

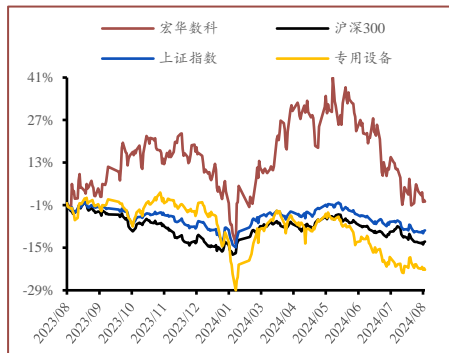
# 数码喷印龙头，“设备+耗材”构筑全产业链优势

■ 证券研究报告

★ 投资评级:增持(首次)

<b>基本数据</b>	<b>2024-08-16</b>
收盘价(元)	57.51
流通股本(亿股)	1.79
每股净资产(元)	24.02
总股本(亿股)	1.79

最近 12 月市场表现



分析师 余炜超  
SAC 证书编号: S0160522080002  
shewc@ctsec.com

联系人 孙瀚栋  
sunhd@ctsec.com

相关报告

## 核心观点

- ❖ **数码喷墨印花龙头企业，持续完善产品矩阵。**宏华数科深耕数码喷印领域 30 年，目前已发展成为集数码印花装备/墨水/工艺方案等综合解决方案提供商。根据中国纺织机械协会统计数据，2017-2019 年公司位列国内市场中高端纺织数码喷墨印花机销量第一，市占率超 50%。公司同步布局上游墨水业务与下游纺织品自动化缝制装备业务，持续完善产品矩阵，实现打通“墨水+设备+应用”全产业链布局。
- ❖ **数码印花设备渗透率提升，“小单快返”加速下游转型。**2015-2021 年，我国数码印花渗透率由 2.1% 迅速提升至 11.4%，是我国纺织品印花市场增速最高的领域。根据中国印染行业协会预计，2025 年我国数码印花渗透率将达到 25%。我国纺织服装业在转型升级过程中摸索出了“小单快返”的柔性供应链模式，随着 SHEIN/TEMU 等跨境电商平台的迅速崛起，终端需求更加个性化/小批量/快时尚，倒逼纺织全产业链向“小批量、零库存、快反应”的生产方式转变，预计加速推动数码印花工艺对传统印花工艺的替代。
- ❖ **墨水是数码印花关键耗材，“设备+墨水”双轮驱动业绩增长。**数码喷印墨水是数码印花过程中的主要耗材，在其生产总成本中比例高达 40%。公司通过收购天津晶丽自产数码印花墨水，通过规模化效应带动数码印花渗透率提升。设备端，公司通过 10 亿定增项目加码年产 3520 套工业数码喷印设备产线；墨水端，公司年产 4.7 万吨数码喷印墨水项目预计 2025 年建成投产，为公司开辟营收增长第二曲线。“设备+墨水”双轮驱动，助力公司打通数码喷印全产业链，提升公司产品市占率。
- ❖ **投资建议：**公司是国内数码印花设备龙头公司，产品技术实力深厚。随着数码印花加工费不断逼近传统印花，叠加下游“小单快返”柔性供应链模式加速推动下游转型，预计数码印花渗透率持续提升。公司持续完善产品矩阵，打通“墨水+设备+应用”全产业链布局，成长性有望显现。我们预计公司 2024-2026 年公司实现营业收入 16.65/22.43/29.27 亿元，归母净利润 4.16/5.43/7.00 亿元，对应 PE 分别为 24.82/19.01/14.75 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。
- ❖ **风险提示：**限售股解禁风险、股权质押风险、海外市场竞争加剧风险、数码喷印设备核心原材料喷头主要依赖外购的风险、汇率波动风险等。

## 盈利预测：

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	895	1258	1665	2243	2927
收入增长率(%)	-5.15	40.65	32.34	34.72	30.47
归母净利润(百万元)	243	325	416	543	700
净利润增长率(%)	7.25	33.83	27.82	30.59	28.88
EPS(元/股)	2.21	2.74	2.32	3.03	3.90
PE	78.11	36.46	24.82	19.01	14.75
ROE(%)	14.42	11.43	13.06	14.98	16.68
PB	7.80	4.23	3.24	2.85	2.46

数据来源: wind 数据, 财通证券研究所 (以 2024 年 08 月 16 日收盘价计算)

## 内容目录

1	公司介绍：数码印花设备龙头，持续完善产品矩阵.....	5
1.1	公司简介：专注数码印花三十载，产品矩阵不断丰富.....	5
1.2	股权结构：股权结构稳定，管理层行业履历丰富.....	6
1.3	主营业务：“设备+耗材”双轮驱动，数码印花设备市占率领先.....	8
1.4	财务分析：盈利能力稳健增长，财务指标表现良好.....	10
2.	数码印花行业：纺织工业前沿技术，替代传统印花大势所趋.....	13
2.1	行业概述：数码印花技术优势明显，渗透率提升空间大.....	13
2.2	产业链分析：中游装机量逐年提升，下游受益“小单快返”浪潮.....	19
2.2.1	上游：耗材先行，墨水是数码印花行业的风向标.....	21
2.2.2	中游：新增装机量稳步增长，设备市场规模不断扩大.....	23
2.2.3	下游：数码印花高度受益“小单快返”快时尚浪潮.....	25
3	公司亮点：全产业链深度布局，下游多领域拓展打开成长空间.....	28
3.1	深耕主业研发，产品性能对标国际行业龙头.....	28
3.2	布局数码印花全产业链，获取成本优势.....	29
3.3	横向延展底层技术，打开非纺服领域成长空间.....	31
4	盈利预测与投资建议.....	33
4.1	盈利预测.....	33
4.2	投资建议.....	35
5	风险提示.....	36

## 图表目录

图 1.	公司产品矩阵持续完善，不断扩充下游领域.....	5
图 2.	公司深耕数码喷印领域 30 年，已具备全产业链优势.....	6
图 3.	公司秉持“设备先行，耗材跟进”的先进经营模式.....	6
图 4.	公司股权结构稳定 (数据截至 2024 年 8 月 14 日).....	7
图 5.	公司主要产品包括数码喷印设备与墨水.....	8
图 6.	2023 年公司营业收入组成情况.....	8
图 7.	公司超高速 Single-Pass 机结构图.....	10
图 8.	公司子公司天津晶丽数码生产墨水流程图.....	10

图 9. 2017-1Q2024 公司营业收入与归母净利润稳步增长 .....	11
图 10. 2017-2023 年公司数码喷印设备与墨水双轮驱动主业增长 .....	11
图 11. 2017-1Q2024 公司利润率水平稳中有升.....	12
图 12. 2017-2023 年公司两大主要业务毛利率明显提升 .....	12
图 13. 公司历年各项费用率变化情况.....	12
图 14. 公司历年分地区营业收入变化情况.....	12
图 15. 2021 年我国三大类印染产品占比情况.....	13
图 16. 我国历年纺织品印花总产量变化情况.....	13
图 17. 平网印花机工作流程示意图.....	13
图 18. 圆网印花机工作流程示意图.....	13
图 19. 纺织品印花的主要方式包括直接印花、转移印花、数码印花.....	14
图 20. 数码喷墨印花系统的机体结构简图.....	15
图 21. 数码直喷印花工作原理图.....	15
图 22. 2015-2021 年数码印花占比持续提升 .....	16
图 23. 数码印花是我国纺织品印花增速最快的领域.....	16
图 24. 2015-2021 年我国数码印花产量稳步增长 .....	16
图 25. 2015-2021 年我国数码印花机装机量持续增长 .....	16
图 26. 2015-2021 我国数码转印产量 CAGR 为+36.68% .....	18
图 27. 2015-2021 我国数码直喷产量 CAGR 为+31.36% .....	18
图 28. 我国数码转印与数码直喷加工费持续降低.....	18
图 29. 我国历年数码转移印花与数码直喷印花占比情况.....	18
图 30. 现阶段中国数码印花行业处于高速发展阶段.....	19
图 31. 中国数码印花产业链图谱.....	20
图 32. 中国历年纺织品数码喷墨印花墨水消耗量变化情况.....	21
图 33. 数码喷印墨水主要成分对其性能影响情况.....	22
图 34. 2021 年中国数码印花墨水品种市场份额情况.....	22
图 35. 天威新材各品类印花墨水价格变化情况.....	22
图 36. 公司数码印花墨水均价变化情况.....	22
图 37. 全球纺织数码印花机市场规模变化情况.....	23
图 38. 中国历年数码转移印花机新增装机量情况.....	24
图 39. 中国历年数码直喷印花机新增装机量情况.....	24
图 40. 中国历年数码印花设备当年淘汰量情况.....	24
图 41. 中国历年数码喷墨印花设备年末保有量情况.....	24

图 42. 2017 年全球数码印花产品总量分布情况.....	25
图 43. 2018 年全球数码印花产品总量分布情况.....	25
图 44. 纺织服装专业市场景气度指数变化情况.....	26
图 45. 我国纺织业、纺织服装及服饰业规模以上企业工业增加值变化情况.....	26
图 46. 知名女装跨境电商平台 SHEIN 的“小单快返”商业模式.....	27
图 47. TEMU 历年商品交易总额(GMV)变化情况.....	27
图 48. SHEIN 历年商品交易总额(GMV)变化情况.....	27
图 49. 公司重视技术创新，持续扩大研发费用投入.....	28
图 50. 2023 年公司研发团队人员占比 37.83%.....	28
图 51. 宏华 VEGA X1pro 涂料直喷数码印花机以零耗水量提供优质印花.....	29
图 52. 天津晶丽数码墨水销量预测情况.....	30
图 53. 天津晶丽数码营业收入与利润预测情况.....	30
图 54. 宏华 VEGA X1pro 涂料直喷数码印花机以零耗水量提供优质印花.....	30
图 55. TEXPA 全自动横缝机产品.....	31
图 56. TEXPA 床单机产品.....	31
图 57. 2015-2023 年中国喷墨印刷设备装机迅速提升.....	32
图 58. 2023 年中国喷墨印刷设备装机下游分布情况.....	32
表 1. 公司于 2021 年、2024 年推出股票激励计划，增强核心团队凝聚力.....	7
表 2. 公司管理层团队行业履历丰富.....	8
表 3. 公司数码直喷印花机产品介绍.....	9
表 4. 公司数码转移印花机产品介绍.....	9
表 5. 数码喷墨印花相较传统印花的优势汇总.....	15
表 6. 2021 年全球主要地区数码喷墨印花产量占当地印花总产量的比重情况.....	17
表 7. 数码转印和数码直喷的对比情况.....	17
表 8. 中国数码印花行业发展相关政策汇总（2018 年至今）.....	20
表 9. 数码喷印墨水主要成分情况.....	21
表 10. 主要喷头供应商及其代表产品.....	23
表 11. 公司与国际知名厂商同类产品参数接近，技术处于国际先进水平.....	28
表 12. 2023 年 1 月公司完成定向增发，募资 10 亿加码数码印花设备产能.....	31
表 13. 公司在非纺服领域拓展技术应用的进展情况.....	32
表 14. 公司分业务营业收入及毛利率拆分情况.....	34
表 15. 宏华数科可比公司估值表.....	35

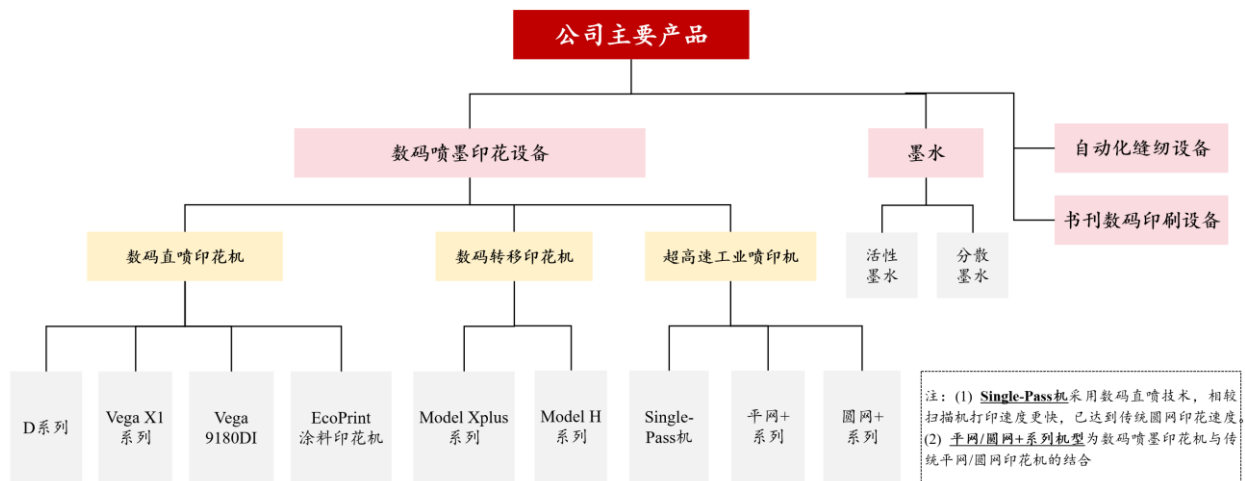
## 1 公司介绍：数码印花设备龙头，持续完善产品矩阵

### 1.1 公司简介：专注数码印花三十载，产品矩阵不断丰富

深耕数码印花 30 年，产品矩阵具备全产业链优势。宏华数科深耕数码喷印领域 30 年，目前已发展成为集数码印花装备/墨水/工艺方案等综合解决方案提供商，具备纺织印花行业的全产业链优势。

从产品结构来看，公司产品数码喷印设备主要分为三大类：数码直喷印花机、数码喷墨转移印花机、超高速工业喷印机，墨水分为活性墨水和分散墨水。此外，公司在收购德国企业 TEXPA 后还生产家用纺织品自动化缝纫装备，拓宽了国外市场并完善下游产业链。

图1.公司产品矩阵持续完善，不断扩充下游领域



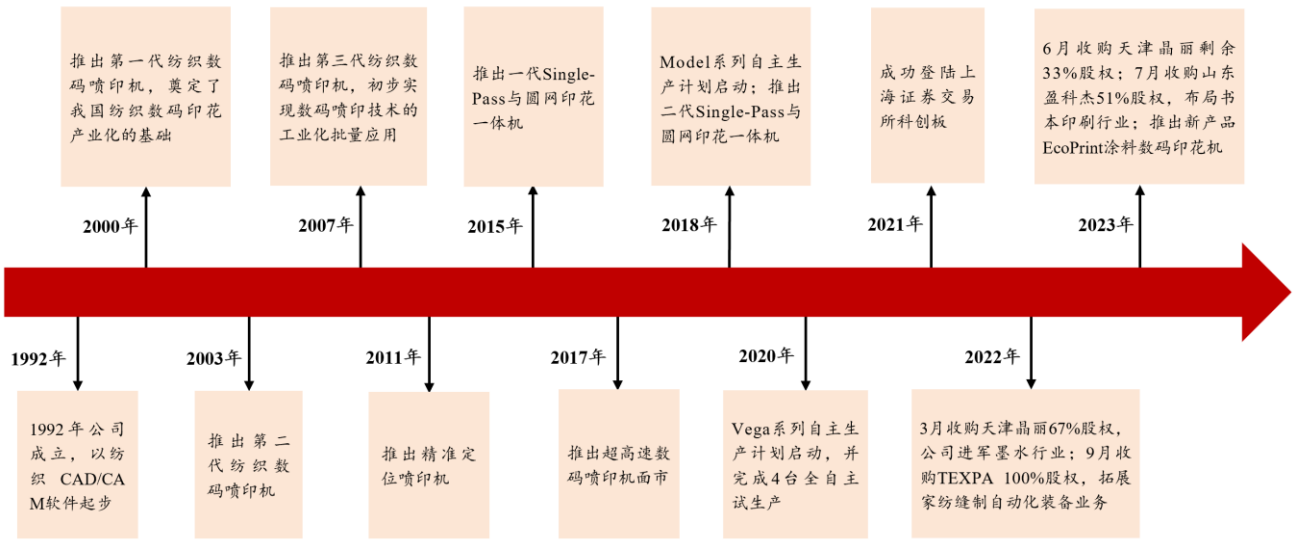
数据来源：公司招股说明书，公司 2023 年报，公司官网，中国纺织公众号，财通证券研究所

