



公司研究 | 深度报告 | 杰克股份 (603337.SH)

杰克股份：工业缝纫机龙头，智能化、自动化探索引领行业发展

报告要点

杰克股份为全球工业缝纫机龙头。当前国内周期受益于小单快反新趋势和缝制设备效率提升下带动设备更新替换；海外周期受益于海外设备升级以及全球服装制造业重心向新兴经济体转移，中国缝制设备全球份额提升，缝制设备外销增长空间广阔。杰克股份通过爆品确立行业技术领先地位，长期来看，行业智能化、自动化趋势有望带动缝制设备扩容，公司承接国家重点专项，有望引领缝制机器人发展。

分析师及联系人



赵智勇

SAC: S0490517110001

SFC: BRP550



曹小敏

SAC: S0490521050001



阮丹宁

杰克股份 (603337.SH)

杰克股份：工业缝纫机龙头，智能化、自动化探索引领行业发展

公司研究 | 深度报告

投资评级 买入 | 首次

缝制机械行业周期性明显，小单快反趋势驱动行业新一轮周期上行

缝制机械行业周期性明显，设备更新替换和新技术趋势为更新替换重要动力。行业周期性主要源于下游服装企业的资本开支的周期性波动，以及新技术趋势和设备寿命共同驱动的更新替换。服装行业生产组织近年来呈现“小单快反”趋势。行业要求快速推出新版型设计、快速响应市场需求变化、缩短服装生产周期、降低库存风险，进而要求服装工厂具备更高的生产灵活性和自动化水平，要求设备适应小批量、多品种的生产需求。行业内企业研发生产的智能、柔性特点的缝制设备新品替换传统缝制设备，为新一轮周期上行主要驱动力。

服装产业转移，中国缝制设备全球份额提升，缝制设备外销增长空间广阔

全球服装制造业重心正向新兴经济体转移。中国在全球比较成本优势的削弱为产能转移重要动因之一，新兴市场产业链集群的不完善限制服装产业的转移规模和速度，但美国主导的关税政策或加速这一进程。在产能转移趋势中，中国与日本为缝制设备的重要供应商，出口了大量的缝制设备。其中，中国生产的缝制设备传统优势为性价比和服务优势，但当前，中国缝制设备企业加强智能制造应用领域的探索，从追赶地位逐步转而引领行业技术探索发展。缝制设备海外需求周期也有回暖。2023 年受全球服装去库存压力影响，海外缝制设备采购承压，中国与日本缝制设备出口量均出现同比下滑。2024 年以来，中国与日本缝制设备出口呈现回暖趋势。

杰克股份：从性价比&服务领先到技术引领

复盘杰克股份的发展历程，较高的性价比一直是公司主要的竞争优势之一，设备均价显著低于日本品牌。公司也紧跟行业需求，2021 年，全球缝制设备需求旺盛，行业迎来高景气周期。杰克股份积极响应行业需求，扩充生产能力，营收增长大幅领先日本竞争对手，成功跃升为全球市场份额第一。当前，杰克股份在保持性价比&服务优势之余，也向技术引领过渡。公司顺应行业小单快反趋势，成功推出“快反王”、“过梗王”等爆品，上市首日即取得行业欢迎。

承接国家重点专项，引领缝制机器人发展

在缝制机器人领域，公司引领行业，成为国家重点研发计划“智能机器人”重点专项——“自主缝制作业机器人系统研制与应用验证”项目的主承担单位。未来随着 AI 视觉识别、自动送料、智能缝纫等技术进步，缝制设备的自动化水平和附加值有望持续提升，助力缝制机械行业规模进一步扩张，杰克股份有望成为行业新趋势的技术引领。

当前国内周期受益于小单快反新趋势和缝制设备效率提升下设备更新替换；海外周期受益于海外设备升级以及全球服装制造业重心向新兴经济体转移，中国缝制设备全球份额提升。长期来看，行业智能化、自动化有望带动缝制设备扩容，杰克股份技术领先地位确立，份额有望进一步提升。预计行业 2025/2026/2027 年实现归母净利润 9.7/11.5/12.5 亿，对应 PE 17/14/13 倍。

风险提示

- 1、行业竞争加剧风险。
- 2、全球贸易与汇率风险。
- 3、研发拓展不及预期风险。
- 4、盈利预测假设不成立或不及预期的风险。

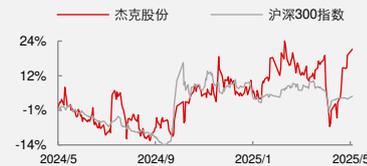
请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	33.57
总股本(万股)	47,974
流通A股/B股(万股)	47,298/0
每股净资产(元)	10.01
近12月最高/最低价(元)	35.50/24.29

注：股价为 2025 年 5 月 6 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind



更多研报请访问
长江研究小程序

目录

杰克股份：工业缝纫机龙头，深耕行业三十载	6
杰克股份为全球工业缝纫机龙头	6
业绩整体增长，工业缝纫机是主要贡献	7
股权结构稳定，股权激励推动长远发展	9
行业周期性强，设备更新替换为重要驱动.....	11
缝制机械行业周期性强，设备更新替换为重要动因	11
内销：小单快反驱动行业更新替换，缝制设备发力效率提升.....	12
外销：得益于产业转移，全球份额提升，缝制设备外销增长空间广阔	15
杰克股份：从性价比&服务领先到技术引领	17
性价比突出，紧跟行业需求，奠定全球份额第一	17
技术领先：重视研发，积极投入	19
承接国家重点专项，引领缝制机器人发展.....	20
风险提示.....	25

图表目录

图 1：2023 年杰克股份工业缝纫机在全球头部企业中份额约为 31%（按营收计算）	6
图 2：公司主要产品	7
图 3：2016-2024 年公司营业总收入及增速	8
图 4：2016-2024 年公司归母净利润及增速	8
图 5：2015-2024 年公司产品收入结构	8
图 6：2015-2024 年公司产品毛利润结构.....	8
图 7：2016~2024 年公司毛利率及净利率.....	8
图 8：2016~2024 年公司期间费用率情况.....	8
图 9：2015-2024 年公司分产品毛利率（%）	9
图 10：公司股权结构图（截至 2025 年 4 月 17 日）	9
图 11：工业缝纫机属于缝制机械里的缝中设备	11
图 12：全行业工业缝纫机产量呈现周期性波动	11
图 13：规上企业营业收入呈现周期性波动.....	11
图 14：头部服装企业资本开支呈周期性（亿元）	12
图 15：小单快反新趋势驱动行业设备更新替换	12
图 16：公司营业收入与纺织行业景气度相关性较高	12
图 17：新一轮上行周期中，杰克股份净利率、研发费用率持续提升	12
图 18：服装及衣着附件出口金额累计同比持平为主	13
图 19：纺织、服装产业出口交货值累计同比修复	13
图 20：2024 年各月份缝制设备内销量以增长为主（万台）	13
图 21：快反王上市首日订单超 15 万台.....	14
图 22：过梗王上市首日订单超 5.1 亿元.....	14

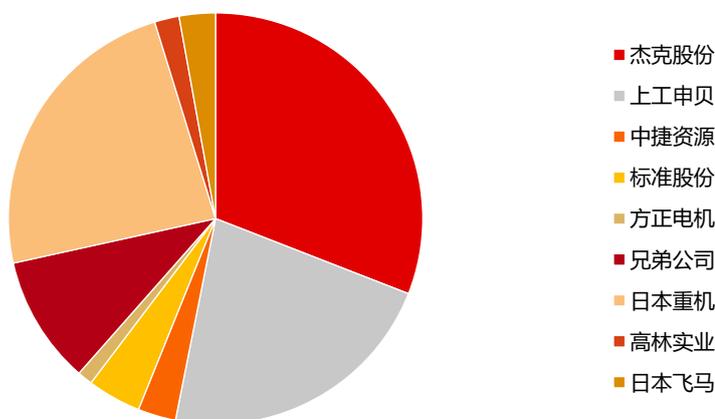
图 23: 行业内销周期性强, 内销量高点呈下降趋势	15
图 24: 行业年出口量具备周期性, 但总体成上行趋势	15
图 25: 中国缝制设备出口分地区占比 (2024 年, 金额口径)	16
图 26: 2018-2024 年美国进口的服装&纺织品中, 中国份额下降明显	16
图 27: 2018 年以来美国进口的服装&纺织品中中国份额呈下降趋势显	16
图 28: 日本缝制设备 2024 年出口增速 (金额口径)	17
图 29: 日本缝制设备 2024 年出口占比 (金额口径)	17
图 30: 杰克股份设备均价从低于到逐步超越中国设备出口均价	18
图 31: 杰克股份设备均价相较日本工缝均价差异较大	18
图 32: 杰克股份在 2020-2021 年收入全面超越日本企业 (亿元)	18
图 33: 杰克股份在 2020-2021 年收入增速领先行业	18
图 34: 杰克股份在建工程在 2021-2023 年保持较高水平 (万元)	18
图 35: 杰克股份当前建设以杰克智能项目为主 (万元)	18
图 36: 2024 年, 杰克股份销量份额为 30.17%保持高位	19
图 37: 2023 年杰克股份营收在全球头部企业中占比 31%	19
图 38: 2015 年杰克股份营收在全球头部企业中占比 11%	19
图 39: 全行业科研总投入占比呈提升趋势	20
图 40: 2018 年以来, 行业每年申报专利数量在 1700 件以上	20
图 41: 杰克股份研发费用金额保持增长	20
图 42: 杰克股份研发费用率高于行业	20
图 43: 慈星股份一线成型横机	21
图 44: 兄弟工业自动刺绣机	21
图 45: 杰克股份奔马智能裁床	21
图 46: 宏华数科 single pass 数码印花设备	21
图 47: SoftWear Automation 开发的 Sewbots 产品	22
图 48: 自主缝制作业机器人国家重点研发计划专项启动会	23
图 49: 杰克股份在模板机基础上引入人形机器人技术	24
表 1: 公司股权激励情况	10
表 2: 缝制设备行业数字化/智能化发展代表性技术——单机设备	14
表 3: 缝制设备行业数字化/智能化发展代表性技术——生产系统	15
表 4: 中国缝制设备分地区出口金额增速	17
表 5: 2023 年度中国轻工业联合会科学技术奖中杰克股份获一等奖	20
表 6: 不同销量、售价下 2025 年归母净利润相较原始预期敏感性分析	25
表 7: 营业收入、盈利能力不及预期情境下归母净利润敏感性分析	25

