

杰克股份 (603337.SH)
 /机械设备

证券研究报告/公司深度报告

2023年06月05日

评级：增持（首次）

市场价格：18.86元

分析师：王可

执业证书编号：S0740519080001

Email: wangk@r.qlzq.com.cn

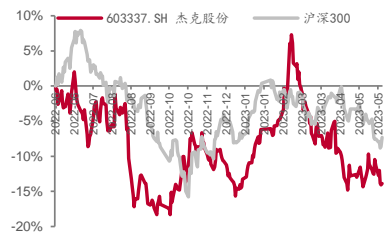
分析师：郑雅梦

执业证书编号：S0740520080004

Email: zhengym@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	486
流通股本(百万股)	482
市价(元)	18.86
市值(百万元)	9,167
流通市值(百万元)	9,086

股价与行业-市场走势对比

相关报告
公司盈利预测及估值

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	6,054	5,502	6,506	8,439	10,127
增长率 yoy (%)	72%	-9%	18%	30%	20%
净利润(百万元)	466	494	625	813	1,021
增长率 yoy (%)	49%	6%	27%	30%	26%
每股收益(元)	0.96	1.02	1.28	1.67	2.10
每股现金流量	-0.41	1.82	1.56	1.91	2.46
净资产收益率	14%	11%	13%	14%	15%
P/E	19.7	18.6	14.7	11.3	9.0
P/B	2.8	2.1	1.9	1.7	1.4

备注：股价取自 2023 年 6 月 5 日

报告摘要
国内工业缝纫机龙头，业绩有望迎来拐点。

(1) 公司专注于缝纫机行业，通过收购实现产业链扩张。1994 年 11 月，公司前身为飞达缝纫机，陆续收购德国奔马、迈卡、威比玛、安徽杰羽、衣科达等不断延伸产业链能力，打造缝制设备智能成套解决方案服务商。

(2) 公司营收跟随行业周期性波动，盈利能力保持稳健。2022 年公司实现营业收入 55.02 亿元，同比减少 9.12%，主要由于受到俄乌战争、全球性高通胀及疫情扰动等负面影响；实现归母净利润 4.94 亿元，同比增长 5.84%，盈利能力保持稳健。随着宏观经济和下游消费恢复，行业需求好转预计带动公司营收恢复增长。

(3) 公司为家族控股企业，股权集中，股权激励充分。公司创始人阮积祥与胡彩芳合计持股 35.69%，阮福德和阮积明合计持有股份 28.67%。员工持股计划占公司股本的 0.75%。

内需拉动行业边际复苏，出口仍有结构亮点。

(1) 国内消费逐渐恢复，带动缝制设备β回升。国内缝制设备的下游主要为服装纺织业，已进入平稳增长阶段，2022 年越南订单回流以及国内外需求不确定性给纺织服装行业带来一定压力。22 年四季度以来，下游消费和纺织服装行业回升态势已确立，2023 年随着国内消费景气度边际回升，缝制设备国内需求有望复苏。

(2) 缝制设备行业历经周期性调整后，迎来行业增长拐点。本轮缝制设备下行周期始于 2019 年，已持续 4 年（除去 2021 年行业超预期增长），2023 年有望迎来周期增长拐点。

(3) 疫情三年外需高增，23 年看好出口结构性机会。印度、越南、美国是我国缝制机械前三大出口国，公司的出口市场主要集中于东南亚、南亚、中东、南美等区域的劳动密集型经济主体。展望 2023 年，在 RCEP 生效实施的利好作用下，预计“一带一路”、东盟市场仍将有巨大发展潜力。

传统业务具备绝对优势，开启智联成套设备第二增长曲线。

(1) 行业向寡头垄断格局演变，公司市占率不断提升。杰克 2021 年的产量市占率已达到 30%，假设未来公司市占率提升至 40%-50%，那么对应约 120-150 亿收入规模，市场空间广阔。

(2) 公司战略目标清晰，“核心、成长、新兴”三大业务组合布局。工业缝纫机核心业务发展稳定，智能化助力单价提升；裁床单价呈下降趋势，利于国内进一步推广应用；衬衫及牛仔自动缝制设备毛利率较高，定增募投项目进一步推进设备国产化。

(3) 智能转型加速，定增募投项目打造“智联成套”第二增长极。缝制机械产业步入高质量发展阶段，公司定增募投项目迎合智能化发展趋势，项目预计 2023 年年底建设完成，项目投产后预计新增年均营业收入 38.9 亿元，新增年均净利润 3.5 亿元。

首次覆盖，给予“增持”评级。我们预计 2023-2025 年公司营收分别为 65.06 亿元、84.39 亿元、101.27 亿元；分别同比增长 18.25%、29.72%、19.99%；归母

净利润分别为 6.25 亿元、8.13 亿元、10.21 亿元，分别同比增长 26.52%、30.10%、25.63%；EPS 分别为 1.28 元、1.67 元、2.10 元；按照 2023 年 6 月 5 日股价对应 PE 分别为 15、11、9 倍。受益缝制机械行业复苏，公司作为国内缝制设备龙头有望充分受益，公司同时开启智联成套设备第二成长极，未来市占率有望持续提升；首次覆盖，给予“增持”评级。

- **风险提示：**消费需求恢复或不及预期的风险；经营风险；出口风险及汇率风险；原材料价格上涨风险；固定成本逐步提升的风险；台风等自然灾害风险；研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险；行业市场规模测算偏差风险。

投资主题

报告亮点

缝制机械行业复苏，看好公司业绩反弹。缝制设备作为服装的上游，经过 2019-2022 年（2021 年除外）的下行周期，2023 年国内消费恢复有望带动行业边际复苏，叠加“一带一路”、东盟市场仍将有巨大发展潜力，公司产量市占率已达到 30%，有望充分受益行业增长以及规模效应。

投资逻辑

缝制机械行业龙头，公司有望率先受益行业周期修复。公司营收跟随行业周期性波动，盈利能力保持稳健。随着下游消费恢复，行业需求好转预计带动公司营收恢复增长。

开启智联成套设备第二增长曲线，市占率提升成长空间广阔。一方面，公司核心业务工业缝纫机发展稳定，电控化比例逐年上升，市场份额全球第一；另一方面，公司研发投入逐年递增，持续完善智联成套解决方案。杰克 2021 年的产量市占率已达到 30%，智联成套产品有望进一步加剧龙头集中效应，假设未来 2-3 年公司市占率提升至 40%-50%，对应约 120-150 亿收入规模，空间翻倍。

关键假设、估值与盈利预测

1) 工业缝纫机：公司核心业务，具备绝对优势，2023 年随着行业整体需求修复，公司作为行业龙头具备更大的业务弹性；公司 2022 年毛利率由于规模效应减弱和成本上升有所回落，预计 2023 年起随着成本回落、定增募投项目“年产智能工业缝纫机 120 万台”逐步放量，业绩恢复正增长，毛利率开始好转。

2) 裁床：裁床产品较高的单价使其需求量在下游景气度较低及疫情背景下受到抑制。未来单价有望持续降低，国内市场渗透率上升空间十分广阔；毛利率预计保持稳定且略有上升。

3) 衬衫及牛仔自动缝制设备：自动缝制设备未来将逐步代替现有电脑缝纫机设备，定增募投“自动缝制单元 2500 台”2023 年起逐步放量；毛利率预计保持稳定且略有上升。

我们预计 2023-2025 年公司营收分别为 65.06 亿元、84.39 亿元、101.27 亿元；分别同比增长 18.25%、29.72%、19.99%；归母净利润分别为 6.25 亿元、8.13 亿元、10.21 亿元，分别同比增长 26.52%、30.10%、25.63%；EPS 分别为 1.28 元、1.67 元、2.10 元；按照 2023 年 6 月 5 日股价对应 PE 分别为 15、11、9 倍。受益缝制机械行业复苏，公司作为国内缝制设备龙头有望充分受益，公司同时开启智联成套设备第二成长极，未来市占率有望持续提升；首次覆盖，给予“增持”评级。

内容目录

1、国内工业缝纫机龙头，业绩有望迎来拐点	- 7 -
1.1、发展历程：深耕缝制设备行业，收购实现产业链扩张	- 7 -
1.2、主营业务：工业缝纫机占比高，裁床盈利能力强	- 7 -
1.3、财务分析：盈利能力稳健，定增项目持续扩产降本.....	- 10 -
1.4、股权结构：家族控股股权集中，股权激励充分	- 13 -
1.5、公司战略：打造缝制设备智能成套解决方案服务商.....	- 14 -
2、内需拉动行业边际复苏，出口仍有结构亮点	- 14 -
2.1、国内消费恢复，服装行业带动缝制设备 β 回升.....	- 14 -
2.2、缝制设备行业历经周期性调整后，迎来行业增长拐点.....	- 16 -
2.3、疫情三年外需高增，23年仍看好出口结构性机会	- 17 -
3、传统业务具备绝对优势，开启智联成套设备第二增长曲线	- 18 -
3.1、行业向寡头垄断格局演变，公司市占率不断提升	- 18 -
3.2、公司战略目标清晰，“核心、成长、新兴”三大业务组合布局	- 20 -
3.3、智能转型加速，开启“智联成套”第二增长极.....	- 22 -
4、首次覆盖，给予“增持”评级	- 24 -
5、风险提示	- 26 -

图表目录

图表 1: 公司发展历程.....	- 7 -
图表 2: 公司主要产品涉及领域.....	- 8 -
图表 3: 公司主营产品介绍.....	- 8 -
图表 4: 2022 年公司主营业务构成.....	- 9 -
图表 5: 2022 年公司主营业务收入及毛利率.....	- 9 -
图表 6: 2011-2022 年工业缝纫机收入及毛利率.....	- 9 -
图表 7: 2011-2022 年工业缝纫机销量及均价.....	- 9 -
图表 8: 2011-2022 年裁床收入及毛利率.....	- 10 -
图表 9: 2011-2022 年裁床销量及均价.....	- 10 -
图表 10: 2018-2022 年自动缝制设备收入及毛利率.....	- 10 -
图表 11: 2018-2022 年自动缝制设备销量及均价.....	- 10 -
图表 12: 2011A-2023Q1 公司营收及增速.....	- 11 -
图表 13: 2011A-2023Q1 公司归母净利润及增速.....	- 11 -
图表 14: 2011A-2023Q1 公司毛利率及净利率变化.....	- 11 -
图表 15: 2011A-2023Q1 公司期间费用率变化趋势.....	- 11 -
图表 16: 2011A-2023Q1 应收账款情况.....	- 12 -
图表 17: 2011A-2023Q1 公司经营性净现金流情况.....	- 12 -
图表 18: 2011A-2023Q1 研发费用及占营收比重.....	- 13 -
图表 19: 2011A-2023Q1 政府补助情况 (万元).....	- 13 -
图表 20: 2016-2022 年公司主要产品产量变化.....	- 13 -
图表 21: 公司股权结构.....	- 14 -
图表 22: 2018-2021 年我国服装产量维持在 250 亿件左右.....	- 15 -
图表 23: 我国服装行业营业收入及增速.....	- 15 -
图表 24: 我国服装行业利润总额及增速.....	- 15 -
图表 25: 2023 年 1-2 月服务业 PMI 指数回归 50 以上.....	- 16 -
图表 26: 2022 年 12 月商品零售降幅收窄 (单位: 亿元).....	- 16 -
图表 27: 工业缝纫机具备 4-5 年的小周期.....	- 17 -
图表 28: 工业缝纫机国内销量与服装行业利润和固定资产投资趋势一致.....	- 17 -
图表 29: 我国缝制机械行业出口金额及同比.....	- 17 -
图表 30: 我国 2022 年缝制机械出口地区占比.....	- 17 -
图表 31: 公司内销及外销收入与毛利率.....	- 18 -
图表 32: 公司外销前五大国家地区销售金额 (万元) 及其占出口收入的比例.....	- 18 -
图表 33: 2022 年国内外主要缝制机械企业营收规模对比 (亿元).....	- 19 -

