上工申贝 (600843.SH)　专用设备制造业

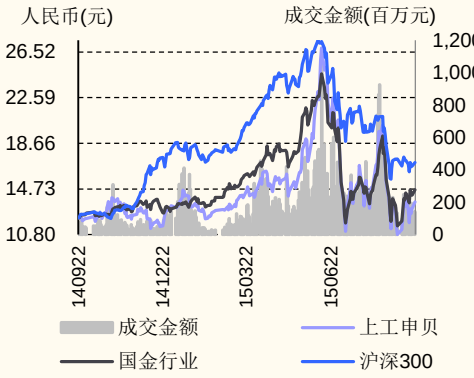
评级：买入　首次评级　公司研究

市场价格（人民币）：13.63 元
目标价格（人民币）：20.00-20.00 元

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	304.65
总市值(百万元)	7,477.28
年内股价最高最低(元)	26.86/10.80
沪深 300 指数	3308.25
上证指数	3156.54



品牌整合效益初显，关注新应用领域及产品升级

公司基本情况(人民币)

项目	2013	2014	2015E	2016E	2017E
摊薄每股收益(元)	0.177	0.360	0.395	0.491	0.582
每股净资产(元)	1.77	2.91	3.30	3.80	4.38
每股经营性现金流(元)	0.16	0.19	0.32	0.42	0.45
市盈率(倍)	57.78	36.92	34.48	27.75	23.43
行业优化市盈率(倍)	23.86	25.18	29.70	29.70	29.70
净利润增长率(%)	90.84%	148.41%	9.74%	24.26%	18.45%
净资产收益率(%)	10.00%	12.38%	11.96%	12.94%	13.29%
总股本(百万股)	448.89	548.59	548.59	548.59	548.59

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **整合欧洲缝纫品牌，业绩改善步入成长期：**2014 年上工欧洲实现扭亏为盈，开始逐步进入健康发展期。公司在欧洲并购了三家重要缝制设备公司，杜克普爱华、百福和 KSL，将其整合于上工欧洲的平台之上。杜克普爱华与百福从竞争对手转为合作伙伴，二者优势产品实现互补，增强了在中高端市场上的全球竞争优势；KSL 公司拥有全球领先的特种缝制技术，特别在机器人缝制工作站方面基本无竞争对手，是公司开拓汽车内饰、航空航天领域缝制设备的利器。
- **关注新应用领域需求及产品结构的调整升级：**1、缝制机械的应用领域向汽车内饰、航空航天、复合材料等非服装领域开拓；2、缝制机械自动化升级；3、家用缝纫机市场开拓。公司高度关注航空航天领域发展机会，国内航空航天、军工等领域的需求会逐步增加，公司未来可能会切入这一领域。
- **上海浦东国资委改革第一梯队：**国企改革进展的关键时间节点问题随着国家顶层设计的逐步清晰和上海浦东新区国改会议的召开，执行预期有望加速。上工申贝处于上海浦东国资委管辖的改革第一梯队的六大国有企业集团之列，19%是由上海浦东国资委直接持股。企业本身的动力来源于引入财务投资者+激励到位。

盈利预测

- 公司 2014 年通过土地收储获得 1 亿元左右营业外收益，导致公司 2015 年利润增速较低，公司主营利润实现增速较快。我们预测公司 2015-2017 年的主营业务收入分别为 22.34 亿元、26.14 亿元、28.98 亿元，分别同比增长 13.3%、17.0%、10.9%；归母净利润 2.17 亿元、2.69 亿元、3.19 亿元，分别同比增长 9.74%、24.26%、18.45%；EPS 分别为 0.40/0.49/0.58 元，对应 PE 分别为 34/28/23 倍。

投资建议

- 我们认为公司在欧洲的业务整合已经有良好成效、业绩进入健康成长期，公司掌握了高端缝制设备自动化技术，在国内需求调整、产品自动化更新上具有领先优势，并直接受益于浦东国企改革，结合当前股价估值水平，我们首次给予公司“买入”评级，6 个月目标价 20 元。

风险

- 上工欧洲业务进一步整合的风险；下游服装行业需求下降的风险；航空航天等新领域业务拓展的风险。

潘贻立　分析师 SAC 执业编号：S1130515040004
(8621)60230252
panyili@gjzq.com.cn

用使司公限有理管金基银瑞投国供仅告报此
此报告仅供国投瑞银基金管理有限公司使用

内容目录

1、公司简介 4
1.1、公司业务：缝制机械行业第一家上市公司 4
1.2、发展历程：收购德国公司，开启国际化经营 4
1.3、经营业绩：上工欧洲整合效应显现，业绩步入成长期 5
2、行业概况 8
2.1、国际市场：看新兴地区 8
2.2、国内市场：中低速增长 9
3、未来方向 12
3.1、欧洲区整合顺利，三品牌协同开拓 12
3.2、关注新应用领域需求及产品结构的调整升级 13
3.3、浦东国资国企改革的预期 13
4、盈利预测与投资建议 15
4.1、盈利预测 15
4.2、投资建议 15
附录：家用缝纫机的蝴蝶梦 16

图表目录

图表 1：公司部分缝制机械产品 4
图表 2：公司生产的缝制设备可用于服装、汽车内饰及航空领域 4
图表 3：公司近年发展过程 5
图表 4：公司营业收入平稳增长 5
图表 5：公司净利润增速较快 5
图表 6：缝制设备是公司的主要收入 6
图表 7：缝制产品毛利率明显高于其他 6
图表 8：2015 上半年公司业绩稳定增长 6
图表 9：公司中高端缝纫业务主要品牌 7
图表 10：公司在京东销售的蝴蝶牌家用多功能电动缝纫机 7
图表 11：2010 年国际缝机产量分布 8
图表 12：2010 年国际缝机产值分布 8
图表 13：全球部分重要缝纫机械生产商 8
图表 14：日本重机公司销售情况 9
图表 15：日本重机 2010 到 2014 年地区销售额分布 9
图表 16：日本重机未来继续拓展新兴市场份额 9
图表 17：2011-2014 年我国缝纫机械制造业营收情况 10
图表 18：2011-2014 年我国缝纫机械制造业利润情况 10
图表 19：2015 上半年我国缝纫机械制造业营业收入 10
图表 20：2015 上半年我国缝纫机械制造业利润总额 10