杰克股份：工业缝纫机龙头，深耕行业三十载

杰克股份为全球工业缝纫机龙头

杰克股份是全球缝制设备行业工业缝纫机销售规模最大的全球化企业，也是集面辅料仓储、智能裁剪、吊挂缝纫、后道分拣、成品仓储等服装智造全流程，以及 APS、MES、WMS 等软硬件为一体的服装智能制造成套解决方案服务商。公司于 1995 年成立，经过三十年的耕耘，公司产品惠及全球 150 多个国家和地区，服务于服装、鞋业、箱包、家具、皮革、汽车、航空等多个领域。**2023 年，按营收计算杰克股份工业缝纫机业务在全球头部企业中市场份额占据 31%，居全球首位。**

图 1：2023 年杰克股份工业缝纫机在全球头部企业中份额约为 31%（按营收计算）



资料来源：Wind, Bloomberg, 长江证券研究所（注：主流厂商对比）

公司的主营业务为工业缝制机械的研发、生产和销售，包括工业缝纫机、裁床、铺布机、验布机、衬衫及牛仔自动缝制设备等工业用缝中、缝前设备，以及电机、电控、机架台板等缝制机械重要零配件。其中工业缝纫机是服装、箱包、鞋帽等行业生产加工的主要设备，公司的主要工业缝纫机包括平缝机、包缝机、绷缝机、特种机和罗拉车等系列产品；裁床和铺布机是重要的工业用缝前设备，裁床用于裁剪服装、鞋帽、箱包、汽车内饰、家具等软性材料，铺布机则用于展开、铺平需要裁割的布料，公司的裁床产品有单层裁床和多层裁床，铺布机产品有 3 个系列；公司所生产的衬衫自动缝制设备产品含自动连续锁眼机、自动缝袖衩机等，牛仔自动缝制设备产品含三针直臂式链缝埋夹机、裤脚卷边缝机及自动裤襻机等。

图 2：公司主要产品

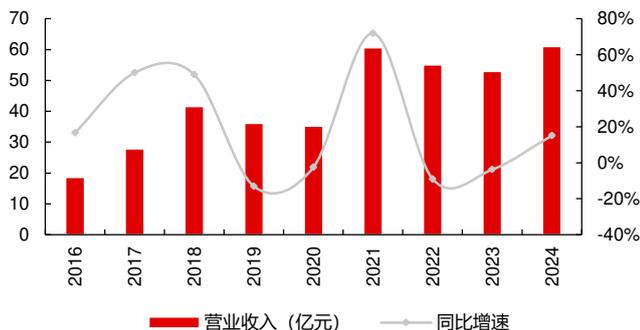


资料来源：公司公告，长江证券研究所

业绩整体增长，工业缝纫机是主要贡献

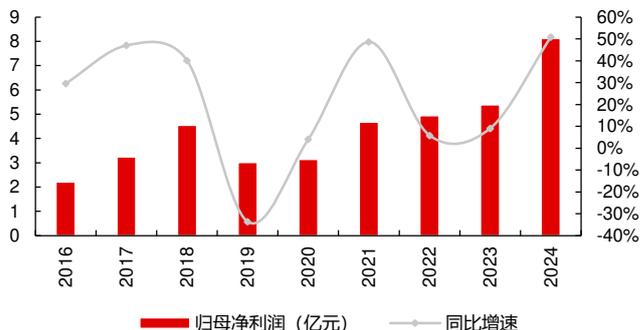
公司过去十年营收总体呈增长态势，同时受行业周期影响呈现周期波动。2021 年公司营收达 60.54 亿元，同比增长 71.91%，主要系缝制机械行业需求回暖和市场反弹，公司充分把握机遇，快速提升产能，借助产品及品牌优势，立足中低端市场，拓展中高端市场，实现了销售额快速增长。2022 年公司实现营收 55.02 亿元，同比下降 9.12%，主要系 2022 年受俄乌战争、全球性高通胀等因素冲击，经济下行影响所致；在此背景下，公司 2022 年实现归母净利润 4.94 亿元，同比增长 5.84%，体现了较强的成本费用管控能力。2023 年公司实现营收 52.94 亿元，同比下降 3.8%，主要系行业需求偏弱，去库存传导影响上游采购。2024 年公司实现营业收入 60.94 亿元，同比+15.11%，得益于国内、海外行业周期回暖，以及公司“爆品战略”落地，双王产品取得良好销售业绩。

图 3：2016-2024 年公司营业总收入及增速



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 4：2016-2024 年公司归母净利润及增速



资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

工业缝纫机是公司主要收入及利润来源，营收占比超 8 成。2024 年，公司工业缝纫机、裁床及铺布机、衬衫及牛仔自动缝制设备、其他业务收入占比分别为 86.4%、10.3%、3.0%、0.4%。其中工业缝纫机是公司主要收入及利润来源，2015-2024 年营收占比均超过 80%。

图 5：2015-2024 年公司产品收入结构



资料来源：Wind，长江证券研究所

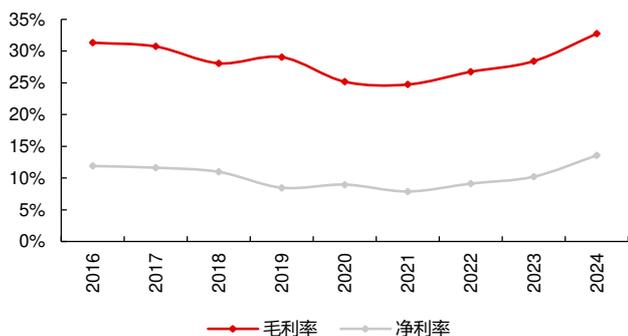
图 6：2015-2024 年公司产品毛利润结构



资料来源：Wind，长江证券研究所

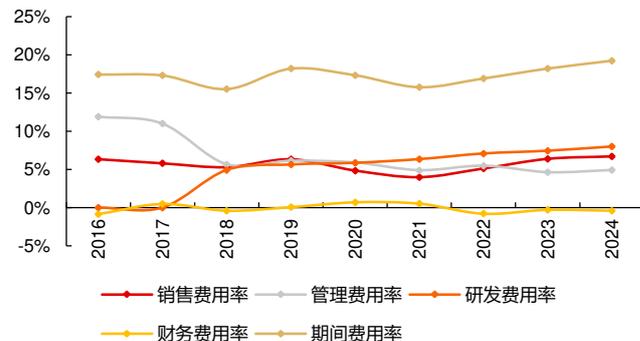
公司近年来盈利能力有所回暖，研发费用率逐步提升。2024 年公司毛利率达 32.76%，相较上年同期提升 4.35 pct；净利率 13.57%，同比提升 3.37 pct，2021~2024 年盈利能力实现了持续增长。从费用端来看，2024 年公司期间费用率 19.3%，同比提升 1.0 pct。公司 2022~2024 年研发费用率分别为 7.1%/7.5%/8.0%，持续加大研发创新投入。

图 7：2016~2024 年公司毛利率及净利率



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 8：2016~2024 年公司期间费用率情况



资料来源：Wind，长江证券研究所

持续制定股权激励计划，稳固核心人员，彰显公司长期发展信心。公司于 2018、2020、2022、2024 年分别制定了四期股权激励计划，激励对象以技术骨干、核心员工为主，纳入激励对象的人员在公司的技术、研发、管理、销售等方面发挥着重要作用。从股权激励目标来看，公司内部制定目标较为严格，目标具有一定完成难度，体现了公司持续追求更高的经营成果的计划与决心。

