

宏华数科 (688789. SH)
/ 机械设备

证券研究报告/公司深度报告

2022年6月26日

评级：增持(首次)

市场价格：175.60

分析师：冯胜

执业证书编号：S0740519050004

Email: fengsheng@r.qlzq.com.cn

联系人：谢校辉

Email: : xiexh@r.qlzq.com.cn

公司盈利预测及估值

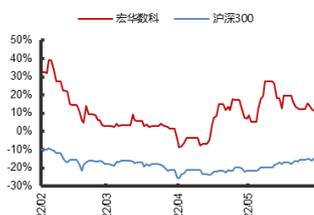
指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	716	943	1,274	1,767	2,426
营业收入增速	21%	32%	35%	39%	37%
归属于母公司的净利润	171	227	318	440	617
净利润增长率	19%	32%	40%	38%	40%
摊薄每股收益(元)	2.25	2.98	4.18	5.78	8.11
每股现金流量(元)	1.95	1.47	3.22	4.29	6.60
净资产收益率	23%	15%	18%	20%	22%
P/E	78.0	58.9	42.0	30.4	21.6
P/B	18.0	9.0	7.5	6.1	4.8

备注：股价取自2022年6月24日

基本状况

总股本(百万股)	76
流通股本(百万股)	16
市价(元)	175.60
市值(百万元)	13346
流通市值(百万元)	2836

股价与行业-市场走势对比



相关报告

报告摘要

■ 专注数码印染领域，做纺织数码印染行业龙头企业

①公司是国内数码印染行业龙头企业。公司成立于1992年，自成立以来始终专注于数码喷印技术的研究、开发和应用，是国内首家将数码喷印技术应用于工业化生产的企业。经过三十年深耕，公司已掌握数码喷印领域的重大关键技术，主要产品包括数码直喷机、数码转印机和墨水耗材。近几年公司把握住数码喷印快速渗透的机遇，坚持“设备先行，耗材跟进”的经营模式，实现快速成长。根据WTiN统计，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13%，仅次于MS和EFI-Reggiani，位居世界第三。根据中国纺织机械协会统计，2017-2019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%。

②营收持续增长，盈利能力稳中有升。2017-2021年，公司营收CAGR为35.11%，归母净利润CAGR为43.19%，业绩快速增长，同时盈利水平稳中有升。2021年，公司克服疫情持续反复以及大宗原材料价格大幅波动的困难，主要业务数码直喷机、数码转印机和墨水耗材均保持快速增长态势，公司营业收入和归母净利润分别同比增长31.74%、32.38%。

■ 数码印染行业：多重因素助推数码印染代替传统印染

①数码印染分为数码直喷和数码转印，国内数码转印渗透率高于数码直喷。由于数码转印技术门槛相对较低，生产成本和传统的凹版纸印花价格接近，其渗透率提升较快。而数码直喷由于国内起步相对晚，同时加工成本较高、技术门槛高等原因，其渗透率相对较低。

②数码喷印在节能环保上远优于传统喷印，符合国家“双碳”战略的要求。数码喷印相比传统印花，其生产过程中的污水排放大幅降低，污水处理成本仅有传统印花的十分之一左右，单位产出的能耗低，减轻了印染企业对排污指标的依赖。随着国家“双碳”战略的推进，数码喷印正得到越来越多的环保政策支持。

③数码喷印更能适应下游向“小批量、零库存、快反应”新型商业模式的转变。终端消费者“个性化、定制化”的网购需求越来越广泛，倒逼纺织全产业链向“小批量、零库存、快反应”的生产加工方式转变，进一步推动了数码印花工艺对传统印花工艺的替代。同时从2020年年初开始的新冠肺炎疫情进一步刺激了工业新一轮数字化变革，在这一过程中，印染行业自动化、智能化发展进程进一步加快，数码喷墨印花技术面临新的发展机遇。

④数码喷印设备及墨水耗材降本增效助推数码印花渗透率提升，未来数码印花行业市场空间较大。随着数码喷印市场进一步发展，纺织品数码喷印产品的应用范围不断扩大，产品种类更加丰富，未来数码喷印设备及喷头、墨水等耗材价格有望持续降低，进而带动数码印花成本和加工费不断降低。虽然数码印花成本短时间看比传统印花成本高，但数码印花具有印花速度快，人工成本低等优势，未来随着技术革新及规模优势带来的降本增效，数码印花产业的竞争优势将持续凸显，渗透率有望不断提升。根据我们测算，到2025年，国内数码喷印设备和墨水耗材市场需求分别为91.07亿元、38.80亿元。

■ 宏华数科：“设备+耗材”构筑国内龙头地位，上下游拓展打开新增长点

① **“设备+耗材”战略打造公司竞争壁垒。**公司坚持“设备+耗材”的产品战略，为客户提供高性价比的数码印花设备和耗材的组合产品，从而实现自身数码喷印设备和耗材、配件的捆绑销售。

② **研发实力雄厚，研发成果显著，产品性能向国外一流企业看齐。**公司是工信部认定的制造业单项冠军企业，拥有科技部认定的国家数码喷印工程技术研究中心，研发实力雄厚。公司已掌握数码喷印领域多项核心技术，生产的数码喷印设备在性能指标和综合竞争力等方面均已达到国际领先水平。

③ **进行产业上下游拓展，打开公司成长空间。**公司是行业少有的既研发生产数码印花设备，又销售墨水耗材的企业，同时公司亦积极进行产业链上下游扩张，于2021年10月合资成立浙江宏华百锦千印家纺科技有限公司，作为“数字化装备+智能化工厂+快反供应链”的智能纺织示范平台，未来将有利于公司更好的进行数码喷印装备及耗材的应用和推广；2022年3月公司公告将以自有资金人民币6700万元收购公司原墨水供应商天津晶丽数码科技67%的股权。公司通过上下游产业链的拓展可以扩大公司收入，降低公司经营风险，增强公司的竞争力。

■ **首次覆盖，给予“增持”评级**

公司深耕数码印染行业30余年，是国内数码喷印行业龙头企业。公司坚持“设备先行，耗材跟进”的战略，数码喷印设备产品的核心指标达到世界一流水平。受益于数码喷印替代传统印染的大趋势，公司整体业绩实现快速增长，市占率有望进一步提升。同时公司积极拓展产业链上下游，未来高成长可期。考虑到数码印染渗透率的持续提升以及公司市占率的进一步提高，预计2022-2024年公司归母净利润分别为3.18亿元、4.40亿元、6.17亿元，对应PE分别为42.0、30.4、21.6倍。首次覆盖，给予“增持”评级。

■ **风险提示：**宏观经济波动风险，数码喷印技术推广不及预期风险，核心原材料喷头主要依赖外购的风险，新型冠状病毒疫情导致的经营风险，汇率波动的风险，引用公开资料信息滞后的风险，行业测算偏差的风险。

内容目录

1、专注数码喷印领域，做纺织数码喷印行业龙头企业	- 6 -
1.1、公司定位：纺织数码印花综合解决方案提供商	- 6 -
1.2、经营状况：营业收入持续增长，盈利能力优秀	- 7 -
1.3、股权结构：公司股权结构明晰，股权激励绑定核心员工	- 9 -
1.4、募投项目：项目实施将有助于巩固公司行业领先地位	- 10 -
2、行业分析：多重因素助推数码印染加速替代传统印染	- 11 -
2.1、行业概况：数码印染正经历从“纯打样”到“大批量生产”的历程	- 11 -
2.2、行业驱动因素：数码印染优势逐渐凸显，渗透率提升空间较大	- 14 -
2.3、竞争格局：公司凭借成本、技术等优势占据全球行业前三的位置	- 18 -
2.4、数码喷印设备及墨水耗材市场空间测算	- 19 -
3、公司分析：“设备+耗材”构筑行业龙头地位，上下游拓展打开成长空间	- 22 -
3.1、坚持“设备+耗材”战略，打造国内数码喷印龙头企业	- 22 -
3.2、公司研发实力雄厚，研发成果显著，产品性能向国外一流企业看齐	- 23 -
3.3、产业链纵向拓展打开公司成长空间	- 27 -
4、首次覆盖，给予“增持”评级	- 28 -
5、风险提示	- 29 -

图表目录

图表 1：公司发展历程.....	- 6 -
图表 2：公司形成“设备+墨水”产品线.....	- 6 -
图表 3：公司主营产品展示.....	- 7 -
图表 4：公司营业收入及归母净利润情况.....	- 8 -
图表 5：公司主要业务收入情况.....	- 8 -
图表 6：2020 年公司各项业务占营业收入的比重.....	- 8 -
图表 7：公司毛利率及净利率变化趋势.....	- 9 -
图表 8：公司期间费用率变化趋势.....	- 9 -
图表 9：公司资产负债率变化情况.....	- 9 -
图表 10：公司现金流变化情况.....	- 9 -
图表 11：公司股权结构（截止 2022Q1）.....	- 10 -
图表 12：公司股权激励业绩考核条件.....	- 10 -
图表 13：公司 IPO 募投项目投资计划总览.....	- 11 -
图表 14：纺织数码印染行业产业链示意图.....	- 12 -
图表 15：国内数码直喷和数码转印占比变动趋势.....	- 13 -
图表 16：全球及国内数码印花占比变动趋势.....	- 13 -
图表 17：数码印花和传统印花的优劣势对比.....	- 13 -
图表 18：国内和国际墨水消耗量变动趋势.....	- 14 -
图表 19：2019 年国内数码印花墨水消耗量分类占比.....	- 14 -
图表 20：典型染整工艺流程及其产排污环节.....	- 15 -
图表 21：2017-2021 年印染行业相关产业政策和法律法规.....	- 15 -
图表 22：数码印花和传统印花的生产准备流程对比.....	- 16 -
图表 23：希音发展历程.....	- 17 -
图表 24：希音 2021 年供应商招募条件.....	- 17 -
图表 25：数码直喷印花的加工成本拆解.....	- 18 -
图表 26：数码及传统印染加工费及数码印染墨水成本对比.....	- 18 -
图表 27：数码喷印设备全球份额占比（2018 年）.....	- 19 -
图表 28：行业内主要竞争对手情况简介.....	- 19 -
图表 29：数码喷印设备市场空间测算.....	- 20 -
图表 30：墨水市场空间测算.....	- 21 -
图表 31：公司数码喷印综合解决方案介绍.....	- 22 -
图表 32：公司数码喷印设备和墨水耗材营收情况.....	- 23 -
图表 33：公司境内和境外收入占比变动趋势.....	- 23 -

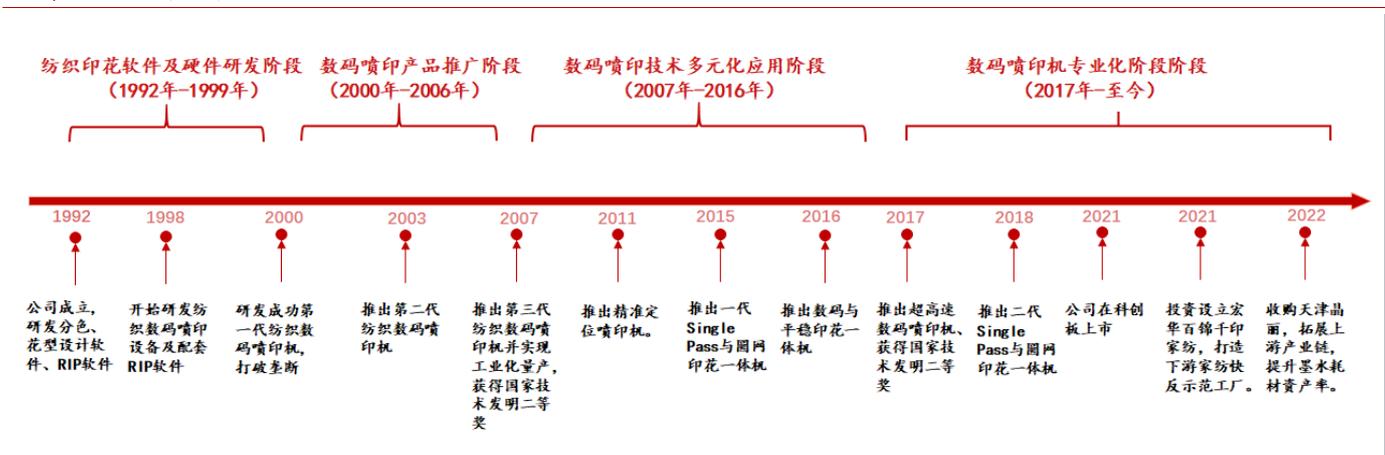
图表 34 : 公司历年研发支出及占比情况.....	- 24 -
图表 35 : 公司核心研发人员情况简介.....	- 24 -
图表 36 : 数码喷印设备的内部系统构成.....	- 25 -
图表 37 : 公司核心技术介绍.....	- 25 -
图表 38 : 公司数码直喷印花与国际知名设备厂商性能参数对比.....	- 26 -
图表 39 : 公司 Single Pass 印花机与国际知名设备厂商性能参数对比.....	- 26 -
图表 40 : 宏华数科墨水销售额、销售均价变动趋势.....	- 27 -
图表 41 : 天津晶丽数码主要财务数据情况.....	- 27 -
图表 42 : 宏华百锦千印家纺公司股权图.....	- 28 -
图表 43 : 宏华百锦千印家纺公司产品图.....	- 28 -
图表 44 : 公司业绩拆分.....	- 28 -
图表 45 : 可比公司估值情况.....	- 29 -
图表 46 : 宏华数科盈利预测模型.....	- 30 -

