

2021年09月04日

# 国内数码喷印设备龙头，未来前景可期

## 宏华数科(688789)

公司主要产品包括数码喷印设备业务和墨水等，广泛用于纺织、印染、广告、家居等领域。根据 WTiN 数据，2017 年和 2018 年，公司数码喷印设备生产的纺织品占全球数码印花产品总量的比例分别为 12%和 13%，全球第三。根据中国纺织机械协会统计，2017 年至 2019 年，公司均位列国内中高端纺织数码喷墨印花机销量第一，且市场占有率超过 50%。2021 年上半年，公司营业收入为 4.56 亿元，同比增长 56.42%；归母净利润为 1.08 亿元，同比增长 49.36%。

### 主要观点：

#### ► 数码喷墨印花取代传统印花方式，市场份额迅速打开。

1) 全球纺织品数码喷墨印花产量从 2014 年的 12 亿米增加到了 2019 年的 43 亿米，平均增速达到 29%，对传统印花工艺的替代率从 2.2%提高到了 7.8%，数码印花工艺替代率的提升将带动公司数码喷印设备与配套墨水产品的持续快速增长。2) 2018 和 2019 年，我国数码喷墨印花产量约 15 亿米和 19 亿米，占印花布总量的 9%和 11%。根据中国印染行业协会发布的报告显示，预计到 2025 年国内数码喷墨印花产量达 47 亿米左右，约占国内印花总量的 29%；全球数码喷墨印花产量将达 150 亿米，占印花总量比例约 27%。

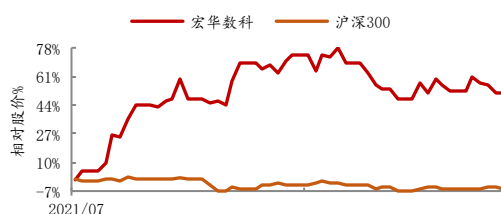
► 深耕纺织喷印市场、掌握行业核心技术优势。公司专注于数码喷印技术的研究、开发和应用，已取得 27 项发明专利，其中形成主营业务的发明专利 5 项以上；推行“设备先行，耗材跟进”模式，实现设备、耗材及配件的联动式推广、销售；从纺织 CAD/CAM 起步，形成了多项关键核心技术，且已处于产业化阶段；公司注重科技研发，最近三年，公司累计研发费用占累计营业收入的比例为 6.51%，为公司在喷印效果一致性、运行稳定性、高速运行和高性价比方面保持先进性提供有效保障。

► 盈利预测与投资建议：我们预计 2021-2023 年收入分别为 9.61 亿元、13.49 亿元和 18.55 亿元，同比增速分别为 34.3%、40.3%和 37.5%；实现归母净利润分别为 2.41 亿元、3.58 亿元和 5.09 亿元，同比增速分别为 40.7%、48.5%、42.3%，对应 EPS 分别为 3.17 元、4.71 元和 6.70 元。首次覆盖，暂不评级。

**风险提示：**下游行业波动风险；公司产品研发及市场推广不及预期的风险等。

### 评级及分析师信息

评级：	暂不评级
上次评级：	首次覆盖
目标价格：	
最新收盘价：	250.50
股票代码：	688789
52 周最高价/最低价：	299.55/150.0
总市值(亿)	190.38
自由流通市值(亿)	38.68
自由流通股数(百万)	15.44



分析师：俞能飞  
邮箱：yunf@hx168.com.cn  
SAC NO: S1120519120002

## 盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	591	716	961	1,349	1,855
YoY (%)	25.1%	21.1%	34.3%	40.3%	37.5%
归母净利润(百万元)	144	171	241	358	509
YoY (%)	41.5%	18.9%	40.7%	48.5%	42.3%
毛利率 (%)	45.3%	43.5%	44.4%	45.1%	45.8%
每股收益 (元)	1.89	2.25	3.17	4.71	6.70
ROE	25.2%	23.0%	15.4%	18.7%	21.0%
市盈率	136.18	114.54	81.40	54.83	38.53

资料来源: Wind, 华西证券研究所

## 正文目录

1. 公司数码喷印“全球一流、国内领先” .....	5
1.1. 专注技术研究多年，数码喷印龙头企业 .....	5
1.2. 主营数码喷印设备，财务指标表现良好 .....	6
1.3. 股权结构清晰，管理层履历丰富 .....	8
2. 消费趋势演进之下，数码喷印行业大有可为 .....	9
2.1. 符合消费趋势，行业发展势头持续向好 .....	9
2.2. 设备和墨水协同发展，我国数喷行业成长迅速 .....	13
2.3. 我国印染行业基础大，数码喷印比例快速提升 .....	17
3. 掌握核心竞争力，海外市场稳扎稳打 .....	18
3.1. 公司在业内核心竞争优势突出，市场份额领先 .....	18
3.2. 海外市场稳步推进，营销体系愈发完善 .....	20
3.3. 募投项目扩大产能，打开未来增长新空间 .....	21
4. 盈利预测与投资建议 .....	22
5. 风险提示 .....	22

## 图表目录

图 1 公司主营业务演变过程 .....	5
图 2 公司主要产品演化过程 .....	6
图 3 2018 年以来公司营收规模高增 .....	6
图 4 公司归母净利润呈上升态势 .....	6
图 5 公司营收主要来自于数码喷印设备（万元） .....	7
图 6 公司毛利主要来自于数码喷印设备（万元） .....	7
图 7 公司盈利能力近几年保持稳定 .....	7
图 8 公司费用率管控良好 .....	7
图 9 数码喷印工艺流程图 .....	10
图 10 2018 年直喷产量和转移印花产量（产量/亿米） .....	10
图 11 2018 年国内数码转移印花墨水消耗量占 78% .....	11
图 12 2018 年国内各类数码直喷墨水市场份额分布 .....	11
图 13 2018 年全球和亚洲纺织数码印花市场分布 .....	11
图 14 2015-2018 年全球纺织数码印花品产量（亿平方米） .....	13
图 15 2012-2018 连续四届 ITMA 数码喷墨印花设备参展商数量（家） .....	14
图 16 2015-2019 年中国数码喷墨印花设备市场保有量情况（台） .....	15
图 17 2018 年国内数码印花墨水市场份额占比 .....	15
图 18 部分墨水价格变化（元/kg） .....	16
图 19 2018 年数码喷墨印花产量占总产量比例 .....	17
图 20 2019 年数码喷墨印花产量占总产量比例 .....	17
图 21 公司海外营收态势向好 .....	20
图 22 2017 年全球数码印花产品总量分布（%） .....	21
图 23 2018 年全球数码印花产品总量分布（%） .....	21
表 1 公司主要产品简介 .....	5
表 2 净利润现金比率较高，盈利质量较高 .....	7
表 3 公司经营稳健、偿债能力较强 .....	8
表 4 公司 IPO 前后股权结构对比 .....	8
表 5 公司部分高管介绍 .....	8

表 6 数码喷墨印花与圆/平网印花对比.....	9
表 7 全球印花面料产量情况 (亿米) .....	11
表 8 中国印花面料产量情况 (亿米) .....	12
表 9 数码转印成本不断下降 .....	12
表 10 全球主要印花产地的数码喷墨印花占比情况 (%) .....	13
表 11 喷印技术从扫描机向 Single Pass 技术发展.....	14
表 12 2018 年数码印花墨水消耗量情况.....	15
表 13 2014-2019 年全球和中国数码喷墨印花墨水消耗情况 (吨, %) .....	16
表 14 主要生产省份印染布和印花布产量占比.....	17
表 15 数码喷墨印花产量情况 (亿米, %) .....	18
表 16 2019-2020 年度, 公司与同行业可比公司的经营情况 .....	18
表 17 与同业相比市场地位较高 .....	18
表 18 主推机型与国际知名设备商同类产品性能相当 .....	19
表 19 Single Pass 机与 EFI-Reggiani、MS 推出的同类机型性能相当 .....	19
表 20 核心技术产品贡献超 90%营业收入.....	19
表 21 公司募投计划 .....	21
表 22 业务拆分 .....	22

## 1. 公司数码喷印“全球一流、国内领先”

### 1.1. 专注技术研究多年，数码喷印龙头企业

经过近三十年技术积累，公司掌握多项核心技术。公司是一家集售前咨询、售中调试、售后服务以及软件支持于一体的纺织数码印花综合解决方案提供商，以数码喷印技术为核心，聚焦纺织数码印花的工业应用。公司从纺织 CAD/CAM 起步，通过自主研发、合作研发形成了基于机器学习的密度曲线优化技术、基于色彩管理规范（ICC）的适用性优化和扩展技术、色彩管理引擎、超大容量数据众核并行处理技术、精密机电控制系统、纳米墨水配方等核心技术。

公司拥有的核心技术涵盖了数码印花的四个重要维度，即喷印效果一致性、运行稳定性、高速运行和高性价比，主要核心技术产品有数码直喷印花机、超高速工业喷印机、数码喷墨转移印花机、活性/分散墨水等，为公司长期保持技术的先进性提供了有效保障。