表 1: 公司股权激励情况

激励标的物	授予日期	授予数量	占股本总额	授予人数	授予价格	考核年度	考核目标	解除限售比例
第一期 限制性股票	2018.11.28	168 万股	0.55%	12 人	16.45 元/股	目标 1	2018 相比 2017 年，2018 年净利润增长率不低于 45%或销售收入增长率不低于 47%	40%
							2019 相比 2017 年，2019 年净利润增长率不低于 110%或销售收入增长率不低于 98%	30%
							2020 相比 2017 年，2020 年净利润增长率不低于 205%或销售收入增长率不低于 168%	30%
						目标 2	2018 相比 2017 年，2018 年净利润增长率不低于 45%或销售收入增长率不低于 47%	40%
							2019 相比 2017 年，2019 年净利润增长率不低于 81%或销售收入增长率不低于 76%	23%
							2020 相比 2017 年，2020 年净利润增长率不低于 136%或销售收入增长率不低于 121%	22%
第二期 限制性股票	2020.9.9	124.32 万股	0.28%	9 人	9.40 元/股	2021 以 2019 年净利润为基数，2021 年净利润增长率不低于 50%	45%	
						2022 以 2019 年净利润为基数，2022 年净利润增长率不低于 88%	35%	
						2023 以 2019 年净利润为基数，2023 年净利润增长率不低于 125%	20%	
第三期 限制性股票 (首次) 股票期权	2022.3.4 (首次)	369.30 万股	0.83%	208 人	12.12 元/股	目标 A	2022 2022 年营业收入不低于 81.00 亿元或净利润不低于 8.50 亿元	30%
							2023 2022 和 2023 年累计营业收入不低于 190.35 亿元或累计净利润不低于 19.98 亿元	30%
							2024 2022、2023 和 2024 年累计营业收入不低于 337.97 亿元或累计净利润不低于 35.48 亿元	40%
						目标 B	2022 2022 年营业收入不低于 69.00 亿元或净利润不低于 6.90 亿元	18%
							2023 2022 和 2023 年累计营业收入不低于 148.35 亿元或累计净利润不低于 14.84 亿元	18%
							2024 2022、2023 和 2024 年累计营业收入不低于 239.60 亿元或累计净利润不低于 23.96 亿元	24%
						目标 A	2022 2022 年营业收入不低于 81.00 亿元或净利润不低于 8.50 亿元	30%
							2023 2022 和 2023 年累计营业收入不低于 190.35 亿元或累计净利润不低于 19.98 亿元	30%
							2024 2022、2023 和 2024 年累计营业收入不低于 337.97 亿元或累计净利润不低于 35.48 亿元	40%
						目标 B	2022 2022 年营业收入不低于 69.00 亿元或净利润不低于 6.90 亿元	18%
							2023 2022 和 2023 年累计营业收入不低于 148.35 亿元或累计净利润不低于 14.84 亿元	18%
							2024 2022、2023 和 2024 年累计营业收入不低于 239.60 亿元或累计净利润不低于 23.96 亿元	24%
第四期 限制性股票	2023.10.20 (首次)	825.30 万股	1.70%	264 人	10.62 元/股	2023 经营活动产生的现金流量净额不低于 9 亿元或者净利润率不低于 9.12%	40%	
						2024 经营活动产生的现金流量净额不低于 10 亿元或者净利润率不低于 9.2%	30%	
						2025 经营活动产生的现金流量净额不低于 11 亿元或者净利润率不低于 9.3%	30%	

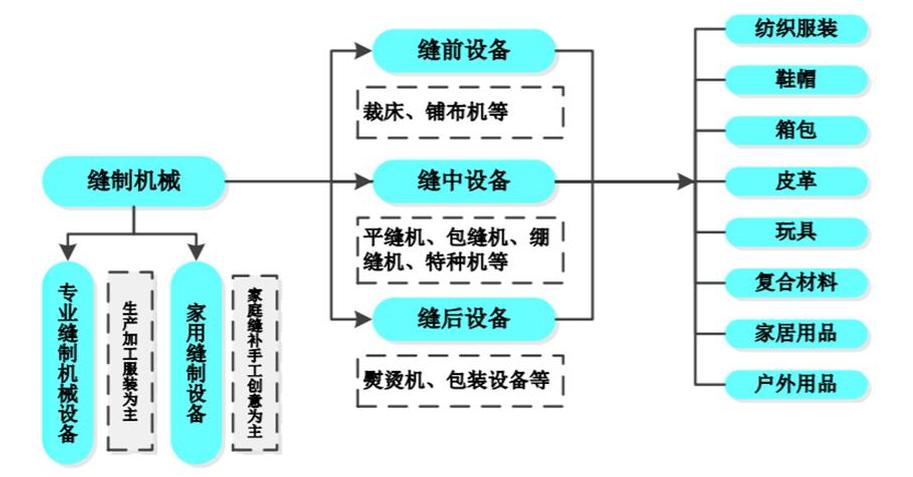
资料来源：公司公告，长江证券研究所（注：股本总额以激励计划草案公告时为计算基数）

行业周期性强，设备更新替换为重要驱动

缝制机械行业周期性强，设备更新替换为重要动因

缝制机械行业是以缝纫机为主的专用设备制造业，有较长产业链。产业链上游是包括生铁、电机、电控等在内的一系列生产缝制机械所需的原料。产业链中游是各种缝制设备。按缝制工序先后分类，缝制设备主要包括三大类：缝前设备、缝中设备和缝后设备。缝前设备主要包括裁床、铺布机等用于裁剪、铺开布料等缝纫前道工序的加工设备；缝中设备主要包括平缝机、包缝机、绷缝机和特种机等用于缝纫工序的加工设备；缝后设备主要包括熨烫、包装设备等。平缝机是服装等制造过程中最多使用的机种，能完成拼缝、合缝等多种工序。

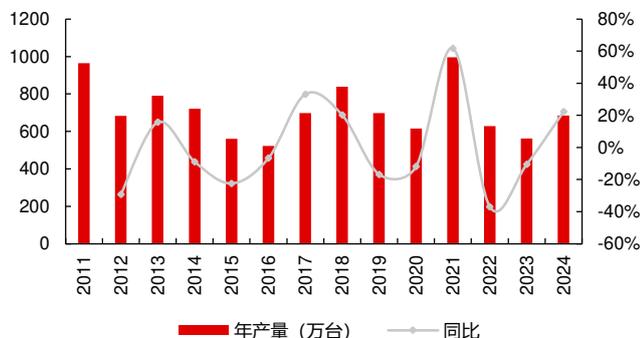
图 11：工业缝纫机属于缝制机械里的缝中设备



资料来源：杰克股份招股说明书，长江证券研究所

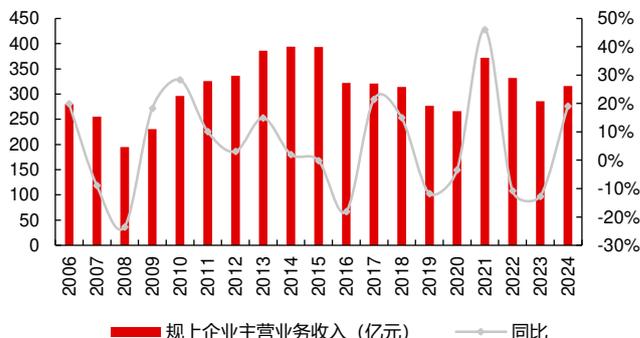
缝制机械行业周期性明显，设备更新替换和新技术趋势为更新替换重要动力。从年产量数据来看，行业经历了多个周期波动。2013/2018/2021 为前几轮行业高点，在 2016/2020/2023 年行业周期筑底。规上企业营业收入也呈现明显的周期性波动。历史上来看，缝制设备行业的周期通常在 3-4 年左右。

图 12：全行业工业缝纫机产量呈现周期性波动



资料来源：中国缝制机械协会，长江证券研究所

图 13：规上企业营业收入呈现周期性波动

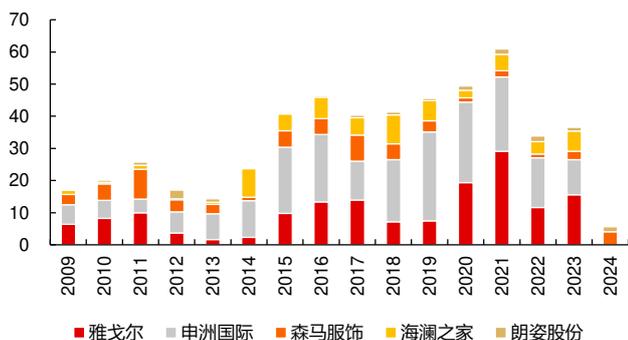


资料来源：中国缝制机械协会，长江证券研究所

行业景气度受下游纺织服装产业需求波动影响较大，下游服装企业的资本开支呈现周期属性，采购需求因而波动。同时，由于老旧设备影响生产效率，设备的更新替换及新技术趋势成为推动行业增长的重要动力。

当前，服装行业近年来呈现“小单快反”趋势。由于消费端个性化需求增强、电商及社交媒体驱动等因素，行业对于快速推出新版型设计、快速响应市场需求变化、缩短服装生产周期、降低库存风险的要求较高，进而要求服装工厂具备更高的生产灵活性和自动化水平，适应小批量、多品种的生产需求，推动智能缝制设备、柔性制造系统、数字化管理等新技术的发展。

