

“蛇吞象”三年，借东风蓄势待发 ——纳思达（002180）深度报告

推荐 首次评级

核心观点：

1、古语“巴蛇食象，三岁而出其骨，君子服之，无心腹之疾”。纳思达在 2016 年的一场“蛇吞象”式的跨境并购美国利盟曾备受关注，褒贬不一，因收购带来的巨额商誉和高负债率一直被市场认为是悬在头顶的达摩克里斯之剑。我们认为时隔三年，收购利盟带来的整合效应正在逐渐显现，适逢自主可控东风，公司各项财务指标预示拐点将近，高商誉和高负债率中期无虞。

2、国产打印机市占率的提升空间巨大，奔图与利盟深度协同。打印机作为极重要的涉密机器，未来国产化空间巨大。当前，我国打印机市场上国产品牌占有率还很小，2017 年国内市场前十名中，惠普占据了 47.1% 的份额，奔图作为唯一的国产品牌仅占 0.9%，未来提升空间巨大。奔图激光打印机是中国第一台有自主核心技术的激光打印机。奔图与利盟深度协同将带动利盟在中国市场的拓展。奔图与利盟的深度协同体现在：一方面，奔图被纳思达托管后，解决了其与利盟之间的同业竞争问题，奔图打印机在利盟生产线 OEM 生产可带动利盟的业绩；另一方面，利盟的技术优势又大大提升了奔图打印机的整体技术水平，将带动公司打印业务收入及毛利率双提升。

3、打印机领域国产品牌第一，三年适配完成具有先发优势。公司的奔图打印机已经成为信息安全国产化打印机的主要供应商。奔图打印机业务已经成功导入多款利盟产品，完成国产化产品型号适配并成功入围名录。国产化适配由于需要与上千种国产软件和多种国产服务器进行调试，适配过程繁琐，所需时间长。公司的奔图打印机自 2017 年开始，经过三年时间才基本完成适配，具有先发优势。

4、芯片技术领先，国家大基金入股，物联网通用 MCU 芯片应用场景丰富，受益芯片国产替代趋势。公司的通用 MCU 业务也可以理解为“兼容替代 MCU 业务”，核心特征是做国外大厂的标准品的兼容替代产品，类比于公司做惠普与佳能打印机的第三方兼容替代耗材，可应用领域范围非常广。公司在通用 MCU 芯片业务方面的优势在于：(1) 技术优势：杭州朔天芯片技术领先，对 CPU、MCU 及 SoC 有深刻理解，与阿里“平头哥”的前身中天微是兄弟公司，技术同源；(2) 对兼容替代产品理解深厚：公司在兼容耗材行业深耕 15 年，无论是对专利的处理，还是对兼容替代产品的特性均有深厚理解；(3) 国家集成电路产业基金入股：产业基金支持，公司的安全芯片已经在南方电网试用，可以预见在能源、通信领域的替代也将逐步展开。

5、投资建议：我们预测公司 2019-2022 年归母净利润为 10.50、14.31、18.19、25.43 亿元，对应 eps 为 0.99、1.35、1.71、2.39 元，则公司 12 月 3 日股价对应 2019-2022 年 PE 分别为 27.7、20.3、16.0、11.4，首次覆盖，给予“推荐”评级。

主要财务指标

指标	2018A	2019E	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	21926.5	24766.9	28252.8	32815.2	40783.0
营业收入增长率	2.83%	12.95%	14.07%	16.15%	24.28%
净利润(百万元)	950.7	1050.3	1430.7	1818.5	2542.6
净利润增长率	0.14%	10.47%	36.22%	27.10%	39.82%
EPS(元)	0.89	0.99	1.35	1.71	2.39
P/E	30.6	27.7	20.3	16.0	11.4
P/B	3.4	2.9	2.5	2.1	1.7

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

分析师

吴砚靖

☎：(8610) 66568589

✉：wuyanqing@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130519070001

邹文倩

☎：(8610) 86359293

✉：zouwenqian@chinastock.com.cn

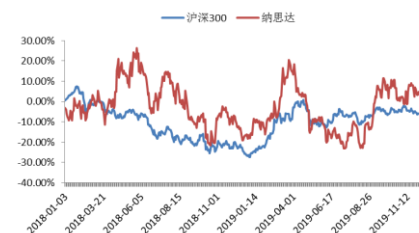
执业证书编号：S0130519060003

市场数据

2019/12/3

A 股收盘价(元)	28.80
A 股一年内最高价(元)	34.07
A 股一年内最低价(元)	20.46
上证指数	2884.70
市盈率	26.44
总股本(万股)	106341.33
实际流通 A 股(万股)	100229.01
限售流通 A 股(万股)	6112.32
流通 A 股市值(亿元)	288.58

相对沪深 300 表现图



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

投资概要:

驱动因素:

打印机在信息安全领域重要性极高。尤其是在政府机关，若使用国外产品极易造成信息泄露。打印机的泄密途径有存储器泄密、网络泄密和耗材芯片泄密三种。首先，大多数打印机都会含有存储芯片进行临时数据存储，墨盒回收方可以轻松读取存储芯片内的信息。第二，当前的打印机大部分都支持联网进行打印，一些漏洞或者预留的“门”可能造成网络泄密。第三，无论是喷墨打印机的墨盒还是激光打印机的硒鼓，都内置了一个“小芯片”，耗材芯片本身也有信息泄露的隐患，例如被远程操控。所以，只有从芯片、耗材到打印机本身都实现国产化和自主可控，才能从根本上解决打印安全问题。