公司在数码喷印领域发展过程中，共经历了四个阶段的演变：

- **软硬件研发期 (1992-1999)**：公司以开发纺织品印花的分色设计软件起家，陆续开发了花型图案设计软件/激光照排用 RIP 软件/数码喷印用 RIP 软件等。
- **产品推广期 (2000-2006)**：推出第一代 DPM-1800A 型、第二代 DPM-3200A 型纺织数码喷印机，逐步适应下游“小批量/多品种/快交货”的市场特点。
- **多元化应用期 (2007-2016)**：推出第三代纺织数码喷印机 VEGA，初步实现了数码喷印技术的工业化批量应用，建立具有人才/资源/设施优势的科研体系。
- **专业化应用期 (2017 年至今)**：纺织数码喷印产业规模化应用不断深入，推出一系列速度更快、精度更高、价格更低、品类更丰富的机型。



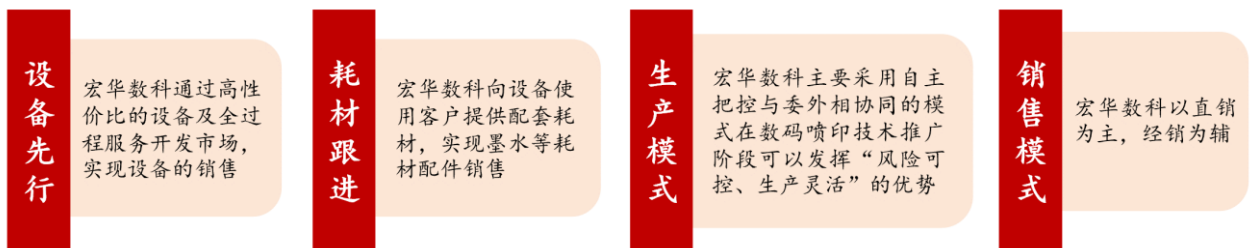
图2.公司深耕数码喷印领域 30 年，已具备全产业链优势



数据来源：公司招股说明书，公司 2023 年报，公司公告，财通证券研究所

“设备先行，耗材跟进”，双轮驱动公司主业稳健发展。(1) **设备先行**：公司通过着力解决工业客户对生产稳定性/服务及时性/产品竞争力的现实需求，为客户提供高性价比的数码喷印设备和全过程服务，获得较大的设备市场；(2) **耗材跟进**：向设备使用客户提供配套耗材，实现墨水等耗材配件销售，同时为公司“设备先行”提供了最新最准确的信息，有利于设备的更新与维护。

图3.公司秉持“设备先行，耗材跟进”的先进经营模式

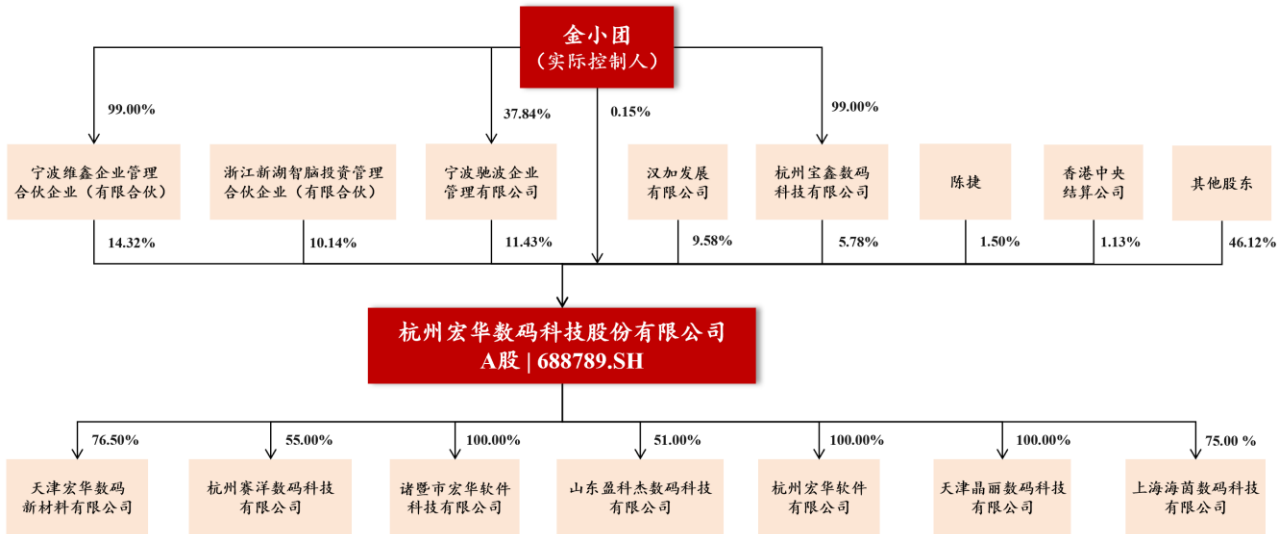


数据来源：头豹研究院，财通证券研究所

### 1.2 股权结构：股权结构稳定，管理层行业履历丰富

公司实际控制人为创始人金小团先生，无控股股东。根据公司 2023 年报，公司实际控制人为创始人金小团先生，通过宁波维鑫/宁波驰波/杭州宝鑫等公司，合计直接或间接持股公司 24.52%股权。根据公司 2023 年报，公司无任一股东依其可实际支配的公司股份表决权足以对股东大会的决议产生重大影响，因此无控股股东。

图4.公司股权结构稳定 (数据截至 2024 年 8 月 14 日)



数据来源: iFinD, 公司 2023 年报, 财通证券研究所

公司注重员工激励, 促进员工助力公司长期发展。公司分别于 2021 年 8 月、2024 年 7 月发布限制性股票激励计划, 并于 2024 年 4 月推出员工持股计划。公司旨在增强核心团队凝聚力, 确保公司未来发展战略和经营目标的实现, 促进公司长期稳定发展和股东价值提升。

表1.公司于 2021 年、2024 年推出股票激励计划, 增强核心团队凝聚力

股票激励计划	姓名	职务	获授的限制性股票数量 (万股)	占授予限制性股票总数的比例	占本激励计划公告日股本总额的比例
2021 年限制性股票激励计划	顾荣庆	核心技术人员	0.60	1.20%	0.008%
	单晴川	核心技术人员	0.60	1.20%	0.008%
	许黎明	核心技术人员	0.60	1.20%	0.008%
	董事会认为需要激励的其他人员 (176 人)		38.20	76.40%	0.503%
	预留部分		10.00	20.00%	0.132%
	合计		50.00	100.00%	0.658%
2024 年限制性股票激励计划	许黎明	核心技术人员	0.75	0.44%	0.004%
	董事会认为需要激励的其他人员 (278 人)		149.45	87.91%	0.833%
	预留部分		19.80	11.65%	0.110%
	合计		170.00	100.00%	0.95%

数据来源: 《宏华数科 2021 年限制性股票激励计划(草案)》, 《杭州宏华数码科技股份有限公司 2024 年限制性股票激励计划 (草案)》, 财通证券研究所

公司管理团队技术实力过硬, 行业履历丰富。公司董事长金小团先生为研究生学历, 教授级高级工程师, 深耕数码印花三十余年, 对数码印花领域的市场需求和产品的研发方向有深入的理解; 公司首席技术官王希先生曾任 FUJIFILM(富士胶片) Dimatix 高级机械工程师和 Vaxxas Pty Ltd 数码打印专家, 对高端数码印花喷头的喷绘研制领域经验丰富。我们认为依托于公司管理层丰富的行业履历、深刻的产业理解、优质的技术实力, 公司有望持续引领技术突破, 稳步提升市场份额。

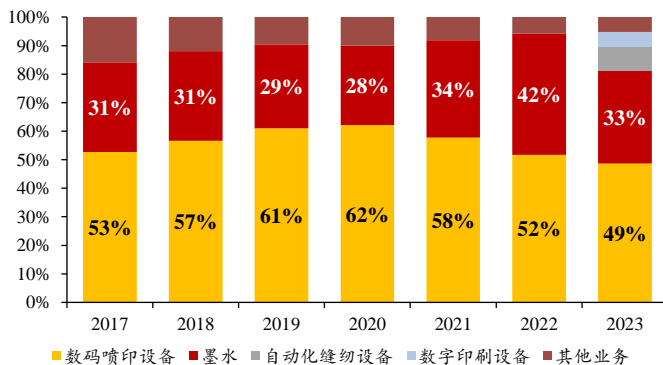
**表2.公司管理层团队行业履历丰富**

姓名	职务	出生年份	学历	个人简历
金小团	董事长	1965	研究生	教授级高级工程师，1982.08-1992.09任浙江丝绸工学院教师；1991.08-1992.09兼任杭州高达电脑联合公司总经理；1992.10-2001.10任公司董事/总经理；2001.11-2016.09任公司董事/总经理；2016.10至今任公司董事长，现兼任杭州宝鑫数码科技有限公司、宁波驰波企业管理有限公司执行董事
WANGXI (王希)	副总经理	1981	博士	2008.02-2011.03任DIMATIX (FUJIFILM Dimatix) 高级机械工程师；2013.06-2016.02任新南威尔士大学博士后研究员；2016.07-2020.02任VaxxasPty Ltd 数码打印专家；2021.05加入公司，任公司首席技术官 (CTO)，2022.09至今任公司副总经理
俞建利	董事会秘书、财务负责人	1974	研究生	注册会计师，1999-2006年任浙江省东方会计师事务所部门副经理，2007-2012年任浙江栋梁新材股份有限公司财务总监，2015-2021年任浙江长城电工科技股份有限公司董事/财务负责人/董事会秘书。现任公司董事/董事会秘书/财务负责人
陈智敏	独立董事	1960	研究生	1978.07-1985.03就职于杭州九豫丝织厂；1985.04-1993.03任中国青年春宝集团经贸公司财务主管；1993.04-1996.04历任浙江省经济建设规划院/省经济研究所驻珠海办公室主任；1996.05-2009.01历任浙江浙经资产评估事务所所长、浙江浙经资产评估有限公司董事长兼总经理；2009.02-2015.04任浙江天健东方工程投资咨询有限公司总经理；2015年5月退休；现任公司独立董事。
顾新建	独立董事	1956	博士	1975-1978年任富阳三山公社谢家溪大队社员；1982-1984年任电子工业部上海1501所助理工程师；1987年至今在浙江大学工作，现任浙江大学机械工程学院教授、公司独立董事。

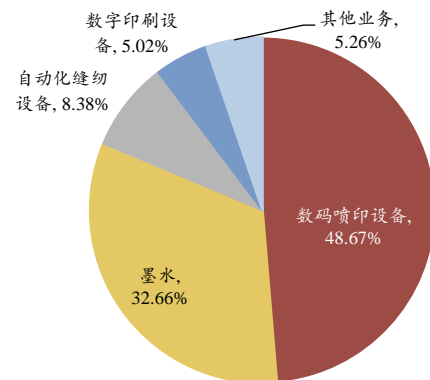
数据来源：《杭州宏华数码科技股份有限公司2024年员工持股计划管理办法》，财通证券研究所

### 1.3 主营业务：“设备+耗材”双轮驱动，数码印花设备市占率领先

国产数码印花设备龙头，中高端数码印花设备市占率领先。根据公司招股说明书援引 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 12% 和 13%，位居世界前列。根据公司招股说明书援引中国纺织机械协会统计数据，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，市场占有率超过 50%。公司主要产品包括数码喷印设备和墨水。

**图5.公司主要产品包括数码喷印设备与墨水**


数据来源：iFinD，财通证券研究所

**图6.2023年公司营业收入组成情况**






数据来源：iFinD，财通证券研究所

公司数码直喷印花机主要为 Vega 系列产品，同时持续推出新产品拓宽下游领域。目前，公司的数码直喷机主要为 Vega 系列产品，该系列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 1000m/h 以上，典型喷印精度为 1200dpi，适用于棉/麻/丝绸化纤和混纺等面料以及活性/酸性/高温



分散和涂料墨水。2023年，公司推出 VEGA X5/VEGA 9180DI 直喷机、EcoPrint 涂料数码印花机等新产品，不断优化产品性能，拓宽下游应用领域。

**表3.公司数码直喷印花机产品介绍**

产品	图片	速度	精度	适用面料	产品特点
D 系列		1000 m <sup>2</sup> /h	1200 dpi	适用于棉/麻/丝绸等面料	扫描式喷印，高精度工业喷头，可变墨点功能
VEGA X1 系列		540 m <sup>2</sup> /h	1800 dpi	适用于棉/麻/丝绸等面料	高精度工业喷头，可变墨点功能，喷头高度可调
VEGA 9180DI		750m/h	/	适用于棉/麻/丝绸等面料	日产量高达 15000 米，并搭载多种智能系统，例如四重智能喷头保护系统/喷头恒温型智能节水导带清洗系统/进布自动对中系统等
Eco Print 涂料印花机		300m/h	1800 dpi	适用于棉/麻/丝绸/尼龙/涤纶/新型纤维类梭织物和针织物	集成了墨水、处理液和固色剂的数字化，生产过程不需要提前对面料进行单独处理，面料进入打印机后即可完成上浆、打印、固色、烘干一体化流程，有效缩短生产流程，提高生产效率

数据来源：公司官网，中国纺织报，TSCI 国际纺织供应链工业博览会公众号，财通证券研究所

公司数码转移印花机主要为 Model 系列产品。2018 年，公司启动 Model 系列机型的自主生产布局，并于 2019 年实现由外协组装生产向自主生产的切换。Model 系列适用于窄幅服装面料印花，日印花产量可达到上万平方米，相较于原先 Vega P 系列产品具有喷印烘干一体/机型轻便/价格较低等特点，适合小批量+多批次的市场需求，市场定位更加精准。2023 年，公司采购并二次开发核心组件，研发了高速高精度热转印设备，采用新型 16 个喷头+4 色喷印，主要应用于纸基材料等中低端市场，进一步提升性价比，已成为热转印市场的主力机型。

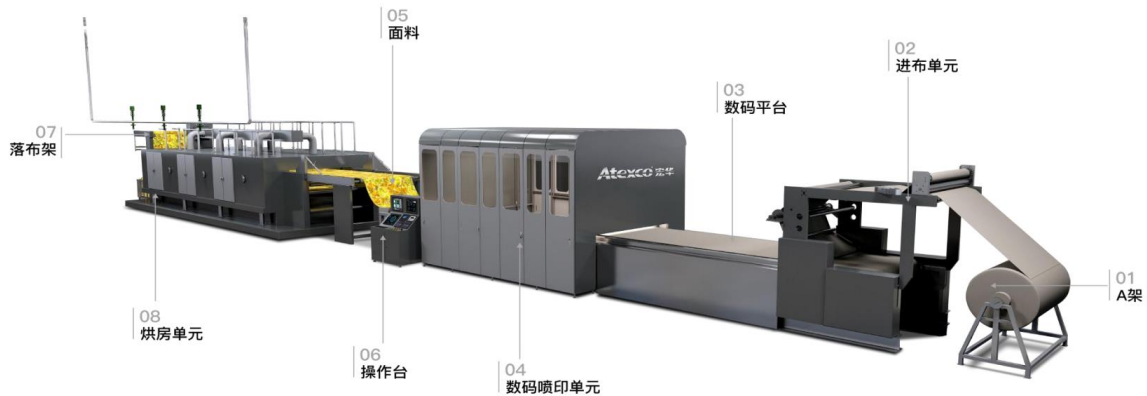
**表4.公司数码转移印花机产品介绍**

产品	图片	速度	精度	适用面料	产品特点
MODEL Xplus 系列		400m/h	1200 DPI	适用于化纤等面料	扫描式喷印，高精度工业喷头，可变墨点功能
MODEL H 系列		700m/h	1200 DPI	适用于化纤等面料	扫描式喷印，高精度工业喷头，可变墨点功能

数据来源：公司官网，财通证券研究所

超高速工业机主要包括 Single Pass 机、圆网+系列、平网+系列机型。超高速工业机印花速度极快、质量好、效率高，在大批量印花市场上与传统主流印花机械展开竞争。Single-Pass 机采用单程印花方式，喷头无需横向移动，印花速度较双程印花机型大大提升，日印花量达到 4 万平方米以上，可与传统圆网印花机速度媲美。2023 年，公司研发了 12 色、5400m/h 喷印速度的新一代 Single Pass 超高速工业喷印机；该设备具备在线上浆功能，在成本优势和环境保护等方面均较传统工艺设备有较大幅度提升，满足传统企业的低成本高速生产需求。

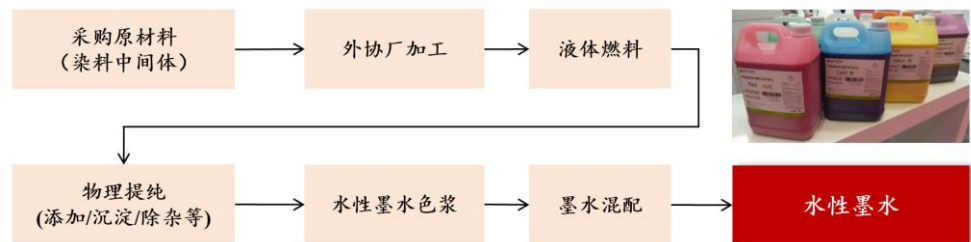
图7.公司超高速 Single-Pass 机结构图



数据来源：公司招股说明书，财通证券研究所

公司墨水业务主要包括活性墨水、分散墨水等。数码喷印墨水作为数码喷印设备的配套产品，其核心在于与数码喷印设备的适配性。公司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。

