

从康丽数码发展历史看数码印花产业趋势

2022年05月27日

► **成衣直喷领导者，2022-2026 年收入规划 CAGR=25.6%。** Kornit Digital(康丽数码)成立于 2002 年，为全球 100 多个国家和地区的客户的产品和服务，是一家为客户提供完整数码印花解决方案(数码印花系统、墨水、耗材、软件和售后支持)的公司。公司推出了高速 DTG(成衣直喷)数码印花机，这是首款业内领先的、可提供直接成衣服务的工业数码印花机。此外，公司颠覆了传统匹布直喷(卷对卷)纺织品印花技术，推出一站式 DTF(匹布直喷)印花设备 Kornit Presto，为时装和家纺业提供了全新的解决方案，该设备使用一种墨水即可在多种织物上进行数码印花，无需采用额外的整饰工艺。截至 2021 年底，公司在全球拥有约 1,200 名活跃客户，主要分布在四个地区：以色列、美国、欧洲和亚太地区。2021 年公司收入 3.22 亿美元，同比增 66.6%，收入的 68.2%来自美洲地区，24.5%来自欧洲、中东和亚洲地区，7.3%来自亚太地区。**公司制定目标，到 2026 年营收突破 10 亿美元，2022-2026 年营收复合增速达 25.6%。**

► **市场空间：目前 DTG 和 DTF 数码渗透率均较低。**在 DTG 市场，康丽数码预测，成衣直接印刷的纺织品市场将由 2020 年的 210 亿件提高到 2026 年的 310 亿件，而目前市场中数码直喷的渗透率只有 1-2%，市场潜力巨大。在 DTF 市场，预计印花面料的总面积将从 2020 年的约 390 亿平方米增加到 2026 年底的约 420 亿平方米。目前数码印花渗透率约为 6%。公司预测在 2026 年，康丽数码的绿色按需生产模式将生产 25 亿件服装：**1) 零产能过剩**：相较于传统模式，通过采取按需生产方式，预计减少 11 亿件过剩服装，约为行业过剩产能的 30%。相当于欧洲或北美居民人均减少 1 件衣服在购买；**2) 零水资源浪费**：除了减少库存积压外，康丽主打的按需生产方式还将节约 4.3 万亿升(1.1 万亿加仑)的水资源。约为所有美国人口 11 年所需的饮用水量。

► **宏华数科与康丽数码业务结构类似。**宏华数科与康丽数码的业务遍布全球，其中康丽数码在全球拥有约 1,200 名活跃客户，宏华数科拥有超过 2000 名客户。从客户集中度角度，康丽数码客户集中度较高，2020 年前十大客户采购额占营收比例达到 57%，其中亚马逊一家公司占比 27%，与之相比，宏华数科的客户集中度较低，2021 年前五大客户采购额占营收比例仅为 12.54%。从营业收入看，宏华数科 2021 年收入不到康丽数码的 1/2，但人均创收与康丽数码相近，达到 229.47 万/人，净利润水平显著高于康丽数码。**康丽数码的发展历史囊括了不断的产品迭代+收购补齐墨水、软件系统服务、功能性数码图案制造等短板。**

► **投资建议：**预计公司 2022-2024 年归母净利润分别是 3.1/4.6/6.9 亿元，对应 PE 分别是 42x/29x/19x，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**1. 疫情影响国内需求风险；2. 募投项目进度低于预期风险；3. 数码印花渗透率不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	943	1,248	1,816	2,671
增长率(%)	31.7	32.3	45.6	47.1
归属母公司股东净利润(百万元)	227	313	459	693
增长率(%)	32.4	38.3	46.5	50.9
每股收益(元)	2.98	4.12	6.04	9.12
PE	59	42	29	19
PB	8.9	7.3	5.8	4.5

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2022 年 5 月 27 日收盘价)

推荐

维持评级

当前价格：

174.51 元



分析师：李哲

执业证号：S0100521110006

电话：13681805643

邮箱：lizhe_yj@mszq.com

分析师：罗松

执业证号：S0100521110010

电话：18502129343

邮箱：luosong@mszq.com

相关研究

1.宏华数科(688789.SH)深度报告：数码印花领导者，设备+耗材双轮驱动之势已成

目录

1 康丽数码：成衣直喷全球龙头	3
1.1 基本情况：成衣直喷领导者	3
1.2 未来展望：2026 年营收达 10 亿美元，22-26 年 CAGR=25.6%	3
1.3 主要产品：从系统到耗材到软件服务	5
1.4 供应链：喷头、部分墨水材料&控制系统外购	9
2 宏华数科与康丽数码业务结构类似	10
3 投资建议	14
4 风险提示	15
插图目录	17
表格目录	17

1 康丽数码：成衣直喷全球龙头

1.1 基本情况：成衣直喷领导者

Kornit Digital(康丽数码)成立于 2002 年，是一家全球性企业，总部位于以色列，创始人在数码印花行业积累了丰富经验。2015 年在美国纳斯达克上市，为全球 100 多个国家和地区的客户的产品和服务，是一家为客户提供完整数码印花解决方案（数码印花系统、墨水、耗材、软件和售后支持）的公司。

基于其突破性技术和自主研发团队，康丽数码推出了高速 DTG（成衣直喷）数码印花机，这是首款业内领先的、可提供直接成衣服务的工业数码印花机。此外，康丽数码颠覆了传统匹布直喷（卷对卷）纺织品印花技术，推出一站式 DTF（匹布直喷）印花设备 Kornit Presto，为时装和家纺业提供了全新的解决方案。该设备使用一种墨水即可在多种织物上进行数码印花，无需采用额外的整饰工艺。