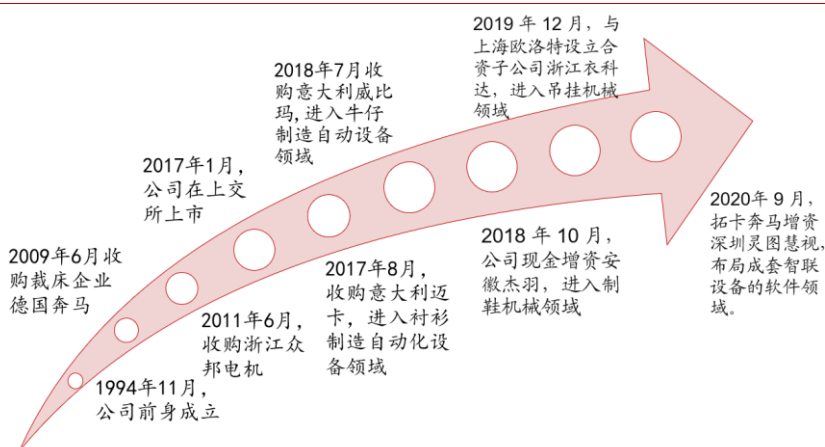
图表 34: 2012-2022 年国内上市企业的份额格局.....	- 19 -
图表 35: 杰克股份在国内缝制设备企业中占据绝对份额优势.....	- 19 -
图表 36: 2012-2022 全球主要上市企业的份额格局.....	- 20 -
图表 37: 日企份额逐步回落.....	- 20 -
图表 38: 兄弟公司缝纫机业务收入占比较小.....	- 20 -
图表 39: 日本重机的缝纫机业务增速不高.....	- 20 -
图表 40: 缝制机械规上生产企业营收规模.....	- 20 -
图表 41: 行业寡头市场空间测算.....	- 20 -
图表 42: 2015-2022 年工业缝纫机业务收入及毛利率.....	- 21 -
图表 43: 智能化工业缝纫机销售单价提升 (元/台)	- 21 -
图表 44: 2015-2022 年裁床业务收入及毛利率.....	- 21 -
图表 45: 裁床及铺布机销售单价变化.....	- 21 -
图表 46: 2018-2022 年衬衫及牛仔自动缝制设备收入及毛利率.....	- 22 -
图表 47: 定增募投项目衬衫及牛仔自动缝制设备单价及收入预测.....	- 22 -
图表 48: 服装厂智能化进程缓慢.....	- 23 -
图表 49: 杰克股份服装智能制造成套解决方案 7 大模块.....	- 23 -
图表 50: 定增募投项目投产后盈利预测.....	- 24 -
图表 51: 智能制造成套解决方案投产后收入预测.....	- 24 -
图表 52: 公司业绩拆分	- 25 -
图表 53: 可比公司估值	- 25 -
图表 54: 杰克股份盈利预测表	- 27 -

1、国内工业缝纫机龙头，业绩有望迎来拐点

1.1.1、发展历程：深耕缝制设备行业，收购实现产业链扩张

- 1994年11月，公司前身椒江市飞达缝纫机有限公司成立，主营缝纫设备和配件；2009年6月，公司收购国际著名裁床企业德国奔马，将缝制机械产业链向前延伸至缝前设备——裁床领域；2010年12月，为增加电机、电控的自给率，公司收购浙江众邦电机100%股权；2017年1月，公司在上交所上市；同年8月，公司成功并购拥有40多年历史的意大利衬衫智造专家——MAICA（迈卡）公司，进入衬衫自动化设备领域；2018年7月，公司通过子公司杰克欧洲收购意大利牛仔裤工业缝纫机领军企业VBM（威比玛），进入牛仔服装自动化设备领域；2018年10月，公司以现金形式增资持有安徽杰羽51.00%股份，进入制鞋机械领域；2019年12月，公司以现金方式出资，与上海欧洛特实业有限公司设立合资子公司浙江衣科达智能科技有限公司，公司持有衣科达70%股权，进入吊挂机械领域；2020年9月，子公司拓卡奔马以自有资金增资深圳灵图慧视科技有限公司，拓卡奔马持股比例为51%，布局智联成套设备的软件领域。

图表 1：公司发展历程

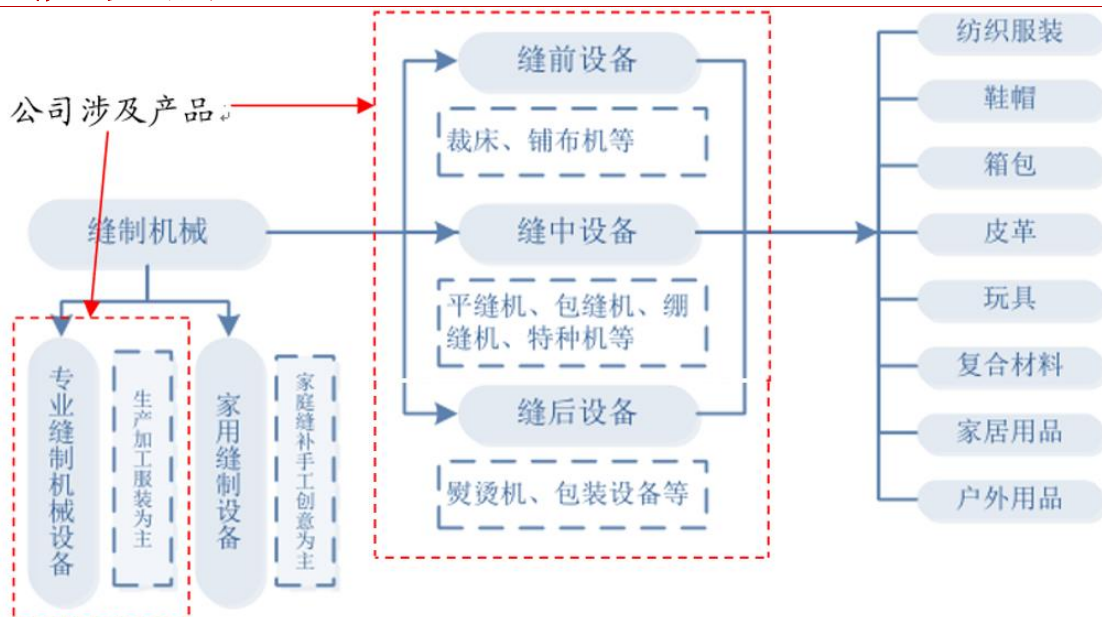


来源：公司公告，中泰证券研究所

1.2、主营业务：工业缝纫机占比高，裁床盈利能力强

- 公司主要产品涉及缝前、缝中、缝后设备，以及缝制机械的重要零部件。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。公司产品主要涉及：一是缝前设备，包括裁床、铺布机；二是缝中设备，包括工业缝纫机（平缝机、包缝机、绷缝机、特种机）和罗拉车等；三是缝后设备，包括吊挂和仓储设备；四是缝制机械零部件，主要有电机、电控、机架台板等。公司立足单机（平、包、绷为主）产品市场份额不断扩大的基础上，加快智能缝制业务的发展，打造缝制设备智能成套解决方案服务商。


图表 2：公司主要产品涉及领域



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 3：公司主营产品介绍

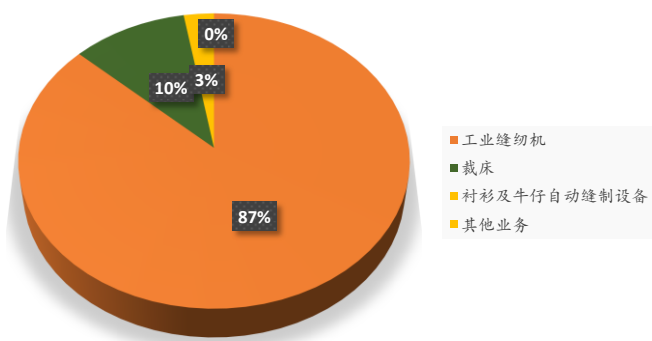
大类	种类	图片	用途
缝前设备	裁床		主要用于纺织服装、鞋帽、箱包、汽车内饰、家具等软性材料裁剪。公司的裁床产品有单层裁床和多层裁床。
	铺布机		与裁床配套使用，通过松布、送布、对边、断料等操作将成卷的或折叠的面料展开并逐层平铺在裁剪台上，以便于裁床进行裁剪。
缝中设备	工业缝纫机		是服装、箱包、鞋帽等行业生产加工的主要设备，公司的主要工业缝纫机包括平缝机、包缝机、绷缝机、特种机和罗拉车等系列产品。
	衬衫及牛仔自动缝制设备	 迈卡UAM04 S4650全自动裤襻机	结合服装模板和现代化的控制技术进行自动模板生产的专用缝制设备；广泛应用于羽绒服、服装袖口领口、箱包等大范围缝纫或小件大批量缝制。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。
缝后设备	自动化吊挂、仓储设备	 吊挂	智能面料仓储方案，解决传统面料仓存放无序、空间利用率低等痛点，如四向穿梭车立体仓、堆垛机立体仓。

			
缝制机械 零部件	电机、电 控、机架 台板		通过 DSP 控制电机、电磁铁等部件驱动缝纫机械机构动作，完成缝纫所需各类工艺。

来源：公司公告，中泰证券研究所

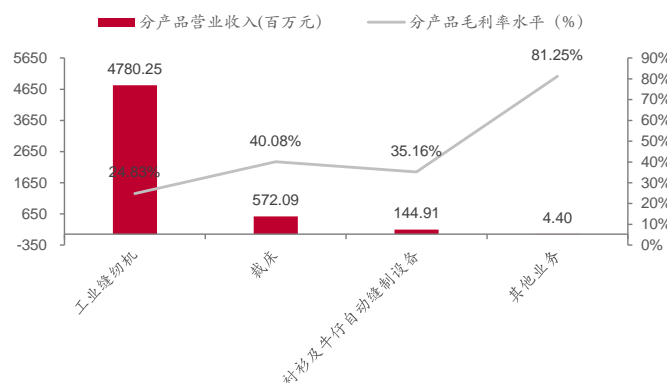
- **工业缝纫机收入占比高，裁床及自动缝制设备毛利率高。**公司主营业务主要分为三块，工业缝纫机业务包括销售工业缝纫机、缝制机械零部件等；裁床业务包括销售裁床、铺布机；衬衫自动缝制设备包括自动连续锁眼机、自动缝袖衩机等，牛仔自动缝制设备产品含三针直臂式链缝埋夹机、裤脚卷边缝机及自动裤襻机等。

图表 4：2022 年公司主营业务构成



来源：公司公告，中泰证券研究所

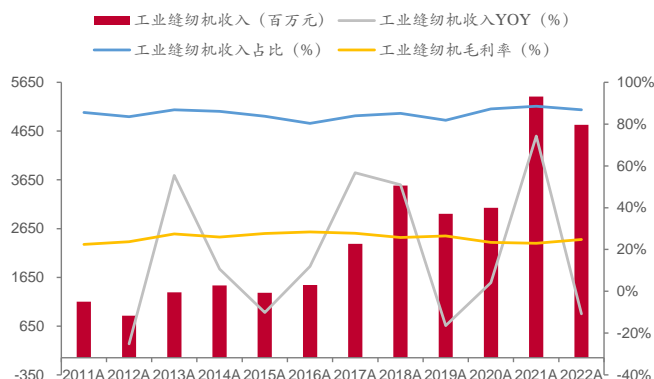
图表 5：2022 年公司主营业务收入及毛利率



来源：公司公告，中泰证券研究所

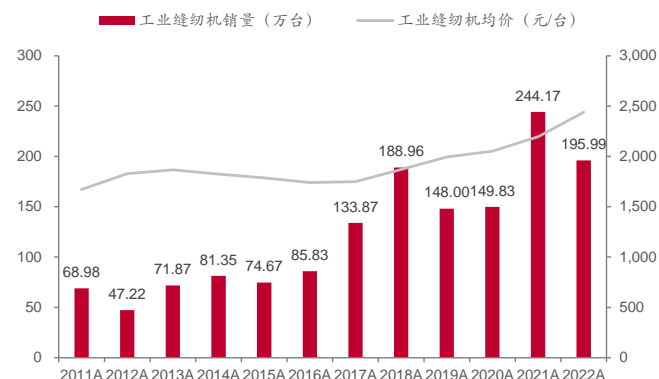
- 1) **工业缝纫机：量减价涨，毛利率有所修复。**2022 年实现销售收入 47.80 亿元，同比下降 10.83%，占营业收入比重达 86.96%；实现销量 195.99 万台，同比下降 19.73%，均价为 2439.03 元/台，同比增长 11.09%；毛利率为 24.83%，同比增长 1.83pct。

图表 6：2011-2022 年工业缝纫机收入及毛利率



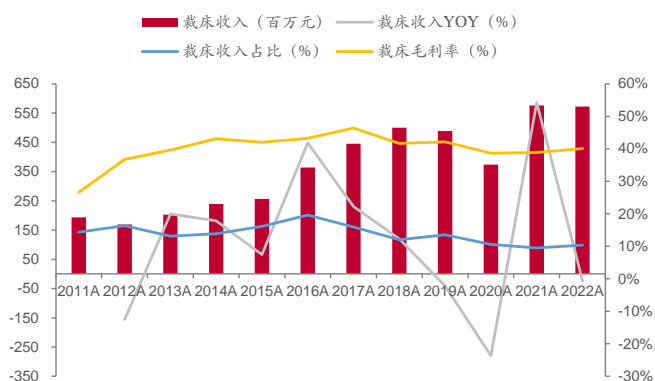
来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 7：2011-2022 年工业缝纫机销量及均价

