

强烈推荐-A (维持)

杰克股份 603337.SH

当前股价: 46.85 元

2019年03月20日

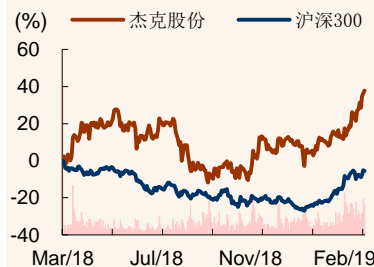
多方布局, 打造缝制机械生态链

基础数据

上证综指	3091
总股本(万股)	30755
已上市流通股(万股)	8106
总市值(亿元)	144
流通市值(亿元)	38
每股净资产(MRQ)	8.1
ROE(TTM)	18.2
资产负债率	36.2%
主要股东	台州市杰克投资有限
主要股东持股比例	42.61%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	18	51	40
相对表现	7	35	46



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《杰克股份(603337)——拟实施二期员工持股计划, 即将迎来销售旺季》2019-01-21
- 2、《杰克股份(603337)——拟实施股权激励, 行权条件彰显信心》2018-11-04
- 3、《杰克股份(603337)——业绩加速增长, 布局智能缝制》2018-10-19

诸凯

zhukai@cmschina.com.cn
S1090518070005

吴丹

wudan6@cmschina.com.cn
S1090518090001

刘荣

liur@cmschina.com.cn
S1090511040001

研究助理

时文博

杰克股份发布 2018 年年报, 全年实现营收 41.5 亿元, 同比增长 49%, 实现归母净利润 4.54 亿元, 同比增长 40.2%, 扣非归母净利润 4.41 亿元, 同比增长 42.3%。公司拟每 10 股现金派息 5.2 元, 同时转增 4.5 股, 全年现金分红 1.6 亿元, 分红率 35%。我们认为, 杰克股份 2018 年收入完全符合预期, 净利润略低于我们之前 4.7 亿元的预期, 主要系裁床德国子公司亏损等原因导致, 目前德国奔马问题已得到妥善解决。

- 全年实现营收 41.5 亿元, 同比增长 49%。收入结构方面, 工业缝纫机收入 35.3 亿元, 同比增长 51%, 裁床及铺布机收入 5 亿元, 同比增长 12.3%, 衬衫及牛仔自动缝制设备(智能缝制)收入 1.14 亿元, 智能缝制业务开始贡献增量。销量来看, 全年工业缝纫机销量 189 万台, 销量同比 41.1%, 裁床销量 1350 台, 同比增长 50.7%, 智能缝制销量 946 台。裁床及铺布机业务收入增速较销量增速低一些, 系低价刚需裁床占比提升, 裁床经销渠道占比增加等原因; 2019 年随着竞争对手退出市场, 以及自身销售渠道的增加, 预计杰克的裁床业务收入将回到高速增长轨道。分地区方面, 18 年国外收入 20.5 亿元, 国内收入 20.8 亿元, 海外国内收入五五开, 国内同比增长 72%, 海外增长同比 31%。
- 全年综合毛利率 28.1%, 较上年同期下降 2.7pct。其中工业缝纫机毛利率 25.8%, 较 17 年下降 2.0pct, 裁床及铺布机毛利率 41.7%, 较 17 年下降 4.8pct, 智能缝制毛利率 39.5%。零部件成本上升(工缝机原材料同比增长 58%), 制造工人数量、费用增加(工缝机人工费用增长 52%)是毛利率下降的主要原因。例如 2018 年支付给职工的工资 7.11 亿元, 同比增长 48.7%, 应付职工薪酬增长 38.3%, 工资奖金费用增加使得规模效应并未体现。裁床毛利率下降较多, 主要系裁床产品结构变化, 推出低价刚需裁床, 以及增加经销渠道比重。收入结构也影响整体毛利率, 毛利率较高的海外收入增幅低于毛利率较低的国内收入, 降低了整体毛利率。2018 年德国裁床子公司奔马亏损 1448 万元(2017 年净利润 1722 万元), 除了市场原因外, 德国子公司管理及市场开拓等问题是主要原因, 目前已经撤换总经理。19 年 1 月已经恢复正