截至 2021 年 12 月 31 日，公司在全球拥有约 1,200 名活跃客户，拥有 882 名员工，主要分布在四个地区：以色列、美国、欧洲和亚太地区。2021 年公司收入 3.22 亿美元，比上一财年增长 66.6%。收入的 68.2% 来自美洲地区，24.5% 来自欧洲、中东和非洲（“EMEA”）地区，7.3% 来自亚太地区。

1.2 未来展望：2026 年营收达 10 亿美元，22-26 年 CAGR=25.6%

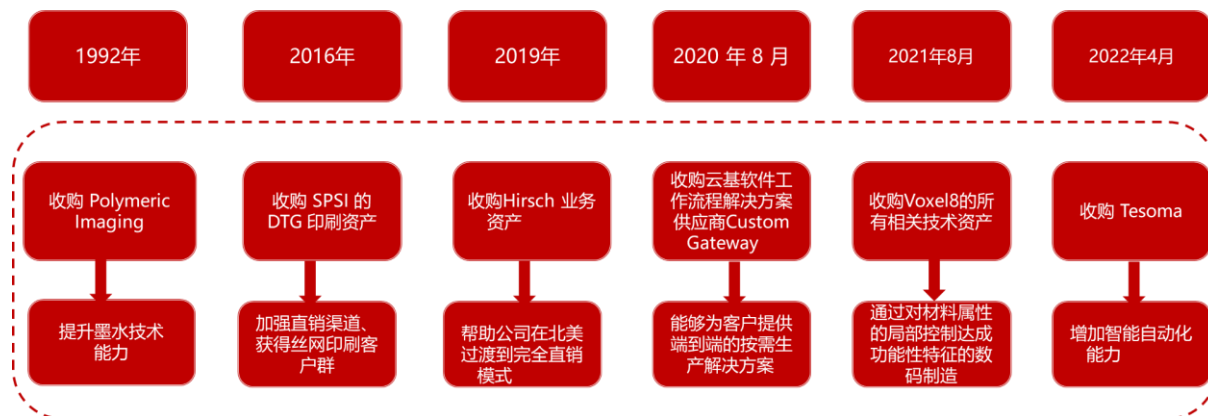
2021 年公司实现营收 3.2 亿美元，公司的目标是到 2026 年营收突破 10 亿美元，2022-2026 年营收复合增速达 25.6%。

1.2.1 业务布局：从数码印花系统到耗材软件一体化

未来康丽数码将继续重点布局成衣印花和打印卷布两条支柱生产线。

- ✓ **市场扩张**：继续扩大客户基础，以当前市场为中心向相邻市场扩散，推动 DTG（成衣直喷）和 DTF（匹布直喷）数码印刷解决方案的应用，取代目前主要依赖的丝网印刷方式。
- ✓ **提高设备使用率**：为客户提供增值服务，改善客户关系，提高系统可用性和利用率、最终用户的产品质量，从而使客户购买更多的墨水和其他耗材。
- ✓ **扩展 GTM（深入市场）**：继续投资跨地区的市场基础设施，包括销售、应用程序和服务团队，以此加深与客户间的关系、增加客户粘性。
- ✓ 通过收购和加深与战略伙伴合作关系扩大领导地位。

图 1：康丽数码并购事件



资料来源：康丽数码公告，民生证券研究院

1.2.2 市场空间：目前 DTG 和 DTF 数码渗透率均较低

在 DTG 市场，康丽数码预测，成衣直接印刷的纺织品市场将由 2020 年的 210 亿件提高到 2026 年的 310 亿件，而目前市场中数码直喷的渗透率只有 1-2%，市场潜力巨大。

- ✓ **定制设计市场增速加快**：2020 年约 70%的印刷品订单来自服装品牌，只有大约 10%的来自定制设计市场。预计在疫情的影响下，基于互联网销售的定制设计市场增速将加快，进而带动数码按需印花的发展。
- ✓ **涤纶类 T 恤印花发展潜力强劲**：按材料类型对全球 T 恤市场进行划分，棉类占比达到 56%，涤纶作为全球第二大 T 恤面料占比则达到 16%。伴随着近年来疫情的不断反复，消费者对于健康的重视程度正在飞速提升，运动服与功能性服装无疑成为了近段时间以来纺织服装产品开发的新热点与新趋向之一。参考康丽数码亚洲区总监的预测，2016 年至 2020 年，体育服饰零售市场占整体比重从 8.80%增长至 13.30%，到 2026 年，预计中国运动服饰市场规模将达到 270 亿美元，涤纶类 T 恤印花发展潜力强劲。康丽数码专门针对涤纶印花推出的前沿设备 Kornit Avalanche Poly Pro，适用于所有涤纶面料类型及颜色，工作流程也得到了简化，能有效适应市场需求，为公司 DTG 系统拓展了运动服与功能性服装市场。

在 DTF 市场，预计印花面料的总面积将从 2020 年的约 390 亿平方米增加到 2026 年底的约 420 亿平方米。目前数码印花渗透率约为 6%，个性化、环保的数码印花产品在未来有着广阔的发展空间，伴随着渗透率的提升，公司的业务发展也将不断增长。