图 1 公司主营业务演变过程



资料来源：公司招股说明书，华西证券研究所

表 1 公司主要产品简介

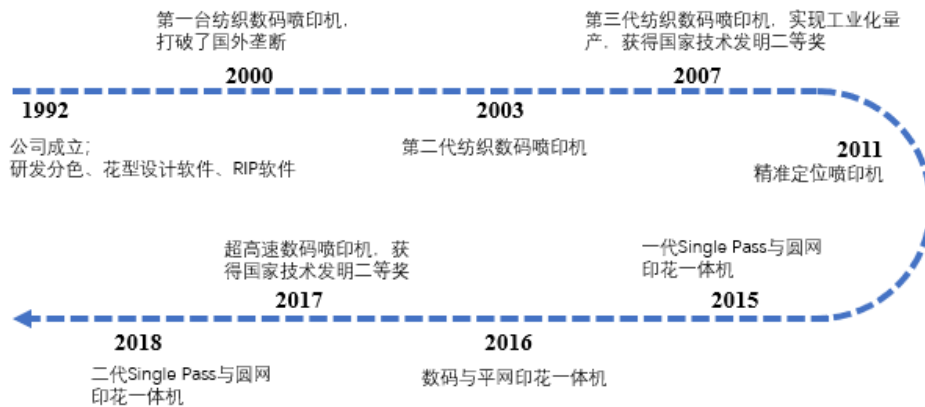
公司主要产品	简介
数码直喷印花机	该款设备采用扫描式喷印，装载高精度工业级喷头，拥有可变墨点功能，最高喷印速度达 1000 平方米/小时以上，典型喷印精度 1200dpi，适用于棉、麻、丝绸等面料。
数码喷印设备	超高速工业 Single Pass 机是超高速工业喷印机的主要机型之一，该款设备集成了数码印花功能和印后烘干处理功能，装载高精度工业级喷头，拥有可变墨点功能，并可根据不同的客户需求调整印后处理单元的功能。
数码喷墨转移印花机	该款设备采用扫描式喷印，装载高精度工业级喷头，拥有可变墨点功能，最高喷印速度达 800 平方米/小时以上，典型喷印精度 1200dpi，主要用于转移印花，适用于化纤等面料。
墨水	活性墨水 活性墨水是纯棉、麻类、黏胶等最适宜、也是最常用的染料墨水之一，表现为色彩鲜艳，色牢度高等；印花着色的原理是活性墨水与纤维分子发生化学反应后并以共价键结合的一种墨水。
分散墨水	不含强水溶性基团，在染色过程中呈分散状态进行染色的一类非离子墨水。其颗粒细度要求在 1μm 左右。主要用于涤纶及其混纺织物的印染。也可用于醋酸纤维、锦纶、丙纶、氯纶、腈纶等合成纤维的印染。

资料来源：公司招股说明书，华西证券研究所

公司自 1992 年设立，2000 年成功研制了国内第一台数码喷射印花机，首次打破海外垄断，此后公司产品不断更迭，产品性能持续进步，并凭借高性价比优势，受到国内外市场的广泛认可，目前在业内处于“全球一流、国内领先”的竞争地位。根据 WTiN 发布的数据显示，2017 年和 2018 年，公司数码喷印设备生产的纺织品占全球数码印花产品总量的 12% 和 13%，仅次于 MS 和 EFI-Reggiani，位居世界前列。

根据中国纺织机械协会统计，2017年至2019年，公司均位列国内中高端纺织数码喷墨印花机销量第一，且市场占有率超过50%。

图2 公司主要产品演化过程

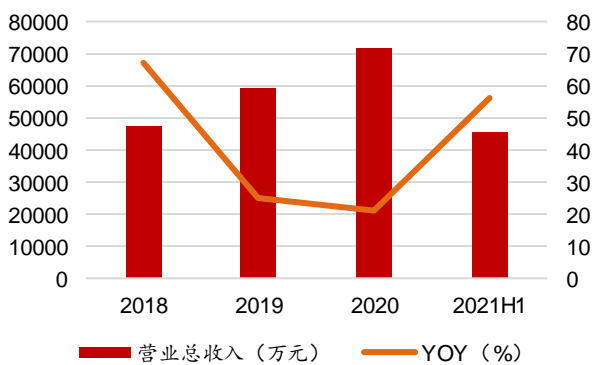


资料来源：公司招股说明书，华西证券研究所

## 1.2. 主营数码喷印设备，财务指标表现良好

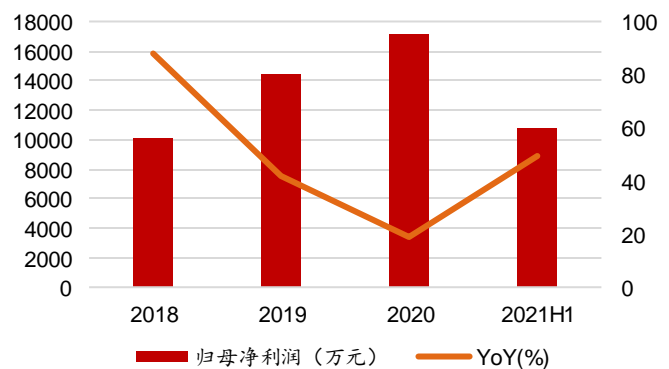
2018年以来，公司营收规模高增，净利润呈上升态势。受疫情影响，公司2020年业绩增速显著放缓。2020年公司实现营业收入和归母净利润分别达到7.16亿元和1.71亿元，分别同比增长了21.08%/18.85%。随着国内疫情情势缓解，公司经营情况逐渐恢复，下游消费者的消费需求得以释放，公司营收和业绩加速增长。2021年上半年，公司营业收入为4.56亿元，同比增长56.42%；归母净利润为1.08亿元，同比增长49.36%。

图3 2018年以来公司营收规模高增



资料来源：Wind，华西证券研究所

图4 公司归母净利润呈上升态势

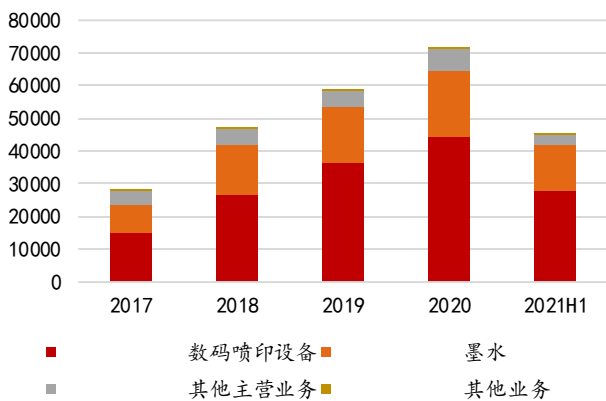


资料来源：Wind，华西证券研究所

公司推行“设备先行，耗材跟进”的经营模式，主营业务收入主要为数码喷印设备及相关耗材的收入。近年来，数码喷印设备和墨水业务在营收和毛利上都占据80%以上的比例，其中数码喷印设备业务在营收和毛利中的占比不断提高。