图8.公司子公司天津晶丽数码生产墨水流程图

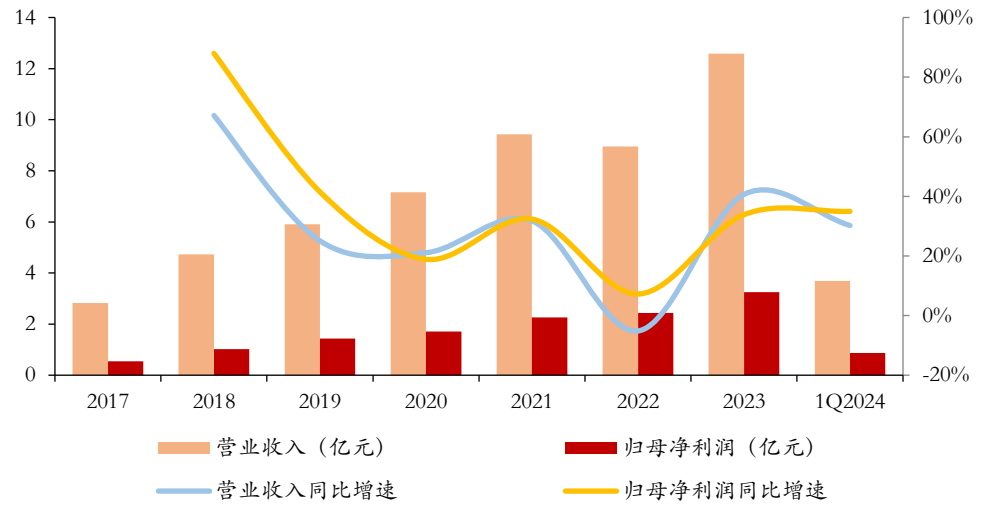


数据来源：《杭州宏华数码科技股份有限公司关于以现金方式收购天津晶丽数码科技有限公司 67%股权的补充公告》，公司 2023 年报，财通证券研究所

#### 1.4 财务分析：盈利能力稳健增长，财务指标表现良好

受益下游需求提升，公司盈利能力稳步增长。2017-2023 年，公司营业收入 CAGR 为+28.24%；归母净利润 CAGR 为+34.83%；根据公司《2024 年半年度业绩预告的自愿性披露公告》，经公司财务部门初步测算，预计 1H2024 公司实现营收 7.6-8.1 亿元，同比增长 35.80%-44.73%；实现归母净利润 1.85-2.10 亿元，同比增长 25.18%-42.10%；实现扣非净利润 1.80-2.05 亿元，同比增长 23.75%-40.94%。

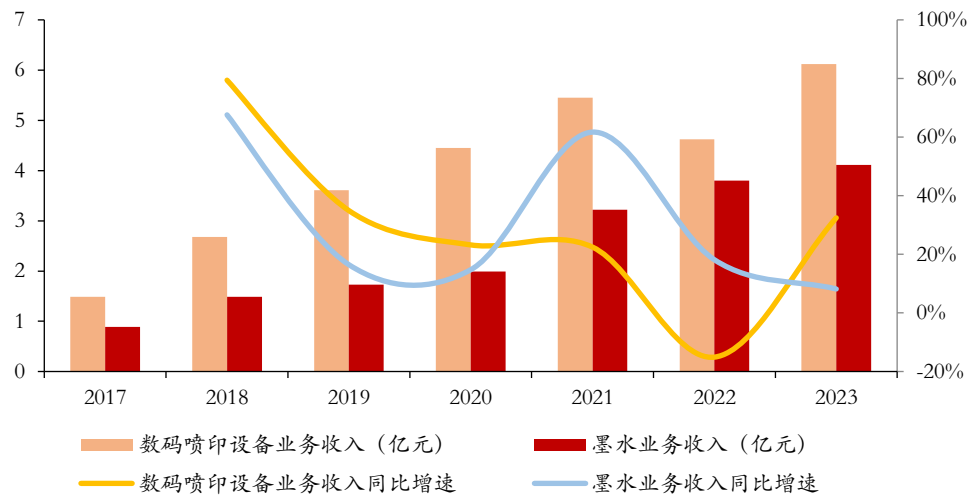
图9.2017-1Q2024 公司营业收入与归母净利润稳步增长



数据来源: wind, 财通证券研究所

数码印花进入发展快车道,“设备+耗材”双轮驱动主业稳步增长。公司主要产品包括数码喷印设备与墨水。随着墨水耗材规模化、下游需求提升带来数码印花成本持续下降,促进了数码印花工艺对传统印花工艺的加速替代,数码印花行业进入良性发展轨道。2017-2023年公司数码喷印设备业务收入CAGR为+26.55%,墨水业务收入期间CAGR为+29.05%。

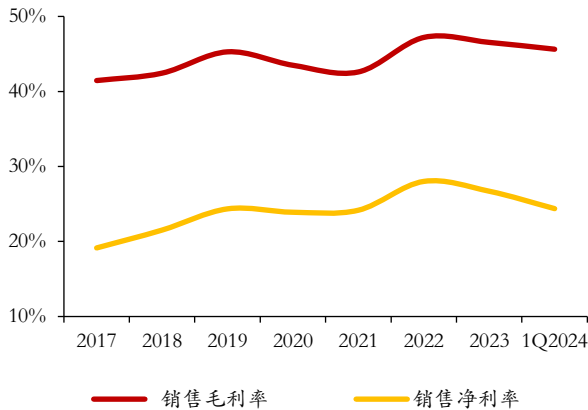
图10.2017-2023 年公司数码喷印设备与墨水双轮驱动主业增长



数据来源: wind, 财通证券研究所

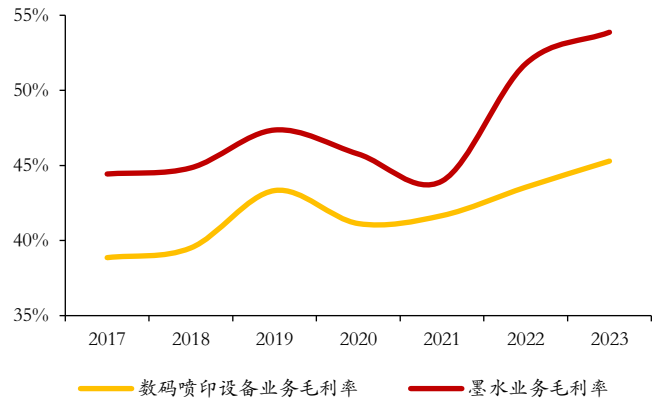
公司利润率水平稳中有升。分业务毛利率来看,2017-2023年公司数码喷印设备业务提升6.43pct,墨水业务毛利率提升9.44pct。公司盈利能力稳步提升,主要原因系(1)数码印花成本下移,客户接受度提升(2)终端需求更加个性化/小批量/快时尚,倒逼纺织全产业链向“小批量、零库存、快反应”的生产方式转变,推动了数码印花工艺对传统印花工艺的替代,公司受益规模化效应盈利水平稳步提升。

图11.2017-1Q2024 公司利润率水平稳中有升



数据来源: iFinD, 财通证券研究所

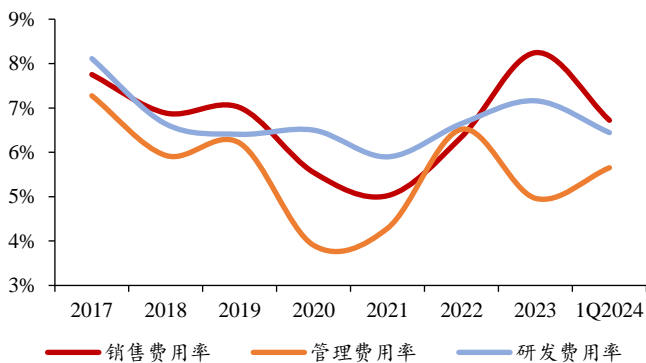
图12.2017-2023 年公司两大主要业务毛利率明显提升



数据来源: wind, 财通证券研究所

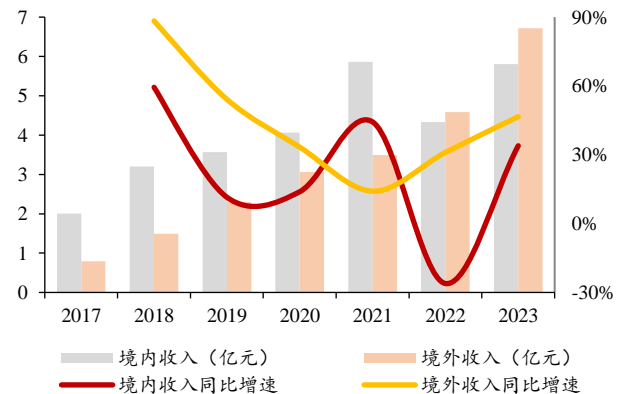
公司各项费用率保持稳定, 境外业务增速高。公司近年来各项费用率整体保持稳定, 2023年, 公司销售费用率提升主要系公司积极参展导致宣传展览费增加以及业务增长带来销售人员工资和差旅费用增长。分地区收入来看, 2017-2023年公司境内收入CAGR为+19.36%, 境外收入CAGR为+75.60%, 公司海外业务发展迅速, 2023年境外收入占比高达53.38%。

图13.公司历年各项费用率变化情况



数据来源: iFinD, 财通证券研究所

图14.公司历年分地区营业收入变化情况



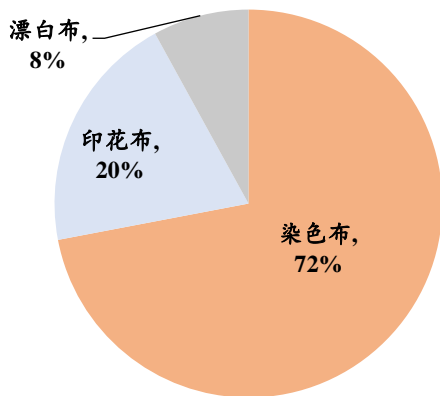
数据来源: iFinD, 财通证券研究所

## 2. 数码印花行业：纺织工业前沿技术，替代传统印花大势所趋

### 2.1 行业概述：数码印花技术优势明显，渗透率提升空间大

中国印花面料产量维持在 200 亿米左右，约占全球 40%。根据中国印染行业协会《2022 中国纺织品数码喷墨印花发展报告》，2021 年我国全社会口径印染布产量折合标准米数约为 1100 亿米，其中染色布占比 72%/印花布占比 20%/漂白布占比 8%，中国印花面料产量约占全球 40%，在全球纺织品印染加工中占据重要地位。2015 年以来，中国印花面料产量维持在 200 亿米左右。根据中国印染行业协会数据，2015-2021 年我国纺织品印花总产量期间 CAGR 约 2.1%。

图15.2021年我国三大类印染产品占比情况



数据来源：中国印染行业协会，财通证券研究所

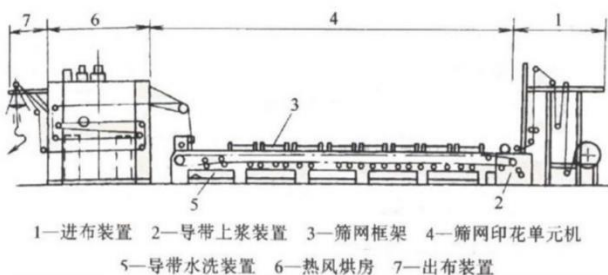
图16.我国历年纺织品印花总产量变化情况



数据来源：中国印染行业协会，财通证券研究所

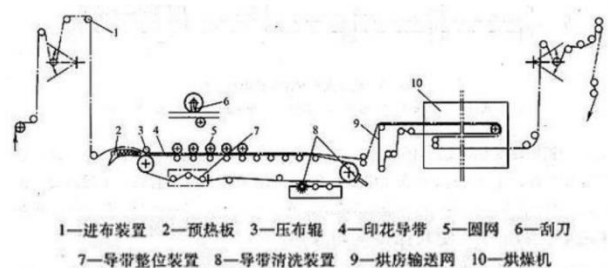
现阶段，直接印花是我国纺织品印花的主要方式。纺织品印花指的是将图案通过各种方式呈现在纺织物上的技术，主要目的是美化纺织物，增加视觉效果，提高观赏性。目前纺织品印花的主要方式包括直接印花、转移印花和数码印花。根据中国印染行业协会数据，2015-2021 年中国印花面料产量中，以平网/圆网为代表的直接印花占比仍然持续保持在 70%以上，是现阶段纺织品印花的主要方式。

图17.平网印花机工作流程示意图



数据来源：金环网布官网，财通证券研究所

图18.圆网印花机工作流程示意图



数据来源：纺织助剂网，财通证券研究所



图19.纺织品印花的主要方式包括直接印花、转移印花、数码印花



数据来源：中国印染行业协会，染整科技公众号，财通证券研究所

**数码印花相较于传统平/圆网印花技术优势明显。**数码印花是一种将基于数字的图像直接印刷到各种介质上的方法，是用数码技术进行的印花。数码印花设备一般由喷头/墨盒/色彩管理系统、控制系统及传感器构成，色彩管理系统负责调整色彩和亮度，控制系统通过传感器控制喷头喷射距离和角度，将墨水喷至承印件上。数码印花在实现高效率的工作前提下，还兼顾个性化生产和节能环保发展。

■ **工作效率高：**数码印花无需制版就可以生产出更复杂和精细的图案，缩短了至少约7天的生产周期，提高了生产效率。

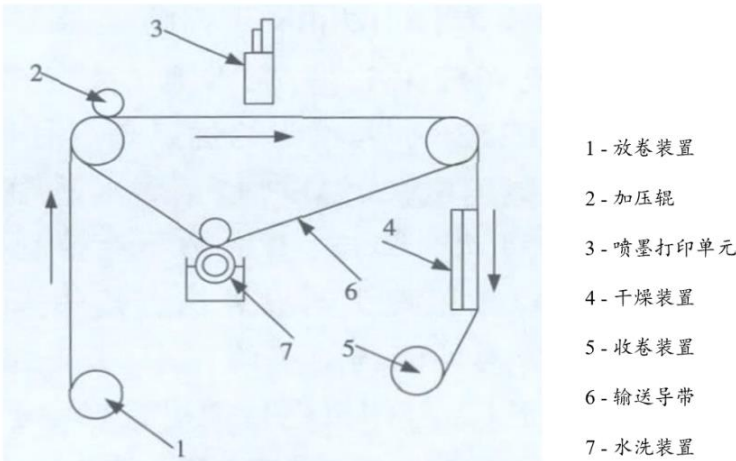
- **适应个性化需求**：数码印花生产灵活性强，对喷印素材没有颜色和回位的限制，使得纺织面料能够更轻易的呈现出各式各样的印花效果。并且，喷印数量灵活，也可以满足了小批量、多品种、个性化的生产需求。
- **节能环保**：一方面，数码印花无需调制色浆，可避免剩余色浆浪费，降低染料用量大约在 20%-30%。另一方面，数码印花无需制版，省去清洗网版和刮刀(或磁棒)用水,使水资源利用更为高效,比传统印花节约用水 20%-30%，蒸汽消耗也减少了 10%-15%。

表5.数码喷墨印花相较传统印花的优势汇总

项目	传统丝网印花	数码喷墨印花
印花速度	在单一品种、大批量的订单上处于优势地位	在多品种、小批量订单上无需传统印刷制版等复杂工序,大大缩短了生产周期
节能环保减排	用水较多、耗电多、废浆多	不用调制色浆,使用助剂量少、用水少、耗电少、无废浆
劳动用工成本	较高	设备自动化程度高,用工少
交货周期	交货周期较慢	交货周期较快
加工灵活性	灵活性有限,难以快速反应	柔性生产,快速反应
图案设计	图案设计需考虑花回大小和套色数	任意图案,无需考虑图案类型和套色数
制版	需经过制版、制网、调浆后才能上机印制图案	无需制版,直接印制图案
精度及效果	印花精度和印花效果一般,印制颜色受设备限制,优势在于特殊印花浆料	印花精度高、印花效果不受图案、颜色的制约,印制颜色几乎可以再现自然界任何颜色
柔顺度	涂层感较强	印花轻薄、柔软、回粘性较好

