



Research and
Development Center

传统客户面临转型契机，喷印通用性打开长期空间

—宏华数科(688789)公司首次覆盖报告

2024年2月1日

王锐 机械行业首席分析师
S1500523080006
wangrui1@cindasc.com

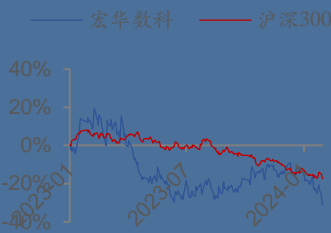
韩冰 机械行业分析师
S1500523100001
hanbing1@cindasc.com

寇鸿基 机械行业研究助理
kouhongji@cindasc.com

证券研究报告
公司研究
公司首次覆盖报告
宏华数科(688789)

 投资评级 **买入**

上次评级



资料来源：聚源，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价(元)	79.55
52 周内股价波动区间(元)	135.86-79.55
最近一月涨跌幅(%)	-20.38
总股本(亿股)	1.20
流通 A 股比例(%)	58.88
总市值(亿元)	95.81

资料来源：聚源，信达证券研发中心

 信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编：100031

传统客户面临转型契机，喷印通用性打开长期空间

2024 年 2 月 1 日

报告内容摘要：

- ◆ 公司 1992 年成立，最初聚焦纺织信息化 CAD/CAM 软件，2000 年国内首创纺织数码喷印设备，打破国外垄断，随后不断推出速度更快、精度更高、品类更丰富的机型。宏华坚持“设备先行、耗材跟进”的经营战略，2021 年上市后逐步实现墨水自制，2022 年数码印花设备、墨水收入分别占比 51.7%、42.5%。在数码印花渗透率提升和自身份额增长下，公司 2017-2022 年营业收入、归母净利润 CAGR 分别为 25.9%、35.0%。
- ◆ 小单快反促进渗透率提升，数码印花成本下降推动直喷设备渗透奇点到来。数码印花技术是对传统印花技术的突破，我国纺织服装业在转型升级过程中摸索出了“小单快反”的柔性供应链模式，以 SHEIN 为代表的公司将这一模式进行大规模和创新性落地，带动了数码印花尤其是转印设备的快速发展。未来随着数码印花技术不断创新、单位加工成本持续下降，直喷设备渗透率奇点有望到来。
- ◆ 弱需求+小单补库下，数码设备吸引力彰显，传统客户转型数码意愿提升。在下游纺织业国内外需求偏弱，且海外渠道仍在去库、国内补库小单居多的情况下，行业整体开工率不足，数码设备此时相较传统圆网、平网印花设备更具吸引力，传统客户转型数码意愿提升。
- ◆ 宏华数科的核心成长驱动力在于：1) 数码印花渗透率提升大势所趋，且公司作为行业龙头，主动通过产品优化、价格调整、标杆项目打造等方式加速行业渗透率提升；2) 公司凭借设备和墨水的产品和品牌竞争优势、国内外市场的渠道优势，实现份额进一步增长；3) 实现喷印技术在印花以外领域的技术应用和产品推广，以及横纵向外延并购发展。
- ◆ 投资建议：我们预计 2023-2025 年公司营收分别为 12.2/16.2/21.2 亿元，分别同比+36.2%/+33.0%/+30.7%，归母净利润分别为 3.3/4.5/5.9 亿元，分别同比+35.0%/+36.6%/+32.2%，对应 PE 分别为 29.2X/21.4X/16.2X。公司具备较强成长性，估值水平低于可比公司均值，具备一定估值修复空间，首次覆盖，给予“买入”评级。
- ◆ 风险因素：下游纺服市场景气度不及预期、数码印花渗透率提升不及预期、技术迭代风险、新领域突破进度低于预期

主要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万)	943	895	1,218	1,620	2,118
同比(%)	31.7%	-5.1%	36.2%	33.0%	30.7%
归属母公司净利润(百万)	227	243	328	448	592
同比(%)	32.4%	7.2%	35.0%	36.6%	32.2%
毛利率(%)	42.6%	47.2%	47.8%	48.0%	47.6%
ROE(平均)(%)	15.3%	14.4%	11.4%	13.9%	16.2%
EPS(摊薄)(元)	1.88	2.02	2.72	3.72	4.92
P/E	42.28	39.42	29.20	21.38	16.18
P/B	6.47	5.69	3.32	2.98	2.63
EV/EBITDA	66.56	45.36	21.38	15.04	10.99

资料来源：Wind，信达证券研发中心预测 注：收盘价截至 24 年 2 月 1 日

目录

投资聚焦.....	5
一、数码印花设备龙头，技术和品牌壁垒护航盈利能力.....	6
1.1 三十年深耕数码印花，实控人行业经验丰富.....	6
1.2 设备、耗材双轮驱动，国内外业务各半.....	7
1.3 盈利能力优异，业绩重回高增通道.....	9
二、行业分析：下游复苏+客户转型提升短期景气，期待数码印花渗透率奇点.....	10
2.1 中长期看点：小单快反促进渗透率提升，数码印花成本下降推动奇点到来.....	11
2.2 短期看点：国内外消费偏弱、下游小单补库居多，传统客户面临转型契机.....	14
2.3 格局：宏华龙头优势持续巩固，行业集中度有望进一步提升.....	16
三、投资逻辑：数码印花主业成长性持续，横纵向延展打开空间.....	17
3.1 设备和墨水竞争力不断提升，成本控制能力优化.....	17
3.2 海外业务增长稳健，家纺示范工厂落地促进行业发展.....	18
3.3 喷印技术具备通用性，横纵向延展顺利推进.....	19
四、盈利预测、估值与投资评级.....	21
4.1 盈利预测.....	21
4.2 估值与投资评级.....	22

表目录

表 1：宏华数科主营产品核心假设.....	21
表 2：宏华数科主要财务指标预测（百万元）.....	22
表 3：可比公司盈利预测及估值情况.....	22

图目录

图 1：公司发展历程.....	6
图 2：公司股权结构（截至 2023Q3）.....	6
图 3：公司 2021 年限制性股票激励计划.....	7
图 4：公司墨水销量及增速.....	7
图 5：2022 年公司收入分业务结构.....	7
图 6：公司主要产品.....	8
图 7：2022 年公司收入分地区结构.....	9
图 8：2017-2023H1 公司国内外收入（百万）.....	9
图 9：公司营业收入及增速.....	9
图 10：公司归母净利润及增速.....	9
图 11：规模以上纺织业增加值累计增速.....	9
图 12：公司归母净利润及增速.....	9
图 13：数码印花发展历程.....	10
图 14：全球数码喷墨印花产量（亿平方米）.....	10
图 15：国内数码喷墨印花产量（亿米）.....	10
图 16：全球分地区/国家数码印花渗透率.....	11
图 17：2021 年全球数码喷墨印花产量分地区结构.....	11
图 18：SHEIN 应用数码热转印赋能生产.....	11
图 19：SHEIN 供应商工厂.....	11
图 20：公司主要产品.....	12
图 21：2013vs2018 数码印花墨水销售价格（元/kg）.....	13
图 22：蓝宇股份自产墨水单价（元/kg）.....	13
图 23：2007-2021 年数码喷墨印花加工费（元/米）.....	13
图 24：2015-2021 年中国数码喷印设备销售情况（台）.....	13
图 25：美国服装批发和零售销售增速.....	14
图 26：中国纺织业收入及增速（亿元，%）.....	14
图 27：美国服装零售商库存（百万美元，%）.....	14
图 28：美国服装批发商库存（百万美元，%）.....	14
图 29：规模以上纺织业产成品存货同比（%）.....	15
图 30：中国纺织业出口交货值及增速（亿元，%）.....	15
图 31：棉纺织行业采购经理人指数(PMI):开机率.....	15
图 32：纺织、服装及日用品批发与零售存货周转率（次）.....	15
图 33：2017 年全球数码印花产品总量分布.....	16
图 34：2018 年全球数码印花产品总量分布.....	16
图 35：2015-2019 年全球数码喷墨印花墨水消耗量.....	16

图 36: 2015-2021 年国内数码喷墨印花墨水消耗量.....	16
图 37: 2021 年中国数码印花主要墨水品种市场份额.....	17
图 38: 数码印花墨水主要国产厂商销量及市占率 (吨)	17
图 39: 公司研发费用	17
图 40: 2022 年公司员工结构	17
图 41: 公司墨水单位成本 (元/kg)	18
图 42: 2018-2020 年公司向外协厂商采购金额.....	18
图 43: 公司国外业务收入及增速	18
图 44: 公司国内外业务毛利率 (%)	18
图 45: 孟加拉、印度、巴基斯坦 GDP 增速	18
图 46: 孟加拉、印度、越南纺织品出口占全球比例.....	18
图 47: 宏华百锦千印股权结构.....	19
图 48: INKJ DT4402 高速喷墨轮转数字印刷机.....	20
图 49: 盈科杰收入和利润情况 (万元)	20
图 50: 中国市场高速喷墨印刷设备的保有量和装机量	20
图 51: 国内高速喷墨印刷设备分应用领域装机 (台)	20

投资聚焦

宏华数科成立于 1992 年，30 年深耕数码印花行业，已形成设备和耗材双轮驱动、国内外并重的业务布局，2022 年公司数码印花设备、墨水收入分别占比 51.7%、42.5%，国内、国外业务收入分别占比 48.5%、51.2%。

数码印花技术是对传统印花技术的突破，具有无需制网、调浆、无套色限制、无起印量限制、绿色环保等优点，在消费升级、绿色转型等行业趋势下，我们认为数码印花技术存在中长期渗透率提升机遇。在起步早、技术成熟、对环保要求高的欧洲国家，数码喷墨印花产品产量占其印花总产量的 25% 以上；国内数码印花产品当前渗透率 11%-12%，东南亚整体 3%-4%，南美 3.5%-4%，均存在较大提升空间。分机型看，当前数码转印加工费已经打平传统印花方式，数码转印设备对传统印花替代率较高；直喷设备渗透率较低，随着直喷设备效率进一步提升、价格较高的高温分散墨水和涂料墨水均价下降，实现直喷单位加工费的下降，有望带来直喷设备渗透率提升的奇点时刻。

短期来看，美国 7-10 月服装及服装面料批发商销售额同比增速分别为 -8.06%、-12.6%、-7.4%、-8.08%，7-11 月服装及服装配饰店零售额同比增速分别为 2.9%、2.36%、0.12%、-0.18%、1.31%。国内 1-11 月纺织业营业收入累计同比下滑 2.1%，1-11 月规模以上纺织业增加值累计同比下滑 0.8%，在下游纺织业国内外需求偏弱，且海外渠道仍在去库、国内补库小单居多的情况下，行业整体开工率不足，数码设备此时相较传统圆网、平网印花设备更具吸引力，传统客户转型数码意愿提升，利好数码印花设备销售。

