



买入（首次）

所属行业：机械

当前价格(元)：35.40

证券分析师

倪正洋

资格编号：S0120521020003

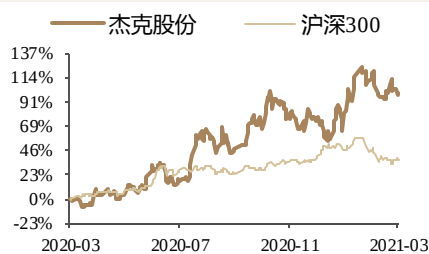
邮箱：nizy@tebon.com.cn

杨任重

资格编号：S0120521030002

邮箱：yangrz@tebon.com.cn

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-5.43	10.21	15.74
相对涨幅(%)	-0.03	15.88	17.02

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

需求复苏有韧性，盈利提升有空间

投资要点

- **缝制设备全球龙头，升级转型服装智能制造成套解决方案服务商。**公司聚焦缝制设备产业 25 年，工业缝纫机产销台数全球第一，近年来持续拓宽产品品类。公司创始人理念开明，公司治理优异，上市以来市占率持续提升；
- **行业周期回暖确定性较强，更新需求降低周期波动。**缝制设备的长期需求不悲观，小单快反的服装制造趋势和人工成本的持续提升会加大代工厂对于设备的投入，而代工龙头申洲国际过去 10 年设备投入增速高于收入增速。2018 年起国内设备更新需求开始逐步替代新增需求成为市场的核心驱动力，过去 20 年全球缝纫机 3 轮完整周期底部逐级抬升，未来需求波动性有望持续减弱。2020 年疫情抑制了代工厂设备更新的需求，同时缝制设备行业已经经历了两年的下行周期，未来 2-3 年行业需求的修复确定性较高，而高频数据也验证了近期的高景气度；
- **智能成套设备打开市场空间，持续替代熟练工人。**缝制机械自动化产品种类丰富，相关产品毛利率高于工业缝纫机，需求的本质是对人工尤其是熟练工的替代，全球服装制造业人工成本达 700 亿美元，可替代空间广阔。未来经济性的提升、新的商业模式和服装品质要求的提升会共同支撑服装制造智能化率提升。而杰克具备全品类自动化设备布局，有丰富的海外并购整合经验，有望通过成套设备销售的方式持续提升产品附加值与整体盈利能力。
- **杰克深挖护城河，全球市占率仍有较大提升空间。**高性价比的中国产品符合代工行业发展趋势，杰克已掌握一定行业定价权，当前价格下许多竞争对手已经难以盈利。上下游企业对杰克已具备较强忠诚度和黏性。公司通过品牌赋能经销商，立足中端、拓展中高端市场，并不断下沉渠道，对上游零部件供应商能够输出管理和技术，并给予较好的账期优惠，解决其经营痛点，与之共同成长。参考重机在日本 40~60% 的市占率，当前杰克 15%/22% 的全球/国内市占率还有很大提升空间；
- **投资建议。**未来 2 年行业需求有望持续上行，看好公司复制上一轮景气周期中市占率快速提升的路径。预计公司 2020~2022 年归母净利润 3.3、5.0 和 7.3 亿，对应 PE 分别为 48、32 和 22x，低于纺织服装行业龙头企业 2021 年 38x 的平均估值。公司仍在抢占市场份额的进程中，随着竞争格局的逐步稳定和规模效应的提升，净利率仍有较大提升空间，首次覆盖，给予“买入”评级；
- **风险提示：**1、疫情反复，全球服装消费复苏不及预期；2、公司市占率提升进度不及预期；3、原材料价格持续上涨。

股票数据

总股本(百万股)：	445.87
流通 A 股(百万股)：	444.49
52 周内股价区间(元)：	15.77-38.20
总市值(百万元)：	15,808.58
总资产(百万元)：	4,432.85
每股净资产(元)：	6.38

资料来源：公司公告

主要财务数据及预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	4,152	3,608	3,429	4,644	6,061
(+/-)YOY(%)	49.0%	-13.1%	-5.0%	35.4%	30.5%
净利润(百万元)	454	301	327	495	727
(+/-)YOY(%)	40.2%	-33.6%	8.4%	51.3%	47.0%
全面摊薄 EPS(元)	1.02	0.68	0.73	1.11	1.63
毛利率(%)	28.1%	29.1%	28.9%	28.0%	28.6%
净资产收益率(%)	18.2%	11.3%	11.0%	14.2%	17.3%

资料来源：公司年报（2018-2019），德邦研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

内容目录

1. 公司简介：缝制设备全球龙头，服装智能制造成套解决方案服务商.....	5
2. 行业周期回暖确定性较强，更新需求降低周期波动	7
2.1 全球服装制造业：需求不悲观，长期分散的下游造就设备商较强的议价能力	7
2.2 全球缝纫机需求判断：更新需求占据主导，周期性将持续减弱	10
3. 智能成套设备打开市场空间，持续替代熟练工人.....	12
3.1 全球服装制造业人工成本达 700 亿美元，杰克具备全品类自动化设备布局	12
3.2 经济性提升+新商业模式+品质要求共同支撑服装制造智能化率提升	14
3.3 展望未来：智能制造成套设备方案将进一步打开公司的成长空间.....	16
4. 深挖护城河，持续抢占全球份额.....	17
4.1 杰克全球市场份额有望持续提升，净利率具备长期提升空间	17
4.2 经销商：品牌赋能卓有成效，立足中端，下沉渠道并拓展中高端.....	21
4.3 供应商：输出管理和技术，与上游共同成长.....	22
5. 估值和盈利预测	23
6. 风险提示	25

图表目录

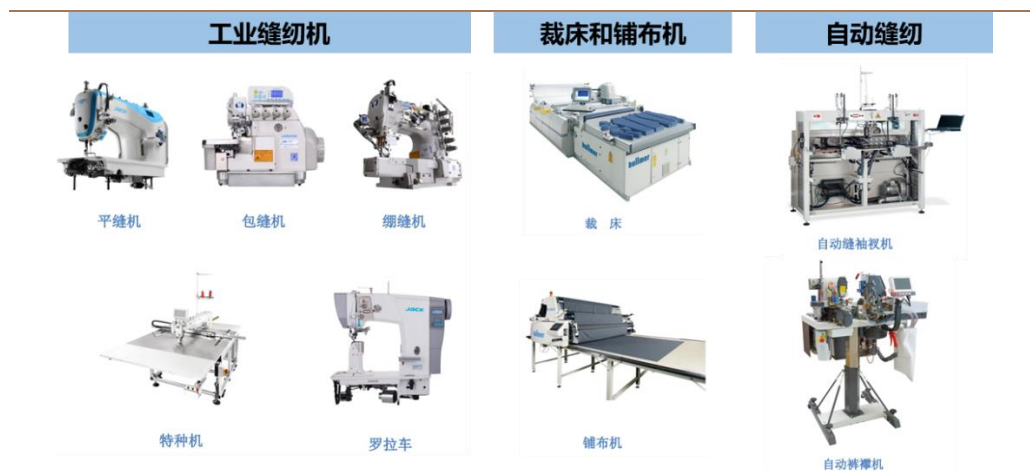
图 1: 公司主要产品介绍	5
图 2: 杰克股份历史发展情况	5
图 3: 公司股权分布及主要子公司	6
图 4: 公司营收、利润及同比增速情况	6
图 5: 公司成长性来自于市占率的提升	6
图 6: 工业缝纫机占到公司全部收入的 80%(百万元)	7
图 7: 公司近年来毛利率震荡提升	7
图 8: 国内服装零售和社零、GDP 的对比	8
图 9: 美国 1974 年以后服装消费增速和 GDP 对比	8
图 10: 近 10 年来服装 CPI 与整体 CPI 对比	8
图 11: 过去 5 年网上零售对消费品市场的影响	8
图 12: 2021 年年初国内服装 CPI 与整体 CPI 的差距大幅收窄	8
图 13: 中国服装出口量及同比增速	9
图 14: 2018 年全球各地区成衣出口额占比	9
图 15: 一件典型 400 元终端售价服装的价值链分布	9
图 16: 女装、男装等服装行业市场集中度对比	10
图 17: 四大快时尚品牌中国区销售增速快于国内服装社零增速	10
图 18: 国内服装制造业固定资产投资及同比	11
图 19: 国内服装制造业设备投资与更新需求测算	11
图 20: 全球服装出口与国内服装出口增速对比	11
图 21: 中日缝纫机产值情况	12
图 22: 2020 年缝纫机出口月度数据	12
图 23: 缝前、缝中、缝后设备流程示意图	12
图 24: 部分衬衫相关自动化设备示意图	13
图 25: 代工厂营业成本拆分	14
图 26: 杰克裁床、自动缝纫单元与缝纫机增速对比	14
图 27: 裁床、特种机、自动缝纫单元及一般工缝毛利率对比(%)	14
图 28: 公司裁床及自动缝纫单元收入已占到全部的 20%(百万元)	14
图 29: 杰克裁床价格持续下行	15
图 30: 人工成本持续提升	15
图 31: 公司铺布机增速高于裁床	16
图 32: 定制服装市场增速远高于服装社零增速	16

图 33: 服装供给侧经营痛点.....	16
图 34: 全球缝纫机市场市占率情况.....	18
图 35: 重机、兄弟长期占据日本七成左右的产量.....	19
图 36: 国内工业缝纫机持续替代日系产品份额.....	19
图 37: 杰克与同行净利率情况对比(%).....	20
图 38: 注塑机行业龙头企业净利率情况(%).....	20
图 39: 国内缝纫机零部件企业分布情况.....	20
图 40: 越南制造业固定资产投资增速和纺织服装业投资增速对比.....	20
图 41: 杰克全球市占率情况.....	21
图 42: 杰克历史营业收入和销售费用同比增速对比.....	21
图 43: 杰克主要竞争对手海外销售额波动情况(亿元).....	21
图 44: 缝纫机零部件企业全国分布.....	22
图 45: 公司应付账款周转天数(天).....	22
图 46: 缝纫机各零部件采购占比.....	23
图 47: 历史生铁价格与公司毛利率呈现一定负相关关系.....	23
图 48: 年初生铁价格持续上涨.....	23
图 49: 公司历史 PB 估值情况.....	25
表 1: 申洲国际资本开支情况 2011~2019.....	10
表 2: 杰克收购及新设立公司情况.....	13
表 3: 对于不同规模服装代工厂的裁床经济性测算.....	15
表 4: 杰克股份智能制造相关框架协议.....	17
表 5: 杰克平缝机历代产品的功能演进.....	17
表 6: 杰克、重机、兄弟主力机型产品价格对比.....	19
表 7: 杰克股份历史收入及盈利预测(百万元).....	24
表 8: 纺织服装行业龙头企业 PE 估值情况.....	24

1. 公司简介：缝制设备全球龙头，服装智能制造成套解决方案服务商

缝制设备行业全球龙头，不断围绕产业链上下游进行开拓。杰克缝纫机股份有限公司创立于1995年，聚焦缝制设备产业25年，是行业骨干企业，参与制定行业标准和国家标准，公司缝纫机产销台数全球第一。公司成立以来持续围绕产业链上下游进行拓展，2009年公司开中国缝制行业民企海外兼并先河，收购全球知名裁床企业德国奔马，其后持续提升电机、电控等核心零部件自主率，并先后收购了衬衫智造专家意大利迈卡、牛仔自动缝纫单元制造商VBM等知名企业，产品品类不断拓宽，是行业内少有的同时具备缝前、缝中和缝后设备布局的一体化企业，目前正加速向“服装智能制造成套解决方案服务商”方向转型升级。