图 14：头部服装企业资本开支呈周期性（亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 15：小单快反新趋势驱动行业设备更新替换



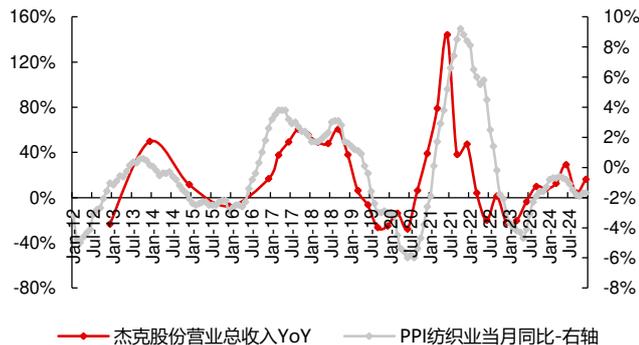
资料来源：杰克科技官方微信公众号，长江证券研究所

内销：小单快反驱动行业更新替换，缝制设备发力效率提升

公司的营业收入与行业景气度相关性较高。服装出口数据体现全球市场修复，服装产业出口交货值从 2024Q1 开始累计同比修复。

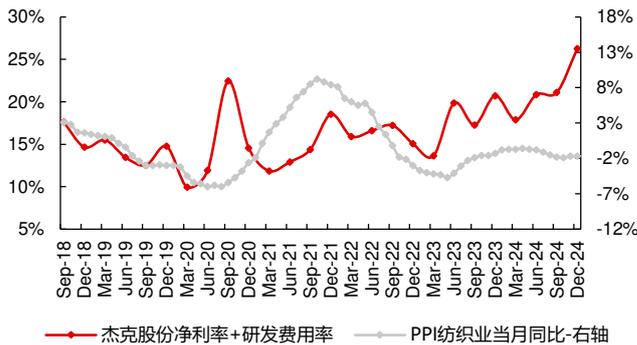
盈利能力持续提升，公司净利润增速突出。2023 年以来，杰克股份的净利率水平呈现上行趋势，且提升速度超出行业回暖速度，带动公司净利润快速增长。

图 16：公司营业收入与纺织行业景气度相关性较高



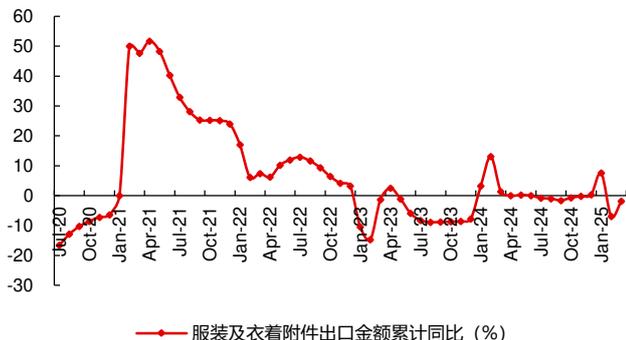
资料来源：Wind，国家统计局，长江证券研究所

图 17：新一轮上行周期中，杰克股份净利率、研发费用率持续提升



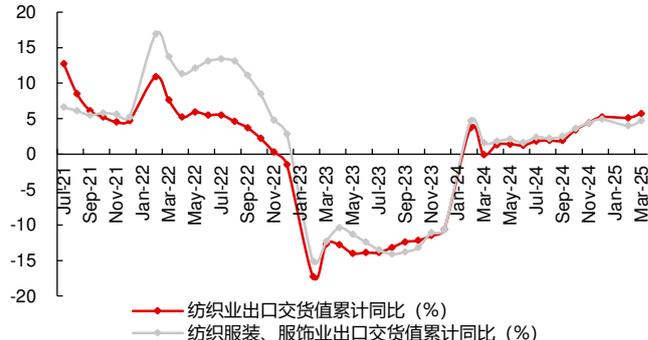
资料来源：Wind，国家统计局，长江证券研究所

图 18: 服装及衣着附件出口金额累计同比持平为主



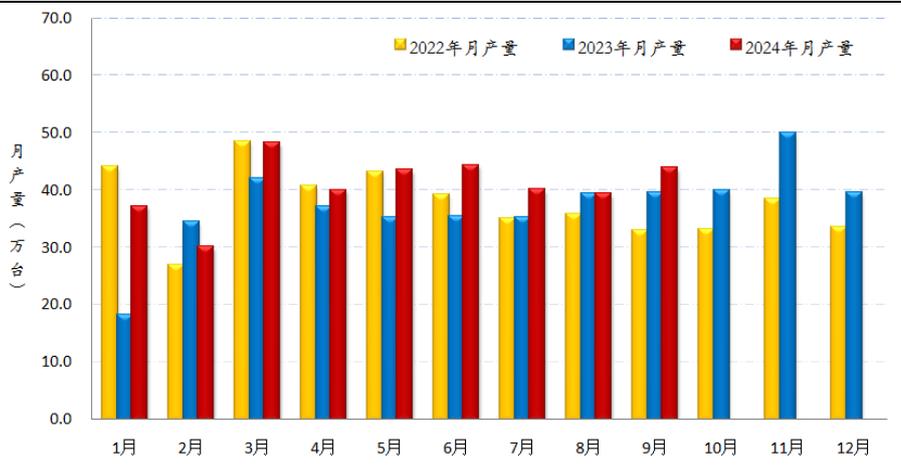
资料来源: Wind, 海关总署, 长江证券研究所

图 19: 纺织、服装产业出口交货值累计同比修复



资料来源: Wind, 国家统计局, 长江证券研究所

图 20: 2024 年各月份缝制设备内销量以增长为主 (万台)



资料来源: 中国缝制机械协会, 长江证券研究所

缝制设备行业正迎来技术革新, 传统老旧设备逐步被高效、智能化的新设备所替代, 以提升生产效率和降低人工成本。随着市场需求的变化, 小单快反生产模式成为行业发展的重要趋势, 推动企业加快设备升级, 以实现更灵活的生产调度、更快速的订单响应和更精细的质量控制。

缝制设备当前数字化/智能化升级方向包括数字化设计、数字化集成两类, 关键技术主要集中于检测系统、自动剪/断线机构、自动送料、光机电一体化和数字驱动控制技术等, 以及引入新技术手段, 例如语音交互系统、机器视觉感知系统、预测故障系统、数据管理系统、自动感应系统和嵌入式系统技术等。

表 2: 缝制设备行业数字化/智能化发展代表性技术——单机设备

代表方向	代表产品及技术优势
智能多功能缝纫机	杰克“快反王”，搭载了九脑章鱼芯片和大力猿电机的 AMH 面料自适应系统，解决了缝纫机不能同时适应极厚、极薄、极弹等面料的问题
智能夹线包缝机	上海富山，HX8V-II 包缝机，以全球首创线张力自平衡的智能技术，让线迹自美观，全面提升缝制品质，包缝系列更是化繁为简，大幅减轻工人操作强度，提升工作效率
全功能/定制化/无须模板的模板机	上海富山重构模板机为智能缝纫平台，浙江中捷无须模板的模板机等;模块化设计，实现了缝制过程中的上下分离、高速和稳定
多运动轨迹/多功能平缝机	浙江美机，电子送料牙齿 4 种运动轨迹 Q8T 平缝机、自适应数字 X5T 包缝机等，解决了生产面料快速切换的需求，提高服装工厂效率和服装缝制质量
快相应、低噪声步进款包缝机	浙江中捷，通过结构优化，压脚高度实现了数字调整，薄厚料切换机构传感器自动调节，采用了真正的伺服电机技术，做到了快响应、低噪声

资料来源:《智能制造》_李丽等, 长江证券研究所

本轮内销周期, 杰克股份顺应行业小单快反趋势, 推出“快反王”、“过梗王”等爆品。“快反王”引入 20 万台数据模型+10000 次/秒的九脑算力芯片+智能 AI 算法, 叠加高扭矩电机, 实现设备能够智能感知需要缝制的面料, 调整缝制力度, 从而做到缝制多种款式、面料时不需要停机换针, 提升缝制效率。“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, 对厚、薄、弹、硬等各种梗位能全速过梗不降速。

据中国服饰微信公众号援引公司副总裁的计算, 用“快反王”可以有效减少换款停工等待时间, 减少上门服务费用, 减少跳针断线频率, 生产效率比传统机器最少快 5%以上, 一家 50 人的小型服装厂一年可以多赚 17.5 万元。因此两款设备成功打造爆品, 上市首日取得行业欢迎。截至 2024 年 11 月, 两款设备合计销量超 80 万台。

图 21: 快反王上市首日订单超 15 万台



资料来源: 冷启动爆品研究微信公众号, 长江证券研究所 (注: 该机构为杰克股份爆品营销合作伙伴)