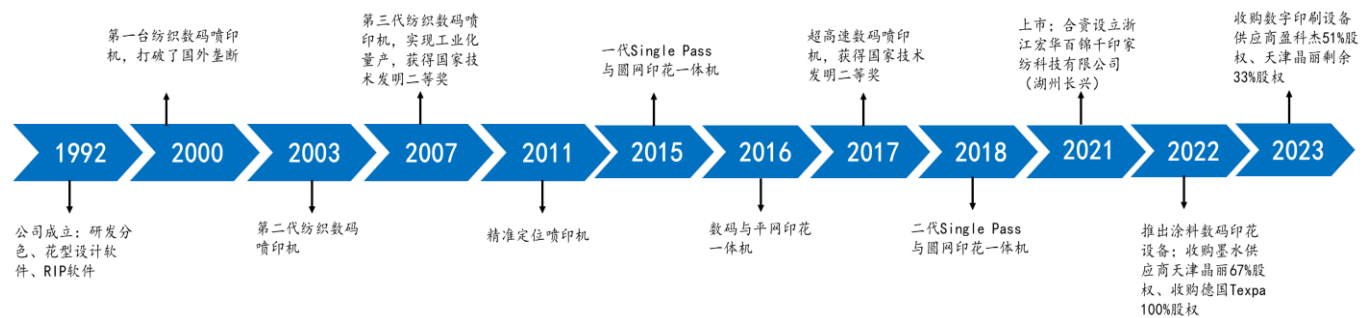
我们看好宏华数科作为行业龙头，主动通过产品优化、价格调整、标杆项目打造等方式加速行业渗透率提升，并凭借设备和墨水的产品和品牌竞争优势、国内外市场的渠道优势，实现份额进一步增长。此外，除了数码印花主业外，公司积极探索数码喷印技术在其他领域的应用，打开新的成长空间。我们预计 2023-2025 年公司营收分别为 12.2/16.2/21.2 亿元，分别同比 +36.2%/+33.0%/+30.7%，归母净利润分别为 3.3/4.5/5.9 亿元，分别同比 +35.0%/+36.6%/+32.2%，对应 PE 分别为 33.1X/24.3X/18.4X。首次覆盖，给予公司“买入”评级。

一、数码印花设备龙头，技术和品牌壁垒护航盈利能力

1.1 三十年深耕数码印花，实控人行业经验丰富

30年深耕数码印花行业，设备和耗材双轮驱动发展。公司1992年成立，最初聚焦纺织信息化CAD/CAM软件，2000年国内首创纺织数码喷印设备，打破国外垄断。2007年公司推出第三代纺织数码喷印机，初步实现了数码喷印技术的工业化批量应用，随后不断推出速度更快、精度更高、品类更丰富的机型，2022年首次推出涂料数码印花设备，进一步满足和推动市场需求。公司坚持“设备先行、耗材跟进”的经营战略，2021年上市后逐步实现墨水自制，2022年收购墨水供应商天津晶丽67%股权、2023年实现全资控股，设备和耗材进入良性互推发展轨道。

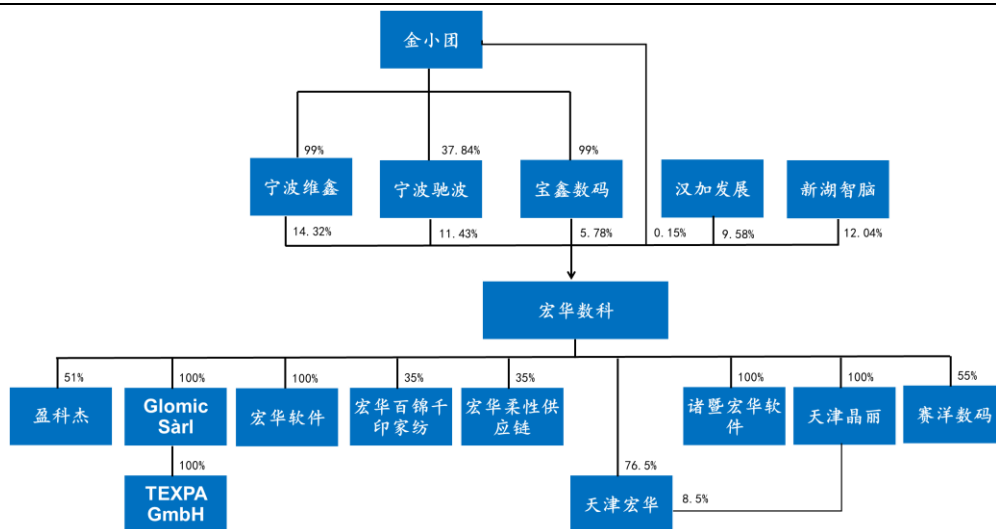
图 1：公司发展历程



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

实控人行业经验丰富，积极引进新鲜血液。公司实际控制人为董事长金小团，截至2023Q3，金小团通过宁波维鑫、宁波驰波、杭州宝鑫数码三家平台合计控制公司31.53%的股份，并直接持有公司0.15%的股份（2022年增持获得）。金小团先生为教授级高级工程师，1982年8月至1992年9月任浙江丝绸工学院教师，1991年8月至1992年9月兼任杭州高达电脑联合公司总经理，后创办宏华数科，在行业深耕40年，对行业理解深刻。副总经理王希于2021年5月加入公司，担任首席技术官，此前曾任DIMATIX(FUJIFILM Dimatix)高级机械工程师、新南威尔士大学博士后研究员、Vaxxas PtyLtd 数码打印专家。

图 2：公司股权结构（截至2023Q3）



资料来源：Wind，信达证券研发中心

核心员工激励充分，期待新一期股权激励。公司重视员工激励，上市当年即推出 2021 年限制性股票激励计划，首次向激励对象授予 40 万股限制性股票，占当时公司股本总额的 0.526%，授予价格 136 元/股，解锁条件为“以 2020 年净利润为基数，2021-2023 年净利润增长率分别不低于 30%、70%、120%”，增长目标充分彰显公司的发展信心。2022 年受疫情影响，公司未能完成股权激励归属条件。23 年 10 月，公司公告回购方案，拟回购 4000-8000 万元用于股权激励或者员工持股计划，截至 12 月底已累计使用 4126 万元回购 41 万股，新一期股权激励计划推出可期。

图 3：公司 2021 年限制性股票激励计划

首次授予数量（万股）	40
授予时总股本（万股）	7600
首次授予数量占总股本比例	0.526%
授予价格（元/股）	136
激励对象	首次授予核心技术人员及其他董事会认为需要激励的人共 179 人
归属条件	以 2020 年净利润为基数，2021 年净利润增长率不低于 30%。 以 2020 年净利润为基数，2022 年净利润增长率不低于 70%。 以 2020 年净利润为基数，2023 年净利润增长率不低于 120%。

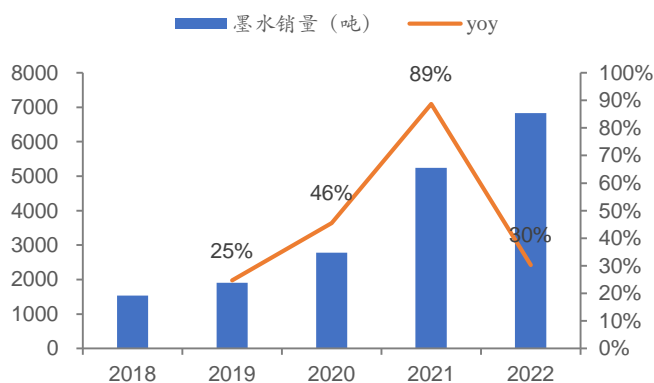
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

1.2 设备、耗材双轮驱动，国内外业务各半

公司主要产品包括数码直喷印花机、数码喷墨转移印花机、超高速工业喷印机及墨水。在“设备先行、耗材跟进”战略带动下，公司墨水销量从 2018 年的 1531 吨增长至 2022 年的 6828 吨，销售收入占比持续提升，2022 年墨水实现 3.8 亿收入，占比 42.5%。数码印花设备 2022 年实现收入 4.62 亿，占比 51.7%。

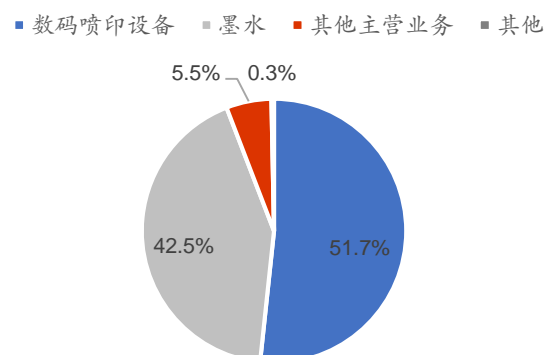
公司墨水产品包括活性墨水、分散墨水、酸性墨水、涂料墨水。其中分散墨水主要用于化纤织物印花，其中绝大部分为低温型用于转印，少部分为高温型用于直喷；活性墨水主要用于棉麻丝毛和人造纤维素纤维面料印花；酸性墨水主要应用于羊毛、蚕丝等蛋白质纤维和锦纶等织物印花；涂料墨水相比染料墨水，具有承印物通用性强、耐光牢度好等优点，但在色彩表现力、耐摩擦牢度等方面稍弱。

图 4：公司墨水销量及增速



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 5：2022 年公司收入分业务结构



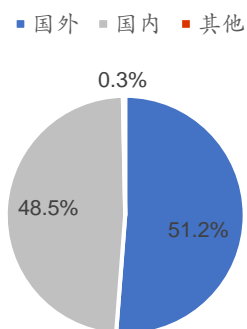
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 6：公司主要产品