1.2.3 可持续发展：减少库存挤压，降低污水排放

康丽数码旨在成为环境、社会、企业三位一体的领导者，利用科技力量赋能全球时尚业，在减少生态足迹的同时提升创意可行性。公司预测在 2026 年，康丽数

码的绿色按需生产模式将生产 25 亿件服装，并保证：

- ✓ **零产能过剩**：相较于传统模式，通过采取按需生产方式，预计减少 11 亿件过剩服装，约为行业过剩产能的 30%。相当于欧洲或北美居民人均减少 1 件衣服在购买。
- ✓ **零水资源浪费**：除了减少库存积压外，康丽主打的按需生产方式还将节约 4.3 万亿升(1.1 万亿加仑)的水资源。约为所有美国人口 11 年所需的饮用水量。
- ✓ **减少碳排放量**：相较于传统模式，通过绿色按需、节能减排的生产方式，预计减少约 172 亿公斤(379 亿磅)的碳排放量。约等于汽车环绕地球 2400 次所排放的二氧化碳量。

1.3 主要产品：从系统到耗材到软件服务

1.3.1 DTG 系统：已推出 18 套系统，持续升级

2019 年初，康丽数码开始推出 DTG 产品组合，第一款为 Kornit Atlas，主要为大批量服装装饰企业和大中型丝网打印机设计；2019 年 4 月公司推出 Kornit Avalanche Poly Pro 系统，是行业首个在聚酯上进行高质量印刷的数字化工艺，打开了运动和运动休闲市场；2020 年 1 月推出 Storm HD6 Lite 和 Vulcan Plus，分别针对中小型印花业务和较大规模的印花需求；2021 年推出 Kornit Atlas Max，实现了年产超过 33 万件的产能，保持了 Atlas 系列的产量达的优势，同时提供了 3D 技术，可以在一个单一的、无浪费的数字过程中模拟刺绣、乙烯基和热传递。

表 1：康丽数码代表性 DTG 系统推出时间及介绍情况

时间	事件	介绍
2019 年初	推出新的工业 DTG 平台—Kornit Atlas	ATLAS 配备了新一代 HD 技术，主要为大批量服装装饰企业和大中型丝网打印机设计
2019 年 4 月	推出 Kornit Avalanche Poly Pro 系统	用 Kornit NeoPoly 技术补充了原有的 DTG 打印技术，是行业首个在聚酯上进行高质量印刷的数字化工业工艺，为公司的数码印刷解决方案打开了运动和运动休闲市场。
2020 年 1 月	推出 Storm HD6 Lite	有效地取代了 Kornit Storm II，使 DTG 打印能够应用于规模较小的打印业务，拥有内置预处理系统、大容量供墨系统支持、印花精度高达 1200dpi。
2020 年 1 月	推出 Vulcan Plus	目前生产力最高的 HD 系统。
2021 年 4 月	推出新的工业 DTG 平台—Kornit Atlas Max	配备了新一代 Max 技术，该技术实现了兼具打印质量和耐用性标准，并提高了生产速度。此外，Max Technology 还实现了另一项突破性的创新—Kornit XDI 技术，通过打印多个图层来创造 3D 效果，为客户打开了新市场。

资料来源：康丽数码公告，民生证券研究院

图 2 : DTG 印花流程


资料来源：康丽数码公告，民生证券研究院

表 2 : 康丽数码 DTG 系统介绍

系统	目标客户	每小时成衣印花产量 (浅色/深色, 件/时)	颜色	最大打印面积	单价 (万元/台)
Breeze	入门级	32/25	CMYK+White	14x18in	-
Storm HD6 Lite	高产量	40/30	CMYKGR+White	20x28in	-
Storm 100	高产量	170/85	CMYK+White	20x28in	-
Storm Hexa	高产量	170/85	CMYKRG+ White	20x28in	-
Storm HD6	高产量	70/55	CMYKRG+ White	20x28in	-
Storm Duo	高产量	190/N.A	CMYK+White	20x28in	-
Avalanche	高产量	150/100	CMYK+White	23.5x35in	-
Avalanche Poly Pro	高产量	106/85	CMYK+White	23.5x35in	400
Avalanche DC Pro	高产量	150/100	CMYK + White +Discharge ink	23.5x35in	-
Avalanche 1000	高产量	220/160	CMYK+White	23.5x35in	-
Avalanche Hexa	高产量	180/140	CMYKRG+ White	23.5x35in	-
Avalanche HDK	高产量	105/85	CMYK+White	23.5x35in	-
Avalanche HD6	高产量	105/85	CMYKRG+White	23.5x35in	-
Atlas	高产量	200/160	CMYKRG+White	23.5x35in	-
Atlas MAX	品牌质量	125/125	CMYKRG+White	23.5x35in	800
Paradigm II	高产量	120/120	CMYK	15.5x19.5in	-
Vulcan	高产量	250/250	CMYKRG+White	15.5x19.5in	-
Vulcan Plus	高产量	235/235	CMYKRG+White	15.7x19.7in	-

资料来源：康丽数码公告，爱采购官网，民生证券研究院

表 3 : 康丽数码代表性 DTG 系统年产量

系统	年产量 (件)
Storm HD6 Lite	50K-60K
Storm HD6	96K-165K
Avalanche HD6	237K-360K
Atlas	433K-640K
Atlas MAX	330K-500K
Vulcan Plus	620-940K

资料来源：康丽数码公告，民生证券研究院

1.3.2 DTF 系统：体系已成，不断迭代

康丽数码 2015 年第二季度推出了 DTF 数字纺织品印花解决方案 Kornit Allegro, 于 2019 年第二季度开始商业化销售, 2019 年推出 Kornit Presto 系统。据公司 2019 年年报披露, 康丽数码 DTF 系统价格从 6.9 万美元到超过 82 万美元不等, 平均每个系统每年需要 5,000 美元到 30 万美元的墨水和消耗品。