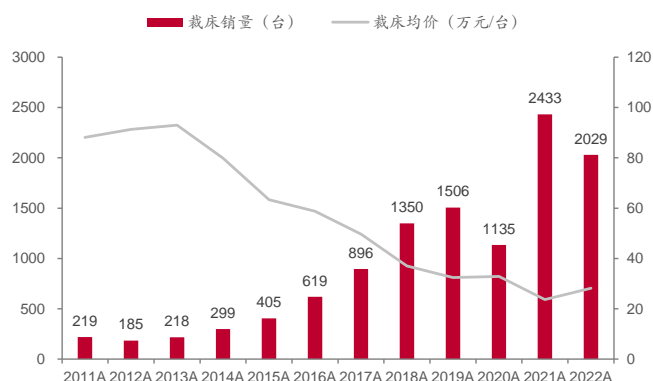


来源：公司公告，中泰证券研究所

- 2) **裁床：产品单价高，抗周期波动强，毛利率持续修复。**2022 年实现销售收入 5.72 亿元，同比下降 0.63%，占营业收入比重为 10.40%；实现销量 2029 台，同比下降 16.61%，均价为 28.20 万元/台，同比增长 19.16%；毛利率达 40.08%，同比增长 1.25pct；

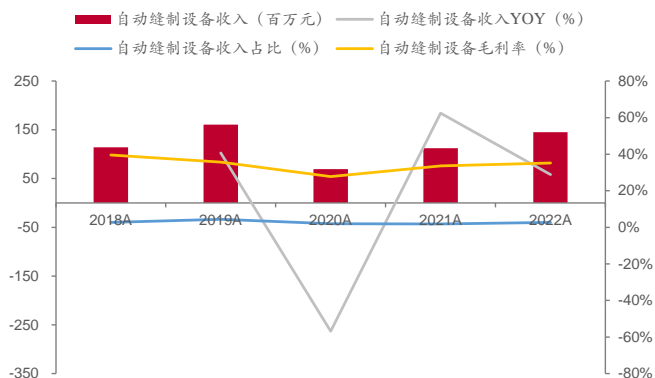
图表 8：2011-2022 年裁床收入及毛利率


来源：公司公告，中泰证券研究所

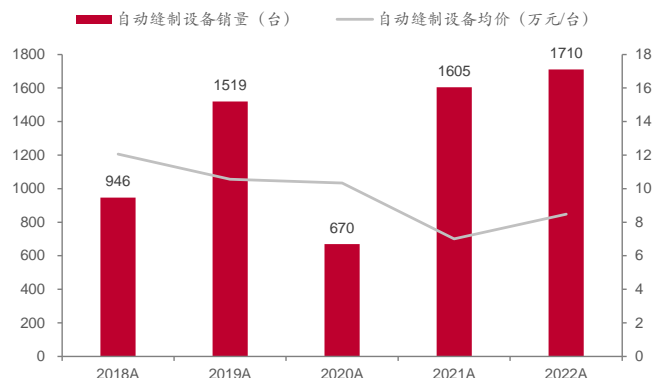
图表 9：2011-2022 年裁床销量及均价


来源：公司公告，中泰证券研究所

- 3) 衬衫及牛仔自动缝制设备：逆势量价齐升，毛利率持续修复。2022 年实现销售收入 1.45 亿元，同比增长 28.87%，占收入比重为 2.64%；实现销量 1710 台，同比增长 6.54%，均价为 8.47 万元/台，同比增长 20.96%；毛利率达 35.16%，同比增长 1.58pct。

图表 10：2018-2022 年自动缝制设备收入及毛利率


来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 11：2018-2022 年自动缝制设备销量及均价


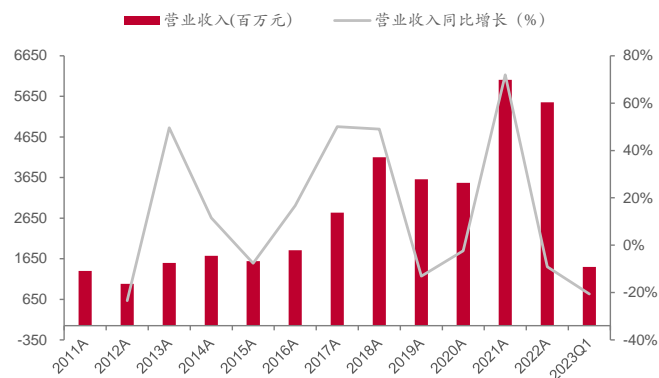
来源：公司公告，中泰证券研究所

1.3、财务分析：盈利能力稳健，定增项目持续扩产降本

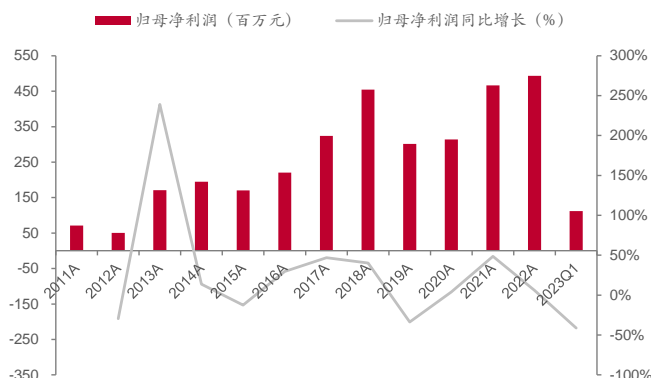
■ 公司营收随行业周期性波动，整体经营较为稳健。

- 1) 公司营业收入从 2011 年 13.48 亿元增长至 2021 年 60.54 亿元，CAGR 为 16.21%；公司归母净利润从 2011 年 7150.15 万元增长至 2021 年 4.66 亿元，CAGR 为 20.63%；在行业周期波动下，公司呈现稳健增长态势。其中 2015、2019、2020 年营收负增长，2015 年主要由于下游纺织行业需求萎缩，2019 年主要由于中美贸易摩擦以及缝制行业周期性调整，2020 年主要受疫情影响销量下降。
- 2) 2022 年，公司实现营业收入 55.02 亿元，同比下降 9.12%；实现归母净利润 4.94 亿元，同比增长 5.84%，主要受到俄乌战争、全球性高通胀等负面影响。
- 3) 2023 年一季度，公司实现营业收入 14.47 亿元，同比下降 20.53%；实现归母净利润 1.12 亿元，同比下降 41.14%；主要受到国际市场需求下滑等负面影响。
- 4) 我们预计，随着宏观经济和消费需求逐渐恢复，下游纺服消费需

求转好，带动缝制设备订单增加，公司未来业绩有望较快增长。

图表 12：2011A-2023Q1 公司营收及增速


来源：Wind，中泰证券研究所

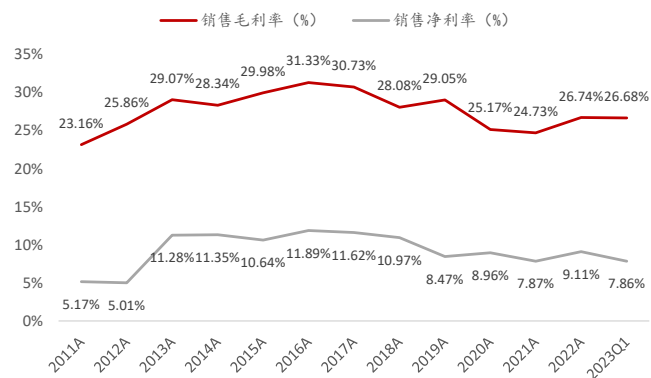
图表 13：2011A-2023Q1 公司归母净利润及增速


来源：Wind，中泰证券研究所

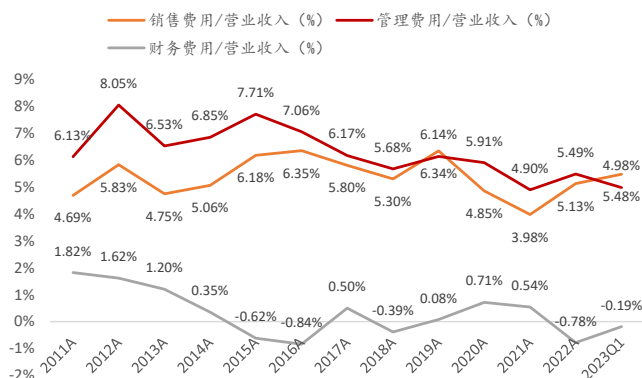
■ **疫情下盈利能力承压，2022 年开始趋稳向上。**受疫情影响，2020 年公司收入规模下降，2021 年行业需求恢复但大宗商品价格上涨，盈利能力承压；2021 年，公司销售毛利率为 24.73%，同比下降 0.44pct；销售净利率为 7.87%，同比下降 1.08pct。2022 年，公司销售毛利率为 26.74%，同比增加 2.01pct；销售净利率为 9.11%，同比增加 1.24pct。2023Q1，公司销售毛利率为 26.68%，同比增加 0.51pct；销售净利率为 7.86%，同比减少 2.86pct。我们预计，随着行业需求逐渐修复，公司业务体量恢复，叠加产品结构改善，规模优势下盈利能力有望趋稳向上。

■ **公司费用管控能力较强，三费整体保持稳定。**

- 1) 管理费用率：2021 年为 4.90%，同比下降 0.87pct；2022 年为 5.49%，同比上升 0.59pct；主要由于股票股权激励费用增加；2023Q1 为 4.98%，同比上升 0.97pct。
- 2) 销售费用率：2021 年为 3.98%，同比下降 0.87pct；2022 年为 5.13%，同比增加 1.15pct，主要由于营销人员薪酬、海外补贴、差旅费增加；2023Q1 为 5.48%，同比上升 1.97pct。
- 3) 财务费用率：2021 年为 0.54%，同比下降 0.18pct；2022 年为 -0.78%，同比下降 1.32pct，主要由于利息收入及汇兑收益增加；2023Q1 为 -0.19%，同比下降 0.66pct，主要由于利息收入增加。
- 4) 我们认为，随着公司收入增长，规模优势下三项费用率将稳中有降。

图表 14：2011A-2023Q1 公司毛利率及净利率变化


来源：Wind，中泰证券研究所

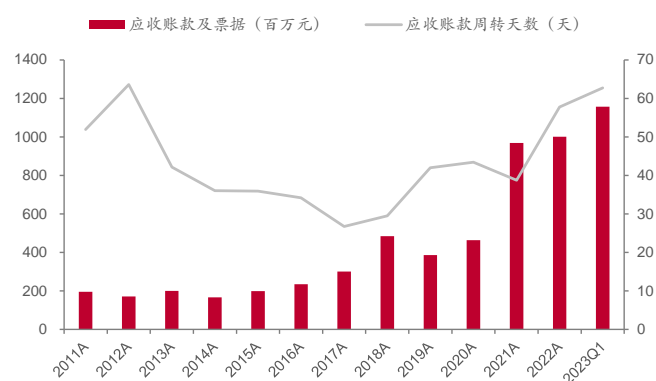
图表 15：2011A-2023Q1 公司期间费用率变化趋势


来源：Wind，中泰证券研究所

■ **2022 年应收账款周转率有所放缓，经营性净现金流快速转正。**

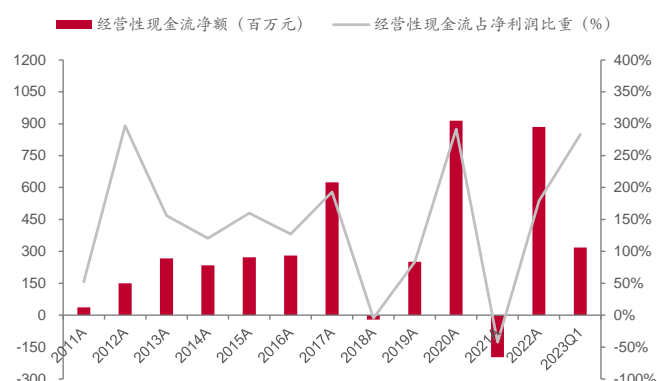
- 1) 营运角度，2022 年，公司应收账款及票据为 10.01 亿元，周转天数为 57.76 天，同比增长 19.04 天；2023 年一季度，公司应收账款及票据为 11.56 亿元，周转天数为 62.69 天，同比增长 13.21 天；主要由于公司的渠道销售采用年初授信年末收回的政策，且智联成套设备直销客户增加，涉及预收款及收余款。
- 2) 现金流角度，2022 年经营性净现金流为 8.84 亿元，已同比转正，占净利润的比重为 179.18%，2023Q1 经营性净现金流为 3.18 亿元，也由负转正，占净利润的比重为 283.33%；有效改善了经营质量。
- 3) 我们预计，疫情放开、行业景气度回暖后，交付和应收账款周转率有望加快，经营活动净现金流将持续快速提升。