国产打印机市占率的提升空间巨大，奔图与利盟深度协同。打印机作为极重要的涉密机器，未来国产化空间巨大。当前，我国打印机市场上国产品牌占有率还很小，2017 年国内市场前十名中，惠普占据了 47.1% 的份额，奔图作为唯一的国产品牌仅占 0.9%，未来提升空间巨大。奔图激光打印机是中国第一台有自主核心技术的激光打印机。奔图与利盟深度协同将带动利盟在中国市场的拓展。奔图与利盟的深度协同体现在：一方面，奔图被纳思达托管后，解决了其与利盟之间的同业竞争问题，奔图打印机在利盟生产线 OEM 生产可带动利盟的业绩；另一方面，利盟的技术优势又大大提升了奔图打印机的整体技术水平，将带动公司打印业务收入及毛利率双提升。

打印机领域国产品牌第一，三年适配完成具有先发优势。公司的奔图打印机已经成为信息安全国产化打印机的主要供应商。奔图打印机业务已经成功导入多款利盟产品，完成国产化产品型号适配并成功入围名录。国产化适配由于需要与上千种国产软件和多种国产服务器进行调试，适配过程繁琐，所需时间长。公司的奔图打印机自 2017 年开始，经过三年时间才基本完成适配，具有先发优势。

通用耗材未来市场占比将上升。我国打印耗材市场中通用耗材占比提升空间较大，公司是国内通用耗材市场的绝对龙头，将深度受益于这一趋势。

芯片技术领先，国家大基金入股，物联网通用 MCU 芯片应用场景丰富，受益芯片国产替代趋势。公司的通用 MCU 业务也可以理解为“兼容替代 MCU 业务”，核心特征是做国外大厂的标准品的兼容替代产品，类比于公司做惠普与佳能打印机的第三方兼容替代耗材，可应用领域范围非常广。公司在通用 MCU 芯片业务方面的优势在于：(1) 技术优势：杭州朔天芯片技术领先，对 CPU、MCU 及 SoC 有深刻理解，与阿里“平头哥”的前身中天微是兄弟公司，技术同源；(2) 对兼容替代产品理解深厚：公司在兼容耗材行业深耕 15 年，无论是对专利的处理，还是对兼容替代产品的特性均有深厚理解；(3) 国家集成电路产业基金入股：产业基金支持，公司的安全芯片已经在南方电网试用，可以预见在能源、通信领域的替代也将逐步展开。

我们与市场不同的观点:

市场对打印机在信息安全领域的重要性认识不足。尤其是在政府机关，若使用国外产品极易造成信息泄露。国内外由于打印机造成信息泄露的案例非常多，只有从芯片、耗材到打印机本身都实现国产化和自主可控，才能从根本上解决打印安全问题。

市场对公司芯片技术以及业务的发展潜力认识不足。公司的通用 MCU 业务也可以理解为“兼容替代 MCU 业务”，核心特征是做国外大厂的标准品的兼容替代产品，可应用领域范围非常广。公司在通用 MCU 芯片业务方面拥有独特优势：(1) 技术优势：杭州朔天芯片技术领先，对 CPU、MCU 及 SoC 有深刻理解，与阿里“平头哥”的前身中天微是兄弟公司，技术同源；(2) 对兼容替代产品理解深厚：公司在兼容耗材行业深耕 15 年，无论是对专利的处理，还是对兼容替代产品的特性均有深厚理解；(3) 国家集成电路产业基金入股：产业基金支持，公司的安全芯片已经在南方电网试用，可以预见在能源、通信领域的替代也将逐步展开。

市场诟病公司商誉高、负债率高，我们认为公司虽然资产负债率较高，但偿债风险极低短期可忽略，商誉减值风险亦较低。根据公司商誉测试使用的利盟国际关键参数，我们计算出利盟未来五年自由现金流的现值之和，足够覆盖利盟当前负债。

估值与投资建议:

我们预测公司 2019-2022 年归母净利润为 10.50、14.31、18.19、25.43 亿元，对应 eps 为 0.99、1.35、1.71、2.39 元，则公司 12 月 3 日股价对应 2019-2022 年 PE 分别为 27.7、20.3、16.0、11.4，首次覆盖，给予“推荐”评级。

股价表现的催化剂：国产替代相关政策推进，芯片业务发展超预期

主要风险因素：中美贸易摩擦升级的风险，专利纠纷的风险

目 录

前言	1
一、公司基本情况	1
(一) 公司主营构成分析	1
(二) 深耕打印全产业链，公司发展历程回顾	1
(三) 多次收购兼并均协同较好	2
(四) 国产打印机和打印耗材龙头地位	3
二、公司核心竞争力与护城河	4
(一) 打印行业存在的壁垒极高	4
1. 高技术壁垒	4
2. 高专利壁垒	5
(二) 打印机领域国产品牌第一，三年适配完成具有先发优势	5
(三) 芯片技术领先，国家大基金入股	6
(四) 打印机全产业链布局提升盈利和抗风险能力	7
(五) 打印机商业模式：耗材带来持续现金流	8
(六) 长时间积累形成的规模效应优势	8
三、多元驱动，整装待发，公司迎发展拐点	8
(一) 打印机在信息安全领域重要性极高	8
(二) 国产打印机市占率的提升空间巨大，奔图与利盟深度协同	9
(三) 通用耗材未来市场占比将上升	9
(四) 物联网通用 MCU 芯片应用场景丰富，受益芯片国产替代趋势	9
四、财务分析	10
(一) 成长性：多项财务指标预示拐点或将到来	10
(二) 安全性：虽然资产负债率较高，但偿债风险极低短期可忽略	12
(三) 商誉减值风险较低	13
五、盈利预测与估值分析	13
(一) 收入拆分	13
(二) 可比估值	14
六、投资建议	14
七、风险提示	15
八、附录	16

前言

古语云“巴蛇食象，三岁而出其骨，君子服之，无心腹之疾”。其原文可直译为：有一种蛇名叫巴蛇，可以吃象。每吃完一头象，要过三年才能将象骨吐出来。有大德的人若有幸吃到巴蛇肉，便可终生不生心腹部疾病。