表 4：康丽数码代表性 DTF 系统

时间	事件	介绍
2015 年	推出 Kornit Allegro 系统	其颜料墨水采用 Kornit 独特的综合性预处理解决方案, 可与所有织物粘合, 因此不必针对不同的织物采用不同的墨水。Kornit 的预处理技术将市场上唯一真正的数码颜料墨水与织物进行粘合, 生成种类繁多的颜色, 并带来非常好的手感。Kornit Allegro 打印速度为 280 平方米/小时, 分辨率高达 500 X 500 dpi。
2019 年	推出 Kornit Presto 系统	这是直接织物印花的唯一工业单步解决方案。消除了对织物进行前后处理的需要, 并允许在各种各样的织物类型和应用上进行高质量打印, 在印刷过程中不消耗水。该系统使用便捷, 可仅由一人进行操作, 并可切换多种印花速度。每小时可打印 450 平方米。
2021 年 10 月	推出 Kornit Presto Max 系统	是第一个在彩色面料上提供白色印刷的数字印刷系统, 增强了深色面料的装饰能力。与天然织物、合成物和混纺物兼容, 并包括智能自主校准的先进算法, 以较短的周期时间和最少的人工提供高质量的结果。

资料来源：康丽数码公告，民生证券研究院

图 3：DTF 印花流程



资料来源：康丽数码公告，民生证券研究院

1.3.3 墨水：完成不同产品的墨水制备

针对 DTG 系统和 DTF 系统, 康丽数码分别有对应的墨水系列。

表 5：康丽数码墨水系列

墨水系列	适用于
NeoPigment™	DTG 系统, 传统产品
NeoPigment™ Rapid	DTG 系统, 传统产品
NeoPigment™ Eco-Rapid	DTG 系统, 零售特征产品
NeoPigment™ Olympia	Avalanche Poly Pro 系统
NeoPigment™ Intenso	DTF 系统
NeoPigment™ Robusto	DTF 系统

资料来源：康丽数码公告，民生证券研究院

1.3.4 软件解决方案：可以实现手机端下单定制

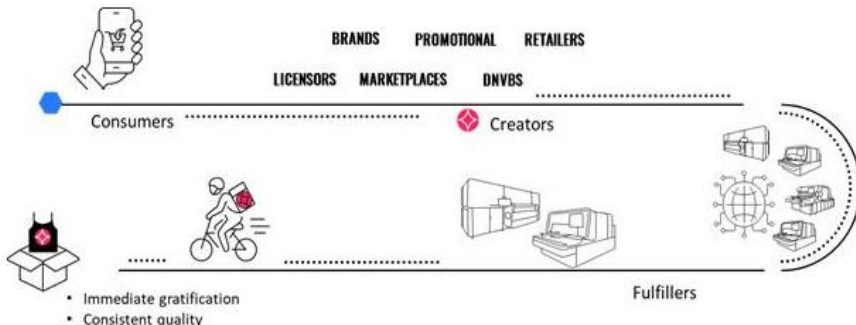
康丽数码 2020 年收购 Custom Gateway。该平台支持内容获取、创建、内容管理和前端显示。创建的订单由强大的订单管理系统捕获，并使用复杂的路径算法，将订单定向到相应的后端生产现场。订单一旦进入生产车间，即经过智能排单和管理，从而实现大规模的高效按需生产。通过前端（在线或其他店面）与适配后端（按需生产和物流运营）的无缝连接，该技术使客户能够充分实现数码化的效率、可扩展性和盈利优势。

表 6：康丽数码软件解决方案

时间	事件	介绍
2018 年	与 Colorgate 合作推出了新的 RIP 软件产品	提高系统在打印质量和色彩管理领域的性能
2019 年 6 月	推出 Kornit Konnect	基于云的软件分析连接平台，使企业能够最大限度地提高其数字印刷解决方案的生产力。
2020 年 8 月	收购 Custom Gateway	为客户提供按需生产的端到端解决方案，实现数字化的按需制造流程。

资料来源：康丽数码公告，民生证券研究院

图 4：康丽数码订单履行网络



资料来源：康丽数码公告，民生证券研究院

康丽数码在的主要竞争对手来自数码印刷系统、成衣直喷、匹布直喷数码印花等市场。其中在 DTF（匹布直喷）市场中，康丽数码与宏华数科的主要竞争对手基本一致。

表 7：康丽数码主要竞争对手

市场	主要竞争对手
数码印刷系统	M&R Printing Equipment ; Machines Highest Mechatronic GmbH ; S. Roque – Máquinas e Tecnologia Laser, S.A
DTG 市场	Aeoon Technologies GmbH ; 240 tech LLC/OvalJet ; Brother International Corporation ; Seiko Epson Corporation ; Ricoh Company
DTF 市场	MS Printing Solutions ; EPSON ; Durst Phototechnik AG ; EFI-Reggiani

资料来源：康丽数码公告，民生证券研究院

1.4 供应链：喷头、部分墨水材料&控制系统外购

康丽数码大多数组件可从多个供应商处获得，但系统中使用的某些组件以及油墨和其他消耗品只能从单一来源或有限来源获得。主要供应商如下。

- ✓ **喷头**：由唯一供应商 FDMX 提供。公司于 2015 年与 FDMX 签订协议，根据该协议，FDMX 向公司出售喷头和其他产品。
- ✓ **墨水**：部分墨水中使用的化学物质由以色列大型上市工业公司 Ashtrom 的子公司 BG Bond 提供。目前公司以采购订单的形式购买这些化学品。部分墨水中使用的化学物质由 The Dow Chemical Company 的子公司提供，该公司是化学品和其他化合物的跨国生产商。公司目前以采购订单的形式采购这些化学品。部分墨水中使用的原材料和颜料由 Clariant 提供。目前以采购订单的形式采购这些原材料和颜料。并准备与 Clariant 签订长期采购协议。
- ✓ **控制系统**：部分控制系统由唯一供应商 Yaskawa Europe Technology 提供。公司外协厂商(Flex、Sanmina-SCI Israel Medical Systems 和 Hameshavev H.M.T.S.) 从 Yaskawa 购买这些控制系统零件，并进行组装。
- ✓ **烘干设备**：唯一供应商为 Adelco Screen Process。