图 1：公司主要产品介绍



资料来源：公司年报，德邦研究所

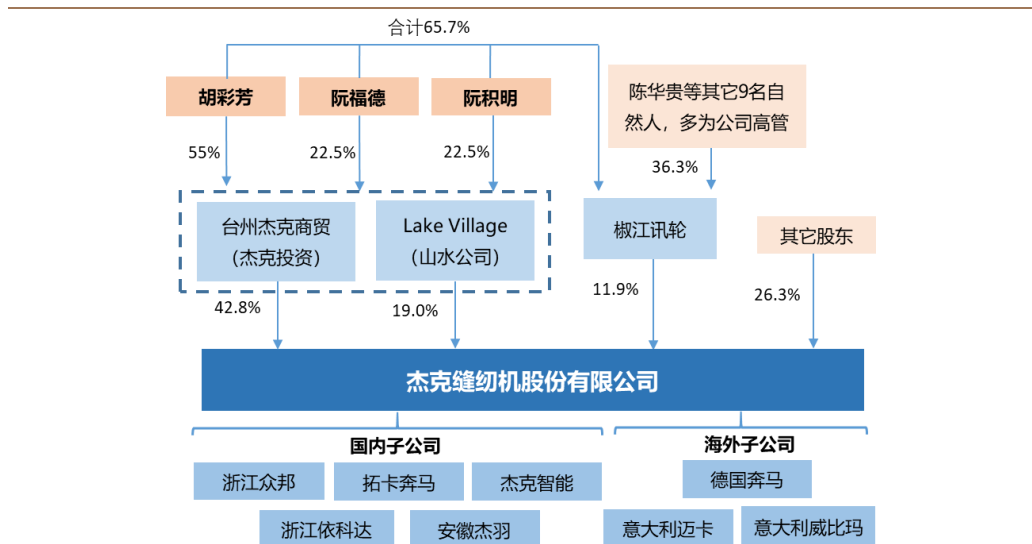
图 2：杰克股份历史发展情况



资料来源：公司官网，德邦研究所

股权集中度较高，创始人较为开明，公司治理优异。公司为家族企业，阮积祥胡彩芳夫妇与阮氏兄弟通过杰克投资、山水公司以及椒江讯轮合计持有公司 69.6% 的股份。公司创始人理念开明，2006 年聘请了行业老牌巨头标准股份董事长、行业领头人赵新庆作为公司董事长，帮助公司由家族企业向现代公司进行转变。2017 年起，公司效仿华为实行轮值 CEO 制度，将日常经营决策的权力下放给各职能部门，同时近年来频繁聘请外部专业咨询机构对公司治理建言献策。

图 3：公司股权分布及主要子公司

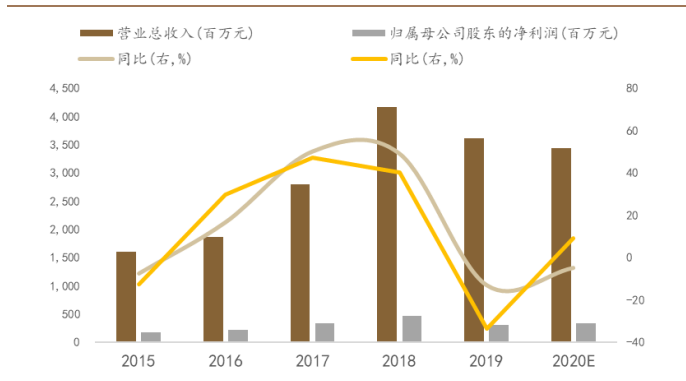


资料来源：公司 2020 年中报，德邦研究所

股权激励绑定核心员工利益，彰显长期发展信心。公司上市 4 个月后便发布首期员工持股计划，今年 3 月第三期员工持股计划已完成购买，合计成交金额 1.5 亿，成交均价 34.04 元/股，前两期已完成退出。2020 年 9 月公司限制性股票激励计划完成授予，计划授予董事长、董事及其它共 10 名高管 138 万股限制性股票，2021~2023 年业绩考核目标 4.5、5.6 和 6.8 亿元，三年业绩复合增速约 27%。

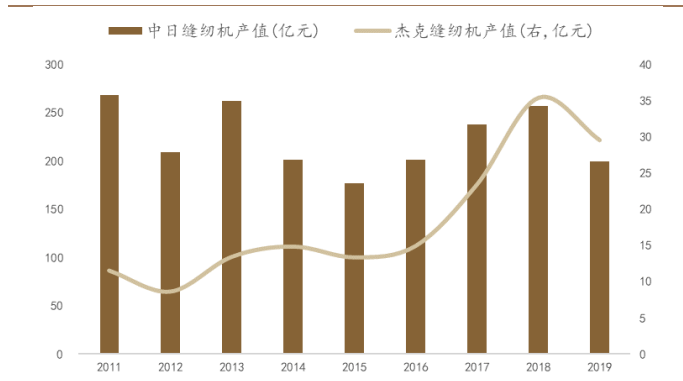
工业缝纫机销售占收入的 80%，市占率提升带来穿越周期的成长性。公司主要收入以工业缝纫机为主，包括平缝、包缝、绷缝、特种机以及部分零部件。缝纫机行业高峰需求量一直难以突破 300 亿规模，但是公司收入能够在 2018 年提升至 41.5 亿的水平，达到 2013 年上一轮周期的 2.7x，主要源于市占率的持续提升。随着公司规模的持续提升，规模效应带来毛利率震荡提升。

图 4：公司营收、利润及同比增速情况



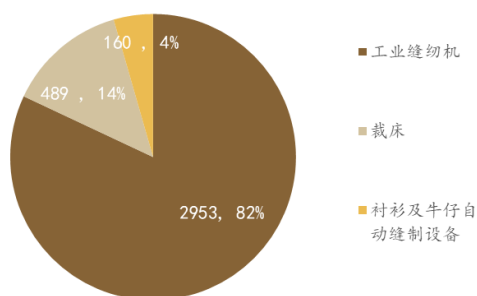
资料来源：公司公告，德邦研究所

图 5：公司成长性来自于市占率的提升



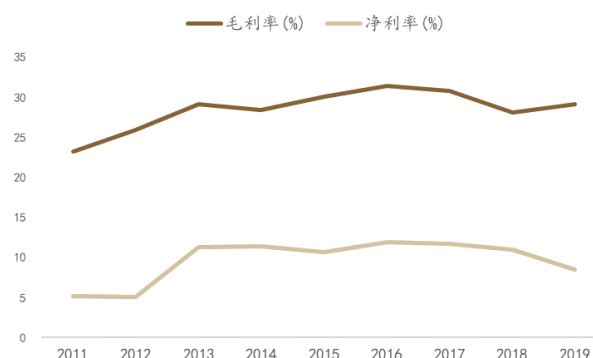
资料来源：公司公告，德邦研究所

图 6：工业缝纫机占到公司全部收入的 80%(百万元)



资料来源：公司公告，德邦研究所

图 7：公司近年来毛利率震荡提升



资料来源：公司公告，德邦研究所

2. 行业周期回暖确定性较强，更新需求降低周期波动

核心结论：

1) 作为耐用消费品，服装的全球需求增速具备韧性，而小单快反的服装消费趋势和人工成本的提升势必加大代工厂对于设备的投入，申洲国际过去 10 年设备投入增长 5x，长期高于收入增速，对于缝制设备的长期需求不需过分悲观；

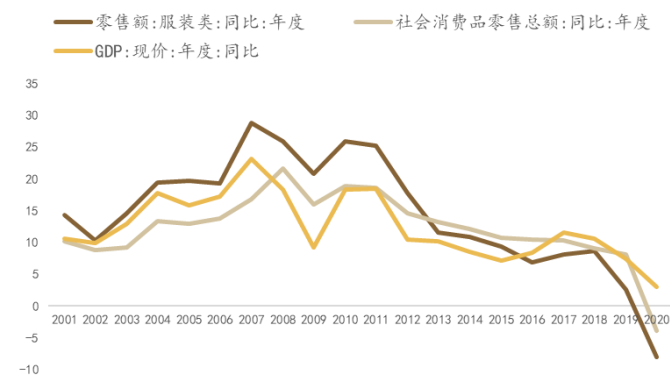
2) 过去 20 年见证了全球缝纫机的 3 轮完整周期，3 轮周期底部逐级抬升，背后的原因在于以中国为首的全球服装制造中心的设备更新需求开始逐步替代新增需求成为市场的核心驱动力，未来缝纫机需求的波动性会持续减弱；

3) 2020 年突发的疫情带来全球服装消费的大幅下滑，抑制了代工厂设备更新的需求，而缝制设备行业已经经历了两年的下行周期，未来 2~3 年行业需求的修复确定性较高，这点从高频数据已能得到验证。

2.1 全球服装制造业：需求不悲观，长期分散的下游造就设备商较强的议价能力

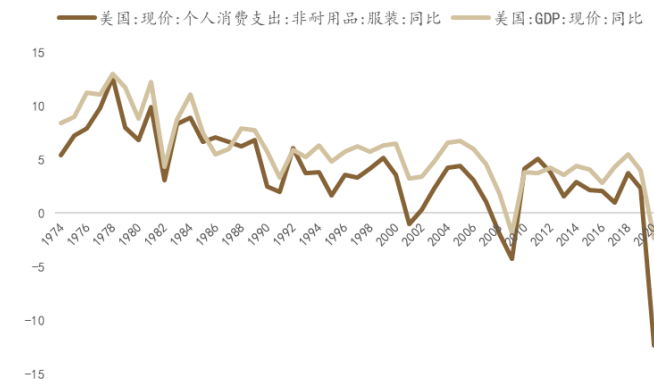
长期来看全球服装消费有望平稳增长，国内需求有望持续修复。2013 年起，国内服装类社会零售总额同比增速开始跑输社会消费品零售总额，终结此前快速增长的势头，2016 年起服装消费增速进一步走弱，开始持续跑输 GDP 同比增速。我国 2020 年人均可支配收入 3.2w 元，相当于美国 1974 年左右的水平，而从美国市场的经验来看，过去 50 年间服装消费增速持续跑输 GDP，但除了经济危机和疫情影响的少数年份，绝大多数情况下能够维持正增长。我们认为近年来中国市场服装消费疲软的主要原因在于电商市场渗透率的快速增长导致低价服装冲击市场，2016 年来服装 CPI 开始跑输整体 CPI。据前瞻产业院，2019 年我国 77% 的消费者购买服装是通过线上渠道，已经达到很高的水平。随着电商平台流量红利的结束，服装 CPI 与社零 CPI 的差距有望缩小，未来对国内服装消费以及其对应的产能需求并不需要过分悲观。