图表 21：2013 年我国缝制机械行业骨干企业市场份额 10
图表 22：国内主要缝制机械制造企业概况 11
图表 23：2010-2014 年我国缝制机械出口额 11
图表 24：2013 年我国缝制机械产品出口比例分布 11
图表 25：公司各子公司 2014 年经营情况 12
图表 26：上工欧洲业务构成 12
图表 27：上工申贝拟收购 Stoll 公司 26%股权 13
图表 28：蝴蝶牌家用脚踏缝纫机 16
图表 29：上海协昌缝纫机厂旧照 16
图表 30：家用缝纫机 DIY 手工品 17
图表 31：公司主营业务收入拆分——按产品分类预测 18

1、公司简介

1.1、公司业务：缝制机械行业第一家上市公司

- 上工申贝是中国缝制机械行业第一家上市公司，从事工业缝制设备和家用缝纫机的研发、生产和销售，通过并购整合将全球知名的高端品牌杜克普·爱华、百福、KSL 揽入旗下，在国内市场拥有家喻户晓的著名品牌上工、蝴蝶。现在，公司已经成长为一家专业生产高端缝制设备和提供缝纫应用技术解决方案的供应商。

图表 1：公司部分缝制机械产品

来源：公司网站，国金证券研究所

- 公司生产的工业缝制设备已广泛应用于诸多不同的行业，在传统的服装、箱包、皮鞋加工领域，公司拥有 LV、GUCCI、HERMES、BOSS、ARMANI 等顶级客户；在汽车内饰加工领域，公司为奔驰、宝马、奥迪、通用等知名汽车制造商提供高端缝纫产品；在航空航天新材料领域，公司拥有波音、空客、中国商飞等大型客户。

图表 2：公司生产的缝制设备可用于服装、汽车内饰及航空领域

来源：公司网站，国金证券研究所

1.2、发展历程：收购德国公司，开启国际化经营

- 公司于 1965 年建厂，前身为上海工业缝纫机厂；1993 年改制上市，2005 年 2 月与上海申贝办公机械有限公司合并更名为上工申贝（集团）股份有限公司。2005 年，上工申贝通过全资子公司“上工欧洲”成功收购了德国杜克普·爱华股份有限公司，开始了国际化经营。

图表 3：公司近年发展过程

来源：公司网站，国金证券研究所

1.3、经营业绩：上工欧洲整合效应显现，业绩步入成长期

- **收入平稳增长，利润大幅增加。**近三年公司收入基本保持平稳增长，2014 年实现营收 19.71 亿元，同比增长 8.65%，主要来自于缝制设备收入的增加；归母净利润 1.98 亿元，同比大幅增长 148%，主要因为上工欧洲公司经营良好，以及国内子公司业绩改善。

图表 4：公司营业收入平稳增长

来源：wind，国金证券研究所

图表 5：公司净利润增速较快

来源：wind，国金证券研究所

- **缝制设备是公司最主要的产品，也是公司收入和利润的主要来源。**2014 年缝制设备收入 15.2 亿元，约占公司产品收入的 80%。从毛利率来看，缝制产品也是所有产品中最高的，近年来基本维持在 35%左右。

图表 6：缝制设备是公司的主要收入

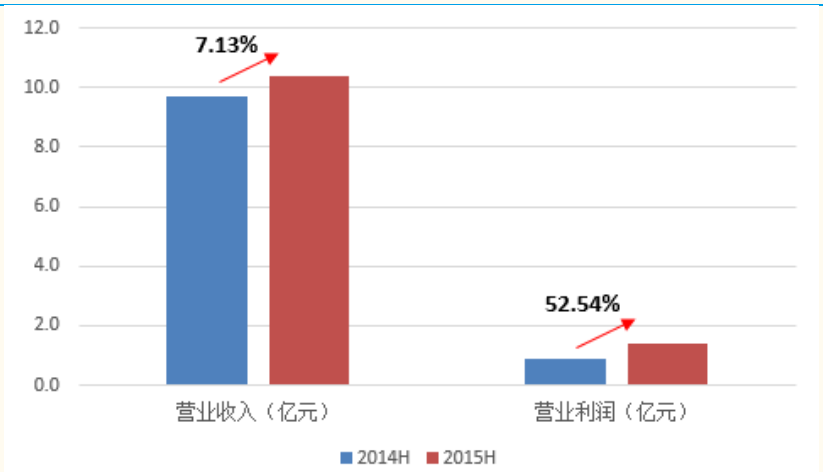
来源：wind，国金证券研究所

图表 7：缝制产品毛利率明显高于其他

来源：wind，国金证券研究所

- **2015 上半年业绩稳定增长，上工欧洲盈利改善。**2015 上半年，公司海外子公司整合效应成果良好，国内企业经营稳定，实现营业收入 10.39 亿元，同比增长 7.13%，扣除欧元汇率影响之后增长 18.73%；营业利润 1.38 亿元，同比增长 52.54%，归属上市公司股东的净利润 1.00 亿元，同比增长 139.74%。
- 其中，上工欧洲上半年净利润为 7,800 万元，同比增长 29.3%；杜克普·爱华（上海）公司实现净利润为 1,000 万元，同比增长达 138.1%。

图表 8：2015 上半年公司业绩稳定增长



来源：公司 2015 半年报，国金证券研究所

- **推进转型升级，提高盈利能力。**2014 年公司继续推进产业转型发展和产品结构调整，对于盈利状况不佳的非缝制业务加快转型调整及梯度转移，对于不符合公司战略目标和规划的产业，继续加大调整转型发展或清理退出的力度。影机厂于 2014 年上半年完成场地搬迁并实现转型，原有办公机械业务并入申贝进出口公司。
- **向现代服务业转型发展，培育新的利润增长点。**今年上半年，公司通过增资控股申丝物流和感光厂的搬迁转型，重振“申贝”业务板块，推动公司旗下传统业务向电子商务、现代物流业、现代服务业方面转型发展，增加公司的营业收入，培育公司新的利润增长点，降低公司缝制业务过于集中带来的经营风险，提高公司可持续发展能力。上半年已实现物流服务业务收入 102.45 百万元。
- **欧洲并购持续推进，耕耘中高端工业缝制装备。**公司于 2013 年成功并购德国百福和 KSL 公司，加上 2005 年收购的德国杜克普·爱华，三大品牌构成了公司中高端缝制装备主力军。通过并购公司掌握了世界尖端的 3D