纳思达在 2016 年的一场“蛇吞象”式的跨境并购美国利盟曾备受关注，褒贬不一，因收购带来的巨额商誉和高负债率一直被市场认为是悬在头顶的达摩克里斯之剑。我们认为时隔三年，收购利盟带来的整合效应正在逐渐显现，适逢自主可控东风，公司各项财务指标预示拐点将近，高商誉和高负债率中期无虞，本报告将详细剖析公司各业务基本面及财务指标。

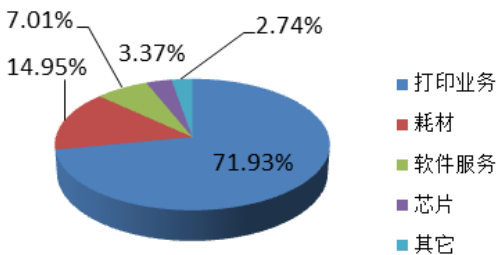
一、公司基本情况

（一）公司主营构成分析

公司于 2014 年借壳上市。公司在收购利盟之前，耗材和芯片是主要收入构成。自 2016 年收购利盟后，打印业务成为公司收入的最重要来源，公司的主营构成变为打印业务、耗材、软件服务、芯片。2018 年公司的打印业务占营收比例为 71.93%，同比增长 12.07%；其次为耗材占比为 14.95%，同比增长 30.74%。目前公司业务已覆盖了打印机全产业链，包括激光打印机整机、激光打印机原装耗材、打印机耗材芯片、打印机通用耗材、打印管理服务业务。公司上市以来毛利率较平稳，平均在 35% 左右。

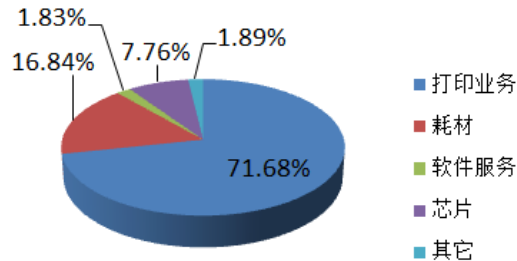
2018 年公司会计口径下的芯片收入为 7.38 亿，复原后为 14.04 亿，之间的差异主要是因为芯片对内部销售的部分抵销了，14.04 亿是全口径的（含对内部和对外部），复原后占主营收入比例为 6.4%，主要为打印通用耗材芯片。

图 1：公司 2018 年度主要业务占总收入比例



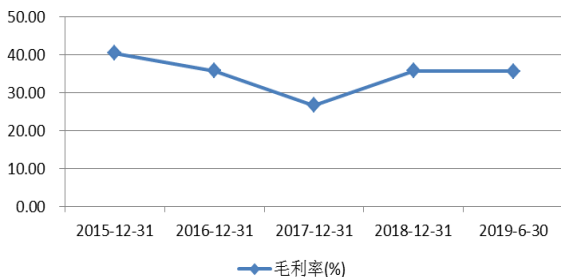
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

图 2：公司 2018 年度主要业务占毛利比例



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

图 3：2015-2019 上半年公司整体毛利率变动趋势



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

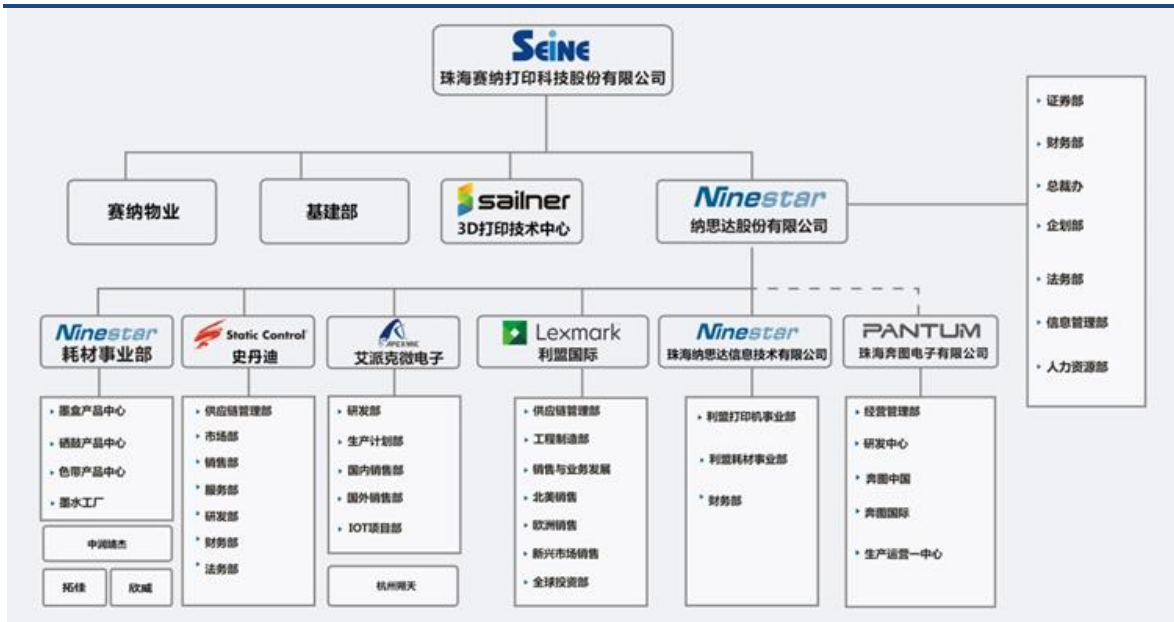
（二）深耕打印全产业链，公司发展历程回顾

纳思达是一家以集成电路芯片研发、设计、生产和销售为核心，以激光和喷墨打印耗材应用为基础，以打印机产业为未来的高科技企业，拥有全球领先的打印机加密 SoC 芯片设计技

术，是全球通用耗材行业的龙头。公司深耕打印业务全产业链，业务覆盖打印机 SoC 芯片、打印耗材 SoC 芯片、打印耗材、打印机、打印管理服务等，产品市场覆盖全球百余个国家。