2 宏华数科与康丽数码业务结构类似

宏华数科与康丽数码的业务遍布全球，其中康丽数码在全球拥有约 1,200 名活跃客户，宏华数科拥有超过 2000 名客户。从客户集中度角度，康丽数码客户集中度较高，2020 年前十大客户采购额占营收比例达到 57%，其中亚马逊一家公司占比 27%，较高的客户集中度也为其经营带来一定风险，与之相比，宏华数科的客户集中度较低，2021 年前五大客户采购额占营收比例仅为 12.54%，单个客户采购规模相对较小，客户集中度低，风险较小。从营业收入看，宏华数科 2021 年收入不到康丽数码的 1/2，但人均创收与康丽数码相近，达到 229.47 万/人，净利润水平显著高于康丽数码，2021 年达到 2.28 亿元。

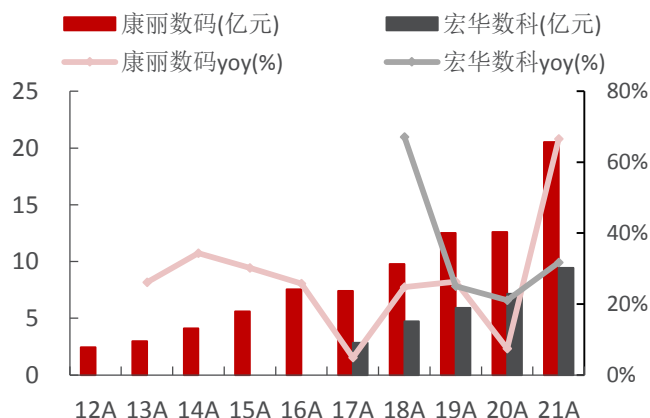
表 8：康丽数码与宏华数科业务、财务比较

项目	康丽数码	宏华数科
主要产品	面向服装、衣饰和纺织行业的工业数码印花解决方案，包括数码印花系统、墨水、耗材、软件和售后支持。	面向纺织行业，主要产品为数码直喷印花机、数码喷墨转移印花机、超高速工业喷印机及墨水等
客户数	在全球拥有约 1,200 名活跃客户，主要分布在四个地区：以色列、美国、欧洲和亚太地区。	设备应用遍布全球各地，拥有超过 2000 名客户
客户集中度	2020-2021 年，前十大客户采购额占营收比例分别为 55%和 57%，同期亚马逊采购额占总收入比例分别为 11%和 27%	2020-2021 年，前五大客户采购额占营收比例分别为 10.89%和 12.54%
研发人员数量	超过 246 名研发人员	212 名研发人员
专利和著作权	公开披露的专利权 66 项	公开披露的发明专利 27 项，软件著作权 34 项
营业收入	2020-2021 年，收入分别为 12.61 亿元和 20.52 亿元	2020-2021 年，收入分别为 7.16 亿元和 9.43 亿元
人均创收	2020-2021 年，人均创收分别为 187.12 万元和 232.65 万元	2020-2021 年，人均创收分别为 203.37 万元和 229.47 万元
净利润	2020-2021 年，净利润分别为-0.31 亿元和 0.99 亿元	2020-2021 年，净利润分别为 1.71 亿元和 2.28 亿元
毛利率	2020-2021 年，毛利率分别为 45.41%和 47.18%	2020-2021 年，毛利率分别为 43.49%和 42.60%

资料来源：康丽数码公告，宏华数科公告，民生证券研究院

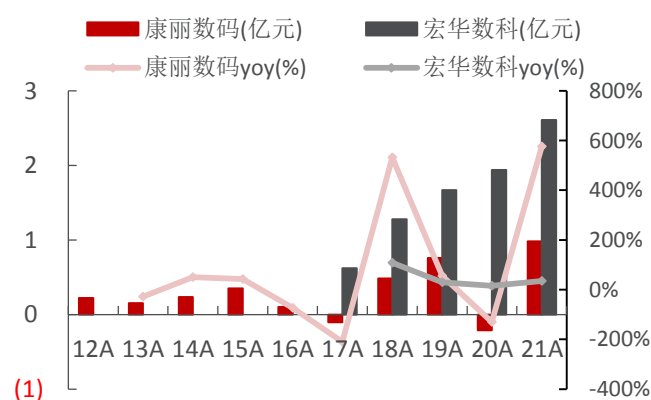
2017-2021 年，宏华数科收入增长 3.3 倍 (CAGR=35.1%)，营业利润增长 4.2 倍 (CAGR=43.2%)，增速远超过康丽数码，虽然目前公司收入体量不到康丽数码的 1/2，但营业利润已为其 2.7 倍。