缝纫技术，可将缝纫机业务拓展到汽车、航空等非传统缝纫领域，还可应用于风能、环保、桥梁、碳素纤维和复合材料的缝纫。

图表 9：公司中高端缝纫业务主要品牌

来源：国金证券研究所

- **开发家用缝纫机市场。**公司针对家用机市场推出多功能缝纫机，采用全电动操作，整个机器可放入小箱子随身携带；功能上除了缝补制衣的功能外，还植入了许多年轻人喜欢的新元素，如可以通过电脑上设计的花式绣出文字和图案等。目前国内家用机市场不够景气，但在欧美、日本等发达国家和地区，家用多功能缝纫机年需求总量将近 1000 万台。公司对于家用机的销售，一方面是开拓国内市场，培育和引导消费者群体；另一方面在于外销欧美，以价格优势同国外品牌竞争。

图表 10：公司在京东销售的蝴蝶牌家用多功能电动缝纫机

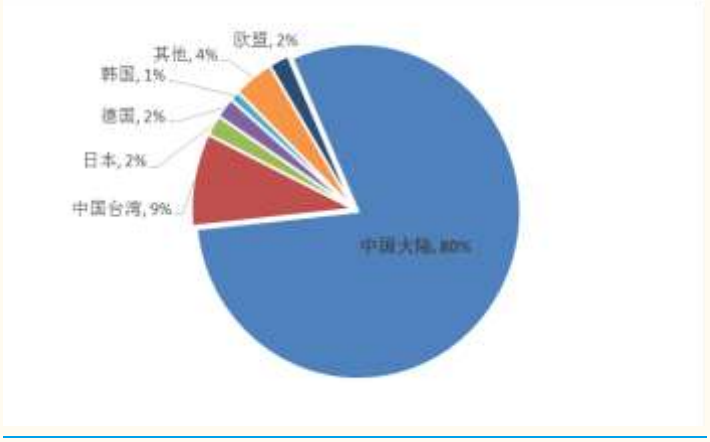
来源：京东商城，国金证券研究所

2、行业概况

2.1、国际市场：看新兴地区

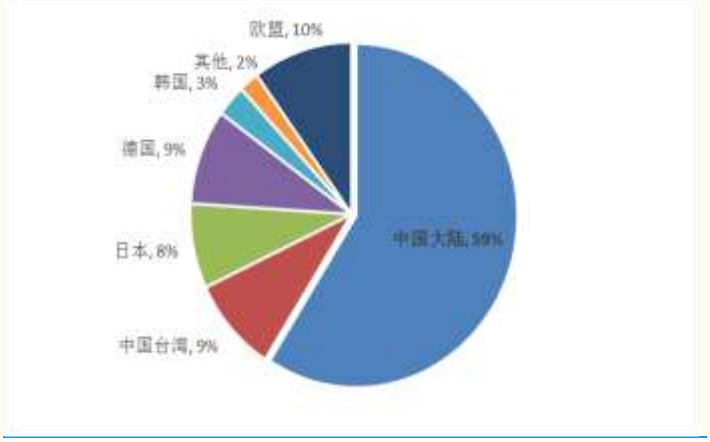
■ **从产量和产值来看，我国已成为全球第一大缝制机械产品生产国。**根据中国缝制机械协会《中国缝制机械行业"十二五"发展规划》，截至 2010 年底，我国缝制设备产量占全球 80%，产值占全球近 60%。其他缝制机械生产地区和国家还包括中国台湾、德国、日本，产值占比分别为 9%、9%、8%。

图表 11：2010 年国际缝机产量分布



来源：《中国缝制机械行业"十二五"发展规划》，国金证券研究所

图表 12：2010 年国际缝机产值分布



来源：《中国缝制机械行业"十二五"发展规划》，国金证券研究所

■ **缝制机械行业结构性特征明显，日本德国占据高端市场，我国在中低端产品竞争优势较强。**日本、德国是传统的缝制机械强国，占据了行业技术的制高点，主导着全球高端缝制机械市场。我国缝制机械行业有良好的生产基础、完整的配套体系和劳动力成本优势，在全球中、低端和部分高端缝制机械市场具有较强的竞争优势。