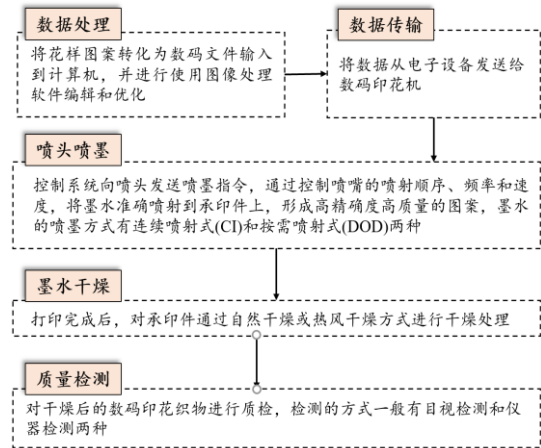
数据来源：岩琦股份公众号，财通证券研究所

图20.数码喷墨印花系统的机体结构简图



数据来源：力雪梅等《数码喷墨印花技术的研究现状以及发展趋势》，财通证券研究所

图21.数码直喷印花工作原理图

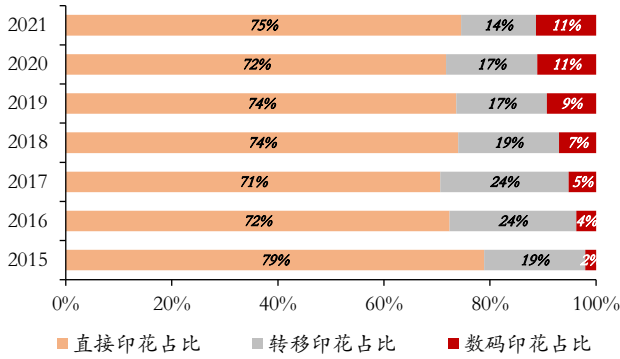


数据来源：头豹研究院，财通证券研究所

数码印花是我国纺织品印花市场增长最快的领域。根据中国印染行业协会数据，2015-2021年我国数码印花产量从4亿米迅速提升至25亿米,期间CAGR为35.7%,相比而言同期直接印花和转移印花CAGR分别为+1.2%和-2.9%。根据WTiN数据,2015-2019年全球数码印花产量CAGR为24.32%,因此在数码印花产量方面我国增速大于全球增速。从印花占比来看,2015-2021年数码印花占比由2.1%迅速

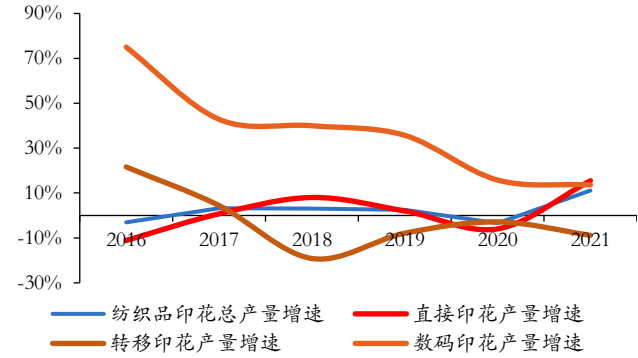
速提升至 11.4%，提高 9.3pct，是纺织品印花市场增长最快的领域。此外，根据中国印染行业协会预计，2025 年中国数码印花产量将达到 50 亿米左右，约占中国印花总量的 25%，约占全球数码印花总量的 30%。

图22.2015-2021 年数码印花占比持续提升



数据来源：中国印染行业协会，财通证券研究所

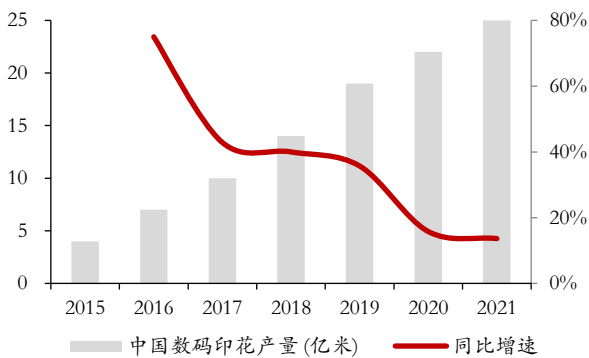
图23.数码印花是我国纺织品印花增速最快的领域



数据来源：中国印染行业协会，财通证券研究所

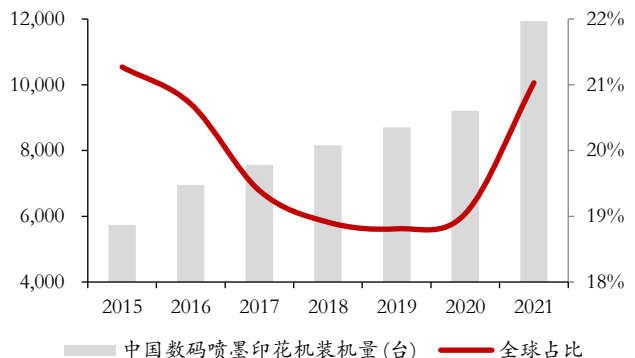
近年来，我国数码印花产量和装机量均逐年提升。随着数码喷墨印花设备和工艺的逐渐发展成熟以及综合印花成本的下降，数码喷墨印花越来越被下游用户认可和接受，尤其受近几年疫情以及复杂多变的经济形势影响，数码喷墨印花机生产方式更加灵活，更能适应小批量快速反应类订单的生产。根据中国印染行业协会《2022 中国纺织品数码喷墨印花发展报告》，2015-2021 年，我国数码印花产量从 4 亿米快速增长至 25 亿米，期间 CAGR 为 35.72%；从装机量来看，2015-2021 年，我国数码印花机装机量从 5736 台快速增长 11937 台，期间 CAGR 为 12.99%。2021 年，我国数码印花机占全球总装机量的 21.03%，数码印花机装机量持续提升主要由于国产设备在性价比和快速的客户响应方面占有较大优势，同时随着东南亚等国纺织产业的崛起，我国数码喷墨印花机出口量也呈逐年增加的趋势。

图24.2015-2021 年我国数码印花产量稳步增长



数据来源：中国印染行业协会，财通证券研究所

图25.2015-2021 年我国数码印花机装机量持续增长



数据来源：刘丹等《数码喷墨印花设备发展现状和趋势》，财通证券研究所

中国印花市场渗透率低于欧洲市场，渗透率提升空间大。目前，全球数码印花市场主要分布在北美/南美/欧洲/亚洲/澳洲等地区。以意大利为首的欧洲国家凭借起步早和技术优势，较早实现了大规模工业化生产，目前数码喷墨印花产品产量占

其印花总产量的 25% 以上。根据 WTIN 数据，2021 年亚洲/欧洲/澳洲地区的数码印花产量分别占全球总产量的 53.6%/27.2%/7.9%，其中亚洲占全球纺织品数码喷墨印花的一半以上，中国/越南/巴基斯坦产量位列前三。现阶段，我国比起欧洲市场而言，数码印花市场覆盖范围仍然较小，未来将会迎来更大发展空间。

表6.2021 年全球主要地区数码喷墨印花产量占当地印花总产量的比重情况

地区	国家	数码印花产量占该地区印花总产量的比重
欧洲区域		25% - 26%
南美区域		3.5% - 4%
东亚区域	中国	11% - 12%
	韩国	10% - 11%
	日本	12% - 13%
南亚区域	印度	3% - 4%
	巴基斯坦	15% - 18%
	孟加拉国	1% - 1.5%
东南亚区域	印度尼西亚	1.5% - 2%
	越南	7% - 8%
	马来西亚	2% - 2.5%
	泰国	3.5% - 4%

数据来源：岩琦股份公众号，财通证券研究所

数码印花按加工方式可分为数码直喷和数码转印。数码转印需要预先将墨水打印在转印纸上形成特定的花型图案，然后再通过热转印的方式转印到各种材料上，主要用于梭织棉布和化纤面料；数码直喷是将织物进行预处理后，通过数码打印机在各种材料上直接打印出所需要的图案，打印后主要用于化纤面料。现阶段，数码热转移印花由于购置成本和运营维护的技术门槛较低，市场占比较高；数码直喷工艺相对复杂，和传统印花相比加工成本较高，数码直喷印花市场占比较低。

表7.数码转印和数码直喷的对比情况

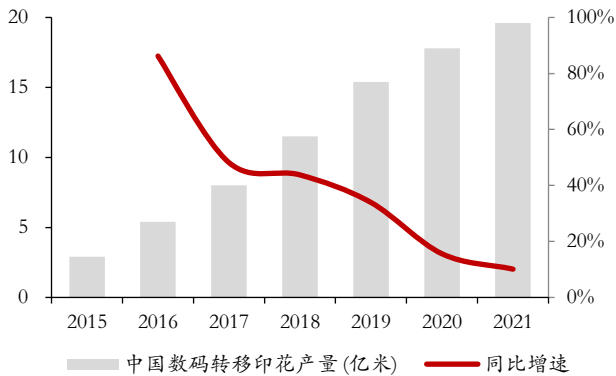
细分路线	工艺特点	加工面料	环保情况	市场占比	适配墨水
数码转印	数码热转移印花即利用分散染料在特定温度下升华的特性，用分散墨水把图案打印到转印纸张上烘干，将打印好的印花纸覆盖于待印的布料上，进入热转移印花机，加热加压，使图案通过热升华效应气化并转移到布料上，无需后道固色处理。数码热转移印花工艺具有色彩艳丽、图案锐利的特点，且印花完成后无需蒸化、水洗等工序，工艺简捷环保，目前在市场上所占份额较大；由于数码热转移印花温度较高达到 200 摄氏度，部分面料由于高温产生硬化手感较差	化纤类针织面料，如涤纶/涤棉	数码热转移印花过程中基本没有废水产生	由于购置成本和运营维护的技术门槛较低，数码热转移印花市场占比较高	分散墨水
数码直喷	数码直喷印花即通过高分辨率扫描仪或数码照相机等手段，得到高于 300DPI 精度的数码图片，把需要印花的图片以数字形式导入印花处理软件系统，经过编辑处理后软件控制数码打印机把印花染料直接喷印到布料上，最后进行固色。由于数码染料的墨水颗粒达到纳米级，可以渗透进面料的空隙中，形成的印花图案既有牢度，面料发色温度在 100-150 摄氏度之间，所以不改变布料本身的柔软和舒适的特性	覆盖梭织棉布和化纤类面料	数码直喷印花虽然比传统印花污染排放大幅下降，但仍有污水排放	数码直喷工艺相对复杂，和传统印花相比加工成本较高，数码直喷印花市场占比较低	各类墨水均可适用

数据来源：蓝宇股份招股说明书（申报稿），财通证券研究所



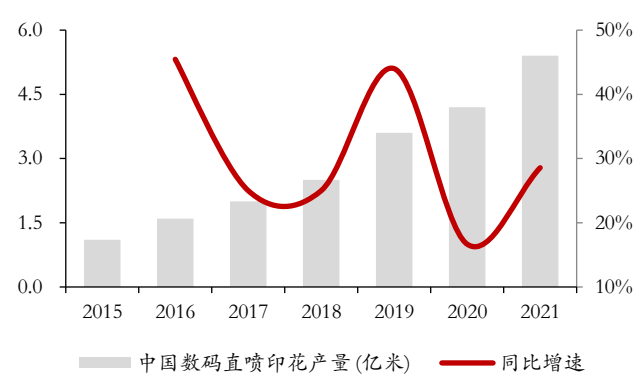
现阶段数码转印在数码印花产量占比更高。分技术路线来看，2014-2021年我国数码转印产量 CAGR 为+36.68%；数码直喷产量 CAGR 为+31.36%。数码转印由于工艺流程短/设备投资少/对场地要求不高等优点，在众多小型生产企业和纺织品贸易公司中的接受度较高。从占比来看，2021年数码转印占数码印花产量约 78.4%，现阶段数码转印占比较高。

图26.2015-2021 我国数码转印产量 CAGR 为+36.68%



数据来源：中国印染行业协会，财通证券研究所

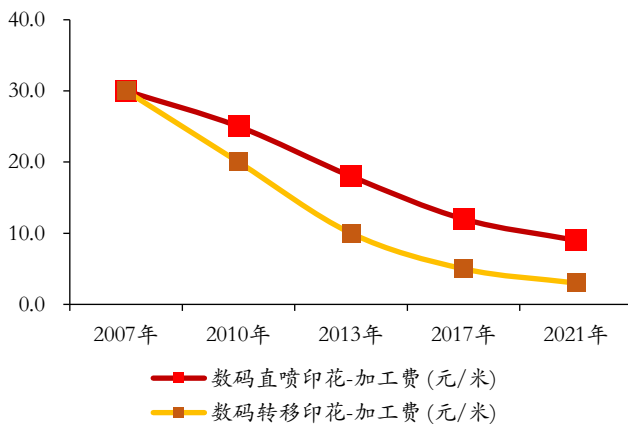
图27.2015-2021 我国数码直喷产量 CAGR 为+31.36%



数据来源：中国印染行业协会，财通证券研究所

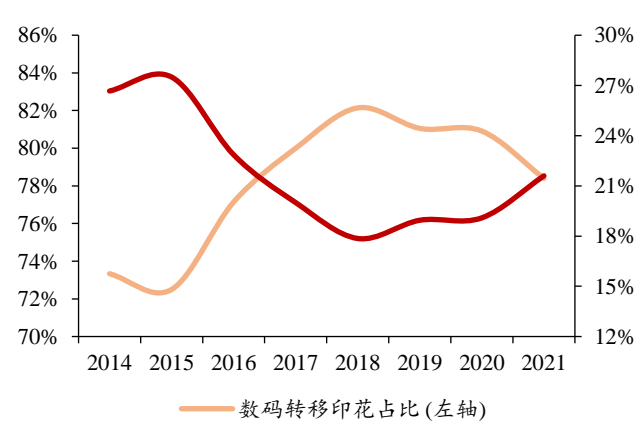
近年来数码印花加工费逼近传统印花，加速渗透率提升。数码印花加工费是指根据客户指定需求对每米印花布进行加工所需要支付的额外费用，加工费的下降对数码印花的渗透率有直接影响。在过去的印花市场上，买家会由于高昂的加工费将数码印花拒之门外。2007-2021年，数码直喷加工费和数码转印加工费分别下降70%和90%，其中数码转移印花加工费已接近传统印花。与此同时，印染行业转型升级步伐加快，越来越多的印染生产企业开始投资数码喷墨印花生产线，且以数码直喷为主。

图28.我国数码转印与数码直喷加工费持续降低



数据来源：中国印染行业协会，财通证券研究所

图29.我国历年数码转移印花与数码直喷印花占比情况



数据来源：中国印染行业协会，印花社，财通证券研究所



从长期效益来看，数码直喷竞争优势更为显著。数码转印机价格较低，故而数码转印印花初始投入成本低。相较数码转印，数码直喷机的核心硬件喷头主要依赖进口，且对配套软件和系统集成能力要求较高，导致数码直喷初期投入成本较高。但对数码转印而言，其每印刷一次就需要一张转印纸，单件产品成本高、操作更为复杂。根据头豹研究院数据，数码直喷在使用过程中可降低染料用量大约 20%-30%，数码转印长期收益甚微，数码直喷印花长期效益更好。

## 2.2 产业链分析：中游装机量逐年提升，下游受益“小单快返”浪潮

我国数码印花行业处于高速发展阶段。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。根据公司招股书介绍，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。中国数码印花起源于 20 世纪 90 年代，经历了萌芽阶段/兴起阶段/高速发展阶段。目前，中国数码印花行业正处于高速发展阶段，部分中国主推的机型已经能够与国际知名同类产品相媲美。