图 8：国内服装零售和社零、GDP 的对比



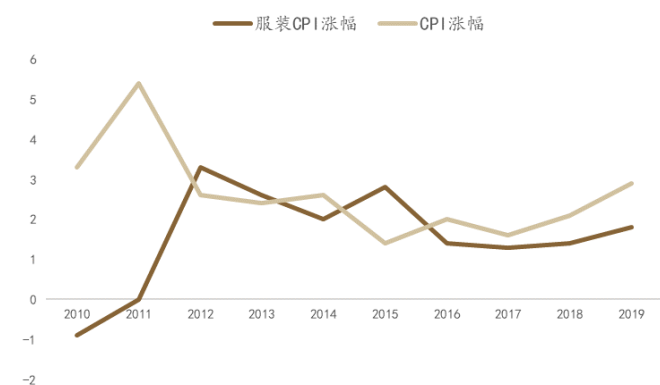
资料来源：统计局，德邦研究所

图 9：美国 1974 年以后服装消费增速和 GDP 对比



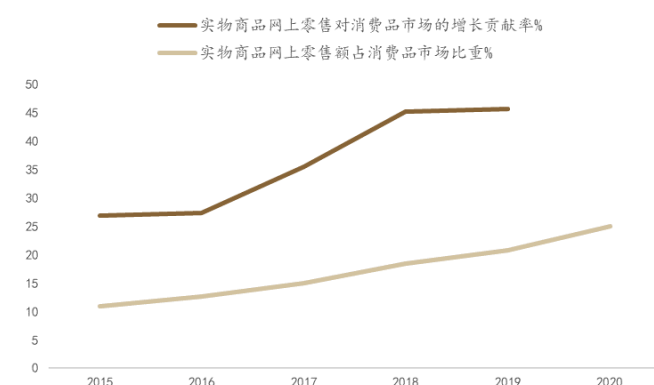
资料来源：WIND，德邦研究所

图 10：近 10 年来服装 CPI 与整体 CPI 对比



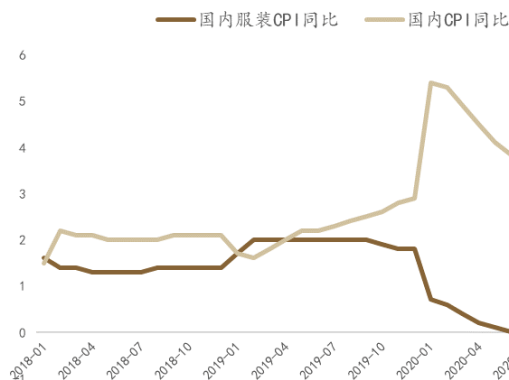
资料来源：统计局，德邦研究所

图 11：过去 5 年网上零售对消费品市场的影响



资料来源：统计局，德邦研究所

图 12：2021 年年初国内服装 CPI 与整体 CPI 的差距大幅收窄

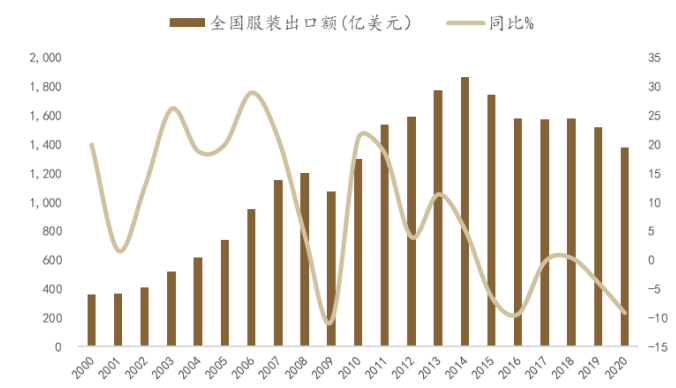


资料来源：WIND，德邦研究所

中国是全球最大的服装制造国,份额约占到全球的 30%。据 Frost&Sullivan, 2020 年全球服装消费规模达 1.8 万亿美元, 约占全球 GDP 的 2%。据 WTO 数据, 2018 年全球成衣出口额达到 4930 亿美元, 按照终端销售价格是制造商售价的 3x 估算, 成衣出口的数量占到全球服装消费数量的约 85%。上世纪 90 年代以来中国服装行业快速发张, 出口总额于 2014 年达到历史顶峰, 而随着国内劳动力成本的提升, 近年来国内的产能也开始陆续向东南亚转移, 2014~2019 年越南、孟加拉服装出口量复合增速分别达到 8.0%和 7.6%, 接力中国成为全球服装制造加工新产能投放地, 但中国仍是目前全球最大的服装制造中心。2019 年国内服装

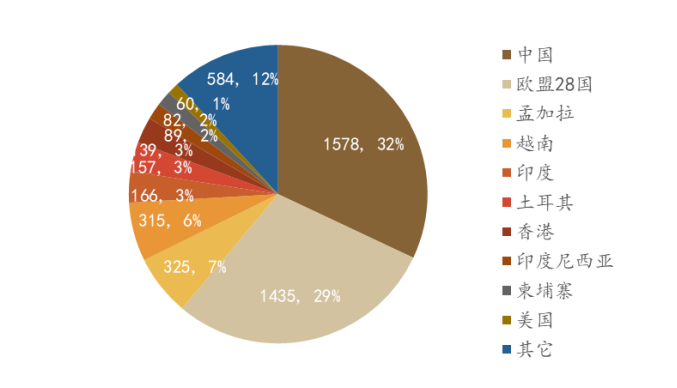
社零总额达 9778 亿元，出口额 1514 亿美元，折合终端销售额约 5500 亿美元，估算 2020 年产能约占到全球的 30%。

图 13：中国服装出口量及同比增速



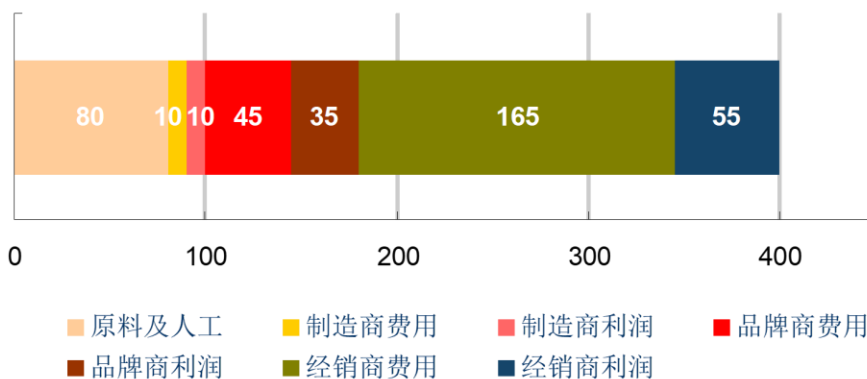
资料来源：WIND，德邦研究所

图 14：2018 年全球各地区成衣出口额占比



资料来源：世界贸易组织，德邦研究所

图 15：一件典型 400 元终端售价服装的价值链分布



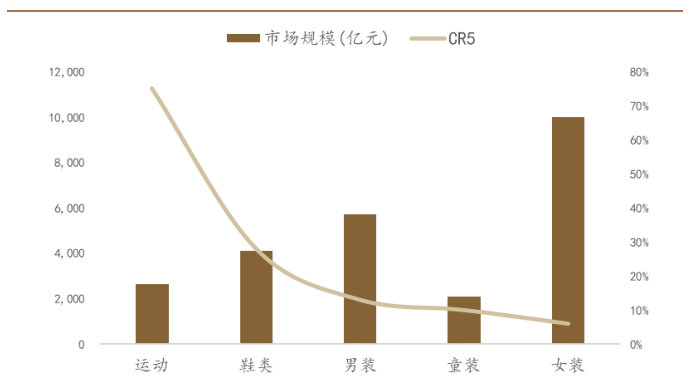
资料来源：德邦研究所

下游行业特征：代工行业集中度极低且未来可能长期分散，议价能力较弱。服装制造业为劳动密集型行业，进入壁垒较低，目前上市企业中优质大型服装制造龙头仅有港股上市公司申洲国际。回顾申洲国际的发展历程，其能够发展壮大的重要原因在于 1) 精准卡位运动细分赛道的同时锚定大客户，而运动品类因为其专业性和良好的需求，导致其成为服装行业增速最快、集中度最高的细分赛道；2) 一体化程度高，面料自主研发、竞争力强，从而大大缩短了交付周期。而从服装品牌的行业集中度来看，规模越大的服装品类行业集中度越低，其它品类的制造环节未来或难出现像申洲国际一样的大型企业。由于较低的进入壁垒和生产要素的高流动性，未来服装制造业或长期维持低集中度的情况。从近年来服装产量和同比数据来看，2020 年国内服装产量（224 亿件）高于 2018 年（223 亿件），而服装产量同比增速连续两年下滑（2019 年-3.3%，2020 年-7.7%），说明近年来规模以上企业退出市场的情况极为广泛，服装制造业分化加剧，对上游的议价能力将长期保持较弱水平。

小单快反和人工成本的提升将带来更多的缝纫设备需求。随着收入的持续增长，服装消费对于个性化的需求持续提升，多批次、小批量是大势所趋。对于代工环节而言，下游品牌对于缩短交货周期的诉求持续增强，以运动品牌为例，头部品牌对于代工厂要求的重要性排序中交期>质量>成本/研发，即便服装消费不增长，

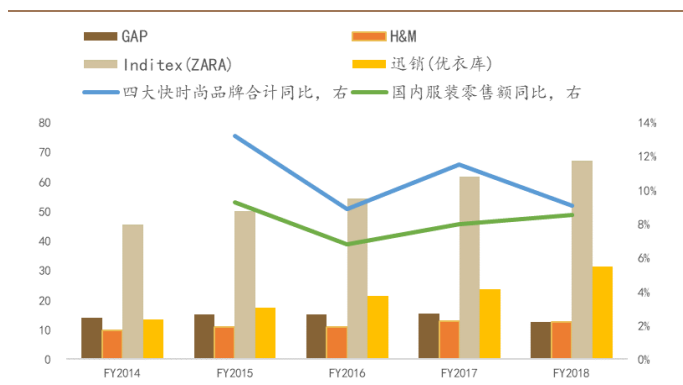
交付周期的缩短也会要求更多的产能。从申洲国际过去 10 年的发展历程来看，2011~2019 年间其收入增长 2.5x，而用于生产设备的投资增长了 5x，设备投入复合增速高于收入增速近 10%。

图 16：女装、男装等服装行业市场集中度对比



资料来源：Euromonitor，德邦研究所

图 17：四大快时尚品牌中国区销售增速快于国内服装社零增速



资料来源：各公司公告，德邦研究所

表 1：申洲国际资本开支情况 2011~2019

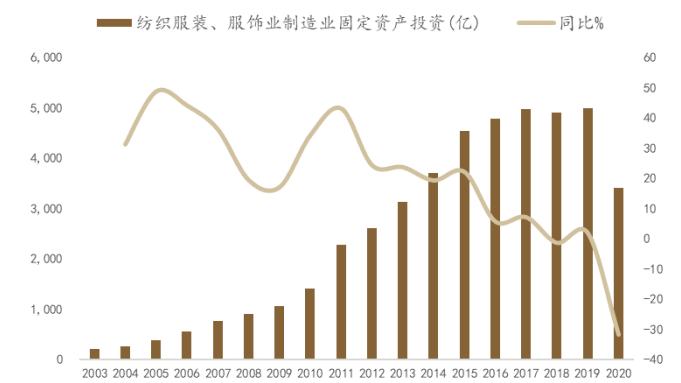
	资本开支总额 (亿元)	其中用于设备的比例	设备投资额(亿元)	设备投入同比	收入(亿元)	收入同比
2011	3.85	54%	2.1		90.5	35%
2012	6.91	50%	3.5	66%	89.4	-1%
2013	7.75	40%	3.1	-10%	100.7	13%
2014	11.83	43%	5.1	64%	111.5	11%
2015	20.42	34%	6.9	36%	126.6	14%
2016	20.83	54%	11.2	62%	151.2	19%
2017	11.25	55%	6.2	-45%	181.0	20%
2018	18.97	43%	8.2	32%	209.7	16%
2019	28.41	37%	10.5	29%	226.9	8%

