

杰克股份 (603337)

证券研究报告

2019年11月12日

受累行业下行及贸易战冲击，周期底部保持定力静候行业转暖

杰克股份公布 Q3 季报，业绩整体逊于预期：公司前三季度实现营收 29.16 亿元，同比-9.63%，归母净利润 2.53 亿元，同比-31.86%，扣非后归母净利润 2.63 亿元，同比-32.91%，毛利率 27.71%，同比-0.54pct，经营活动净现金流 2.42 亿元，同比+464.77%，加权平均 ROE9.97%，同比-6.43%。Q3 单季度营收 8.64 亿元，同比-26.56%，归母净利润 6104.23 万元，同比-59.51%，毛利率 29.60%，同比-0.06pct。

公司毛利率略降 0.54pct，费用率有所上升，但环比有所改善：公司前三季度毛利率、净利率分别为 27.71%、8.78%，同比分别变动-0.54pct、-2.71pct。前三季度期间费用率为 16.19%，同比+2.86pct，其中销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 5.63%、10.58%、-0.02%，同比分别变动+1.00pct、+0.85pct、+1.01pct。行业下行周期由于费用支出具备一定刚性，费用率上升难以避免。值得注意的是，期间费用率 Q3 为 16.19%，相较于 Q2 环比下降 0.21pct，环比有所改善，这主要是由于公司加强了管理控费（管理费率环比-0.13%）以及财务费用率下降（汇兑收益）。

公司单季度利润同比下降 59.51%，远期外汇产品损失系重要原因，扣除其影响利润降幅明显收窄：公司 Q3 单季度归母净利润 6104.23 万元，同比-59.51%。公司远期外汇产品（看涨人民币，当人民币大幅贬值时产生损失）本期损失较多，对公司单季度利润影响较大。公司 Q3 确认公允价值变动损失 0.57 亿元，而去年同期为 0.42 亿元。如扣除这部分影响，公司 Q3 单季度业绩同比-38.97%。公司资产负债表中的交易性金融资产高达 7.47 亿元，多为远期外汇对冲产品，主要是为了对冲其手美元资产较多的汇率风险。当前人民币汇率破七、预计后续贬值空间较小，如贸易战缓和、人民币升值，公司公允价值变动损失有望减少。

杰克股份专精于缝制机械行业，持续践行行业底部逆势扩张的思路：缝机行业剩者为王，杰克之所以在 2017-2018 年实现高于行业增速 20pct 的增长表现，与公司持续专精于缝机行业、扩大品类、逆势布局国内外销售渠道密不可分。2019 年开始行业受宏观经济及贸易摩擦影响，整体景气度低迷，公司一方面仍实现高于行业 10-15pct 的增速，另一方面，通过收购杰羽制鞋机械、与标准开展中大合作，继续践行底部扩张思路。我们认为在行业仍高度分散（百家缝机企业 2018 年工缝机合计产量仅为总产量 61.55%），杰克出货量市占率仅为 25%左右的情况下，中长期看杰克仍有很大成长空间。

对于缝机行业的景气度判断：我们构造了一个工业缝纫机存量模型，来判断服装工业增加值与工缝机销量的数据：根据模型测算结果，我们认为行业目前已处于景气度非常低迷的阶段，贸易战带来的外部冲击对行业需求造成较大影响，进一步恶化的空间不大。然而，行业是否能够触底反弹取决于贸易战后续走势，在 2019 年服装行业工业增加值增速 2%的假设基础上，如果 2020 年该指标维持 2%，则工缝机销量增速可能仍然为 10%左右的降速，如贸易战缓和、明年该指标回升至 5%-6%，则工缝机销量增速明年可能有所回升。

盈利预测与投资建议：考虑到工业缝纫机行业在贸易战的冲击下景气度超预期滑坡，以及公司外汇对冲产品对于净利润的暂时性影响，我们将公司 2019-2020 年归母净利润从 5.99、7.93 亿元下调至 3.60、4.44 亿元，2021 年预测为 5.44 亿元，PE 分别为 24.15、19.59、15.97X，维持买入评级。