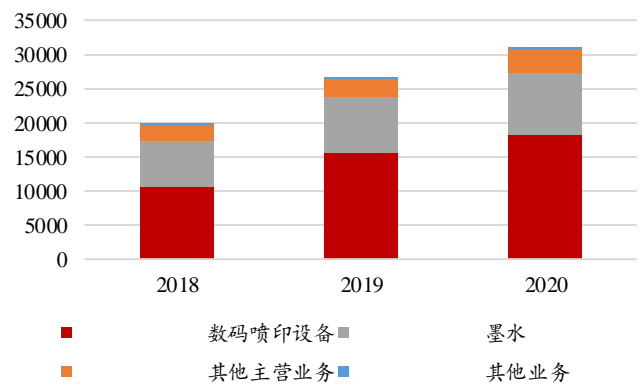


图 5 公司营收主要来自于数码喷印设备（万元）



资料来源：Wind，华西证券研究所

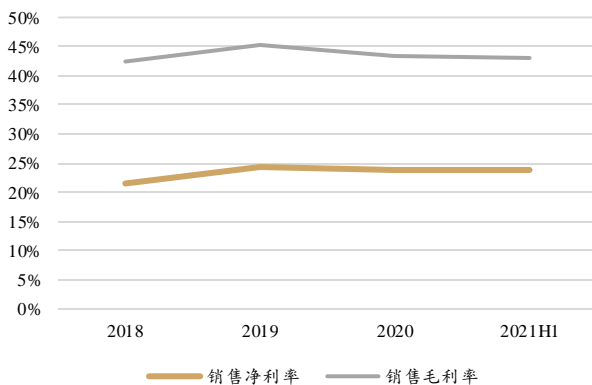
图 6 公司毛利主要来自于数码喷印设备（万元）



资料来源：Wind，华西证券研究所

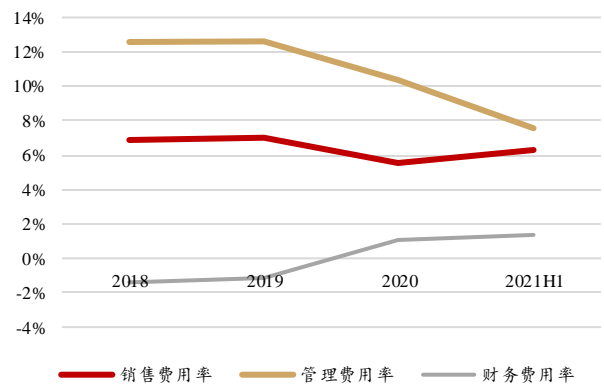
**盈利能力稳定，费用率管控良好。**2018-2020 年，公司毛利率和净利率相对保持稳定，分别在 45%和 23%左右波动。2020 年，受数码喷印设备和墨水毛利率下降的影响，公司毛利率同比下降 1.60 个百分点至 43.49%，净利率同比略降 0.45 个百分点至 23.90%。费用率方面，公司销售/管理/财务费用率管控良好。2020 年公司销售/管理费用率分别同比下降 1.74/2.21 个百分点，财务费用率同比增加 2.22 个百分点，2021 年上半年，公司管理费用率同比进一步降低 2.59 个百分点至 7.56%。

图 7 公司盈利能力近几年保持稳定



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 8 公司费用率管控良好



资料来源：Wind，华西证券研究所

**现金比率良好，经营质量优异。**2018-2020 年，公司净利润的现金比率分别为 110.66%、74.79%和 86.40%，处于较高水平，说明回款情况良好，盈利质量较高。2019 年和 2020 年公司的净利润现金比率较 2018 年有所降低，主要由当期海外销售应收款项及存货备货增加所致。

表 2 净利润现金比率较高，盈利质量较高

项目	2018	2019	2020
经营活动现金流量净额（万元）	11260.23	10768.52	14785.23
净利润（万元）	10175.29	14397.89	17111.89
净利润现金比率	110.66%	74.79%	86.40%

资料来源：公司招股说明书，华西证券研究所

公司经营稳健、偿债能力较强。2018-2020年：1) 公司流动比率分别为 3.37、3.99 和 3.46，速动比率分别为 2.53、3.10 和 2.81，均保持在较高水平，资产的流动性强，经营性现金流量充足。2) 公司在保持业务快速发展的同时，经营处于稳健状态，2018-2020 年资产负债率保持在较低水平，分别为 24.17%、21.18% 和 26.59%。3) 公司息税折旧摊销前利润分别为 1.31 亿元、1.82 亿元和 2.11 亿元，公司盈利能力较好，具有较强的利息支付能力。

表 3 公司经营稳健、偿债能力较强

财务指标	2018	2019	2020
流动比率(倍)	3.37	3.99	3.46
速动比率(倍)	2.53	3.10	2.81
资产负债率(合并)	24.17%	21.18%	26.59%
资产负债率	24.17%	21.17%	24.46%
息税折旧摊销前利润(万元)	13094.42	18191.80	21127.36

资料来源：公司招股说明书，华西证券研究所

### 1.3. 股权结构清晰，管理层履历丰富

股权结构清晰，金小团为实际控制人。金小团通过多个公司间接控制 34.46% 的股权，为公司实际控制人。除金小团控制的股份外，直接持股股东数量 7 名，持股比例最高股东持有公司 18.75% 的股份，股权结构较为合理。公司拥有两家全资子公司杭州宏华、诸暨宏华，一家控股子公司杭州赛洋数码科技有限公司和一家参股公司山东中康国创先进印染技术研究院有限公司。实际控制人金小团控制的企业为宁波维鑫、宝鑫数码和驰波公司，且都不与公司主营业务存在相同或相近的情形。

表 4 公司 IPO 前后股权结构对比

股东名称	发行前		发行后		
	股数(股)	比例	股数(股)	比例	
实际控制人 金小团	宁波维鑫	11896903.00	20.87%	11896903	15.65%
	驰波公司	9490000	16.65%	9490000	12.49%
	宝鑫数码	4804717	8.43%	4804717	6.32%
新湖智脑	14250000	25.00%	14250000	18.75%	
汉加发展	7960274	13.97%	7960274	10.47%	
舟山通华	2793000	4.90%	2793000	3.68%	
杭州乐互	2500000	4.39%	2500000	3.29%	
宁波穿越	1555106	2.73%	1555106	2.05%	
瑞洋立泰	1000000	1.75%	1000000	1.32%	
杭州荣利	750000	1.32%	750000	0.99%	
本次发行社会公众股份	-	-	19000000	25.00%	
合计	57000000	100.00%	76000000	100.00%	

资料来源：公司招股说明书，华西证券研究所

截至 2021 年上半年，公司的研发人员共 102 人，占公司员工总数的 26.63%，其中核心技术人员共 7 名，分别为金小团、林虹、葛晨文、顾荣庆、单晴川、许黎明和黄光伟。公司核心技术人员均为公司创始团队或工作多年的核心骨干，担任公司技术及研发项目的相关负责人，参与多项发明专利的研发过程，推动公司快速发展。

表 5 公司部分高管介绍

管理层和技术团队	职务	简介
金小团	董事长、总经理	技术出身，高级工程师。在杭州宏华数码科技股份有限公司所属行业拥有丰富的技术管理和经营管理经验。主持完成了 1 个国家 863 计划项目和 1 个国家科技支撑计划项目的研发与应用工作。2003 年，获桑麻纺织基金二等奖；2004 年获中央企业劳动模范称号；2006 年，获中国纺织工业协会科学技术进步一等奖；2007 年，获国家技术发明二等奖。



郑靖	董事、副总经理	1995年和2002年分别获得杭州商学院理学学士学位和浙江大学工商管理硕士学位。2007年11月起任杭州宏华数码科技股份有限公司董事会秘书；2010年12月起任杭州宏华数码科技股份有限公司董事。
胡晓列	董事、副总经理	2016年10月起任宏华数码董事，副总经理，制造管理部经理，现兼任宝鑫数码监事，宁波维鑫执行事务合伙人委派代表。
葛晨文	监事会主席	本科学历。1999年7月至2001年10月曾任宏华电脑研发中心项目主管；2001年11月至2016年9月历任宏华数码研发中心项目主管，副总工程师；2016年10月起任宏华数码监事会主席，研发中心副总工程师。
李志娟	财务总监	1989年浙江广播电视大学企业经营管理专业毕业。2010年12月起任杭州宏华数码科技股份有限公司财务总监。
何增良	董事会秘书、副总经理	本科学历。2016年10月至2019年8月历任宏华数码总经理助理，监事，证券事务代表；2019年9月起任宏华数码副总经理，董事会秘书。

资料来源：Wind，华西证券研究所

## 2. 消费趋势演进之下，数码喷印行业大有可为

### 2.1. 符合消费趋势，行业发展势头持续向好

数码喷墨印花作为一种新型印花方式，契合了当前个性化、时尚化和快速变化的消费趋势，并适应从传统商业模式向“小批量、个性化、快速反应”的新型商业模式的转变，是印染行业科技、时尚、绿色的重要体现，成为近年来印染行业增长速度最快的一个领域。

目前印染行业处于产业转型和技术升级的关键时期，数码喷墨印花作为一种新型的印花工艺技术，摆脱了纺织品网印工艺制版、调浆、废浆处理等生产过程。

表6 数码喷墨印花与圆/平网印花对比

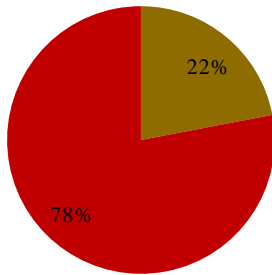
数码喷墨印花	圆/平网印花
任意图案，无需考虑图案类型和套色数	图案设计需考虑花回大小和套色数
无需制版，直接印刷图案	需经过制版、制网、调浆后才能上机印制图案
柔性生产，快速反应	灵活性有限，难以快速反应
印花精度高	印花精度一般
色浆，无废浆	用水较多，废浆多
渗透性稍差	渗透性较好
生产成本较高	生产成本较低

资料来源：《中国纺织品数码喷墨印刷发展报告》，华西证券研究所



比约 13%、涂料墨水占比约 10%、分散直喷墨水占比约 6%。直喷墨水使用以活性墨水为主。

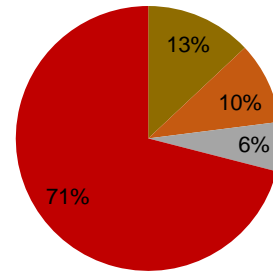
图 11 2018 年国内数码转移印花墨水消耗量占 78%



■直喷印花 ■转移印花

资料来源：中国纺织品数码喷墨印花发展报告，华西证券研究所

图 12 2018 年国内各类数码直喷墨水市场份额分布



■酸性 ■涂料 ■分散直喷 ■活性

资料来源：中国纺织品数码喷墨印花发展报告，华西证券研究所

全球印花面料市场主要分布在北美、欧洲、亚太地区及拉丁美洲，市场规模约 550 亿米。2014-2018 年，全球印花面料产量呈逐年增加态势，2019 年产量小幅下降。2020 年，受新冠疫情影响，产量预计下滑至 460 亿米左右，同比下降近 20%。

