

纳思达 (002180)

打印机量价齐升，芯片打开成长新曲线

买入 (首次)

2022 年 11 月 29 日

证券分析师

陈睿彬

(852) 3982 3212

chenrobin@dwzq.com.hk

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	22,792	29,696	35,797	43,206
同比	8%	30%	21%	21%
归属母公司净利润 (百万元)	1,163	2,098	3,072	4,301
同比	701%	80%	46%	40%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.82	1.48	2.17	3.04
P/E (现价&最新股本摊薄)	63.50	35.20	24.05	17.17

投资要点

- **国产打印龙头，聚焦打印 22 年。**从 2000 年进入通用耗材市场，到打印机全产业链布局，公司已成为市占率全球前五的激光打印机生产厂商、全球通用耗材和耗材芯片行业领先企业，并于 2019 年将业务拓展至非打印芯片。我们认为，公司即期看 A4 打印机出货量提升，中期看 A3 复印机促进产品结构优化，长期看非打印芯片实现国产替代。
- **奔图自主品牌崛起，出货量持续高增长。**奔图 2010 年即率先实现打印机核心技术自主可控，2019-2021 年营收 CAGR 超 60%，出货量 CAGR 超 50%。我们预计 2022 年打印机国产化将成为党政和行业信创的重要组成部分，2022 年以来奔图频繁以高比例中标中央集采，将充分受益于信创市场放量，即期来看奔图打印机出货量 2022-2024 年将维持年复合 30% 以上高速增长。
- **产品结构优化，耗材实现稳定现金流。**公司高端 A3 复印机研发进展顺利，未来随着 A3 批量出货将促进打印机销售均价提升，实现产品结构优化，中期来看 A3 将成为新的成长动力。奔图耗材连接率 2020 年仅为 0.73，与主流厂商平均值 2.14 相比有较大提升空间，随着公司高端打印机占比提升，耗材连接率以及销售均价有望提升；此外随着打印机出货量提升，我们预计打印机保有量 2022-2024 年 CAGR 将超 40%，原装耗材收入将实现加速增长。耗材业务将持续为公司带来稳定现金流。
- **利盟有望随海外疫情恢复。**利盟是最早开发商用激光打印机厂商之一，和奔图在渠道和供应链形成协同，随着海外市场需求、供应链恢复，我们预计 OEM 订单有望带来每年百万台级别持续性增量，利盟营收有望恢复到疫情前约 180 亿元收入水平。此外，随着被收购带来的相关财务费用、资产折旧摊销等逐年递减，利盟净利润 2021 年已实现同比增长 116%，我们预计利盟 2022 年净利润将实现 150% 以上增长。
- **非打印芯片打开第二增长曲线。**公司在打印机和耗材芯片领域多年耕耘，为开展非打印芯片业务奠定良好技术基础。2021 年公司 32 位通用 MCU 等非打印芯片已面向工控、安全、汽车多个行业批量出货，实现 3.6 亿元营收。2022 年多款新品将发布上市。根据相关统计，通用 MCU 中国企业总体有效市场 2020-2025 年 CAGR 达 44%，2025 年将达 20 亿美元。我们预计随着芯片国产替代加速，公司持续扩大产能，2022-2024 年非打印芯片业务营收 CAGR 将超 60%。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司归母净利润为 2022-2024 年 21/31/43 亿元，分部估值下公司 2022 年合理估值为 965 亿元，对应目标价 68 元。我们看好奔图 A3 激光产品突破未来有望实现量价齐升，随着利盟+奔图打印机保有量提升耗材将为公司持续带来稳定现金流，非打印芯片业务将随国产替代加速成长，首次覆盖给予“买入”评级。

- **风险提示：**行业竞争加剧；汇率波动风险；疫情影响生产经营。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	52.16
一年最低/最高价	31.33/53.40
市净率(倍)	5.00
流通 A 股市值(百万元)	61,301.02

基础数据

每股净资产 (元,LF)	10.42
资产负债率 (% ,LF)	58.22
总股本(百万股)	1,416.05
流通股(百万股)	1,175.25

相关研究

特此致谢东吴证券研究所对本报告专业研究和分析的支持，尤其感谢王紫敬和鲍翔颖的指导。

1. 纳思达：国产打印龙头

打印机全产业链布局，看点无缝衔接。公司是国内唯一一家实现打印机产业链全覆盖企业、市占率全球前五的激光打印机生产厂商、全球通用耗材行业领先企业。公司主要有三块业务，打印机和原装耗材、通用耗材、芯片。**业务以打印机和原装耗材为主**，主要通过两个子品牌奔图电子和利盟国际开展。2021 年公司原装打印机及耗材业务营收占比 73%，通用耗材及配件业务占比 20%，芯片（对外销售）业务占比 3%。