资料来源：申洲国际历年年报，德邦研究所

2.2 全球缝纫机需求判断：更新需求占据主导，周期性将持续减弱

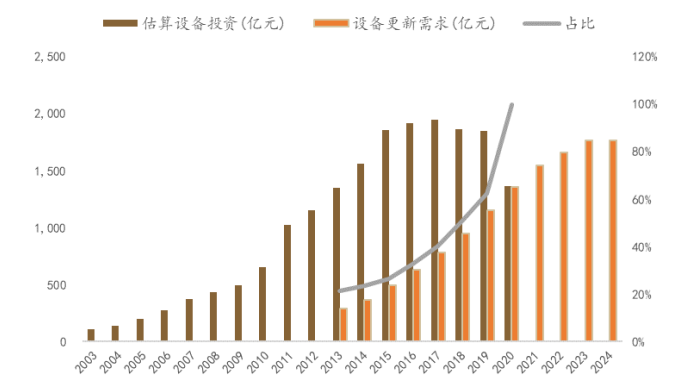
这一轮周期的变化：18 年开始国内更新需求占据主流，未来周期性将持续减弱。2011 年，伴随着国内服装出口增速拐点的出现，国内服装制造业固定资产投资增速持续下滑，2020 年更是大幅下滑 32%。而按照 6.5 年的设备平均折旧年限计算，2018 年服装制造业设备更新需求占比正式达到 50%，意味着国内缝纫设备需求由增量驱动转向存量更新驱动，2020 年疫情影响下实际设备投资额已高于理论设备更新需求，说明行业高度不景气的情况下许多企业推迟了资本开支的计划，而随着服装消费的回暖，滞后的需求或在未来两年得到体现。同时潜在的行业底也会随着设备更新需求的提升逐步抬高，我们测算 2024 年（潜在的周期底）的设备更新需求将达到 2018 年设备投资额的 93%，底部下行空间非常有限。

图 18：国内服装制造业固定资产投资及同比



资料来源：WIND，德邦研究所

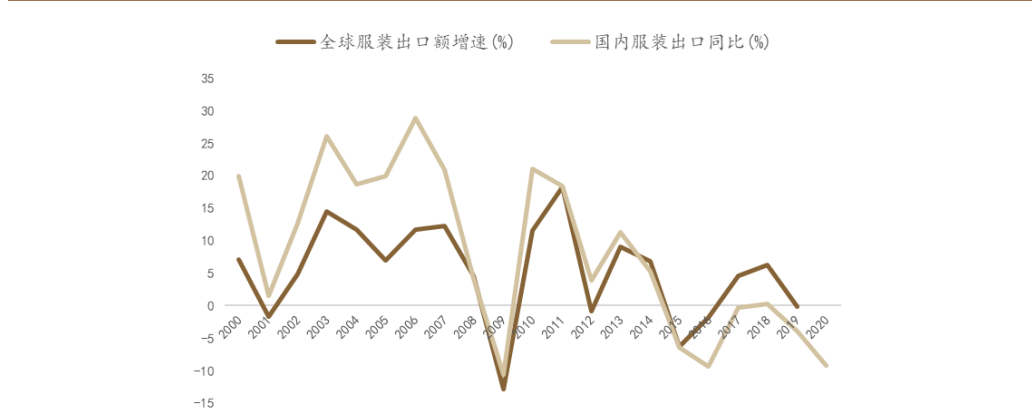
图 19：国内服装制造业设备投资与更新需求测算



资料来源：WIND，德邦研究所（2021 年及以后为估算情况）

全球市场需求：周期底和支撑性会比国内更强。虽然我们无从得知全球服装制造业固定资产投资的情况，但从以下两点：1) 90 年代到 2014 年，国内服装出口增速一直高于全球，全球来看增量设备的比重要小于国内；2) 中国服装出口仅占到全球的 30%，全球产能的绝对市场规模显然更大，我们不难得知，相较国内情况而言，全球缝纫机市场更早地进入了更新替代需求为主导的时代。

图 20：全球服装出口与国内服装出口增速对比



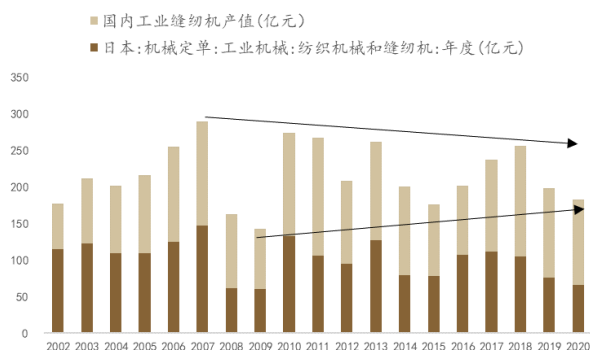
资料来源：WIND，德邦研究所

全球缝纫机生产：中国+日本主导，产销中枢在 1100 万台。缝纫机产业历史已有 200 多年，起源于欧美，二战结束以后日本工业快速发展，70 年代后缝纫机产业从欧美向日本转移。1990 年，全球龙头日本重机在上海成立其首家海外工厂，标志着缝纫机产业向国内转移的开端，2006 年国内缝纫机产值首次超过日本，后续全球市场份额持续提升，并在 2020 年占据全球 64% 的市场份额。历史上缝纫机需求周期性较强，而从趋势来看 09、15、20 年三轮周期底部需求持续抬升，周期高点需求持续下降，振幅收窄，其背后的原因在于全球服装出口增速自 2011 年高点持续下滑，存量更新替代需求逐步占据主导地位，我们判断未来全球需求或在 200~240 亿之间波动（2020 年底部 183 亿，2018 年高峰 256 亿），中枢市场规模 220 亿，对应约 1100 万台缝纫机需求。

高频数据：去年 8 月起需求开始回暖，未来 2 年有望进入上行周期。2020 年我国缝制机械产品累计出口额 23.63 亿美元，同比-4.94%，占到 238 家行业规模以上企业全年收入的 58%。全年情况来看，国内缝纫机出口额于 8 月由负转正，后续并带动国内缝纫机企业持续复苏。随着疫情影响的消退，全球服装消费逐步

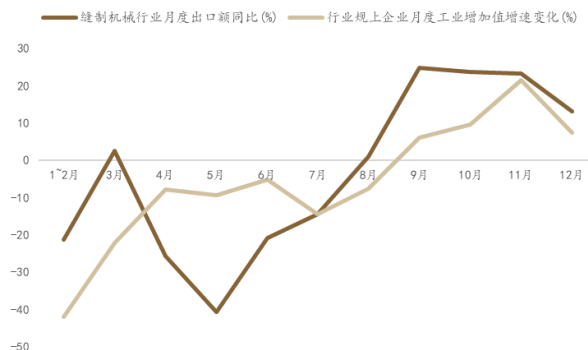
复苏，未来2~3年缝纫机需求有望进入上行周期。

图 21：中日缝纫机产值情况



资料来源：日本大藏省、中国缝纫机械协会，德邦研究所

图 22：2020 年缝纫机出口月度数据



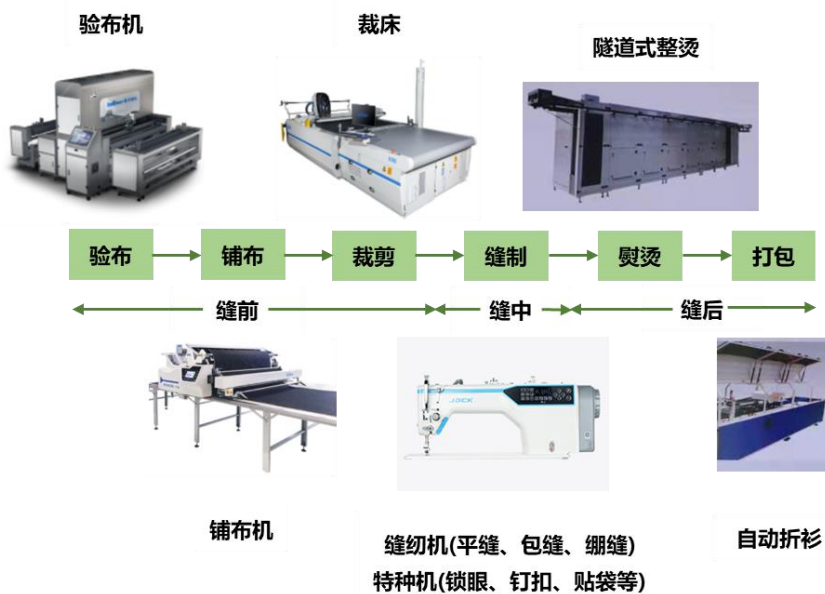
资料来源：中国缝纫机械协会，德邦研究所

3. 智能成套设备打开市场空间，持续替代熟练工人

3.1 全球服装制造业人工成本达 700 亿美元，杰克具备全品类自动化设备布局

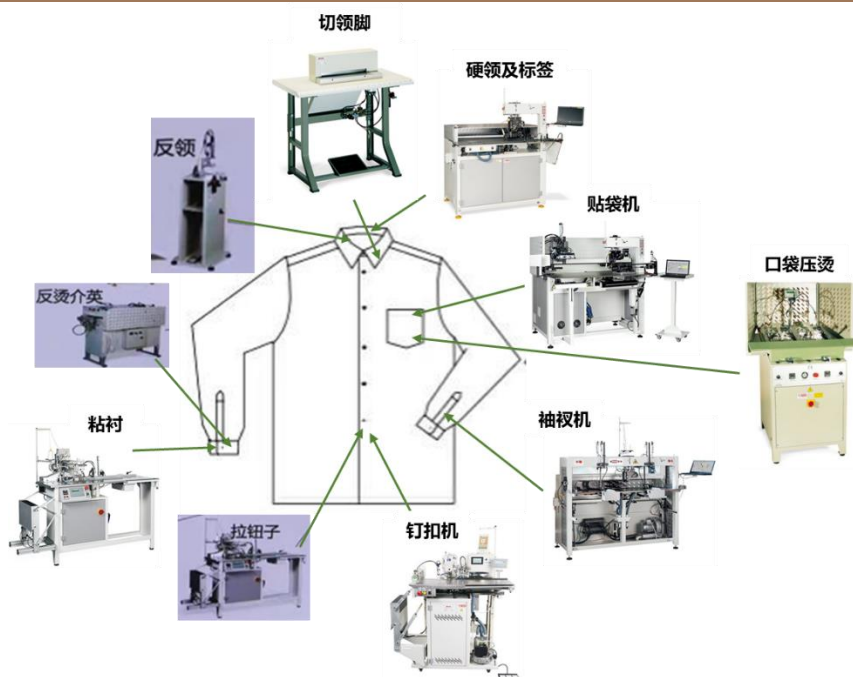
自动化产品介绍：除缝纫外，服装从面料到成衣还需要经历多道工序，包括缝前的铺布、验布和裁剪，缝后的熨烫、打包等。而缝中设备种类更多，以衬衫为例，其包含锁眼、钉扣、贴袋、粘衬等诸多环节，相关自动化设备不下十余种。

图 23：缝前、缝中、缝后设备流程示意图



资料来源：公司官网，德邦研究所

图 24：部分衬衫相关自动化设备示意图



资料来源：公司官网，德邦研究所

杰克具备完善的缝纫设备产业链布局，有丰富的海外并购整合经验。海外方面，公司上市前收购整合了濒临破产的德国奔马裁床和铺布机业务，其后迅速完成了其技术的吸收消化并于国内推广相应产品，裁床业务也从 2013 年前不到 2 亿的收入逐步发展到 2019 年接近 5 亿的规模。2017 和 2018 年公司又收购了意大利迈卡和 VBM，布局衬衫自动缝制和牛仔自动化设备。国内方面，公司于 2018 年通过增资的形式获得安徽杰羽 51% 的股权，布局制鞋罗拉车，今年年初通过引入东莞名菱增强其嵌入式操作系统的自主能力；2019 年末公司和上海欧洛特实业合资成立浙江衣科达智能科技有限公司，进军智能吊挂领域。同业来看，杰克目前具备最为丰富的产品品类，同时不断通过新设、外延整合等方式进军新市场。