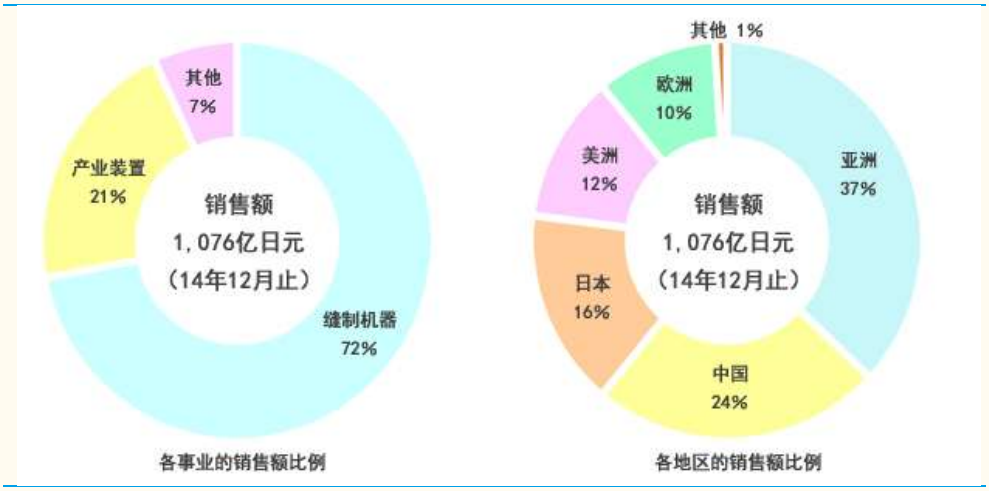
图表 13：全球部分重要缝纫机械生产商

国家/地区	品牌	简介
日本	重机（JUKI）	➢创立于1938年，业务包括工业缝纫机、家用缝纫机和产业装置 ➢2014年营收1076亿日元（约10.15亿美元），其中缝制机器占比72%
	兄弟（Brother）	➢公司业务包括打印机等办公机器、缝制机器、机床等 ➢2014年营收6168亿日元（约58.19亿美元），其中工业缝纫机268亿日元，占比4.3%
德国	杜克普·爱华（DA）	➢2005年被上工申贝收购
	百福（Pfaff）	➢2013年被上工申贝收购

来源：国金证券研究所

■ **基于日本重机公司缝纫机业务的分析:新兴市场地位重要。**日本重机公司于 1964 年在东京证券交易所上市，以工业和家用缝纫机械为主要业务。2014 年公司营业收入 1076 亿日元，约合 10.15 亿美元（按 2014 年日元/美元汇率 106:1 计算），其中缝制机器占比 72%，销售额约为 7.3 亿美元，在全球缝制机械行业位于前列。

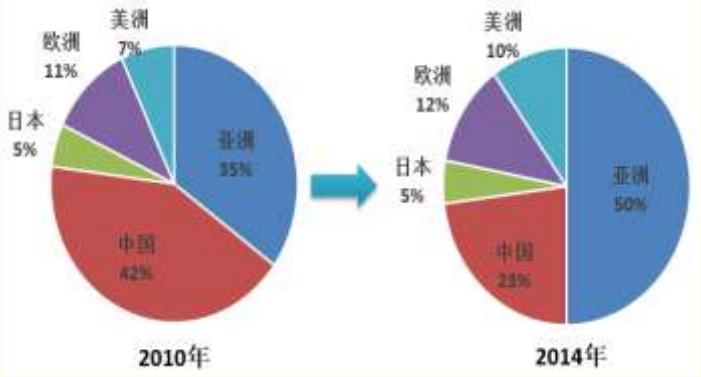
图表 14：日本重机公司销售情况



来源：日本重机网站，国金证券研究所

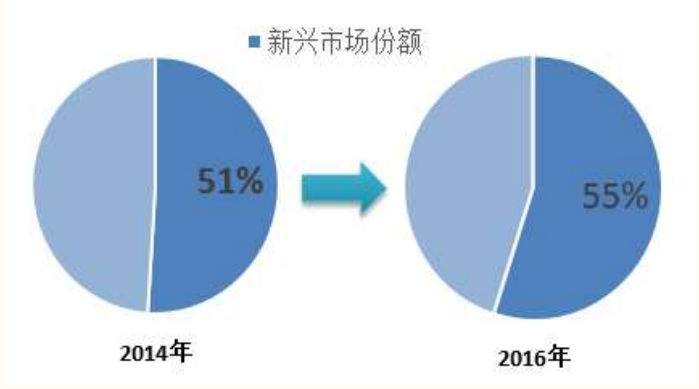
- **日本重机销售特点：亚洲地区等新兴市场地位凸显。**这体现在两个方面：（1）过往业绩，亚洲（南亚、东南亚）和中国合计销售额占比 70%以上；（2）未来规划，公司将继续开拓新兴市场，计划将其销售额比重从 2014 年 51%提高到 2016 年 55%。

图表 15：日本重机 2010 到 2014 年地区销售额分布



来源：日本重机 2014 年报，国金证券研究所

图表 16：日本重机未来继续拓展新兴市场份额



来源：日本重机 2014 年报，国金证券研究所

- **一个结构上的变化反映的市场情况：中国缝制机械行业竞争加剧和服装产业向东南亚转移。**2010-2014 年，日本重机在亚洲地区整体销售额占比维持 70%水平的同时，中国地区销售额占比则从 42%下降到了 23%。我们认为这种结构上的变化至少有两个原因，一是我国国内缝纫机企业的崛起和国内市场竞争的加剧，二是服装行业向东南亚等新兴市场转移的趋势。日本重机在年度报告中规划拓展新兴市场，对国内企业有一些借鉴意义。

- **对上工申贝的参考：**欧洲市场兼并整合已有较好成效，但市场空间有限；日本市场狭小且难以进入；借鉴日本重机，东南亚等新兴市场或许是拓展机会。

2.2、国内市场：中低速增长

- **缝制机械行业过去几年间保持中低速增长。**根据国家统计局数据，2014 年底我国共有 258 家规模以上缝制机械生产企业，全年累计实现主营业务收入 394 亿元，同比增长 2.15%，2011-2014 年间复合增长率为 6.51%；从利润情况来看，2014 年累计实现利润总额 21.35 亿元，同比下降 7.77%，2011-2014 年间复合增长率为 14.68%。我国缝制机械行业规模以上企业总体呈现收入低速增长、利润中速增长的趋势。

图表 17：2011-2014 年我国缝纫机械制造业营收情况

来源：国金证券研究所

图表 18：2011-2014 年我国缝纫机械制造业利润情况

来源：国金证券研究所

- **2015 上半年缝纫机械行业基本与上年同期持平。**从 2015 上半年缝纫机制造业数据来看，行业经营业绩基本与上年持平，实现营业收入 210 亿，微升 1.55%；实现利润总额 10.23 亿，下降 3.04%。