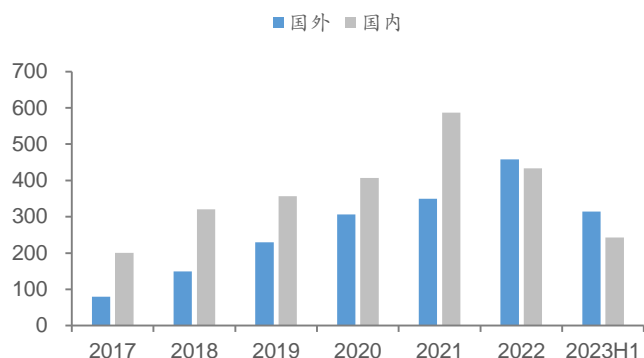
产品	图示	功能
数码直喷印花机	D系列	D系列采用扫描式喷印，装载高精度工业喷头，拥有可变墨点功能；速度1000m ² /h，喷印精度1200dpi，适用于棉、麻、丝绸等面料。
	VEGA X1系列	VEGA X1系列装载高精度工业级喷头，喷头高度可调节，拥有可变墨点功能，最高喷印速度达540m ² /h以上，喷印精度1800dpi，适用于棉、麻、丝绸等面料。
数码喷墨转移印花机	MODEL Xplus系列	MODEL Xplus系列采用扫描式喷印，装载高精度工业级喷头，拥有可变墨点功能，最高喷印速度达400m ² /h以上，典型喷印精度1200dpi，适用于化纤等面料转移印花。
	MODEL H系列	MODEL H系列采用扫描式喷印，装配有高精度工业喷头，拥有可变墨点功能，最大喷印速度可达700m ² /h，典型喷印精度1200dpi，适用于化纤等面料转移印花。
超高速工业喷印机	SINGLE PASS	SINGLE PASS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，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。在承印物幅宽为1.5米的情况下，设备最高喷印速度达4500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。
	平网+系列	
	圆网+系列	适用于棉、麻、丝绸、尼龙、涤纶以及新型纤维类梭织物和针织物。24小时高速稳定生产，可达到日产万米的标准。装载特质高精度工业喷头，打印精度最高可达1800dpi。
墨水		墨水主要包括活性墨水、分散墨水等，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，适用于棉、麻、尼龙、涤纶等面料。

资料来源：公司官网、公司公告，信达证券研发中心

分区域市场看，2022年公司海外业务收入占比近半，近年来海外业务收入增速显著高于国内，2017-2022年公司外销、内销业务收入复合增速分别为42.1%、16.6%。收购TEXPA后，公司进一步将产业链延伸至下游自动化缝绉装备，有望通过和TEXPA的协同效应，以双方渠道、客户共享，进一步扩大海外销售。

图 7：2022 年公司收入分地区结构


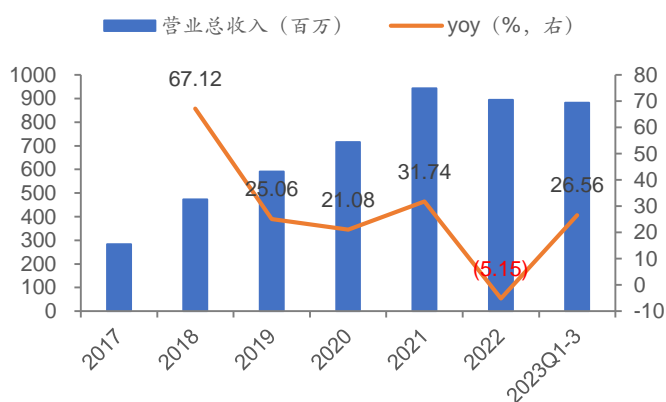
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 8：2017-2023H1 公司国内外收入（百万）


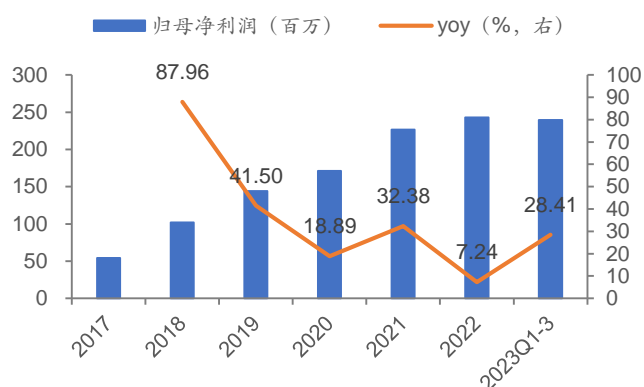
资料来源：Wind，信达证券研发中心

1.3 盈利能力优异，业绩重回高增通道

2017-2022 年公司营业收入、归母净利润 CAGR 分别为 25.9%、35.0%，2022 年收入、利润增速放缓主要系疫情扰动内需所致，2022 年国内规模以上纺织业增加值同比下滑 2.7%，公司内销收入同比下滑 26.1%。2023 年前三季度，公司实现收入 8.82 亿，实现归母净利润 2.39 亿，同比分别增长 26.56%、28.41%，恢复较高增速。公司盈利能力优异，2017 年以来毛利率稳定在 40%以上，通过提升设备和墨水自产能力，毛利率、净利率 2023 年前三季度分别达到 47.98%、28.41%。

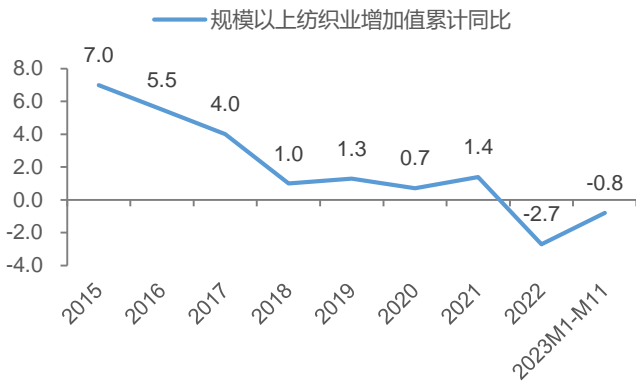
图 9：公司营业收入及增速


资料来源：Wind，信达证券研发中心

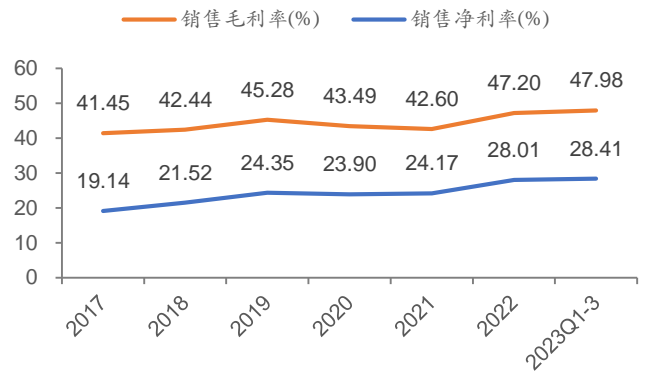
图 10：公司归母净利润及增速


资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 11：规模以上纺织业增加值累计增速
图 12：公司销售毛利率及销售净利率



资料来源: iFind, 信达证券研发中心



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

二、行业分析：下游复苏+客户转型提升短期景气，期待数码印花渗透率奇点

数码印花技术是对传统印花技术的突破，其克服了传统印花高污染、高能耗、交货速度慢、印花图案相对单调、印花精度一般及生产工艺复杂等缺点，具有无需制网、调浆、无套色限制、无起印量限制等优点，同时在绿色环保、省时、省水、节电等方面优于传统印花技术。数码印花技术起源于上世纪九十年代的欧洲，起初受技术和市场局限发展比较缓慢，进入 21 世纪后，产品和市场得到快速发展，从最初中低速、小批量的设备逐渐发展出高速、大批量的设备，对传统印花进行了部分替代。据世界纺织信息网 (WTIN) 数据，2021 年全球数码印花喷印产量 37.38 亿平方米，2015-2021 年 CAGR 达 20.1%。23H1 为 15.84 亿平方米，预计 2024 年全球产量将超过 36 亿平方米。

我国第一台数码喷射印花机于 2000 年由宏华首创，据何增良《数码印花发展前景展望》，截止 2007 年底国内数码喷射印花机保有量约 170 台，2008 年后数码印花技术在国内步入规模化阶段，经过十几年推广应用，2021 年国内数码印花喷印产量 25 亿米，占纺织品印花总产量的 11.4%，2015-2021 年产量复合增速达到 36%。

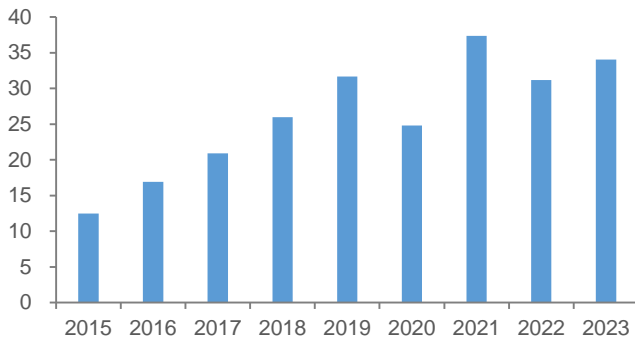
图 13: 数码印花发展历程



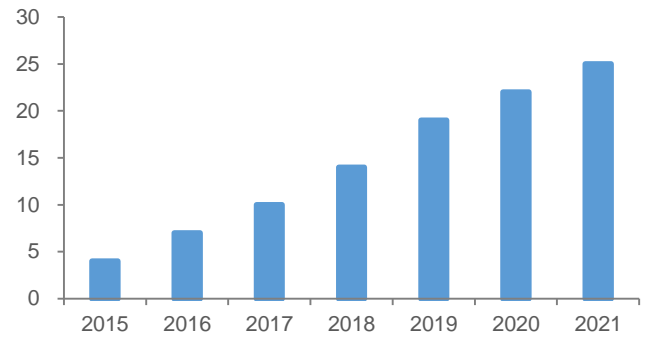
资料来源: 中国印染行业协会, 信达证券研发中心

图 14: 全球数码喷墨印花产量 (亿平方米)

图 15: 国内数码喷墨印花产量 (亿米)



资料来源：世界纺织信息网 (WTiN)，信达证券研发中心



资料来源：中国印染行业协会，信达证券研发中心

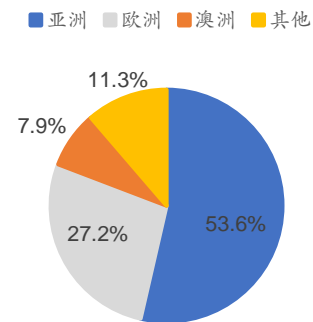
欧洲数码印花渗透率较高，其他地区存在较大提升空间。在起步早、技术成熟、对环保要求高的欧洲国家，数码印花实现了大规模的工业化生产，数码喷墨印花产品产量占其印花总产量的 25% 以上。国内数码印花产品当前渗透率 11%-12%，东南亚整体 3%-4%，南美 3.5%-4%，均存在较大提升空间。从全球数码印花产量分布来看，2021 年亚洲、欧洲、澳洲分别占 53.6%、27.2%、7.9%。