1、专注数码喷印领域，做纺织数码喷印行业龙头企业

1.1、公司定位：纺织数码印花综合解决方案提供商

- 公司是国内纺织数码印花设备龙头企业。公司成立于 1992 年，自成立以来一直专注于数码喷印技术的研究、开发和应用，是国内第一家自主研发数码喷印机的企业。公司自成立以来，主营业务及经营模式经历了四个阶段的演变：1992 年至 1999 年为纺织印花软件及硬件研发阶段、2000 年至 2006 年为数码喷印产品推广阶段、2007 年至 2016 年为数码喷印技术多元化应用阶段、2017 年至今为纺织数码喷印机专业化应用阶段。**2021 年 7 月 8 日公司成功在科创板上市。**目前，公司已成为纺织数码印花领域综合解决方案提供商，并积极向产业链上下游拓展。

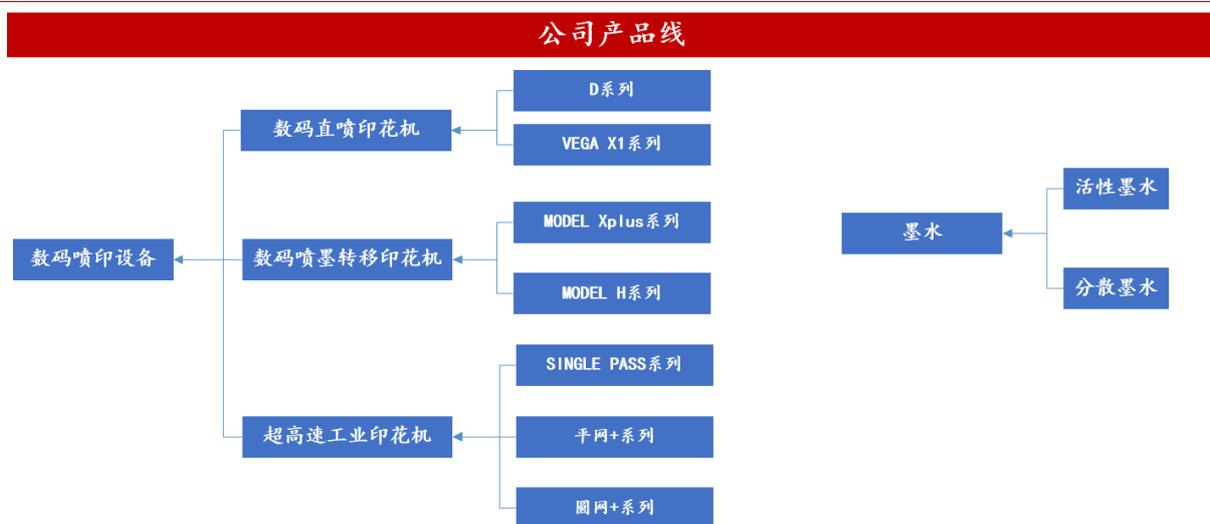
图表 1：公司发展历程



来源：公司官网，公司招股说明书，中泰证券研究所

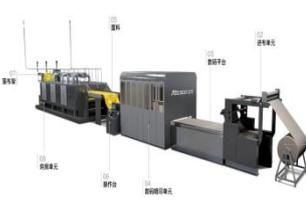
- 公司坚持采用“设备现行，耗材跟进”的经营模式，主营业务为数码喷印设备+墨水耗材产品。公司主要产品为数码喷印设备和墨水耗材等，数码喷印设备包括数码直喷印花机、数码喷墨转移印花机、超高速工业印花机，墨水包括活性墨水和分散墨水等。

图表 2：公司形成“设备+墨水”产品线



来源：公司招股说明书，公司官网，中泰证券研究所

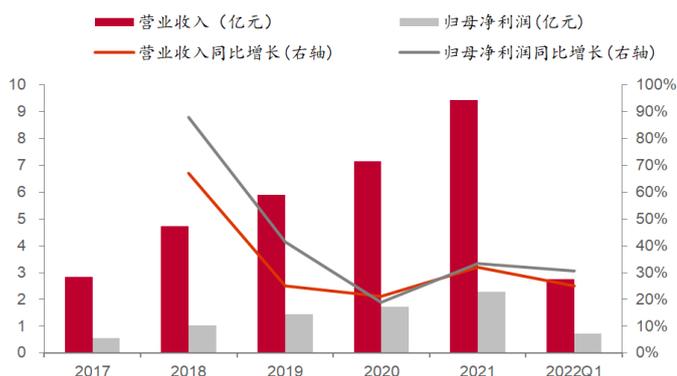
图表 3: 公司主营产品展示

产品类别	产品名称	产品图片	产品介绍
数码 喷印 设备	数码直喷印花机		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。
	数码喷墨转移印花机		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。
	超高速工业喷印机		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。在承印物幅宽为 1.5 米的情况下，设备最高喷印速度达 4,500 米/小时以上，典型喷印精度 1200dpi，满足 4/6/8/12 色喷印色彩需求，可实现与圆网同步印花，用于棉、麻、化纤等面料，满足下游客户大批量面料印花需求。
墨水	活性墨水、分散墨水等		公司生产的墨水基于喷头适配性研制，具有纯度高、流畅性好、稳定性高、色域广、得色率高、精细环保、防喷头堵塞等特点，并通过 OEKO-TEX（国际环保纺织协会）纺织品生态环保认证，适用于棉、麻、尼龙、涤纶等面料。

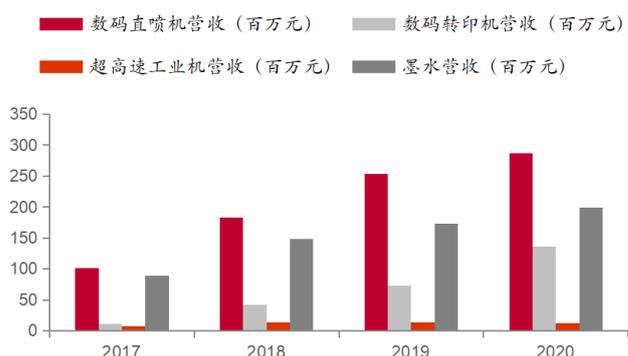
来源：公司招股说明书，中泰证券研究所

1.2、经营状况：营业收入持续增长，盈利能力优秀

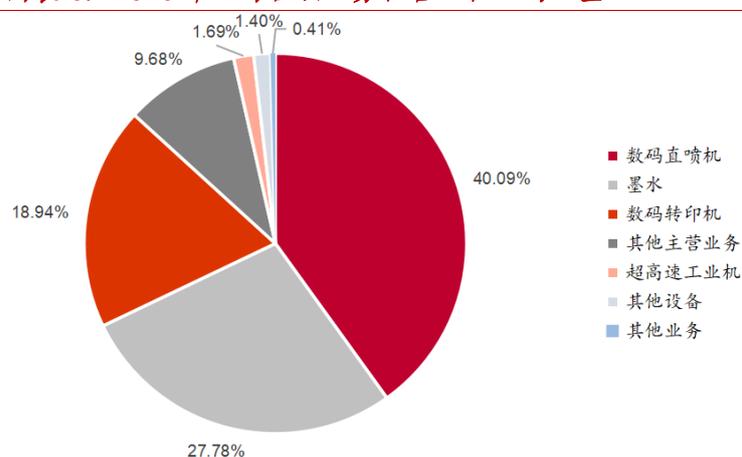
- 公司整体经营业绩保持快速增长态势，数码喷印设备和耗材业务均保持较快增长。**近年来，公司整体经营业绩保持快速增长态势，营业收入和归母净利润均保持快速增长，营收从 2017 年 2.83 亿元增长至 2021 年 9.43 亿元，CAGR 为 35.11%；归母净利润从 2017 年的 0.54 亿元增长至 2021 年的 2.27 亿元，CAGR 为 43.19%。2021 年，公司克服疫情因素的不利影响，借助于市场对数码喷印设备及墨水耗材需求持续高景气的契机，积极开拓市场，营业收入同比增长 31.74%；归母净利润同比增加 32.38%。公司主要业务中数码直喷机、数码转印机和墨水耗材业务均保持较快增长态势，而超高速工业机由于价格贵、需求少等原因拓展相对较慢。2020 年公司营业收入中，数码直喷机、墨水、数码转印机、其他主营业务、超高速工业机、其他设备、其他业务收入占营业收入比例分别为 40.09%/27.78%/18.94%/9.68%/1.69%/1.40%/0.41%。

图表 4: 公司营业收入及归母净利润情况


来源: wind, 中泰证券研究所

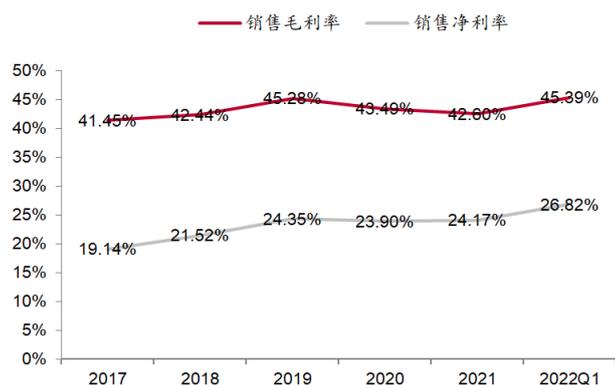
图表 5: 公司主要业务收入情况


来源: wind, 中泰证券研究所

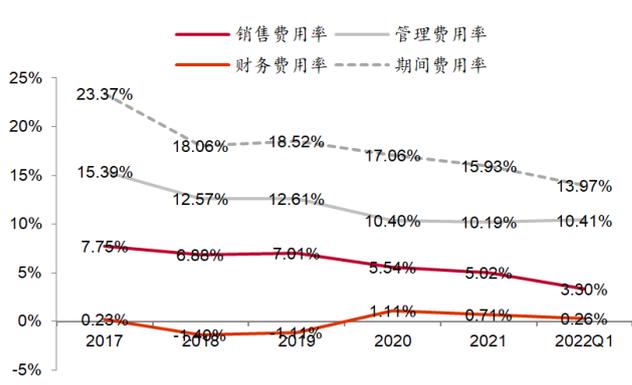
图表 6: 2020 年公司各项业务占营业收入的比重


来源: wind, 中泰证券研究所

- 盈利能力优秀，费用管控能力显著提升。**公司盈利能力优秀，2017 年以来公司毛利率与净利率有所提升，主要得益于公司数码印花设备销售规模提升带来的规模效益、销售结构中高端产品占比的不断提高以及海外市场拓展顺利使得公司毛利率稳中有升。2020 年以来为应对疫情带来的市场需求的不良影响，公司对机器售价进行适当调整，导致 2020 年以来毛利率较 2019 年略有下降。2021 年，公司销售费用率为 5.02%，同比减少 0.52pct；管理费用率为 10.19%，同比减少 0.21pct；财务费用率为 0.71%，同比减少 0.40pct，2017 年到 2021 年公司期间费用率从 23.37% 下降到 15.93%，期间费用率呈现下降趋势，公司费用管理水平优秀。

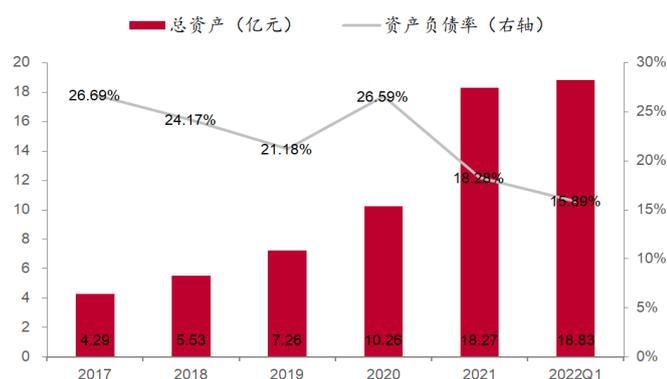
图表 7: 公司毛利率及净利率变化趋势


来源: wind, 中泰证券研究所

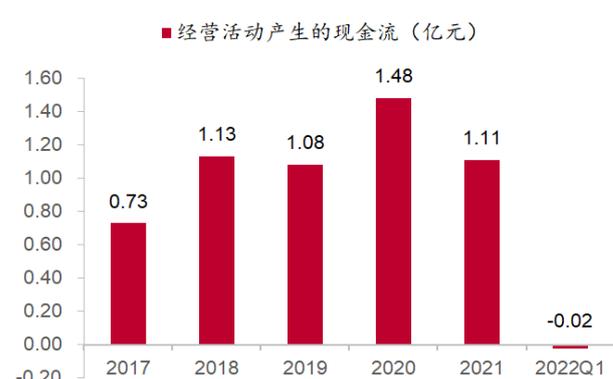
图表 8: 公司期间费用率变化趋势


来源: wind, 中泰证券研究所

- **资产负债率维持低水平, 经营现金流保持健康。**2017 年以来, 公司资产负债率维持较低水平, 截止 2021 年公司资产负债率降至 18.28%。同时得益于公司稳健的生产经营, 公司自 2017 年以来每年年底经营活动产生的现金流量净额为正, 经营性现金流保持健康。