图表 16：2011A-2023Q1 应收账款情况



来源：Wind，中泰证券研究所

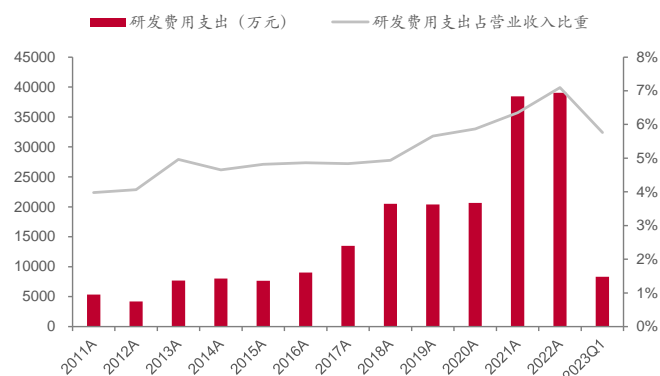
图表 17：2011A-2023Q1 公司经营性净现金流情况



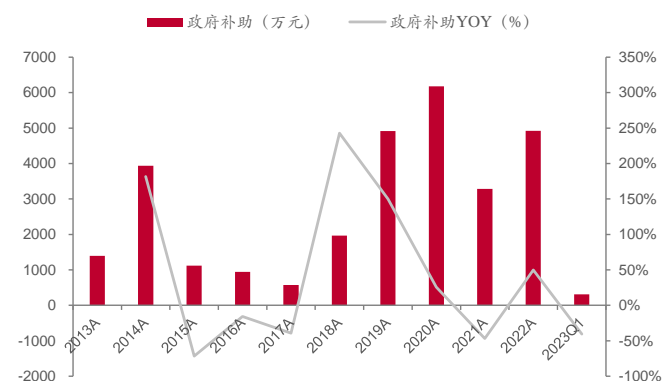
来源：Wind，中泰证券研究所

■ **持续提升研发投入，全面推进大研发平台建设。**

- 1) 强化产品聚焦，缩减 SKU，产品型号大幅缩减；聚焦发力 H1 产品，打造核心爆品；全面推进大研发平台建设，实现预研组织统一，构建机电融合组织；通过未来 CPS 物理信息全面融通，重点着力缝纫效率提升研究与实践；重启物联网缝纫机需求设计，沿着产品和营销两条主线，深入洞察用户需求，完成物联网 2.0 的设计开发；贯彻客户第一价值观，全面推动研发产品线和后端研发人员走向市场，联合创新研发有效地开展并取得初步成效。
- 2) 2022 年，公司研发支出 3.90 亿元，占营收比重为 7.09%，同比增长 0.74pct；研发人员数量达 1259 人，占公司总人数比例 18.73%。截至 2022 年底，公司共拥有有效专利 2,601 项，其中发明专利 1,098 项，实用新型专利 1,260 项，外观设计专利 243 项，累计获得软件著作权 402 项。2023 年一季度，公司研发支出 8,336.30 万元，占营收比重为 5.76%，同比增长 0.57pct。

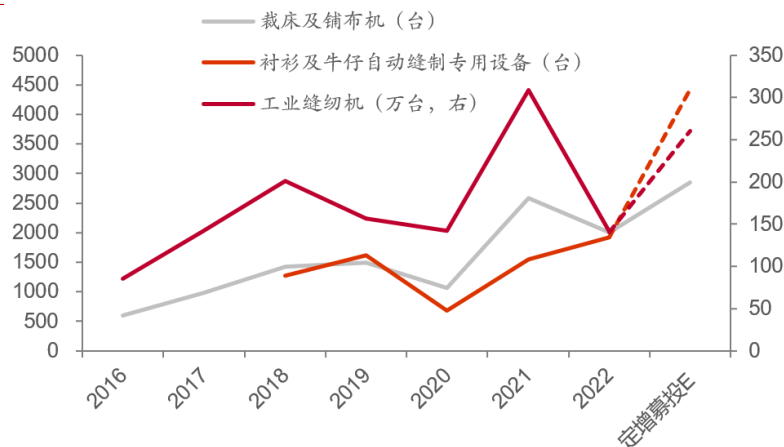
图表 18：2011A-2023Q1 研发费用及占营收比重


来源：Wind，中泰证券研究所

图表 19：2011A-2023Q1 政府补助情况 (万元)


来源：Wind，中泰证券研究所

- 定增募投项目持续推进，产能持续突破。**公司 IPO 募投项目已投产完毕，2022 年公司工业缝纫机产量 141 万台，同比减少 54%，裁床及铺布机产量 2002 台，同比减少 22%，主要是公司减少战略库存储量；衬衫及牛仔自动缝制专用设备产量 1926 台，同比增长 24%，主要是为在手订单做准备。公司定增募投项目“杰克高端缝制装备智能制造中心”，预计 2023 年投产，建成后将新增年产智能工业缝纫机 120 万台、自动缝制单元 2500 台、服装智能制造成套解决方案 850 套的规模化生产能力。

图表 20：2016-2022 年公司主要产品产量变化


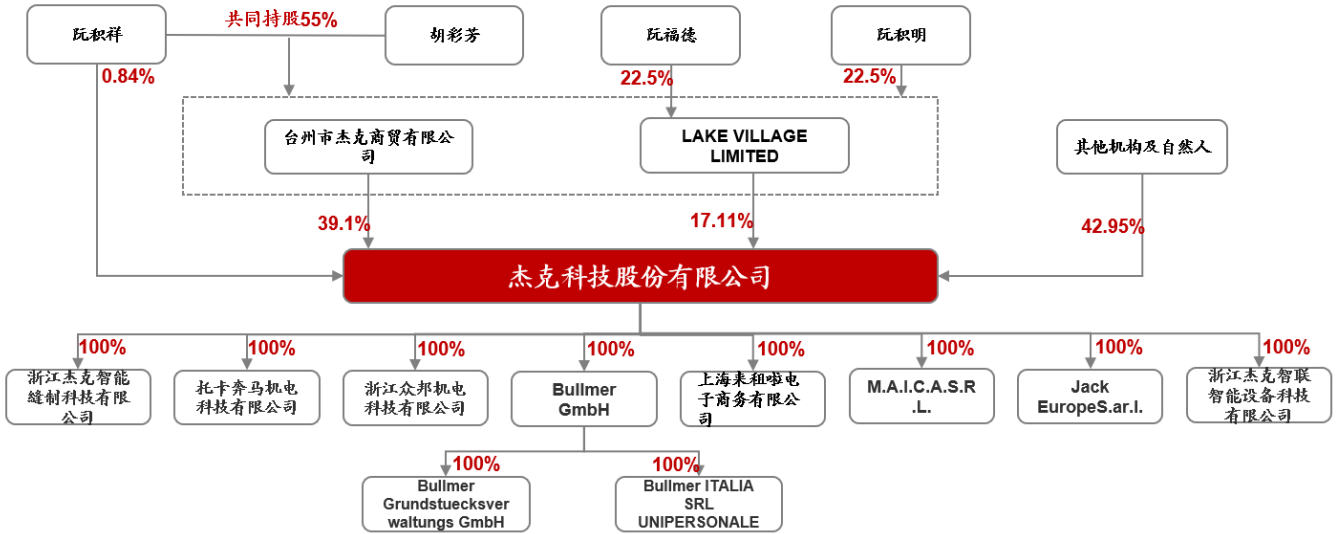
来源：公司公告，中泰证券研究所

1.4、股权结构：家族控股股权集中，股权激励充分

- 家族控股股权集中，有利于内部治理。**公司实际控制人为胡彩芳、阮积祥、阮福德、阮积明，四人直接或间接持有公司股份 64.37%，其中阮积祥与胡彩芳合计持股 35.69%，阮福德和阮积明合计持有股份 28.67%。四人皆是公司的创始人，其中阮积祥、阮福德、阮积明现任公司副董事长，为兄弟关系，胡彩芳与阮积祥为夫妻关系。家族控股股权集中，有利于公司内部治理，减少代理成本。
- 股权激励充分，员工积极性高。**公司自 2017 年上市后，每年都出台员工股权激励计划，提升员工积极性；包括 2017 年员工持股计划、2018 年限制性股权激励计划、2019 年第二期员工持股计划、2020 年

限制性股权激励计划、2021年第三期员工持股计划、2022年股票期权与限制性股权激励计划。高管持股平台和员工持股计划极大地激励了高管和其他员工的工作积极性，从而促进公司业务发展。

图表 21：公司股权结构



来源：公司公告，中泰证券研究所

1.5、公司战略：打造缝制设备智能成套解决方案服务商

- 经过多年的持续努力，公司已发展成为服装装备行业产销量领先的企业，未来公司的总体战略发展方向为“围绕客户价值，打造单机爆品，发展智联成套，布局后市场服务，探索共建服装智造产业互联”。
 - 1) 聚焦爆品打造，巩固单机业务。围绕客户价值提升，以差异化技术实现产品质量性能新突破，持续扩大中端市场规模和份额，创造更多利润投入到技术和产品研发，支撑单机发展和成套解决方案竞争优势建立。
 - 2) 发展智联成套，深化大客户业务。抓住智能制造转型升级的趋势，围绕客户生产全流程的痛点和需求，通过物联网技术、智能软件打造智能版房、智能裁剪房、智能缝制车间、智能后整、智能仓储等软硬件为一体的模块化成套解决方案，赋能客户数字化转型、提质增效，突破行业周期，快速打开新的增长空间，同时带动中型客户升级。
 - 3) 布局后市场服务，面向存量市场提供预测性服务、数智精益、自动化应用、SAAS 订阅等高价值服务，增强客户粘性，构建领先的服务竞争优势；同时链接服装品牌商、贸易商、电商及面辅料供应商等生态伙伴，探索共建服装智造产业互联生态，助力产业链各环节提效降本，孵化新的业务和增长曲线。

2、内需拉动行业边际复苏，出口仍有结构亮点

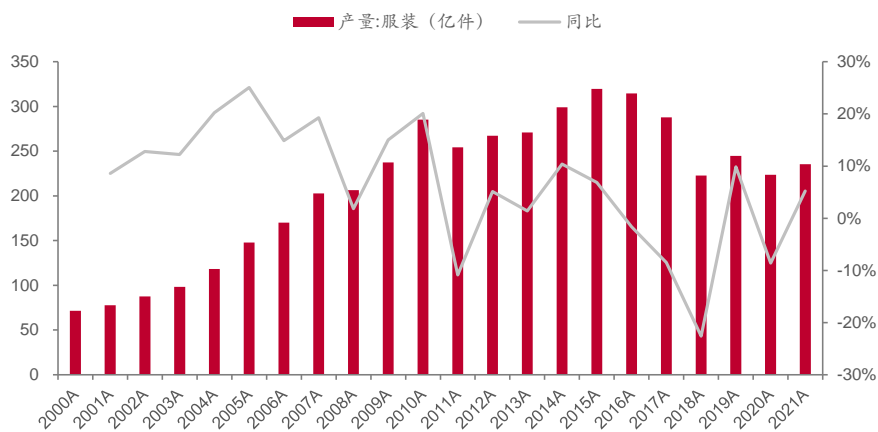
2.1、国内消费恢复，服装行业带动缝制设备β回升

- 国内缝制设备的下游主要为服装纺织业，已进入平稳增长阶段。根据中国缝制机械协会，缝制设备下游应用中服装类占比 70%，鞋帽箱包

类占比 15%，家纺占比 10%，其他占比 5%。

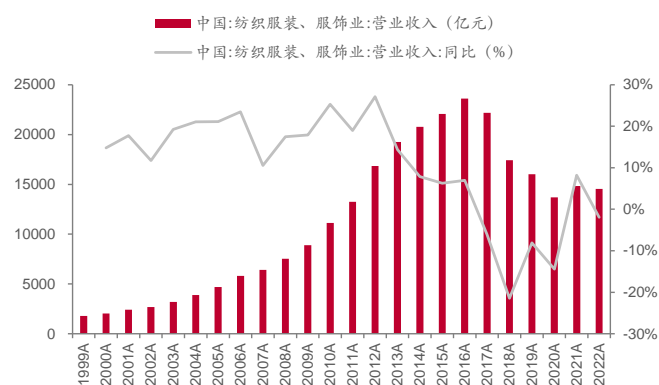
- 1) **2012 年之前**：我国服装行业在处于快速发展期，经济快速增长，居民服装消费需求释放，服装产量保持较快速提升，年产量从 2000 年的 71.6 亿件提升至 2012 年 267.3 亿件，CAGR 为 11.6%。
- 2) **2012-2017 年**：受居民消费升级、基础消费占比下降等因素影响，服装行业增速放缓。2012-2017 年服装产量 CAGR 回落至 1.5%，国内工业缝纫机销量也从 2011 年 612 万台回落至 2016 年 195 万台。
- 3) **2018 年至今**：我国服装行业年产量整体维持在 250 亿件左右，行业趋于成熟，固定资产投资额较为稳定。2020 年服装行业受到疫情影响下滑；2021 年国内外需求逐步恢复、东南亚疫情爆发带来的订单转移推动纺织需求增长；2022 年越南疫情趋势向好下订单有所回流，叠加国内外需求的不确定性，也给行业带来一定压力。