图 16：全球分地区/国家数码印花渗透率

图 17：2021 年全球数码喷墨印花产量分地区结构

数码喷墨印花占总产量比 (%)	
欧洲	25-26
南美	3.5-4
印度	3-4
南亚	15-18
巴基斯坦	1-1.5
孟加拉	1.5-2
东南亚	7-8
印尼	2-2.5
越南	3.5-4
马来西亚	11-12
泰国	10-11
东亚	12-13
中国	
韩国	
日本	

资料来源：世界纺织信息网 (WTiN)、中国印染行业协会，信达证券研发中心



资料来源：世界纺织信息网 (WTiN)，信达证券研发中心

2.1 中长期看点：小单快反促进渗透率提升，数码印花成本下降推动奇点到来

小单快反契合消费倾向，带动数码转印设备渗透率快速提升。我国纺织服装业在转型升级过程中摸索出了“小单快反”的柔性供应链模式，以 SHEIN 为代表的公司将这一模式进行大规模和创新性落地，带动了数码印花尤其是转印设备的快速发展。SHEIN 官网显示其有 5000 多个合同制造商，其给到供应商的起始订单多以一两百件的“小单”来测款，根据网站销量等多重维度监测再给出后续的订单。对于其供应商来说，生产端要能做到柔性快速，数码印花设备契合这一需求特征，据 SHEIN 微信公众号显示，自 2018 年开始应用数码热转印以来，SHEIN 使用数码热转印技术的产品已经超过 50%。消费者个性化、多元化的需求风向带来了服装产业链柔性生产、库存管理的要求不断提高，数码印花设备渗透率提升大势所趋。

图 18：SHEIN 应用数码热转印赋能生产

图 19：SHEIN 供应商工厂



资料来源: shein 微信公众号, 信达证券研发中心



资料来源: shein 微信公众号, 信达证券研发中心

数码印花环保优势明显, 政策鼓励行业转型。蓝宇股份招股书披露“与传统丝网印花相比, 数码喷印墨水用量节约 20%-40%、用水量节约 40%-60%、用电量节约 50%左右, 且对环境的污染程度仅为传统丝网印花的 1/25, 相同收益耗能仅为传统技术的 1/30”, 数码印花技术环保优势显著。近年来, 鼓励数码印花技术的政策持续出台, 2021 年 3 月浙江省生态环境厅、经济与信息化厅发布《浙江省纺织印染(数码喷印)绿色准入指导意见(试行)》, 明确给予符合纺织印染(数码喷印)绿色准入要求的建设项目政策支持, 包括“在建设项目环境影响评价文件审批(备案)时, '三线一单'生态环境分区管控要求和项目所在产业园区规划环评的工业项目分类可降级管理”等。2021 年 11 月《印染行业“十四五”发展指导意见》提出“重点突破少水及无水印染、少化学品印染、全流程数字化印染、废水低成本深度处理及回用等关键技术”。环保上的显著优势有望促使数码印花技术推广持续获得政策支持, 推动下游客户转型。

图 20: 行业主要政策

发布时间	政策/文件	发布单位	内容
2022/6/30	纺织行业数字化转型三年行动计划(2022-2024年)	中国纺织工业联合会	大力推动纺织企业数字化改造, 持续提升生产装备、关键工序等数字化水平
2021/11/23	印染行业“十四五”发展指导意见	中国印染行业协会	重点突破少水及无水印染、少化学品印染、全流程数字化印染、废水低成本深度处理及回用等关键技术, 协同推动印染智能制造技术创新研发和产业应用
2021/9/14	纺织行业“十四五”科技发展指导意见	中国纺织工业联合会	攻关纺织绿色生产装备, 推动纺织产业对资源环境更加安全友好, 为实现“碳达峰”、“碳中和”提供强有力的支撑; 攻关纺织智能化技术与装备, 推动纺织机械、纺织企业的智能化改造, 提质增效, 缓解纺织产业链被动向外转移的压力
2021/6/11	纺织行业“十四五”发展纲要	中国纺织工业联合会	结构调整目标: 服务型制造快速发展, 产业链供应链协同、柔性化生产的新模式逐步建立, 行业性电子商务平台加快建设, 企业生产运营效率显著提高。 绿色发展目标: 印染行业水重复利用率进一步提高, 达到 45%以上。单位产值能耗较“十三五”末降低 13%, 水耗降低 10%。
2021/3/23	浙江省纺织印染(数码喷印)绿色准入指导意见(试行)	浙江省生态环境厅、浙江省经济和信息化厅	给予符合纺织印染(数码喷印)绿色准入要求的建设项目政策支持, 包括“在建设项目环境影响评价文件审批(备案)时, '三线一单'生态环境分区管控要求和项目所在产业园区规划环评的工业项目分类可降级管理”“鼓励绿色准入纺织数码喷印企业持续开展技改提升项目建设, 对具有示范性的技改提升项目, 列入省生产制造方式转型示范项目计划制造业绿色化转型支持方向, 择优给予扶持”等

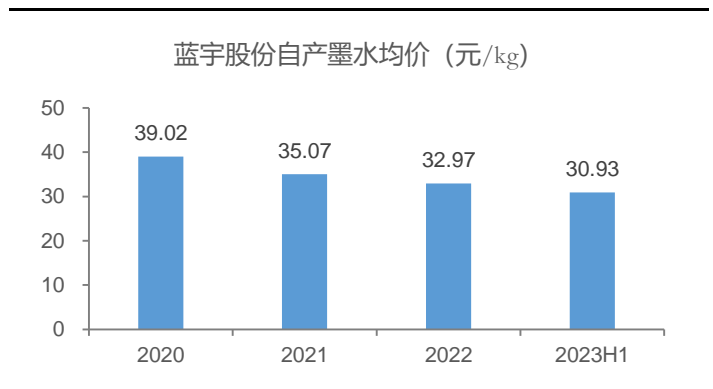
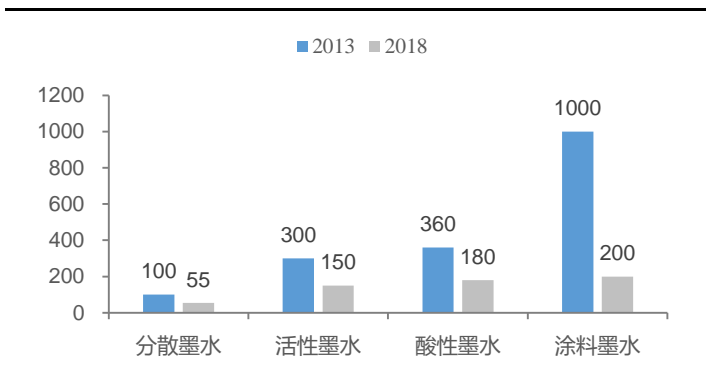
资料来源: 中国纺织工业联合会、中国印染行业协会、浙江省生态环境厅官网, 中国纺织报, 信达证券研发中心

随着数码印花技术加工成本不断下降，直喷设备渗透率奇点有望到来。数码印花技术的应用推广核心在于单位生产成本的下降，这有赖于数码印花设备速度提升（速度越快意味着单位时间内的产值越高、单位印花成本的摊销费用越低）、数码印花墨水单价下降等多方面因素的推动。1) 设备方面，随着近年来喷头技术创新、数码印花设备单机喷头装载数量增加、Single Pass 技术不断成熟，数码印花运行速度不断提升，降低单位成本，缩短下游客户采购的投资回收期。2023 年 6 月 ITMA 国际纺织机械展上宏华数科推出的 VEGA9180DI 高速数码印花机能实现单机日产 15000 米；据海印数码科技公司宣传资料，其海印鲲®Single Pass 设备最高稳定运行速度为 80 米/分钟，可实现圆网印花机日产量的 1.5 倍，平网印花机日产量的 5 倍。2) 墨水方面，根据丁思佳等《中国纺织品数码喷墨印花发展报告》，活性墨水单价从 2013 年的 300 元/kg 下降至 2018 年的 150 元/kg，蓝宇股份招股书披露 2023H1 其自产活性墨水单价已降低至 35 元/kg、分散墨水单价已降低至 31 元/kg。

据印染行业协会，数码直喷加工费 2007 年的 30 元/米下降至 2021 年的 9 元/米，数码转印加工费 2021 年已降低至 3 元/米，2021 年国内数码喷印设备装机量达到 11800 台，其中直喷、转印分别占比 7%、93%；年末保有量达到 41900 台，其中直喷、转印分别占比 10%、90%。当前数码转印加工费已经打平传统印花方式，数码转印设备对传统印花替代率较高；直喷设备渗透率较低，随着直喷设备效率进一步提升、价格较高的高温分散墨水和涂料墨水均价下降，实现直喷单位加工费的下降，有望带来直喷设备渗透率提升的奇点时刻。世界纺织信息网 (WTiN) 执行董事 Mark Jarvis 在“2023 全球纺织品数码喷墨印花柯桥峰会”上提出，预计 2022-2027 年，数码印花面料产量年复合增长率为 9.3%，数码印花机装机量年复合增长率为 12.4%。