图表 9: 公司资产负债率变化情况


来源: wind, 中泰证券研究所

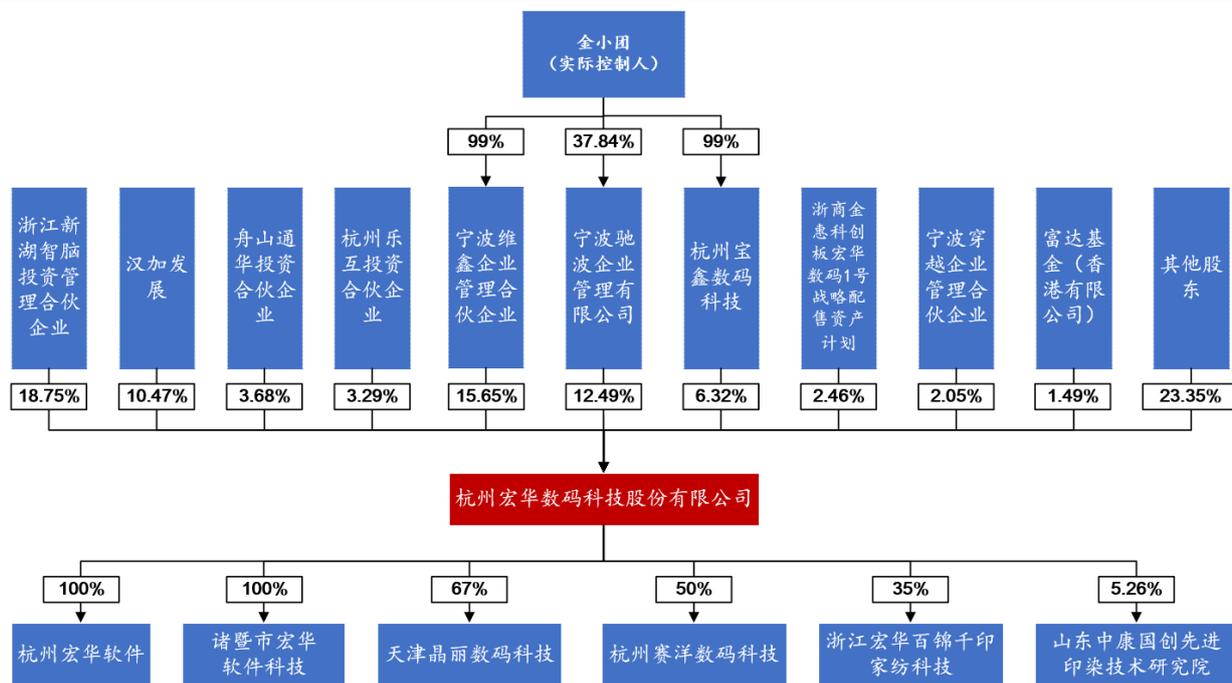
图表 10: 公司现金流变化情况


来源: wind, 中泰证券研究所

1.3、股权结构: 公司股权结构明晰, 股权激励绑定核心员工

- **公司控股股东、实际控制人为董事长金小团先生。**截至 2022 年一季度, 董事长金小团通过宁波维鑫、宁波驰波和宝鑫数码间接控制公司股权合计 34.46%, 是公司的大股东和实际控制人。另外, 宁波驰波企业管理有限公司是公司员工持股平台, 公司主要的高管通过此平台持有公司股份。

图表 11: 公司股权结构 (截止 2022Q1)



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- 员工激励充分, 业绩考核指标彰显发展信心。**2021年8月, 公司公告2021年限制性股票激励计划(草案), 向包括三名核心技术人员共计179人授予限制性股票40万股, 同时预留10万股, 授予价格为136元/股。股权激励考核目标为2021-2023年净利润, 需要以2020年归属上市公司股东净利润为基数剔除支付股权激励费用后, 增长率分别不低于30%、70%与120%。根据公司发布的2021年年报, 已完成21年考核目标, 股权激励较高的考核目标充分彰显了公司对未来发展的信心。

图表 12: 公司股权激励业绩考核条件

归属期	归属比例	公司业绩考核条件	满足条件的净利润最低值(亿元)
第1个归属期	30%	以2020年净利润为基数, 2021年净利润增长率不低于30%	2.22
第2个归属期	30%	以2020年净利润为基数, 2022年净利润增长率不低于70%	2.91
第3个归属期	40%	以2020年净利润为基数, 2023年净利润增长率不低于120%	3.76

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

1.4、募投项目: 项目实施将有助于巩固公司行业领先地位

- 募投项目有助于强化公司行业领先地位, 加速产能扩张。**公司IPO募投项目包括“年产2000套工业数码喷印设备与耗材智能化工厂建设项目”和“工业数码喷印技术研发中心建设项目”。智能工厂建设项目将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, 而研发中心建设项目将有助于公司加强技术创新, 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。同时公司在2022年4月12日发布非公开发行股票

预案，拟募资不超过 10 亿元用于“年产 3520 套工业数码喷印设备智能化生产线”和补充流动资金。公司的 IPO 募投项目和拟非公开发行项目紧紧围绕公司主营业务以及发展战略展开，未来项目实施有助于提升公司研发实力及核心竞争力。

图表 13: 公司 IPO 募投项目投资计划总览

序号	项目名称	项目总投资金额 (万元)	拟投入募集资金金额 (万元)
1	年产 2,000 套工业数码喷印设备与耗材智能化工厂建设项目	50,500.00	50,500.00
2	工业数码喷印技术研发中心建设项目	6,170.00	6,170.00
3	补充流动资金	35,000.00	35,000.00
	合计	91,670.00	91,670.00

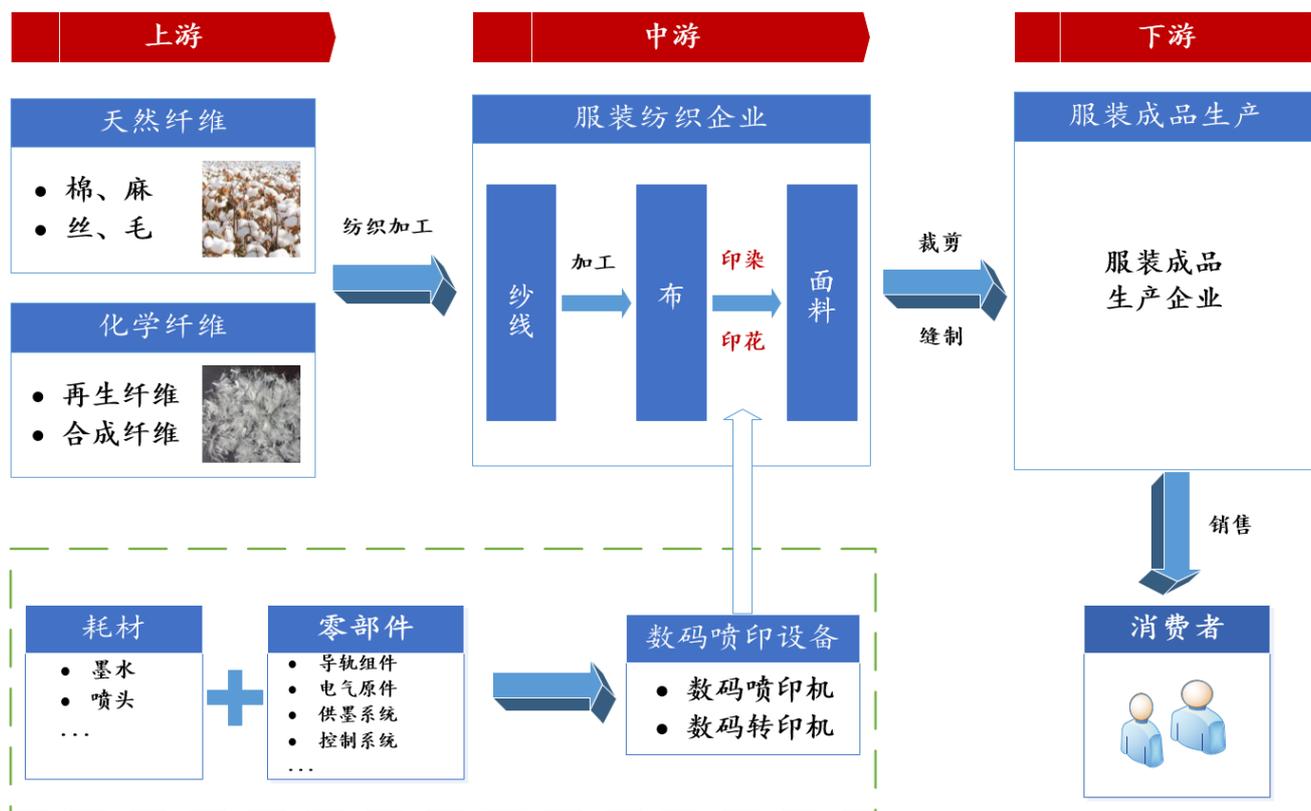
来源：公司招股说明书，中泰证券研究所

2、行业分析：多重因素助推数码印染加速替代传统印染

2.1、行业概况：数码印染正经历从“纯打样”到“大批量生产”的历程

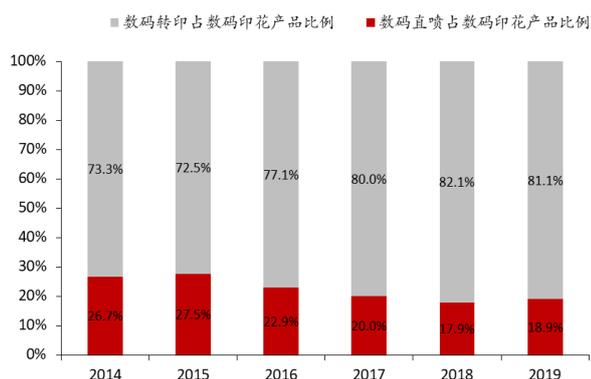
- **数码印染在纺织印染中渗透率提升空间较大。**印染行业作为纺织工业的重要组成部分，是纺织产业链中产品深加工、提升纺织品品质、功能和价值的重要环节，也是资源消耗和污染物排放的主要环节。根据 WTIN 的数据统计，2019 年全球印花面料年产量在 565 亿米，而国内印花面料年产量在 170 亿米，国内印花面料年产量占全球年产量的 30%。目前传统的印染工艺作为我国纺织主要印染方式根据中国印染行业协会统计数据，2019 年传统印染占比达 88.8%，数码印染仅占 11.2%。传统印染能耗高、污染严重，难以满足纺织印染对于绿色、环保日益增长的需求，同时传统印染需要制版打样生产周期长，难以满足下游“小单快反”的需求。而数码喷印技术污染小，无需制版即可进行生产，给纺织印染带来了前所未有的发展机遇，未来数码喷印在纺织印染中渗透率提升空间较大。

图表 14: 纺织数码印染行业产业链示意图

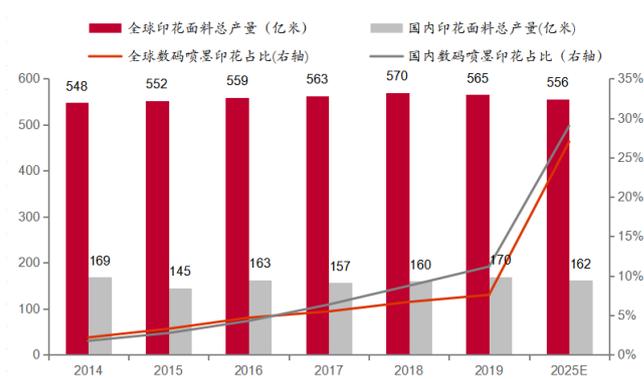


来源：华经情报网，公司招股说明书，中泰证券研究所

- 数码喷印可以分为数码直喷和数码热转印，数码热转印占比高于数码直喷。数码转印是指用数码喷绘的方式，将电脑里面图像通过高清打印机用热转印墨水在热转印纸上面喷绘出图案，然后通过转印的方式在转印到想要转印的产品上。数码直喷是指在对纺织面料进行预处理、涂覆黏结剂，然后采用数码印花机将墨水直接喷印在面料上，经加热烘干后形成成品。其中数码转印由于技术门槛相对较低及生产成本和传统的凹版纸印花价格接近，其渗透率提升较快。而数码直喷则由于国内起步晚，加工成本高及技术门槛高等原因渗透率相对较慢。根据中国印染行业协会的数据，国内数码喷墨印花占比从 2014 年的 1.8% 增至 2019 年的 11.2%。2019 年数码直喷占数码印花产品比例为 18.9%，而数码转印占比为 81.1%。

图表 15: 国内数码直喷和数码转印占比变动趋势


来源: 世界纺织品信息网, 中泰证券研究所

图表 16: 全球及国内数码印花占比变动趋势


来源: 中国印染行业协会, 中泰证券研究所

- 数码印花和传统印花相比, 优势明显。** 数码印花与传统印花相比, 在性能各方面均占优, 如在对花精度、套色数量、花型最大尺寸、颜色效果、布边问题等方面均优于传统印花。另外, 数码印花技术具有环保性、高效性、灵活性、简洁性及高质产出等优点, 其能够满足传统印花市场向“个性化、小批量、交货快、花型多、高品质”转型的需求, 在部分领域能够实现对传统印花方式的替代(备注: 具体优势分析见本报告 2.2 节)。