图30.现阶段中国数码印花行业处于高速发展阶段



数据来源：头豹研究院，财通证券研究所

**政府重视数码印花行业智能化改造。**我国政府持续出台一系列促进数码印花行业快速发展的相关政策，一方面是促进数码印花上下游企业推进清洁绿色发展，另一方面鼓励数码印花企业智能化改造，提高自动化水平，推动纺织业数字化转型。

表8.中国数码印花行业发展相关政策汇总（2018年至今）

政策名称	颁布日期	颁布主体	政策要点	政策主旋律
《关于加快推动制造业绿色化发展的指导意见》	2024-03	工信部	推广钢铁、石化化工、有色金属、纺织、机械等行业短流程工艺技术。健全市场化法治化化解过剩产能长效机制，依法依规推动落后产能退出。	推进清洁绿色发展
《纺织工业提质升级实施方案（2023-2025年）》	2023-12	工信部	鼓励印染企业和研究机构加强少水无水工艺装备、数码喷墨印花喷头研发推广，从源头减少污染物。支持印染企业采用染化料自动称量系统和染化料自动配液输送系统。	推进清洁绿色发展/智能化
《纺织行业数字化转型三年行动计划（2022-2024年）》	2022-06	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提升生产要素互联互通能力。	推进智能化/数字化
《纺织行业“十四五”科技发展指导意见》	2021-06	中国纺织工业联合会	重点研究开发稳定可靠、分辨率高的压电式喷头，圆网/平网+数码喷墨印花高速数码喷墨印花等关键技术。重点突破高速数码直喷印花机等关键单机，攻关多种织物数码喷墨技术，开发印染设备通讯信息模型与网关转换装置。	推进智能化/数字化
《浙江省纺织印染（数码喷印）绿色准入指导意见（试行）》	2021-03	浙江省生态环境厅、经济和信息化厅	遵循推进减排、降低能耗、激励先进、促进创新原则，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。建立纺织印染（数码喷印）绿色准入评定指标体系。	推进清洁绿色发展
《关于加快建立绿色生产和消费法规政策体系的意见》	2020-03	发改委司法部	到2025年进一步健全绿色生产和消费相关法规，以强化工业清洁生产为目标支持重点行业企业实施清洁生产技术改造，制定支持重点行业清洁生产装备研发、制造的鼓励政策	推进清洁绿色发展
《印染行业绿色发展技术指南（2019版）》	2019-10	工信部	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。	推进清洁绿色发展
《首台（套）重大技术装备推广应用指导目录（2019年版）》	2019-10	工信部	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。	推进智能化/数字化

数据来源：国家工信部，国家发改委，浙江省生态环境部，中国印染协会，头豹研究院，财通证券研究所

**数码印花产业链构成：**中国数码印花产业链上游以数码印花墨水、喷头和承印材料为主，喷头主要依赖外购；中游以数码印花设备为主，中国部分机型已能与国际知名品牌相媲美；下游为数码印花技术被广泛应用的领域。数码喷印墨水属精细化高端耗材，长期以来依赖进口设备的配套墨水，直到2010年中国才开始逐渐摆脱墨水进口的局面。

图31.中国数码印花产业链图谱



数据来源：头豹研究院，财通证券研究所

### 2.2.1 上游：耗材先行，墨水是数码印花行业的风向标

墨水是数码印花关键耗材，成本占比高达40%。墨水在数码印花的生产成本占比高达40%，对色牢度/上色率/喷头适配性等方面要求均较高。从原料看，数码印花墨水与传统印花染料没有差别，但由于给墨方式不同，数码喷墨印花墨水对原料的要求比传统印花染料更高，尤其在颗粒粒径、悬浮稳定性、染料结晶度控制、墨水电导率、粘度等方面，以适应喷头在高精度、高效率 and 耐用性等方面的要求。

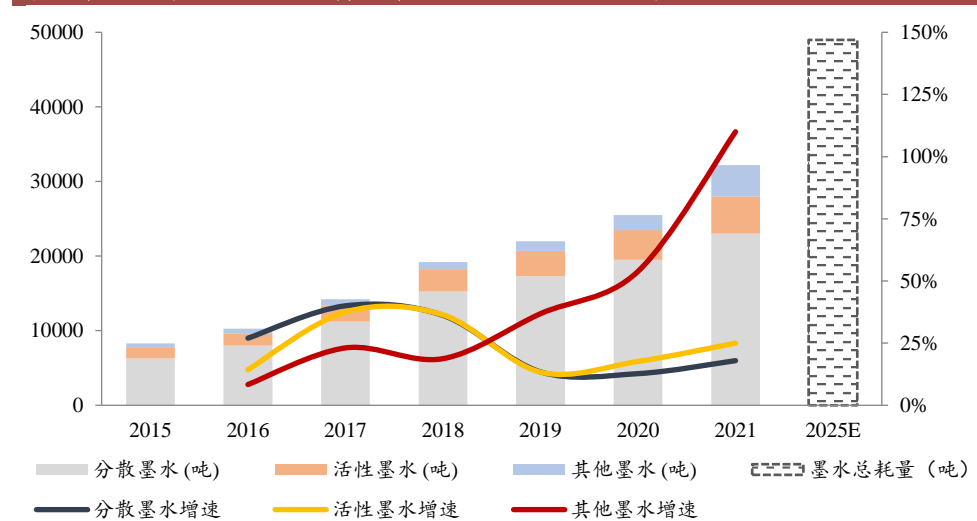
表9. 数码喷印墨水主要成分情况

主要成分	影响数码喷印墨水性能
色料	色彩、色浓度、色域、色牢度、过滤性、喷头相容性、储存稳定性、喷墨流畅性、喷墨安定性
溶、助剂	墨滴形成、喷头相容性、喷墨流畅性、喷墨安定性、着墨性
去离子水	组成溶解、喷墨流畅性

数据来源：色如丹招股说明书（申报稿），财通证券研究所

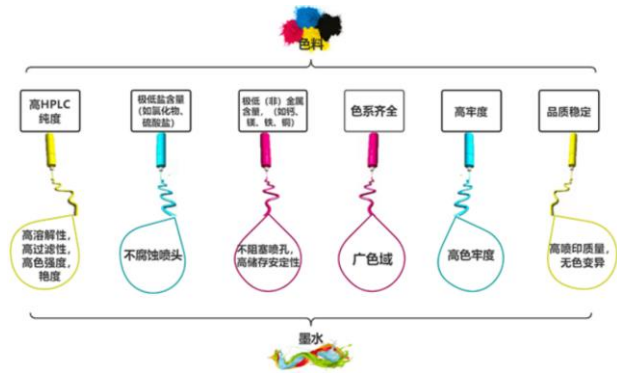
墨水消耗量是数码印花行业风向标。根据中国印染行业协会数据，2015-2021年我国数码印花墨水总耗量CAGR为+25.35%；其中分散墨水CAGR为+24.09%，活性墨水CAGR为+23.63%，其他墨水CAGR为+38.31%，我国各类数码印花墨水消耗量持续增长。据纺织导报预计，2025年数码喷墨印花墨水消耗量将达到4.9万吨，约为2021年的1.5倍。

图32. 中国历年纺织品数码喷墨印花墨水消耗量变化情况



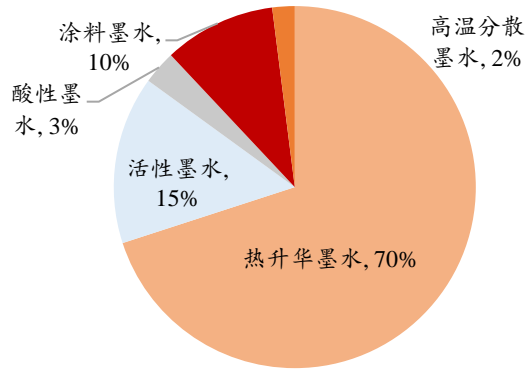
数据来源：《2019中国纺织品数码喷墨印花发展报告》，中国印染行业协会，头豹研究院，财通证券研究所

图33.数码喷印墨水主要成分对其性能影响情况



数据来源：色如丹招股说明书（申报稿），财通证券研究所

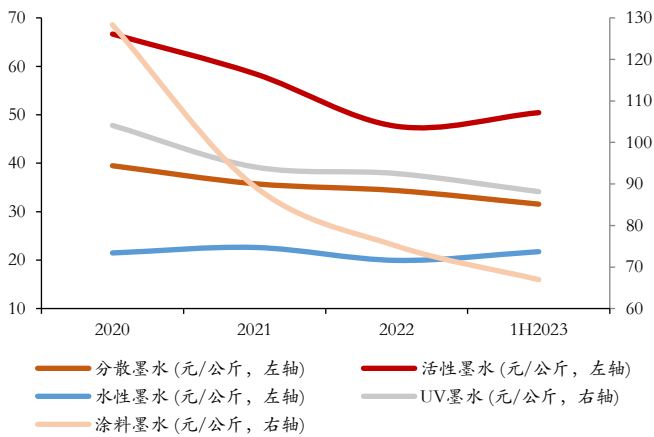
图34.2021年中国数码印花墨水品种市场份额情况



数据来源：中国印染行业协会，财通证券研究所

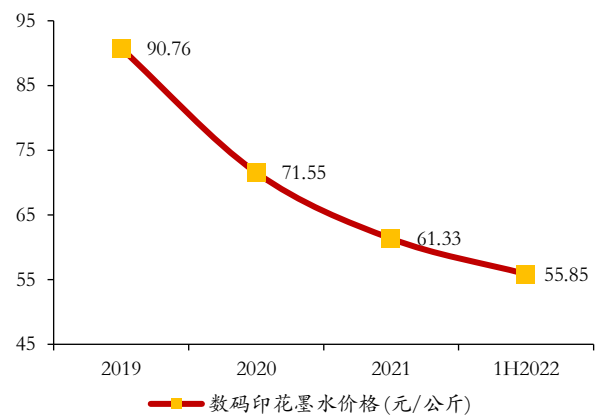
国产墨水基本实现进口替代，价格下降促进数码印花渗透率提升。中国已成为世界上重要的墨水出口国，根据头豹研究院数据，中国数码喷印墨水出口数量逐年递增，由2017年的1.03万吨上升至2022年的2.77万吨，期间CAGR为+21.88%。根据天威新材招股书，2013-2018年我国主要纺织品数码喷印墨水价格下降幅度为45%-80%。随着印花墨水市场竞争加剧以及客户需求不断提升，生产规模较小的墨水生产商将不具备价格优势，具备规模化优势以及较强技术实力的企业将获得更大的市场份额。中国国产墨水具有成本低、品质好、功能创新等优势。

图35.天威新材各品类印花墨水价格变化情况



数据来源：天威新材招股说明书（申报稿），财通证券研究所

图36.公司数码印花墨水均价变化情况



数据来源：公司公告，财通证券研究所

喷头也是数码印花设备的关键核心部件。喷头对印刷质量和印刷速度具有决定性作用，喷头的高精/高频/千级孔数/可变点/内循环/多喷头拼接技术的发展，带动了数码印花设备向速度更快、精度更高和稳定性更好的方向发展。根据中国印染行业协会数据，2021年中国在纺织品数码印花领域的喷头需求量约18万个。数码直喷印花设备中高速机居多，单机台配备喷头数量多，全年新增直喷喷头数量约1.2万个；转移印花设备中低速机和中速机比例大，单机台配备的喷头数量少，但由于其庞大的市场规模，全年新增转印喷头数量约16-17万个。



表10. 主要喷头供应商及其代表产品

喷头品牌	爱普生	京瓷	柯尼卡美能达	理光	富士胶片
型号	S3200-A1	KJ4B-QA	KM1024i	MH5320	Samba G3L
图例					
喷孔数量 (个)	3200	2656	1024	1280	2048
分辨率 (dpi)	600	600	360	600	1200
最大喷射频率 (kHz)	48	30	45	40	100
墨滴体积 (pL)	3.3-13	5-18	13	5-15	2.6-15
应用案例	深圳润天智/广东希望高科/广州 晓纵智能/佛山三水盈捷/南京翰 骞数码/浙江普崎数码/武汉亿力	MS/Reggiani/ <u>宏华</u> <u>数科</u> /厦门汉印/深 圳弘美	柯尼卡美能达	浙江博印/广东希望 高科/杭州熠盛	施托克/深圳润天智 /浙江海印

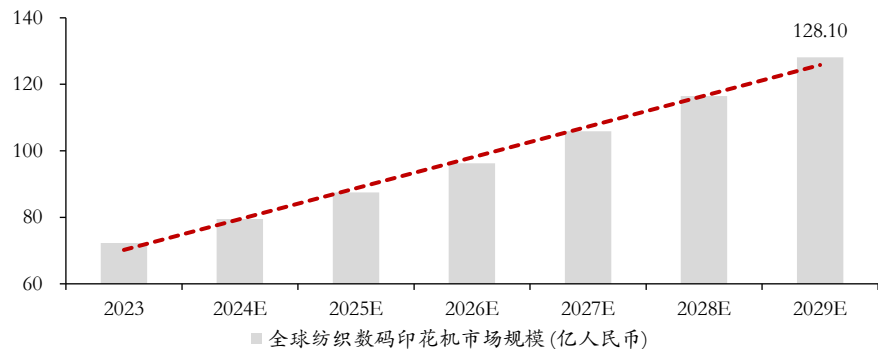
数据来源：中国印染行业协会，财通证券研究所

现阶段喷头依赖进口，规模化采购可提升设备商议价能力。目前，中国纺织品喷墨印花采用的喷头基本上是从京瓷/爱普生/柯尼卡/富士等几家国外品牌商进口。中国数码印花设备生产厂商均面临喷头依赖外购的风险，突破喷墨印花喷头关键技术已成为“十四五”时期我国纺织制造行业的重点任务之一。由于数码印花设备的定制化程度较低，偏标准品，数码喷头的规模化采购与小批量采购的价格相差较大，规模化采购可以提高数码印花设备生产商的议价能力，同时规避一定的供货价格波动风险。

### 2.2.2 中游：新增装机量稳步增长，设备市场规模不断扩大

全球和我国数码印花机市场规模不断扩大。根据国际网印及数码印刷技术展公众号，2023年全球纺织数码印花机市场规模达到了72.31亿元人民币，预计到2029年将达到128.10亿元人民币，预计期间CAGR约为+10.0%。近年来，国产数码喷墨印花设备不断更新迭代，门类规格齐全，基本满足了各类纺织品数码喷墨印花的生产需求。根据国际网印及数码印刷技术展公众号，2023年中国纺织数码印花机市场规模达到了19.33亿元人民币。随着下游个性化/多样化需求增加，叠加环保意识提高，我国数码印花机市场有望实现持续增长。

图37.全球纺织数码印花机市场规模变化情况

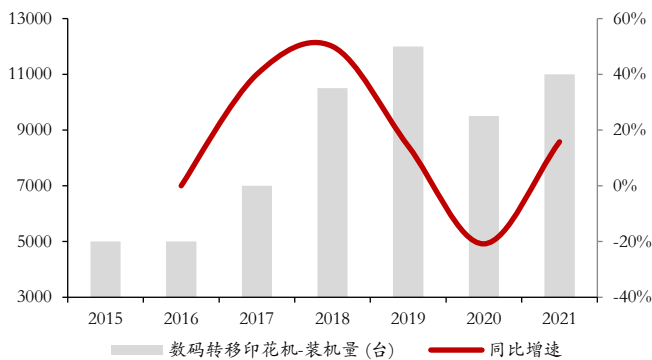


数据来源：国际网印及数码印刷技术展公众号，财通证券研究所



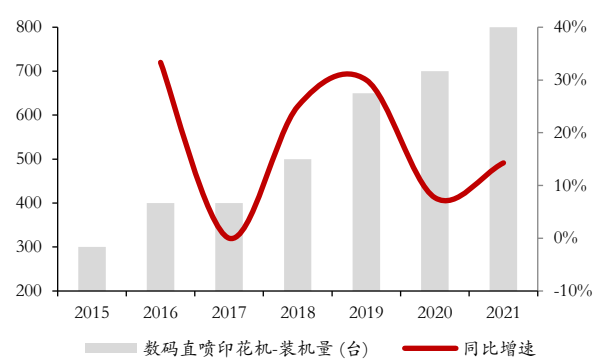
从新增装机量来看，数码转印机与数码直喷机均实现稳步增长。数码喷墨印花技术迅速进步，以及品质化、差异化、个性化消费需求不断释放，高端、快速、精确和稳定的工业印花机以及联合圆网或平网印花方案的数码印花机需求量激增。根据中国印染行业协会数据，2015-2021年我国数码转移印花机装机量从5500台增至11000台，期间CAGR为+14.04%；我国数码直喷印花机装机量从300台增至800台，期间CAGR为+17.76%。2018-2021年，我国数码喷墨印花机装机量连续四年保持在1万台以上。