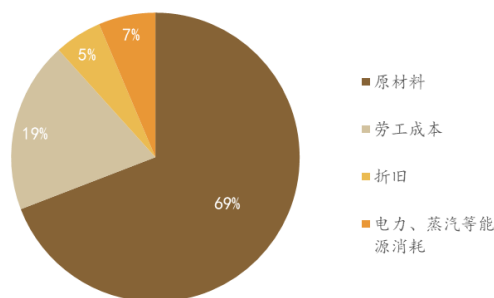
表 2：杰克收购及新设立公司情况

主体	收购/设立时间	收购花费	股权比例	业务领域
拓卡奔马	2009	480 万欧元	100%	裁床、铺布机
迈卡	2017.8	650 万欧元	100%	衬衫自动缝制设备
安徽杰羽	2018.1	2652 万元	51%	制鞋设备
VBM	2018.6	2280 万欧元	80%	牛仔服装自动化设备
浙江衣科达	2019.12	3850 万元	70%	智能吊挂、分拣系统
深圳灵图慧视科技	2020.9	1020 万元	51%	AI 验布机

资料来源：公司公告、德邦研究所

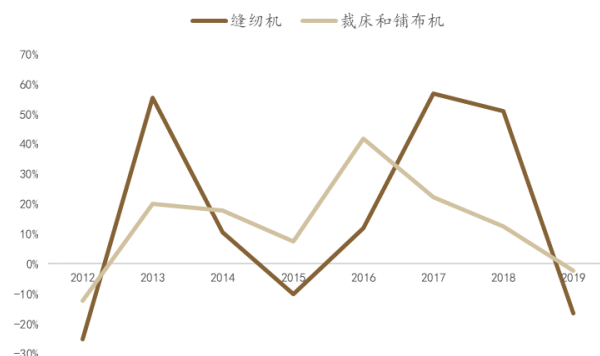
自动缝纫设备可替代人工潜在市场空间达 700 亿美元，且增长更为平稳。代工行业人工成本约占全部成本的 15~20%，按照这一比例测算，全球服装制造业的人工成本总规模在 675~900 亿美元，远期服装制造业若能实现无人化，则对应的自动化缝纫设备市场会在 700 亿美元以上的水平。由于这一品类的核心驱动因素在于降价和人工成本上行带来的产品渗透率提升，整体增长较为平稳，以杰克为例，2011 到 2019 年期间裁床和铺布机销售收入复合增速 12%，波动较缝纫机更为平稳，在行业景气度较低的 2012、2015、2019 等年份韧性更强。

图 25：代工厂营业成本拆分



资料来源：申洲国际招股说明书，德邦研究所

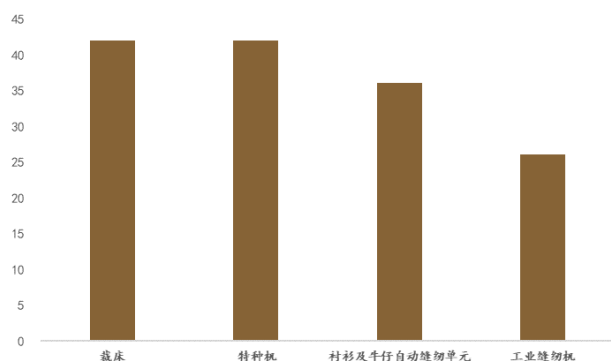
图 26：杰克裁床、自动缝纫单元与缝纫机增速对比



资料来源：公司公告，德邦研究所

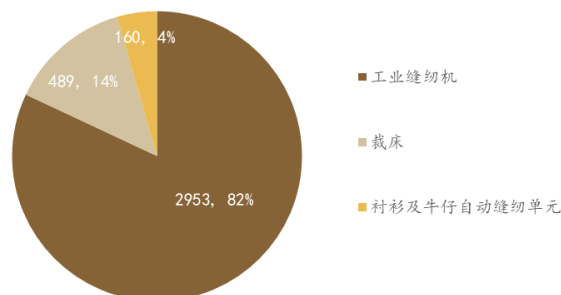
自动缝纫设备替代熟练工，助力去技能化。自动化缝纫设备需求的本质是对于熟练工人的替代，以全自动钉扣机为例，与传统熟练工人+缝纫机的生产方式相比，除生产效率由 100~150 件/小时提升到 200~250 件/小时接近翻倍外，自动收料装置的应用使得一名工人可以操作 2~3 台机器，大幅提升员工效率，工人培训时间由 2~3 月缩短至 2~3 个小时，帮助员工的去技能化。招工难是国内服装制造业普遍面临的行业难题，随着人口红利的消失，熟练工的短缺情况只会愈发严峻。

图 27：裁床、特种机、自动缝纫单元及一般工缝毛利率对比(%)



资料来源：公司公告，德邦研究所

图 28：公司裁床及自动缝纫单元收入已占到全部的 20%(百万元)

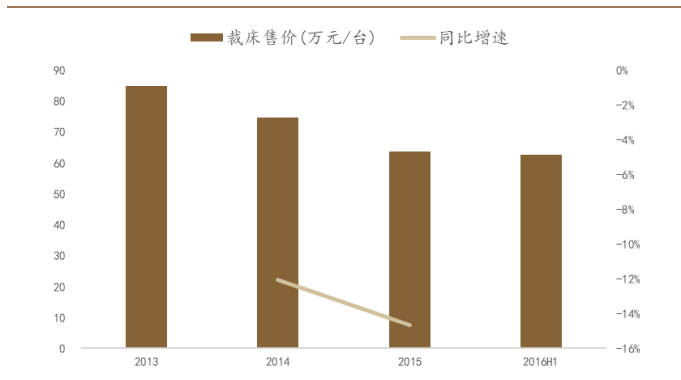


资料来源：2019 年年报，德邦研究所

3.2 经济性提升+新商业模式+品质要求共同支撑服装制造智能化率提升

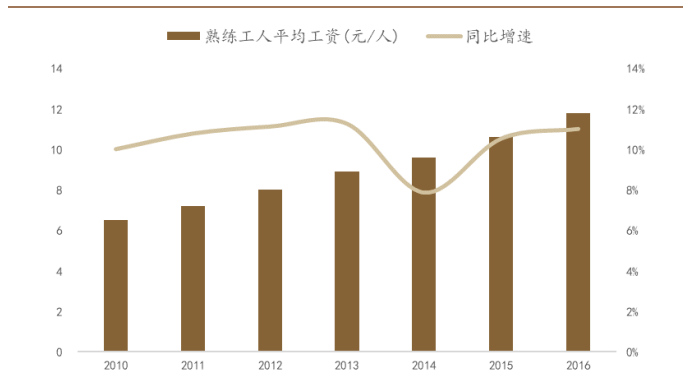
自动化相关产品渗透率提升的驱动因素包括：1) 人工成本上涨+降价提升渗透率；2) 新的商业模式；3) 定制化等对于品质要求的提升。价格方面，以裁床为例，杰克通过对于裁床设计的优化、提升零部件国产化率等方式，持续降低裁床单价，2013~2016 年间裁床单价每年下行 10~15%。另一方面，国内熟练工人平均工资以每年 10%左右的复合增速持续提升，带来产品经济性的提升。

图 29：杰克裁床价格持续下行



资料来源：公司公告，德邦研究所

图 30：人工成本持续提升



资料来源：统计局，德邦研究所

裁床客群已下沉到 200 人规模的中型制造商。目前杰克裁床的最低单台售价可以做到 30~40 万，对于 200 人规模左右的代工厂而言投资回收期已达到 4 年左右，具备较好的经济性。由于裁床的生产效率极高，对于大厂而言设备使用率更高，替代更多人工、经济性更好。随着未来裁床单价的下降和人工成本的上升，未来产品渗透率提升主要表现为客户群体的进一步下沉。

表 3：对于不同规模服装代工厂的裁床经济性测算

参数			参数		
布料	10m*3m*100 层	服装厂规模	200 人	服装厂规模	1000 人
一次裁剪裁片可供成衣(件)	1200~1400	服装年产量(万件)	20	服装年产量(万件)	100
人工裁剪	3 人共同劳动 3.5 小时	裁布环节的人工成本(万元/年)	15	裁布环节的人工成本(万元/年)	40.4
电脑裁床	1 人 20 分钟	裁床运营成本(万元/年)	5.4	裁床运营成本(万元/年)	7.1
		裁床价格(万元)	40	裁床价格(万元)	40
		回收周期(年)	4.2	回收周期(年)	1.2

资料来源：德邦研究所

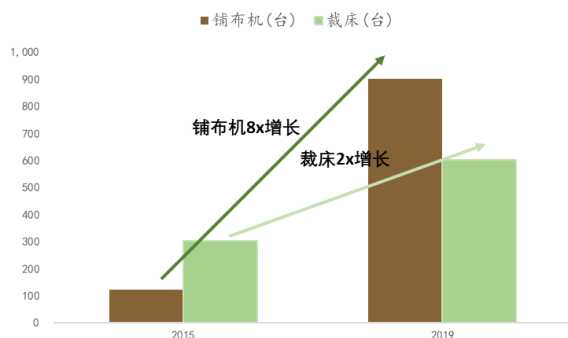
低价值自动化产品品类渗透率提升更快，替代路径以边际替代为主，不必过分担心自动化率提升最终导致最终市场缩容。从杰克自身业务发展的情况来看，2015 年铺布机产量 120 台，远低于裁床近 300 台的产量，而到了 2019 年，铺布机产销 900 台左右，已经达到裁床的 1.5x。铺布机快速放量的原因在于其 10~15w 的单价低于裁床 30~40w 的单价，对于代工厂而言，其较小的收入规模决定了其存在一个可以被替代的铺布工但不一定存在多个可以被替代的裁布工。这也将导致虽然自动化设备的生产效率大大高于人工，但实际产能利用率不会达到很高的水平，不必过分担心自动化率提升最终导致市场缩容。

新的商业模式和对成衣的品质要求有望加速自动化设备渗透率的提升。针对下游客户因规模较小导致自动化设备经济性难以体现的问题，在具体业务的拓展上杰克也正在尝试新的商业模式，2019 年拓卡奔马授权成立了国内首家一站式服务智能裁剪体验中心，为客户提供“销售、服务、代裁”一站式服务。随着国内“退城入园”工作的持续推进，“代裁中心”模式的客户群体也会持续扩大，加速自动化设备渗透率的进一步提升。

除了经济性的考量外，由于自动缝纫单元能较传统人工方式提供稳定且品质较高的成品，导致对品质要求更严格的定制等领域存在更多的自动化生产需求。

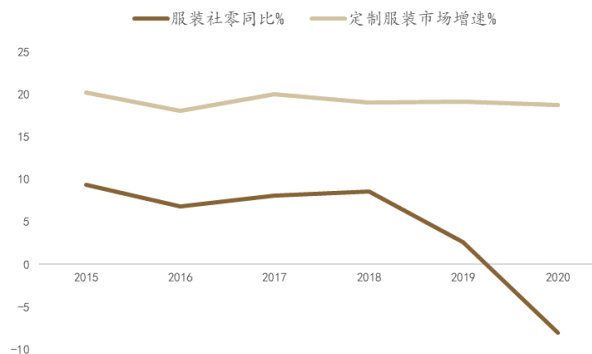
由于产品价格更高，定制服装代工环节利润率也更高，导致其也有能力负担更多的设备投入，这从近年来模板机销售的火爆情况也可见一斑。