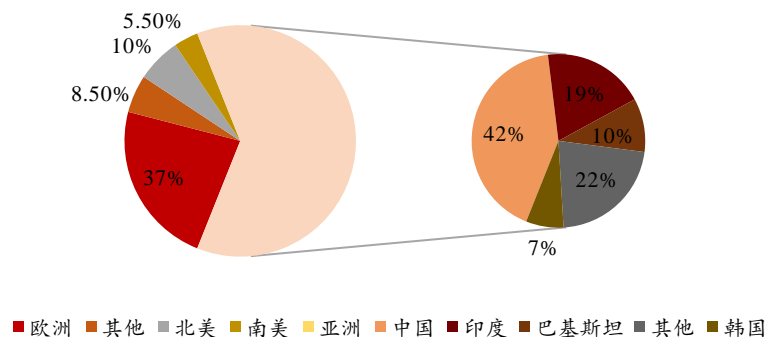
表 7 全球印花面料产量情况（亿米）

项目	2014	2015	2016	2017	2018	2019
全球印花面料总产量	548	552	559	563	570	565
直接印花产量	435	395	379	348	340	322
转移印花产量	101	139	154	184	192	200

资料来源：世界纺织品信息网（WTIN），华西证券研究所

按地区来看，当前，全球前 5 大纺织品数码喷墨印花市场分别是中国、意大利、美国、土耳其和印度。根据 WTIN 统计，2018 年亚洲地区纺织品数码喷墨印花产量占全球总量的 39%，其中中国、印度、巴基斯坦的产量位列前三位，亚洲已经超过欧洲成为数码喷墨印花最大生产地，而中国作为数码喷墨印花市场的领头羊，市场潜力巨大。

图 13 2018 年全球和亚洲纺织数码印花市场分布



■欧洲 ■其他 ■北美 ■南美 ■亚洲 ■中国 ■印度 ■巴基斯坦 ■其他 ■韩国

资料来源：公司招股说明书，华西证券研究所

按市场地位来看，全球数码喷印行业正处于快速发展的阶段，意大利、美国和日本等地区发展较快技术成熟、市场稳定，占全球市场主导地位，其中 MS、EFI-

Reggiani、宏华数科、Mimaki、Konica Minolta、Epson 等占据了全球数码印花设备应用市场的半壁江山。

我国在全球纺织品印染加工中占据重要地位，印花面料产量约占全球的 30%左右。2014-2019 年，我国印花面料产量维持在 160 亿米左右。2020 年，受疫情影响，中国印花面料产量约 150-160 亿米，同比小幅下降。

表 8 中国印花面料产量情况 (亿米)

项目	2014	2015	2016	2017	2018	2019
中国印花面料总产量	169	145	163	157	160	170
直喷印花产量	133	104	111	100	108	116
转移印花产量	33	37	45	47	38	35

资料来源：中国印染相关协会和其他协会，华西证券研究所

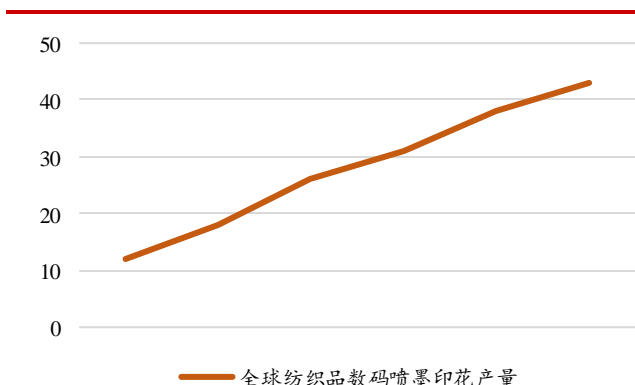
数码喷墨印花技术在印染行业的应用不断增加，市场份额不断扩大。近年来，随着数码喷墨印花在设备、墨水成本上的快速下降，打印精度和速度的大幅提升，以及数码喷墨印花技术以其不需制版、花回长、起印批量小、绿色环保等特点适应了当前纺织品市场“个性化、快速反应”的发展需求。数码喷墨印花技术在印染行业的应用不断增加，根据《全球纺织品数码喷墨印花发展现状及趋势深度解析》2020 年报告显示，全球纺织品数码喷墨印花产量从 2014 年的 12 亿米增加到了 2019 年的 43 亿米，平均增速达到 29%，对传统印花工艺的替代率从 2.2%提高到了 7.8%。

表 9 数码转印成本不断下降

加工方式	2017	2018	2019	2020
1.直喷数码印花综合成本 (元/米)	8~10	7~9	68.00	57.00
其中：墨水平均成本 (元/米)	2.8	2.4	2.0	1.5
2.数码转印综合成本 (元/米)	5	4	2.5~3	2
其中：墨水平均成本 (元/米)	1.0	0.8	0.6	0.5
3.传统凹版印刷平均成本 (元/米)	1.2~1.5	1.2~1.5	1.2~1.6	1.2~1.6

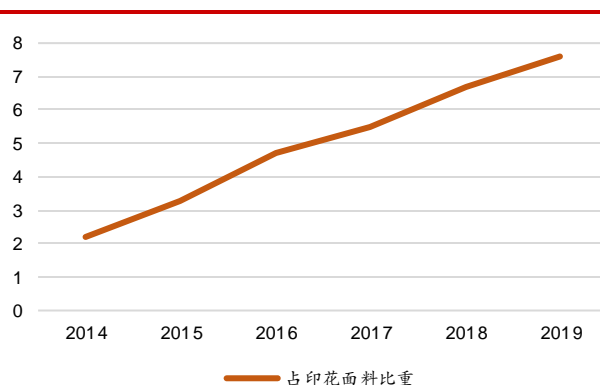
资料来源：前瞻产业研究院，华西证券研究所

图 17 全球纺织品数码喷墨印花产量 (亿米)



资料来源：《全球纺织品数码喷墨印花发展现状及趋势深度解析》，华西证券研究所

图 18 全球纺织品数码喷墨印花产量占比 (%)



资料来源：《全球纺织品数码喷墨印花发展现状及趋势深度解析》，华西证券研究所

欧洲数码喷墨市占率领先，其他地区增长潜力巨大。欧洲的数码喷墨印花占比在 2018 年达到 25%以上。东南亚和南亚地区数码喷墨印花占比均约为 3%-4%，其

中巴基斯坦表现突出，数码喷墨印花占比达 10%-12%。以中国、韩国和日本为代表的东亚地区，数码喷墨印花产量占比约为 8%-10%，其中以中国和日本为主，均约占 10-11%。中国乃至东亚地区在数码喷印行业上与欧洲国家存在差距，市场有较大的开拓空间。

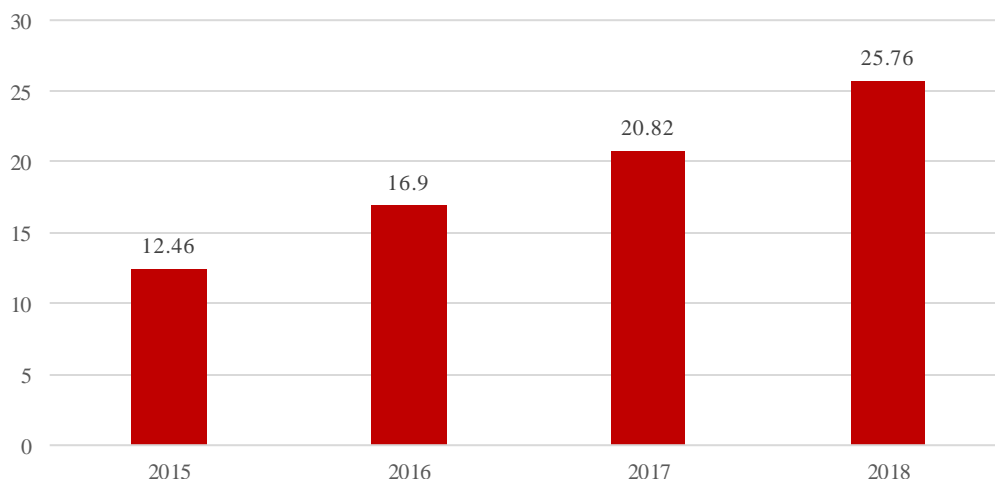
表 10 全球主要印花产地的数码喷墨印花占比情况 (%)