图 21：2013vs2018 数码印花墨水销售价格（元/kg）

图 22：蓝宇股份自产墨水单价（元/kg）

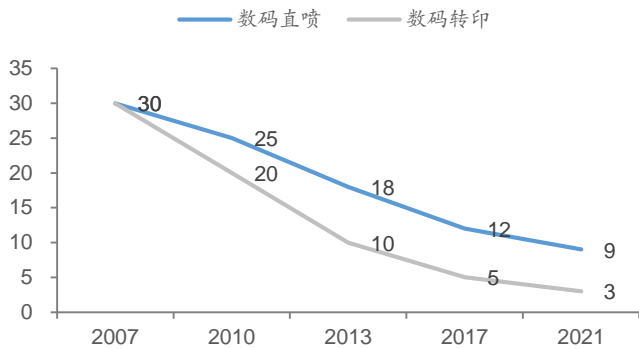


资料来源：丁思佳等《中国纺织品数码喷墨印花发展报告》，信达证券研发中心

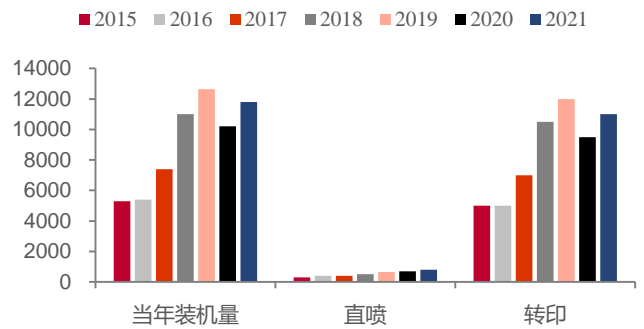
资料来源：蓝宇股份公告，信达证券研发中心

图 23：2007-2021 年数码喷墨印花加工费（元/米）

图 24：2015-2021 年中国数码喷印设备销售情况（台）



资料来源：中国印染行业协会，信达证券研发中心

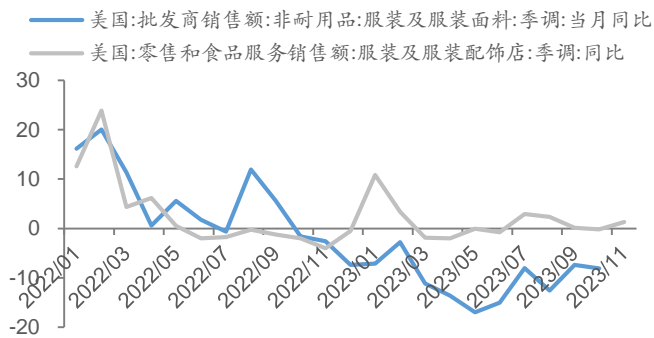


资料来源：中国印染行业协会，世界纺织信息网 (WTiN)，《2019 中国纺织品数码喷墨印花发展报告》，信达证券研发中心

2.2 短期看点：国内外消费偏弱、下游小单补库居多，传统客户面临转型契机

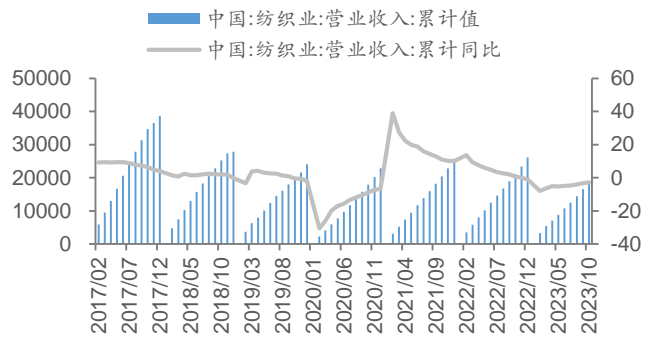
国内外服装面料终端需求均处于偏弱状态。美国 7-10 月服装及服装面料批发商销售额同比增速分别为 -8.06%、-12.6%、-7.4%、-8.08%，7-11 月服装及服装配饰店零售额同比增速分别为 2.9%、2.36%、0.12%、-0.18%、1.31%。国内 1-11 月纺织业营业收入累计同比下滑 2.1%，1-11 月规模以上纺织业增加值累计同比下滑 0.8%，国内外需求均呈现偏弱状态。

图 25：美国服装批发和零售销售增速



资料来源：iFind，信达证券研发中心

图 26：中国纺织业收入及增速（亿元，%）

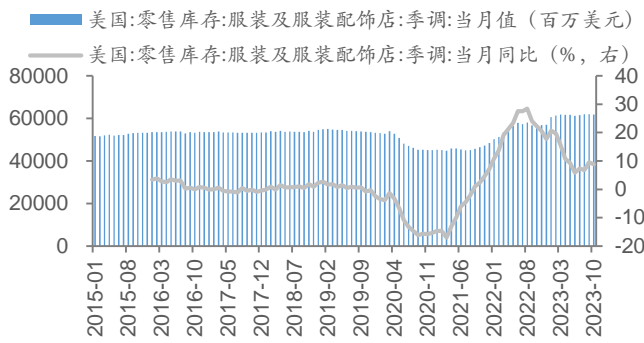


资料来源：iFind，信达证券研发中心

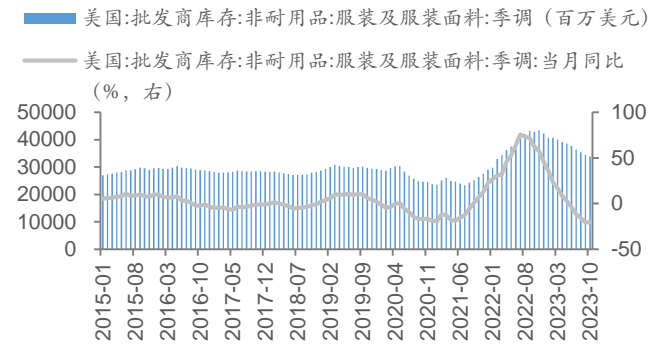
美国服装批发商仍在去库，国内补库需求偏弱。疫情期间服装行业下游存在库存积压，海外服装市场 2022H2 进入去库阶段，我们判断美国服装零售商库存恢复至接近正常水平，批发商去库仍在持续。国内规模以上纺织业产成品存货同比增速 8 月以来持续回升，但整体补库需求偏弱，10 月底同比增速 4.8%，我们判断系补库订单大多来自内贸小单、外贸大单偏少所致，前 11 月我国纺织业累计出口交货值 2230 亿元，同比下滑 11.5%。

图 27：美国服装零售商库存

图 28：美国服装批发商库存



资料来源: iFind, 信达证券研发中心



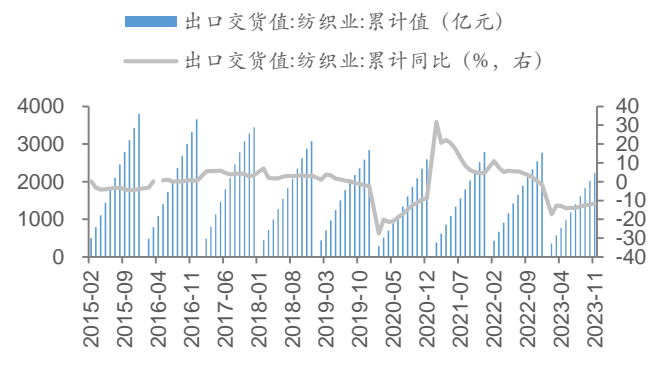
资料来源: iFind, 信达证券研发中心

图 29: 规模以上纺织业产成品存货同比 (%)

图 30: 中国纺织业出口交货值及增速



资料来源: iFind, 信达证券研发中心

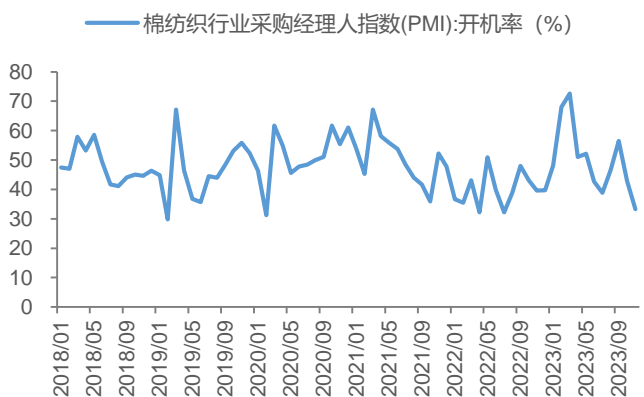


资料来源: iFind, 信达证券研发中心

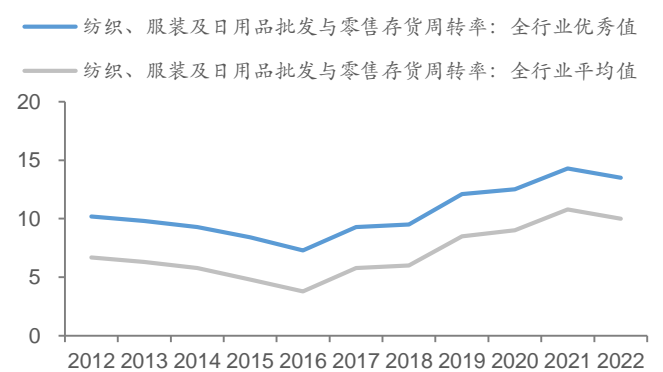
弱需求+小单补库下，数码设备吸引力彰显，传统客户转型数码意愿提升。在下游纺织业国内外需求偏弱，且海外渠道仍在去库、国内补库小单居多的情况下，行业整体开工率不足，数码设备此时相较传统圆网、平网印花设备更具吸引力，其无需制版从而节约小单的制版成本，且能够帮助下游客户减轻库存压力，实现快速周转，传统客户转型数码意愿提升。我们判断传统印染大厂此轮数码转型趋势明确，其根本原因在于消费升级、需求多元化和个性化趋势下传统大批量订单减少、库存管理的重要性日益体现，以及传统行业熟练工人逐渐减少、需要将“老师傅”的经验形成标准化流程。

图 31: 棉纺织行业采购经理人指数(PMI):开机率

图 32: 纺织、服装及日用品批发与零售存货周转率(次)



资料来源: iFind, 信达证券研发中心

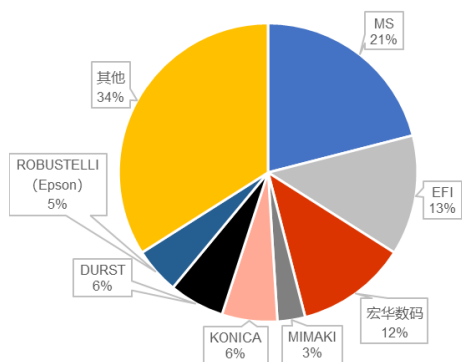


资料来源: iFind, 信达证券研发中心

2.3 格局：宏华龙头优势持续巩固，行业集中度有望进一步提升

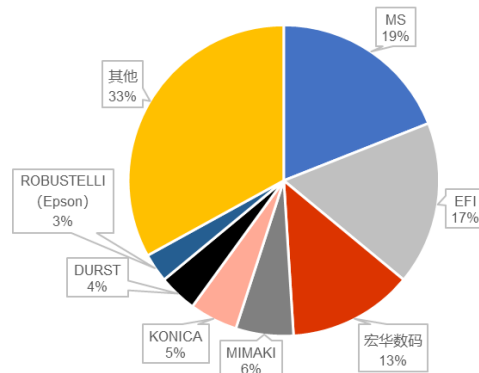
从数码印花设备行业竞争格局看，国际参与厂商包括意大利 MS、意大利 EFI、柯尼卡、爱普生等公司，产品以直喷设备为主；国内厂商包括宏华数科、希望高科、弘美数码、浙江海印等，产品兼有直喷和转印设备。宏华主力机型与国际知名设备商同类产品性能相当，2018 年按全球数码印花产量口径的市场份额达到 13%，仅次于 MS 和 EFI，龙头地位稳固。

