	<b>经营活动现金流</b>	<b>-8</b>	<b>118</b>	<b>111</b>	<b>167</b>	<b>197</b>
货币资金	557	328	604	756	943	净利润	77	109	346	234	290
应收及预付	801	506	767	902	1,063	折旧摊销	109	109	82	83	85
存货	913	1,087	1,065	1,245	1,461	营运资金变动	-225	-120	-139	-130	-153
其他流动资产	320	726	713	762	817	其它	31	20	-178	-20	-25
<b>非流动资产</b>	<b>1,831</b>	<b>2,143</b>	<b>2,147</b>	<b>2,151</b>	<b>2,155</b>	<b>投资活动现金流</b>	<b>-61</b>	<b>-134</b>	<b>135</b>	<b>-52</b>	<b>-45</b>
长期股权投资	344	226	226	226	226	资本支出	-49	-14	-34	-33	-33
固定资产	964	882	839	794	747	投资变动	-28	-123	-60	-60	-60
在建工程	2	1	3	5	6	其他	16	3	229	41	47
无形资产	177	173	171	169	167	<b>筹资活动现金流</b>	<b>25</b>	<b>154</b>	<b>32</b>	<b>37</b>	<b>36</b>
其他长期资产	343	861	908	958	1,008	银行借款	147	28	50	50	50
<b>资产总计</b>	<b>4,421</b>	<b>4,791</b>	<b>5,295</b>	<b>5,816</b>	<b>6,439</b>	股权融资	0	21	-8	0	0
<b>流动负债</b>	<b>1,690</b>	<b>1,843</b>	<b>2,003</b>	<b>2,286</b>	<b>2,616</b>	其他	-123	105	-10	-13	-14
短期借款	538	566	616	666	716	<b>现金净增加额</b>	<b>-34</b>	<b>141</b>	<b>276</b>	<b>152</b>	<b>187</b>
应付及预收	809	876	865	1,012	1,187	<b>期初现金余额</b>	<b>204</b>	<b>170</b>	<b>311</b>	<b>587</b>	<b>739</b>
其他流动负债	343	401	522	609	712	<b>期末现金余额</b>	<b>170</b>	<b>311</b>	<b>587</b>	<b>739</b>	<b>926</b>
<b>非流动负债</b>	<b>20</b>	<b>32</b>	<b>38</b>	<b>41</b>	<b>44</b>						
长期借款	0	0	0	0	0						
应付债券	0	0	0	0	0						
其他非流动负债	20	32	38	41	44						
<b>负债合计</b>	<b>1,710</b>	<b>1,875</b>	<b>2,041</b>	<b>2,327</b>	<b>2,660</b>						
股本	781	788	788	788	788						
资本公积	1,875	1,943	1,935	1,935	1,935						
留存收益	59	173	558	816	1,134						
归属母公司股东权益	2,750	2,957	3,336	3,594	3,913						
少数股东权益	-40	-41	-82	-106	-134						
<b>负债和股东权益</b>	<b>4,421</b>	<b>4,791</b>	<b>5,295</b>	<b>5,816</b>	<b>6,439</b>						

主要财务比率					
至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入增长	-10.8%	6.9%	31.9%	17.5%	17.9%
营业利润增长	27.7%	29.2%	209.0%	-32.4%	23.9%
归母净利润增长	3.5%	25.0%	238.8%	-33.2%	23.3%
<b>获利能力</b>					
毛利率	27.9%	28.1%	28.5%	28.9%	29.2%
净利率	4.1%	5.4%	12.9%	7.4%	7.8%
ROE	3.3%	3.9%	11.6%	7.2%	8.1%
ROIC	1.9%	2.3%	9.1%	5.7%	6.5%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	38.7%	39.1%	38.5%	40.0%	41.3%
净负债比率	-0.6%	8.5%	0.6%	-2.3%	-5.6%
流动比率	1.53	1.44	1.57	1.60	1.64
速动比率	0.84	0.52	0.74	0.79	0.83
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.45	0.44	0.53	0.57	0.61
应收账款周转率	2.63	3.24	4.34	3.89	3.90
存货周转率	1.62	1.46	1.78	1.94	1.94
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	0.12	0.15	0.49	0.33	0.40
每股经营现金流	-0.01	0.15	0.14	0.21	0.25
每股净资产	3.52	3.75	4.23	4.56	4.97
<b>估值比率</b>					
P/E	42.00	42.80	11.60	17.36	14.08
P/B	1.43	1.71	1.34	1.25	1.15
EV/EBITDA	21.35	27.41	9.99	13.30	10.97

利润表					
单位：百万元					
至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>1,901</b>	<b>2,032</b>	<b>2,680</b>	<b>3,150</b>	<b>3,714</b>
营业成本	1,371	1,461	1,916	2,241	2,630
营业税金及附加	20	21	27	32	38
销售费用	150	154	206	243	285
管理费用	190	221	279	331	391
研发费用	87	78	108	128	149
财务费用	-13	-3	8	4	2
资产减值损失	-19	-11	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	35	193	31	37
<b>营业利润</b>	<b>90</b>	<b>117</b>	<b>361</b>	<b>244</b>	<b>302</b>
营业外收支	2	-4	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>92</b>	<b>113</b>	<b>361</b>	<b>244</b>	<b>302</b>
所得税	15	4	14	10	12
<b>净利润</b>	<b>77</b>	<b>109</b>	<b>346</b>	<b>234</b>	<b>290</b>
少数股东损益	-14	-5	-40	-24	-28
<b>归属母公司净利润</b>	<b>91</b>	<b>114</b>	<b>387</b>	<b>258</b>	<b>318</b>
EBITDA	184	194	451	331	389
EPS (元)	0.12	0.15	0.49	0.33	0.40

资料来源：Wind，甬兴证券研究所

## 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并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，专业审慎的研究方法，独立、客观地出具本报告，保证报告采用的信息均来自合规渠道，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本报告所发表的任何观点均清晰、准确、如实地反映了研究人员的观点和结论，并不受任何第三方的授意或影响。此外，所有研究人员薪酬的任何部分不曾、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 公司业务资格说明

甬兴证券有限公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，具备证券投资咨询业务资格。

## 投资评级体系与评级定义

<b>股票投资评级：</b>	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
<b>行业投资评级：</b>	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数

相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准指数。

### 投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

## 特别声明

在法律许可的情况下，甬兴证券有限公司(以下简称“本公司”)或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问以及金融产品等各种服务。因此，投资者应当考虑到本公司或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。也不应当认为本报告可以取代自己的判断。

## 版权声明

本报告版权属于本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用本报告中的任何内容。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

### 重要声明

本报告由本公司发布，仅供本公司的客户使用，且对于接收人而言具有保密义务。本公司并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为本公司的客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐及其他交流方式等只是研究观点的简要沟通，需以本公司发布的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，本公司对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时思量各自的投资目的、财务状况以及特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。市场有风险，投资须谨慎。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司和关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。投资者应当自行关注相应的更新或修改。