业绩逐渐恢复，现金流充裕。2021 年由于海外疫情管控逐步放宽，利盟业绩恢复，奔图国内市场快速增长，同期调整口径后归母净利润仍然实现 701% 的增长；利盟在成熟市场多年耕耘，原装耗材每年提供稳定现金流，经营活动净现金流 2018 年以来维持在 20 亿元以上，经营发展较为健康。

2. 打印机自主品牌崛起

奔图市占率快速提升。得益于自主可控、先发优势和产业链优势，奔图在商用市场和信创市场高速增长，国内按销量计算市占率由 2016 年 2.1% 提升至 2020 年 7.7%，全球市占率由 2016 年 0.9% 提升至 2020 年 4.0%，连续 6 年实现出货量和市场份额双增长。

即期来看，奔图 A4 份额有望持续提升。2022 年 1 月-5 月，奔图频繁以高比例中标 A4 激光黑白和 A4 激光彩色打印机，体现了产品竞争力。**中期来看，A3 产品上线将带动中高端市场，促进销售均价提升。**公司 A3 激光打印机研发进展顺利，我们预计 2022 年将推出国产的 A3 激光打印机，2023 年有望实现批量出货。

利盟海外需求复苏：2021 年随着欧美国家对疫情的管控逐步放宽，办公打印需求恢复明显，有效拉动全球激光打印和耗材的销售。利盟 2021 年实现营收 21.77 亿美元，同比增长约 8.75%，EBITA 实现 2.735 亿美元，同比增长 18%。我们预计利盟有望恢复到 2019 年的营收水平，每年贡献 180 亿元人民币左右的收入。

3. 耗材实现稳定现金流

原装耗材：未来的现金牛业务。随着保有量和耗材消耗速度提高，奔图原装耗材销量有望持续快速增加。奔图电子 2019/2020 年耗材平均消耗速度为 0.73/0.76，与主流厂商相比有较大提升空间，主要由于奔图目前打印机集中在中低端市场，未来随着奔图品牌进一步扩大在信创等政企商用市场的份额，原装耗材消耗速度有望快速提升。

通用耗材：全球领先的基本盘。根据 IDC 数据，纳思达 2018/2019 年通用耗材全球市占率均超 50%，2019 年达到 60.89%。公司作为全球细分市场领先企业，凭借自研芯片优势、品牌和渠道优势等，尽管受到上游原材料涨价等影响，通用打印耗材销量仍然保持增长，2021 年通用耗材及配件业务营收 46.24 亿元，同比增长 5%。

4. 非打印芯片打开第二增长曲线

极海半导体：打开第二增长曲线。公司 2019 年成立极海半导体，将业务拓展至 32 位通用 MCU，推出低功耗蓝牙芯片及工业物联网 SoC-eSE 大安全芯片。2021 年极海半导体已实现批量出货，工控/安全芯片业务营收 1.91 亿元，消费电子芯片业务营收 1.42 亿元，车规级芯片业务营收 0.323 亿，我们预计随着公司横向拓展应用领域，纵向实现技术突破，非打印芯片业务将在未来迎来高速增长。

5. 盈利预测与投资评级

表1：公司分业务营收预测（单位：百万元）

	2021	2022E	2023E	2024E
原装打印机及耗材	16745.29	22938.66	28115.46	34505.66
营收增速	8.63%	36.99%	22.57%	22.73%
毛利率	33.61%	34.00%	35.00%	36.00%
通用耗材及配件	4624.05	4855.25	5098.01	5352.91
营收增速	-2.67%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率	29.16%	31.00%	32.00%	33.00%
芯片	711.18	1119.55	1723.03	2400.48
营收增速	31.76%	57.42%	53.90%	39.32%
毛利率	65.01%	66.00%	67.00%	68.00%
其他	711.14	782.25	860.48	946.53
营收增速	73.17%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率	47.30%	45.00%	45.00%	45.00%
总营收	22791.66	29695.71	35796.98	43205.58
营收增速	7.94%	30.29%	20.55%	20.70%
毛利率	31.96%	35.01%	36.35%	37.60%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

基于以上假设，我们预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 297/358/432 亿元，同比增长 30%/21%/21%，2022-2024 年归母净利润为 21/31/43 亿元，同比增长 80%/46%/40%。