图38.中国历年数码转移印花机新增装机量情况



数据来源：中国印染行业协会，财通证券研究所

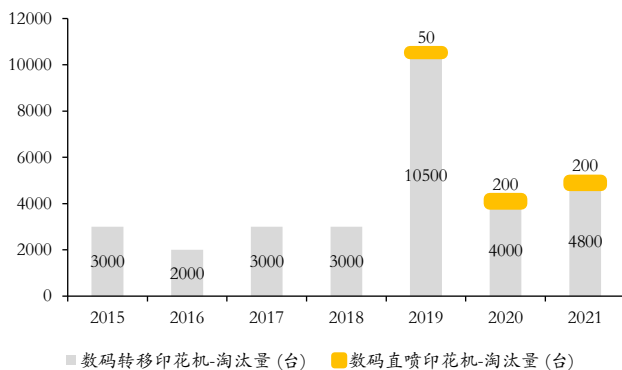
图39.中国历年数码直喷印花机新增装机量情况



数据来源：中国印染行业协会，财通证券研究所

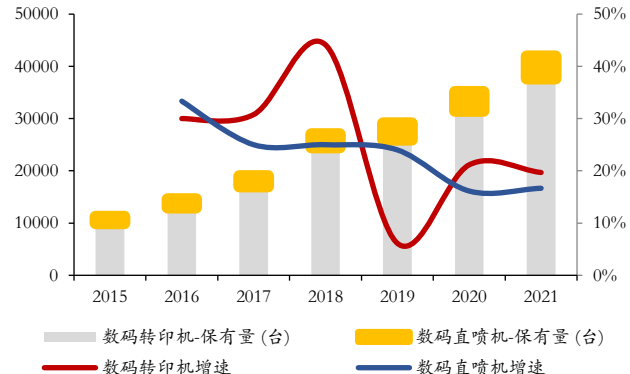
数码印花设备保有量稳步扩大，低速数码转印机加速淘汰。近年来，数码喷墨印花设备在纺织领域应用面不断扩大。根据中国印染行业协会数据，2015-2021年中国数码喷墨印花设备的年末保有量由11200台迅速增至49100台，期间CAGR为+24.59%。其中，数码转印设备占比约为90%，以低速机为主；数码直喷印花设备占比约为10%，以中高速机为主。从设备淘汰量来看，数码印花设备正在经历迭代的高峰期，中国数码喷墨印花设备的淘汰量在2019年达到峰值，淘汰量达10550台，淘汰率达39.07%，其中10500台是低速的数码转印印花设备，与全球数码转印印花设备的淘汰形势基本同步。

图40.中国历年数码印花设备当年淘汰量情况



数据来源：中国印染行业协会，财通证券研究所

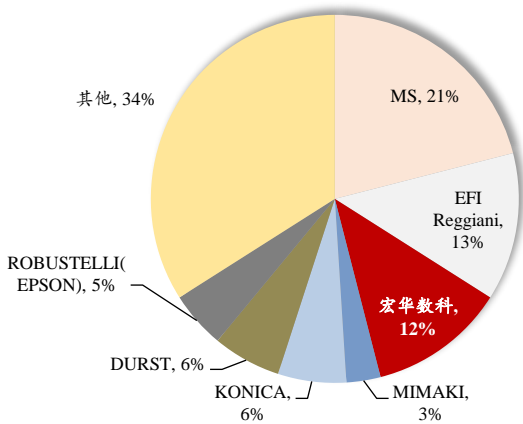
图41.中国历年数码喷墨印花设备年末保有量情况



数据来源：中国印染行业协会，财通证券研究所

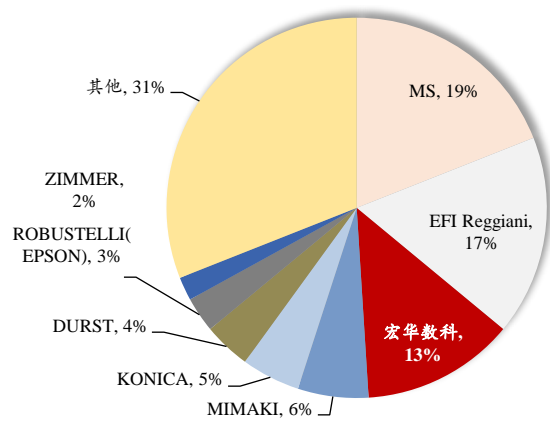
从竞争格局来看，我国以宏华数科为代表的少数先进企业与国际品牌竞争。全球数码喷印行业正处于快速发展阶段，意大利/美国/日本等地区凭借技术成熟、市场稳定等优势，占据全球市场主导地位。目前，我国数码喷印设备企业规模参差不齐、且以中小型企业为主。我国包括宏华数科在内的少数先进企业拥有较强的技术开发能力，可以生产与国际市场竞争的工业高速数码喷印机。根据公司招股书援引 WTiN 数据，2017 年和 2018 年，公司的数码喷印设备生产的纺织品占全球数码印花产品总量的 12%和 13%，仅次于 MS 和 EFI-Reggiani，位居世界前列。根据公司招股书援引中国纺织机械协会统计，2017-2019 年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%。

图42.2017 年全球数码印花产品总量分布情况



数据来源：WTiN，公司招股说明书，财通证券研究所

图43.2018 年全球数码印花产品总量分布情况



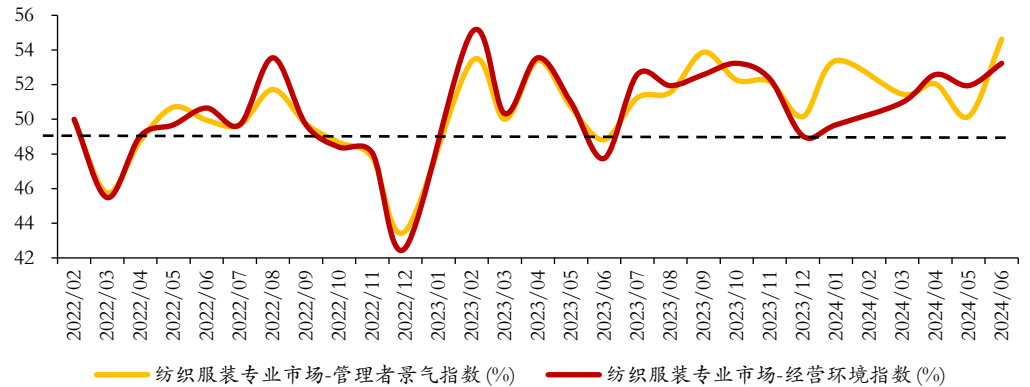
数据来源：WTiN，公司招股说明书，财通证券研究所

### 2.2.3 下游：数码印花高度受益“小单快返”快时尚浪潮

数码喷印的下游应用广泛，纺织数码印花下游是纺织印染行业。数码喷印技术的应用已经在推动各类型印刷相关行业发生变革。在个性化越高需求的领域，数码喷印技术的渗透率越高。目前，数码喷墨印花技术主要应用于户外广告（汽车地铁等流动媒体广告、玻璃幕墙广告、商业看板、标识标牌等）、装饰美饰（场地装饰、汽车美饰、3C 产品美饰等）、纺织印花、桌面办公打印等行业。

纺织行业景气度已连续 6 个季度处于扩张区间。2024 年以来，纺织产业链供应链有序稳定运行，国内外市场消费及流通环境持续改善，行业综合景气度延续扩张态势。根据中国纺织工业联合会产业经济研究院测算，2Q2024 纺织服装行业综合景气指数为 63.3%，连续 6 个季度位于 50%以上的扩张区间，较上年同期和今年一季度分别提高 6.3pct 和 9.8pct，为 2021 年以来的较高水平。

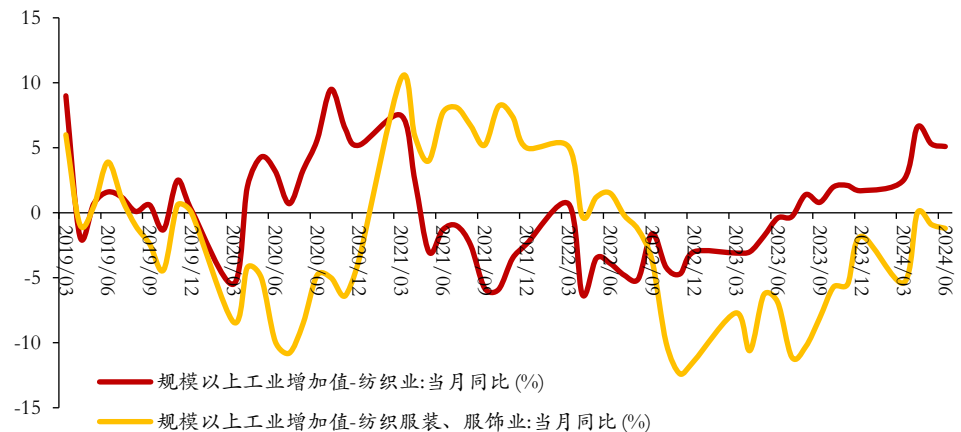
图44.纺织服装专业市场景气度指数变化情况



数据来源: iFinD, 财通证券研究所

我国规模以上纺织企业生产形势稳中有升。根据国家统计局数据显示, 2024年1-6月我国纺织行业规模以上企业工业增加值同比增长4.6%, 增速较上年同期回升7.6个百分点, 化纤、毛纺织、长丝织造等行业工业增加值同比实现两位数增长。根据Wind数据, 2024年6月, 我国规模以上纺织企业工业增加值同比+5.10%, 已连续7个月维持正增长, 修复态势明朗且稳定。同期, 我国规模以上纺织服装及服饰业工业增加值同比-1.20%, 自2022年11月低点以来降幅稳步缩窄。回顾历史数据, 纺织服装及服饰业由于处于纺织业下游, 景气度传导存在一定滞后性, 未来或将持续回升。

图45.我国纺织业、纺织服装及服饰业规模以上企业工业增加值变化情况

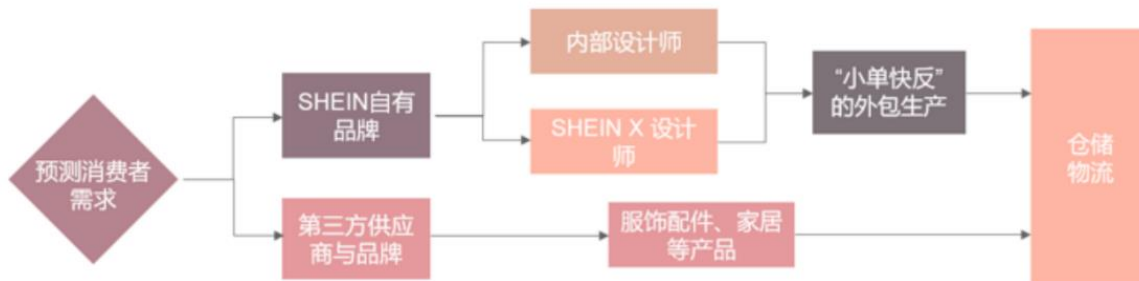


数据来源: Wind, 财通证券研究所

数码印花受益于下游纺服“小单快返”快时尚浪潮。“小单快返”指企业小批量多批次生产产品, 增加供应链弹性, 并快速应对市场变化的生产模式。在纺织服装领域, 经营中出现如下趋势: 缩小产品批量以压缩库存, 丰富花型和快速交货以更好、更快满足客户需求等。随着电商直播等数字经济的快速发展, “小单快返”经营模式已成为传统服装产业链模式的有效补充, 市场占比也在不断增加。数码

印花具有快速响应/色彩丰富/无起印量限制/环保节能等优点，更适合多图案/多尺寸/多色彩同时印刷，能够很好满足客户“小单快返”的需求变化趋势。

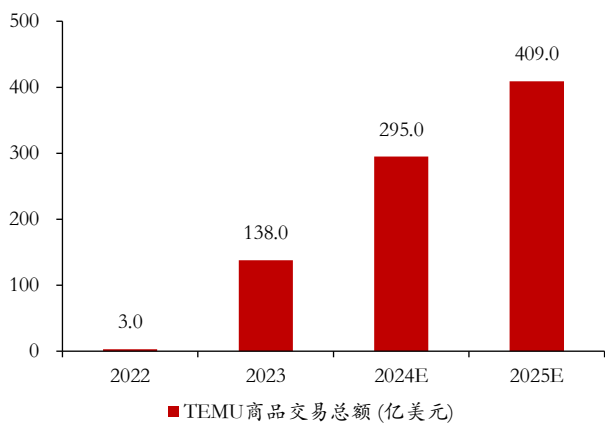
图46.知名女装跨境电商平台 SHEIN 的“小单快返”商业模式



数据来源：阿尔法工场 Green 公众号，财通证券研究所

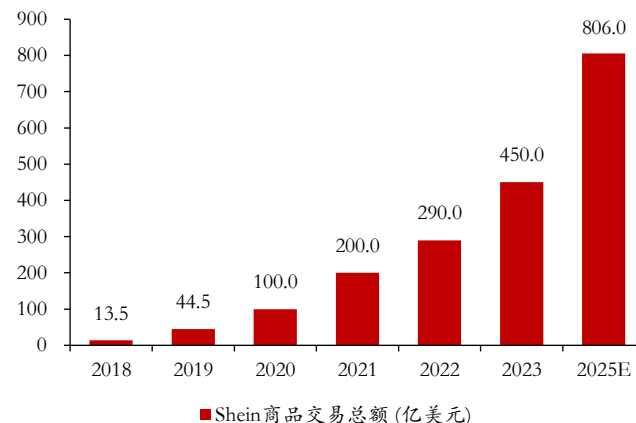
随着 TEMU/SHEIN 等跨境电商平台崛起，数码印花渗透率或迎加速提升。近年来，随着电商平台如 SHEIN、TEMU、TIKTOK 的迅速崛起，“小单快返”的快时尚浪潮愈发成为消费市场的主流。根据 ECDB 数据，2022-2025 年 TEMU 的商品交易总额预计从 3 亿美元迅速增至 409 亿美元；根据 Statista 数据，2018-2023 年 SHEIN 的商品交易总额从 13.5 亿美元迅速增至 450 亿美元，期间 CAGR 高达 +101.64%。跨境电商的崛起有望带动“小单快返”快时尚浪潮加速渗透，带动数码印花渗透率迎来快速提升。

图47.TEMU 历年商品交易总额(GMV)变化情况



数据来源：ECDB，财通证券研究所

图48.SHEIN 历年商品交易总额(GMV)变化情况



数据来源：Statista, 36 氪，财通证券研究所

SHEIN 产品的数码印花技术渗透率已超 65%。2024 年 6 月 27 日，SHEIN 发布消息表示，自 2018 年公司开始积极应用数码热转印技术替代传统的丝网印花以来，截至 2024 年 6 月，SHEIN 使用数码热转印技术的产品已经超过 65%，累计实现节水 113 万吨，预计数码印花持续受益下游需求加速提升。

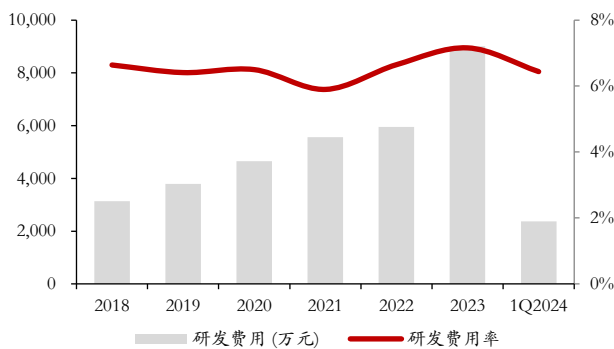


### 3 公司亮点：全产业链深度布局，下游多领域拓展打开成长空间

#### 3.1 深耕主业研发，产品性能对标国际行业龙头

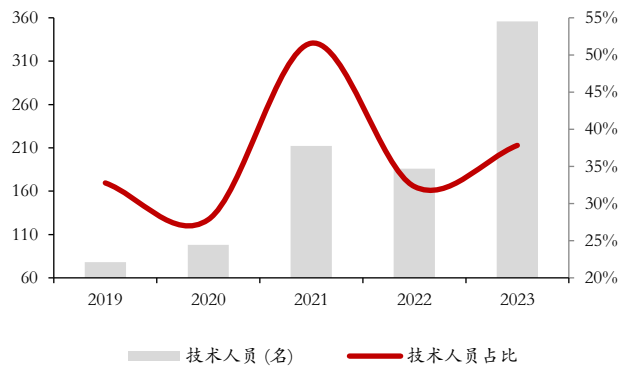
公司不断扩大研发投入，专注提升硬实力。2018-2023年，公司研发费用从3138.74万元迅速增至9009.90万元，期间CAGR为+23.48%，公司持续扩大研发投入，补充关键研发能力。根据公司2023年报，公司研发人员356人，同比增长91.40%，占公司员工总数37.83%。公司不断扩大研发技术人员团队，专注提升公司产品核心竞争力。

图49.公司重视技术创新，持续扩大研发费用投入



数据来源：iFinD，财通证券研究所

图50.2023年公司研发团队人员占比37.83%



数据来源：iFinD，财通证券研究所

公司产品技术处于国际先进水平。以Single-Pass机为例，目前公司研发了12色、5400m/h喷印速度的新型Single-Pass超高速工业喷印机；该设备具备在线上浆功能，在成本优势和环境保护等方面均较传统工艺设备有较大幅度提升，满足传统企业的低成本高速生产需求。根据公司2023年报，公司在研第三代智能超高速Single-pass数码喷印装备，旨在实现与传统圆网印花产量相当，进一步降低数码印花生产成本，加速传统产业替代。