图 5：康丽数码与宏华数科营收及同比增速对比



资料来源：wind，民生证券研究院

图 6：康丽数码与宏华数科营业利润及同比增速比较

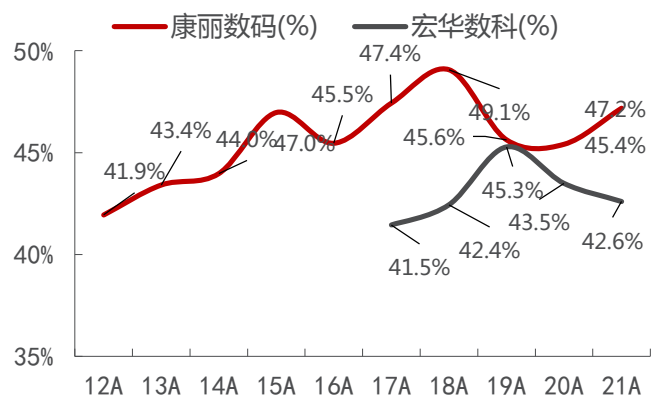


资料来源：wind，民生证券研究院

从毛利率来看,康丽数码略高于宏华数科;但康丽数码的净利率远低于宏华数科,2021年宏华数科的净利率为24.17%,康丽数码仅为4.82%,已经超过康丽数码19.4pct。

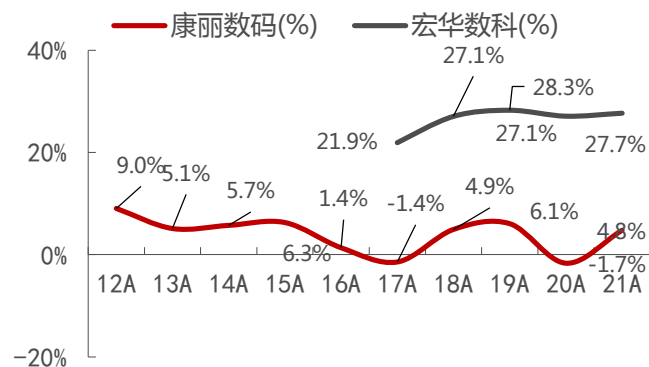
宏华数科净利率远超康丽数码的原因在于销售+管理+研发费用率的持续走低,期间费用控制能力较强。2017-2021年,宏华数科销售+管理+研发费用率呈下降趋势,2021年降至15.2%的历史低位,而康丽数码的费用率则一直维持在较高水平,2020年达到历史最高点48.9%。从具体构成来看,康丽数码的研发费用率在2019-2021年分别为12.46%、16.27%、13.58%,研发投入比例较高且近年来持续增长,2020-2021年增长率分别为40.42%、38.98%,相较之下宏华数科的研发费用率则相对较低,分别为6.41%、6.50%、5.90%。

图 7：康丽数码与宏华数科毛利率对比



资料来源：wind，民生证券研究院

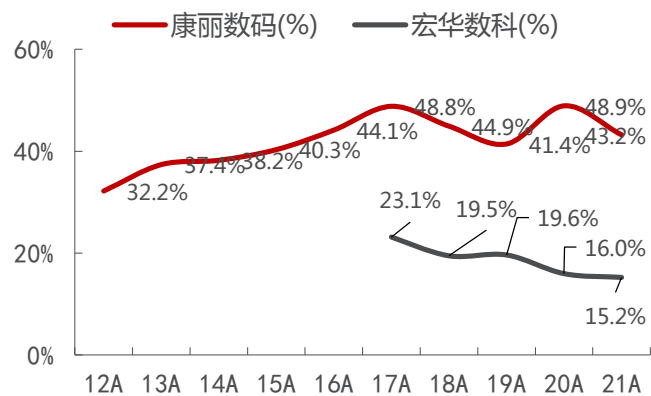
图 8：康丽数码与宏华数科净利率对比



资料来源：wind，民生证券研究院

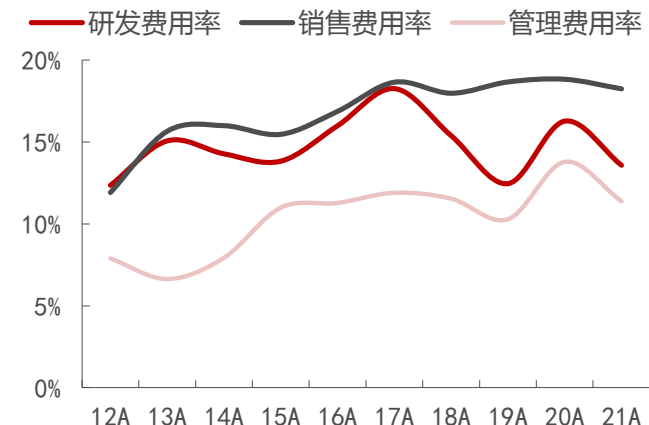
康丽数码的销售费用率近几年在18%附近,而近些年宏华数科控制在5%-8%;康丽数码的研发费用率在12.4%-18.3%,相对较高,宏华数科近些年研发费用率在6%-7%,绝对值角度,康丽数码去年投入研发费用高达0.44亿美元,远高于宏华数科的0.56亿元,康丽数码在技术上的投入力度较大。