图 22: 过梗王上市首日订单超 5.1 亿元



资料来源: 冷启动爆品研究微信公众号, 长江证券研究所

杰克股份推行缝制设备行业成套智联解决方案, 发力自动化生产系统。成套智联综合了大数据挖掘和人工智能技术等新一代信息技术, 助力企业借助数字技术改变业务模式、流程和布局, 实现自动化制造和精益生产。

表 3: 缝制设备行业数字化/智能化发展代表性技术——生产系统

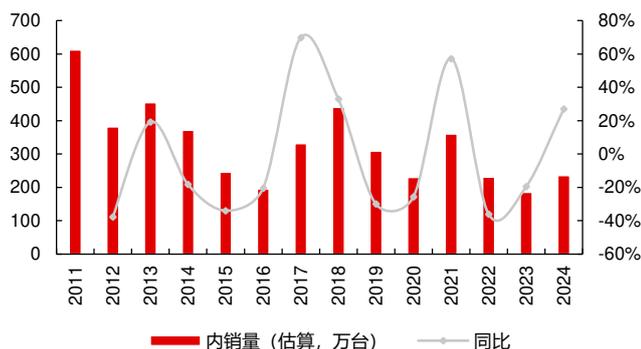
代表方向	代表产品及技术优势
缝制设备行业成套智联解决方案	杰克, 集成了数字板房、面辅料仓储、智能裁剪、吊挂缝绉、后道分拣、成品仓储及 MES、WMS、APS 等软硬件为一体;实现设备与系统之间的无缝对接, 缝绉机操作屏与管理系统集成, 以及仓储空间利用和捡练费时费力问题, 大幅提升综合效率
服装智能全流程智能制造	阿里巴巴, 犀牛智造操作系统(MOS), 通过全息数字车间、动态生产排程、资源统筹调度和质量效率数据闭环等, 实现生产过程的实时感知、高效决策、远程管控及工艺技术的持续改善, 打造好品质高效生产的数字化最佳实践;助力服装制造商降本提效、打造柔性快反的供给能力
5G 智慧工厂	361°, 项目整合了多终端(工业平板、AGV、吊挂等), 多生产系统(服装制造 MES 软件、服装高级排产软件、WMS、SCM 和服装标准系统软件等), 多数据载体的信息化平台, 实现生产过程中的物料信息化, 产线信息流, 为精益生产提供有效的数据和系统支撑

资料来源:《智能制造》_李丽等, 长江证券研究所

外销: 得益于产业转移, 全球份额提升, 缝制设备外销增长空间广阔

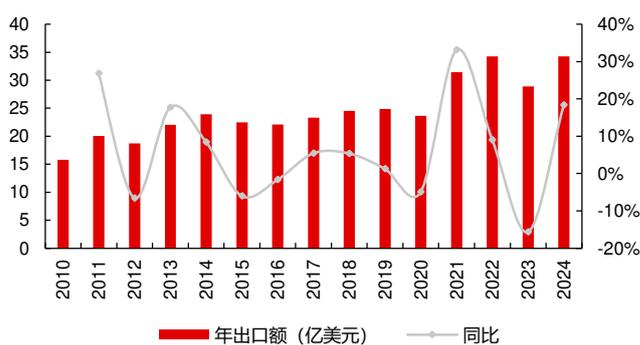
总体来看, 缝制设备内销的周期性比外销更加突出, 外销量具备一定的周期性, 但总量上以增长趋势为主, 其主要原因 1) 纺织、服装产品加征关税下, 中国服装企业布局全球产能; 2) 国内服装设备逐步在海外替代日本设备, 全球份额提升。

图 23: 行业内销周期性, 内销量高点呈下降趋势



资料来源: 中国缝制机械协会, 长江证券研究所

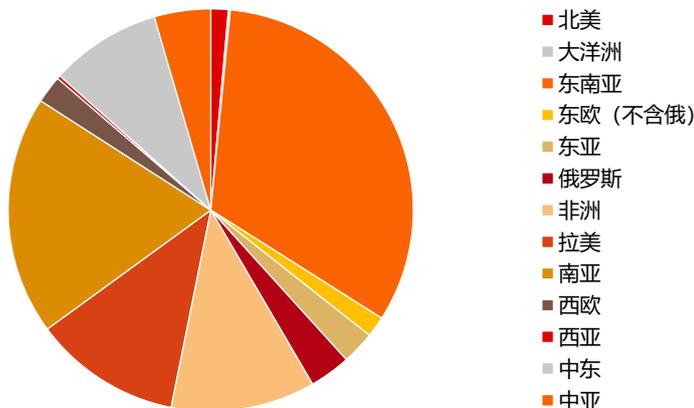
图 24: 行业年出口量具备周期性, 但总体成上行趋势



资料来源: 中国缝制机械协会, 长江证券研究所

当前, 中国缝制设备出口主要面向东南亚、南亚、东亚等地区, 这些地区以及中国为全球主要的纺织服装生产国, 也是全球主要的纺织服装出口国, 生产出的服装面向全球市场销售。

图 25：中国缝制设备出口分地区占比（2024 年，金额口径）



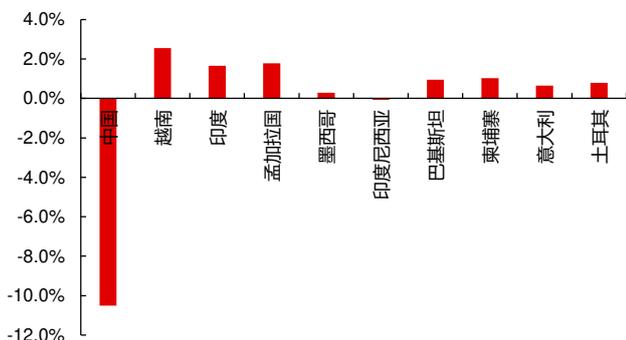
资料来源：海关总署，长江证券研究所

全球服装制造业重心正向新兴经济体转移。这一方面由于中国在全球比较成本优势削弱。例如，根据上海服装行业协会，孟加拉国服装工人工资不到中国沿海地区的 1/4，在成衣缝制环节具有明显成本优势。此外，中国服装制造行业招人困难也成为影响中国服装制造业的重要因素。

但产业链集群的缺失限制服装产业的转移速度。中国、越南等国经过多年发展，形成了配套完善的纺织服装产业集群，从面料、辅料、染整到制衣一条龙，但非洲、拉美地区基础化工产业链的缺乏，纺纱织布能力的缺乏，使其供应链当前仍然难以满足大规模的服装生产需求。

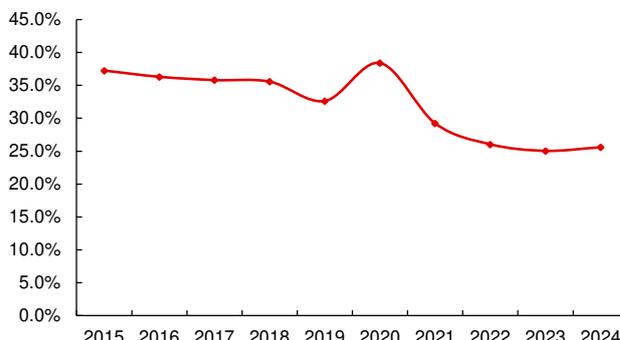
关税政策或加速这一进程。美国施加 301 关税政策以来，服装企业加快向东南亚（越南、孟加拉、印度等）和拉美（墨西哥等）等地区转移供应链，以规避高额关税。部分中国企业在这一过程中通过海外建厂的方式全球化布局产能，以规避关税影响。截至 2024 年，美国进口的服装&纺织品中，来自中国的比例从 2018 年的 35.6% 降至 2024 年的 25.6%。

图 26：2018-2024 年美国进口的服装&纺织品中，中国份额下降明显



资料来源：Trademap，长江证券研究所

图 27：2018 年以来美国进口的服装&纺织品中中国份额呈下降趋势明显



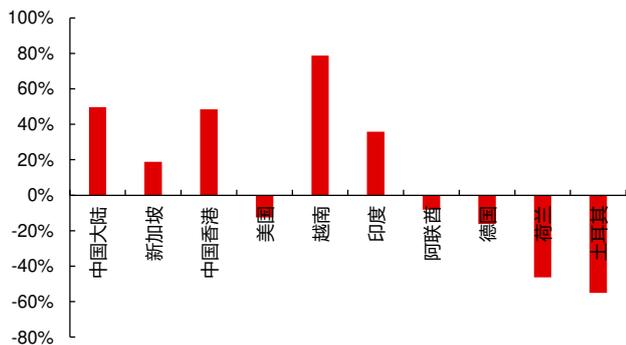
资料来源：Trademap，长江证券研究所

在产能转移趋势中，中国与日本作为缝制设备的重要供应商，出口了大量的缝制设备。其中，日本企业的优势为长期作为全球缝制设备龙头更强的品牌效应，以及早期更好的单机质量。而中国生产的缝制设备由于性价比和服务优势突出，在中小服装制造企业逐步替代日本企业份额。而在中大型企业，中国缝制设备企业加强智能制造应用领域的探