风险提示：宏观经济继续大幅滑坡，人民币汇率继续大幅贬值，贸易战加剧

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2,786.62	4,151.50	3,777.87	4,190.39	4,836.68
增长率(%)	50.05	48.98	(9.00)	10.92	15.42
EBITDA(百万元)	569.54	753.60	408.65	536.52	649.72
净利润(百万元)	324.05	454.25	359.76	443.52	544.13
增长率(%)	47.02	40.18	(20.80)	23.28	22.68
EPS(元/股)	0.73	1.02	0.81	0.99	1.22
市盈率(P/E)	26.81	19.12	24.15	19.59	15.97
市净率(P/B)	4.08	3.49	3.00	2.72	2.44
市销率(P/S)	3.12	2.09	2.30	2.07	1.80
EV/EBITDA	18.38	14.88	20.65	15.49	12.18

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	机械设备/专用设备
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	20.05 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	445.95
流通 A 股股本(百万股)	117.54
A 股总市值(百万元)	8,941.29
流通 A 股市值(百万元)	2,356.61
每股净资产(元)	5.83
资产负债率(%)	38.06
一年内最高/最低(元)	48.00/17.15

作者

邹润芳	分析师
SAC 执业证书编号：S1110517010004	
zourunfang@tfzq.com	
朱晔	联系人
zhuyue@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《杰克股份-公司点评:第二期员工持股计划出炉，看好公司持续高成长能力!》 2019-01-22
- 《杰克股份-季报点评:三季度扣非业绩增长超七成，新一轮扩张周期开启!》 2018-10-29
- 《杰克股份-半年报点评:中报表现非常优异，市占率进一步提升，坚定持续推荐!》 2018-08-31