公司自 2000 年成立至今，历经借壳上市和多次收购兼并，不断拓展经营范围。2000 年创立格之格品牌进军墨盒领域；2004 年成立艾派克微电子，通过 10 年的发展逐渐成为了领先的打印耗材芯片服务提供商，2014 年在深圳通过借壳珠海万力达顺利上市。2015 年 6 月公司收购美国打印耗材领先企业 SCC 并不断加以整合，成为世界通用耗材领域的龙头企业；同年 10 月，公司控股芯片设计公司杭州朔天，收购晟碟科技，在国内打印耗材芯片领域取得领先地位。2016 年公司通过联合杠杆收购美国中高端激光打印机品牌利盟，此举将公司的业务范围拓展到了打印机整机、中高端原装耗材、打印管理服务等领域，通过和奔图打印机的中高低端互补，扩大公司在打印机市场和原装耗材上的竞争力；2017 年 3 月，公司收购拓佳科技、欣威科技、中润靖杰三家打印耗材公司，进一步提升在国内通用耗材的领先地位，在墨盒、硒鼓这两个规模最大的通用耗材领域均居于龙头地位。2017 年 7 月公司分离出售利盟软件 ES 业务，大大降低债务成本；2018 年顺利量产 PCRAM 产品并顺利竞标成功南方电网配电安全芯片项目。在经历了多次海内外行业并购后公司顺利完成了从芯片、耗材向打印机全产业链的布局，成为国内打印机领域的龙头企业。

图 4：纳思达的组织架构



资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

(三) 多次收购兼并均协同较好

公司围绕主业进行过一系列并购，均取得了较好的协同效果。尤其是收购利盟，用到了复杂的资本工具，但对公司未来的发展意义重大。

表 1：公司历史上的收购兼并事件

收购兼并事件	标的情况
2015 年收购美国通用打印耗材领先企业 SCC	SCC (Static Control) 主营业务主要为通用打印耗材芯片及通用和再生打印耗材相关产品，包括碳粉、鼓、辊等，是当时公司最大的竞争对手。2015 年，公司以 6296.73 万美元收购了美国 SCC 公司 100% 的股权。
2015 年控股芯片设计公司杭州朔天，收购晟碟科技	杭州朔天是一家专业从事集成电路系统芯片 (SOC) 设计的高科技公司，以设计嵌入式 CPU 为基础，洞悉 SoC 设计的最核心部件和相关支撑环境，在 IC 设计领域具有 10 多年的经营经验和研发积累。晟碟科技主要生产包括通用墨盒芯片和 LED 驱动两大类产品，原来是纳思达的主要竞争对手之一。
2016 年联合收购美国打印机领先企业利盟 Lexmark	Lexmark 于 1991 年从 IBM 分拆出来成立，并于 1995 年在纽交所成功上市，是世界领先的打印产品及服务供应商。Lexmark 在超过 170 个国家销售产品和提供服务，是受许多高科技产业分析公司认可的打印行业全球领导者。2016 年公司与联合投资者共同收购美国利盟国际 100% 股权，交易对价为 174.36 亿人民币。

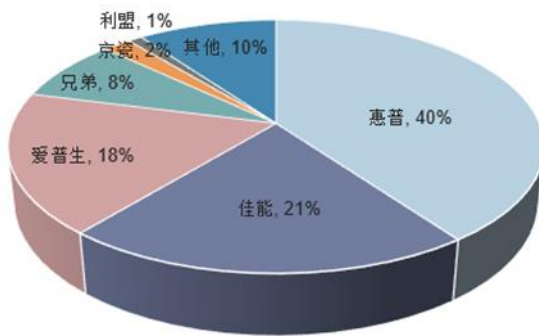
2017 年收购拓佳科技、欣威科技、中润靖杰三家打印耗材公司 公司 2017 年 6 月成功收购了拓佳科技、欣威科技、中润靖杰三家公司 51% 的股权，交易金额为 5.56 亿元。三家耗材公司主营打印墨盒、硒鼓。收购完成后，公司在国内通用墨盒市场成为绝对龙头，在通用硒鼓市场取得占有率第一的地位。

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

(四) 国产打印机和打印耗材龙头地位

打印机市场方面，从全球来看，需求稳中略有下降，其中传统喷墨打印机占比下降，激光打印机占比有所上升。2019 年第一季度全球范围内打印机出货量 2280 万台，同比下降 3.9 个百分点。其中喷墨打印机出货量 1370 万台，下降 2.1 个百分点。根据 2018 年数据，惠普、佳能、爱普生、兄弟和京瓷占据全球 89% 的市场份额，其余 11% 的份额由三星、施乐、利盟等企业组成。

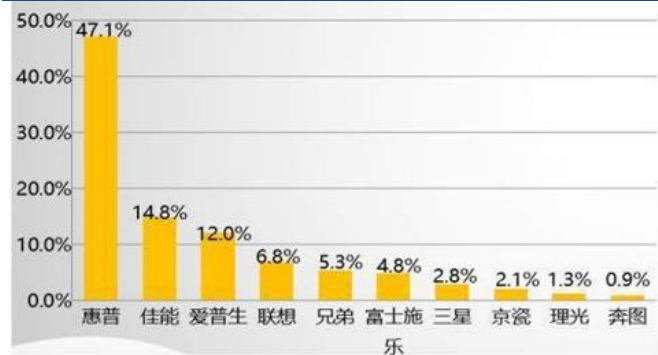
图 5：2018 年全球打印机设备的竞争格局



资料来源：中国产业信息网，中国银河证券研究院

公司的奔图激光打印机是中国第一台有自主核心技术的激光打印机。2018 年初，运营商世界网发布了《2017 年度中国数码行业研究报告》，目前国内打印机市场也是以国外品牌为主，其中惠普、佳能合计占据了 60% 以上的市场份额。公司在国产打印机领域占据龙头地位，奔图激光打印机自 2011 年进入市场以来，严格的质量标准和高性价比使其能够与国外品牌抗衡，在国内市场上占有一席之地。