图表 22：2018-2021 年我国服装产量维持在 250 亿件左右



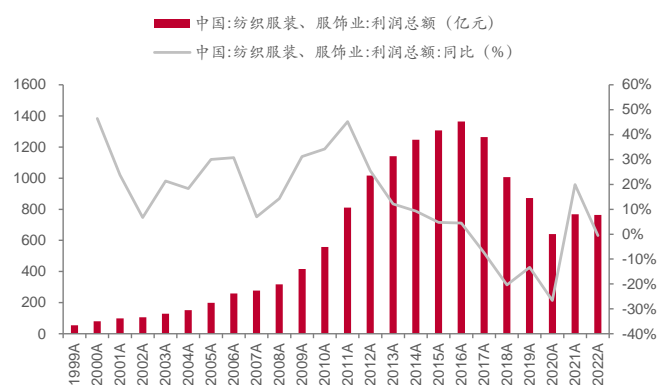
来源：国家统计局，中泰证券研究所

图表 23：我国服装行业营业收入及增速



来源：国家统计局，中泰证券研究所

图表 24：我国服装行业利润总额及增速

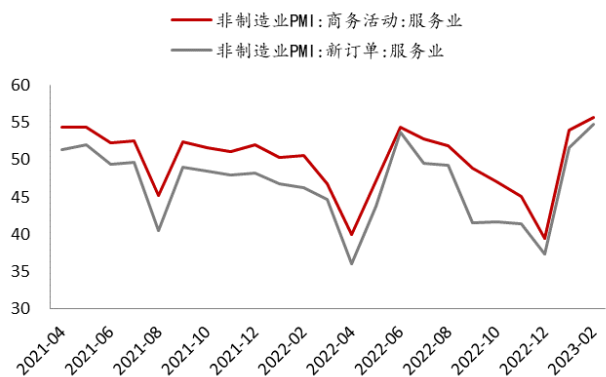


来源：国家统计局，中泰证券研究所

- **2022 年四季度以来，下游消费和纺织服装行业回升态势已确立。**2022 年四季度以来，随着国家防疫政策因时因势调整、市场消费呈现季节性增长，2022 年 12 月商品零售额 3.64 万亿元，同比降低 0.1%，环比提升 4.5pct；2023 年 1、2 月服务业 PMI 中商务活动指数录得 54、55.6，服务业 PMI 录得 51.6、54.7，均修复至景气区间之上。根据中国纺织工业联合会调查数据，2022 年前三个季度纺织行业综合景气指数持续位于 50 荣枯线以下，分别为 42.6%、46.3%和 44.3%。2022 年第四季

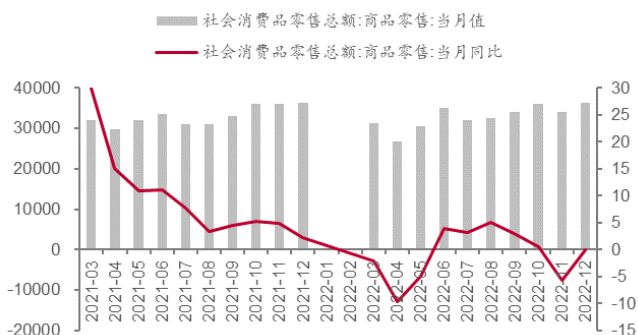
度，随着国家防疫政策因时因势调整、市场消费呈现季节性增长，纺织企业经营信心有所改善，带动行业景气指数回升至 47%。2023 年随着国内消费景气度边际回升，缝制设备国内需求有望复苏。

图表 25：2023 年 1-2 月服务业 PMI 指数回归 50 以上



来源：Wind，中泰证券研究所

图表 26：2022 年 12 月商品零售降幅收窄（单位：亿元）

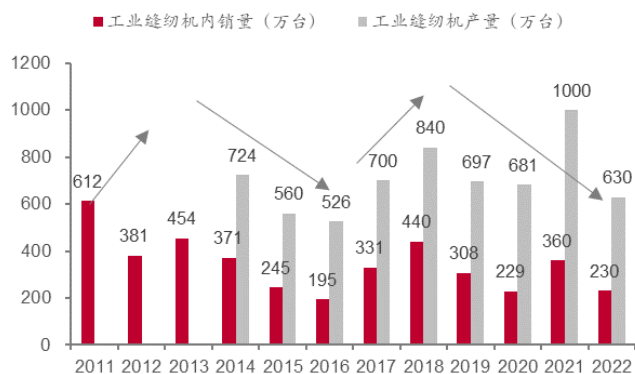


来源：Wind，中泰证券研究所

2.2、缝制设备行业历经周期性调整后，迎来行业增长拐点

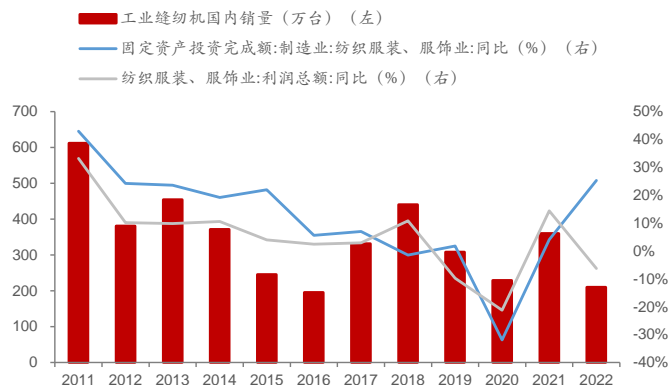
- 工业缝纫机需求具备明显的周期性。**缝制机械行业的周期性主要取决于下游纺织服装、箱包、鞋帽、皮革制造等行业用户对缝制设备的购置和更新升级周期性，工业缝纫机的国内销量与下游服装行业利润增速和固定资产投资额增速同步明显，且存在约 1 年的滞后效应。缝制机械的更新周期一般为 5-8 年，前两轮工业缝纫机内销高点 2011 年和 2018 年之间间隔约 7 年，过去每轮上行或下行期持续约 4-5 年。
- 本轮缝制设备下行周期始于 2019 年，已持续 4 年（除去 2021 年因疫情波动行业超预期增长）。**2017-2018 年缝制设备行业进入恢复上行期，2019 年由于中美贸易争端升级，全球经济低迷，行业步入周期性和结构性调整。2020 年疫情进一步影响内需，2019-2020 工业缝纫机国内销量年连续两年下滑。2021 年受海外疫情扩散影响，印度、东南亚等地区纺织服装产业链难以正常开工，纺织服装产业订单回流国内，工缝内销同比增长 57.2% 至 360 万台。
- 2022 年工业缝纫机内需低迷，库存去化，2023 年有望迎来周期增长拐点。**2022 年受国内疫情多点频发、散发和封控影响，下游纺织服装等行业开工不足，工业缝纫机总产量约为 630 万台左右，同比下降约 37%，工业缝纫机内销 230 万台，同比-36.1%，市场约回落到 2020 年较为低迷的水平。2022 年我国工业缝纫机进口量 4.41 万台，进口额 9151 万美元，同比分别下降 15.98% 和 21.68%，充分显示出内需的疲软和低迷。22 年底行业百余家整机企业产品库存量约 111 万台，同比下降 33.69%，较上年末明显下滑，随着下游服务消费逐渐转好，2023 年缝制机械行业有望触底反弹。

图表 27：工业缝纫机具备 4-5 年的小周期



来源：中国缝制机械工业协会，中泰证券研究所

图表 28：工业缝纫机国内销量与服装行业利润和固定资产投资趋势一致

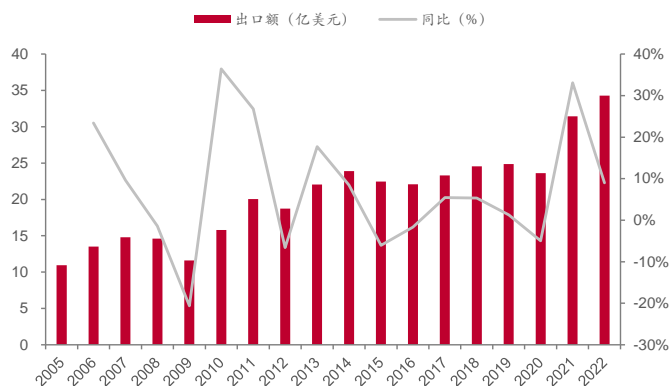


来源：中国缝制机械工业协会，中泰证券研究所

2.3、疫情三年外需高增，23 年仍看好出口结构性机会

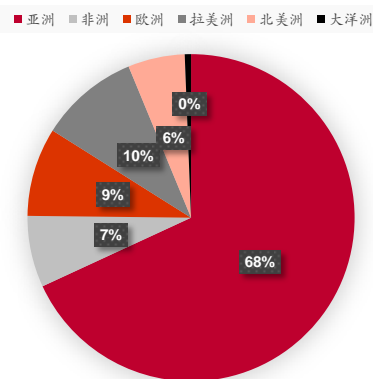
- **2006 年以来我国缝制机械行业出口保持增长趋势，疫情以来国内凭借供应链优势加速出口。**我国缝制机械出口金额由 2006 年 13.5 亿美元提升至 2022 年 34.3 亿美元，CAGR 为 8.07%。除去 2008 年国际金融危机、2012 年欧美经济疲软、中东局势动荡、印度和巴西等地区通货膨胀、2015 年东南亚市场缝机增量需求相对紧缩、巴西经济持续不景气、2020 年疫情等因素影响了出口增速之外，其他年份均保持正增长。2021 年欧美国家消费整体景气度较高，在全球供应链受到冲击、市场供需失衡的情况下，中国制造业凭借供应链的完整性和疫情防控成果，出口规模增长。
- **印度、越南、美国是我国缝制机械前三大出口国，2022 年亚洲、拉美、大洋洲市场出口同比增长。**2022 年我国对印度累计出口缝制机械产品 4.66 亿美元，同比增长 58.23%，占我国行业出口额比重的 13.58%；对越南出口额 3.82 亿美元，同比增长 4.31%，占我国行业出口额比重的 11.15%；美国为我国当前第三大出口市场，2022 年我国对其出口额 1.80 亿美元，同比下降 2.08%，占我国行业出口额比重的 5.26%。

图表 29：我国缝制机械行业出口金额及同比



来源：海关总署，中泰证券研究所

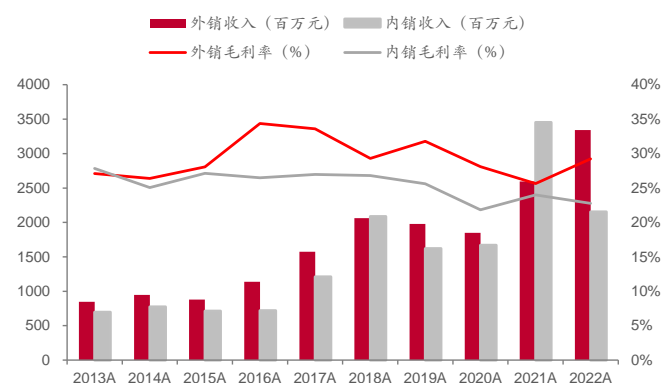
图表 30：我国 2022 年缝制机械出口地区占比



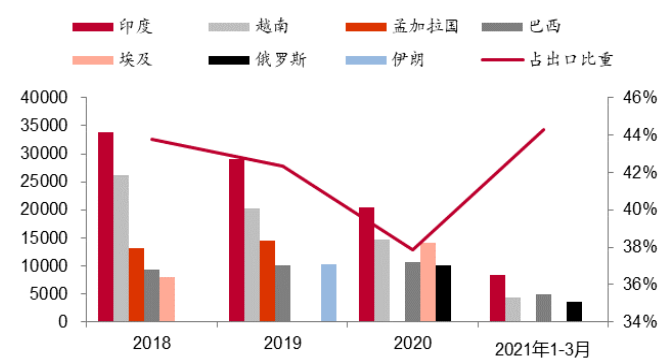
来源：中国缝制机械工业协会，中泰证券研究所

- **展望 2023 年，“一带一路”、东盟市场仍显示出巨大发展潜力，公司有望继续受益。**在 RCEP 生效实施的利好作用下，根据缝制机械行业协会数据，2022 年我国对“一带一路”市场出口额达 22.88 亿美元，同