图 33：2017 年全球数码印花产品总量分布



资料来源：世界纺织信息网 (WTiN)，公司公告，信达证券研发中心

图 34：2018 年全球数码印花产品总量分布



资料来源：世界纺织信息网 (WTiN)，公司公告，信达证券研发中心

数码印花墨水方面，根据印染行业协会数据，2015-2019 年全球数码喷墨印花墨水的消耗量逐年增加，2019 年达到 5.75 万吨，预计到 2025 年将达到 16 万吨。2021 年国内数码喷墨印花墨水消耗量 3.22 万吨，2015-2021 年复合增速 25.4%，2021 年分散墨水、活性墨水、涂料墨水和酸性墨水分别占 72%、15%、10%、3%。

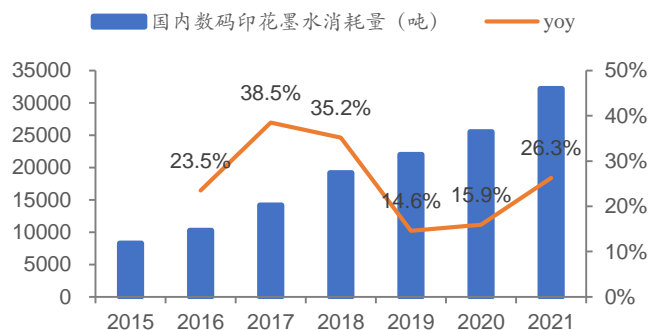
从竞争格局看，2000 年以前受国外对工业喷头和墨水技术的垄断，国内一直依赖进口设备的配套墨水，2010 年以后随着国产数码喷印设备的发展，国产数码喷印墨水也得到了快速发展，出现了一批综合实力较强的专业墨水厂商，包括蓝宇数码、墨库图文、天威新材、英杰泰等，2018 年底进口墨水的比例已下降至 10% 左右。根据蓝宇股份招股书，2021 年蓝宇股份、天威新材、墨库图文、宏华数科纺织领域墨水销量分别为 7780 吨、5448 吨、7214 吨、5242 吨，占全球纺织领域数码喷印墨水消耗量比重分别为 9.6%、6.7%、8.9%、6.5%。

图 35：2015-2019 年全球数码喷墨印花墨水消耗量

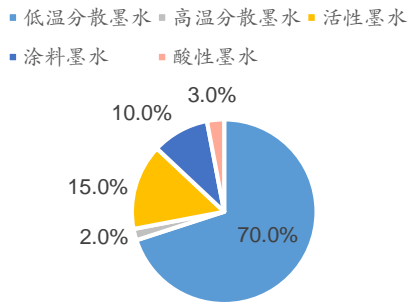


资料来源：中国印染行业协会，世界纺织信息网 (WTiN)，信达证券研发中心

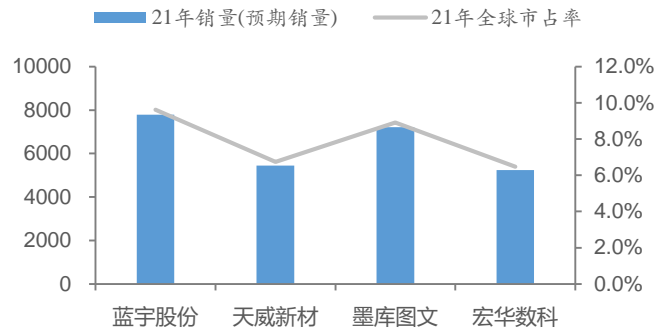
图 36：2015-2021 年国内数码喷墨印花墨水消耗量



资料来源：中国印染行业协会，《2019 中国纺织品数码喷墨印花发展报告》，信达证券研发中心

图 37：2021 年中国数码印花主要墨水品种市场份额


资料来源：中国印染行业协会，《2019 中国纺织品数码喷墨印花发展报告》，信达证券研发中心

图 38：数码印花墨水主要国产厂商销量(吨)及市占率


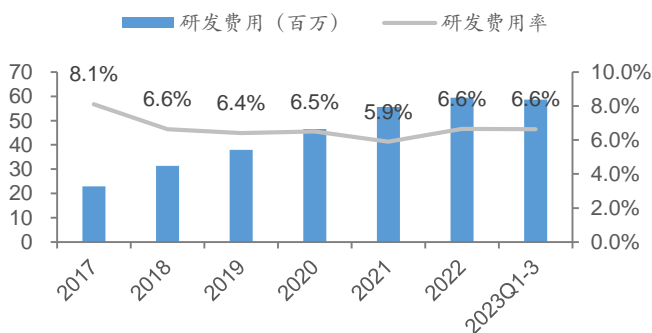
资料来源：蓝宇股份公告，信达证券研发中心

三、投资逻辑：数码印花主业成长性持续，横纵向延展打开空间

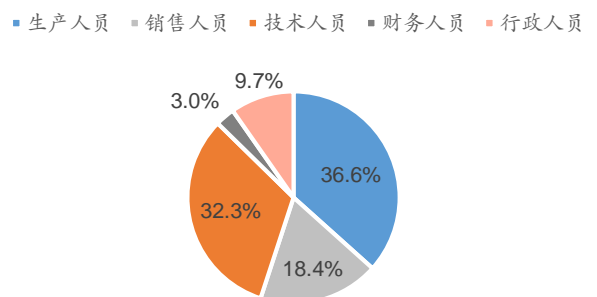
宏华数科的核心成长驱动力在于：1) 数码印花渗透率提升大势所趋，且公司作为行业龙头，主动通过产品优化、价格调整、标杆项目打造等方式加速行业渗透率提升；2) 公司凭借设备和墨水的产品和品牌竞争优势、国内外市场的渠道优势，实现份额进一步增长；3) 实现喷印技术在印花以外领域的技术应用和产品推广，以及横纵向外延并购发展。

3.1 设备和墨水竞争力不断提升，成本控制能力优化

公司研发投入始终保持在较高水平，2022 年研发费用 5947 万，研发费用率 6.6%，技术人员占比 32.3%。多年发展下，公司积累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、精准运动闭环控制系统技术等一系列保证喷印效果一致性、运行稳定性、高速运行的技术。在持续研发投入和底层技术支撑下，公司直喷和转移印花机产品不断更新迭代，速度和精度持续提升，2023 年 6 月 ITMA 国际纺织机械展上，公司新推出的 VEGA9180DI 高速数码印花机能实现单机日产 15000 米，同时 VEGA X1CP 精准定位数码印花机、VEGA X1pro 涂料数码印花机等产品的推出持续丰富了产品矩阵。

图 39：公司研发费用


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 40：2022 年公司员工结构


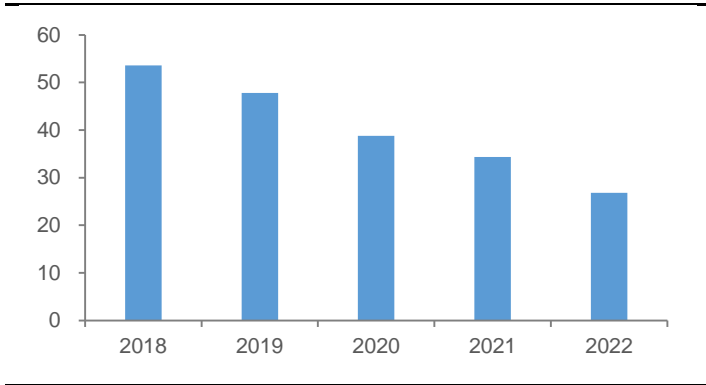
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

采购规模效应凸显，自制率提升进一步优化成本控制。作为行业龙头，公司销售增长带来的采购端规模化效应凸显，并通过 IPO 募投项目的投资提高设备自产能力、通过收购天津晶丽提高墨水自产能力，实现单位生产成本的不断降低。公司墨水单位成本从 2018 年的 53.6 元/kg 降低至 2022 年的 26.8 元/kg，据投资者关系活动记录表，公司正在天津筹建智能化墨

水生产基地，正式建成投产后，墨水生产能力预计扩大至 4-5 万吨，我们判断未来墨水规模增长带来的单位成本摊薄预计将更加明显。

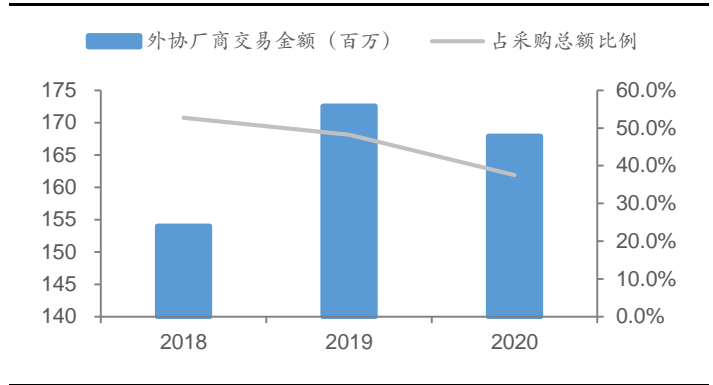
设备方面，随着 IPO 募投项目“年产 2000 套工业数码喷印设备与耗材智能化工厂建设项目”的产能爬坡和定增“年产 3520 套工业数码喷印设备智能化生产线”的逐步建成投产，公司设备自制率有望进一步提高，实现更好的成本控制，从而在保证毛利率基础上进一步提升公司产品的性价比，扩大市场占有率。

图 41：公司墨水单位成本（元/kg）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 42：2018-2020 年公司向外协厂商采购金额