图表 19：2015 上半年我国缝纫机械制造业营业收入

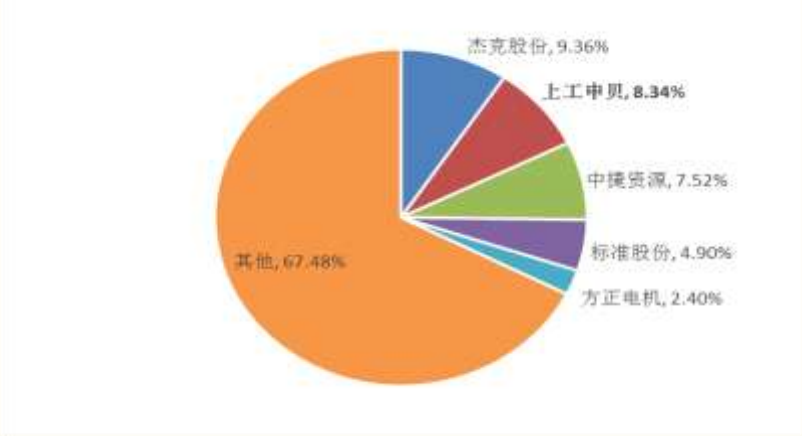
来源：国家统计局，国金证券研究所

图表 20：2015 上半年我国缝纫机械制造业利润总额

来源：国家统计局，国金证券研究所

- 根据中国缝制机械行业协会统计，2011-2013 年，我国缝制机械行业 105 家骨干整机生产企业累计销售收入为 141.45 亿元、134.18 亿元和 165.44 亿元，其中上工申贝 2013 年缝制设备收入 13.8 亿元，占比 8.34%，排名第二。

图表 21：2013 年我国缝制机械行业骨干企业市场份额



来源：国金证券研究所

图表 22：国内主要缝制机械制造企业概况

公司名称	总市值（20150817）	缝制机械收入（2014年，亿元）	主营业务
上工申贝	78.56	15.21	工业缝制设备和家用缝纫机的研发、生产、销售
中捷资源	90.45	10.88	工业缝纫机的研发、生产、销售，矿产资源及能源的投资
标准股份	35.15	7.87	工业缝纫机的研发、生产、销售
方正电机	53.37	5.66	缝纫机电机、电脑高速自动平缝机
杰克股份	-	13.66	工业缝制机械的研发、生产、销售，电机、电控等重要零部件

注释：杰克股份销售收入为2014年1-9月

来源：国金证券研究所

- **缝制机械行业出口概况。**工业用缝制机械（工业缝纫机、刺绣机、服装机械）是我国缝制机械的主要出口产品，其中又以工业缝纫机为主。2014 年我国家用及工业用缝纫机累计出口 14.5 亿美元，同比增长 5.59%。从出口结构看，2013 年我国工业缝纫机累计出口额为 9.85 亿美元，占出口总额的 44.68%，其中工业用自动缝纫机的出口额为 5.56 亿美元，占工业缝纫机出口额的 56.46%，自动化、智能型产品已成为我国工业缝纫机出口的主要品种。

图表 23：2010-2014 年我国缝制机械出口额

来源：海关总署，国金证券研究所

图表 24：2013 年我国缝制机械产品出口比例分布

来源：海关总署，国金证券研究所

3、未来方向

3.1、欧洲区整合顺利，三品牌协同开拓

- 上工欧洲是公司在欧洲区业务的整合平台，包含并购的几家主要公司，杜克普·爱华、百福和 KSL，这三大品牌构成了公司中高端缝制设备的主力军。2004-2014 年是欧洲子公司的康复期，亏损点逐渐减少，2014 年实现扭亏为盈，贡献收入和利润都在 50%以上。可以看到，公司现在已经逐步进入健康成长期。

图表 25：公司各子公司2014 年经营情况

公司名称	注册资本	营业收入（亿元）	净利润（百万元）	经营范围
上工（欧洲）控股有限责任公司	1250万欧元	12.89	137	投资、资产管理以及生产、加工、销售工业缝纫设备
上海上工蝴蝶缝纫机有限公司	7900万元	3.27	6.32	各类缝制设备的制造、销售
杜克普百福贸易（上海）有限公司	600万美元	1.85	12.06	各类缝制设备的销售

注释：上述货币单位无特殊说明均为人民币

来源：公司年报，国金证券研究所

- 2014 年 9 月，公司以 1390 万欧元价格收购杜克普·爱华 29%股权，上工欧洲所持 DA 公司股权增至 94%。公司将通过上工欧洲对 DA 公司、百福公司、KSL 公司制定协同发展措施，在营销管理、技术研发、生产采购等方面进行整合，发挥专业化作用和规模效应。

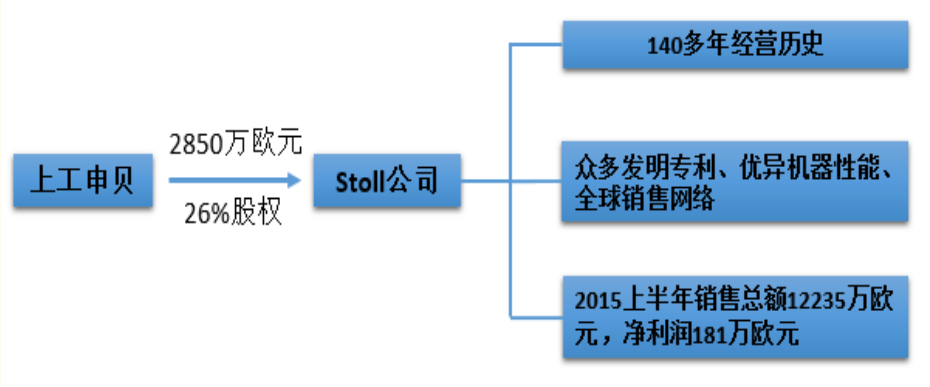
图表 26：上工欧洲业务构成

来源：公司年报，国金证券研究所

- **三品牌协作开拓欧洲高端缝制装备市场。**杜克普爱华与百福均为欧洲百年缝制企业，两家公司原为竞争对手，现在同属上工欧洲旗下，二者化敌为友、减少不必要的竞争，可实现资源优化和盈利增加。KSL 注重技术创新、强调品牌信誉，占据全球缝制设备高端市场，拥有领先的特种缝制应用技术，在汽车安全气囊、环保过滤器、飞机轻质碳素纤维结构件等领域的缝制技术占有绝对竞争优势。KSL 是上工开拓高端市场，以及汽车领域、航空航天领域缝制技术应用的利器。
- 公司在公布半年时也同时公告了投资德国 Stoll 公司的公告，拟通过上工欧洲投资德国 Stoll 公司，取得其 26%股权成为少数股东，投资总额约 2,850 万欧元（折合人民币约 19,950 万元）。Stoll 今年上半年实现营业收入为