图 6：2017 年国内打印机设备的竞争格局

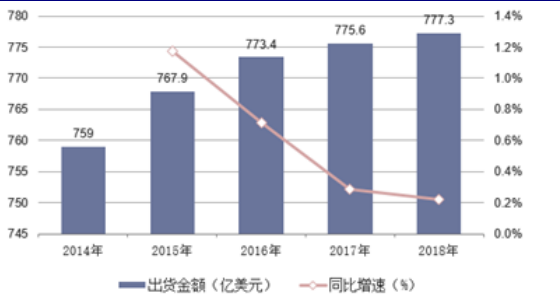


资料来源：运营商世界网，中国银河证券研究院

打印耗材方面，全球市场属于产业成熟期，产量和需求大体保持稳定，产业规模超过 770 亿美元，但年增长率低于 1%。从适用性角度可以将打印耗材分为原装耗材和通用耗材：原装耗材是由打印机企业生产且适用于本公司特定打印机的耗材，此业务是打印机生产厂商的主要利润来源；通用耗材是由耗材生产企业生产且产品适用于多种型号打印机的耗材，与原装耗材相比具有价格低廉，性价比高的特点。2018 年全球打印耗材市场出货金额为 777.3 亿美元，同

比增速约为 0.2%；中国市场增速略高一些，约为 2%，2018 年出货金额为 1421.4 亿元。

图 7：2014-2018 年全球打印耗材市场出货金额



资料来源：中国产业信息网，中国银河证券研究院整理

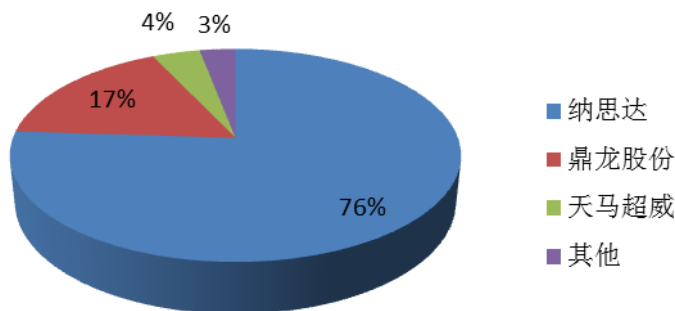
图 8：2014-2018 年中国打印耗材市场出货金额



资料来源：中国产业信息网，中国银河证券研究院整理

我国打印耗材市场的主要供应厂商为纳思达，其次是鼎龙股份。打印耗材大致包括硒鼓、墨盒、墨水和色带四类产品，其中以硒鼓和墨盒为主。公司共占据我国打印耗材市场约 76% 的市场份额，在国内通用墨盒市场为绝对龙头，在通用硒鼓市场占有率第一。在国内打印耗材芯片市场，公司也占据 70% 以上的份额。

图 9：我国打印耗材市场的竞争格局



资料来源：中国产业信息网，中国银河证券研究院

二、公司核心竞争力与护城河

(一) 打印行业存在的壁垒极高

1. 高技术壁垒

打印成像行业属于高端精密制造产业，集激光成像技术、微电子技术、精细化工技术、精密自动控制技术和精密机械技术于一体，具有科技密集、劳动密集和高附加值的产业特点。由于是技术密集型产业，全球能够设计和制造打印机的厂商仅 10 余家，主要集中在美国、日本、韩国和中国。

表 2：公司奔图打印机的核心技术

技术类别	详细指标
打印机设备	采用国产 32 位 CPU 核 CK810 打印速度达到 100PPM (600dpi/A4 幅面) 复印速度达到 100CPM 扫描速度达到 80PPM 支持打印和扫描引擎的直接控制

	支持 PDL 打印 支持 JBIG/JPEG 压缩解压算法 支持 USB、Ethernet 等接口
芯片	打印机自主加密 SoC 核心技术 采用国产嵌入式 CPU 核 Ck803 高强度复合加密算法模块 3DES+AES 硬件加密模块 CPU 专用指令设计 高速通信加密技术 新型低功耗存储器结构 防破解布线技术
成像控制技术	高精度画像（最小点达到 0.042um） 碳粉的摩擦带电和层厚控制 碳粉静电转移控制 OPC 的光电特性参数控制
纸张控制技术	高速给纸系统（可高达 60PPM） 支持广泛的打印纸张种类
定影控制技术	不同纸张温度调节；防止纸张变形 定影牢固度调节；快速的首页输出 安全性确保；低能耗
扫描控制技术	高精度扫描画像；高速双面扫描 高精度成像焦距控制；纸张运动的平稳性设计

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

2. 高专利壁垒

打印行业是专利壁垒极高的行业，全球涉及专利超过了二十万项之多。打印机中的硒鼓，定影组件涉及的不同加热方式以及加热器均包含大量专利技术，极大地阻碍了仿制品在市场上销售。

公司在全球拥有的专利技术的数量和质量是赖以发展壮大的核心基础。公司一贯坚持将专利作为企业核心竞争力的重点，在发展壮大过程中与多个行业巨头进行过专利官司的 PK，就知识产权方面最难打的“美国 337 知识产权诉讼”，公司打过 6 个，诉讼对手是惠普、佳能、爱普生、利盟，在专利知识产权方面已经颇有经验。加上公司上市以来的并购，公司在知识产权方面的强度一直在持续强化中。公司通过多年研究，现已掌握激光打印机核心及关键技术，拥有了相关专利，研发了一系列有自主知识产权和自主核心技术的激光打印机产品。截至 2019 年 6 月 30 日，公司拥有自主研发的已取得专利权的专利 4,330 项，其中发明专利 3,031 项，实用新型专利 989 项，外观设计专利 310 项，软件著作权与集成电路布图设计 82 项。