我们根据分布估值法计算纳思达 2022 年估值为 965 亿元，对应目标价 68 元。我们看好奔图 A3 激光产品突破未来有望实现量价齐升，随着利盟+奔图打印机保有量提升耗材将为公司持续带来稳定现金流，通用 MCU 业务将随国产替代加速成长，首次覆盖给予“买入”评级。

6. 风险提示

行业竞争加剧；汇率波动风险；疫情影响生产经营。

纳思达三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	19,081	23,314	29,626	38,007	营业总收入	22,792	29,696	35,797	43,206
货币资金及交易性金融资产	10,436	12,384	16,765	22,816	营业成本(含金融类)	15,016	19,301	22,784	26,959
经营性应收款项	3,285	4,276	5,146	6,203	税金及附加	107	137	165	199
存货	4,068	5,229	6,173	7,304	销售费用	2,135	2,673	3,114	3,586
合同资产	306	398	480	579	管理费用	1,800	2,049	2,327	2,679
其他流动资产	987	1,027	1,062	1,105	研发费用	1,452	1,871	2,219	2,636
非流动资产	24,504	24,383	24,267	24,166	财务费用	613	283	174	70
长期股权投资	144	227	310	393	加:其他收益	175	227	274	331
固定资产及使用权资产	2,931	2,920	2,893	2,851	投资净收益	100	0	0	0
在建工程	873	1,286	1,698	2,111	公允价值变动	199	0	0	0
无形资产	5,662	5,221	4,800	4,409	减值损失	-158	8	8	8
商誉	12,047	11,884	11,720	11,556	资产处置收益	41	0	0	0
长期待摊费用	322	322	322	322	营业利润	2,025	3,618	5,296	7,416
其他非流动资产	2,524	2,524	2,524	2,524	营业外净收支	-19	0	0	0
资产总计	43,585	47,697	53,893	62,173	利润总额	2,006	3,618	5,296	7,416
流动负债	13,064	14,296	16,277	18,653	减:所得税	409	738	1,081	1,513
短期借款及一年内到期的非流动负债	3,642	2,451	2,451	2,451	净利润	1,596	2,880	4,216	5,903
经营性应付款项	4,309	5,538	6,538	7,736	减:少数股东损益	433	781	1,144	1,602
合同负债	599	769	908	1,075	归属母公司净利润	1,163	2,098	3,072	4,301
其他流动负债	4,515	5,537	6,380	7,392	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.82	1.48	2.17	3.04
非流动负债	12,145	12,145	12,145	12,145	EBIT	2,299	3,666	5,188	7,148
长期借款	7,487	7,487	7,487	7,487	EBITDA	3,575	4,684	6,201	8,146
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	34.12	35.01	36.35	37.60
租赁负债	334	334	334	334	归母净利率(%)	5.10	7.07	8.58	9.95
其他非流动负债	4,324	4,324	4,324	4,324	收入增长率(%)	7.94	30.29	20.55	20.70
负债合计	25,209	26,441	28,422	30,798	归母净利润增长率(%)	701.23	80.39	46.39	40.03
归属母公司股东权益	14,293	16,392	19,463	23,764					
少数股东权益	4,083	4,864	6,008	7,610					
所有者权益合计	18,376	21,256	25,471	31,374					
负债和股东权益	43,585	47,697	53,893	62,173					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	2,857	4,525	5,719	7,389	每股净资产(元)	10.13	11.62	13.79	16.84
投资活动现金流	-724	-889	-889	-889	最新发行在外股份(百万股)	1,416	1,416	1,416	1,416
筹资活动现金流	635	-1,687	-449	-449	ROIC(%)	6.74	9.51	12.28	14.70
现金净增加额	2,716	1,948	4,381	6,051	ROE-摊薄(%)	8.14	12.80	15.78	18.10
折旧和摊销	1,276	1,018	1,013	998	资产负债率(%)	57.84	55.44	52.74	49.54
资本开支	-699	-806	-806	-806	P/E(现价&最新股本摊薄)	63.50	35.20	24.05	17.17
营运资本变动	-690	-844	-758	-922	P/B(现价)	5.15	4.49	3.78	3.10

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券(香港)预测。

免责及评级说明部分

分析师声明:

本人以勤勉、独立客观之态度出具本报告，报告所载所有观点均准确反映本人对于所述证券或发行人之个人观点；本人于本报告所载之具体建议或观点于过去、现在或将来，不论直接或间接概与本人薪酬无关。过往表现并不可视作未来表现之指标或保证，亦概不会对未来表现作出任何明示或暗示之声明或保证。