比增长 16.36%，占行业出口额比重高达 66.76%，增长 4.23 个百分点；对 RECP 市场出口额达 11.11 亿美元，同比增长 11.69%，占行业出口额比重 32.42%，比重较上年同期增长 0.79 个百分点。公司的出口市场主要集中于东南亚、南亚、中东、南美等区域的劳动密集型经济主体，公司境外销售的主要国家或地区包括印度、越南、孟加拉国、巴西、埃及、俄罗斯等，有望继续受益于“一带一路”等市场的出口需求。

图表 31：公司内销及外销收入与毛利率


来源：Wind，中泰证券研究所

图表 32：公司外销前五大国家地区销售金额（万元）及其占出口收入的比例


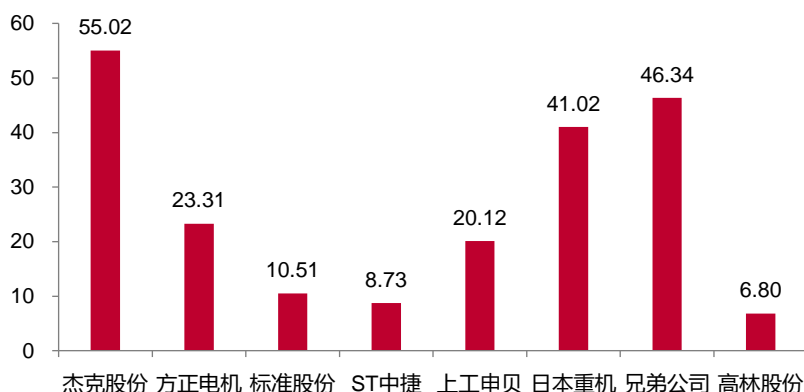
来源：公司公告，中泰证券研究所

3、传统业务具备绝对优势，开启智联成套设备第二增长曲线

3.1、行业向寡头垄断格局演变，公司市占率不断提升

- 疫情叠加行业周期性影响，缝制机械行业集中度进一步提升。**随着行业结构调整和转型的逐步深入，下游用户更加重视设备的质量、品牌、价格和服务等方面，推动行业骨干企业脱颖而出并成为市场的主导力量，行业集中度加强趋势明显。据中国缝制机械工业协会统计显示，2020 年行业工业缝纫机前 10 强企业销售收入占百家整机比重达 59.8%，较上年继续提升 2.4 个百分点。行业前 20 强企业占规上企业比重由 2015 年的 34% 提升到 2020 年的 56%。
- 国内缝制机械行业龙头企业，工业缝纫机销量占国内约 30%。**经过多年的经营和发展，公司业务已经覆盖工业用缝中、缝前、缝后设备以及缝制机械重要零部件的研发、生产和销售，成为国内缝制机械行业龙头企业。公司也是全球缝制机械行业产销规模最大的企业之一，产品远销东南亚、南美、欧洲、非洲等地区。2022 年杰克实现营收 55.02 亿元，规模位居国内缝制机械上市公司的首位，且高于日本重机（41.02 亿元）和兄弟公司（46.34 亿元）的工业缝纫机业务营收规模。

图表 33：2022 年国内外主要缝制机械企业营收规模对比（亿元）

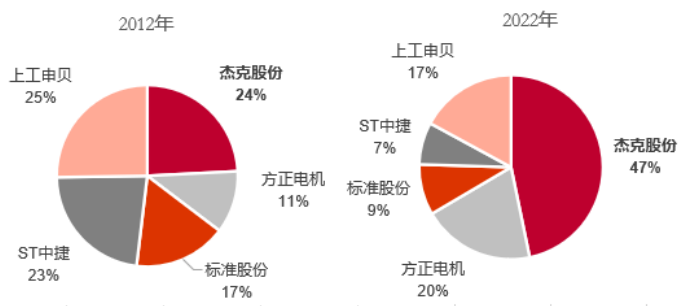


来源：Wind, Bloomberg, 中泰证券研究所

注：营收口径选择工业缝纫机相关业务，统一折算成人民币

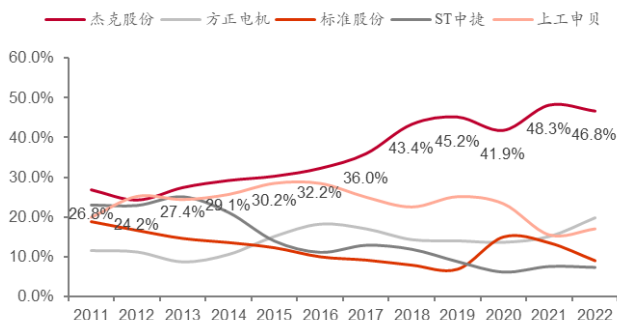
- 杰克股份国内主要竞争对手包括上工申贝、ST 中捷以及标准股份，杰克的市场份额不断提升。统计四家上市公司缝制设备业务的营收规模，杰克的份额从 2012 年的 24% 提升至 2022 年的 47%，另外三家企业的份额呈回落的趋势。

图表 34：2012-2022 年国内上市企业的份额格局



来源：Wind, 中泰证券研究所

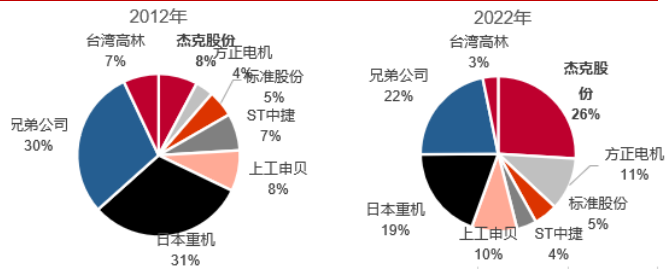
图表 35：杰克股份在国内缝制设备企业中占据绝对份额优势



来源：Wind, 中泰证券研究所

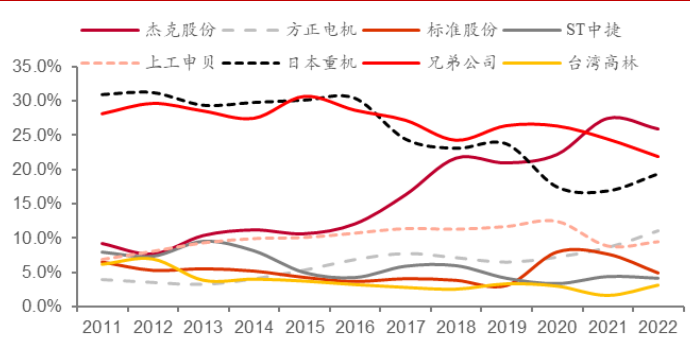
- 日本缝制机械行业龙头近年来市场份额有所下降。日本兄弟的缝纫设备业务占比低，其中打印与解决方案板块 2023 财年（截至 23 年 3 月 31 日）在营收中占比 53.37%，是公司未来重点发展的业务；缝纫机相关业务包括工业缝纫机和个人&家用设备，合计占比仅 10.56%。日本重机 2022 年的资产负债率达到 74.18%，过高的资产负债率限制了其大规模扩张的可能性。因此经过本轮行业低谷，杰克股份再次实现市占率快速提升，同时公司利用纺织服装行业向东南亚以及南亚转移的契机，快速占据东南亚及南亚市场。

图表 36：2012-2022 全球主要上市企业的份额格局



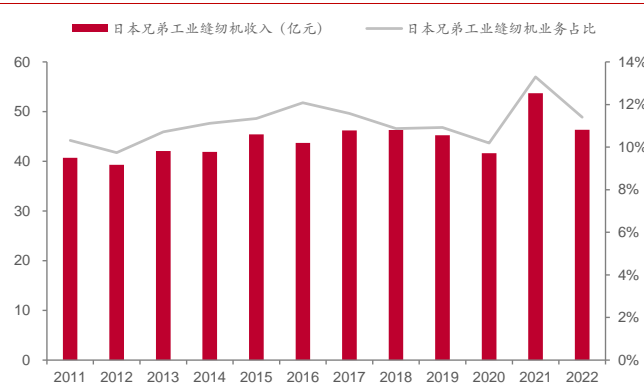
来源：Wind, Bloomberg, 中泰证券研究所

图表 37：日企份额逐步回落



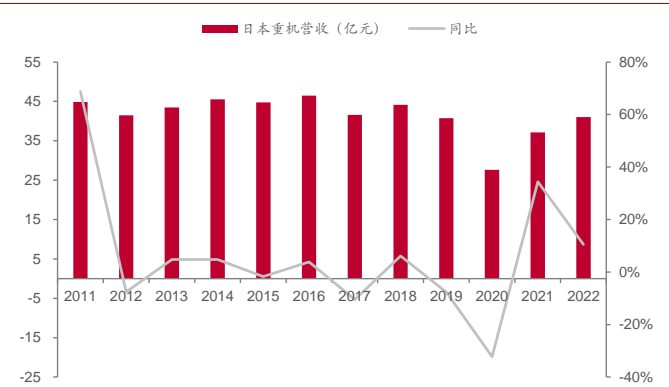
来源：Wind, Bloomberg, 中泰证券研究所

图表 38：兄弟公司缝纫机业务收入占比较小



来源：Bloomberg, 中泰证券研究所

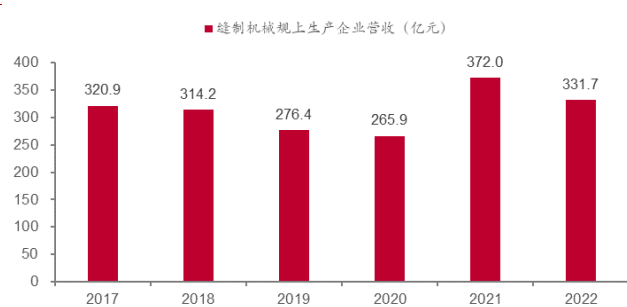
图表 39：日本重机的缝纫机业务增速不高



来源：Bloomberg, 中泰证券研究所

- **产业转移和智能化趋势下，行业格局有望进一步集中，未来行业寡头的营收空间超百亿。**根据中国缝制机械工业协会，近 5 年缝制机械规上生产企业的营收规模在 265-372 亿元之间浮动，假设缝制机械规上生产企业的营收规模 300 亿，杰克当前的产量市占率已达到 30%，公司利用纺织服装行业向东南亚以及南亚转移的契机，快速占据东南亚及南亚市场，同时发力智联成套系统，假设未来市占率继续提升，那么 40%-50%的市占率对应 120-150 亿收入规模，假设公司未来净利率恢复至 11%，对应净利润约 13.2-16.5 亿元。

图表 40：缝制机械规上生产企业营收规模



来源：中国缝制机械工业协会, 中泰证券研究所

图表 41：行业寡头市场空间测算

缝制机械寡头空间测算				
假设规上生产企业营收 (亿元)	300			
市占率	30%	40%	50%	60%
收入 (亿元)	90	120	150	180
假设净利率	11%			
净利润 (亿元)	9.9	13.2	16.5	19.8

来源：中国缝制机械工业协会, 中泰证券研究所

3.2、公司战略目标清晰，“核心、成长、新兴”三大业务组合布局

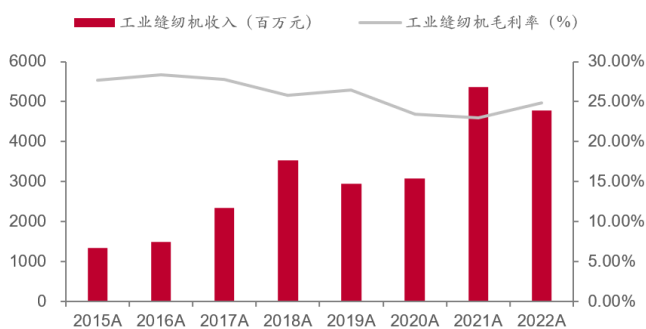
- **公司战略原则为“聚焦、专注”。**在立足单机市场份额不断扩大的基础

上，加快智能缝制业务的发展，打造缝制设备智能成套解决方案服务商。

- 1) 缝纫机业务是公司的根本业务，在中端市场，发挥规模优势及成本领先优势，持续扩大市场规模及市占率，同时积极拓展中高端，全面走向高质量发展；
- 2) 裁床业务和智能缝制、智能吊挂是公司的成长业务，在稳定中高端的基础上，逐步向中端普及，实现公司市占率提升；
- 3) 横向拓展缝制产业链，逐步实现从单产品销售转型为智能成套解决方案的服务商，是公司的新兴业务。