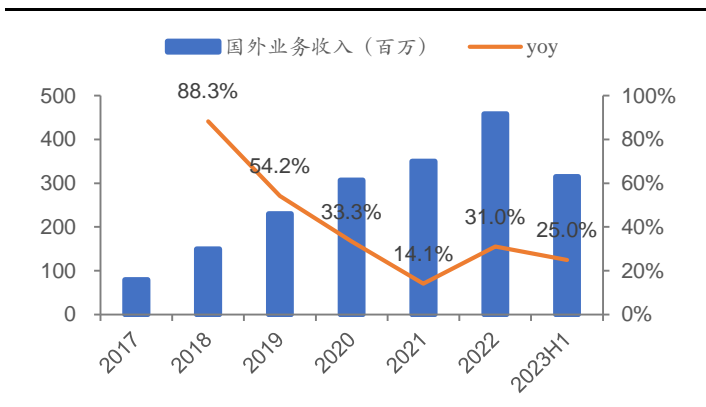


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

3.2 海外业务增长稳健，家纺示范工厂落地促进行业发展

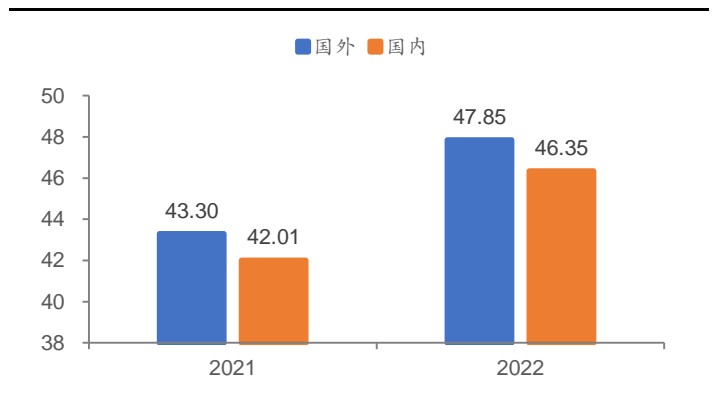
2017-2022 年，公司国外业务收入从 0.79 亿元增长至 4.58 亿元，复合增速达 42.1%，占比由 28% 提升至 51%；2023H1 公司国外收入同比增长 25% 至 3.15 亿，占收入比例进一步提升至 56%。公司国外业务始终保持稳定的快速增长，主要系印度、巴基斯坦、孟加拉等南亚国家经济快速增长，纱丽作为其传统服装需求量高增。站在当前时点，我们认为公司未来海外业务仍将保持较高增速，一方面受益于南亚、东南亚等发展中国家的经济增长，另一方面则因我国纺织产能向海外转移成为趋势。海外市场竞争环境优于国内，公司近两年外销毛利率高于内销 1-2pct，海外业务快速增长有利于公司盈利能力优化。

图 43：公司国外业务收入及增速



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

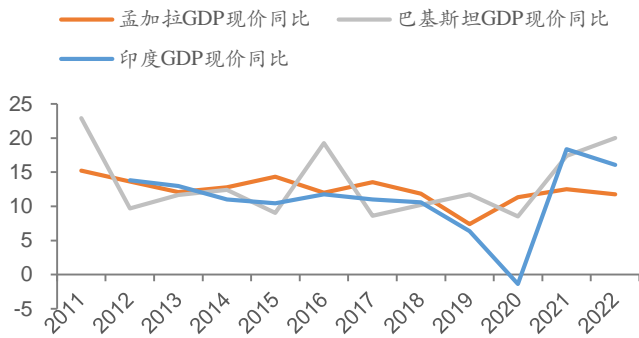
图 44：公司国内外业务毛利率 (%)



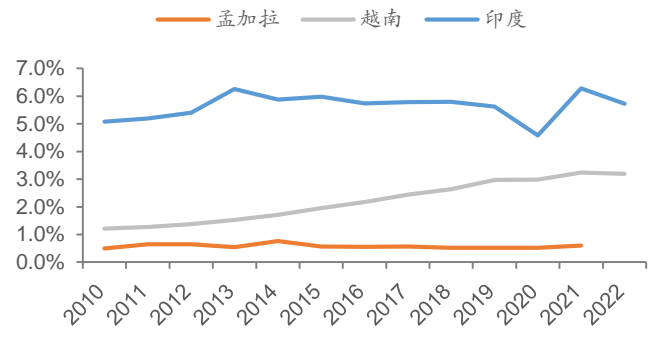
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 45：孟加拉、印度、巴基斯坦 GDP 增速 (%)

图 46：孟加拉、印度、越南纺织品出口占全球比例



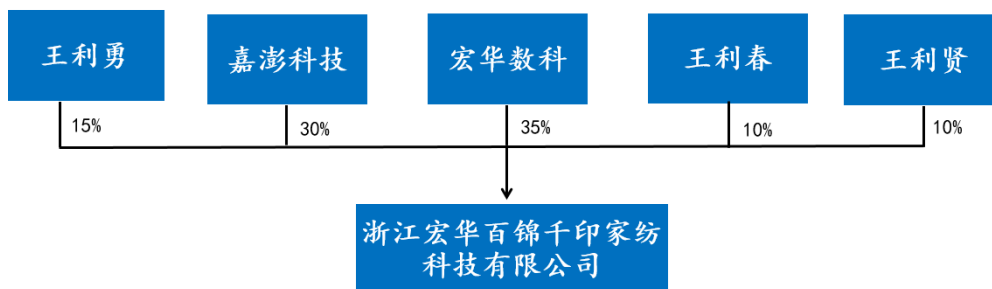
资料来源: Wind, 信达证券研发中心



资料来源: iFind, 信达证券研发中心

公司与嘉澎科技（实控人新湖中宝）、自然人王利勇（湖州浦鑫家用纺织品有限公司，执行董事兼总经理）合资设立浙江宏华百锦千印家纺科技有限公司，拟于湖州市长兴县投资建设数码纺织柔性快反供应链示范项目，项目将采用以数码喷印设备和全自动缝纫机生产线为代表的数字化生产装备，和集前端设计、印花加工、生产管理、物流仓储等多环节数字化系统于一体的集成应用，实现规模化、自动化、智能化的绿色生产，打造多品种、小批量、快反应、零库存的快时尚生态，以适应终端市场小单快反的需求。项目达产后，以数码喷印为主要绿色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，力图为产业作出“数字化设备+智能化工厂+快反供应链”的智能纺织落地蓝本。长兴示范项目的落地，有望为数码印花技术的渗透提供催化。

图 47: 宏华百锦千印股权结构



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

3.3 喷印技术具备通用性，横纵向延展顺利推进

数码喷印技术越来越广泛地被应用于纺织印花、包装印刷、标牌标识、建筑装潢、电子电路、工艺装饰以及食品医疗等众多工业领域，根据 SMITHERS PIRA 发布的研究报告《The Future of Inkjet Printing to 2023》，数码喷印在各下游应用领域的综合市场占有率均不到 10%，公司逐步通过自主研发和外延并购结合的方式不断打开纺织印花以外的数码喷印市场。

在书刊印刷领域，公司 2023 年 7 月公告以人民币 7000 万元收购盈科杰数码 51% 股权，盈科杰主要从事喷墨数字印刷设备，产品包括黑白双面、双色双面、双面八色、双面八色加专色等不同配置的高速喷墨轮转数字印刷设备，主要面向按需印刷和商业快印领域，应用于书籍书刊、商业广告、教辅教材等印刷市场。对赌协议为“2023-2024 年度经审计后的净利润累计不低于 5500 万元”，盈科杰 2022 年营业收入 5429 万元，净利润 745 万元，业绩对赌目标充分彰显盈科杰的发展潜力和信心。

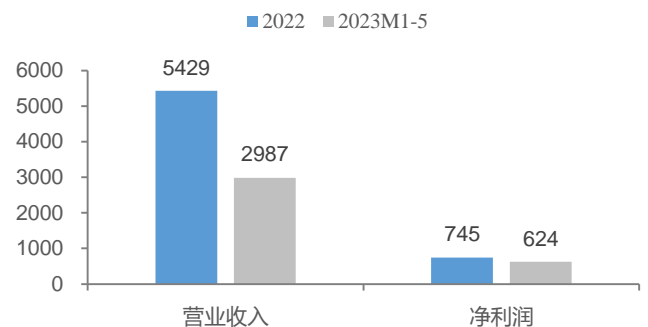
从喷墨数字印刷行业来看，2021年之前国内高速喷墨印刷设备装机量高速增长，2021年双减政策、2022年疫情影响导致印刷品用量减少，企业在设备投资上有所延缓，商业印刷市场装机量萎缩明显。而按需印刷市场装机量增长稳健，据科印传媒数据，按需出版领域的喷墨设备装机量从2016年的10台增长至2022年的47台，考虑国产高速喷墨印刷设备不断发展带来的购机成本降低，加上出版市场面临的诸多挑战和变化，越来越多出版单位选择按需印刷方式或加大按需印刷比重，未来对喷墨印刷设备的需求将保持增长。整体看，我们认为喷墨印刷设备需求仍将保持增长，主要来自商业印刷市场企稳恢复、按需印刷持续增长，个性化、小批量包装市场有望突破，另外随着国产设备在高清彩色以及承印材质上不断突破，有望在海外市场打开空间。

图 48：INKJ DT4402 高速喷墨轮转数字印刷机



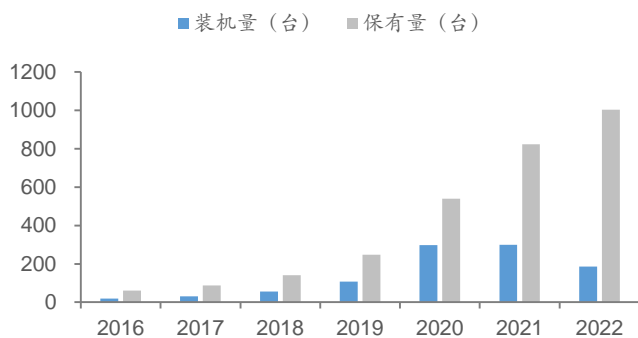
资料来源：山东盈科杰数码科技有限公司官网，信达证券研发中心

图 49：盈科杰收入和利润情况（万元）



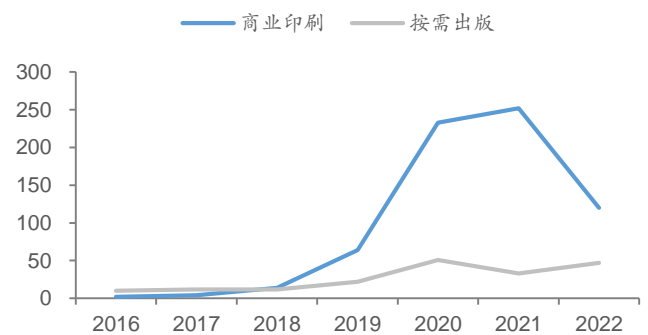
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 50：中国市场高速喷墨印刷设备的保有量和装机量



资料来源：科印传媒，信达证券研发中心

图 51：国内高速喷墨印刷设备分应用领域装机（台）



资料来源：科印传媒，信达证券研发中心

除了书刊印刷外，公司也在积极探索数码喷印技术在其他领域的应用，据 2023 年半年报，公司在数码喷染设备、装饰材料数码喷印设备、瓦楞纸喷印设备等领域均有进展：

- 1) 数码喷染设备：研发面向纺织染色，主要针对面料的无水或少水化染色设备开发，解决传统染色工艺中高能耗、高污染的问题，实现低排放、高效率、高安全的数字化工艺。已开发出专用微喷涂喷头和打样测试平台，小幅面喷染测试正有序进行中。
- 2) 装饰材料数码喷印设备：装饰行业传统的凹版印刷工艺已日渐无法适应小单化、图案多样化、绿色制造等变化，公司研发试验针对多种材料的装饰纹理、大理石纹理、木质纹理等多种图案的喷印设备，已筹备样板房装饰工程的示范项目，积极寻求合适的合作伙伴进行行业深度推广应用。