利益披露事项:

刊发投资研究之研究分析员并不直接受投资银行或销售及交易人员监督，并不直接向其报告。

研究分析员之薪酬或酬金并不与特定之投资银行工作或研究建议挂钩。

研究分析员或其联系人并未从事其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之证券或衍生产品的买卖活动。

研究分析员或其联系人并未担任其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之董事职务或其他职务。

东吴证券国际经纪有限公司（下称「东吴证券国际」或「本公司」）或其集团公司并未持有本报告所评论的发行人的市场资本值的 1% 或以上的财务权益。

东吴证券国际或其集团公司并非本报告所分析之公司证券之市场庄家。

东吴证券国际或其集团公司与报告中提到的公司在最近的 12 个月内没有任何投资银行业务关系。

东吴证券国际或其集团公司或编制该报告之分析师与上述公司没有任何利益关系。

免责声明

本报告由东吴证券国际编写，仅供东吴证券国际的客户使用，本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。如任何司法管辖区的法例或条例禁止或限制东吴证券国际向收件人提供本报告，收件人并非本报告的目标发送对象。本研究报告的编制仅供一般刊发，并不考虑接收本报告之任何特定人士之特定投资对象、财政状况、投资目标及特别需求，亦非拟向有意投资者作出特定证券、投资产品、交易策略或其他金融工具的建议。阁下须就个别投资作出独立评估，于作出任何投资或订立任何交易前，阁下应征求独立法律、财务、会计、商业、投资和/或税务意见并在做出投资决定前使其信纳有关投资符合自己的投资目标和投资界限。本报告应受香港法律管辖并据其解释。

本报告所载资料及意见均获自或源于东吴证券国际可信之数据源，但东吴证券国际并不就其准确性或完整性作出任何形式的声明、陈述、担保及保证（不论明示或默示），于法律及/或法规准许情况下，东吴证券国际概不会就本报告所载之资料引致之损失承担任何责任。本报告不应倚赖以取代独立判断。

本报告所发表之意见及预测为于本报告日的判断，并可予更改而毋须事前通知。除另有说明外，本报告所引用的任何业绩数据均代表过往表现，过往表现亦不应作为日后表现的可靠预示。在不同时期，东吴证券国际可能基于不同假设、观点及分析方法发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。分析中所做的预测收益可能基于相应的假设，任何假设的改变可能会对本报告预测收益产生重大影响，东吴证券国际并不承诺或保证任何预测收益一定会实现。

东吴证券国际的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面表达与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观

免责及评级说明部分

点, 本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。东吴证券国际及其集团公司的各业务部门, 如有投资于本报告内所涉及的任何公司之证券或衍生产品时, 其所作出的投资决策可能与本报告所述观点并不一致。

本报告及其所载内容均属机密, 仅限指定收件人阅览。本报告版权归东吴证券国际所有, 未经本公司同意, 不得以任何方式复制、分发或使用本报告中的任何资料。本报告仅作参考用途, 任何部分不得在任何司法管辖权下的地方解释为提呈或招揽购买或出售任何于报告或其他刊物内提述的任何证券、投资产品、交易策略或其他金融工具。东吴证券国际毋须承担因使用本报告所载数据而可能直接或间接引致之任何责任, 损害或损失。

特别声明

东吴证券国际可能在法律准许的情况下参与及投资本报告所述证券发行人之融资交易, 也可能为有关发行人提供投资银行业务服务或招揽业务, 及 / 或于有关发行人之证券或期权或其他有关投资中持仓或持有权益或其他重大权益或进行交易。阁下应考虑到东吴证券国际及 / 或其相关人员可能存在影响本报告及所载观点客观性的潜在利益冲突, 请勿将本报告视为投资或其他决策的唯一信赖依据。

本报告及其所载信息并非针对或意图发送给任何就分派、刊发、可得到或使用此报告而导致东吴证券国际违反当地法律或规例或可致使东吴证券国际受制于相关法律或规例的任何地区、国家或其他司法管辖区域的公民或居民。接收者须自行确保使用本报告符合当地的法律及规例。

评级标准:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券国际经纪有限公司

Level 17, Three Pacific Place, 1 Queen's Road East, Hong Kong

香港皇后大道东 1 号太古广场 3 座 17 楼

Tel 电话: (852) 3983 0888 (公司) (852) 3983 0808 (客户服务)

公司网址: <http://www.dwzq.com.hk/>