12,200 万欧元，净利润为 200 万欧元，期末净资产为 8,600 万欧元，此次入股基本相当于按 1 倍净资产估值。Stoll 公司主业为全自动针织横机，是有 140 多年历史的家族企业，拥有众多发明专利，机器性能优异、销售网络遍及全球，此次投资可对上工申贝原有业务形成补充和拓展，是公司业务更为多元化，培育新的利润增长点。

图表 27：上工申贝拟收购 Stoll 公司 26%股权



来源：公司公告，国金证券研究所

3.2、关注新应用领域需求及产品结构的调整升级

- 国内调整：1、缝制机械的应用领域向汽车内饰、航空航天、复合材料等非服装领域开拓；2、缝制机械自动化升级；3、家用缝纫机市场开拓。
- 根据我国服装协会估计，整个“十二五”期间，每年国内服装行业用于缝制设备投资及改造的费用约为 200 亿元，自动缝制单元及特种缝制机械的需求约占设备投资总额的 10%（约 20 亿元），这其中的 40%（约 8 亿元）为自动缝制工作站和机器人自动缝制工作站的销售量。KSL 公司作为自动缝制工作站领域全球技术领先者，竞争优势十分明显；并入上工申贝后可借助上工欧洲全球销售网络，贴近中国和亚洲市场，未来前景广阔。
- **公司高度关注航空航天领域发展机会，国内航空航天、军工等领域的需求会逐步增加，公司未来可能会切入这一领域。**在航空航天新材料方面，公司拥有波音、空客、中国商飞等大型客户设在上海的飞机制造公司，售价 1000 多万一台，公司已经有销售 2 到 3 台。汽车产业市场前期也较好，约 500 亿市场规模，但汽车市场饱和竞争加大，利润逐步降低。公司为奔驰、宝马、奥迪、通用等知名汽车制造商提供高端缝纫产品，是最早进入该领域的企业。
- 家用缝纫机市场每年缝纫机的销量全球 1000 万台，国内 80 万台，公司 12 万台，目前以工业缝纫机为主，家用销量很小。我国在上世纪 80 年代曾是世界家用缝纫机最大的生产国，但源自当时物资短缺的经济状态和自力更生的消费理念；改革开放后成衣市场迅速发展，家用缝纫机的应用场景已消失，逐渐退出大众家庭。现在，家用小型缝纫机在海外普及度较高，国内市场尚未成型，未来看点在于切入创意和玩乐性，开发家用市场的兴趣点。

3.3、浦东国资国企改革的预期

- 地方国企改革进展的关键时间节点问题随着国家顶层设计的逐步清晰和上海浦东新区国改会议的召开，执行预期有望加速。公司处于上海浦东国资委管辖的改革第一梯队的六大国有企业集团之列：陆家嘴集团、金桥集团、外高桥集团、张江集团、浦东发展集团和上工申贝。
- 从企业角度来说，上工申贝情况较为特殊，其他几家上面都有集团，公司 19%是由上海浦东国资委直接持股的，国资委就是其大股东，但持股比例较小。企业本身的动力来源于引入财务投资者+激励到位。公司高管目前收入水平仍较低，也未和公司业绩直接挂钩。激励和约束如何匹配，对于国企来说，是未来最需要解决的，且公司有部分外籍员工，不易于党委管理。

因此在改革中企业如何定位还是较为明确的，其实只要由董事会决定具体改革发展方向，并按照公司法执行提升经营效益就是未来最好的选择。

4、盈利预测与投资建议

4.1、盈利预测

- 公司 2014 年通过土地收储获得 1 亿元左右营业外收益，导致公司 2015 年利润增速较低，公司主营利润实现增速较快。我们预测公司 2015-2017 年的主营业务收入分别为 22.34 亿元、26.14 亿元、28.98 亿元，分别同比增长 13.3%、17.0%、10.9%；归母净利润 2.17 亿元、2.69 亿元、3.19 亿元，分别同比增长 9.74%、24.26%、18.45%；EPS 分别为 0.40/0.49/0.58 元，对应 PE 分别为 34/28/23 倍。

4.2、投资建议

- 我们认为公司在欧洲的业务整合已经有良好成效、业绩进入健康成长期，公司掌握了高端缝制设备自动化技术，在国内需求调整、产品自动化更新上具有领先优势，并直接受益于浦东国企改革，结合当前股价估值水平，我们首次给予公司“买入”评级，6 个月目标价 20 元。

附录：家用缝纫机的蝴蝶梦

- 1950 年代至 1980 年代，在“先生产、后生活”的短缺经济状态下，中国百姓在“穿衣”方面的消费方式以买布裁衣或自缝自补为主，加之自给自足消费理念的倡导，缝纫机与手表、自行车、收音机合称“三转一响”，成为 70 年代中国人结婚必备的“三大件”之一，家庭普及率一度超过 50%。时至 1982 年，我国缝纫机的年产量达到 1286 万台，成为当时世界上家用缝纫机最大的生产国。其中，上海协昌出产的“蝴蝶”牌缝纫机，以优良的质量、美观的外形成为中国第一名牌缝纫机。

图表 28：蝴蝶牌家用脚踏缝纫机

来源：国金证券研究所

- 改革开放后，市场经济大潮涌来，中国人的消费方式日趋成衣化，由此带来成衣工业的迅速崛起，作为生产工具的工业缝纫机需求大幅上升，而家用缝纫机市场迅速萎缩，几近消亡。相伴随的还有家用缝纫机行业的惨淡：1980 年，云南鸳鸯牌缝纫机成本为 340 元，出厂价仅为 150 元；湖南金箭牌成本为 159 元，出厂价为 130 元；1980 中晚期，蝴蝶、蜜蜂等品牌的出厂价仅维持在 53.26 至 68.90 元之间。1980 年代末，国家取消了对厂家的价格补贴，这些创造了昔日辉煌的老牌厂家也最终香消玉殒。