（二）打印机领域国产品牌第一，三年适配完成具有先发优势

公司的奔图打印机已经成为信息安全国产化打印机的主要供应商。根据公司公告，奔图打印机业务已经成功导入多款利盟产品，完成国产化产品型号适配并成功入围名录。国产化适配由于需要与上千种国产软件和多种国产服务器进行调试，适配过程繁琐，所需时间长。公司的奔图打印机自 2017 年开始，经过三年时间才基本完成适配，具有先发优势。

公司在收购利盟前的主营业务包括集成电路芯片、通用打印耗材及核心部件和再生打印耗材的研发、生产和销售，产品应用领域主要集中在中低端市场，高端产品及原装市场竞争力不足。而利盟的主要产品包括激光打印机、打印耗材及部件、软件及服务，并且拥有高端的科技、成熟的产品线及前沿的服务品质，且在世界范围内享有良好声誉。二者的协同效应已经开始逐渐体现出来：一方面，将公司在全球中低端打印市场的优势与 Lexmark 在中高端打印市场的

优势结合，充分发挥协同效应，扩大市场份额，提高公司核心竞争力；另一方面，借助利盟在打印机整机设备方面的出货量优势，带动公司包括集成电路芯片、通用打印耗材及其他核心部件的研发、生产与销售；最后，优化国际化经营的战略版图，使公司有能力在全球范围内与全球打印巨头进行全方位全领域的竞争。

（三）芯片技术领先，国家大基金入股

公司的集成电路设计及应用技术处于国内领先地位，具有 CPU 独立设计能力和复杂 SoC 芯片的设计能力。公司拥有自主知识产权的多核 SoC 芯片设计技术被评定为行业国际领先水平。公司 2015 年控股的杭州朔天（2018 年已成为公司全资子公司），原本是设计 CPU 和 DSP 的团队，对 CPU、MCU 及 SoC 有深刻理解，设计出的 SoC 六次获得“中国芯”最佳市场表现奖，为国产激光打印机设计的四核主控 SoC 一次性投片获得成功。

杭州朔天与中天微为同一浙大教授创办，是兄弟公司，技术同源。2018 年 4 月 20 日，中天微被阿里巴巴集团宣布全资收购，并与达摩院芯片研发团队合并成立了“平头哥”芯片子公司。

2015 年，国家集成电路产业基金进入纳思达，使公司成为该基金成立以来首个被投资的集成电路设计 A 股上市公司。公司的集成电路业务首先立足于在打印机行业的应用（耗材芯片、打印机主控 SoC 芯片），继而逐步扩展为打印机行业之外的应用（如通用 MCU 等），公司有志于成为全球通用 MCU 设计解决方案的提供商。

表 3：公司 SoC 芯片设计技术发展历程

时间	详细指标
2012 年	1. 与杭州中天微系统有限公司签署战略合作协议，共同推进国家 01 重大专项落地 2. 与浙江大学成立联合实验室，工信部杨学山副部长与浙江大学吴朝晖校长在珠海共同出席揭牌仪式
2015 年	获得国家集成电路产业基金重点扶持
2016 年	打印机系列加密 SoC 芯片获“中国电子学会”科技进步一等奖
2017 年	1. 主导承担国家核高基“国产嵌入式 CPU 规模化应用”重大专项（课题编号：2017ZX01030102） 2. 基于 UMC40nm 工艺、具有 4 核的多功能激光打印机主控 SoC 芯片研发成功 3. 艾派克 SoC 产品已连续五届获得“中国芯”最佳市场表现奖
2018 年	艾派克将在通用 MCU 领域为客户提供更完善的技术服务

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

公司的芯片业务主要包括打印机主控 SoC 芯片、打印机通用耗材芯片、物联网芯片。其中物联网芯片包括通用 MCU 芯片、电源类芯片、网络安全芯片等。公司期望为客户提供更完善、更高端的集成电路设计服务，在最大限度上实现集成电路芯片的国产化替代。

1) 打印机通用耗材芯片发展情况：

打印机通用耗材芯片主要产品包括 ASIC 芯片、SoC 芯片，主要应用于墨盒、硒鼓等打印耗材，其产品主要功能为喷墨打印机及激光打印机耗材产品的识别与控制、激光打印机的系统功能控制（SoC）。公司的 ASIC 芯片产品为行业领先的耗材可替代芯片；SoC 芯片是业内拥有自主专利设计技术的产品，使用国产 32 位嵌入式 CPU，具有灵活集成硬件加密模块和软件程序、超高运算速度、低功耗等优势。

公司从 2001 年开始倾囊投入研发打印耗材芯片，2001 年首颗打印机耗材 ASIC 芯片问世，2012 年首颗打印机耗材 SoC 芯片量产，2016 年耗材 SoC 系列芯片通过电子协会鉴定，结论为“国际领先”。艾派克打印机耗材芯片共计 70 个系列覆盖 27 个品牌，截至 2017 年共销售超过 20 亿颗，打印机耗材芯片共获得 16 次政府奖励。

2) 打印机主控 SoC 芯片发展情况：

打印机主控 SoC 芯片是打印机的核心部件，也是信息泄露的主要源头。目前打印机主控 SoC 芯片关键技术掌握在美日等国外厂商中，为了突破技术壁垒和提高信息安全度，公司自主研发了国产 CPU 打印机主控 SoC 芯片。该芯片具备高性能、突出安全策略，支持国密、商密

算法和安全防护机制。

公司的打印机主控 SoC 芯片分为多功能和单功能，均基于国产嵌入式 32 位 CPU，均具有完全自主的芯片安全架构，将为国产打印机信息安全提供有力支持。单功能芯片支持单色打印，多功能芯片支持单色打印、复印、彩色扫描、传真等功能。目前公司的基于国产 CPU 多功能打印机的 SoC 芯片已经量产，基于国产 CPU 的单功能打印机 SoC 已经进入 MPW 验证阶段，项目进展顺利。