图表 17: 数码印花和传统印花的优劣势对比

对比项目	传统印花	数码印花
对花精度	精度一般, 容易出现对花不准瑕疵布	对花精准
套色数量	花筒和筛网的数量有限	无限制
花型最大尺寸	常见圆网花回是 640mm, 1180mm 较少用	无限制
颜色效果	印染颜色受设备限制	印染颜色几乎可以再现自然界各种颜色
布边问题	有时很难避免或者清除	不存在此问题
环保问题	洗筛网、洗浆桶、制版产生大量污水	接近于 0
小订单问题	因筛网成本和色浆、布的浪费, 成本很高	几乎为 0
换花型、色位时间	时间长短取决于筛网的数量和洗网效率	0.00
工人数量	进出布 2 人、挡车 1 人、副手 1 人、调浆 2 人	1-2 人
占地面积	网版占地空间大	无需制版制网, 占地空间小
放样时间	取决于制网时间, 但一般需要 3-4 周	下订单到生产只需 3 小时左右
备生产速度(米/分钟)	50-100	最高 75 (宏华 Single Pass 机型)
适用生产情景	适应较大批量生产	适应灵活、多品种和快速反应的生产

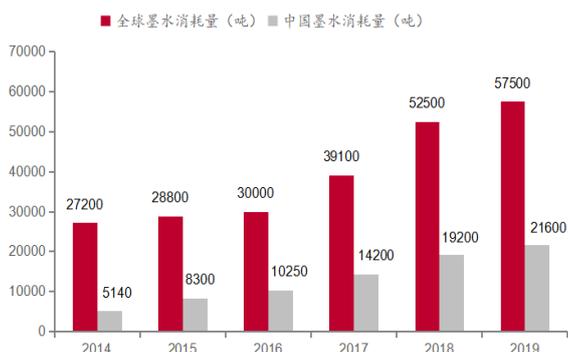
来源: 华经情报网, 中泰证券研究所

- 目前数码印花产业渗透率低的原因分析。** 尽管数码印花存在以上多种优势, 但目前数码印花产业在国内渗透率仅有 10% 左右, 尤其是数码直喷渗透率相较于数码转印更低, 其原因归结如下: ① 数码印花单位加工成本目前仍高于传统圆网/平网印刷。② 数码印花操作难度相对较大, 产业工人配套欠缺。数码印花是用数字化喷印替代机械喷印的改进, 虽然对操作人员数量要求大大减少, 但是对操作工人技术要求高, 需要企业建立明确的操作规范, 作业人员具备数字化控制技能, 这是目前国内很多

印染企业欠缺的。③下游需求趋势的改变过程需要较长时间。数码印花满足了终端快时尚的小批量、个性化、多样化的需求，符合互联网电商的发展需求，但下游需求趋势的改变需要一个过程。目前大部分印染企业仍然是大批量传统印染为主，小批量数码印花为辅的生产布局。

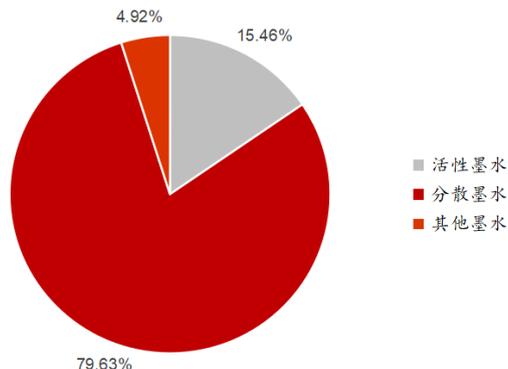
- **墨水作为耗材随着数码喷印设备保有量的不断增加，需求量也不断提高。**纺织品数码喷墨印花墨水种类丰富，包括分散、活性、涂料、阳离子、还原、直接等，其中常用的墨水有分散、活性、酸性和涂料。根据中国印染行业协会数据 2019 年，国内数码印花模式消耗量约 21600 吨，其中分散墨水、活性墨水、其他墨水占比分别为 79.63%/15.46%/4.92%，分散墨水占比近八成主要原因在于数码转移印花占印花总量比例较高。目前国内数码喷墨印花墨水在墨水的稳定性、色彩饱和度、喷头匹配性等方面取得明显的技术进步，从过去完全依赖进口转变为自主研发为主的模式。

图表 18: 国内和国际墨水消耗量变动趋势



来源: WTiN, 中国印染行业协会, 中泰证券研究所

图表 19: 2019 年国内数码印花墨水消耗量分类占比

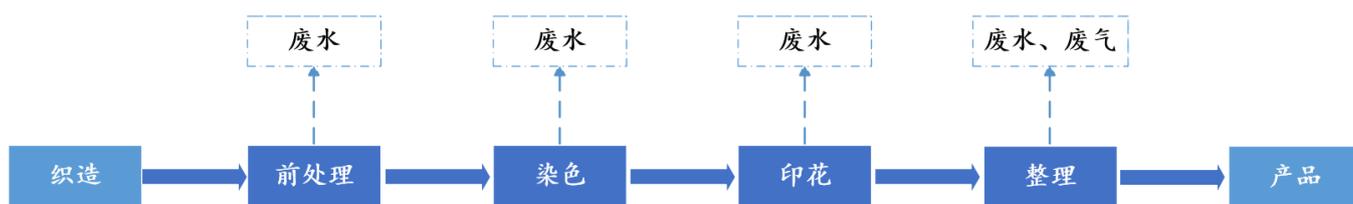


来源: 中国印染行业协会, 中泰证券研究所

2.2、行业驱动因素：数码印染优势逐渐凸显，渗透率提升空间较大

- **数码印染相较于传统印染污染更少，其绿色环保的特点符合国家“双碳”政策要求。**纺织行业本身是排污大户，在纺织印染环节中传统的纺织印染产生的印染废水是纺织工业的主要污染源。传统印染在印染环节中使用的是染料，而数码印染在喷印中使用的是墨水，数码喷印是喷头在织物上进行精确的喷墨，因此喷墨打印过程中很少产生废墨。数码印染在生产过程中只会在前处理上浆和后整理水洗中产生一定废液，污染来源较传统印染少很多，污水处理成本比传统印花少。因此，采用数码印染的生产方式可以让企业减少单位产量的污水排放量，减轻了印染企业对排污指标的依赖。

图表 20: 典型染整工艺流程及其产排污环节



来源:《纺织工业产排污特征与水污染治理技术进展》,中泰证券研究所

- 国家及地方政府出台各项政策,加大纺织印染环节的环保整治力度,有助于引导传统印染企业向数码印染的转型升级。**随着“美丽中国”行动的逐步深入以及中国“碳达峰、碳中和”战略的推进,数码喷墨印花正得到越来越多的环保政策支持。作为高污染行业的纺织印染业,各地对其排污指标控制越来越强,印染企业排污成本越来越高,这倒逼很多企业加快淘汰落后的印花设备,加快数码印花设备对传统印花设备的替代。在印染行业高度发达的浙江省,2021年3月浙江省生态环境厅和浙江省经济与信息化厅联合发布的《浙江省纺织印染(数码喷印)绿色准入指导意见(试行)》,明确提出鼓励传统印花企业向数码印花转型。

图表 21: 2017-2021 年印染行业相关产业政策和法律法规

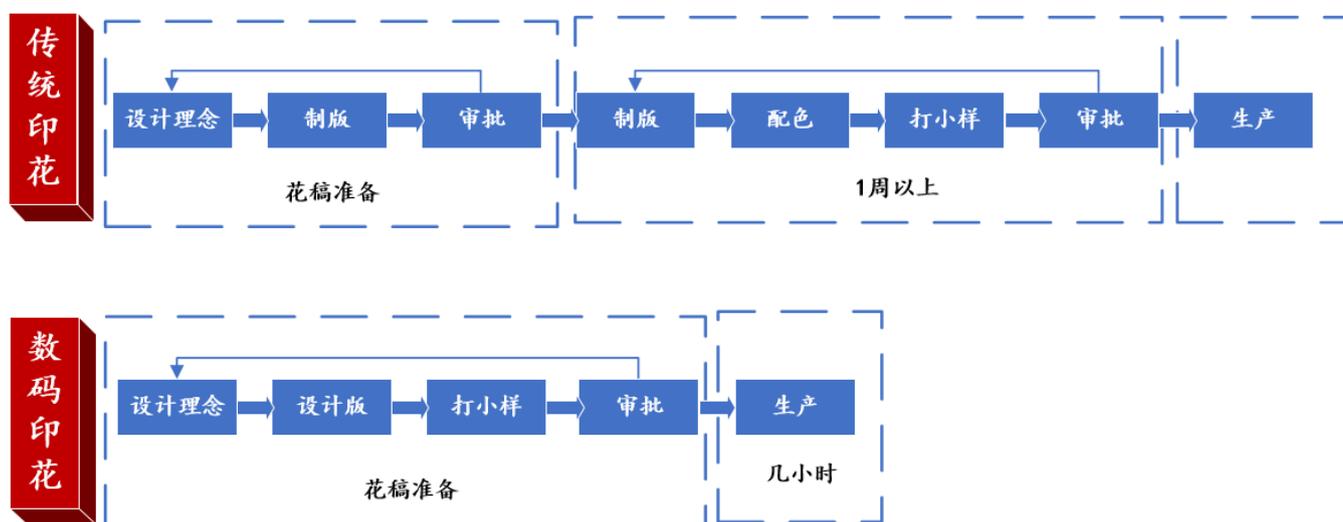
时间	部门	政策法规	相关内容
2017年9月	工信部	《印染行业规范条件(2017版)》	促进印染行业产业结构调整和转型升级,规范印染行业生产经营和投资行为,推进节能减排清洁生产,引导印染行业向技术密集、资源节约、环境友好型产业发展,根据国家有关法律、法规和产业政策,制定本规范条件。
2018年1月	环保部	《纺织印染建设项目重大变动清单(试行)》	为进一步规范建设项目环境影响评价管理,根据《环境影响评价法》《建设项目环境保护管理条例》及有关规定,环保部起草了《纺织印染建设项目重大变动清单(试行)》
2019年10月	工信部	《印染行业绿色发展技术指南》(2019年版)	将数码喷墨印花作为节能减排染色的推广技术,为地方政府推动行业转型升级提供指导,给印染企业技术改造指引方向
2019年10月	工信部	《首台(套)重大技术装备推广应用指导目录(2019年版)》	将纺织品数码喷墨与圆网(平网)印花联合机、高速数码直喷印花生产线列入指导目录,不断提升重大技术装备的科研水平,加快推进首台(套)装备的研发和应用
2021年3月	浙江省	《浙江省纺织印染(数码喷印)绿色准入指导意见(试行)》	遵循推进减排、降低能耗、激励先进、促进创新的原则,对符合纺织印染(数码喷印)绿色准入要求的纺织印染建设项目,给予相应的政策扶持措施。
2021年7月	浙江省	《浙江省节能降耗和能源资源优化配置“十四五”规划》	加强重点用能地区结构调整。绍兴、湖州、嘉兴、温州要严格控制纺织印染、化纤、塑料制品等制造业产能,采用先进生产技术,提升高附加值产品比例,大幅提升单位增加值能耗水平。
2021年8月	山东省	《山东省纺织服装产业2021-2023年行动方案》	培育智能绿色印染基地。依托泰安、青岛、滨州、淄博、烟台等市在智能化印染以及印染关键技术的领先优势,

			打造全国领先的智能化印染产业基地。
--	--	--	-------------------

来源：公司招股书，工信部、环保部、浙江省及山东省政府网站，中泰证券研究所

- **数码印花相比传统印花更能适应下游“小单快反”的需求，商业模式的改变加速传统印花向数码印花转型。**数码印花相对于传统印花来说，生产流程大大简化，无需等待制版，可以随时按需要进行生产，将生产周期大大缩短。而目前电商平台销售模式使得产品直面终端消费者，使得零库存、个性化定制成为市场发展方向，这就要求纺织印染企业经营重心从以生产为中心逐步转向以客户为中心。印花方式也逐步从大批量生产更多的转向小批量柔性生产，而数码印花全过程实现数字化、可变化，不仅能快速反应订单需求，而且可以按照复杂订单进行生产，可以满足下游“小单快反”的需求。