索，在缝制设备中引入机器视觉、吊挂、人工智能等先进技术，也有望从追赶地位转而引领行业发展。

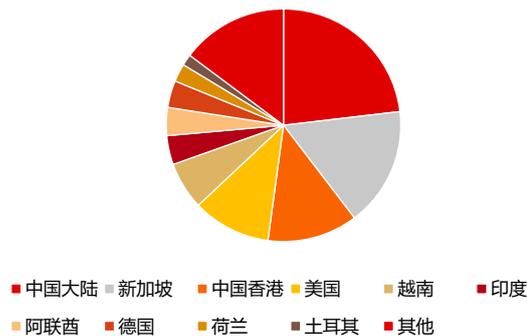
2024 年年底以来，海外周期回暖。2023 年受全球服装去库压力影响，海外缝制设备采购承压，中国与日本缝制设备出口量均出现同比下滑。2024 年以来，中国与日本缝制设备出口呈现回暖趋势。

图 28：日本缝制设备 2024 年出口增速（金额口径）



资料来源：中国缝制机械协会，长江证券研究所

图 29：日本缝制设备 2024 年出口占比（金额口径）



资料来源：中国缝制机械协会，长江证券研究所

表 4：中国缝制设备分地区出口金额增速

	东南亚	非洲	拉美	南亚	中东	中亚	总计
2016	5.3%	-11.5%	-23.4%	2.7%	6.8%	27.4%	1.3%
2017	-7.7%	4.8%	28.2%	11.4%	14.3%	126.6%	6.4%
2018	31.5%	40.5%	27.9%	17.8%	-9.4%	53.8%	20.2%
2019	10.0%	9.1%	-9.9%	-1.9%	-2.0%	15.3%	2.1%
2020	-34.6%	1.2%	13.0%	-21.6%	33.0%	-33.0%	-15.0%
2021	48.3%	23.7%	43.7%	68.4%	39.6%	85.1%	46.4%
2022	23.8%	-24.6%	13.0%	23.5%	30.5%	10.2%	14.5%
2023	-46.9%	21.3%	-20.8%	-32.0%	-16.7%	43.1%	-23.7%
2024	65.2%	32.7%	8.5%	27.9%	-17.0%	-35.2%	16.5%

资料来源：海关总署，长江证券研究所

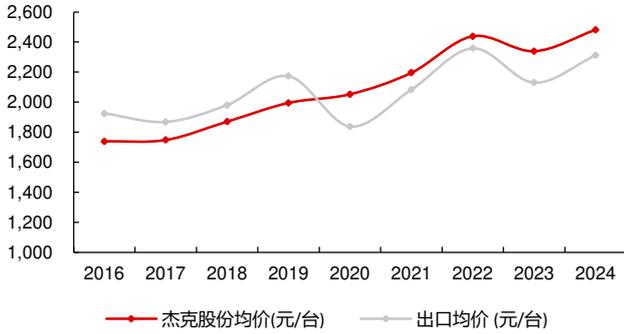
杰克股份：从性价比&服务领先到技术引领

性价比突出，紧跟行业需求，奠定全球份额第一

杰克股份凭借较高的性价比，在全球市场上具备竞争优势，相较于日本工缝设备，杰克股份的设备均价显著低于日本品牌。

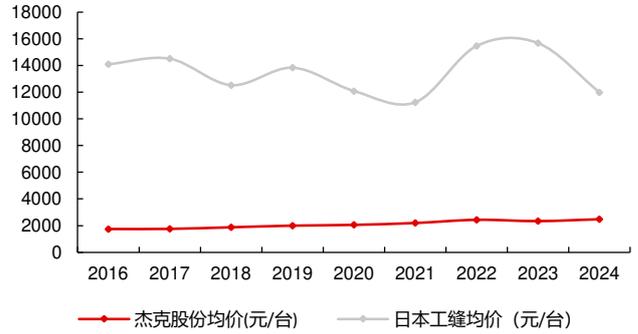
公司近年来持续向高端化、智能化方向发展，产品附加值不断提升，带动均价逐步上升。自 2016 年以来，杰克股份设备均价由 1739 元/台提升至 2024 年的 2482 元/台，均价已逐步超越行业整体出口均价。

图 30: 杰克股份设备均价从低于到逐步超越中国设备出口均价



资料来源: 公司公告, 海关总署, 长江证券研究所

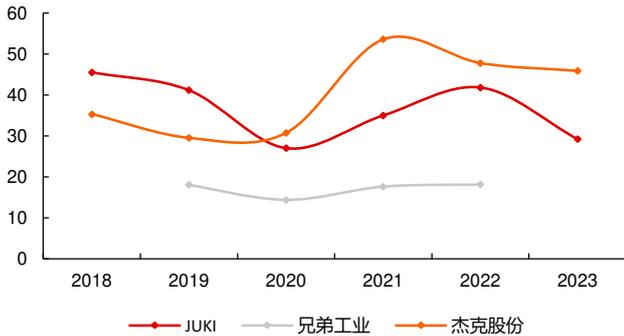
图 31: 杰克股份设备均价相较日本工缝均价差异较大



资料来源: 公司公告, 海关总署, 长江证券研究所 (注: 价格差异较大大部分因为日本公司销售价格较贵的模板机、特种机较多)

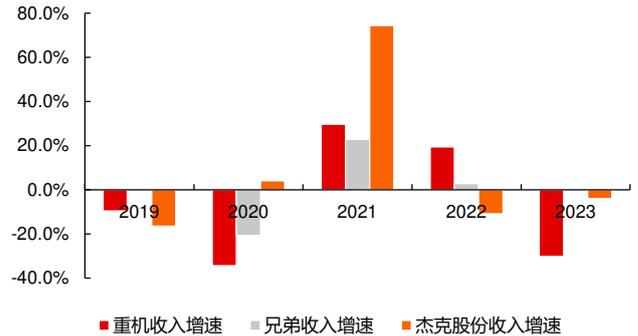
紧跟行业需求, 积极扩充产能。2021 年, 全球缝制设备需求旺盛, 行业迎来高景气周期。杰克股份把握市场机遇, 积极响应行业需求, 通过扩充产能的方式, 营收增长大幅领先日本竞争对手。

图 32: 杰克股份在 2020-2021 年收入全面超越日本企业 (亿元)



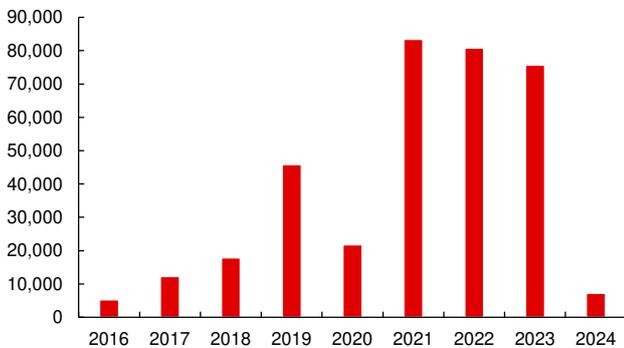
资料来源: Wind, 长江证券研究所 (注: 仅比较缝纫机收入, 其中兄弟工业以财年计)

图 33: 杰克股份在 2020-2021 年收入增速领先行业



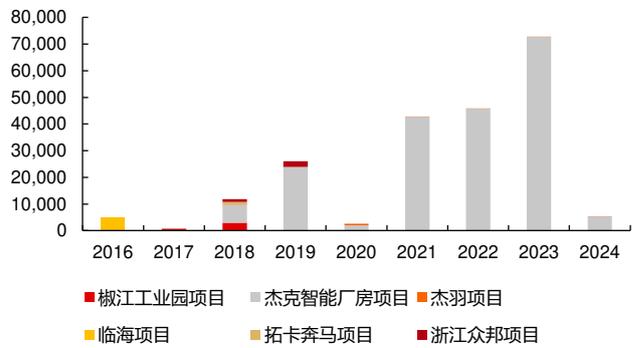
资料来源: Wind, 长江证券研究所 (注: 仅比较缝纫机收入, 其中兄弟工业以财年计)

图 34: 杰克股份在建工程在 2021-2023 年保持较高水平 (万元)



资料来源: Wind, 长江证券研究所

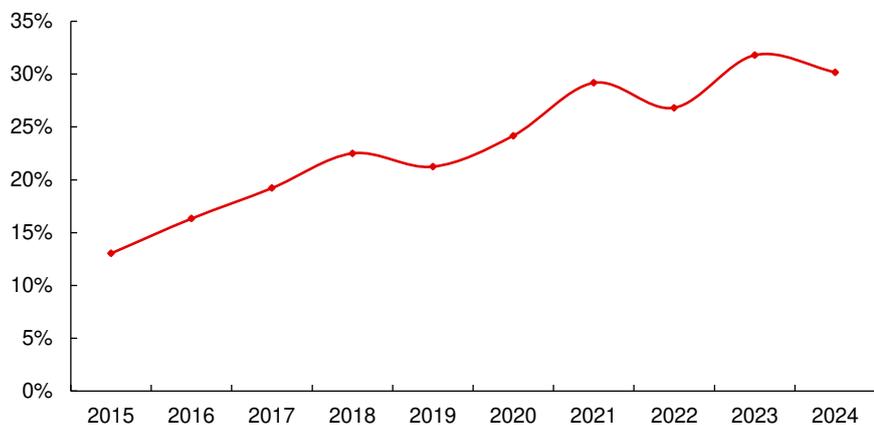
图 35: 杰克股份当前建设以杰克智能项目为主 (万元)