图 9：康丽与宏华数科销售+管理+研发费用率对比



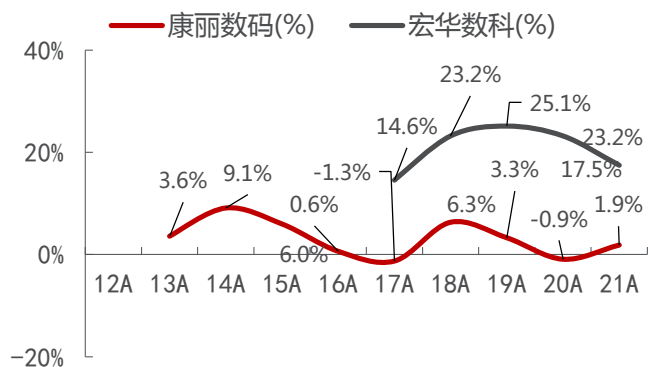
资料来源：wind，民生证券研究院

图 10：康丽数码销售、管理、研发费用率

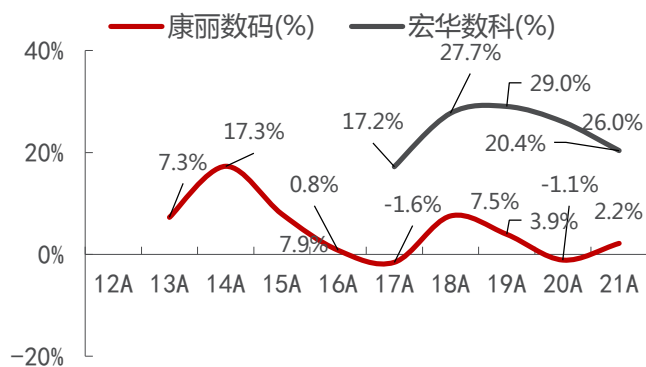


资料来源：wind，民生证券研究院

宏华数科 ROA、ROE 均显著高于康丽数码，2021 年康丽数码的 ROA、ROE 分别为 1.86%、2.16%，宏华数科分别为 17.47%、20.37%，体现宏华数科良好的盈利能力。

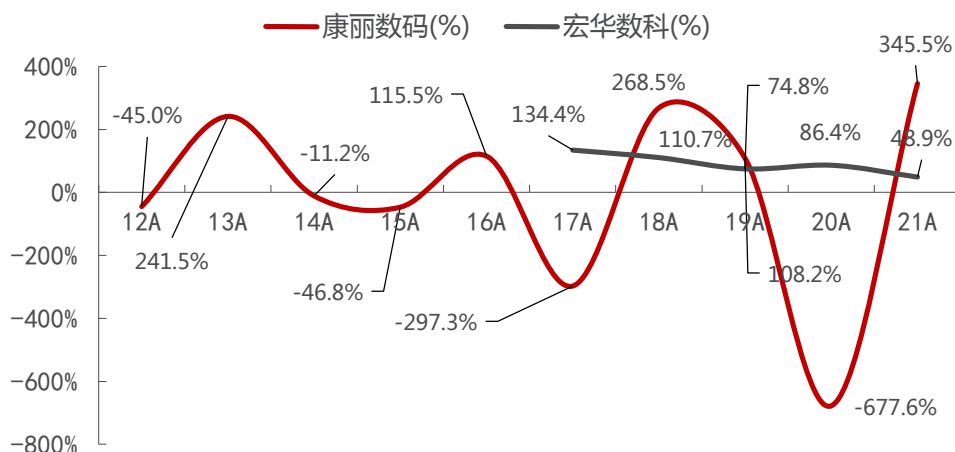
图 11：康丽与宏华数科 ROA 对比


资料来源：wind，民生证券研究院

图 12：康丽数码与宏华数科 ROE 对比


资料来源：wind，民生证券研究院

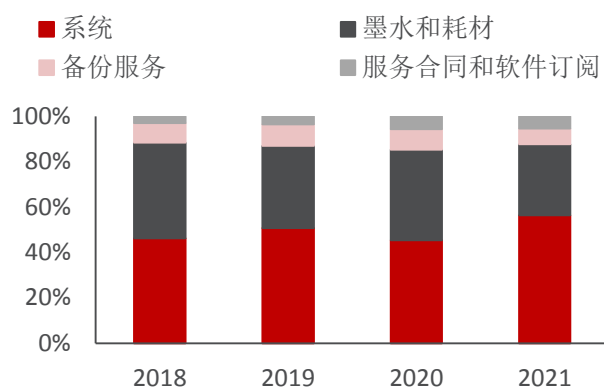
康丽数码净现比波动较大，在 2012、2014、2015、2017、2020 等年度，均出现净现比为负情况，相比之下，宏华数科的净现比波动幅度较小，2017-2020 年净现比均维持在 70% 以上水平，2021 年公司净现比出现较大幅度下滑，经营活动产生的现金流量净额同比下降了 24.68%，主要受购买商品接受劳务支付的现金增长幅度超过销售商品提供劳务收到的现金影响。

图 13：康丽数码与宏华数科净现比对比


资料来源：康丽数码公告，民生证券研究院

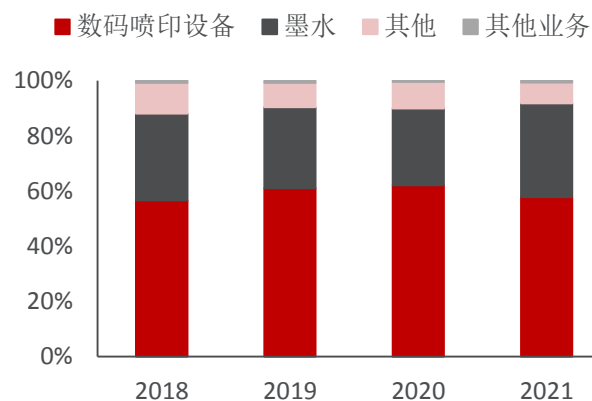
分业务来看，康丽数码营业收入主要来源于数码印花系统（数码印花机器+控制设备）及墨水和耗材，2021 年康丽数码数码印花系统营收达 11.56 亿元，占比 56.35%，墨水和耗材营收占比 31.43%；宏华数科营业收入主要来源于数码喷印设备和墨水，2021 年公司数码喷印设备营收占比达 57.74%，墨水占比为 34.09%。