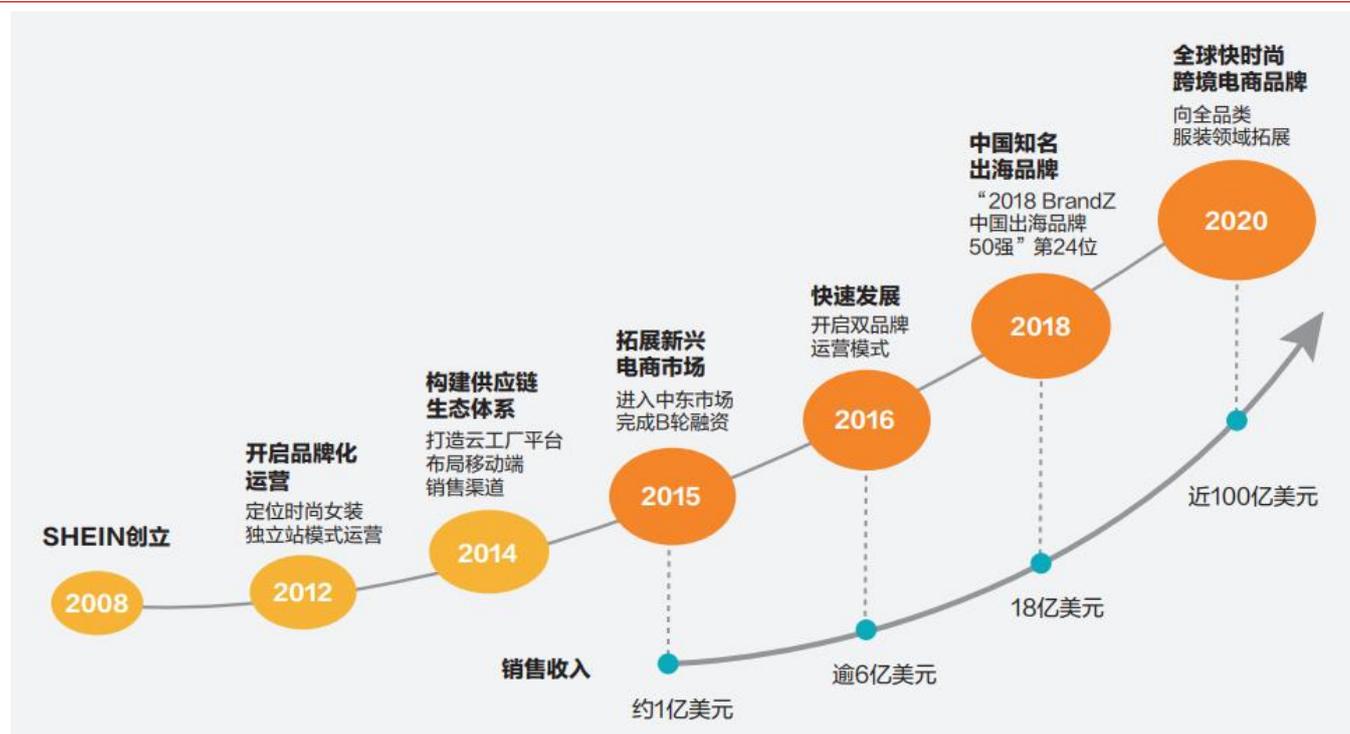
图表 22：数码印花和传统印花的生产准备流程对比



来源：《纺织品数码印花技术综述》，中泰证券研究所

- **快时尚龙头希音（SHEIN）凭借“小单快反”模式成为全球快时尚龙头。**希音成立于2008年，成立之初主要开展婚纱、礼服出口业务。2012年，希音放弃原有业务转型时尚女装自主设计、加工和出口业务，2020年，希音销售额近100亿美元，连续9年复合增长率超过100%，成长为全球B2C快时尚跨境电商品牌。希音没有自己的生产工厂，订单全部由具有“小单快反”生产能力代工厂完成。而数码印花相较于传统印花更能支撑“小单快反”模式，数码喷印无需制板，打样时间由传统工艺的1周缩短为几小时，可以随时按需要进行生产，而且在希音小单100件-500件需求量下，数码印染的生产成本要低于传统圆网、平网印染的生产成本。

图表 23: 希音发展历程



来源:《希音打造快时尚跨境电商品牌》, 中泰证券研究所

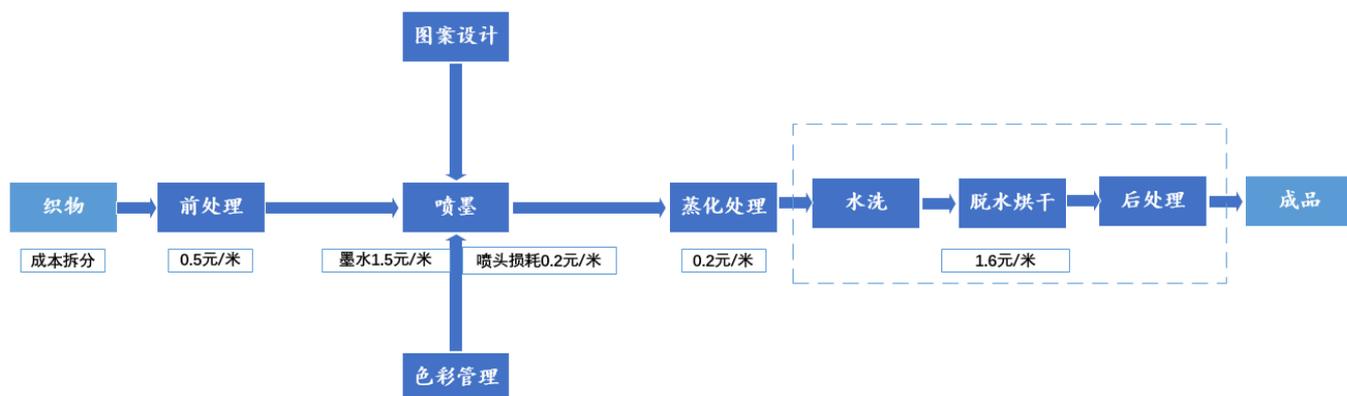
图表 24: 希音 2021 年供应商招募条件

	FOB 供应商	OMD 供应商	二次工艺厂
订单模式	<ul style="list-style-type: none"> •7-11 天货期 •小单快反: 100-500 件/单 •SHEIN 提供设计图和样衣, 工厂包工包料 	<ul style="list-style-type: none"> •10-15 天货期 •小单快反: 100-500 件/单 •供应商自行设计加工产品, 由 SHEIN 贴牌销售 	SHEIN 提供服装成品, 加工厂负责洗染、印花等二次工艺
品类	欧美、非洲、中东男女时装以及童装等	瑜伽服、泳衣、欧美女装、童装等	漂洗、染色、印花、绣花等
基本要求	<ul style="list-style-type: none"> •珠三角地区工厂优先 •实施 5S 管理模式优先 •擅长小单快反生产模式 •具备营业执照 •工厂面积 2000 平方米以上、车位超过 80 个 	<ul style="list-style-type: none"> •珠三角地区工厂优先 •实施 5S 管理模式优先 •擅长小单快反生产模式 •具备营业执照, 具有设计、生产一体化能力 •工厂面积 1000 平方米以上、车位超过 50 个 	<ul style="list-style-type: none"> •具备营业执照 •符合相关环保标准 •漂洗、染色场地面积 1000 平方米以上, 印花、绣花场地面积 500 平方米以上

来源: SHEIN 云工厂, 中泰证券研究所

- **数码喷印环节相关设备和耗材成本下降, 数码印染加工费用逐渐向传统印刷靠近。** 数码印染分为数码直喷和数码热转印, 目前数码热转印渗透率进展顺利且预计未来仍会提升, 其主要原因就在于数码热转印其印花成本已经和传统的凹版印刷成本相近。目前墨水耗材仍有着较大的下降空间, 未来渗透率有望和数码直喷加工成本形成量升价跌的良性循环。根据中国印染行业的数据, 可以看到数码喷墨印花墨水的价格成本在显著下降。从 2017 年到 2020 年, 数码直喷和数码热转印使用的墨水成本分别下降幅度都在 50% 左右。

图表 25: 数码直喷印花的加工成本拆解



来源: 爱普生官网, 中泰证券研究所

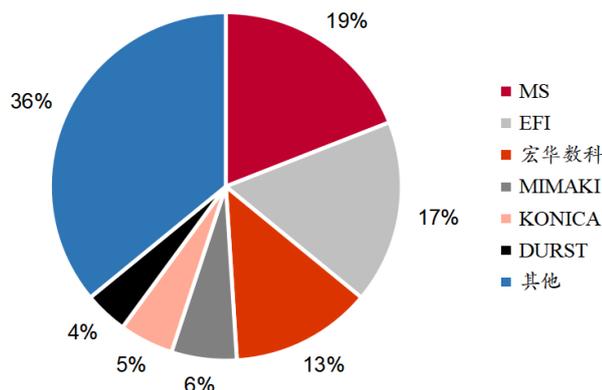
图表 26: 数码及传统印染加工费及数码印染墨水成本对比

加工方式	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
数码直喷印花加工费 (元/米)	18-20	15-16	12-14	10-12
其中: 墨水平均成本 (元/米)	2.8	2.4	2	1.5
传统网印加工费 (元/米)	2-4	2-4	2-4	2-4
数码转印加工费 (元/米)	7-8	5-6	3.5-4	3-4
其中: 墨水平均成本 (元/米)	1	0.8	0.6	0.5
传统凹版印花加工费 (元/米)	1.8-2.5	1.5-2.5	1.5-2	1.5-2

来源: 中国印染行业协会, 中泰证券研究所

2.3、竞争格局: 公司凭借成本、技术等优势占据全球行业前三的位置

- 公司在全球数码喷印行业中市场份额位居前三, 国内市场份额占半壁江山。目前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、宏华数码、Mimaki、Konica Minolta、Epson 等占据了全球数码印花设备应用市场份额一半以上。从国内看, 目前我国处于数码印花行业发展初期阶段, 数码喷印设备企业规模参差不齐且以中小型企业为主, 但公司作为国内专注于数码喷印少数先进企业, 拥有较强的技术开发能力, 可以生产与国际同行竞争的各种数码喷印设备。根据 WTiN 发布的数据显示, 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 13%, 仅次于 MS 和 EFI-Reggiani, 位居世界第三。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%。

图表 27: 数码喷印设备全球份额占比 (2018 年)


来源: WTiN, 中泰证券研究所

图表 28: 行业内主要竞争对手情况简介

类型	公司	主要产品	基本情况
境外企业	MS	MS-JPK 高速数码印花系列、MS LaRio 系列	公司成立于 1983 年, 是意大利知名的印花设备制造商之一, 主要为客户提供高速数码喷印设备, 现隶属于美国都福集团旗下
	EFI-Reggiani	VOGUE 数码直喷印花系列、BOLT Single Pass 数码打印机	Reggiani 成立于 1957 年, 是意大利知名的印花设备供应商, 在以水性墨水为基础的纺织品印刷中, 拥有广泛的工业喷墨打印产品线, 2015 年被美国 EFI 公司 (Electronics For Imaging, Inc.) 战略性收购
	Mimaki	TS 系列转移喷墨打印机、Tiger 系列高速直喷印花打印机	公司成立于 1975 年, 主要从事商用喷墨打印机、切割绘图机、软件等的开发、制造和销售
	Konica	Nassenger 系列印花机等	公司成立于 1873 年, 涉足于产业印刷、办公服务、健康医疗、产业用光学系统和材料零部件五大领域, 目前数码专业印刷领域主要产品为数字印刷设备等
	EPSON	MonnaLisa 系列、Epson SureColor 大幅面数码打印机	公司成立于 1942 年, 2016 年通过收购意大利印花机厂商 Fratelli Robustelli, 扩充产品线, 发展数码印花设备产业链
境内企业	汉弘集团	水性墨水直喷机、热转印印花机、Single Pass 机	公司成立于 2012 年, 是一家提供数字喷墨印刷设备、软件、墨水、配件及专业服务的公司, 产品应用领域覆盖多行业
	希望高科	海风 HF 系列数码印花机	公司成立于 2015 年, 推出多种规格的扫描式、连续式数码印花机, 可以满足不同印花企业的生产需求

来源: 公司招股说明书, 中泰证券研究所

2.4. 数码喷印设备及墨水耗材市场空间测算

■ 全球数码喷印设备销量市场空间测算:

测算假设: 1) 数码直喷机由于价格较贵, 操作难度大等原因, 渗透率一直慢于数码转印机, 未来随着数码直喷机降本增效, 其优势将逐渐凸显, 渗透率将加速提升。 2) 考虑新冠疫情影响, 全球纺织品需求下滑, 2020 年、2021 年全球和中国新增设备增速将有所下滑, 考虑到 2022 年全球各国逐步放开疫情管控, 2022 年之后需求将有所提升, 但预期 2022 年后增速逐渐趋

缓。3)使用寿命较短的低速数码转移印花设备在2020和2021年加速淘汰,未来新增设备以高速机为主,预计淘汰比率在2021年以后将保持平稳水平。4)可将当年新增装机量看做当年销量。

市场空间测算:根据世界纺织品信息网(WTiN)及中国印染行业协会等数据,2015-2019年全球数码喷印设备销量由7850台增长至15200台(注:是指除中国以外的地区的销量),其中数码直喷设备销量从350台增加到3500台,数码转印设备销量从7500台增加到了11700台。2015-2019年国内数码喷印设备销量由5300台增长至12600台,其中数码直喷设备销量从300台增加到650台,数码转印设备销量从5000台增加到了12000台。我们预计到2025年全球数码喷印设备销量将达到34428台,其中数码转印机/数码直喷机销量分别为22654/11773台。我们预测到2025年国内数码喷印设备销量将达到25817台,其中数码转印机/数码直喷机销量分别为22179/3638台。假设数码喷印设备随着规模效应提升导致成本和售价逐步下降,预测到2025年数码直喷机/数码转印机售价下降到104/24万元/台。我们测算得到2025年全球数码喷印设备的市场规模为176.81亿元,国内数码喷印设备市场规模为91.07亿元。