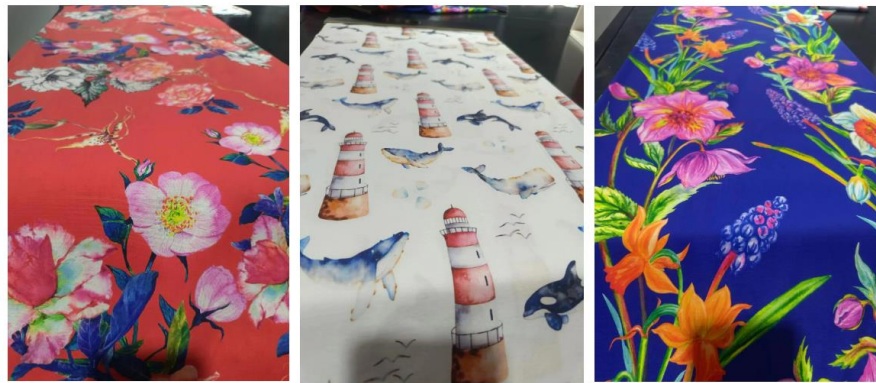
表11.公司与国际知名厂商同类产品参数接近，技术处于国际先进水平

数码直喷印花机产品对比				Single-Pass超高速机产品对比				
品牌	宏华数科	MS	EFI	品牌	宏华数科	MS	EFI	汉弘集团
机型	VEGA 3000DT	JPK	POWER	机型	VEGAONE-DR1800	JPK	POWER	Glory1800P
最多装载喷头数量 (个)	32/48	32	32	最多装载喷头数量 (个)	128/384	-	-	60-120
颜色通道 (色)	8/12	8	8	颜色通道 (色)	4/12	12	8	4/8
喷头打印精度 (dpi)	600	600	600	喷头打印精度 (dpi)	1200	600	600	600
同等模式下速度 (m <sup>2</sup> /h)	1060	990	1020	最高速度(m/min)	75	75	90	75

数据来源：头豹研究院，财通证券研究所

**推出 EcoPrint 涂料印花机等新产品，拓宽下游市场空间。**涂料直喷数码印花可广泛应用于童装/女装/桌布/运动服/窗帘/床罩/旗帜和室内装饰织物等，尤其是广阔的童装市场，透气的针织面料加上可爱的印花图案，更受消费者喜欢。公司率先推出免蒸洗无水涂料印花解决方案，并于 2023 年推出 EcoPrint 涂料印花机。相比传统印花工艺所需的上浆/印花/蒸化/水洗等必需环节，EcoPrint 可通过零耗水量提供优质印花，并且对设计自由、定制面料图案、数字印刷和更快的重新订购的新市场需求做出强烈响应，拓宽下游应用空间。

图51.宏华 VEGA X1pro 涂料直喷数码印花机以零耗水量提供优质印花



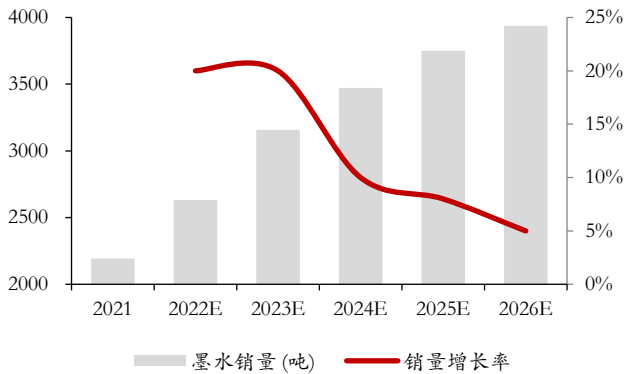
数据来源：喷印技术公众号，财通证券研究所

### 3.2 布局数码印花全产业链，获取成本优势

**与京瓷长期深度合作，喷头采购具备渠道优势。**喷头是数码喷墨印花设备的关键核心部件，目前只有日本和欧美的少数几家企业，主要包括日本京瓷/富士/理光/爱普生/精工/柯尼卡/英国赛尔等少数企业拥有喷头生产技术，国内所用喷头均需进口，导致喷头成本较高，一定程度上影响了数码印花技术的普及速度。根据公司招股书，2018-2020 年京瓷均是公司采购金额最大的供应商，双方保持多年深度合作关系，公司在核心零部件喷头的采购渠道上具备一定优势。

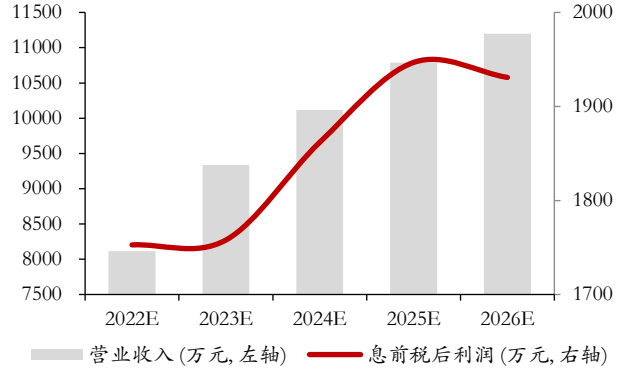
**收购天津晶丽转型自产墨水，大幅降低生产成本。**对于数码喷印墨水，公司深化“设备先行、耗材跟进”的经营模式，持续加大墨水产线投资，提升公司墨水自产率，进一步降低墨水生产成本，增强公司的核心竞争力。2022 年 3 月，公司通过收购天津晶丽 67% 股权，自主生产活性墨水。2023 年 6 月，公司收购天津晶丽数码剩余 33% 股权，天津晶丽数码科技成为公司全资子公司。公司持续加码数码喷印墨水，降低产业链生产成本，提升数码印花渗透率。

图52.天津晶丽数码墨水销量预测情况



数据来源:《关于杭州宏华数码科技股份有限公司向特定对象发行股票申请文件审核问询函的回复报告(2022年半年度财务数据更新版)(修订稿)》,财通证券研究所

图53.天津晶丽数码营业收入与利润预测情况

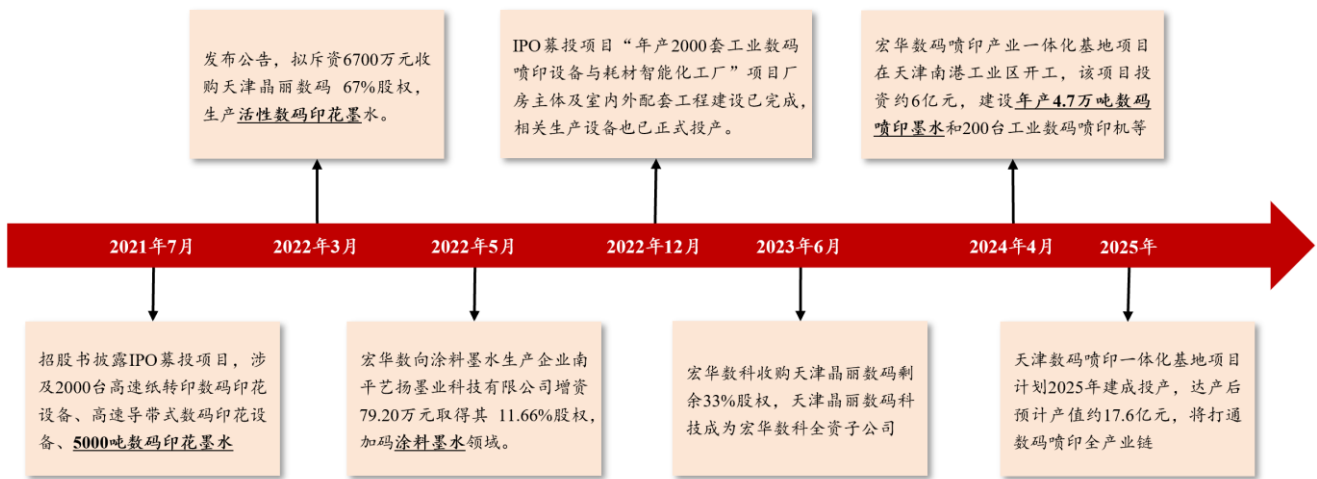


数据来源:《关于杭州宏华数码科技股份有限公司向特定对象发行股票申请文件审核问询函的回复报告(2022年半年度财务数据更新版)(修订稿)》,财通证券研究所

**天津喷印一体化项目基地预计 2025 投产，建成后具备年产 4.7 万吨墨水产能。**

2024 年 4 月，宏华数码喷印产业一体化基地项目在天津南港工业区开工。该项目投资约 6 亿元，占地 9.3 万平方米，建设年产 4.7 万吨数码喷印墨水和 200 台工业数码喷印机的喷印产业一体化生产线等。项目计划 2025 年建成投产，达产后预计产值约 17.6 亿元，将打通数码喷印全产业链，促进公司喷印产业一体化项目提效降本，提升公司产品的核心竞争力。

图54.宏华 VEGA X1pro 涂料直喷数码印花机以零耗水量提供优质印花



数据来源:公司招股说明书,公司2022年报,《宏华数码关于以现金方式收购天津晶丽数码科技有限公司67%股权的公告》,《关于浙江蓝宇数码科技股份有限公司首次公开发行股票并在创业板上市申请文件第三轮审核问询函的回复》,印花社 TopPrint 公众号,财通证券研究所

**通过定增打破设备产能桎梏，规模化效应助力主业降本。**2023 年 1 月，公司完成定向增发，此次定增项目发行价为 144.00 元/股，发行数量为 6,944,444 股、募集资金 10 亿元，用于年产 3520 套工业数码喷印设备智能化生产线项目，产品主要包括高速纸转印数码印花设备/高速导带式数码印花设备/超高速数码印花机等。项目建设周期为 24 个月，根据公司 2024 年 7 月投资者关系活动记录表，定增项

目厂房基建工作已完成，公司力争在 2H2024 完成设备的选型/安装/调试工作，早日建成投产。项目达产后，预计公司受益规模化效应，有望提升市占率。

表12.2023 年 1 月公司完成定向增发，募资 10 亿加码数码印花设备产能

序号	项目	拟投资总额 (万元)	募集资金拟投入 额 (万元)
1	年产 3520 套工业数码喷印设备智能化生产线	88,580.00	70,000.00
2	补充流动资金	30,000.00	30,000.00
	合计	118,580.00	100,000.00

数据来源：《杭州宏华数码科技股份有限公司 2022 年度向特定对象发行股票证券募集说明书（注册稿）》，财通证券研究所

**收购德国 TEXPA，下游打造柔性供应链样板智慧工厂。**2022 年 9 月，公司发布公告，拟斥资 2000 万欧元收购德国国家用纺织品自动化缝制装备企业 TEXPA GmbH 100% 股权。交易完成后，公司将成为柔性供应链全套核心装备的供应商，为建立纺织柔性供应链生态迈出关键的一步。公司收购先进家纺缝制自动化设备提供商 TEXPA 后，将利用规模优势，降本增效，将先进的技术和优质的产品以较高的性价比在下游应用行业中快速推广，将推动下游产业在“缝制”环节实现技术与装备升级，机器换人，进一步打通纺织柔性供应链。

图55.TEXPA 全自动横缝机产品



数据来源：《关于杭州宏华数码科技股份有限公司向特定对象发行股票申请文件审核问询函的回复报告（2022 年半年度财务数据更新版）（修订稿）》，财通证券研究所

图56.TEXPA 床单机产品



数据来源：《关于杭州宏华数码科技股份有限公司向特定对象发行股票申请文件审核问询函的回复报告（2022 年半年度财务数据更新版）（修订稿）》，财通证券研究所

### 3.3 横向延展底层技术，打开非纺服领域成长空间

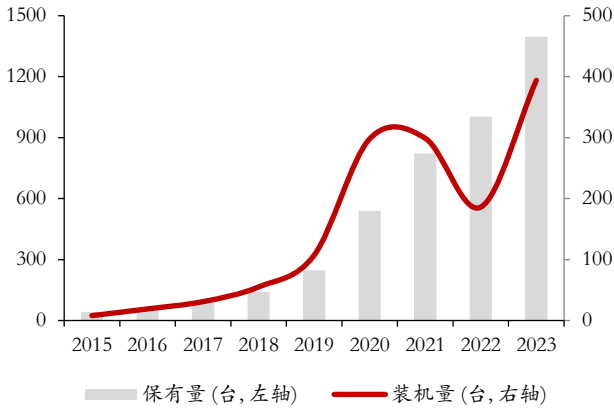
**数码喷印核心技术通用性强。**公司充分利用在纺织印花领域积累的喷印核心组件的技术、规模优势以及墨水开发生产优势，将工业数码喷印技术不断复用到书刊包装印刷/展示、装饰建材饰面印刷/电子印刷/3D 打印/瓦楞纸喷印/标签打印等其他技术领域。

**收购山东盈科杰，加码书籍书刊/商业广告等印刷市场。**根据公司公告，目前广告和标识牌领域喷印渗透率已达 80%，在包装/标签/书刊等印刷领域渗透率均不足 5%。2023 年 7 月，公司宣布拟斥资 7000 万元收购山东盈科杰 51% 股权。盈科杰主要面向按需印刷和商业快印领域，主要产品包括黑白双面/双色双面/双面八色/



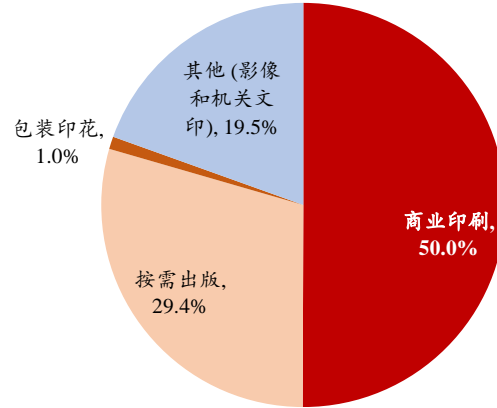
双面八色加专色等不同配置的高速喷墨轮转数字印刷设备，应用于书籍书刊、商业广告、教辅教材等印刷市场。本次收购将进一步加强公司在书刊、广告等领域的数码印刷能力，助推公司进一步实现横向拓展的发展战略。

图57.2015-2023 年中国喷墨印刷设备装机迅速提升



数据来源：科印传媒公众号，财通证券研究所

图58.2023 年中国喷墨印刷设备装机下游分布情况



数据来源：科印传媒公众号，财通证券研究所

未来，公司将通过并购、独立事业部、ODM 方式快速复制公司核心技术应用到非纺织领域，为公司非纺织板块发展打下坚实的基础。

表13.公司在非纺服领域拓展技术应用的进展情况

应用领域	公司相关进展
书刊数码印刷设备	公司已向客户提供了书刊数码喷印设备的核心喷印单元，并逐步在整机设计与生产方面为客户赋能，应用该核心技术形成的整机具备“数字印刷、一体裁切装订”等功能，具有“无需制版/产量高/柔性定制成本低/绿色无污染”等特点。该设备实现超高速可变数据的传输和喷印；书刊双面打印技术；精准张力控制；低价稳定的水性颜料墨水方案；价格远低于境外同类产品。
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，采用墨水恒温系统，优化了烘干结构、提高了烘干效率，扫描方向与木纹纹理方向平行，有效避免生产中的瑕疵，颜色统一性满足装饰行业要求。目前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。
瓦楞纸喷印设备	公司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場知名度，切入瓦楞纸包装数码印刷设备市场。
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。目前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。
数字微喷涂设备	公司旨在开发自身成本低且对耗材适配性要求低的微喷涂部件和少水化、低能耗、低成本的微喷涂设备。目前公司正在研发的数字微喷涂技术可应用于工业喷涂的各个领域，包括但不限于纺织品喷染、功能性涂层等领域。2023年，公司已成功研发核心部件的自动化生产线，可有效提高核心部件良品率并降低生产成本。目前，公司已在太阳能电池、动力电池等应用领域进行了微喷涂技术的研发。

数据来源：公司 2023 年报，财通证券研究所

## 4 盈利预测与投资建议

### 4.1 盈利预测

公司为国内数码印花设备龙头厂商，通过多年布局已实现产品全产业链覆盖，包括上游耗材墨水、中游数码喷墨印花设备、下游纺服设备等。公司数码印花设备不断受益下游“小单快返”快时尚趋势，并持续加大研发投入，持续强化各类产品的核心竞争力。随着 TEMU/SHEIN 等新兴跨境电商的崛起，叠加数码印花相较于传统印花的高工作效率/高环保性等，我们预计数码印花渗透率持续提升，带动公司业绩稳步增长。