图 31：公司铺布机增速高于裁床



资料来源：德邦研究所

图 32：定制服装市场增速远高于服装社零增速

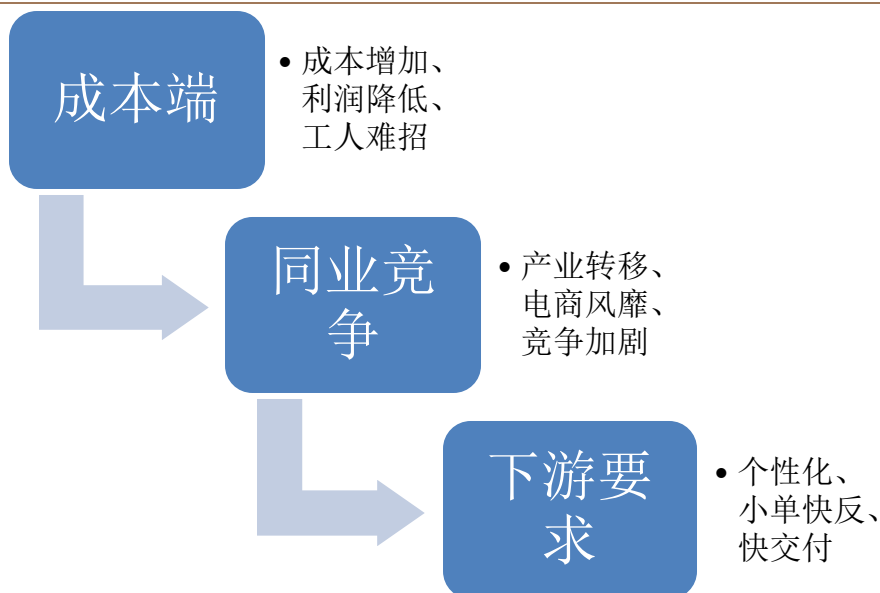


资料来源：智研咨询，德邦研究所

3.3 展望未来：智能制造成套设备方案将进一步打开公司的成长空间

犀牛工厂正式亮相，试图颠覆服装传统产销模式。2020年9月，阿里巴巴旗下沉淀三年的新制造样板“犀牛工厂”正式揭开神秘面纱，其核心能力在于“按需定制，100件起订，最快7天交付”。讯犀平台和犀牛工厂希望通过阿里在数据方面的积累和自身的柔性供应能力，建立小批量、反应快的柔性供应链，降低试错成本，减轻代工厂的库存成本，将传统服装生产以产定销的模式颠覆为C2M的用户定制模式，去除中间流通加价环节，直接连接消费者、设计师和制造商，远期覆盖至少10万个商家。

图 33：服装供给侧经营痛点



资料来源：德邦研究所

杰克在智能制造成套设备的布局位于行业前列，近期落地多个框架协议。阿里对于服装智能化制造的构想实现非常前瞻（即实现系统的数据实时采集、分析和自主决策），相较于“工厂”，“数字实验室”更符合犀牛工厂的定义。短期内制

造环节的精益化和数字化需求的提升会更为显著，即产能数据的透明化是供应链数字化的必要条件。在设备商层面，杰克目前已具备最全和最先进的产品和方案，能够针对不同规模的企业给出不同内容的成套设备解决方案，我们测算吊挂+物流线+分拣系统+软件平台的价值量和缝纫机+裁床的价值量相当，同时缝后设备的渗透率提升还有很大的空间。和市场上部分为代工厂提供智能化改造业务的公司相比，杰克可以把缝纫机、吊挂和工位数据三屏合一，方便管理的同时保障数据格式的统一。

表 4：杰克股份智能制造相关框架协议

时间	签约方	具体内容
2021.2	青岛瑞华集团	千万级智能工厂项目
2021.1	乐驼服饰	总金额 1500 万的全套智能产品
2020.12	余杭区政府	未来将有三大板块业务落户余杭临平新城，包括：硬软件集成的服装智能制造成套解决方案，服装订单的运营服务和结合前面两块业务开发建设服装订单和云产能高效匹配、对接的工业互联网平台
2020.12	广东省纺	共同打造从客户需求到成衣生产闭环的数字化工厂，实现柔性智能生产满足客户多品种、小批量的需求

资料来源：公司官网、公司公告，德邦研究所

4. 深挖护城河，持续抢占全球份额

4.1 杰克全球市场份额有望持续提升，净利率具备长期提升空间

缝制设备的技术创新主要体现在工艺优化。作为一个发展已有 200 余年历史的产品，工业缝纫机技术已进入相对成熟的阶段，技术进步主要来源于工艺的改进提升，同时整机对零部件整体质量有较高要求。从杰克平缝机历代产品的功能演进来看，产品创新主要体现在更好的工人使用体验（自动抬压脚、USB 接口、降低噪音）、更强稳定性和更高的使用效率。杰克公司产品两年一大换代，一年一小换代，整体产品更新频率已高于行业平均水平。

表 5：杰克平缝机历代产品的功能演进

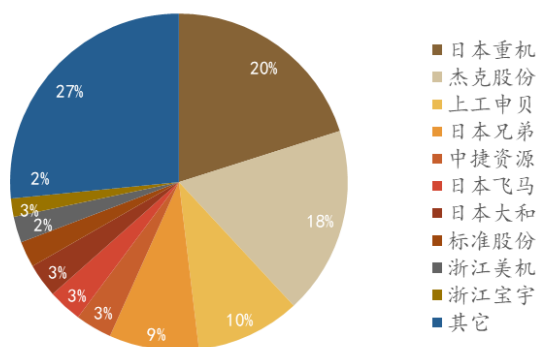
发布时间	型号	新增功能
上市前	A3	通轴设计更加安静和稳定耐用，LED 照明
	A3E	步进电机精准控制针距、降低噪音，自动剪线，旋梭更大节省时间，自动抬压脚提升工人使用体验
	A4	语音提示（会说话的缝纫机），USB 接口，后盖设计保持整洁
2017.4	A5	密封油盘，自动绕线，通轴传动，起缝无鸟巢自动吸风较为清洁，头部无油
2017.9	A6F	机针与牙齿同步送料
2018	A4E	在任意针距实现倒顺针线迹
2020.7	A5E	超大操作空间

资料来源：公司官网，德邦研究所

杰克的国内外主要老牌竞争对手市场份额持续萎缩。随着全球缝纫机产业链向国内转移，国内缝纫机产业呈现出产业集群化发展，其中 65%集中于浙江、上海、江苏、广东、陕西和天津这六大区域集群。海外仍以日本为主，重机和兄弟占据绝大多数份额，除此之外韩国、中国台湾还有部分中小缝纫机企业。

- 日本重机 (JUKI): 全球缝纫机龙头企业, 主营缝纫机和 SMT 贴装设备, 缝纫机收入约占 67%, 07 年巅峰收入曾达 84 亿元, 2020 年萎缩至 40 亿。
- 日本兄弟 (BRO): 业务发展较为多元, 包括办公/家用打印机, 通信印刷机等, 2019 年缝纫机收入 17 亿元, 占比不到 5%。
- 上工申贝: 国内缝纫设备老牌企业, 于 05 年和 13 年收购了德国杜克普、百福等, 在中厚料、绣花机等细分领域具备较强竞争力, 2019 年缝纫机相关收入达 20 亿。
- 中捷资源: 台州老牌企业, 主要销售机头, 近年来竞争力有所减弱, 2016 年考虑向农牧业和森工业进行转型, 2019 年缝纫机相关收入 7 亿。
- 标准股份: 西安老牌缝纫机国企, 客群主要针对服装、箱包、家具等厚料领域, 2019 年缝纫机相关收入萎缩至 5 亿。
- 浙江美机: 温岭缝纫机骨干企业, 近几年发展势头相对较好, 拥有员工 1500 余人, 年产 70 万台缝制设备产能。

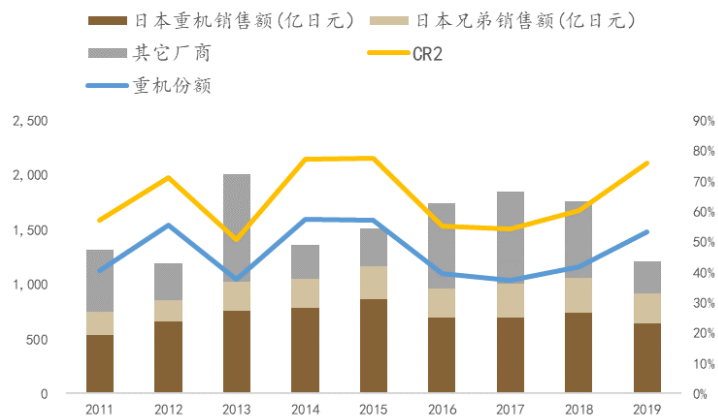
图 34: 全球缝纫机市场市占率情况



资料来源: 各公司公告, 德邦研究所

可能的区域稳态: 重机+兄弟长期占据日本七成左右的产量份额。日本市场来看, 重机销售额常年占据日本 40%~60% 的份额, 市场景气的诸如 13、17 年市占率相对较低, 景气度相对平稳和景气低点时市占率较高。考虑到兄弟的产品主要为家用机, 面向消费市场, 同时日本全国订单中还包含纺织机械和一些细分特种机品类, 单纯工业缝纫机已经是重机一家独大的局面。

图 35：重机、兄弟长期占据日本七成左右的产量



资料来源：公司公告、日本大藏省，德邦研究所

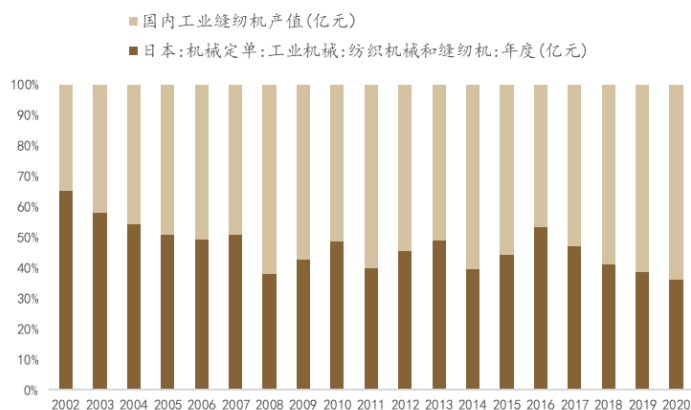
高性价比的中国产品符合代工行业发展趋势，杰克市占率有望持续提升。和重机的产品相比，杰克主力机型价格区间在 2900~3400 元/台，重机则是在 3500~4500 元/台，A4/A4E 对标 DDL-8000，后者价格要高出 30% 左右。和国产品牌相比，国内代工厂大多存在重机、兄弟的产品使用寿命更长的品牌认知，但对于利润率较薄、业务波动较大的代工厂而言，高性价比的中国产品吸引力显然更高。除固有印象外，我们认为日系产品寿命长的主要原因在于零部件品质较高，导致产品稳定性相对更好。而经历了 20 年的快速发展，国内缝纫机零部件品质快速提升，中日差距持续缩小，近期重机和兄弟开始寻求国内厂商进行 OEM 也从侧面印证了这一点。

表 6：杰克、重机、兄弟主力机型产品价格对比

杰克		重机		兄弟	
型号	价格	型号	价格	型号	价格
A4	2900	DDL-7000A	3500	S-7100A	4000
A4E	3050	DDL-8000A	4000	S-7250A	5000
A5	3280	DDL-900B	4500	S-7200C	6500
A5E	3380				