资料来源: Wind, 长江证券研究所

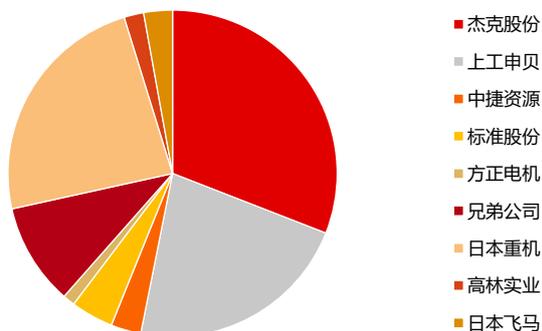
杰克股份成功跃升为全球市场份额第一。2015~2024 年，公司份额短期虽有波动，但整体上行趋势明确。到 2024 年，杰克股份占中国企业的销量份额达到 30.17%。销售额角度，2023 年杰克股份营收在全球头部企业中占比 31%，份额达到全球第一。

图 36：2024 年，杰克股份销量份额为 30.17%保持高位



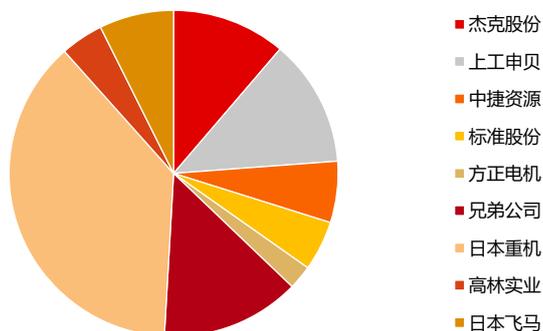
资料来源：公司公告，中国缝制机械协会，长江证券研究所

图 37：2023 年杰克股份营收在全球头部企业中占比 31%



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 38：2015 年杰克股份营收在全球头部企业中占比 11%

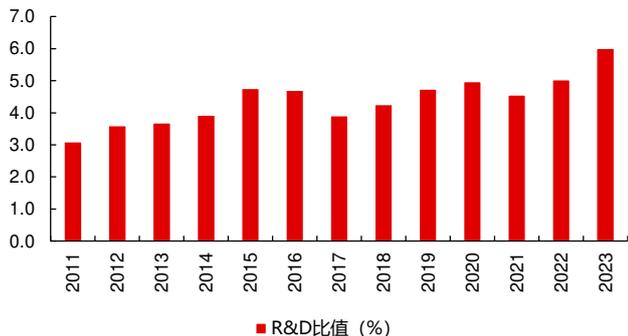


资料来源：Wind，长江证券研究所

技术领先：重视研发，积极投入

杰克股份在研发投入上领先行业。当前缝制设备行业普遍重视研发，全行业科研总投入占比呈提升趋势，其中杰克股份的研发费用率在 2017 年以来始终高于行业。考虑到公司销售收入业内领先，因此公司研发费用投入的金额在行业内优势更加明显。

图 39：全行业科研总投入占比呈提升趋势



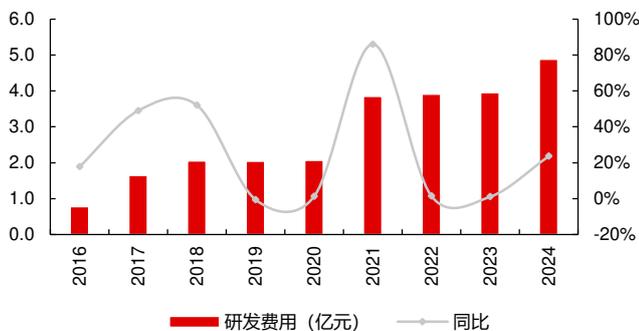
资料来源：中国缝制机械协会，长江证券研究所

图 40：2018 年以来，行业每年申报专利数量在 1700 件以上



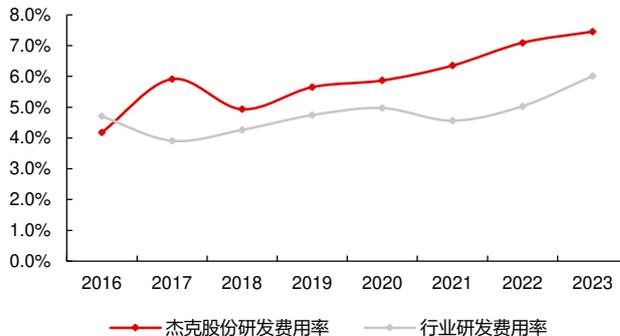
资料来源：中国缝制机械协会，长江证券研究所

图 41：杰克股份研发费用金额保持增长



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 42：杰克股份研发费用率高于行业



资料来源：中国缝制机械协会，Wind，长江证券研究所

公司也重视研发成果的转化，取得突出的科技成果。截至 2023 年底，行业国家级企业技术中心（研发中心）仅 3 家，杰克股份为其中之一。公司在 2023 年度中国轻工业联合会科学技术奖中成果获一等奖。

表 5：2023 年度中国轻工业联合会科学技术奖中杰克股份获一等奖

项目名称	完成单位名称	等级
智能高效数字化自动裁剪产线	拓卡奔马、杰克	一等奖
云智能刺绣系统研发及个性化定制应用	大豪	二等奖
智能化高精度电控系统关键技术研发及应用	沪龙	三等奖
数控皮革切割机智能排版关键技术研究及应用	爱玛	三等奖

资料来源：中国缝制机械协会微信公众号，长江证券研究所

承接国家重点专项，引领缝制机器人发展

服装制造行业为人员密集性行业，成本、招聘压力大，当前行业经验丰富的工人招聘难度高。因此缝制设备行业持续探索自动化、智能化升级。

截至目前，特定纺织、服装产品已经能够实现自动化生产。1) 针织、编织服装：慈星股份一线成型横机能够针织毛衫的一次成型编织，取消套口、缝合的工序，节省人工和成本，实现一线成衣。2) 自动刺绣机：兄弟工业等开发的自动刺绣机能够根据输入的图形

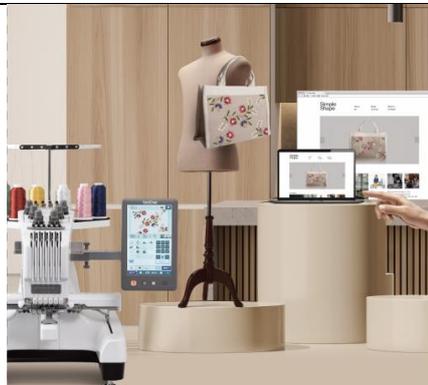
完成多种绣品的生产。3) 家纺自动缝制：宏华数科旗下 texpa 自动缝制设备能够完成毛巾布、桌布、床上用品、窗帘、毯子等的裁剪、缝纫、折叠、包装工作。

图 43：慈星股份一线成型横机



资料来源：慈星股份公司官网，长江证券研究所

图 44：兄弟工业自动刺绣机



资料来源：兄弟工业公司官网，长江证券研究所

在缝制设备行业，自动化设备已经能够完成印刷、裁剪、折叠等特定环节。1) 多层裁床：杰克股份奔马高精度裁床能够完成针织、梭织、厚料、薄料、简单、复杂的纺织品的裁剪工作，可以有效对人工形成替代。2) 宏华数科 single pass 数码印花设备：既能实现传统圆平网一样的印刷速度，也可以满足多种花色的个性化需求，同时可以在线上浆，提升印染效率。

图 45：杰克股份奔马智能裁床



资料来源：奔马官网，长江证券研究所

图 46：宏华数科 single pass 数码印花设备



资料来源：Inknet，长江证券研究所

当前成衣缝制为缝制设备企业最难以实现自动化的场景之一。SoftWear Automation 开发了自动生产 T 恤、牛仔裤部件的设备 Sewbots。其分析认为，缝纫很难实现自动化的原因之一是因为纺织品在加工过程中会聚束和拉伸。人手擅长在织物通过缝纫机时保持织物井井有条。但工业机器人通常不够灵巧，无法处理这项任务。Sewbots 使用计算机视觉来分析布料，辨别缝纫位置，并模仿人类对缝合接缝或完成边缘的调整。Sewbots 还可以识别纺织品变形，并在材料穿过缝纫头时实时调整材料。Sewbots 的错误率仅为 0.7%，据其客户表示，自动化系统每 22 秒可以生产一件 T 恤，每天的产量为 80 万件 T 恤，并将每件 T 恤的人工成本降低至约 33 美分。

但 Sewbots 仍有大量未能解决的问题。1) 服装面料的复杂性问题。没有两批棉花是完全相同的，织物和染料的变化使事情进一步复杂化。随着服装企业对于面料的探索创新，大量的科技面料引入增加了面料的复杂性。每一种变化都可能需要重新校准系统，中断运营，SoftWear 必须训练其机器做出相应的响应。2) Sewbots 难以在不同种类服装中