图表 29：上海协昌缝纫机厂旧照

来源：国金证券研究所

- 现在，家用多功能缝纫机重回家庭视线。如今兴起的多功能家用机，已经不再是一个简单的缝补工具了，更多的是人们追求生活和个人兴趣的体现。很多女性使用家用机是作为一种休闲娱乐，享受自己动手运用机器制造成品的过程，从中获得成就感与幸福感。

图表 30：家用缝纫机 DIY 手工品

来源：兄弟商业公司网站，国金证券研究所

- 80 年代末 90 年代初出生的一代，大概是对传统缝纫机有着模糊印象的最后一代，儿时或许也都穿过长辈用老式脚踏缝纫机制成的衣服。那时的女孩子如今也到了婚龄，当她们选购家居用品时是否会想起自己家里曾经有台“扎扎扎”的缝纫机呢，“缝纫机？也许以后有了宝宝也会需要一台吧！”
- 参考资料：
  - 《浅谈家用缝纫机的设计发展历程及情感化转变》-美与时代 2014(12)；
  - 《家用缝纫机,回来了》-纺织机械 2014(8)；
  - 《家用缝纫机:岁月难续蝴蝶梦》-三联竞争力 2009(11)；
  - 百度百科：结婚三大件；

图表 31：公司主营业务收入拆分——按产品分类预测

项　　目	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
缝制设备						
销售收入（百万元）	1,077.43	1,380.04	1,520.94	1,596.00	1,962.00	2,232.00
增长率（YOY）	*7.13%*	*28.09%*	*10.21%*	*4.94%*	*22.93%*	*13.76%*
毛利率	36.74%	34.41%	36.64%	36.60%	36.00%	36.00%
销售成本（百万元）	681.58	905.17	963.67	1,011.86	1,255.68	1,428.48
增长率（YOY）	*0.67%*	*32.80%*	*6.46%*	*5.00%*	*24.10%*	*13.76%*
毛利（百万元）	395.85	474.87	557.27	584.14	706.32	803.52
增长率（YOY）	*20.44%*	*19.96%*	*17.35%*	*4.82%*	*20.92%*	*13.76%*
占总销售额比重	71.54%	76.08%	77.16%	71.44%	75.06%	77.02%
占主营业务利润比重	90.29%	91.78%	92.41%	83.26%	85.31%	86.47%
出口贸易						
销售收入（百万元）	273.67	268.82	280.32	290.00	300.00	310.00
增长率（YOY）	*-30.96%*	*-1.77%*	*4.28%*	*3.45%*	*3.45%*	*3.33%*
毛利率	1.81%	2.52%	2.54%	2.50%	2.50%	2.50%
销售成本（百万元）	268.72	262.05	273.20	282.75	292.50	302.25
增长率（YOY）	*-31.22%*	*-2.48%*	*4.26%*	*3.50%*	*3.45%*	*3.33%*
毛利（百万元）	4.95	6.77	7.12	7.25	7.50	7.75
增长率（YOY）	*-12.61%*	*36.76%*	*5.11%*	*1.82%*	*3.45%*	*3.33%*
占总销售额比重	18.17%	14.82%	14.22%	12.98%	11.48%	10.70%
占主营业务利润比重	1.13%	1.31%	1.18%	1.03%	0.91%	0.83%
办公与影像产品						
销售收入（百万元）	112.29	106.31	112.34	102.00	94.00	86.00
增长率（YOY）	*-10.37%*	*-5.33%*	*5.67%*	*-9.20%*	*-7.84%*	*-8.51%*
毛利率	12.46%	11.62%	11.64%	11.60%	11.60%	11.60%
销售成本（百万元）	98.30	93.96	99.26	90.17	83.10	76.02
增长率（YOY）	*-12.41%*	*-4.42%*	*5.65%*	*-9.16%*	*-7.84%*	*-8.51%*
毛利（百万元）	13.99	12.35	13.08	11.83	10.90	9.98
增长率（YOY）	*7.18%*	*-11.71%*	*5.85%*	*-9.52%*	*-7.84%*	*-8.51%*
占总销售额比重	7.46%	5.86%	5.70%	4.57%	3.60%	2.97%
占主营业务利润比重	3.19%	2.39%	2.17%	1.69%	1.32%	1.07%
新增物流服务及其他						
销售收入（百万元）	42.73	58.75	57.64	246.00	258.00	270.00
增长率（YOY）	*-16.74%*	*37.49%*	*-1.89%*	*326.79%*	*4.88%*	*4.65%*
毛利率	55.25%	39.81%	44.33%	40.00%	40.00%	40.00%
销售成本（百万元）	19.12	35.36	32.09	147.60	154.80	162.00
增长率（YOY）	*-24.52%*	*84.94%*	*-9.25%*	*359.96%*	*4.88%*	*4.65%*
毛利（百万元）	23.61	23.39	25.55	98.40	103.20	108.00
增长率（YOY）	*-9.16%*	*-0.93%*	*9.23%*	*285.13%*	*4.88%*	*4.65%*
占总销售额比重	2.84%	3.24%	2.92%	11.01%	9.87%	9.32%
占主营业务利润比重	5.39%	4.52%	4.24%	14.02%	12.46%	11.62%
销售总收入（百万元）	**1506.12**	**1813.92**	**1971.24**	**2234.00**	**2614.00**	**2898.00**
销售总成本（百万元）	**1067.72**	**1296.53**	**1368.22**	**1532.38**	**1786.08**	**1968.75**
毛利（百万元）	**438.40**	**517.39**	**603.02**	**701.62**	**827.92**	**929.25**
平均毛利率	**29.11%**	**28.52%**	**30.59%**	**31.41%**	**31.67%**	**32.07%**