资料来源：某经销商，德邦研究所

图 36：国内工业缝纫机持续替代日系产品份额

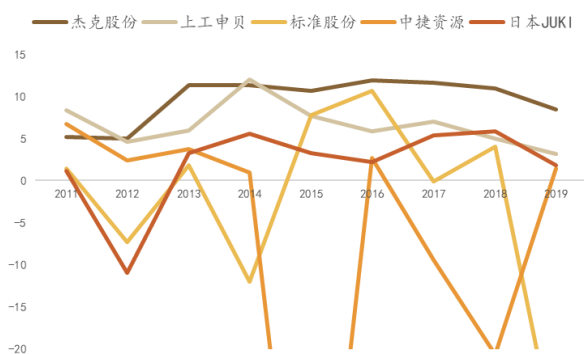


资料来源：公司公告、日本大藏省，德邦研究所

抢占市场份额的竞争策略致当前净利率处于较低水平，未来仍有提升空间。当前杰克在产品定价方面尤其是对国产厂商已享有一定话语权，由于公司当前竞

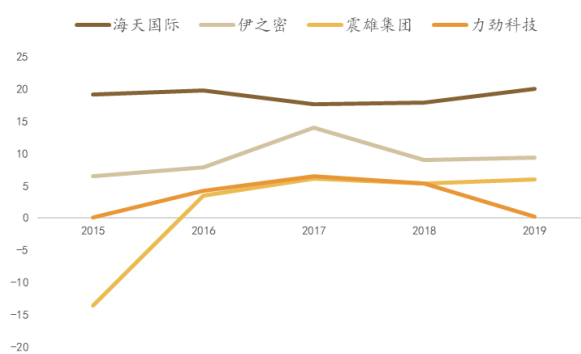
争策略在于抢占中小厂商份额，在上一轮 2016~2018 以及本轮复苏周期中采取不提价的策略，致使短期来看公司整体净利率仅 8~11% 的水平。而当前缝纫机价格水平下，许多同行已经难以盈利，中捷、标准连年亏损，重机也接近盈亏平衡线。长期来看，以技术壁垒和下游需求远期增速较为类似的注塑机行业进行类比，国内市占率 40% 的龙头海天国际能够长期保持 20% 的净利率，远超第二梯队。加上下游长期分散的竞争格局导致议价能力较弱，我们认为随着规模效应的显现、产品附加值的提升，未来公司净利率有望持续提升。

图 37：杰克与同行净利率情况对比(%)



资料来源：WIND，德邦研究所

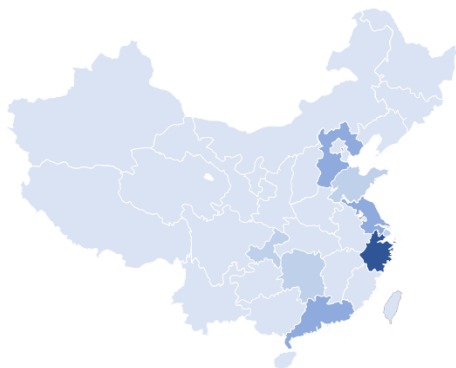
图 38：注塑机行业龙头企业净利率情况(%)



资料来源：WIND，德邦研究所

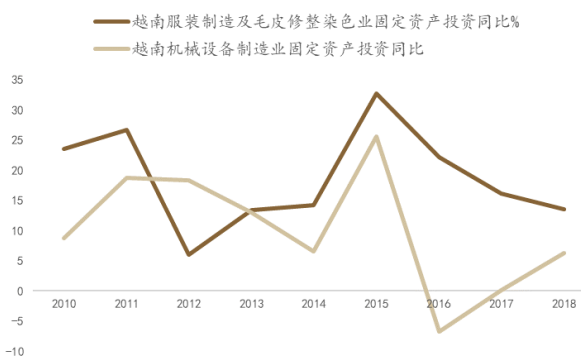
短期来看，对于缝纫机产业链转移到东南亚的可能性无需多虑。1990 年日本重机在上海成立了其首家海外工厂，仅仅 5 年以后，重机就在越南成立了工业用缝纫机零件工厂，现已发展为其集团事业和工业缝纫机制造基地，虽有当地低劳动力成本加持，重机仍在其后 20 年逐步损失全球市场的份额。短期来看，中国较东南亚等低劳动力成本地区仍有较强竞争优势，1) 缝纫机产业对零部件要求较高，国内沿海省市制造业的快速发展为缝纫机整机厂商的崛起提供了良好的保障，目前中西部尚不能支持产业向其转移，而越南等地制造业相关配套则更加落后；2) 越南等东南亚地区制造业发展显著落后于服装制造业，东南亚单个国家服装产能体量有限，也难以支撑下一个缝纫机制造龙头的出现。

图 39：国内缝纫机零部件企业分布情况



资料来源：缝纫机械协会，德邦研究所

图 40：越南制造业固定资产投资增速和纺织服装业投资增速对比



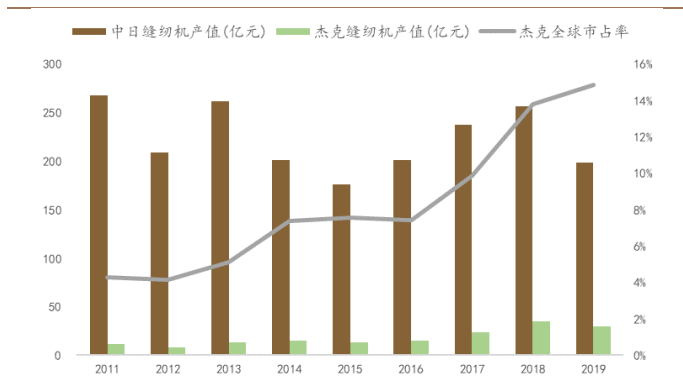
资料来源：WIND，德邦研究所

4.2 经销商：品牌赋能卓有成效，立足中端，下沉渠道并拓展中高端

杰克全球销售渠道布局完善，是过去 5 年少数海外收入持续提升的企业。海外市场扩张情况来看，杰克是全球大型缝纫机制造商中少数收入持续增长的企业，在 2014~2019 年间无论是日本重机还是国内其它上市企业规模均是维持或是略微下滑，而杰克做到了收入的翻倍增长，目前全球市占率在 15% 左右。截止 2020H1，杰克在全球 130 多个国家的经销商及销售网点已达 7000 多家，在东南亚、欧洲等市场具备较强的市场拓展能力。公司善于逆势扩张，历史上杰克的销售费用增速和收入增速相比更为平滑。

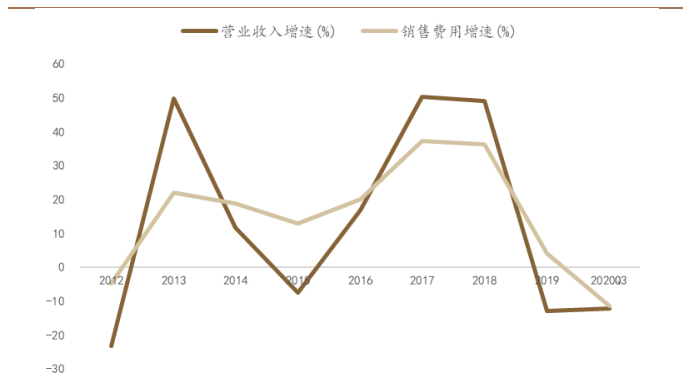
销售渠道持续下沉，品牌赋能铸造经销商铁军。过去 10 年杰克的经销商队伍持续扩充，由 12 年的 500 家增长到 2018 年的 2500 家，数量增长主要来源于地县级二三级经销商的增长，未来渠道将持续下沉，进一步抢占中小杂牌厂商份额。杰克对于经销商团队进行扁平化管理，每年末会组织召开经销商大会，对于销售较好的经销商进行奖励，并与各经销商一同对于每年的目标进行细化拆解。同时杰克在价格管理方面制定了一些内部公约，减少了自身经销商之间的内耗。杰克主打专卖概念，通过杰克蓝风格、柜台设计、卫生等统一规划对于经销商进行赋能，目前杰克旗下绝大多数的大型经销商专卖杰克的产品而不代理其它家产品，提升了品牌辨识度，最终也导致经销商团队平均单体销售规模远高于行业平均水平。

图 41：杰克全球市占率情况



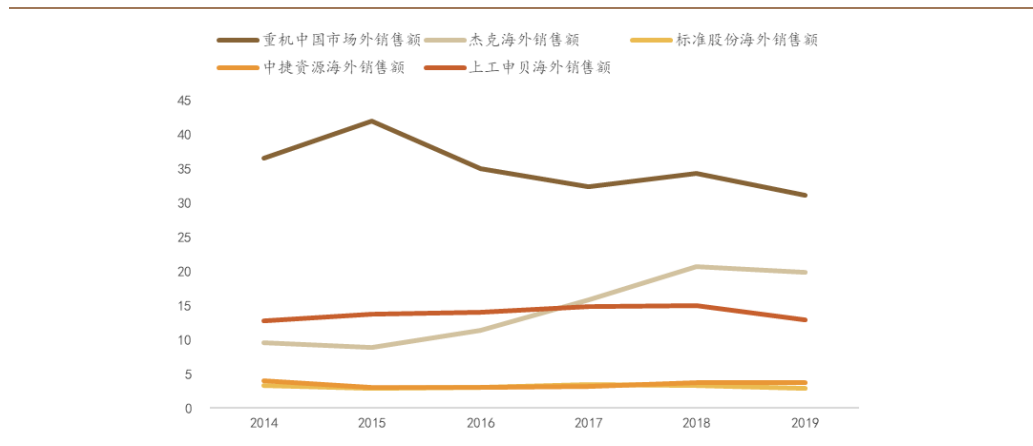
资料来源：WIND，德邦研究所

图 42：杰克历史营业收入和销售费用同比增速对比



资料来源：WIND，德邦研究所

图 43：杰克主要竞争对手海外销售额波动情况(亿元)



资料来源：各公司年报，德邦研究所

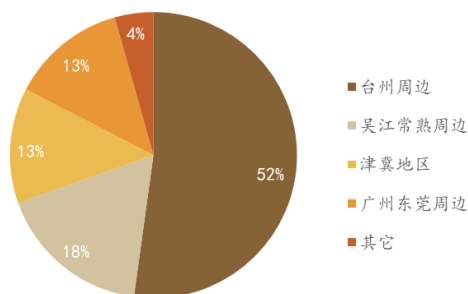
裁床打出品牌，拓展中高端客户销售。过去 10 年杰克累计销售裁床 3000 余台，这部分的客户群体以 200 人以上的规模以上服装厂为主，与缝纫机客户群体相比定位更高端。目前杰克已打通裁床、铺布机和缝纫机的销售，通过过去裁床在中高端客户积累的口碑帮助缝纫机客户群体的进一步拓展，从而实现公司“立足中端，拓展中高端”的战略部署。

4.3 供应商：输出管理和技术，与上游共同成长

杰克解决零部件供应商经营痛点，与上游共同成长。对于整个服装产业而言，由于行业集中度较低，但上游供应商又承接了下游提高产品品质、缩短生产制造周期等重要职能，导致能为上游赋能、与上游共成长成为企业发展壮大的必要条件。以近年来快速发展的国产品牌 SHEIN 为例，由于其能够解决供应商库存和账期的核心问题，导致它培育了一批高忠诚度的供应商。对于杰克而言，其所在地台州已成为全国最大的缝纫机零部件加工制造中心，占据全国 50% 以上的份额。

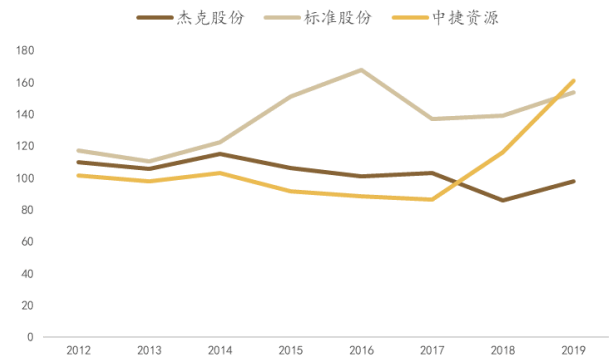
对于零部件供应商而言，经营的核心痛点在于 **1) 缺乏研究实力、产品品质无法保障**，杰克对供应商进行类西格玛管理，给予现场管理和现场指导，定期开会并组织核心供应商去日本参观，对于供应商不合格产品强制参与培训，输出产能规划和布局，协同解决产能和土地扩张问题，不断输出自己的管理和技术；**2) 对下游议价能力较弱导致回款不稳定、坏账较多**：杰克给予供应商长期、持续的账期优惠，历史上从未出现过像其它厂商以机抵款的情况，18 年将承兑汇票改为现金支付并一直持续，公司应付账款周转天数持续位于行业最低水平。由于行业不景气时没有拖欠，周期上行时杰克往往被优先供货，确保产能的扩张。