欧洲	南亚			东南亚				南美	东亚		
	印度	巴基斯坦	孟加拉	印尼	越南	马来西亚	泰国		中国	韩国	日本
25~26	2.5~3	10~12	1~1.5	1.5~2	7~8	2~2.5	3.5~4	3.5~4	10~11	8~9	10~11
		3~4				3~4				8~10	

资料来源：《全球纺织品数码喷墨印花发展现状及趋势深度解析》，华西证券研究所

喷印技术成熟，替代传统印染的转型进程不断推进，发展势头良好。本世纪以来，以 MS、EFI-Reggiani、宏华数科为代表的数码喷印企业，不断对数码喷印设备进行技术升级，提高喷印速度和喷印质量，随着技术的成熟，设备与墨水成本得到大幅度降低，数码喷印已经基本替代传统印染方式来进行大规模工业化生产，其他地区的替代转型进程也在不断推进过程中，整体呈现增长态势。根据 WTIN 数据，2018 年发布的全球数码喷印纺织品市场分析报告，全球纺织数码喷印产品产量从 2015 年的 12.46 亿平方米增加到了 2018 年的 25.76 亿平方米，平均增速达 28%，发展形势持续向好。

图 14 2015-2018 年全球纺织数码印花品产量 (亿平方米)



资料来源：世界纺织品信息网 (WTIN)，华西证券研究所

## 2.2. 设备和墨水协同发展，我国数喷行业成长迅速

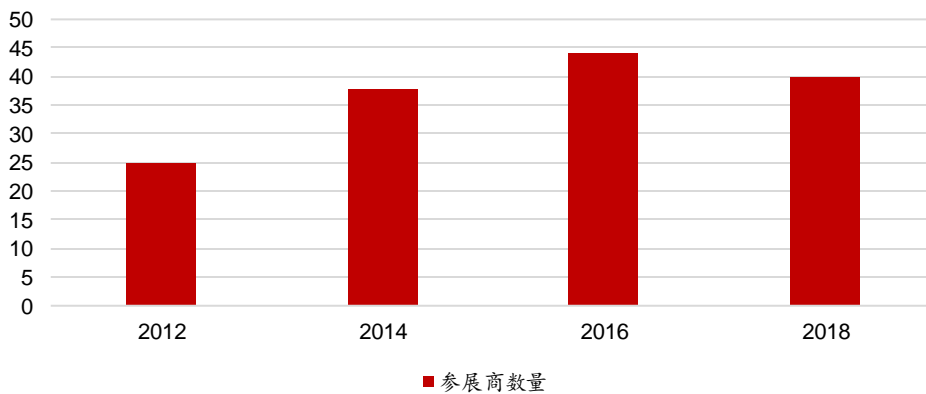
数码印花技术发展经历了技术探索、打样定制、小批量生产和大批量生产 4 个阶段。近 10 年来，数码印花技术不断发展，平均 2 至 3 年就能推出新的设备，在速度、精度、稳定性等方面均有不同程度的提高。我国数码喷墨印花设备的发展主要呈现以下特点：

(1) 随着中国数码喷墨印花的发展，纺织数码喷墨印花设备制造企业逐年增多。中国国际纺织机械展览会暨 ITMA 亚洲展览会是国际上影响力比较大的纺织机械展览会，每 2 年举办一次。数码印花设备参展商数量由 2012 年的 25 家增加到 2016 年的



44 家，增加了 43%，2018 年为 40 家，略有下降。目前国内参展商数量多于国外参展商。

图 15 2012-2018 连续四届 ITMA 数码喷墨印花设备参展商数量（家）



资料来源：《中国纺织品数码喷墨印花发展报告》，《染整技术》，华西证券研究所

**(2) 喷头需求量大且供应商集中。**近几年，喷头的高精、高频、千级孔数、可变速、内循环及多喷头拼接技术的发展，带动了数码喷墨印花设备向速度更快、精度更高和稳定性更好的方向发展。中国对喷头的需求量较大，仅纺织品数码喷墨印花领域，每年对喷头的需求量有 6-7 万个，基本上从国外几家主要品牌商进口。

**(3) 设备喷印速度不断提高。**设备商通过喷头的选择、组合和排列，使得数码喷墨印花机的喷印速度不断提高，由每小时几、几十平方米发展到几百、几千平方米。速度提高的同时对机电控制、喷头工作状态、墨水质量、高速数据处理等供应体系的要求也逐渐增高。single pass 是目前数码印花机最快的一类设备，同扫描式数码喷墨印花机相比，single pass 印花设备的喷头固定排列，喷印时喷头不动，织物在喷头下进行传送，实现高速印花，最高理论速度可达 90m/min，实际生产速度根据花型调整，一般在 20-50 m/min，超过平网印花机的速度。

表 11 喷印技术从扫描机向 Single Pass 技术发展

机型	特点
Single Pass 机	扫描机采用的喷印技术通过步进式送料方式将目标喷印区域传送至喷头区域并稳定停止，喷印系统在导带的传动作用下在承印物表面从左向右扫描式移动，完成图案的初次喷印，再从右向左移动，完成图案的二次喷印。
扫描机	Single Pass 技术下，喷印系统固定在喷印设备的横梁上，传送装置采用连续式送料方式将承印物匀速连续传送过喷印区域，喷印系统即完成了目标图案的喷印过程。

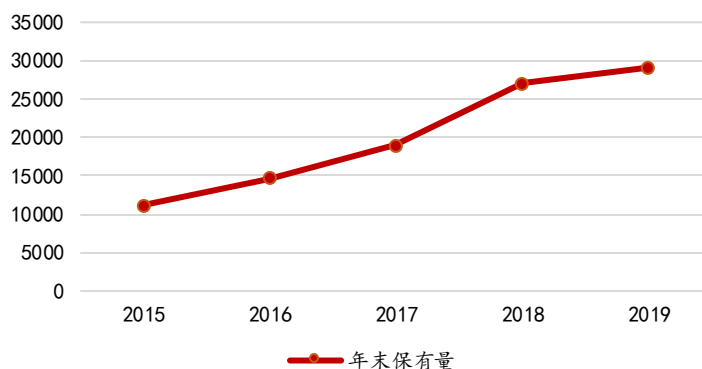
资料来源：公司招股说明书，华西证券研究所

**(4) 中国设备创新能力不断加强。**随着市场的不断发展，消费需求更加趋于多样化和个性化，设备商开始探索数码喷墨印花技术在细分领域的应用。平/圆网+数码喷墨印花和双面喷墨印花技术的创新发展是中国对数码喷墨印花领域的新贡献。平/圆网+数码印花方案很好地整合了平/圆网印花机印制的颜色饱和度、深度和数码喷墨印花的细腻层次、丰富色彩 2 种技术优势，可一机三用，既能发挥平/圆网印花的速度，又能体现数码喷墨印花的精度，使高效率地生产高品质、低成本的产品成为了可能。双面数码喷墨印花技术可生产出双面同花同色（或异色）的印花面料，使印花产品更加个性化和多样化，同时也有助于数码喷墨印花产品“翻丝”问题的解决。

根据中国印染行业协会调研统计，2011-2019 年，中国数码喷墨印花行业呈现快速发展的态势，设备保有量由 700 台增加至 2.91 万台，其中数码转印机约 2.6 万台，数码直接喷墨印花机约 3100 台，并且国产数码印花设备占比已超过 80%，基本实现了进口替代。



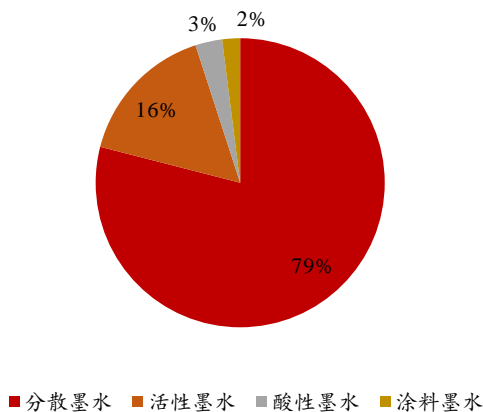
图 16 2015-2019 年中国数码喷墨印花设备市场保有量情况 (台)



资料来源:《中国纺织品数码喷墨印花发展报告》, 华西证券研究所

随着越来越多的数码印花机的投入使用, 数码印花墨水需求量也不断的提高。2018 年, 数码印花墨水消耗量约 19200t, 分散墨水约占 79%、活性墨水约占 16%、酸性墨水约占 3%、涂料墨水约占 2%。

图 17 2018 年国内数码印花墨水市场份额占比



资料来源:《中国纺织品数码喷墨印花发展报告》, 华西证券研究所

国内来看, 2018 年我国活性墨水消耗量约 3000t, 进口比例 10%; 酸性墨水消耗量约 550t, 进口比例 9%; 分散墨水消耗量约为 15250t, 以国产墨水为主, 其中热升华墨水 15000t, 分散直喷墨水 250t; 涂料墨水年消耗量约 400t, 进口比例 13%。总体来看, 我国墨水进口比例较低, 目前以自产为主, 且热升华墨水为我国喷墨印花的主要使用墨水。