图表 29: 数码喷印设备市场空间测算

项目	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
全球数码喷印设备年初保有量(台)	27840	31140	35080	40630	45990	42490	47795	57466	68873	81524	95448
其中:数码直喷机	3440	3740	4380	5430	7290	7790	10647	14814	19874	26062	33267
数码转印机	24400	27400	30700	35200	38700	34740	37188	42692	49039	55502	62221
当年淘汰量(台)	4550	5120	5200	8800	18700	11591	10362	12154	14247	16482	18882
其中:数码直喷机	50	120	200	300	3000	1169	1065	1481	1987	2606	3327
淘汰率	1.45%	3.21%	4.57%	5.52%	41.15%	15.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%
数码转印机	4500	5000	5000	8500	15700	10422	9297	10673	12260	13876	15555
淘汰率	18.44%	18.25%	16.29%	24.15%	40.57%	30.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%
当年装机量(台)	7850	9060	10750	14160	15200	16895	20033	23561	26898	30406	34428
其中:数码直喷机	350	760	1250	2160	3500	4025	5233	6541	8176	9811	11773
yoy		117.14%	64.47%	72.80%	62.04%	15.00%	30.00%	25.00%	25.00%	20.00%	20.00%
数码转印机	7500	8300	9500	12000	11700	12870	14801	17021	18723	20595	22654
yoy		10.67%	14.46%	26.32%	-2.50%	10.00%	15.00%	15.00%	10.00%	10.00%	10.00%
年末保有量(台)	31140	35080	40630	45990	42490	47795	57466	68873	81524	95448	110994
其中:数码直喷机	3740	4380	5430	7290	7790	10647	14814	19874	26062	33267	41713
数码直喷机占比	12.01%	12.49%	13.36%	15.85%	18.33%	22.28%	25.78%	28.86%	31.97%	34.85%	37.58%
其中:数码转印机	27400	30700	35200	38700	34740	37188	42692	49039	55502	62221	69320
数码转印机占比	87.99%	87.51%	86.64%	84.15%	81.76%	77.81%	74.29%	71.20%	68.08%	65.19%	62.45%
国内数码喷印设备年初保有量(台)	8900	11200	14600	19000	27000	29100	34620	40143	46699	56543	66798
其中:数码直喷机	900	1200	1600	2000	2500	3100	3820	4723	5966	7664	9975
数码转印机	8000	10000	13000	17000	24500	26000	30800	35420	40733	48880	56823
当年淘汰量(台)	3000	2000	3000	3000	10550	7893	9393	10862	10482	12603	14704
其中:数码直喷机	—	—	—	—	50	93	153	236	298	383	499
淘汰率	—	—	—	—	2.00%	3.00%	4.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%
数码转印机	3000	2000	3000	3000	10500	7800	9240	10626	10183	12220	14206
淘汰率	37.50%	20.00%	23.08%	17.65%	42.86%	30.00%	30.00%	30.00%	25.00%	25.00%	25.00%
当年装机量(台)	5300	5400	7400	11000	12650	13413	14916	17418	20326	22858	25817
其中:数码直喷机	300	400	400	500	650	813	1056	1479	1996	2695	3638
yoy		33.33%	0.00%	25.00%	30.00%	25.00%	30.00%	40.00%	35.00%	35.00%	35.00%
数码转印机	5000	5000	7000	10500	12000	12600	13860	15939	18330	20163	22179
yoy		0.00%	40.00%	50.00%	14.29%	5.00%	10.00%	15.00%	15.00%	10.00%	10.00%
年末保有量(台)	11200	14600	19000	27000	29100	34620	40143	46699	56543	66798	77911
其中:数码直喷机	1200	1600	2000	2500	3100	3820	4723	5966	7664	9975	13115
数码直喷机占比	10.71%	10.96%	10.53%	9.26%	10.65%	11.03%	11.77%	12.77%	13.55%	14.93%	16.83%
其中:数码转印机	10000	13000	17000	24500	26000	30800	35420	40733	48880	56823	64796
数码转印机占比	89.29%	89.04%	89.47%	90.74%	89.35%	88.97%	88.23%	87.23%	86.45%	85.07%	83.17%
数码直喷机售价(万元/台)					120	114	112	110	108	106	104
数码转印机售价(万元/台)					40	34	32	30	28	24	24
全球数码喷印市场空间(万元)					888000	896430	1059656	1230086	1407218	1534237	1768110
中国数码喷印市场空间(万元)					558000	521025	561820	640833	728838	769580	910680

来源:《全球纺织品数码喷墨印花发展现状及趋势深度解析》,中泰证券研究所

■ 墨水耗材市场空间测算

测算假设：1) 墨水作为耗材，其消耗量主要和采用数码印染的面料数量相关，随着采用数码印染的面料增加而增加。2) 随着墨水消耗量的不断扩大，墨水价格得益于规模效应也在不断下降，未来仍有较大降价空间。3) 墨水耗材中分散墨水主要用于数码转印机，而活性墨水主要用于数码直喷机。受益于数码转印机价格低、技术门槛低等因素，数码转印机拓展速度快于数码直喷机。未来随着数码直喷机降本增效，数码直喷机将加速拓展，相应的活性墨水销量份额将快速提升。

市场空间测算：伴随数码喷印市场的快速拓展，全球数码喷墨印花墨水的消耗量逐年增加，从2014年的2.72万吨增长到了2019年的5.75万吨，增速为111.40%，2019年全球墨水消耗量中，活性墨水/分散墨水/其他墨水占比分别为19.48%/56.70%/23.83%。根据世界纺织品信息网(WTiN)预测数据，到2025年全球数码喷墨印花墨水的消耗量将达到16万吨，其中活性墨水/分散墨水/其他墨水消耗量分别为6.00/7.50/2.50万吨。我们预计未来随着数码印染渗透率不断提高墨水耗量也将随之提高，同时由于数码喷印设备印花速度不断提升，数码印花生产效率不断提升的情况下，预计墨水的消耗量将高于设备新增量。因此我们预测到2025年国内数码喷墨印花墨水的消耗量将达到8万吨，其中活性墨水/分散墨水/其他墨水消耗量分别为3.00/4.60/0.40万吨。假设到2025年活性墨水/分散墨水/其他墨水售价下降到7.00/3.00/10.00万元/每吨。我们测算得到2025年全球墨水的市场规模为89.5亿元，国内墨水市场规模为38.8亿元。

图表 30：墨水市场空间测算

项目	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2025E
全球墨水消耗量(吨)	27200	28800	30000	39100	52500	57500	160000
其中：活性墨水(吨)	7000	6800	6900	8700	10900	11200	60000
占比	25.74%	23.61%	23.00%	22.25%	20.76%	19.48%	37.50%
其中：分散墨水(吨)	5500	7200	10500	16000	25900	32600	75000
占比	20.22%	25.00%	35.00%	40.92%	49.33%	56.70%	46.88%
其中：其他墨水(吨)	14700	14800	12600	14400	15700	13700	25000
占比	54.04%	51.39%	42.00%	36.83%	29.90%	23.83%	15.63%
中国墨水消耗量(吨)	5140	8300	10250	14200	19200	21600	80000
其中：活性墨水(吨)	1040	1400	1600	2200	3000	3300	30000
占比	20.23%	16.87%	15.61%	15.49%	15.63%	15.28%	37.50%
其中：分散墨水(吨)	3600	6300	8000	11200	15250	17000	46000
占比	70.04%	75.90%	78.05%	78.87%	79.43%	78.70%	57.50%
其中：其他墨水(吨)	500	600	650	800	950	1050	4000
占比	9.73%	7.23%	6.34%	5.63%	4.95%	4.86%	5.00%
活性墨水售价(万元/吨)	30.00	26.00	22.00	18.00	15.00	13.00	7.00
分散墨水售价(万元/吨)	10.00	8.00	7.00	6.00	5.50	5.00	3.00
其他墨水售价(万元/吨)	60.00	50.00	40.00	30.00	20.00	18.00	10.00
全球墨水市场空间(万元)	1147000	974400	729300	684600	619950	555200	895000
中国墨水市场空间(万元)	97200	116800	117200	130800	147875	146800	388000

来源：《全球纺织品数码喷墨印花发展现状及趋势深度解析》，中泰证券研究所

3、公司分析：“设备+耗材”构筑行业龙头地位，上下游拓展打开成长空间

3.1、坚持“设备+耗材”战略，打造国内数码喷印龙头企业

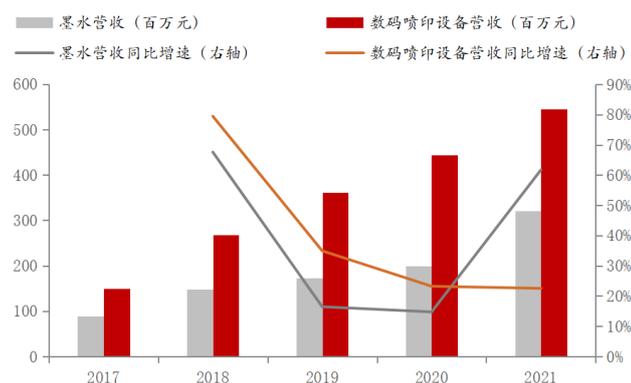
- 公司坚持为客户提供全生命周期服务，做数码喷印一体化综合解决方案提供商。公司聚焦纺织数码印花的工业应用，为下游印染客户提供集售前咨询、售中调试、售后服务以及软件支持于一体的服务，公司通过为客户提供数码喷印一体化综合解决方案从而实现设备、耗材应用推广。

图表 31：公司数码喷印综合解决方案介绍

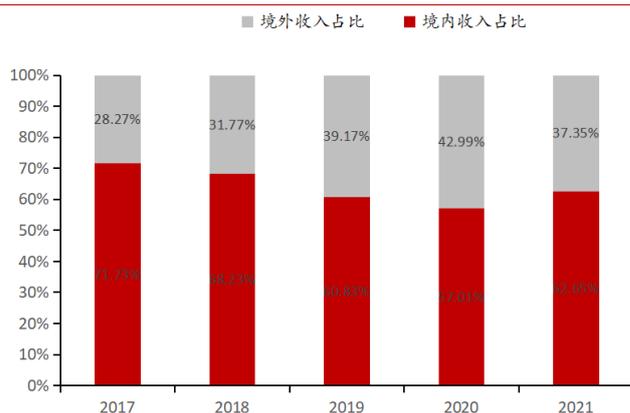


来源：公司招股说明书，中泰证券研究所

- 公司坚持“设备先行，耗材跟进”的经营模式。印染行业下游企业在采购数码喷印设备时，往往为了喷印运行稳定性去选择原厂配套的墨水耗材。基于此特点，公司推行“设备先行，耗材跟进”的经营模式，为客户提供高性价比的数码印花设备和耗材的组合产品，从而实现自身数码喷印设备、耗材及配件的联动式推广、销售。从公司财务报表中也可以看到，公司数码喷印设备业务收入和墨水耗材业务均实现了较快增长。其中墨水业务随着公司设备保有量的不断增加和规模效应的凸显收入增速显著提升，2021年公司墨水业务收入同比增长61.70%。“设备先行，耗材跟进”的经营模式提升了公司数码印花设备和耗材的综合市场竞争力，从而使得公司的产品进入良性互推发展轨道。

图表 32: 公司数码喷印设备和墨水耗材营收情况


来源: wind, 中泰证券研究所

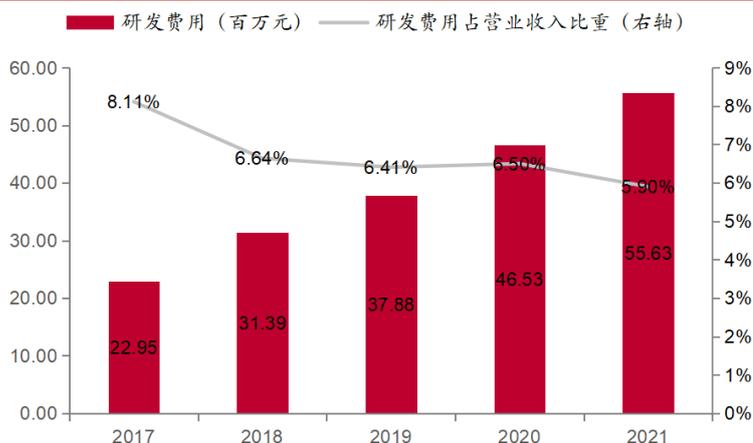
图表 33: 公司境内和境外收入占比变动趋势


来源: wind, 中泰证券研究所

- 国内和海外市场拓展并举, 海外市场营收份额占比显著提升。**公司数码喷印设备与墨水的海外市场收入规模持续保持较快增长, 2021 年公司实现海外收入 3.50 亿元, 相比上年增加了 0.43 亿元, 境外收入占公司营业收入比例从 2017 年的 28.27% 上升到了 2021 年的 37.35%, 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。为拓展海外市场, 公司采取多种措施, 包括: ①对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; ②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。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。