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	168.21	181.75	594.12	617.11	930.69	营业收入	2,786.62	4,151.50	3,777.87	4,190.39	4,836.68
应收票据及应收账款	300.24	484.31	481.15	566.45	588.98	营业成本	1,930.21	2,985.74	2,727.62	3,033.84	3,492.09
预付账款	20.57	17.17	24.80	20.71	27.79	营业税金及附加	21.77	25.10	25.69	28.49	32.89
存货	657.45	908.18	670.05	1,015.41	963.43	营业费用	161.74	220.02	219.12	238.85	266.02
其他	1,446.66	785.70	1,155.32	1,139.32	1,168.96	管理费用	172.04	235.60	211.56	230.47	261.18
流动资产合计	2,593.12	2,377.11	2,925.45	3,359.00	3,679.86	研发费用	134.73	204.90	188.89	205.33	234.58
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	13.93	(16.08)	1.02	(0.89)	(4.62)
固定资产	648.19	850.28	908.25	955.72	983.88	资产减值损失	20.03	22.58	28.00	23.00	20.00
在建工程	122.60	177.86	142.72	133.63	110.18	公允价值变动收益	(0.41)	(55.26)	(60.00)	10.00	20.00
无形资产	168.38	303.70	289.21	274.71	260.22	投资净收益	22.96	55.82	40.00	40.00	40.00
其他	61.55	269.26	179.71	198.23	215.16	其他	(73.77)	(41.75)	(10.00)	(120.00)	(140.00)
非流动资产合计	1,000.72	1,601.10	1,519.89	1,562.29	1,569.43	营业利润	383.39	514.84	405.97	501.29	614.55
资产总计	3,593.84	3,978.20	4,445.34	4,921.29	5,249.29	营业外收入	5.61	1.13	2.00	2.00	2.00
短期借款	21.77	22.14	220.00	150.00	100.00	营业外支出	12.82	1.43	1.00	1.00	1.00
应付票据及应付账款	1,057.92	726.00	607.50	993.69	888.15	利润总额	376.19	514.54	406.97	502.29	615.55
其他	303.09	407.29	452.78	325.18	461.88	所得税	52.28	59.21	47.21	58.77	71.42
流动负债合计	1,382.78	1,155.43	1,280.28	1,468.87	1,450.03	净利润	323.91	455.33	359.76	443.52	544.13
长期借款	3.37	173.60	140.00	120.00	100.00	少数股东损益	(0.15)	1.08	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	324.05	454.25	359.76	443.52	544.13
其他	76.64	111.67	80.90	89.74	94.10	每股收益(元)	0.73	1.02	0.81	0.99	1.22
非流动负债合计	80.01	285.27	220.90	209.74	194.10						
负债合计	1,462.79	1,440.70	1,501.19	1,678.61	1,644.13	主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
少数股东权益	0.00	47.34	47.34	47.34	47.34	成长能力					
股本	206.67	307.55	445.95	445.95	445.95	营业收入	50.05%	48.98%	-9.00%	10.92%	15.42%
资本公积	815.97	744.34	744.34	744.34	744.34	营业利润	69.21%	34.29%	-21.15%	23.48%	22.59%
留存收益	1,923.72	2,207.14	2,450.86	2,749.39	3,111.87	归属于母公司净利润	47.02%	40.18%	-20.80%	23.28%	22.68%
其他	(815.31)	(768.86)	(744.34)	(744.34)	(744.34)	获利能力					
股东权益合计	2,131.05	2,537.50	2,944.15	3,242.68	3,605.16	毛利率	30.73%	28.08%	27.80%	27.60%	27.80%
负债和股东权益总	3,593.84	3,978.20	4,445.34	4,921.29	5,249.29	净利率	11.63%	10.94%	9.52%	10.58%	11.25%
						ROE	15.21%	18.24%	12.42%	13.88%	15.29%
						ROIC	40.86%	22.67%	14.88%	16.69%	19.14%
						偿债能力					
						资产负债率	40.70%	36.21%	33.77%	34.11%	31.32%
						净负债率	-6.69%	1.67%	-7.62%	-10.31%	-19.80%
						流动比率	1.88	2.06	2.28	2.29	2.54
						速动比率	1.40	1.27	1.76	1.60	1.87
						营运能力					
						应收账款周转率	10.43	10.58	7.83	8.00	8.37
						存货周转率	5.39	5.30	4.79	4.97	4.89
						总资产周转率	1.00	1.10	0.90	0.89	0.95
						每股指标(元)					
						每股收益	0.73	1.02	0.81	0.99	1.22
						每股经营现金流	1.40	-0.05	0.26	0.82	1.27
						每股净资产	4.78	5.58	6.50	7.17	7.98
						估值比率					
						市盈率	26.81	19.12	24.15	19.59	15.97
						市净率	4.08	3.49	3.00	2.72	2.44
						EV/EBITDA	18.38	14.88	20.65	15.49	12.18
						EV/EBIT	20.79	16.91	23.63	17.30	13.41

现金流量表(百万元)					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	323.91	455.33	359.76	443.52	544.13
折旧摊销	66.30	91.18	51.66	56.12	59.79
财务费用	0.89	2.30	1.02	(0.89)	(4.62)
投资损失	(22.96)	(55.82)	(40.00)	(40.00)	(40.00)
营运资金变动	(915.27)	27.05	(196.25)	(103.25)	(12.28)
其它	1,172.07	(540.86)	(60.00)	10.00	20.00
经营活动现金流	624.94	(20.83)	116.20	365.50	567.02
资本支出	202.30	535.29	90.77	71.16	45.63
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(1,578.01)	(547.07)	14.07	(182.81)	(56.15)
投资活动现金流	(1,375.71)	(11.78)	104.84	(111.65)	(10.52)
债权融资	25.74	224.23	369.70	282.93	217.04
股权融资	853.07	20.15	161.91	0.89	4.62
其他	(203.60)	(154.25)	(340.27)	(514.69)	(464.58)
筹资活动现金流	675.21	90.12	191.34	(230.87)	(242.92)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(75.57)	57.51	412.37	22.99	313.58

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com