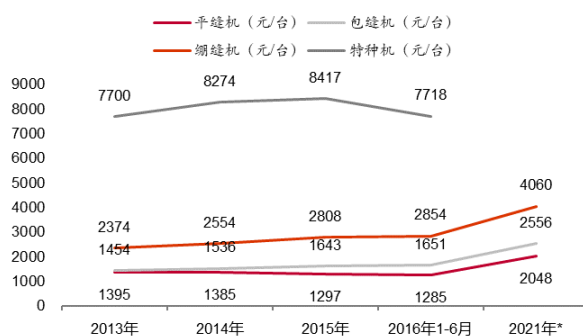
- **工业缝纫机核心业务发展稳定，智能化助力单价提升。**工业缝纫机板块 22 年收入 47.8 亿元，毛利率 25%。按产品功能分，公司的工业缝纫机可分为平缝机、包缝机、绷缝机和特种机。公司定增募投项目备案年产能 120 万台，包括智能平缝机、智能包缝机、智能绷缝机的年产能分别为 84 万台/年、30 万台/年和 6 万台/年，根据公司测算，项目顺利投产后，前两年的达产率为 80.00%和 90.00%，并于投产后第三年达到满产状态。投产后第一年，智能平缝机、智能包缝机、智能绷缝机预计分别贡献收入 13.8、6.1、1.9 亿元，合计 21.8 亿元。

图表 42：2015-2022 年工业缝纫机业务收入及毛利率



来源：Wind，中泰证券研究所

图表 43：智能化工业缝纫机销售单价提升 (元/台)

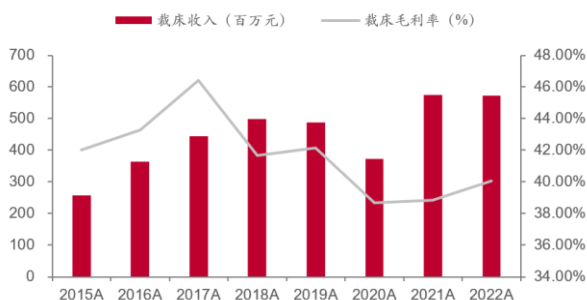


来源：公司公告，中泰证券研究所

注：2021 年价格参考公司平缝机、包缝机、绷缝机中全套产品平均市场销售均价

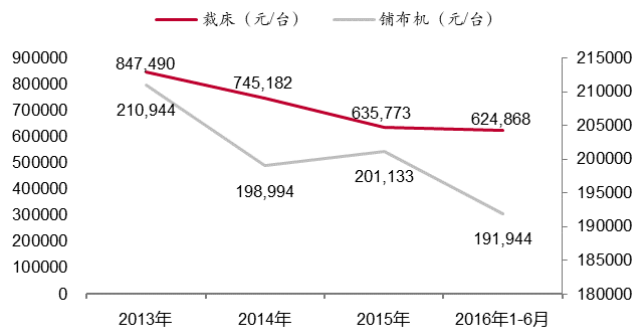
- **裁床单价呈下降趋势，利于国内进一步推广应用。**公司的裁床业务系 2009 年公司收购德国奔马而来，包括裁床和铺布机两大产品系列，目前，公司的裁床产品有单层和多层等十余品种，铺布机产品有 3 个系列。22 年实现营收 5.72 亿元，同比下降 0.63%，毛利率 40.08%呈上升趋势，主要由于公司技术升级成本降低，带来裁床及铺布机的销售单价逐年下降，这也便于裁床在国内的进一步推广。

图表 44：2015-2022 年裁床业务收入及毛利率



来源：Wind，中泰证券研究所

图表 45：裁床及铺布机销售单价变化



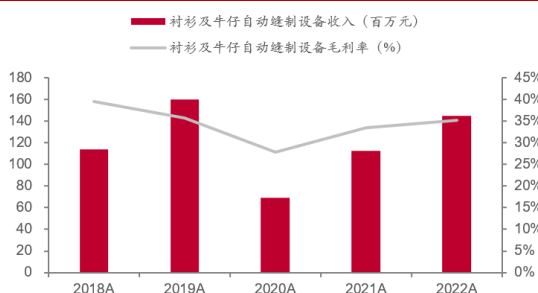
来源：公司公告，中泰证券研究所

- **衬衫及牛仔自动缝制设备毛利率较高。**公司先后于 2017 年和 2018 年

收购意大利衬衫制造领域企业 M.A.I.C.A.S.r.l.和牛仔服装自动化设备领域企业 VI.BE.MAC.S.P.A 后，形成衬衫及牛仔自动缝制设备业务。随着相关技术的消化吸收再创新及产品的商业化布局，国产化不断推进，产品从中高端向中端市场持续渗透。22 年实现营收 1.45 亿元，同比增长 28.87%，毛利率 35.16%，同比提升 1.58pct，主要由于销售规模扩大以及意大利 VBM 占比提升。

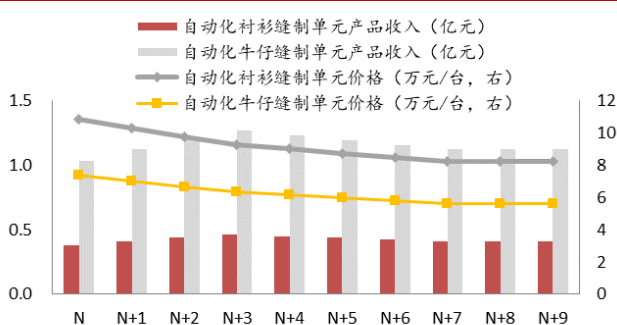
- 定增募投项目进一步推进衬衫及牛仔自动缝制设备国产化。**定增募投项目备案年产能 2,500 台，其中自动化衬衫缝制单元、自动化牛仔缝制单元的年产能分别为 500 台/年和 2,000 台/年，预计 23 年投产，公司测算投产后第一年单价分别为 10.8 万元/台和 7.4 万元/台，对应营业收入合计 1.41 亿元。

图表 46：2018-2022 年衬衫及牛仔自动缝制设备收入及毛利率



来源：Wind，中泰证券研究所

图表 47：定增募投项目衬衫及牛仔自动缝制设备单价及收入预测

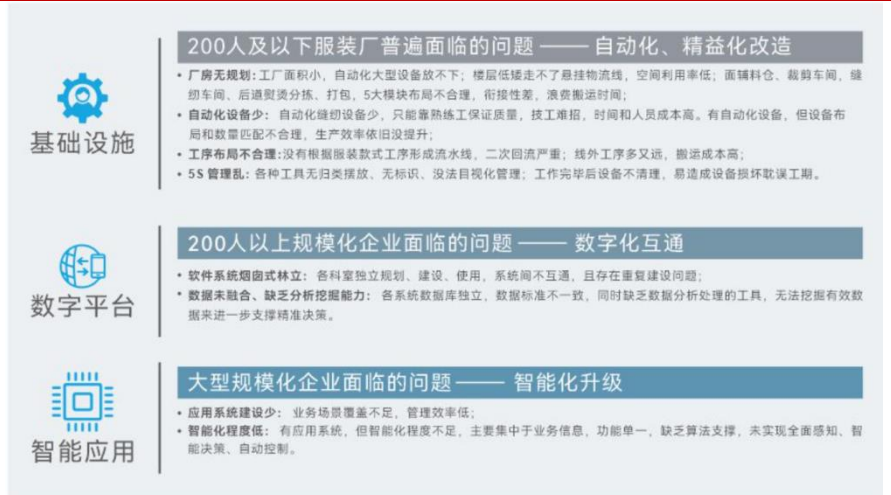


来源：公司公告，中泰证券研究所 (N 为投产后第一年)

3.3、智能转型加速，开启“智联成套”第二增长极

- 服装产业成本不断增加，智能制造势在必行。**随着中国经济发展步入后人口红利时代，以及电商渠道的快速发展，服装企业面临消费需求、生产管理、经营成本、从业人员等多方面挑战。同时，纺织服装行业企业的产品生产向定制化、小批量、快频次方向转变，专业化、精益化的生产管理开始成为行业企业的核心竞争力之一。根据中国缝制机械协会统计，缝纫机行业普通产品占比下降，智能平缝机、智能包缝机、自动类特种机及缝制单元类高技术附加值设备稳步增长。2022 年我国出口工业缝纫机中自动类设备出口量占比达 68.08%，比重较上年同期增长 1.86 个百分点。

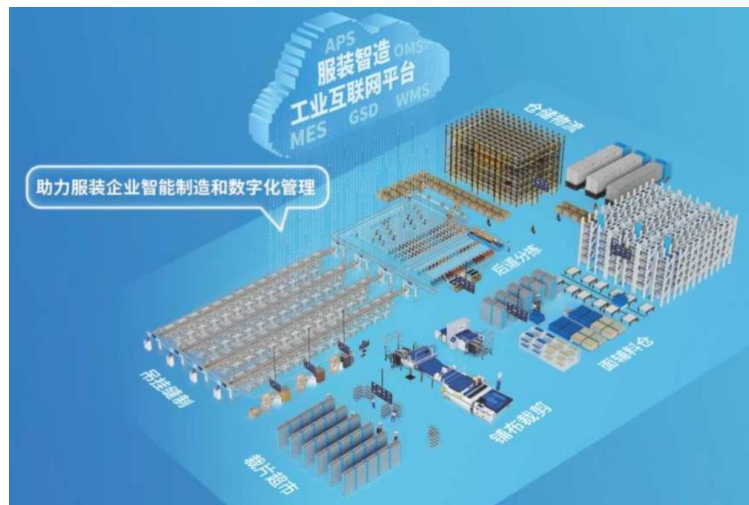
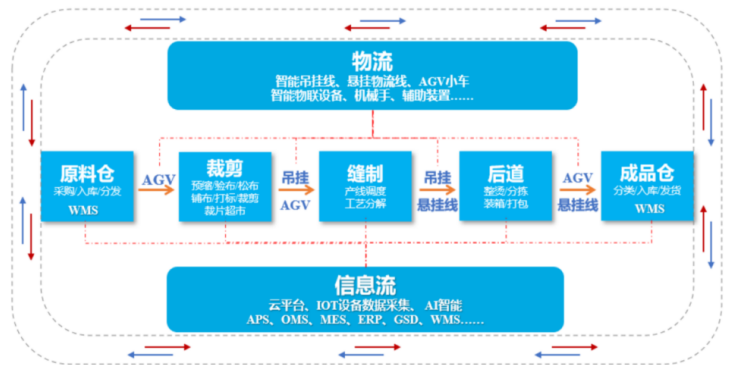
图表 48：服装厂智能化进程缓慢



来源：公司官网，中泰证券研究所

- 公司是全球缝制行业中唯一一家集“缝前、缝中、缝后”为一体的服装智能成套解决方案服务商。公司的智联成套方案集智能化工业缝纫机、裁床、铺布机、验布机等缝前、缝中设备及自动化吊挂、仓储设备于一体，七大模块包括物流、原料仓、裁剪、缝制、后整、成品仓，以及信息流，打通工厂七大场景“数据孤岛”。其中智能吊挂系统，吊挂模式生产效率可提升 30%；信息流模块通过软硬件互联互通，消除信息孤岛，通过协同平台实现高质、高效的管理。

图表 49：杰克股份服装智能制造成套解决方案7大模块

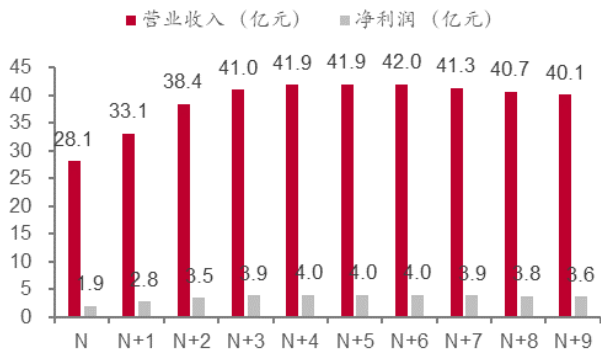


来源：公司官网，中泰证券研究所

- 公司定增募投项目助力“智联成套”战略实现。公司于 2022 年 8 月非

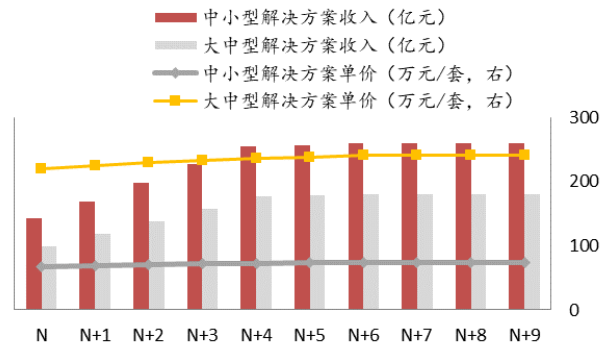
公开发行股票 0.36 亿股，募集资金净额 6.9 亿元，用于“杰克高端缝制装备智能制造中心”项目，项目计划购置先进的智能铸造生产线、智能金加工生产线、自动化喷涂线及装配线等设备，建设数字化车间，打造智能缝制装备生产线，项目建成后将形成年产智能工业缝纫机 120 万台、自动缝制单元 2,500 台、服装智能制造成套解决方案 850 套的规模化生产能力。项目预计 2023 年年底建设完成，项目投产后预计新增年均营业收入 38.9 亿元，新增年均净利润 3.5 亿元。