表 12 2018 年数码印花墨水消耗量情况

墨水种类	热升华墨水	分散直喷墨水	活性墨水	酸性墨水	涂料墨水	总计
消耗量 (t)	15000	250	3000	550	400	19200
市场占比 (%)	78	1	16	3	2	100

资料来源:《中国纺织品数码喷墨印花发展报告》, 华西证券研究所

从国际上看, 2014-2019 年, 全球数码喷墨印花墨水的消耗量不断增加, 2019 年达到了 5.75 万吨, 其中活性墨水占比约 20%, 分散墨水占比约 60%, 酸性、涂料等其他墨水占比约 20%, 以分散墨水为主。数码喷墨印花墨水消耗量的不断增长反

映了数码喷墨印花技术的发展势头和前景不断向好。预计到 2025 年，全球数码喷墨印花墨水的消耗量将达到 16 万吨。

当前，中国数码喷墨印花墨水消耗量占全球的 37%左右，属于墨水消耗大国。墨水消耗量中，分散墨水占比近 80%，这与数码转移印花占印花总量比例较高直接相关；活性墨水占比约 15%，其他墨水占比约 5%。2014-2019 年，分散墨水的消耗量由 3600 吨增加到 17000 吨，年均增长 36.4%；活性墨水消耗量由 1040 吨增长到 3300 吨，年均增长 25%。

受下游市场的拉动，2020 年，中国数码喷墨印花墨水的消耗量实现了小幅度的增加，达到了 22000 吨左右。未来 5 年，对数码喷墨印花墨水的需求量将进一步增加，预计到 2025 年，中国数码喷墨印花墨水的年消耗量将达到 4.9 万吨左右。“十四五”时期，数码喷墨印花仍将保持稳步增长态势，到 2025 年，预计全球数码喷墨印花产量将达 150 亿米，占印花总量比例约 27%。中国数码喷墨印花产量达 47 亿米左右，约占国内印花总量的 29%，约占全球数码喷墨印花总量的 31%。

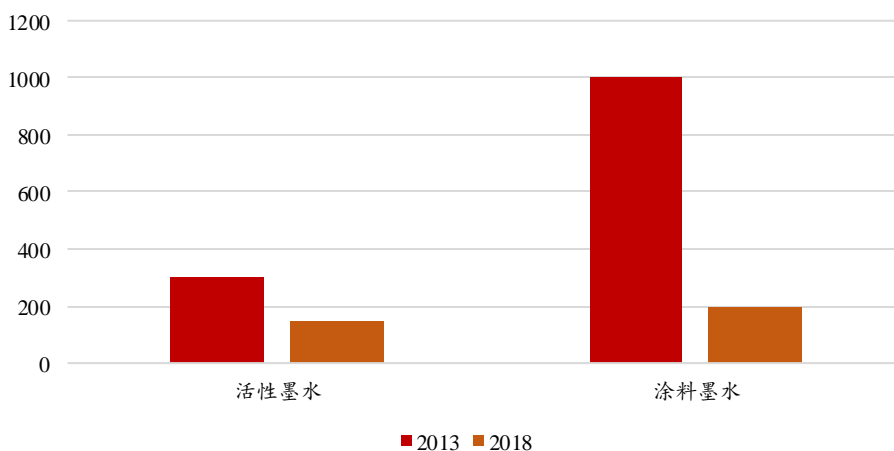
表 13 2014-2019 年全球和中国数码喷墨印花墨水消耗情况 (吨, %)

项目	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2025E
中国墨水消耗量	5140	8300	10250	14200	19200	21600	49000
活性墨水	1040	1400	1600	2200	3000	3300	18500
占比	20.23	16.87	15.61	15.49	15.63	15.46	37.76
分散墨水	3600	6300	8000	11200	15250	17000	27500
占比	70.04	75.9	78.05	78.87	79.63	79.63	56.12
其他墨水	500	600	650	800	950	1050	3000
占比	9.73	7.23	6.34	5.63	4.96	4.92	6.12

资料来源：《全球纺织品数码喷墨印花发展现状及趋势深度解析》，华西证券研究所

近年来，中国数码喷墨印花墨水取得明显的技术进步，从过去完全依赖进口转变为自主研发为主的模式。截至 2018 年底，进口墨水的比例已下降至 10%左右。随着数码喷墨印花研发技术不断发展和墨水供应商的持续增加，墨水的价格逐年下降，2011 年以来，数码喷墨印花墨水的整体价格下降了 90%左右。墨水较高的性价比又推动了整个数码喷墨印花市场的发展。与此同时，国家陆续出台的数码印花墨水行业标准，规范了其发展，对数码印花墨水长期技术水平的提升和工业化应用也起到促进作用。

图 18 部分墨水价格变化 (元/kg)



资料来源：《中国纺织品数码喷墨印花发展报告》，《染整技术》，华西证券研究所

### 2.3. 我国印染行业基础大，数码喷印比例快速提升

近年来，印染行业被列入国家重点技术改造、创新驱动和环保节能的行业之一，在政策上鼓励企业进行技术开发和科技攻关，促使我国印染行业在质量、品种、效益等方面得到提升、改善。《环保法》实施后，我国印染行业在环保压力提升的背景下，区域集中度明显提升，印染产能逐步向浙江、江苏、广东、福建和山东等东部沿海五省集中。2018年，上述五省印染布产量合计占全国印染布总产量的95.70%，印花布产量合计占全国印花布总产量的96.70%。

表 14 主要生产省份印染布和印花布产量占比

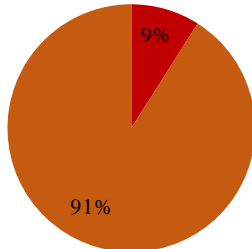
序号	地区	印染布占比	印花布占比
1	浙江省	58.90%	57.70%
2	山东省	5.60%	13.30%
3	广东省	11.50%	6.00%
4	福建省	7.00%	2.80%
5	山东省	5.60%	13.30%
	合计	95.70%	96.70%

资料来源：《中国纺织品数码喷墨印刷发展报告》，华西证券研究所

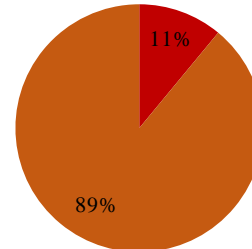
根据中国印染行业协会调研统计，2018年，中国印染布产量约1000亿米，其中印花布产量约160亿米，数码喷墨印花产量约15亿米，占印花布总量的9%，2019年，中国数码喷墨印花产量约19亿米，占印花布总量的11%。我国数码喷墨印花产业还有很大的发展空间。

图 19 2018 年数码喷墨印花产量占总产量比例

图 20 2019 年数码喷墨印花产量占总产量比例



■ 喷墨印花 ■ 其他



■ 喷墨印花 ■ 其他

资料来源：《中国纺织品数码喷墨印花发展报告》，华西证券研究所

资料来源：《中国纺织品数码喷墨印花发展报告》，华西证券研究所

数码喷墨印花技术在国内印染行业得到广泛关注和快速发展。2014-2019年，数码喷墨印花占比从1.8%增至11.2%，其中数码直喷产品占印花总量的比重从0.5%增长到2.1%；数码转印产品占印花总量的比重从1.3%增长到9.1%。2020年在疫情的影响和市场的拉动下，数码喷墨印花较快适应市场变化，满足新的消费需求，市场应用面进一步扩大。

我国印染行业产业结构不断调整，技术不断进步，终端消费方式升级，数码喷墨印花的应用范围不断扩大，市场份额也迅速打开，从原先的以小批量多批次为主发展到工业化大批量生产，取代传统印花方式成为印染主流技术的趋势日渐凸显。中国印染行业协会发布的报告显示，预计到2025年全球数码喷墨印花产量将达150亿米，占印花总量比例约27%；中国数码喷墨印花产量达47亿米左右，约占国内印花总量

的 29%，数码印花工艺替代率的提升将带动公司数码喷印设备与配套墨水产品的持续快速增长。

表 15 数码喷墨印花产量情况（亿米，%）

项目	2014	2015	2016	2017	2018	2019
中国数码喷墨印花产量	3	4	7	10	14	19
占印花面料比例	1.8	2.8	4.3	6.4	8.8	11.2
直喷	产量	0.8	1.1	1.6	2	3.6
	占数码印花产品比例	26.7	27.5	22.9	20	18.9
	占印花面料总量比例	0.5	0.8	1	1.3	1.6
转印	产量	2.2	2.9	5.4	8	15.4
	占数码印花产品比例	73.3	72.5	77.1	80	81.1
	占印花面料总量比例	1.3	2	3.3	5.1	7.2