- **数码喷印设备:**公司在数码喷墨印花设备领域持续突破,不断扩大研发投入,产品技术保持领先, Single-Pass 机等新一代超高速工业喷印机产品带动公司提升高端装备市占率, EcoPrint 涂料印花机等新型产品打开下游应用空间。公司坚持深耕数码印花战略主业,全力开拓国内外市场,在手订单充足。我们预计该项业务 2024-2026 年营业收入分别为 7.97 亿元、10.64 亿元、13.55 亿元。利润率方面,随着 Vega X1 系列/D 系列等高端数码直喷机、超高速 Single-Pass 机等产品持续开拓高端数码印花机市场,预计业务利润水平维持稳定,预计 2024-2026 年毛利率分别为 46.68%、47.20%、47.51%。
- **数码喷印墨水:**墨水是数码印花上游的关键耗材,公司深度布局数码喷印墨水,通过收购天津晶丽后由外购转型自产。随着墨水价格下降、数码印花渗透率不断提升,数码印花墨水的需求预计不断提升,为公司开辟营收增长第二曲线。我们预计公司该项业务 2024-2026 年营业收入分别为 4.94 亿元、6.54 亿元、8.62 亿元。利润率方面,公司预计受到墨水价格下降影响带来的压力,同时天津年产 4.7 万吨数码喷印墨水项目预计于 2025 年建成投产,预计规模化效应推动公司墨水生产成本降低,预计 2024-2026 年公司数码喷印墨水业务毛利率为 51.40%、49.50%、48.00%。
- **自动化缝纫设备:**公司通过收购德国先进家纺缝制自动化设备提供商 TEXPA,成为柔性供应链全套核心装备的供应商。公司将利用规模优势,推动下游产业在“缝制”环节实现技术与装备升级,进一步打通纺织柔性供应链。我们预计公司该项业务 2024-2026 年营业收入分别为 1.53 亿元、2.14 亿元、2.89 亿元。利润率方面,预计随着新客户拓展、叠加规模化效应稳步提升,2024-2026 年该项业务毛利率为 25%、27%、30%。
- **数字印刷设备:**公司横向延展底层技术,充分利用在纺织印花领域积累的喷印核心组件技术,通过收购山东盈科杰加码书籍书刊/商业广告等非纺服领域的数码喷印技术。我们预计公司该项业务 2024-2026 年营业收入分别为 1.39

亿元、2.09 亿元、2.92 亿元。利润率方面，我们预计公司将山东盈科杰并表后整体经营模式保持稳定，同时盈利水平受益协同效应稳中有升，预计 2024-2026 年毛利率为 45%、46%、46%。

- **费用率：**销售费用方面，2023 年公司推出 VEGA X5/VEGA 9180DI 直喷机、EcoPrint 涂料数码印花机等新品，销售费用率较高，往后看预计公司销售模式逐步成熟，参考前三年相关费用率，给予 2024-2026 年 6.97%/6.90%/6.80%；研发费用方面，公司持续扩大研发投入提升产品核心竞争力，预计公司持续加码新品研发，给予 2024-2026 年 7.18%/7.30%/7.40%；管理费用方面，公司管理结构相对稳定，参考前三年相关费用率，给予 2024-2026 年 4.90%/4.85%/4.85%。
- **所得税率：**公司为高新技术企业，按 15% 的税率计缴企业所得税。根据公司 2023 年报，公司出口货物实行“免/抵/退”税政策，主要出口货物退税率为 13%。另外，公司自行开发生产销售的软件产品宏华 AT Design 纺织面料等 8 个软件产品享受增值税实际税负超过 3% 部分即征即退政策、公司子公司山东盈科杰享受增值税即征即退政策。参考前三年相关税率情况，预计 2024-2026 年公司综合所得税率 11.70%/11.80%/12.00%。

综上，我们预计公司 2024-2026 年营业收入为 16.65、22.43、29.27 亿元，同比增速分别为 32.34%、34.72%、30.47%，毛利率分别为 46.11%、45.96%、45.89%。

表 14. 公司分业务营业收入及毛利率拆分情况

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>数码喷印设备</b>					
收入（百万元）	462.38	612.40	796.72	1,063.62	1,354.57
YOY	-15.09%	32.45%	30.10%	33.50%	27.36%
毛利率	43.54%	45.29%	46.68%	47.20%	47.51%
<b>数码喷印墨水</b>					
收入（百万元）	379.87	410.93	493.66	653.53	861.79
YOY	18.15%	8.17%	20.13%	32.38%	31.87%
毛利率	51.77%	53.87%	51.40%	49.50%	48.00%
<b>自动化缝纫设备</b>					
收入（百万元）	-	105.42	152.86	214.00	288.90
YOY	-	-	45.00%	40.00%	35.00%
毛利率	-	23.46%	25.00%	27.00%	30.00%
<b>数字印刷设备</b>					
收入（百万元）	-	63.18	139.00	208.50	291.90

YOY	-	-	120.00%	50.00%	40.00%
毛利率	-	44.14%	45.00%	46.00%	46.00%
<b>其他业务</b>					
收入（百万元）	52.28	66.24	82.80	103.49	129.37
YOY	30.00%	-32.09%	26.69%	25.00%	25.00%
毛利率	43.57%	46.26%	51.63%	50.00%	50.00%
<b>合计</b>					
收入（百万元）	894.54	1258.16	1665.04	2243.15	2926.53
YOY	-5.15%	40.65%	32.34%	34.72%	30.47%
毛利率	47.20%	46.68%	46.11%	45.96%	45.89%

数据来源：iFinD，财通证券研究所

## 4.2 投资建议

考虑公司较强成长性，当前估值存在修复空间。考虑公司所处行业为数码印花领域，是上市公司中唯一的数码印花设备公司，且覆盖产业链较全，涉及上游耗材墨水、中游数码喷墨印花设备、下游纺织应用。与公司拥有类似下游与产业链的其他公司多数未上市或者无一致预期，比如上工申贝（无一致预期）、标准股份（无一致预期）、天威新材（无一致预期）、蓝宇股份（未上市），我们无法将以上公司作为可比公司。因此，考虑到上述情况，我们选取 3D 打印设备及耗材公司华曙高科、铂力特、缝纫设备公司杰克股份作为可比公司，可比公司预测 PE 平均值 2024-2026 年分别为 28.74X/19.96X/15.39X，公司估值水平低于可比公司均值，具备一定估值修复空间。

我们预计公司 2024-2026 年实现营业收入 16.65、22.43、29.27 亿元，归母净利润 4.16、5.43、7.00 亿元，对应 EPS 分别为 2.32、3.03、3.90 元/股，对应 PE 分别为 24.82、19.01、14.75 倍。首次覆盖，给予“增持”评级。

表15.宏华数科可比公司估值表

可比公司	股票代码	收盘价 (元)	EPS (元)					PE (倍)				
			2024/8/16	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2022A	2023A	2024E	2025E
华曙高科	688433.SH	16.36	0.27	0.32	0.47	0.67	0.82	61.48	51.66	35.08	24.55	20.03
铂力特	688333.SH	45.49	0.70	0.74	1.30	1.99	2.87	64.72	61.78	35.11	22.84	15.86
杰克股份	603337.SH	25.07	1.02	1.11	1.56	2.01	2.44	24.69	22.56	16.03	12.48	10.28
<b>平均</b>								<b>50.30</b>	<b>45.33</b>	<b>28.74</b>	<b>19.96</b>	<b>15.39</b>
宏华数科	688789.SH	57.51	2.21	2.74	2.32	3.03	3.90	78.11	36.46	24.82	19.01	14.75

数据来源：iFinD，财通证券研究所（注：可比公司盈利预测及估值源自 iFinD 一致性预期）



## 5 风险提示

**限售股解禁风险。**公司限售股份约 4952.02 万股于 2024 年 7 月 8 日解禁并上市流通，占公司总股本比例为 41.12%，存在限售股解禁对股票价格造成波动的风险。

**股权质押风险。**截至 2024 年 7 月 31 日，公司股东浙江新湖智脑投资管理合伙企业（有限合伙）持有公司股份 18,198,726 股，占公司总股本的 10.14%，新湖智脑累计质押公司股份 18,136,280 股，占其持股总数的 99.66%，占公司总股本的 10.11%。公司大股东质押股票累积占总股本超过 10%，存在股权质押风险。

**海外市场竞争加剧风险。**全球纺织印花市场主要分布在欧洲和亚洲地区，公司主要竞争对手 MS、EFI-Reggiani、Epson、HP 等外资企业在品牌、资金、技术、市场渠道等方面具有一定优势。如果公司产品及服务不能持续满足客户应用需求，维护良好的品牌知名度和客户口碑，则公司会面临较大的海外市场拓展压力。同时，若出口市场所在国家或地区的政治环境、经济形势、对华贸易政策、外汇管理等因素发生重大不利变化，也会对公司的海外市场开发、经营造成不利影响。

**数码喷印设备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，存在喷头供应商集中度较高和依赖外购的风险。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。

**汇率波动的风险。**公司外销业务主要采用美元、欧元等外币进行结算。随着人民币汇率形成机制日趋市场化，汇率波动幅度更大，公司经营业绩亦会随之波动，汇率波动导致的汇兑损失金额可能有所增长，对公司的盈利能力造成不利影响。

**公司财务报表及指标预测**

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>894.54</b>	<b>1258.16</b>	<b>1665.04</b>	<b>2243.15</b>	<b>2926.53</b>	<b>成长性</b>					
减:营业成本	472.35	672.63	897.23	1212.21	1583.65	营业收入增长率	-5.1%	40.6%	32.3%	34.7%	30.5%
营业税费	4.73	12.00	13.37	18.11	24.30	营业利润增长率	8.4%	34.4%	27.3%	31.0%	29.1%
销售费用	56.79	103.75	116.05	154.78	199.00	净利润增长率	7.3%	33.8%	27.8%	30.6%	28.9%
管理费用	58.32	62.45	81.59	108.79	141.94	EBITDA 增长率	-4.4%	35.3%	44.9%	31.3%	28.6%
研发费用	59.47	90.10	119.55	163.75	216.56	EBIT 增长率	-4.9%	31.4%	42.4%	32.6%	30.1%
财务费用	-34.13	-55.18	-13.41	-10.27	-7.51	NOPLAT 增长率	-2.9%	30.8%	42.2%	32.4%	29.8%
资产减值损失	-2.90	-3.68	0.00	0.00	0.00	投资资本增长率	11.1%	75.4%	9.1%	13.9%	15.7%
<b>加:公允价值变动收益</b>	<b>0.00</b>	<b>0.10</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	净资产增长率	14.8%	69.6%	12.0%	14.1%	15.9%
投资和汇兑收益	-2.60	-5.54	-3.33	-6.62	-8.42	<b>利润率</b>					
<b>营业利润</b>	<b>282.84</b>	<b>380.07</b>	<b>483.89</b>	<b>633.96</b>	<b>818.65</b>	毛利率	47.2%	46.5%	46.1%	46.0%	45.9%
加:营业外净收支	-0.61	-0.14	0.00	0.00	0.00	营业利润率	31.6%	30.2%	29.1%	28.3%	28.0%
<b>利润总额</b>	<b>282.23</b>	<b>379.93</b>	<b>483.89</b>	<b>633.96</b>	<b>818.65</b>	净利润率	28.0%	26.7%	25.7%	24.9%	24.6%
减:所得税	31.61	44.05	56.64	74.81	98.24	EBITDA/营业收入	30.5%	29.4%	32.2%	31.4%	30.9%
<b>净利润</b>	<b>243.03</b>	<b>325.26</b>	<b>415.76</b>	<b>542.93</b>	<b>699.71</b>	EBIT/营业收入	28.1%	26.3%	28.3%	27.8%	27.7%
<b>资产负债表(百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>运营效率</b>					
货币资金	760.15	1225.01	926.36	721.54	599.77	固定资产周转天数	88	108	117	130	127
交易性金融资产	0.00	12.69	12.69	12.69	12.69	<b>流动营业资本周转天数</b>	<b>138</b>	<b>144</b>	<b>174</b>	<b>181</b>	<b>182</b>
应收账款	316.21	402.54	543.62	737.57	955.69	流动资产周转天数	594	546	519	414	366
应收票据	40.84	98.45	92.50	124.62	162.58	应收账款周转天数	119	103	102	103	104
预付账款	21.11	19.16	38.07	46.26	60.13	存货周转天数	189	234	273	271	275
存货	290.88	582.67	777.22	1050.07	1371.84	总资产周转天数	779	801	801	670	603
其他流动资产	3.31	20.44	20.44	20.44	20.44	投资资本周转天数	660	680	685	567	499
可供出售金融资产						<b>投资回报率</b>					
持有至到期投资						ROE	14.4%	11.4%	13.1%	15.0%	16.7%
长期股权投资	34.26	59.34	82.84	108.20	132.89	ROA	11.9%	9.2%	10.8%	12.1%	13.2%
投资性房地产	7.56	4.54	3.79	3.04	2.29	ROIC	12.9%	9.6%	12.6%	14.6%	16.4%
固定资产	357.92	399.84	686.47	928.58	1134.00	费用率					
在建工程	47.40	288.78	197.84	158.81	147.28	销售费用率	6.3%	8.2%	7.0%	6.9%	6.8%
无形资产	57.35	112.87	119.87	126.87	133.87	管理费用率	6.5%	5.0%	4.9%	4.9%	4.9%
其他非流动资产	18.03	71.89	1.92	1.92	1.92	财务费用率	-3.8%	-4.4%	-0.8%	-0.5%	-0.3%
<b>资产总额</b>	<b>2042.79</b>	<b>3553.87</b>	<b>3851.22</b>	<b>4499.70</b>	<b>5310.83</b>	三费/营业收入	9.1%	8.8%	11.1%	11.3%	11.4%
短期债务	12.01	71.82	0.00	0.00	0.00	<b>偿债能力</b>					
应付账款	98.01	95.34	74.77	101.02	131.97	资产负债率	16.1%	18.2%	15.5%	17.5%	18.9%
应付票据	60.60	61.68	94.91	127.09	163.06	负债权益比	19.2%	22.2%	18.3%	21.2%	23.4%
其他流动负债	32.06	33.49	33.49	33.49	33.49	流动比率	4.47	4.09	4.57	3.79	3.41
长期借款	0.00	39.90	39.90	39.90	39.90	速动比率	3.49	3.02	2.99	2.24	1.87
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	利息保障倍数	1154.64	91.05	150.19	279.07	362.95
<b>负债总额</b>	<b>328.68</b>	<b>646.48</b>	<b>595.74</b>	<b>785.59</b>	<b>1005.84</b>	<b>分红指标</b>					
少数股东权益	28.93	61.27	72.76	88.98	109.69	DPS(元)	0.90	0.50	0.43	0.56	0.72
股本	76.12	120.44	179.45	179.45	179.45	分红比率	0.31	0.19	0.19	0.19	0.19
留存收益	1058.82	1309.33	1647.28	2089.69	2659.85	股息收益率	0.5%	0.5%	0.7%	1.0%	1.3%
<b>股东权益</b>	<b>1714.11</b>	<b>2907.39</b>	<b>3255.48</b>	<b>3714.11</b>	<b>4304.99</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2022A</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	EPS(元)	2.21	2.74	2.32	3.03	3.90
净利润	243.03	325.26	415.76	542.93	699.71	BVPS(元)	22.14	23.63	17.74	20.20	23.38
加:折旧和摊销	21.70	39.12	65.22	79.79	93.51	PE(X)	78.1	36.5	24.8	19.0	14.7
资产减值准备	8.96	9.99	0.00	0.00	0.00	PB(X)	7.8	4.2	3.2	2.8	2.5
公允价值变动损失	0.00	-0.10	0.00	0.00	0.00	P/FCF					
财务费用	-22.40	-18.64	3.13	2.23	2.23	P/S	14.7	9.6	6.2	4.6	3.5
投资收益	2.31	5.54	3.33	6.62	8.42	EV/EBITDA	45.4	29.6	17.6	13.7	10.8
少数股东损益	7.59	10.61	11.49	16.23	20.70	CAGR(%)					
营运资金的变动	-75.57	-211.54	-326.17	-323.44	-378.71	PEG	10.8	1.1	0.9	0.6	0.5
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>179.33</b>	<b>157.19</b>	<b>174.52</b>	<b>324.42</b>	<b>445.92</b>	ROIC/WACC					
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-309.58</b>	<b>-712.49</b>	<b>-317.89</b>	<b>-426.49</b>	<b>-435.91</b>	REP					
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>-107.38</b>	<b>915.38</b>	<b>-154.44</b>	<b>-102.75</b>	<b>-131.78</b>						

资料来源: wind 数据, 财通证券研究所 (以 2024 年 08 月 16 日收盘价计算)

## 信息披露

### ● 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，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，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。本报告清晰地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，作者也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。

### ● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

### ● 公司评级

以报告发布日后 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

### ● 行业评级

以报告发布日后 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

### ● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。