图 44：缝纫机零部件企业全国分布



资料来源：缝纫机械协会，德邦研究所

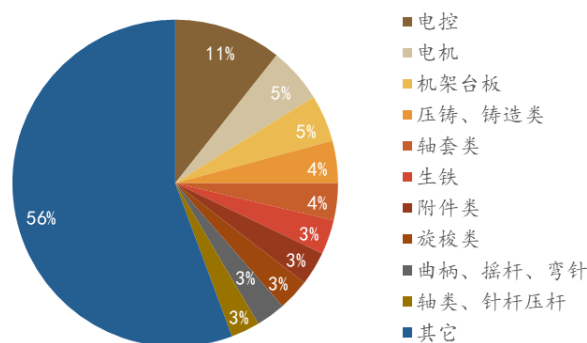
图 45：公司应付账款周转天数(天)



资料来源：WIND，德邦研究所

核心零部件自产率逐步提升，持续降低制造成本。一台缝纫机含有 300 多个零部件，上游分散度较高，占比较大的核心零部件包括电控、电机和机甲台板。电控方面，过去公司主要采购鲍麦克斯、琦星电子、大豪科技等公司的产品，随着规模的提升，自主替代的经济性逐步增强，近年来自主比率已提升至 50% 以上；电机方面，子公司浙江众邦转为杰克提供相关产品，基本实现自主替代；台板方面，公司自主率正逐步提升，主要作为海外产品的配套销售。

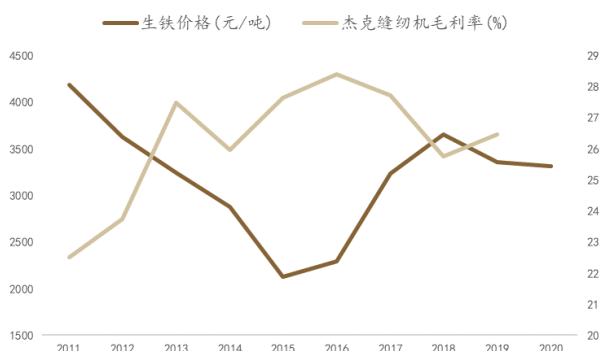
图 46：缝纫机各零部件采购占比



资料来源：招股说明书，德邦研究所

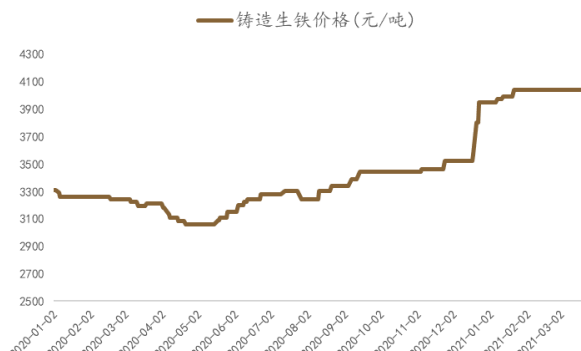
生铁价格上涨致短期毛利率有一定下滑压力，但最终会传导转嫁至下游。历史上来看，杰克缝纫机毛利率与生铁价格波动存在一定负相关性，但规模和需求也是毛利率的重要影响因素，如生铁价格相近的 2012 和 2018 年，公司毛利率提升 2.1%，主要系 2018 年较好的需求下公司最终提升了产品价格。由于去年底开始大宗商品价格持续上涨，叠加供应商产能扩张建设的滞后，同时公司竞争策略导致短期内不会提价，导致近年上半年公司毛利率可能面临一定下滑压力。但由于下游议价能力较弱，旺盛的需求下，成本上涨的压力最终还是会传导到下游。

图 47：历史生铁价格与公司毛利率呈现一定负相关关系



资料来源：WIND，德邦研究所

图 48：年初生铁价格持续上涨



资料来源：WIND，德邦研究所

5. 估值和盈利预测

核心假设：

- 未来 2 年行业需求持续上行，2022 年总需求恢复到接近 2018 年的水平。
- 杰克复制上一轮 2016~2018 年市占率快速提升的道路。
- 裁床、自动缝纫单元恢复 10%左右的稳定增长。
- 规模效应带来净利率持续提升，2022 年净利率修复到 12%的水平。

表 7：杰克股份历史收入及盈利预测（百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
工业缝纫机						
收入	2340	3534	2953	2845	4001	5354
同比增速	57%	51%	-16%	-4%	41%	34%
毛利	649	910	781	753	1040	1446
毛利率(%)	27.7	25.8	26.5	26.5	26.0	27.0
全球市场需求	23711	25644	19870	18328	21601	24875
杰克全球市占率(%)	9.9	13.8	14.9	15.5	18.5	21.5
裁床						
收入	445	500	489	440	484	532
同比增速	22%	12%	-2%	-10%	10%	10%
毛利	206	208	206	185	204	224
毛利率(%)	46	42	42	42	42	42
衬衫及牛仔自动缝制设备						
收入		114	160	144	159	175
同比增速			41%	-10%	10%	10%
毛利		45	57	52	57	62
毛利率(%)		40	36	36	36	36
营业总收入	2787	4152	3608	3429	4644	6061
同比	50%	49%	-13%	-5%	35%	31%
净利率	12%	11%	8%	10%	11%	12%
归属母公司股东的净利润	324	454	301	327	495	727
同比	47%	40%	-34%	9%	51%	47%

资料来源：公司公告，德邦研究所

预计公司 2020~2022 年营业收入分别为 34.3、46.4 和 60.6 亿元，归母净利润 3.3、5.0 和 7.3 亿，对应当前 158 亿市值 PE 分别为 48、32 和 22x。

对比纺织服装行业龙头，公司估值仍有进一步提升空间。2021 年纺织服装龙头企业平均 PE 为 38x，与下游服装制造和品牌商相比，缝纫机行业过去周期性较强压制估值，随着未来周期波动的减弱以及自动化缝制设备板块带来成长性的提升，优质缝纫机制造龙头估值水平应向下游不断靠拢。从历史 PB 估值水平来看，公司当前 PB 5.4x（19 年年报净资产），位于上市以来 75% 的分位数以上，处于历史较高水平，可能系市场对于未来业绩的提升具备一定预期。长期来看，公司仍在抢占市场份额的进程中，随着竞争格局的逐步稳定和规模效应的提升，净利率和 ROE 仍有较大提升空间，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 8：纺织服装行业龙头企业 PE 估值情况

	2020E	2021E	2022E	2017~2019 年平均 ROE 情况
申洲国际	35.4	29.1	24.9	20
李宁	65.7	46.9	36.7	15
安踏	54.2	37.8	30.0	25
平均	51.8	37.9	30.5	20
杰克股份	48.3	31.9	21.7	15

资料来源：公司公告、WIND 一致预期（取 4 月 1 日收盘数据），德邦研究所

图 49：公司历史 PB 估值情况



资料来源：WIND，德邦研究所

6. 风险提示

1、疫情反复，全球服装消费复苏不及预期；2、公司市占率提升进度不及预期；3、原材料价格持续上涨。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标(元)				
每股收益	0.68	0.73	1.11	1.63
每股净资产	5.96	6.69	7.80	9.43
每股经营现金流	0.56	0.99	0.92	1.37
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	31.00	48.30	31.91	21.71
P/B	3.52	5.29	4.54	3.75
P/S	4.38	4.60	3.40	2.60
EV/EBITDA	19.19	40.50	28.70	19.95
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	29.1%	28.9%	28.0%	28.6%
净利润率	8.4%	9.5%	10.6%	12.0%
净资产收益率	11.3%	11.0%	14.2%	17.3%
资产回报率	7.2%	7.3%	9.3%	11.3%
投资回报率	11.0%	7.6%	10.3%	13.1%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	-13.1%	-5.0%	35.4%	30.5%
EBIT 增长率	-23.0%	-22.6%	55.3%	51.1%
净利润增长率	-33.6%	8.4%	51.3%	47.0%
偿债能力指标				
资产负债率	34.8%	31.5%	33.0%	33.2%
流动比率	2.0	2.0	1.9	2.0
速动比率	1.1	1.2	1.0	1.0
现金比率	0.3	0.4	0.3	0.4
经营效率指标				
应收帐款周转天数	39.1	39.1	39.1	39.1
存货周转天数	144.7	144.7	144.7	144.7
总资产周转率	0.9	0.8	0.9	0.8
固定资产周转率	4.0	3.7	4.7	3.7

现金流量表(百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	301	327	495	727
少数股东损益	4	4	7	10
非现金支出	186	100	100	100
非经营收益	16	-13	-22	-32
营运资金变动	-256	24	-168	-192
经营活动现金流	251	442	411	613
资产	-319	-413	-413	-414
投资	305	0	0	0
其他	0	26	35	45
投资活动现金流	-14	-387	-379	-368
债权募资	152	0	0	0
股权募资	14	0	0	0
其他	-283	-11	-11	-11
融资活动现金流	-117	-11	-11	-11
现金净流量	122	43	21	233

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 4 月 1 日
资料来源：公司年报（2018-2019），德邦研究所

利润表(百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	3,608	3,429	4,644	6,061
营业成本	2,560	2,439	3,343	4,328
毛利率%	29.1%	28.9%	28.0%	28.6%
营业税金及附加	24	23	31	41
营业税金率%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
营业费用	229	218	295	384
营业费用率%	6.3%	6.3%	6.3%	6.3%
管理费用	222	269	268	293
管理费用率%	6.1%	7.9%	5.8%	4.8%
研发费用	204	194	263	343
研发费用率%	5.7%	5.7%	5.7%	5.7%
EBIT	369	286	444	671
财务费用	3	6	5	5
财务费用率%	0.1%	0.2%	0.1%	0.1%
资产减值损失	-72	0	0	0
投资收益	27	26	35	45
营业利润	357	373	565	831
营业外收支	-12	0	0	0
利润总额	344	373	565	831
EBITDA	481	386	544	771
所得税	39	42	64	94
有效所得税率%	11.3%	11.3%	11.3%	11.3%
少数股东损益	4	4	7	10
归属母公司所有者净利润	301	327	495	727

资产负债表(百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	379	422	443	676
应收账款及应收票据	386	367	497	648
存货	1,015	967	1,325	1,716
其它流动资产	601	598	623	652
流动资产合计	2,381	2,354	2,888	3,692
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	893	936	978	1,021
在建工程	458	738	1,017	1,297
无形资产	293	283	272	262
非流动资产合计	1,796	2,108	2,420	2,732
资产总计	4,177	4,461	5,308	6,424
短期借款	99	99	99	99
应付票据及应付账款	661	630	863	1,118
预收账款	65	61	83	108
其它流动负债	384	372	462	561
流动负债合计	1,209	1,162	1,507	1,887
长期借款	130	130	130	130
其它长期负债	115	115	115	115
非流动负债合计	245	245	245	245
负债总计	1,454	1,407	1,752	2,131
实收资本	446	446	446	446
普通股股东权益	2,657	2,984	3,478	4,205
少数股东权益	66	70	77	87
负债和所有者权益合计	4,177	4,461	5,308	6,424

信息披露

分析师简介

倪正洋，2021 年加入德邦证券，任研究所大制造组组长、机械行业首席分析师，拥有 5 年机械研究经验，1 年高端装备产业经验，南京大学材料学学士、上海交通大学材料学硕士。2020 年获得 iFinD 机械行业最具人气分析师，所在团队曾获机械行业 2019 年新财富第三名，2017 年新财富第二名，2017 年金牛奖第二名，2016 年新财富第四名。

杨任重，2021 年加入德邦证券，3 年卖方行业研究经验，香港理工大学硕士。覆盖工程机械、检测、缝纫机械、阀门、仪器仪表等行业。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	类 别	评 级	说 明
	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况

下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。