财务数据与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	2787	4152	4897	5825	6751
同比增长	50%	49%	18%	19%	16%
营业利润(百万元)	383	515	679	884	1099
同比增长	69%	34%	32%	30%	24%
净利润(百万元)	324	454	592	765	949
同比增长	47%	40%	30%	29%	24%
每股收益(元)	1.57	1.48	1.93	2.49	3.09
PE	29.9	31.7	24.3	18.8	15.2
PB	4.5	5.8	4.9	4.1	3.4

资料来源: 公司数据、招商证券

常盈利。

经营现金流-2082 万元，减少较多，主要有以下几个原因：1) 对供应商继续采取扶持政策，将承兑汇票支付方式改成现金支付；2) 存货增加较多，年末存货较上年同期增长 2.51 亿元，环比增加 1 亿；3) 应收账款增加（17 年由于供不应求，应收低于正常水平）。

全年财务费用-1600 万元，其中汇兑收益 2000 万，但公司通过购买远期外汇合约对冲人民币升值风险，由于 2018 年人民币贬值较多，故全年外汇合约亏损 5526 万元，实际在汇兑方面亏损约 3000 多万。目前公司拥有的境外资产金额为 5.48 亿元人民币。

研发持续高投入，着眼未来。研发费用 2.05 亿元，同比增长 52.1%，系研发项目增多，新增研发人员和咨询费增加，研发/收入占比进一步提高，达 5%。目前公司拥有研发人员 862 人，占比 12.5%。公司总员工人数已达到 6879 人（17 年 5442，16 年 3527），为未来开拓智能缝制等新兴业务打下了坚实的基础。

2018 年，公司在生产团队、研发团队、经销商团队的质量、数量上都做了较大提升，为未来开拓业务打下了坚实的基础，通过收购切入智能缝制、厚料机等领域，在成为服装综合方案解决商龙头的道路上快速成长。

多方布局，打造缝制机械杰克生态链。我们认为，公司通过给供应商提供扶持等手段，深度绑定了上游供应商，未来将逐渐建成缝制机械零部件-整机产业集聚区，提升供应链效率。同时，通过在经销商处简仓等措施，加强及时响应、供货速率。这一系列的布局，都有助于杰克打造包括“零部件-整机-销售-售后”在内的整条缝制机械生态链。

我们认为，虽然年报净利润略低于我们之前的预期，但通过财务报表分析，可以发现公司正在为长期发展做多项业务的布局。杰克在上下游产业链地位将会进一步巩固，和竞争对手的差距也将进一步拉大。若有短期扰动，将提供绝佳买入机会，预测 2019 年净利润 5.9 亿元，对应 PE 24 倍，继续强烈推荐！

风险提示：国内缝制机械行业增速显著下滑；原材料价格持续上涨；流动性风险等。

表 1：半年度业绩回顾

(百万元)	17H2	18H1	18H2	同比	环比
营业收入	1405	2051	2101	50%	2%
营业毛利	446	563	603	35%	7%
营业费用	87	97	123	41%	27%
管理/研发费用	168	208	233	39%	12%
财务费用	2	-9	-7	-	-
投资收益	19	33	23	21%	-30%
营业利润	219	265	250	14%	-6%
所得税	28	45	14	-50%	-69%
归属母公司净利润	184	220	234	27%	6%
EPS (元)	0.89	0.72	0.77		

资料来源：公司数据、招商证券

表 2: 各季度业绩回顾

(百万元)	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4
营业收入	733	671	1,070	981	1176	925
营业毛利	220	226	286	277	349	255
营业费用	42	45	45	52	52	71
管理/研发费用	70	97	98	110	106	127
财务费用	6	-5	4	-12	-24	17
投资收益	11	8	11	21	2	21
营业利润	114	105	134	131	175	75
归属母公司净利润	94	90	117	103	151	83
EPS (元)	0.46	0.43	0.56	0.16	0.49	0.28
主要比率						
毛利率	30.0%	33.7%	26.7%	28.2%	29.7%	27.5%
营业费用率	5.7%	6.7%	4.2%	5.3%	4.4%	7.6%
管理/研发费用率	9.6%	14.5%	9.1%	11.2%	9.0%	13.8%
营业利润率	15.5%	15.6%	12.5%	13.4%	14.9%	8.1%
有效税率	2.6%	1.2%	1.6%	2.8%	13.6%	-13.5%
净利率	12.9%	13.3%	10.8%	10.2%	12.8%	9.0%
YoY						
收入	60%	55%	49%	48%	60%	38%
归属母公司净利润	51%	49%	43%	66%	61%	-8%