3) 物联网芯片发展情况：

公司的物联网芯片包括通用 MCU 芯片、电源类芯片、网络安全芯片等。

通用 MCU 芯片也称为单片机，是电子产品的“大脑”，负责电子产品数据的处理和运算。目前公司已加大对通用 MCU 的研发投入，产品可应用于仪器仪表、智能家电、游戏机、数据交换及通信设备、医疗保健设备、安防监控、消费类电子、无人机、工业自动控制、电机驱动、智能机器人等多个领域。公司的 32 位通用 MCU 是基于 ARM CPU、国产 C-SKY CPU 和 8 位 CPU 自主设计的。公司 2018 年完成了 ARM Cortex M0+、ARM Cortex M3 和 ARM Cortex M4 三颗 CPU 的知识产权授权，首款通用 MCU 芯片已经正式对外批量销售，三款 MCU 芯片已经 Fullmask 投片，基于 55nm 工艺的 MCU 芯片已经进入 MPW 验证阶段。

电源类芯片是根据目前市场需求设计，其产品性能为支持大电流供电，兼有安全验证功能，首款电源类芯片已经开始量产。

安全芯片公司成功参与国家南方电网招标，并成功进入南方电网试运行，目前运行情况良好。网络安全芯片采用多核安全技术，安全认证以及客户应用端通过多核实现物理分隔，确保客户信息及系统安全。

表 4：公司安全芯片布局

类别	详细指标
GDSA 双核安全架构技术	(1) 一种基于安全 SoC 应用的数字安全概念，是全面的且可扩展的高端数字安全技术 (2) 双核 CPU 并发工作，能够保护程序执行及数据操作免受外部攻击
FUXI 电力安全芯片平台	(1) 基于国产 CPU 核定制系统芯片的安全与可信特性，采用 inSE 安全技术支撑全系列电力专用 CPU 片内安全防护 (2) 应用于电网终端各个核心设备中，打破对国外技术的依赖
JINGWEI 网络通信安全芯片平台	(1) 面向网络通信安全的可定制安全 SoC 芯片平台技术，高效处理多种网络安全协议，如 IPSec、SSL、MACSec 等 (2) 平台可支持国密 SM1、SM2、SM3、SM4，也可支持国际标准 AES、DES、ECC、RSA、SHA 等密码算法

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

(四) 打印机全产业链布局提升盈利和抗风险能力

目前公司业务已覆盖了打印机全产业链，包括激光打印机整机、激光打印机原装耗材、打印机耗材芯片、打印机通用耗材、打印管理服务业务。鉴于打印行业是一个知识产权高壁垒的行业，公司的打印机全产业链布局可使得芯片、耗材、打印机业务相互保护，形成一个产业链上下游互保的复合保护壁垒，从而提升盈利和抗风险能力。

图 10：公司拥有的全产业链多品牌

类别	品牌名	商标
打印机	Lexmark	
	奔图 (Pantum)	
打印耗材	SCC	
	G&G	
	格之格	
	杰思特	
	欣格	
	纳思达 (Ninestar)	
打印耗材芯片	艾派克	

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

（五）打印机商业模式：耗材带来持续现金流

一直以来，打印机厂商常见的商业模式是通过不断提高打印机设备的市场保有量，通过后续配套打印机耗材的长期消费，获取商业利益。从适用性角度可以将打印耗材分为原装耗材和通用耗材：原装耗材是由打印机企业生产且适用于本公司特定打印机的耗材，此业务是打印机生产厂商的主要利润来源，原装耗材价格通常可占到打印机价格的三分之二；通用耗材是由耗材生产企业生产且产品适用于多种型号打印机的耗材，价格通常只有打印机价格的 20%，由于高性价比更受普通消费者接受。

打印机依靠耗材芯片来识别耗材，因此耗材芯片技术是通用耗材的关键。公司过硬的芯片技术使公司取得了通用耗材的绝对龙头位置，公司的打印机耗材业务带有消费属性，依靠打印机保有量的存在带来源源不断的现金流，形成收入护城河。并且，随着公司原装耗材打印机销量的增长及保有量的提高，原装耗材将带来持续的现金流，将提高公司打印业务的整体毛利率。

（六）长时间积累形成的规模效应优势

奔图公司投资 13 年，2018 年才到达盈亏平衡点，原因就在于打印机的商业模式是依靠耗材赚钱的，这要求打印机的销售保有量要达到一定规模，后续的耗材才能达到盈利规模。公司已通过 13 年的投资时间积累形成了规模效应优势，新进入者难以与之竞争。

三、多元驱动，整装待发，公司迎发展拐点

（一）打印机在信息安全领域重要性极高

打印机在信息安全领域重要性极高，尤其是在政府机关，若使用国外产品极易造成信息泄露。打印机的泄密途径主要有存储器泄密、网络泄密和耗材芯片泄密三种。首先，大多数打印机都会含有存储芯片进行临时数据存储，墨盒回收方可以轻松读取存储芯片内的信息。第二，当前的打印机大部分都支持联网进行打印，一些漏洞或者预留的“门”可能造成网络泄密。第三，无论是喷墨打印机的墨盒还是激光打印机的硒鼓，都内置了一个“小芯片”，耗材芯片本身也有信息泄露的隐患，例如被远程操控。所以，只有从芯片、耗材到打印机本身都实现国产化和自主可控，才能从根本上解决打印安全问题。

（二）国产打印机市占率的提升空间巨大，奔图与利盟深度协同

打印机作为极重要的涉密机器，未来国产化空间巨大。当前，我国打印机市场上国产品牌占有率还很小，2017 年国内市场前十名中，惠普占据了 47.1% 的份额，奔图作为唯一的国产品牌仅占 0.9%，未来提升空间巨大。奔图激光打印机是中国第一台有自主核心技术的激光打印机，于 2011 年进入市场，2019 年上半年奔图出货量达到 48.3 万台，同比增长 57%。