3.2、公司研发实力雄厚, 研发成果显著, 产品性能向国外一流企业看齐

- 研发投入持续加大, 研发团队实力雄厚。**公司 2019 年到 2021 年研发费用金额分别为 3787.59 万元、4652.85 万元和 5562.70 万元, 呈逐年递增态势, 同时公司 IPO 募投项目“工业数码喷印技术研发中心建设项目”研发中心建设项目未来运行后将有助于公司加强技术创新, 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。公司研发团队实力雄厚, 在长期的经营中形成了以董事长金小团先生为核心的研发团队。截止 2021 年 12 月底, 公司共有研发人员 133 人, 占公司员工总数的 32.36%。其中, 核心技术人员均在公司任职超过 10 年, 并参与了国家科技支撑计划课题、863 计划、国家重点研发计划等重大科研项目。

图表 34: 公司历年研发支出及占比情况


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 35: 公司核心研发人员情况简介

姓名	职位	专业资质和研发成果
金小团	董事长、总经理	公司创始人, 教授级高级工程师。2017 年获得国家技术发明家二等奖、浙江省有突出贡献中青年专家、中国纺织工业协会科学技术奖二等奖等。作为课题负责人承担多项国家级课题。
葛晨文	监事会主席、核心技术人员	工程师, 作为主要研发人员完成“高速数码喷射印花机开发与应用”的国家科技支撑计划课题任务、“工业级压电式喷头的开发和制造”的国家高新技术研究发展计划(863 计划)等多项课题。
林虹	监事、核心技术人员	高级工程师, 作为主要研发人员参与多项国家级课题。参与研发的“高速导带喷墨印花系统”被评为浙江省装备制造业重点领域国内首台(套)产品、参与研发的“数码喷射印花系统”项目获得 2006 年中国纺织工业协会科学技术进步一等奖。
黄光伟	核心技术人员	高级工程师, 作为主要研发人员参与多项国家级课题。参与研发的“高速导带喷墨印花系统”被评为浙江省装备制造业重点领域国内首台(套)产品、参与研发的“数码喷射印花系统”项目获得 2006 年中国纺织工业协会科学技术进步一等奖。
单晴川	核心技术人员	高级工程师, 作为主要研发人员完成“高速数字喷墨印花装备研发与应用示范”的国家重点研发计划课题、“工业级数码/圆网印花成套生产线开发及应用示范”的浙江省重点研发计划项目等。
许黎明	核心技术人员	高级工程师, 参与研发的“图像自适应数码精准印花系统”2013 年获中国纺织工业联合会科学技术奖一等奖。作为主要研发人员完成“面向纺织服装产业集群区域产品创新的 ASP 平台开发和应用”的国家科技支撑计划课题任务等多项国家级课题任务。
顾荣庆	核心技术人员	高级工程师, 作为主要研发人员参与完成“高速数码喷射印花机开发与应用”的国家科技支撑计划课题任务、“工业级压电式喷头的开发和制造”的国家高新技术研究发展计划(863 计划)等多项国家级课题任务。

来源: 招股说明书, 中泰证券研究所

- 公司研发成果显著, 围绕主业数码印花形成了多项核心技术。** 纺织数码印花行业是一种集精密机械加工技术、计算机集成应用技术、自动控制技术、精细化工技术等前沿科技为一体的高技术行业, 数码喷印装备行业技术集成度高、开发难度大、制造和应用工艺复杂。公司自成立以来就以技术立身, 专注于纺织数码印花的研究, 研发完成和在研项目主要

聚焦于主营业务数码印花设备和墨水耗材。公司通过自主研发、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，为公司长期保持数码喷印设备技术先进性提供了有效保障。

图表 36: 数码喷印设备的内部系统构成



来源：公司招股说明书，中泰证券研究所

图表 37: 公司核心技术介绍

技术分类	技术名称	技术介绍
确保喷印效果一致性的相关核心技术	基于机器学习的密度曲线优化技术	通过测量、分析机器输出特征信息，选择最佳优化方案对喷印输出设备的密度曲线进行优化，达到喷印设备输出统一的灰平衡及一致的墨水阶调效果，保证了设备之间的色彩打印效果一致性。
	基于色彩管理规范的适用性优化和扩展技术	对 ICC 色彩管理技术进行了适用性的优化和扩展，自主研发了纺织数码印花专用的色彩管理引擎、RIP 引擎、以及色彩管理软件工具集等，实现打印颜色的一致性、打印效果与屏幕显示效果一致性。
提高设备运行稳定性的相关核心技术	精准运动闭环控制系统技术	相对于开环控制系统的定位误差大、运行不稳定的缺点，开发出了闭环精准定位控制系统，通过闭环反馈，比较系统行为与期望行为之间的偏差获得反馈信息，实时自动纠正系统运行精度。
	精密机电控制系统	①导带步进传动补偿技术 ②直线电机伺服驱动系统 ③精度高达 1 微米的磁栅传感器
提升喷印速度的相关核心技术	超大容量数据众核并行处理技术	公司喷印设备配置的众核并行处理系统已经实现了多达 256 个处理器核实时并行运行，使得数据处理能力能够达到 3.8Gbps，控制超过 18 万个喷孔每秒多达 54 亿次喷印动作的受控实施，确保 1200dpi 喷印精度前提下以达到 4500 米/小时超高速喷印的稳定进行。
	高速并发半色调技术	可对图像进行任意分割，精确处理分块边缘的误差传播，通过降低连晒图像关联度，大幅提高图像处理的速度，解决了传统误差扩散分块算法存在的较高数据关联度问题。

	固定式喷头结构的 Single Pass 技术	是大量组合式喷头横向固定排列，面料通过导带在喷头下面快速连续传送，打破了导带扫描式数码喷印结构的限制，通过增加喷头组数和提升打点频率，喷印速度可达圆网印花水平。
实现高性价比的相关核心技术	-	①公司拥有了众核并行处理、视频在线监测与智能追踪喷印、色彩管理、精准运动闭环控制等方面的核心技术，确保了喷印设备的高性价比。 ②环保墨水配方满足了与对应喷头的适配性，保证了色彩饱和度、色域、色牢度、稳定性等适用要求，同时墨水的生产成本和售价持续下降。
专用领域的核心技术	图像自适应数码精准印花技术	①基于视频编解码的实时在线监测与智能追踪喷印技术 ②基于机器视觉的双面对位印花的图像摄录装置及摄录方法 ③基于织物纹理的织物图案打印技术
	高精度同步套印技术	通过导带支撑定位装置、基于机器视觉的轮廓自动识别技术、导带移动自动补偿技术、喷孔交换防堵技术及平网网框变形补偿误差技术等，实现数码喷印与平网网印运动的精准同步套印。

来源：公司招股说明书，中泰证券研究所

- 凭借公司强大的研发实力，公司数码喷印设备产品已跻身世界一流水平。**数码印花技术是数字技术和传统印染技术结合的产物，代表着未来印染行业技术发展的方向，而衡量数码印花设备优劣主要体现在精度、速度和稳定性等方面，这其中数码印花的精度主要受数码喷印设备的分辨率（dpi）和墨水阶调效果等因素影响；数码印花的喷印速度则需要数码喷印设备具备强大的数据处理能力，在保持高精度的同时确保高速度；稳定性主要体现在输出稳定、供墨稳定和故障率低等方面。公司生产销售的主要机型在性能指标和综合竞争力等方面与国际龙头企业 MS 和 EFI-Reggiani 等公司的主流设备相比各性能指标大致相当，已达到国际先进水平。

图表 38：公司数码直喷印花与国际知名设备厂商性能参数对比

关键性能参数	宏华数码	MS	EFI-Reggiani
机型	VEGA3000DT	JPK	POWER
最多装载喷头数量（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 ² /h）	1,060	990	1020

来源：公司招股说明书，中泰证券研究所

图表 39：公司 Single Pass 印花机与国际知名设备厂商性能参数对比

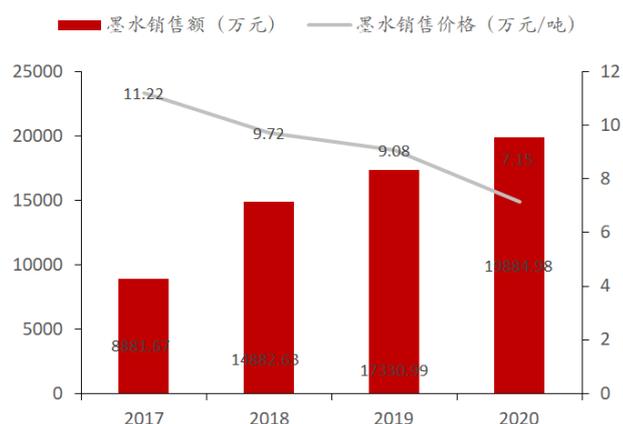
关键性能参数	宏华数码	MS	EFI-Reggiani
机型	VEGAONE-DR1800	LaRIO 1800	BOLT
最多装载喷头数量（个）	128/384	—	—
颜色通道（色）	4/12	12	8
喷头打印精度（dpi）	1200	600	600
最高速度（m/min）	75	75	90

来源：公司招股说明书，中泰证券研究所

3.3、产业链纵向拓展打开公司成长空间

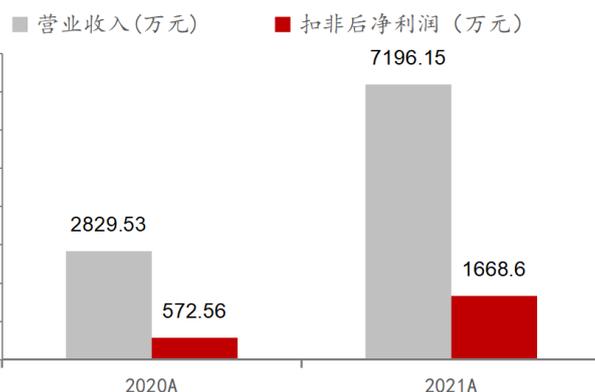
- 上游拓展：通过 IPO 募投项目及外延并购天津晶丽数码来提升公司数码印花墨水产能。**根据公司公告，公司 2020 年墨水产量为 3555.42 吨，销量为 2779.18 吨，销售收入为 1.99 亿元。为满足下游日益增加的墨水需求，公司通过如下措施来提升公司墨水产能：①公司 IPO 募投项目“年产 2000 套工业数码设备与耗材智能化工厂建设项目”建成后，公司将具备年产 5000 吨数码印花墨水的自主生产能力。②2022 年 3 月公司公告将以自有资金人民币 0.67 亿元收购公司原墨水供应商天津晶丽数码科技 67% 的股权。天津晶丽主要从事墨水、墨汁的开发和生产，业务覆盖墨水和墨汁等助剂的开发生产。公司在上游墨水耗材行业布局有利于提升公司墨水产能，增厚公司业绩，强化公司“设备先行，耗材跟进”的经营模式。此外，从长期行业发展看，有利于降低墨水生产成本和销售价格，进而降低数码印花的成本，更好的促进数码印花产业的推广和长远发展。

图表 40：宏华数科墨水销售额、销售均价变动趋势



来源：公司公告，中泰证券研究所

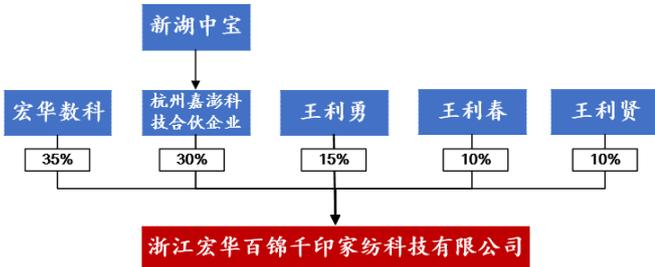
图表 41：天津晶丽数码主要财务数据情况



来源：公司公告，中泰证券研究所

- 下游拓展：与新湖中宝和三名个人股东合资成立宏华百锦千印。**公司于 2021 年 10 月发布公告将与嘉澎科技和王利勇、王利春、王利贤三名自然人股东共同出资成立浙江宏华百锦千印家纺科技有限公司，公司以自有资金出资 2800 万元，占合资公司注册资本的 35%。合资公司宏华百锦千印将以数码喷印技术为核心，结合全球顶级设计资源和 AI 设计平台，为家纺产业提供时尚家纺面料及成品柔性供应链平台。合资公司项目达产后预计以数码喷印为主要工艺的面料加工总量每年将达到 3 亿米，成品生产总量达到每年 3000 万套，年产值 30 亿元。公司通过向下游终端产业链的拓展，将宏华百锦千印作为“数字化装备+智能化工厂+快反供应链”的智能纺织示范平台，未来将有利于公司更好的进行数码喷印装备及耗材的应用和推广。

图表 42: 宏华百锦千印家纺公司股权图



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 43: 宏华百锦千印家纺公司产品图



来源: 新湖中宝官网, 中泰证券研究所

4、首次覆盖, 给予“增持”评级

- 公司深耕数码印染行业 30 余年, 是国内数码喷印行业龙头企业。公司坚持“设备先行, 耗材跟进”的战略, 数码喷印设备产品的核心指标达到世界一流水平。受益于数码喷印替代传统印染的大趋势, 公司整体业绩实现快速增长, 市占率有望进一步提升。同时公司积极拓展产业链上下游, 未来高成长可期。考虑到数码印染渗透率的持续提升以及公司市占率的进一步提高, 预计 2022-2024 年公司归母净利润分别为 3.18 亿元、4.40 亿元、6.17 亿元, 对应 PE 分别为 42.0、30.4、21.6 倍。首次覆盖, 给予“增持”评级。