图 14：康丽数码分业务营收



资料来源：wind，民生证券研究院

图 15：宏华数科分业务营收



资料来源：wind，民生证券研究院

3 投资建议

公司在国内属于数码印花龙头企业,竞争力突出,数码印花替代传统印花的趋势也比较明确,但替代速度短期难以明确,参考康丽数码的发展历史及对未来的展望,对数码印花产业长期保持乐观。考虑到今年上海疫情对服装类需求造成一定负面影响,结合公司长期竞争力及短期疫情因素,预计公司 2022-2024 年归母净利润分别是 3.1/4.6/6.9 亿元,对应 PE 分别是 42x/29x/19x,维持“推荐”评级。

4 风险提示

1) 疫情影响国内需求风险。今年国内疫情反复,对需求造成较大的不确定性,如果后续继续出现疫情的话可能会导致需求低于预期。

2) 募投项目进度低于预期风险。公司目前在建的两大基地,一期是年产 2000 台的生产基地,二期是年产 3520 台的生产基地,目前疫情扰动,存在投产时间低于预期的可能。

3) 数码印花渗透率不及预期。目前数码印花相对传统印花耗材成本仍略高,数码印花渗透率的提升跟降本速度相关,存在渗透率进展低于预期的可能。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	943	1,248	1,816	2,671
营业成本	541	718	1,045	1,538
营业税金及附加	8	11	16	24
销售费用	47	63	91	120
管理费用	40	54	78	115
研发费用	56	70	100	142
EBIT	265	333	486	733
财务费用	7	-2	-2	-3
资产减值损失	-2	-3	-4	-5
投资收益	2	2	4	5
营业利润	261	363	531	802
营业外收支	1	0	0	0
利润总额	262	363	531	802
所得税	34	47	69	105
净利润	228	315	462	697
归属于母公司净利润	227	313	459	693
EBITDA	286	365	530	786

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	930	1,071	1,265	1,645
应收账款及票据	327	427	623	918
预付款项	43	57	83	123
存货	205	269	392	578
其他流动资产	10	12	16	22
流动资产合计	1,515	1,837	2,380	3,286
长期股权投资	3	3	3	3
固定资产	77	145	251	298
无形资产	26	26	26	26
非流动资产合计	312	379	435	432
资产合计	1,827	2,216	2,815	3,719
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	84	112	163	240
其他流动负债	183	229	315	445
流动负债合计	267	341	478	684
长期借款	61	61	61	61
其他长期负债	6	6	6	6
非流动负债合计	67	67	67	67
负债合计	334	408	545	751
股本	76	76	76	76
少数股东权益	12	14	16	20
股东权益合计	1,493	1,808	2,270	2,967
负债和股东权益合计	1,827	2,216	2,815	3,719

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	31.74	32.30	45.55	47.05
EBIT 增长率	33.35	25.73	46.09	50.73
净利润增长率	32.38	38.34	46.49	50.91
盈利能力 (%)				
毛利率	42.60	42.48	42.45	42.42
净利润率	24.17	25.28	25.44	26.11
总资产收益率 ROA	12.40	14.14	16.31	18.63
净资产收益率 ROE	15.30	17.47	20.37	23.51
偿债能力				
流动比率	5.67	5.39	4.98	4.80
速动比率	4.74	4.43	3.98	3.78
现金比率	3.48	3.14	2.65	2.40
资产负债率 (%)	18.28	18.40	19.36	20.20
经营效率				
应收账款周转天数	106.63	106.63	106.63	106.63
存货周转天数	138.44	138.44	138.44	138.44
总资产周转率	0.52	0.56	0.65	0.72
每股指标 (元)				
每股收益	2.98	4.12	6.04	9.12
每股净资产	19.64	23.79	29.87	39.05
每股经营现金流	1.47	3.19	3.86	5.64
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	59	42	29	19
PB	8.9	7.3	5.8	4.5
EV/EBITDA	43.35	33.52	22.76	14.87
股息收益率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	228	315	462	697
折旧和摊销	21	33	44	53
营运资金变动	-161	-115	-222	-332
经营活动现金流	111	242	293	428
资本开支	-123	-100	-100	-50
投资	-1	0	0	0
投资活动现金流	-212	-98	-97	-45
股权募资	533	0	0	0
债务募资	31	0	0	0
筹资活动现金流	536	-3	-3	-3
现金净流量	416	141	194	380

插图目录

图 1：康丽数码并购事件.....	4
图 2：DTG 印花流程.....	6
图 3：DTF 印花流程.....	7
图 4：康丽数码订单履行网络.....	8
图 5：康丽数码与宏华数科营收及同比增速对比.....	10
图 6：康丽数码与宏华数科营业利润及同比增速比较.....	10
图 7：康丽数码与宏华数科毛利率对比.....	11
图 8：康丽数码与宏华数科净利率对比.....	11
图 9：康丽与宏华数科销售+管理+研发费用率对比.....	11
图 10：康丽数码销售、管理、研发费用率.....	11
图 11：康丽与宏华数科 ROA 对比.....	12
图 12：康丽数码与宏华数科 ROE 对比.....	12
图 13：康丽数码与宏华数科净现比对比.....	12
图 14：康丽数码分业务营收.....	13
图 15：宏华数科分业务营收.....	13

表格目录

盈利预测与财务指标.....	1
表 1：康丽数码代表性 DTG 系统推出时间及介绍情况.....	5
表 2：康丽数码 DTG 系统介绍.....	6
表 3：康丽数码代表性 DTG 系统年产量.....	6
表 4：康丽数码代表性 DTF 系统.....	7
表 5：康丽数码墨水系列.....	7
表 6：康丽数码软件解决方案.....	8
表 7：康丽数码主要竞争对手.....	8
表 8：康丽数码与宏华数科业务、财务比较.....	10
公司财务报表数据预测汇总.....	16

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001