图表 50：定增募投项目投产后盈利预测



来源：公司公告，中泰证券研究所（N 为投产第一年）

图表 51：智能制造成套解决方案投产后收入预测



来源：公司公告，中泰证券研究所（N 为投产第一年）

- 未来智联成套市占率逐步提升，毛利率提升空间广阔。成套设备中高毛利的裁剪、智能仓储设备占比较高，相较于传统产品毛利率提升空间巨大。根据公司公告，预计 1 套中小型服装工厂智能制造成套解决方案包括 60 台工业缝纫机、1 台铺布机、1 台裁床、2 条自动化吊挂线；1 套大中型服装工厂智能制造成套解决方案包括 150 台工业缝纫机、2 台铺布机、1 台裁床、5 条自动化吊挂线、1 套智能化仓储系统和 1 台验布机。随着公司智联成套设备推广，市占率不断提升，毛利率有望进一步上升。

4、首次覆盖，给予“增持”评级

- 公司是国内缝纫设备龙头，市场份额不断提升突破。在行业层面，工业缝纫机需求具备明显周期性，经过 2022 年的行业下行，2023 年在内需好转、外需有韧性之下有望困境反转；公司作为缝纫设备行业龙头，除了行业β之外，本身通过开启成套智能设备第二增长曲线，市占率有望进一步提升。各项业务关键假设如下：
 - 工业缝纫机：公司核心业务，具备绝对优势，2023 年随着行业整体需求修复，公司作为行业龙头具备更大的业务弹性；公司 2022 年毛利率由于规模效应减弱和成本上升有所回落，预计 23 年起随着成本回落、定增募投项目“年产智能工业缝纫机 120 万台”逐步放量，业绩恢复正增长，毛利率开始好转。
 - 裁床：裁床产品较高的单价使其需求量在下游景气度较低及疫情背景下收到抑制。未来单价有望持续降低，国内市场渗透率上升空间十分广阔；毛利率预计保持稳定且略有上升。
 - 衬衫及牛仔自动缝制设备：自动缝制设备未来将逐步代替原有电脑缝纫机设备，定增募投“自动缝制单元 2500 台”2023 年起逐步放量；毛利率预计保持稳定且略有上升。
- 我们预计 2023-2025 年公司营收分别为 65.06 亿元、84.39 亿元、

101.27 亿元；分别同比增长 18.25%、29.72%、19.99%；归母净利润分别为 6.25 亿元、8.13 亿元、10.21 亿元，分别同比增长 26.52%、30.10%、25.63%；EPS 分别为 1.28 元、1.67 元、2.10 元；按照 2023 年 6 月 5 日股价对应 PE 分别为 15、11、9 倍。受益缝制机械行业复苏，公司作为国内缝制设备龙头有望充分受益，公司同时开启智联成套设备第二成长极，未来市占率有望持续提升；首次覆盖，给予“增持”评级。

图表 52：公司业绩拆分

业务	项目	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
工业缝纫机	工业缝纫机收入（百万元）	3,075.23	5,360.65	4,780.25	5,640.70	7,332.90	8,799.48
	工业缝纫机收入 YOY (%)	4.15%	74.32%	-10.83%	18.00%	30.00%	20.00%
	工业缝纫机收入占比 (%)	87.33%	88.55%	86.89%	86.70%	86.89%	86.89%
	工业缝纫机毛利率 (%)	23.42%	23.00%	24.83%	25.50%	26.50%	27.00%
	工业缝纫机毛利润（百万元）	720.27	1,232.90	1,186.94	1,438.38	1,943.22	2,375.86
衬衫及牛仔自动缝制设备	设备收入（百万元）	69.24	112.45	144.91	173.89	208.67	250.40
	设备收入 YOY (%)	-56.85%	62.41%	28.87%	20.00%	20.00%	20.00%
	设备收入占比 (%)	1.97%	1.86%	2.63%	2.67%	2.47%	2.47%
	设备毛利率 (%)	27.79%	33.58%	35.16%	36.00%	37.00%	38.00%
	设备毛利润（百万元）	19.24	37.76	50.95	62.60	77.21	95.15
裁床	裁床收入（百万元）	373.32	575.71	572.09	686.51	892.46	1,070.95
	裁床收入 YOY (%)	-23.60%	54.21%	-0.63%	20.00%	30.00%	20.00%
	裁床收入占比 (%)	10.60%	9.51%	10.40%	10.55%	10.57%	10.58%
	裁床毛利率 (%)	38.68%	38.83%	40.08%	41.00%	42.00%	43.00%
	裁床毛利润（百万元）	144.40	223.55	229.29	281.47	374.83	460.51
其他业务	其他业务收入（百万元）	3.63	4.79	4.40	4.84	5.32	5.86
	其他业务收入 YOY (%)	-42.47%	31.96%	-8.14%	10.00%	10.00%	10.00%
	其他业务收入占比 (%)	0.10%	0.08%	0.08%	0.07%	0.06%	0.06%
	其他业务毛利率 (%)	66.98%	59.44%	81.25%	60.00%	60.00%	60.00%
	其他业务毛利润（百万元）	2.43	2.85	3.58	2.90	3.19	3.51
合计	营业收入（百万元）	3,521.42	6,053.60	5,501.65	6,505.94	8,439.36	10,126.70
	营业收入 YOY (%)	-2.40%	71.91%	-9.12%	18.25%	29.72%	19.99%
	销售毛利率 (%)	25.17%	24.73%	26.73%	27.44%	28.42%	28.98%
	销售毛利润（百万元）	886.34	1,497.06	1,470.59	1,785.35	2,398.46	2,935.04

来源：Wind，中泰证券研究所

图表 53：可比公司估值

公司	代码	2023/6/5	EPS(元)				PE(倍)				数据来源
		股价(元)	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	
杰克股份	603337.SH	18.86	1.02	1.28	1.67	2.1	18.49	14.73	11.29	8.98	中泰证券
宏华数科	688789.SH	91.30	3.19	4.17	5.62	7.49	28.62	21.89	16.25	12.19	wind一致预期
方正电机	002196.SZ	6.81	-0.65	-	-	-	-10.48	-	-	-	wind一致预期
标准股份	600302.SH	5.08	-0.33	-	-	-	-15.39	-	-	-	wind一致预期
ST中捷	002021.SZ	1.80	-0.6	-	-	-	-3.00	-	-	-	wind一致预期
上工申贝	600843.SH	5.41	0.1	-	-	-	54.10	-	-	-	wind一致预期
平均值							33.74	18.31	13.77	10.59	排除PE为负影响

来源：wind，中泰证券研究所（注：盈利预测来自 wind 一致预期，方正电机、标准股份、ST 中捷、上工申贝无盈利预测）

5、风险提示

- **消费需求恢复或不及预期的风险。**缝制机械行业发展具有一定的周期性和季节性特点，若收到疫情或国际形势等影响，校友纺织服装消费放缓，可能使公司受到负面影响。
- **经营风险。**公司采取经销和直销相结合的销售模式，其中以经销为主。虽然公司与经销商签订的年度《经销合同》中约定了经销商的权利和义务，并在形象设计、广告宣传、人员培训等方面进行统一管理，但若个别经销商未按照协议约定进行销售、宣传，可能对公司的市场形象产生负面影响。
- **出口风险及汇率风险。**公司产品主要出口亚洲、南美、欧洲、非洲等地区，公司 2022 年 1-6 月外销收入占主营业务收入的 55.26%，若海外市场需求下滑将对公司营业收入产生压力。同时公司外销产品的结算货币主要为美元，境外子公司经营结算货币主要为欧元，受外部宏观环境的影响，美元、欧元兑人民币会产生相应的波动，尤其是人民币挂钩一揽子货币以来，汇率的波动日趋常态化。人民币汇率的双向波动将影响公司的盈利水平。
- **原材料价格上涨风险。**公司原材料受市场环境影响，价格波动较大，将影响公司的盈利水平。
- **固定成本逐步提升的风险。**随着产品的不断升级、人工成本不断上涨、产品加工工艺逐步向少人化的智能化发展，公司加快了机器换人等工艺流程的技术改造，自动化设备投入逐步增加，未来可能存在产品规模无法覆盖公司投入的设备而增加的固定成本的风险。
- **台风等自然灾害风险。**浙江台州地处中国东南沿海，容易遭受强台风等自然灾害侵扰，从而影响公司的正常生产，公司历史上曾经遭受过较大台风的袭击，造成部分财产损失。虽然公司对大部分资产进行了财产保险，并形成了较为完善的防台抗台、抢险救灾等应急保障体系，但如受到较大或特大台风袭击，可能会给公司生产经营带来不利影响。
- **研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险。**文中使用的关于公司、行业等公开资料和数据可能存在信息滞后或更新不及时的风险。
- **行业市场规模测算偏差风险。**行业市场规模测算根据历史数据假设推演测算，存在跟实际数据有一定偏差的风险。

图表 54: 杰克股份盈利预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,902	490	1,138	1,965	营业收入	5,502	6,506	8,439	10,127
应收票据	75	57	92	138	营业成本	4,031	4,721	6,041	7,192
应收账款	926	1,462	1,817	2,087	税金及附加	33	39	51	61
预付账款	30	35	44	53	销售费用	282	333	433	519
存货	1,302	1,828	2,340	2,785	管理费用	302	357	463	556
合同资产	0	0	0	0	研发费用	390	462	599	718
其他流动资产	287	394	487	523	财务费用	-43	-57	-10	-11
流动资产合计	4,521	4,266	5,918	7,551	信用减值损失	-24	-19	-23	-22
其他长期投资	0	0	0	0	资产减值损失	-33	-53	-53	-63
长期股权投资	49	49	49	49	公允价值变动收益	10	10	1	7
固定资产	2,081	1,836	1,587	1,486	投资收益	1	12	13	9
在建工程	808	866	866	866	其他收益	74	69	69	71
无形资产	367	371	390	403	营业利润	529	667	867	1,088
其他非流动资产	729	729	729	729	营业外收入	2	2	1	2
非流动资产合计	4,034	3,851	3,621	3,533	营业外支出	6	5	5	5
资产合计	8,555	8,117	9,539	11,084	利润总额	525	664	863	1,085
短期借款	1,876	0	0	0	所得税	24	30	38	49
应付票据	0	0	0	0	净利润	501	634	825	1,036
应付账款	934	1,761	2,253	2,682	少数股东损益	8	10	12	16
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	493	624	813	1,020
合同负债	391	462	599	719	NOPLAT	460	580	815	1,026
其他应付款	330	330	330	330	EPS (按最新股本摊薄)	1.02	1.28	1.67	2.10
一年内到期的非流动负债	8	8	8	8					
其他流动负债	261	264	329	386					
流动负债合计	3,799	2,825	3,519	4,125	主要财务比率				
长期借款	229	229	229	229	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
应付债券	0	0	0	0	成长能力				
其他非流动负债	126	126	126	126	营业收入增长率	-9.1%	18.3%	29.7%	20.0%
非流动负债合计	355	355	355	355	EBIT增长率	-8.6%	26.0%	40.6%	25.8%
负债合计	4,154	3,180	3,874	4,480	归母公司净利润增长率	5.8%	26.5%	30.1%	25.6%
归属母公司所有者权益	4,291	4,817	5,533	6,456	获利能力				
少数股东权益	110	120	132	148	毛利率	26.7%	27.4%	28.4%	29.0%
所有者权益合计	4,401	4,937	5,665	6,604	净利率	9.1%	9.7%	9.8%	10.2%
负债和股东权益	8,555	8,117	9,539	11,084	ROE	11.2%	12.6%	14.3%	15.5%
					ROIC	8.6%	14.2%	17.2%	18.4%
					偿债能力				
现金流量表					资产负债率	48.6%	39.2%	40.6%	40.4%
					债务权益比	50.9%	7.3%	6.4%	5.5%
					流动比率	1.2	1.5	1.7	1.8
					速动比率	0.8	0.9	1.0	1.2
					营运能力				
					总资产周转率	0.6	0.8	0.9	0.9
					应收账款周转天数	58	66	70	69
					应付账款周转天数	118	103	120	124
					存货周转天数	157	119	124	128
					每股指标(元)				
					每股收益	1.02	1.28	1.67	2.10
					每股经营现金流	1.82	1.56	1.91	2.46
					每股净资产	8.83	9.91	11.38	13.28
					估值比率				
					P/E	19	15	11	9
					P/B	2	2	2	1
					EV/EBITDA	48	33	28	24

来源: wind, 中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，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，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。