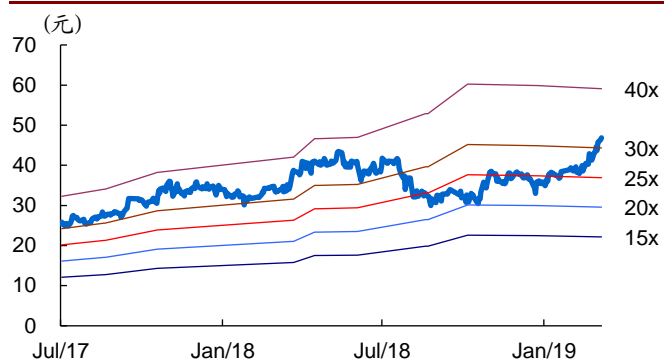
资料来源: 公司数据、招商证券

表 3、销售收入结构预测

单位: 百万元	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	1592	1857	2787	4152	4897	5826	6752
工业缝纫机	1334	1493	2340	3534	4064	4755	5468
智能缝制				114	205	349	453
裁床	257	364	445	500	625	719	827
收入增长率	-7.6%	16.7%	50.1%	49.0%	18.0%	19.0%	15.9%
工业缝纫机	-10.1%	11.9%	56.8%	51.0%	15.0%	17.0%	15.0%
智能缝制					80.0%	70.0%	30.0%
裁床	7.4%	41.8%	22.2%	12.4%	25.0%	15.0%	15.0%
毛利率	30.0%	31.3%	30.8%	27.0%	29.4%	30.7%	31.7%
工业缝纫机	27.6%	28.4%	27.7%	25.7%	27.0%	28.0%	29.0%
智能缝制					40.0%	43.0%	45.0%
裁床	42.0%	43.3%	46.4%	41.8%	41.0%	42.0%	42.0%

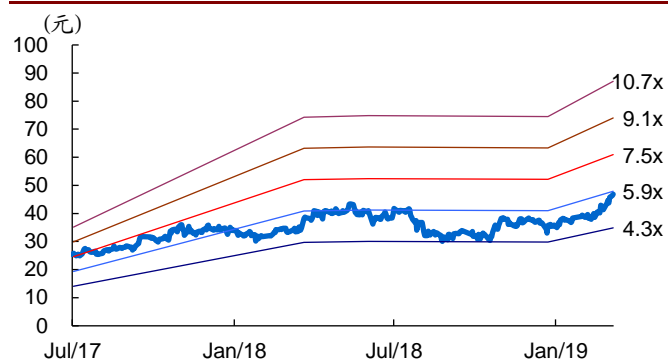
资料来源: 公司数据、招商证券

图 1: 杰克股份历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 2: 杰克股份历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

参考报告:

- 1、《杰克股份(603337)——拟实施二期员工持股计划,即将迎来销售旺季》2019-01-21
- 2、《杰克股份(603337)——拟实施股权激励,行权条件彰显信心》2018-11-04
- 3、《杰克股份(603337)——业绩加速增长,布局智能缝制》2018-10-19

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	2593	2377	3702	4672	5720
现金	168	182	1174	1744	2348
交易性投资	1	0	0	0	0
应收票据	75	29	34	40	47
应收款项	225	456	514	556	645
其它应收款	30	35	41	49	56
存货	657	908	1037	1211	1383
其他	1437	768	901	1072	1242
非流动资产	1001	1601	1481	1373	1276
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	648	850	760	680	608
无形资产	168	304	273	246	221
其他	184	447	447	447	447
资产总计	3594	3978	5182	6045	6996
流动负债	1383	1155	1925	2199	2429
短期借款	22	22	40	40	0
应付账款	690	726	934	1091	1245
预收账款	114	68	79	92	105
其他	557	339	873	976	1078
长期负债	80	285	285	285	285
长期借款	3	174	174	174	174
其他	77	112	112	112	112
负债合计	1463	1441	2211	2484	2714
股本	207	308	308	308	308
资本公积金	817	720	720	720	720
留存收益	1108	1463	1895	2482	3202
少数股东权益	0	47	49	51	53
归属于母公司所有者权益	2131	2490	2923	3510	4229
负债及权益合计	3594	3978	5182	6045	6996