图表 44: 公司业绩拆分

主营业务	业务数据	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	假设依据
数码直喷机	数码直喷机收入(百万元)	101.29	182.61	252.98	287.01	330.06	462.09	660.78	925.10	①公司IPO募投项目预计于2022年投产, 将显著提升公司工业数码设备产能, 预计新增2000台数码喷印设备产能。②公司数码直喷机具有明显的成本优势, 预计海外市场渗透率持续提升, 同时公司数码直喷机市占率高, 口碑好, 未来预期会高于市场平均水平。③数码转印机价格相对低廉, 未来渗透率有望持续提升, 公司推出的Model系列机型属于中高端机型, 性价比高, 市场接受度高, 公司数码转印机市占率持续提升, 未来有望有望持续提升。④未来随着市场渗透率提升, 行业竞争加剧, 预计公司数码印花机销售价格逐步下降。
	数码直喷机收入YOY (%)		80.28%	38.54%	13.45%	15.00%	43.00%	40.00%	40.00%	
	数码直喷机收入占比 (%)	35.81%	38.63%	42.79%	40.09%	35.00%	36.26%	37.39%	38.14%	
	数码直喷机毛利率 (%)	38.87%	39.44%	44.46%	42.28%	43.00%	43.00%	42.00%	42.00%	
数码直喷机毛利润(百万元)	39.37	72.02	112.47	121.35	141.93	198.70	277.53	388.54		
数码转印机	数码转印机收入(百万元)	11.33	42.25	72.38	135.80	189.84	265.78	372.09	502.32	
	数码转印机收入YOY (%)		272.90%	71.31%	87.34%	40.00%	40.00%	40.00%	35.00%	
	数码转印机收入占比 (%)	4.01%	8.94%	12.24%	18.94%	20.13%	20.86%	21.05%	20.71%	
	数码转印机毛利率 (%)	35.35%	39.49%	43.82%	39.19%	40.00%	39.00%	38.00%	38.00%	
数码转印机毛利润(百万元)	4.01	16.68	31.72	53.14	75.94	103.65	141.39	190.88		
超高速工业机	超高速工业机收入(百万元)	7.56	13.26	13.77	12.09	14.51	18.86	26.40	39.61	
	超高速工业机收入YOY (%)		75.40%	0.83%	-9.57%	20.00%	30.00%	40.00%	50.00%	
	超高速工业机收入占比 (%)	2.67%	2.80%	2.26%	1.69%	1.54%	1.48%	1.49%	1.63%	
	超高速工业机毛利率 (%)	51.02%	52.35%	41.74%	39.69%	35.00%	35.00%	34.00%	34.00%	
超高速工业机毛利润(百万元)	3.86	6.94	5.58	4.80	5.08	6.60	8.98	13.47		
其他设备	其他设备收入(百万元)	28.92	29.42	22.23	10.05	10.17	10.37	10.58	10.79	
	其他设备收入YOY (%)		1.73%	-24.44%	-75.56%	1.20%	2.00%	2.00%	2.00%	
	其他设备收入占比 (%)	10.22%	6.22%	3.76%	1.40%	1.08%	0.81%	0.60%	0.44%	
	其他设备毛利率 (%)	37.01%	34.19%	29.83%	36.30%	34.00%	34.00%	34.00%	34.00%	
其他设备毛利润(百万元)	10.70	10.06	6.63	3.65	3.46	3.53	3.60	3.67		
墨水业务	墨水业务收入(百万元)	88.82	148.83	173.31	198.85	321.54	434.08	607.71	850.79	
	墨水业务收入YOY (%)		67.56%	16.45%	14.74%	61.70%	35.00%	40.00%	40.00%	
	墨水业务收入占比 (%)	31.40%	31.48%	29.31%	27.78%	34.08%	34.06%	34.39%	35.08%	
	墨水业务毛利率 (%)	44.43%	44.84%	47.36%	45.76%	43.96%	43.00%	42.00%	41.00%	
墨水业务毛利润(百万元)	39.46	66.74	82.08	90.99	141.35	186.65	255.24	348.83		
其他主营业务+其他业务	其他业务收入(百万元)	44.96	56.4	56.97	72.27	76.98	83.14	89.79	96.97	
	其他业务收入YOY (%)		25.44%	1.01%	26.86%	6.52%	8.00%	8.00%	8.00%	
	其他业务收入占比 (%)	15.89%	11.93%	9.64%	10.10%	8.16%	6.52%	5.08%	4.00%	
	其他业务毛利率 (%)	44.13%	49.17%	45.58%	64.35%	43.58%	45.00%	45.00%	45.00%	
其他业务毛利润(百万元)	19.84	28.20	29.20	37.42	33.55	29.68	25.81	21.94		
合计	营业收入(百万元)	282.88	472.77	591.24	715.87	943.10	1274.31	1767.36	2425.58	
	营业收入YOY (%)		67.13%	25.06%	21.08%	31.74%	35.12%	38.69%	37.24%	
	销售毛利率 (%)	41.45%	42.44%	45.27%	43.49%	42.55%	41.50%	40.32%	39.88%	
	销售毛利润(百万元)	117.24	200.64	267.68	311.35	401.30	528.81	712.55	967.32	
	销售净利率 (%)	19.14%	21.52%	24.35%	23.90%	24.17%	24.95%	24.88%	25.42%	
	归母净利润YOY (%)	54.14	101.75	143.98	171.12	227.97	317.91	439.65	616.57	
归母净利润(百万元)	54.14	101.75	143.98	171.12	227.97	317.91	439.65	616.57		
归母净利润YOY (%)		87.94%	41.50%	18.85%	33.22%	39.45%	38.29%	40.24%		

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- 我们选取杰克股份、绿的谐波、柏楚电子等 3 家公司作为可比公司, 2022-2024 年可比公司 PE 平均值分别为 38.21、28.38、21.73 倍。公司 PE 高于可比公司均值, 考虑到公司所处行业未来市场空间潜力大,

公司本身在行业中的龙头地位，公司业绩弹性更大。我们看好公司的成长性，首次覆盖，给予“增持”评级。

图表 45: 可比公司估值情况

公司	代码	2022/6/24 股价(元)	EPS(元)				PE(倍)			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
杰克股份	603337	21.76	1.05	1.57	1.91	2.25	22.42	13.85	11.37	9.65
绿的谐波	688017	134.82	1.57	2.23	3.10	4.13	111.11	60.35	43.53	32.68
柏楚电子	688188	203.49	5.48	5.03	6.73	8.90	70.29	40.42	30.25	22.87
平均值							67.94	38.21	28.38	21.73

来源：公司公告，中泰证券研究所。注：杰克股份、绿的谐波、柏楚电子的 EPS 与 PE 来自 wind 一致预期

5、风险提示

- 宏观经济波动风险。** 数码喷印设备及墨水耗材的市场需求量受宏观经济影响较大，若宏观经济存在下行压力，下游纺织品需求放缓，印染企业对数码喷印设备和墨水耗材的采购需求将会有所下降，进而对公司的盈利能力产生不利影响。
- 数码喷印技术市场推展不及预期的风险。** 数码喷印技术具备绿色化、灵活化、高清晰度等特点，能够满足下游“小单快反”的市场需求，在部分领域能够实现对传统印花方式的替代，但仍存在设备、耗材成本相对较高等问题，在大规模简单花型的量产市场尚未完全替代传统印花方式。现阶段，数码喷印技术尚处于应用初期，市场前景好、增长快，目前在纺织印花市场主要用于货期要求短、批量相对小、附加值相对高、图案色彩丰富等应用场景，若未来数码喷印技术不能在稳定性、耗材成本及后续设备保养维护综合成本等方面实现进一步突破，则数码喷印技术存在规模化推广进度变缓、市场开拓不及预期的风险，会对公司未来经营业绩的持续提升产生不利影响。
- 核心原材料喷头主要依赖外购的风险。** 公司数码喷印设备核心原材料喷头主要依赖境外采购。未来，若公司数码喷印设备核心原材料喷头供应商与公司业务关系发生不利变化、或其供货价格出现大幅波动、或因国家间贸易争端等不可抗力因素导致无法及时供货，将对公司的生产经营产生不利影响。
- 新型冠状病毒疫情导致的经营风险。** 受 2020 年 1 月中下旬开始在全球范围陆续爆发的新型冠状病毒疫情影响，各行各业均受到了冲击，公司的生产经营也受到了一定程度的影响。新冠疫情的全球蔓延将导致终端市场对纺织品的需求减少，也将导致公司的数码喷印设备与耗材消耗的短期下降。现阶段海外疫情形势仍然严峻，世界主要国家均已对人员进出过境以及境内活动作出一定限制，导致全球范围内纺织产业链及终端市场需求受到一定程度的不利影响。若未来全球新冠疫情的发展失控或难以在短时间内有效抑制，将对全球纺织行业产业链造成进一步冲击，公司经营业绩可能出现因需求萎缩而不达预期的风险。同时，由于新冠疫情造成了全球贸易失衡，国际海运物流费用近期大幅度升高且仓位紧张，如果未来这种状态持续，将对公司的经营业绩造成一定的不利影响。

- **汇率波动的风险。**公司境外销售收入占主营业务收入比重不断上升。外销收入主要以美元、欧元等外币结算，因此汇率波动特别是人民币升值对公司的财务状况会产生一定影响。如果人民币汇率持续升值，一方面，以外币计价的出口产品价格提高会影响本公司出口产品的市场竞争力，存在客户流失或者订单转移至其他国家的风险；另一方面，公司因出口而持有的外币资产将随着人民币升值而有所贬值，从而影响经营利润。
- **引用公开资料信息滞后的风险。**研究报告使用的公开资料、数据等可能存在信息滞后或更新不及时的风险。
- **行业测算偏差的风险。**对行业整体的规模、增速测算可能会存在偏差，进而会影响到对企业未来盈利能力的预测。

图表 46: 宏华数科盈利预测模型

资产负债表					利润表				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	930	1,501	2,175	2,835	营业收入	943	1,274	1,767	2,426
应收票据	51	59	68	86	营业成本	541	737	1,038	1,439
应收账款	276	362	488	662	税金及附加	8	11	12	19
预付账款	43	59	83	115	销售费用	47	60	82	92
存货	205	279	394	546	管理费用	40	52	71	97
合同资产	0	0	0	0	研发费用	56	68	76	85
其他流动资产	10	23	31	42	财务费用	7	-2	-1	1
流动资产合计	1,515	2,283	3,239	4,286	信用减值损失	-9	-6	-7	-7
其他长期投资	11	11	11	11	资产减值损失	-2	-2	-3	-2
长期股权投资	3	3	3	3	公允价值变动收益	1	2	2	2
固定资产	77	80	253	217	投资收益	2	2	2	2
在建工程	132	172	22	42	其他收益	26	25	26	28
无形资产	26	30	36	38	营业利润	261	368	509	714
其他非流动资产	63	64	64	65	营业外收入	2	3	3	2
非流动资产合计	312	360	389	375	营业外支出	1	1	1	1
资产合计	1,827	2,643	3,627	4,661	利润总额	262	370	511	715
短期借款	0	381	766	980	所得税	34	48	66	91
应付票据	56	57	90	147	净利润	228	322	445	624
应付账款	29	83	120	171	少数股东损益	1	4	5	7
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	227	318	440	617
合同负债	71	96	133	183	NOPLAT	234	320	444	625
其他应付款	19	19	19	19	EPS (按最新股本摊薄)	2.98	4.18	5.78	8.11
一年内到期的非流动负债	1	1	1	1					
其他流动负债	92	116	155	205	主要财务比率				
流动负债合计	267	753	1,285	1,707	会计年度	2021E	2022E	2023E	2024E
长期借款	61	91	122	152	成长能力				
应付债券	0	0	0	0	营业收入增长率	31.7%	35.1%	38.7%	37.2%
其他非流动负债	6	6	6	6	EBIT增长率	32.3%	36.8%	38.5%	40.6%
非流动负债合计	67	98	128	159	归母公司净利润增长率	32.4%	40.3%	38.3%	40.2%
负债合计	334	851	1,413	1,866	盈利能力				
归属母公司所有者权益	1,481	1,776	2,193	2,767	毛利率	42.6%	42.2%	41.3%	40.7%
少数股东权益	12	16	21	28	净利率	24.2%	25.3%	25.2%	25.7%
所有者权益合计	1,493	1,792	2,214	2,795	ROE	15.2%	17.7%	19.9%	22.1%
负债和股东权益	1,827	2,643	3,627	4,661	ROIC	18.0%	16.7%	16.8%	18.5%
					偿债能力				
					资产负债率	18.3%	32.2%	39.0%	40.0%
					债务权益比	4.5%	26.7%	40.4%	40.8%
					流动比率	5.7	3.0	2.5	2.5
					速动比率	4.9	2.7	2.2	2.2
					营运能力				
					总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5
					应收账款周转天数	91	90	87	85
					应付账款周转天数	31	27	35	36
					存货周转天数	117	118	117	118
					每股指标 (元)				
					每股收益	2.98	4.18	5.78	8.11
					每股经营现金流	1.46	3.22	4.30	6.61
					每股净资产	19.49	23.37	28.86	36.41
					估值比率				
					P/E	59	42	30	22
					P/B	9	8	6	5
					EV/EBITDA	78	58	42	29

来源: wind, 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 -10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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, 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, 可能会随时调整。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, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。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所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。