3) 瓦楞纸喷印设备: 已通过与全球包装纸箱板生产龙头企业合作、自建代理商渠道等方式, 借助现有的销售网络和市场知名度, 切入瓦楞纸包装数码印刷设备市场。

四、盈利预测、估值与投资评级

4.1 盈利预测

数码印花设备: 随着下游传统客户在当前需求形势变化下转型数码, 以及公司长兴项目落地有望带来示范效应, 我们判断公司数码印花设备将保持快速增长, 预计 2023-2025 年公司数码喷印设备营收分别为 6.4/8.8/11.7 亿元, 分别同比+38.6%/+37.5%/+32.8%, 毛利率分别为 44%/44%/43.5%。

墨水: 公司墨水价格下降斜率趋缓, 下游行业复苏带动墨水采购回暖, 同时新增设备带动墨水增量销售, 我们预计 2023-2025 年公司墨水营收分别为 4.0/5.1/6.6 亿元, 分别同比+5.3%/+27.4%/+28.7%。随着墨水销售规模扩大、产能利用率提升, 我们判断规模效应将进一步体现, 2023-2025 年毛利率分别为 55%/56%/56%。

其他主营业务: 我们预计随着盈科杰并表, 公司书刊数码印刷设备销售实现突破, 同时考虑公司后续切入数码喷染设备和装饰材料喷印设备等产品和市场, 2023 年其他主营业务收入增长至 1.73 亿元, 2024-2025 年分别为 2.25、2.88 亿元, 同比分别增长 30%、28%, 预计 2023-2025 年毛利率保持 45%。

表 1: 宏华数科主营产品核心假设

产品	核心假设	2022A	2023E	2024E	2025E
数码喷印设备	收入 (百万元)	462.38	640.86	881.18	1170.56
	yoy	-15.1%	38.6%	37.5%	32.8%
	毛利率 (%)	43.55	44.00	44.00	43.50
墨水	收入 (百万元)	379.87	400.00	509.60	655.86
	yoy	18.1%	5.3%	27.4%	28.7%
	毛利率 (%)	51.77	55.00	56.00	56.00
其他主营业务	收入 (百万元)	49.48	173.18	225.13	288.17
	yoy	-29.6%	250%	30%	28%
	毛利率 (%)	44.78	45.00	45.00	45.00
其他业务	收入 (百万元)	2.81	4.16	4.56	3.84
	yoy	-58.2%	47.9%	9.8%	-15.8%
	毛利率 (%)	72.26	64.88	63.25	66.03
合计	收入 (亿元)	894.54	1218.20	1620.48	2118.44
	yoy	-5.1%	36.2%	33.0%	30.7%
	综合毛利率 (%)	47.20	47.83	47.97	47.61

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

结合公司营业收入假设, 我们预计 2023-2025 年公司营收分别为 12.2/16.2/21.2 亿元, 分别同比+36.2%/+33.0%/+30.7%, 毛利率分别为 47.8%/48.0%/47.6%, 归母净利润分别为 3.3/4.5/5.9 亿元, 分别同比+35.0%/+36.6%/+32.2%, 对应 PE 分别为 29.2X/21.4X/16.2X。

表 2：宏华数科主要财务指标预测（百万元）

主要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	943	895	1,218	1,620	2,118
同比(%)	31.7%	-5.1%	36.2%	33.0%	30.7%
归属母公司净利润	227	243	328	448	592
同比(%)	32.4%	7.2%	35.0%	36.6%	32.2%
毛利率(%)	42.6%	47.2%	47.8%	48.0%	47.6%
ROE(平均)(%)	15.3%	14.4%	11.4%	13.9%	16.2%
EPS（摊薄）(元)	1.88	2.02	2.72	3.72	4.92
P/E	42.28	39.42	29.20	21.38	16.18
P/B	6.47	5.69	3.32	2.98	2.63
EV/EBITDA	66.56	45.36	21.38	15.04	10.99

资料来源：公司公告，信达证券研发中心预测 注：截至 2024 年 2 月 1 日收盘价

4.2 估值与投资评级

考虑公司较强成长性，当前估值存在修复空间。我们选取 3D 打印设备及耗材公司华曙高科、铂力特、智能切割设备公司爱科科技作为可比公司，可比公司预测 PE 平均值 2023-2025 年分别为 47.0X/30.2X/21.1X，公司估值水平低于可比公司均值，具备一定估值修复空间。首次覆盖，给予“买入”评级。

表 3：可比公司盈利预测及估值情况

公司名称	收盘价（元/股）	归母净利润（百万元）				PE				PB (MRQ)
		2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	
华曙高科	22.48	99.2	151.9	225.0	320.5	93.9	61.3	41.4	29.1	4.98
爱科科技	26.75	45.4	65.0	88.0	114.5	35.0	24.4	18.0	13.9	2.76
铂力特	72.79	79.5	255.3	454.1	691.1	177.7	55.3	31.1	20.4	8.50
平均值						102.2	47.0	30.2	21.1	5.4
宏华数科	79.55	243.0	328.0	448.1	592.3	39.4	29.2	21.4	16.2	3.41

资料来源：iFind，信达证券研发中心预测 注：收盘价和 PB 截止日期为 2024 年 2 月 1 日，可比公司盈利预测及 PE 为 iFind 一致预测。

四、风险因素

下游纺服市场景气度不及预期：若终端纺织服装消费景气度不及预期，将会影响下游客户的资本开支意愿，从而对数码印花设备销售产生不利影响。

数码印花渗透率提升不及预期：若数码印花成本、效率等方面提升低于预期，导致数码印花设备渗透率提升速度不及预期，将影响公司成长速度。

技术迭代风险：为了保证数码喷印设备能够充分及时地贴合市场动态满足客户应用需求，数码印花技术亦需不断迭代，若公司未能及时根据市场需求迭代技术和产品，将面临客户转向其他供应商、市场需求下降的风险。

新领域突破进度低于预期：公司在数码印花之外的书刊印刷、喷染设备、装饰材料喷印设备等领域积极探索，若新领域突破进度低于预期，将会影响公司成长空间打开。

	单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	1,515	1,438	2,419	2,671	3,200
货币资金	930	760	1,417	1,412	1,637
应收票据	51	41	54	72	94
应收账款	276	316	380	494	630
预付账款	43	21	32	42	55
存货	205	291	525	638	768
其他	10	9	10	13	16
非流动资产	312	605	992	1,201	1,285
长期股权投资	3	34	44	56	71
固定资产(合计)	77	358	434	535	637
无形资产	26	57	71	84	98
其他	206	155	442	525	479
资产总计	1,827	2,043	3,411	3,872	4,485
流动负债	267	322	460	567	713
短期借款	0	12	0	0	0
应付票据	56	61	79	105	139
应付账款	29	98	106	141	185
其他	183	151	275	321	389
非流动负债	67	7	22	22	22
长期借款	61	0	0	0	0
其他	6	7	22	22	22
负债合计	334	329	482	590	735
少数股东权益	12	29	46	70	101
归属母公司股东权益	1,481	1,685	2,882	3,212	3,649
负债和股东权益	1,827	2,043	3,411	3,872	4,485

	单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	943	895	1,218	1,620	2,118
同比(%)	31.7%	-5.1%	36.2%	33.0%	30.7%
归属母公司净利润	227	243	328	448	592
同比(%)	32.4%	7.2%	35.0%	36.6%	32.2%
毛利率(%)	42.6%	47.2%	47.8%	48.0%	47.6%
ROE%	15.3%	14.4%	11.4%	13.9%	16.2%
EPS(摊薄)(元)	1.88	2.02	2.72	3.72	4.92
P/E	42.28	39.42	29.20	21.38	16.18
P/B	6.47	5.69	3.32	2.98	2.63
EV/EBITDA	66.56	45.36	21.38	15.04	10.99

	单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	943	895	1,218	1,620	2,118
营业成本	541	472	636	843	1,110
营业税金及附加	8	5	6	9	11
销售费用	47	57	85	98	113
管理费用	40	58	73	81	95
研发费用	56	59	73	89	110
财务费用	7	-34	-43	-33	-32
减值损失合计	-2	-3	-4	-13	-16
投资净收益	2	-3	-6	3	6
其他	18	11	13	10	2
营业利润	261	283	390	533	704
营业外收支	1	-1	0	0	0
利润总额	262	282	390	533	704
所得税	34	32	45	61	81
净利润	228	251	345	472	623
少数股东损益	1	8	17	24	31
归属母公司净利润	227	243	328	448	592
EBITDA	286	273	382	543	723
EPS(当年)(元)	3.49	3.20	2.72	3.72	4.92

	单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金	111	179	209	361	509
净利润	228	251	345	472	623
折旧摊销	21	22	34	43	51
财务费用	17	-22	0	0	0
投资损失	-2	-2	2	6	-3
营运资金变动	-161	-76	-189	-178	-198
其它	9	3	12	28	39
投资活动现金流	-212	-310	-426	-249	-128
资本支出	-123	-150	-418	-240	-120
长期投资	-1	-112	0	0	0
其他	-89	-47	-7	-9	-9
筹资活动现金流	536	-107	853	-118	-156
吸收投资	533	16	923	0	0
借款	31	17	-12	0	0
支付利息或股息	-2	-71	-75	-118	-156
现金流净增加额	416	-222	657	-5	225

研究团队简介

王锐，吉林大学学士、北京师范大学硕士，曾就职于方正证券、光大证券、国泰君安，10年行业研究经验，其中7年机械行业研究经验。2023年加入信达证券研发中心，负责机械行业研究工作。

韩冰，浙江大学经济学学士、硕士，曾就职于东方证券、中泰证券，2023年加入信达证券研发中心，主要覆盖通用设备、检测、科学仪器等领域。

寇鸿基，山东大学管理学学士、南开大学经济学硕士，曾就职于光大证券，2023年加入信达证券研发中心，主要覆盖工业气体、工程机械、油服设备及船舶制造等领域。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明,本人具有证券投资咨询执业资格,并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告;本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点;本人薪酬的任何组成部分不曾与,不与,也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制,但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此信达证券可不发出特别通知。

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,也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考,并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下,信达证券或其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,并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权,私自转载或者转发本报告,所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,信达证券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,投资者需自行承担风险。