来源：国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
主营业务收入	**1,506**	**1,814**	**1,971**	**2,234**	**2,614**	**2,898**
增长率		20.4%	8.7%	13.3%	17.0%	10.9%
主营业务成本	-1,068	-1,297	-1,368	-1,532	-1,786	-1,969
%销售收入	70.9%	71.5%	69.4%	68.6%	68.3%	67.9%
毛利	438	517	603	702	828	929
%销售收入	29.1%	28.5%	30.6%	31.4%	31.7%	32.1%
营业税金及附加	-5	-5	-5	-6	-7	-7
%销售收入	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
营业费用	-159	-196	-237	-259	-298	-325
%销售收入	10.6%	10.8%	12.0%	11.6%	11.4%	11.2%
管理费用	-169	-197	-201	-223	-256	-278
%销售收入	11.3%	10.8%	10.2%	10.0%	9.8%	9.6%
息税前利润（EBIT）	105	120	160	213	267	319
%销售收入	7.0%	6.6%	8.1%	9.6%	10.2%	11.0%
财务费用	-10	-26	-11	3	13	19
%销售收入	0.6%	1.5%	0.6%	-0.1%	-0.5%	-0.7%
资产减值损失	-15	-3	-10	0	0	0
公允价值变动收益	0	1	0	0	0	0
投资收益	11	53	56	50	50	50
%税前利润	10.1%	34.8%	19.3%	17.9%	14.6%	12.5%
营业利润	91	144	195	266	330	388
营业利润率	6.1%	8.0%	9.9%	11.9%	12.6%	13.4%
营业外收支	13	9	97	13	13	13
税前利润	105	153	292	279	343	401
利润率	7.0%	8.5%	14.8%	12.5%	13.1%	13.9%
所得税	-35	-45	-55	-50	-62	-70
所得税率	33.6%	29.6%	18.8%	18.0%	18.0%	17.5%
净利润	70	108	237	229	281	331
少数股东损益	28	29	39	12	12	12
归属于母公司的净利润	**42**	**80**	**198**	**217**	**269**	**319**
净利率	2.8%	4.4%	10.0%	9.7%	10.3%	11.0%

现金流量表（人民币百万元）

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	70	108	237	229	281	331
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	48	42	58	18	17	17
非经营收益	12	-34	-121	-55	-59	-59
营运资金变动	10	-46	-72	-14	-10	-41
经营活动现金净流	**139**	**70**	**102**	**177**	**229**	**247**
资本开支	-24	-73	87	19	15	13
投资	1	-80	-603	0	0	0
其他	13	-72	-2	50	50	50
投资活动现金净流	**-11**	**-224**	**-518**	**69**	**65**	**63**
股权募资	0	0	652	0	0	0
债权募资	-19	163	0	-222	0	0
其他	-6	-24	-100	-12	-4	-4
筹资活动现金净流	**-25**	**139**	**552**	**-233**	**-4**	**-4**
现金净流量	**103**	**-15**	**136**	**13**	**290**	**306**

资产负债表（人民币百万元）

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
货币资金	468	459	641	655	945	1,251
应收款项	197	311	349	392	459	509
存货	307	405	453	487	568	626
其他流动资产	26	93	567	568	527	530
流动资产	1,000	1,269	2,011	2,102	2,499	2,915
%总资产	62.1%	61.9%	73.6%	75.1%	78.7%	81.5%
长期投资	251	260	243	243	243	243
固定资产	254	264	252	223	199	177
%总资产	15.8%	12.9%	9.2%	8.0%	6.3%	5.0%
无形资产	82	221	185	190	195	200
非流动资产	609	779	722	696	677	661
%总资产	37.9%	38.1%	26.4%	24.9%	21.3%	18.5%
资产总计	**1,608**	**2,048**	**2,733**	**2,798**	**3,176**	**3,576**
短期借款	121	223	222	1	1	1
应付款项	278	312	390	431	501	551
其他流动负债	50	84	132	154	179	198
流动负债	449	619	744	585	681	750
长期贷款	1	81	51	51	51	51
其他长期负债	293	418	302	298	298	298
负债	**744**	**1,118**	**1,096**	**933**	**1,029**	**1,098**
普通股股东权益	729	796	1,596	1,813	2,082	2,402
少数股东权益	135	134	40	52	64	76
负债股东权益合计	**1,608**	**2,048**	**2,733**	**2,798**	**3,176**	**3,576**

比率分析

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
每股指标						
每股收益	0.093	0.177	0.360	0.395	0.491	0.582
每股净资产	1.625	1.773	2.909	3.305	3.796	4.378
每股经营现金净流	0.309	0.156	0.185	0.323	0.417	0.450
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	5.71%	10.00%	12.38%	11.96%	12.94%	13.29%
总资产收益率	2.59%	3.88%	7.23%	7.75%	8.49%	8.93%
投入资本收益率	6.94%	6.58%	6.69%	8.99%	9.84%	10.29%
增长率						
主营业务收入增长率	-4.60%	20.44%	8.67%	13.33%	17.01%	10.86%
EBIT 增长率	140.27%	14.11%	33.65%	33.36%	25.17%	19.46%
净利润增长率	-63.00%	90.84%	148.41%	9.74%	24.26%	18.45%
总资产增长率	5.13%	27.32%	33.43%	2.40%	13.49%	12.61%
资产管理能力						
应收账款周转天数	37.8	40.0	46.3	46.0	46.0	46.0
存货周转天数	103.2	100.3	114.5	116.0	116.0	116.0
应付账款周转天数	37.1	33.5	34.9	33.0	33.0	33.0
固定资产周转天数	60.4	52.5	44.1	33.4	24.5	18.7
偿债能力						
净负债/股东权益	-40.09%	-16.78%	-22.53%	-32.36%	-41.64%	-48.44%
EBIT 利息保障倍数	10.9	4.6	14.0	-81.4	-20.5	-16.6
资产负债率	46.27%	54.60%	40.12%	33.35%	32.41%	30.72%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

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

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持 ； 2.01~3.0=中性

3.01~4.0=减持

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 20%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—20%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以下。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归"国金证券股份有限公司"（以下简称"国金证券"）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为"国金证券股份有限公司"，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

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

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7BD