现金流量表

单位: 百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	625	(21)	1108	689	802
净利润	324	454	592	765	949
折旧摊销	66	91	121	108	97
财务费用	1	2	(9)	(33)	(52)
投资收益	(23)	(56)	(45)	(25)	(20)
营运资金变动	264	(540)	442	(131)	(181)
其它	(7)	27	7	6	9
投资活动现金流	(1376)	(12)	45	25	20
资本支出	(206)	(531)	0	0	0
其他投资	(1170)	519	45	25	20
筹资活动现金流	675	90	(161)	(145)	(218)
借款变动	(192)	166	(11)	0	(40)
普通股增加	52	101	0	0	0
资本公积增加	815	(97)	0	0	0
股利分配	0	(99)	(160)	(178)	(229)
其他	0	19	9	33	52
现金净增加额	(76)	58	992	570	604

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位: 百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	2787	4152	4897	5825	6751
营业成本	1930	2986	3458	4039	4611
营业税金及附加	22	25	30	35	41
营业费用	162	220	269	320	371
管理费用	307	236	504	600	695
财务费用	14	(16)	(9)	(33)	(52)
资产减值损失	20	23	10	5	5
公允价值变动收益	(0)	(55)	0	0	0
投资收益	23	56	45	25	20
营业利润	383	515	679	884	1099
营业外收入	6	1	5	5	5
营业外支出	13	1	1	1	1
利润总额	376	515	683	887	1103
所得税	52	59	89	121	152
净利润	324	455	594	767	951
少数股东损益	(0)	1	1	2	2
归属于母公司净利润	324	454	592	765	949
EPS (元)	1.57	1.48	1.93	2.49	3.09

主要财务比率

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
年成长率					
营业收入	50%	49%	18%	19%	16%
营业利润	69%	34%	32%	30%	24%
净利润	47%	40%	30%	29%	24%
获利能力					
毛利率	30.7%	28.1%	29.4%	30.7%	31.7%
净利率	11.6%	10.9%	12.1%	13.1%	14.1%
ROE	15.2%	18.2%	20.3%	21.8%	22.4%
ROIC	15.7%	15.7%	18.1%	19.4%	20.2%
偿债能力					
资产负债率	40.7%	36.2%	42.7%	41.1%	38.8%
净负债比率	0.7%	5.6%	4.1%	3.5%	2.5%
流动比率	1.9	2.1	1.9	2.1	2.4
速动比率	1.4	1.3	1.4	1.6	1.8
营运能力					
资产周转率	0.8	1.0	0.9	1.0	1.0
存货周转率	3.7	3.8	3.6	3.6	3.6
应收帐款周转率	13.5	12.2	10.1	10.9	11.2
应付帐款周转率	3.5	4.2	4.2	4.0	3.9
每股资料 (元)					
每股收益	1.57	1.48	1.93	2.49	3.09
每股经营现金	3.02	-0.07	3.60	2.24	2.61
每股净资产	10.31	8.10	9.50	11.41	13.75
每股股利	0.48	0.52	0.58	0.75	0.93
估值比率					
PE	29.9	31.7	24.3	18.8	15.2
PB	4.5	5.8	4.9	4.1	3.4
EV/EBITDA	27.7	21.9	16.0	13.2	11.1

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

招商机械团队：7次上榜《新财富》机械行业最佳分析师，连续两年第一名，三年第二名，两年第五名。连续5年上榜水晶球卖方机械行业最佳分析师，连续三年第一名。2012、2013、2018年福布斯中国最佳分析师50强。2017年新财富、金牛最佳分析师第五名、第三名。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。