资料来源：《全球纺织品数码喷墨印花发展现状及趋势深度解析》，华西证券研究所

### 3. 掌握核心竞争力，海外市场稳扎稳打

#### 3.1. 公司在业内核心竞争优势突出，市场份额领先

公司是国内首家将数码喷印技术应用于工业化生产的企业，拥有行业领先的研发能力和技术，产品与国际水平持平，经营状况良好，市场地位较高，在业内具有核心竞争优势。

经营情况良好，与同业相比盈利能力较强。公司的国际竞争对手主要为 MS、Reggiani 和 Fratelli Robustelli，分别隶属于 DOVER 集团、EFI 公司和 Epson。国内的可比公司主要为汉弘集团、希望高科、杭州开源电脑技术有限公司。与这些公司相比，本公司的毛利率水平处于较高水平，盈利能力较强。

表 16 2019-2020 年度，公司与同行业可比公司的经营情况

项目	DOVER	Mimaki	Epson	HP	汉弘集团	宏华数码
<b>2020 年度</b>						
营业收入	66.84 亿美元	-	96.10 亿美元	566.39 亿美元	-	7.16 亿元
纺织数码印花设备收入	-	-	-	-	-	4.45 亿元
纺织数码印花设备毛利率	-	-	-	-	-	41.13%
毛利率	37.02%	-	34.69%	18.43%	-	43.49%
<b>2019 年度</b>						
营业收入	71.36 亿美元	554.48 亿日元	98.28 亿美元	587.56 亿美元	8.81 亿元	5.91 亿元
纺织数码印花设备收入	-	-	-	-	1.14 亿元	3.61 亿元
纺织数码印花设备毛利率	-	-	-	-	43.67%	43.33%
毛利率	36.73%	46.94%	37.87%	19.01%	48.13%	45.28%

资料来源：公司招股说明书，华西证券研究所

市场地位较高。根据中国纺织机械协会统计，2017 年至 2019 年，公司均位列国内中高端纺织数码喷墨印花机销量第一，且市场占有率超过 50%。另根据 WTiN 发布的统计数据，2017-2018 年，公司在全球数码印花产品市场的占有率达到 12% 以上且处于增长状态，市场份额占比较大，市场地位较高。

表 17 与同业相比市场地位较高

项目	年度	MS	EFI-Reggiani	Mimaki	Konica Minoka	Epson	宏华数码
印花产品在全球数码印花产品市场占有率	2018年	19%	17%	6%	5%	3%	13%
	2017年	21%	13%	3%	6%	5%	12%

资料来源：公司招股说明书，华西证券研究所

**技术实力强，产品拥有核心竞争力。**公司是国际少数几家实现圆网与 Single Pass 同步套印技术的生产商，精度相对误差可达到 0.1mm 以下，产品竞争优势明显。

2015 年，公司与国际厂商同步推出了 32 个工业级喷头的高速喷印设备，且喷头的扫描速度最快可达 2.2m/s。除此之外，公司自主开发的 RIP 软件和 AT Soft proof 色彩管理系统支持 4-12 色的颜色配置，更多的颜色通道数量使得数码喷印图案的色域更广、更细腻精致。同等扫描模式，在喷头品质、喷头个数、基本精度相当的情况下，公司当前主推机型与国际知名设备商同类产品性能相当。

表 18 主推机型与国际知名设备商同类产品性能相当

关键性能参数	宏华数码	MS	EFI-Reggiani
机型	VEGA3000DT	JPK	POWER
最多装载头数量(个)	32/48	32	32
颜色通道(色)	8/12	8	8
喷头打印精度(dpi)	600	600	600
同等模式下速度(m <sup>2</sup> /h)	1060	990	1020

资料来源：公司招股说明书，华西证券研究所

公司研发的 Single Pass 机可以达到传统网印设备的印花速度，并且规避了扫描机纬向多程打印会出现的多层图像、错位印刷的问题，印花质量与 EFI-Reggiani、MS 在市场上推出的同类机型性能相当。

表 19 Single Pass 机与 EFI-Reggiani、MS 推出的同类机型性能相当

关键性能参数	宏华数码	MS	EFI-Reggiani	汉弘集团
机型	VEGAONE-DR 1800	LaRIO 1800	BOLT	Glory 1800P
最多装载头数量(个)	128/384	-	-	60-120
颜色通道(色)	4/12	12	8	4-8
喷头打印精度(dpi)	1200	600	600	600
最高速度(m/min)	75	75	90	75

资料来源：公司招股说明书，华西证券研究所

公司承担或参与了多项国家重大科研项目，主导或参与了多项行业标准的制定，依托“纺织品数码喷印系统及其应用”、“超高速数码喷印设备关键技术研发及应用”项目，公司核心技术人员分别于 2007 年和 2017 年两次获得国务院颁发的国家技术发明二等奖，其中“纺织品数码喷印系统及其应用”作为先进制造领域代表入选科技部“中国科技 60 年—辉煌成就”展。目前公司已取得 125 项专利，34 项软件著作权，核心技术产品贡献的收入占营业收入的 90% 以上。

表 20 核心技术产品贡献超 90% 营业收入

项目	2020	2019	2018
核心技术产品(万元)	65650.79	54492.10	42788.12
营业收入(万元)	71587.07	59123.38	47275.97
核心技术产品占营业收入的比例	91.71%	92.17%	90.51%

资料来源：公司招股说明书，华西证券研究所

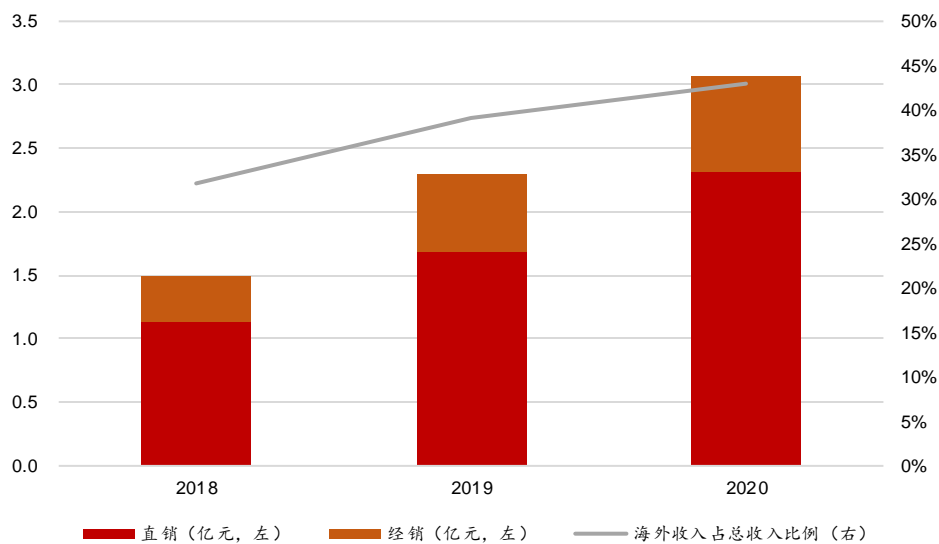


### 3.2. 海外市场稳步推进，营销体系愈发完善

**积极拓展海外业务，营收占比不断提高。**目前公司产品主要分布在意大利、巴基斯坦、印度等国际主要数码印花市场。2018-2020年，公司外销收入分别为1.49亿元、2.30亿元和3.06亿元，营收占比分别为31.77%、39.17%和42.99%。2021年上半年公司实现海外收入1.77亿元，同比增长23.86%，公司数码喷印设备与墨水在海外市场的竞争力进一步增强。

**营销体系逐渐完善。**2020年，公司海外直销收入2.32亿元，经销收入0.75亿元，以直销模式为主。为进一步促进海外市场的更快发展，公司就海外市场的经销商进行了重新梳理，引进更有市场资源、更加匹配公司产品销售策略的海外经销机构；同时公司也试点将部分国家的经销商转变为本地化服务商，由本地化服务商负责完成墨水等耗材的配送与设备安装服务工作，而海外客户的订货则直接由公司完成，有利于公司进一步把控海外市场资源和客户动向。

图 21 公司海外营收态势向好

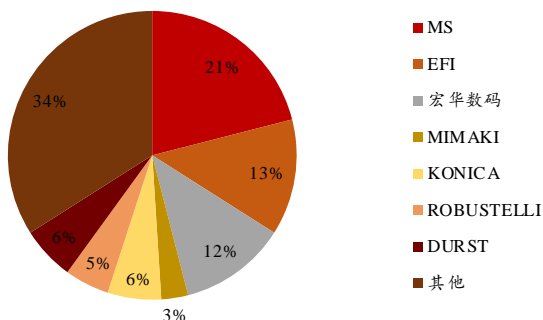


资料来源：公司招股说明书，华西证券研究所

**市场占有率位居全球前列，品牌效应优势巨大。**根据 WTiN 发布的数据显示，2017年和2018年，宏华数科数码喷印设备生产的纺织品占全球数码印花产品总量的12%和13%，仅次于 MS 和 EFI-Reggiani，位居世界前列。

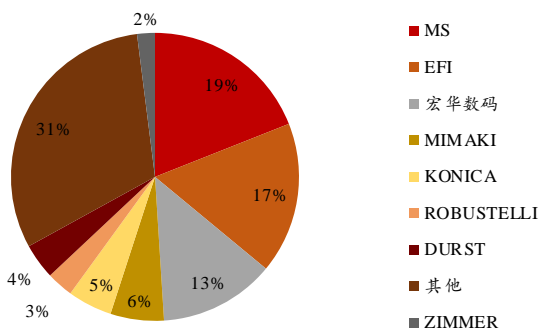


图 22 2017 年全球数码印花产品总量分布 (%)