灵活切换。Polo 衫的缝制方式与涤纶裤子的构造方式大不相同，为不同的面料剪裁和缝制不同的针迹开发新的工作线既复杂又昂贵。且一旦生产开始制作一种服装，就很难快速重新配置 Sewbots 以制造其他东西。SoftWear 专注于 T 恤以避免服装切换的问题，但这使得 Sewbots 只适合与特定客户合作或以个性化的服装工作室形式存在，而不满足当代服装代工厂多品类、小单快反的需求。3) Sewbots 的定价昂贵，其解决方案月租金在 5000 美元，这可能适合欧美市场，但超过了中国、东南亚、南亚等主要服装生产地区的人工工资。

图 47: SoftWear Automation 开发的 Sewbots 产品



资料来源: TexSpaceToday, 长江证券研究所

杰克股份凭借丰富的服装行业生产经验，产品定义更加贴近现代服装代工厂生产需求。面向“小单快反”爆品的成功实践体现杰克股份对服装行业换款频繁影响效率的核心痛点认知充分，而长期服务服装工厂的经验为其提供更多场景落地、合作研发的机会。

人形机器人技术的引入使缝制设备更加智能化成为可能。例如引入传感器、机器视觉，对于效率最高的人工动作路径进行收集、模拟；引入灵巧手完成对布料的抓握、移动、精准投放；引入电子皮肤增加对不同面料的识别能力。

在缝制机器人领域，公司引领行业，成为国家级重点专项牵头单位。

2024 年 10 月，杰克股份引入两位哈佛大学博士、博士后，两位博士研究方向为机器视觉、图像处理、人工智能、大数据及算法等前沿科技领域。

2025 年 3 月 19 日，国家重点研发计划“智能机器人”重点专项——“自主缝制作业机器人系统研制与应用验证”项目启动。项目由杰克公司作为主承担单位，国内一流高校和珞石科技、北京软件机器人等 2 家机器人行业头部企业共同参与。

图 48：自主缝制作业机器人国家重点研发计划专项启动会



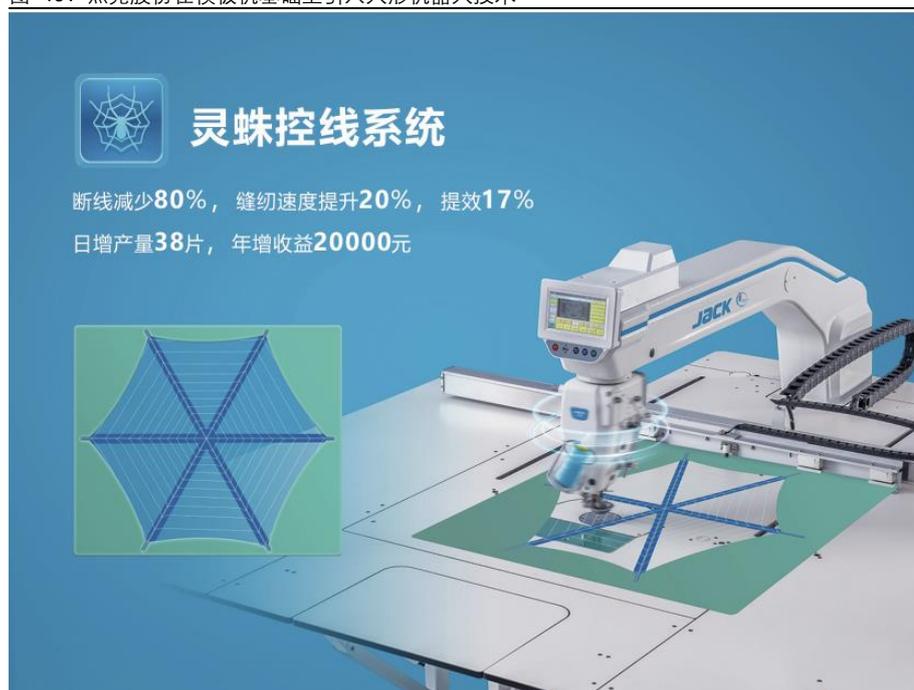
资料来源：中国国际缝制设备展览会微信公众号，长江证券研究所

项目以“机器人+人工智能”为核心，重点研发具备自主决策和执行能力的缝制机器人系统，通过多模态感知技术、智能路径规划算法及高精度柔性控制技术，实现缝料机器人抓取、展平、堆叠及实时缝制协同。

项目执行年限 3 年，共设织物形态实时检测、裁片精准抓取、机器人缝制协同、缝制质量实时智能评价、系统集成及应用示范等 5 个子课题。项目将完成满足贴袋、开袋等 5 类缝制场景的全套机器人缝制系统装备的研制及 50 台套以上的产业化应用，实现从布料识别、自动裁剪到缝纫加工的全流程无人化操作。

2024 年，杰克股份高端产品研发取得里程碑进展，高端 AI 缝纫机原型样机成功落地，“杰克 1 号”人形机器人、无人模板机等“机器人+AI 人工智能+缝制机械”多技术融合的智能高端产品初具雏形。当前公司处于人形机器人的研究及与大客户的联合开发阶段，预计 2026 年下半年面向市场发布人形机器产品。第一阶段公司规划引入机器人技术，与当前能够对于部分成熟工序进行自动化生产的模板机结合，增加模板机覆盖多种工序的能力。

图 49：杰克股份在模板机基础上引入人形机器人技术



资料来源：杰克股份公司官网，长江证券研究所

当前，服装制造行业仍以劳动密集型模式为主，生产环节对熟练工人依赖度较高。然而，劳动力成本上升、用工短缺问题及对生产效率、柔性生产的要求，正推动行业向自动化、智能化方向发展。缝制机器人能够减少人工依赖、提升生产稳定性、降低成本，在复杂工艺环节逐步替代人工操作。随着 AI 视觉识别、自动送料、智能缝纫等技术进步，缝制设备的自动化水平和附加值有望持续提升，助力缝制机械行业规模进一步扩张。

风险提示

- 1、行业竞争加剧风险。缝制机械行业竞争充分，产品同质化程度较高，同时行业周期性和季节性波动突出，因而对企业的采购、生产、人员调配、资金管理及销售运营提出更高要求，若应对不当，可能对公司经营产生不利影响。
- 2、全球贸易与汇率风险。公司海外市场覆盖亚洲、南美、欧洲、非洲等地，外销占收入比例较高，海外国家的需求波动、政局不稳定、外汇短缺等问题均可能影响缝制设备出口，而对企业业绩造成压力。同时，外销产品以美元结算，境外子公司主要使用欧元，汇率市场将对公司盈利水平带来不确定性。
- 3、研发拓展不及预期风险。公司重点推进爆品创新及缝制机器人研发，涉及行业前沿技术，若技术突破、市场认可度或产业化进程不及预期，可能影响公司研发投入向业绩转化，致公司业绩增长不及预期。
- 4、盈利预测假设不成立或不及预期的风险。当前美国拟对中国与东南亚地区纺织产品加征关税。虽然公司直接出口美国收入占比较低，但若终端需求受到关税影响不及预期，则可能对公司营业收入、盈利能力造成不利影响。据此进行敏感性测算如下表：

表 6：不同销量、售价下 2025 年归母净利润相较原始预期敏感性分析

		营业收入增长率			
		销量-5%	中性预期	销量+5%	
对应营收/成本增速		-4.35%	0%	+4.35%	
营业成本增长率	均价+5%	-4.41%	-3.76%	20.04%	43.83%
	中性预期	0%	-23.80%	0.00%	23.80%
	均价+5%	+4.41%	-43.83%	-20.04%	3.76%

资料来源：长江证券研究所

表 7：营业收入、盈利能力不及预期情境下归母净利润敏感性分析

	营收增速不及预期，盈利稳定			营收增速符合预期，盈利能力下滑			营收增速不及预期，盈利能力下滑		
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
营收增长率相较预期	-3.00%	-3.00%	-3.00%	0.00%	0.00%	0.00%	-3.00%	-3.00%	-3.00%
营业成本增长率相较预期	-3.00%	-3.00%	-3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	0.00%	0.00%	0.00%
营业总收入（百万元）	6,952.51	7,950.16	8,517.18	7,167.54	8,196.04	8,780.60	6,952.51	7,950.16	8,517.18
yoy	14.09%	14.35%	7.13%	17.62%	14.35%	7.13%	14.09%	14.35%	7.13%
毛利率	33.09%	33.75%	33.93%	31.09%	31.77%	31.95%	31.03%	31.71%	31.89%
归母净利润（百万元）	944.54	1,113.51	1,216.76	839.07	995.62	1,091.62	812.18	963.66	1,056.65
yoy	16.28%	17.89%	9.27%	3.30%	18.66%	9.64%	-0.01%	18.65%	9.65%

资料来源：长江证券研究所

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

看 好： 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数

中 性： 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平

看 淡： 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买 入： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%

增 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间

中 性： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间

减 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%

无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 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；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层
P.C / (100032)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、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。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知情形范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。