资料来源：公司招股说明书，华西证券研究所

图 23 2018 年全球数码印花产品总量分布 (%)



资料来源：公司招股说明书，华西证券研究所

### 3.3. 募投项目扩大产能，打开未来增长新空间

公司 IPO 募集资金，通过年产 2000 套工业数码喷印设备与耗材智能化工厂建设项目的建设，扩大公司现有生产规模以满足持续增长的市场需求，为公司带来稳定与充足的产能及利润新增长点；通过工业数码喷印技术研发中心的建设，加强技术创新，以技术创新促进产品升级迭代，探索产品在其他领域的应用场景，进而推动业务扩张，提升公司市场地位。

表 21 公司募投计划

项目名称	投资金额 (万元)	用途	建设期
年产 2000 套工业数码喷印设备与耗材智能化工厂建设	50500	用于打造数字化智能化数码印花设备生产基地和数码印花耗材生产基地	24 个月
工业数码喷印技术研发中心建设	6170	利用并改造现有建筑约 7000 平方米，建成工业数码喷印技术研发中心	24 个月
补充流动资金	35000	补充流动资金	

资料来源：招股说明书，华西证券研究所

#### (一) 年产 2000 套工业数码喷印设备与耗材智能化工厂建设项目

目前数码喷印市场处于飞速发展和变化阶段，数码印刷技术和速度不断被突破。相关耗材和设备的价格处于下降态势，数码喷印市场逐渐向低成本、标准化的方向过渡。

为迎合该发展方向，提升公司设备及墨水自产比例、降低出货价格，公司计划打造数字化智能化数码印花设备生产基地和数码印花耗材生产基地，募投项目的主要产品为 2000 台高速纸转印数码印花设备、高速导带式数码印花设备和 5000 吨数码印花墨水。项目建成后，预计公司的自产能力将进一步增加，能够实现批量化成产，相应的所产设备和墨水的出厂价格也会降低，从而将带动公司产品的利润率的进一步增加，产品将更具竞争优势。

#### (二) 工业数码喷印技术研发中心建设项目

该项目计划筹集资金 6170 万元用于建造工业数码喷印技术研发中心，建造面积约为 7000 平方米，主要用来开展喷头应用技术、喷印软件系统开发测试实验、墨水基材应用开发和测试实验等科技研究和新兴技术项目。本项目建成后，公司创新能力和在数码印花行业领域的核心竞争力将进一步提高，公司行业地位将进一步得到巩固。

## 4. 盈利预测与投资建议

随着数码喷印渗透不断提升及数码喷印设备进口替代不断推进，预计公司数码喷印设备营收将迎来快速增长，并且带动墨水营收高速增长。预计 2021-2023 年公司数码喷印设备营收增长分别为 40%/35%/30%，墨水营收增长分别为 70%/50%/50%。

毛利率方面，随着公司规模逐渐增大，公司毛利率水平预计呈现稳步提升态势。假设 2021-2023 年数码喷印设备毛利率分别为 43%/44%/45%，墨水毛利率均为 47%。

表 22 业务拆分

	2020	2021E	2022E	2023E
<b>数码喷印设备</b>				
营业收入 (亿元)	4.45	6.23	8.41	10.93
YoY		40%	35%	30%
成本 (亿元)	2.62	3.55	4.71	6.01
毛利 (亿元)	1.83	2.68	3.70	4.92
毛利率	43.49%	43%	44%	45%
<b>墨水</b>				
营业收入 (亿元)	1.99	3.38	5.07	7.61
YoY		70%	50%	50%
成本 (亿元)	1.08	1.79	2.69	4.03
毛利 (亿元)	0.91	1.59	2.39	3.58
毛利率	45.76%	47%	47%	47%
<b>营业总收入</b>				
营业收入 (亿元)	7.16	9.61	13.49	18.55
YoY		34.26%	40.28%	37.53%
成本 (亿元)	17.26	5.34	7.40	10.05
毛利 (亿元)	3.11	4.27	6.09	8.50
毛利率	43.49%	44.41%	45.13%	45.82%

资料来源：招股说明书，华西证券研究所

根据我们收入拆分，我们预计 2021-2023 年收入分别为 9.61 亿元、13.49 亿元和 18.55 亿元，同比增速分别为 34.3%、40.3%和 37.5%；实现归母净利润分别为 2.41 亿元、3.58 亿元和 5.09 亿元，同比增速分别为 40.7%、48.5%、42.3%，对应 EPS 分别为 3.17 元、4.71 元和 6.70 元。首次覆盖，暂不评级。

## 5. 风险提示

1) **下游行业波动风险**：公司下游为纺织印花市场，受到纺织品市场波动的影响较为明显，如果下游受到疫情等因素影响过大，则会影响公司产品销售。

2) **公司产品研发及市场推广不及预期的风险**：公司产品仍处于较快更新过程中，如果后续公司新产品研发和市场推广不及预期则将显著影响公司业绩。

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	716	961	1,349	1,855	净利润	171	241	358	509
YoY (%)	21.1%	34.3%	40.3%	37.5%	折旧和摊销	16	29	39	26
营业成本	405	534	740	1,005	营运资金变动	-54	-48	-89	-109
营业税金及附加	4	7	10	13	经营活动现金流	148	217	303	418
销售费用	40	62	86	119	资本开支	-59	-80	-104	-81
管理费用	28	50	69	88	投资	98	0	0	0
财务费用	8	-19	-36	-46	投资活动现金流	82	-74	-97	-72
资产减值损失	-4	-1	-2	-1	股权募资	1	19	0	0
投资收益	3	6	7	10	债务募资	30	0	0	0
营业利润	194	280	414	587	筹资活动现金流	24	575	0	0
营业外收支	2	0	-1	-1	现金净流量	245	719	206	346
利润总额	195	280	413	587					
所得税	24	39	55	78	<b>主要财务指标</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
净利润	171	241	358	509	<b>成长能力</b>				
归属于母公司净利润	171	241	358	509	营业收入增长率	21.1%	34.3%	40.3%	37.5%
YoY (%)	18.9%	40.7%	48.5%	42.3%	净利润增长率	18.9%	40.7%	48.5%	42.3%
每股收益	2.25	3.17	4.71	6.70	<b>盈利能力</b>				
					毛利率	43.5%	44.4%	45.1%	45.8%
					净利率	23.9%	25.1%	26.5%	27.4%
					总资产收益率 ROA	16.7%	12.9%	15.3%	17.0%
					净资产收益率 ROE	23.0%	15.4%	18.7%	21.0%
					<b>偿债能力</b>				
					流动比率	<b>3.46</b>	<b>6.05</b>	<b>5.42</b>	<b>5.04</b>
					速动比率	2.81	5.26	4.63	4.28
					现金比率	1.76	4.24	3.60	3.25
					资产负债率	26.6%	16.1%	17.4%	18.5%
					<b>经营效率</b>				
					总资产周转率	0.70	0.51	0.58	0.62
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益	2.25	3.17	4.71	6.70
					每股净资产	9.78	20.52	25.22	31.92
					每股经营现金流	1.95	2.86	3.98	5.50
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
					<b>估值分析</b>				
					PE	114.54	81.40	54.83	38.53
					PB	0.00	12.57	10.23	8.08

资产负债表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	422	1,141	1,347	1,693
预付款项	11	21	27	34
存货	145	193	270	364
其他流动资产	253	272	384	540
流动资产合计	832	1,627	2,028	2,631
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	86	115	154	174
无形资产	25	34	45	58
非流动资产合计	195	244	306	359
资产合计	1,026	1,871	2,334	2,990
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	122	109	162	243
其他流动负债	118	160	212	279
流动负债合计	240	269	374	522
长期借款	30	30	30	30
其他长期负债	3	3	3	3
非流动负债合计	33	33	33	33
负债合计	273	301	407	554
股本	57	76	76	76
少数股东权益	10	10	10	10
股东权益合计	753	1,570	1,927	2,436
负债和股东权益合计	1,026	1,871	2,334	2,990

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

### 分析师与研究助理简介

俞能飞：厦门大学经济学硕士，从业6年，曾在国泰君安证券、中投证券等研究所担任分析师，作为团队核心成员获得2016年水晶球机械行业第一名，2017年新财富、水晶球等中小市值第一名；2018年新财富中小市值第三名；2020年金牛奖机械行业最佳行业分析团队。专注于半导体设备、机器视觉、自动化、汽车电子、机器人细分行业深度覆盖。

### 分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。