奔图与利盟深度协同将带动利盟在中国市场的拓展。奔图与利盟的深度协同体现在：一方面，奔图被纳思达托管后，解决了其与利盟之间的同业竞争问题，奔图打印机在利盟生产线 OEM 生产可带动利盟的业绩，托管期限为 3 年，大股东赛纳科技承诺过适当时候将奔图注入上市公司（来自公司公告）；另一方面，利盟的技术优势又大大提升了奔图打印机的整体技术水平。奔图打印机业务已经成功导入多款利盟产品，完成国产化产品型号适配并成功入围名录。2019 年上半年，奔图在印度市场取得全新突破，俄罗斯市场占比在同类产品中超过 30%。

公司在收购利盟前的主营业务包括集成电路芯片、通用打印耗材及核心部件和再生打印耗材的研发、生产和销售，产品应用领域主要集中在中低端市场，高端产品及原装市场竞争力不足。而利盟的主要产品包括激光打印机、打印耗材及部件、软件及服务，并且拥有高端的科技、成熟的产品线及前沿的服务品质，且在世界范围内享有良好声誉。二者的协同效应已经开始逐渐体现出来：一方面，将公司在全球中低端打印市场的优势与 Lexmark 在中高端打印市场的优势结合，充分发挥协同效应，扩大市场份额，提高公司核心竞争力；另一方面，借助利盟在打印机整机设备方面的出货量优势，带动公司包括集成电路芯片、通用打印耗材及其他核心部件的研发、生产与销售；最后，优化国际化经营的战略版图，使公司有能力在全球范围内与全球打印巨头进行全方位全领域的竞争。

（三）通用耗材未来市场占比将上升

我国打印耗材市场中通用耗材占比提升空间较大，公司是国内通用耗材市场的绝对龙头，将深度受益于这一趋势。目前我国打印耗材市场较为成熟，近年来年复合增长率约为 2%，规模约为 1400-1500 亿元，而通用耗材市场规模仅占其 20% 左右。而在欧美国家，大部分用户更愿意选择环保、便宜的再生耗材，通用耗材占到耗材市场总销量的 70%。

（四）物联网通用 MCU 芯片应用场景丰富，受益芯片国产替代趋势

公司的通用 MCU 业务也可以理解为“兼容替代 MCU 业务”，核心特征是做国外大厂的标准品的兼容替代产品，类似于公司做惠普与佳能打印机的第三方兼容替代耗材。目前公司重点布局通用 MCU 芯片和 IoT 芯片，已加大对通用 MCU 的研发投入，产品可应用于仪器仪表、智能家电、游戏机、数据交换及通信设备、医疗保健设备、安防监控、消费类电子、无人机、工业自动控制、电机驱动、智能机器人等领域，将更大程度实现集成电路芯片的国产化替代。公司的 32 位通用 MCU 是基于 ARM CPU、国产 C-SKY CPU 和 8 位 CPU 自主设计的。公司首款通用 MCU 芯片已经正式对外批量销售，明年会完成主流产品线布局，并继续往高端产品线发展。公司的五年规划是成为全国一流的通用 MCU 芯片供应商。

子公司与阿里“平头哥”的前身中天微是兄弟公司，技术同源。公司在通用 MCU 芯片业务方面的优势在于：（1）技术优势：杭州朔天芯片技术领先，对 CPU、MCU 及 SoC 有深刻理

解，与阿里“平头哥”的前身中天微是兄弟公司，技术同源；(2)对兼容替代产品理解深厚：公司在兼容耗材行业深耕15年，无论是对专利的处理，还是对兼容替代产品的特性均有深厚理解；(3)国家集成电路产业基金入股：产业基金支持，公司的安全芯片已经在南方电网试用，可以预见在能源、通信领域的替代也将逐步展开。

四、财务分析

(一) 成长性：多项财务指标预示拐点或将到来

公司2016年11月完成对利盟国际的并购。观察2017-2019年的财务指标可发现，经过了2017、2018两年对利盟的整合消化和协同后，公司成长能力正呈现转好迹象。公司的营收增长率和每股自由现金流在逐年转好。盈利能力方面，毛利率、营业利润率、ROA均在转好。费用率各项下降明显。运营能力方面，总资产周转率、存货周转率、应收账款周转率逐年提升明显。

公司毛利率有望在未来继续提升。一方面，利盟的技术优势大大提升了奔图打印机的整体技术水平，奔图原装打印机的毛利率大幅提升。同时，随着公司原装耗材打印机销量的增长及保有量的提高，原装耗材将带来持续的现金流，将提高公司打印业务的整体毛利率。

公司2017、2018两年对利盟的整合消化在业绩端体现在：

2018年公司实现营业总收入219.26亿元，较2017年增长2.83%。主要原因是：2018年营业收入对应的业务，较2017年减少了2017年7月完成处置的利盟国际企业软件资产包，2017年确认了企业软件资产包的收入15.26亿元，调整业务口径后，2017年的收入为197.98亿元，则2018年度较2017年度同口径收入增长10.75%。

2018年公司实现归属上市公司的净利润9.51亿元，较2017年增长0.14%。实现归属于上市公司股东扣非后净利润6.34亿元，较2017年增长154%。主要原因是：(1)2017年度出售利盟国际的软件资产包，增加了净利润9.94亿元，产生的现金流净额在投资活动产生的现金流量净额体现；(2)利盟国际于2017年度确认美国税改产生的所得税收益33.33亿元，增加了公司2017年度的净利润；2018年度根据出台的实施细则相应进行调整，仅确认了所得税收益5.01亿元。(3)利盟国际2016年并购确认的存货评估增值，于2017年度全部为当期的营业成本，金额合计为11.80亿元。

2018年公司经营活动产生的现金流量净额较2017年增长447.94%的原因主要是：(1)公司通过经营管理整合等措施，费用成本率从2017年度的121.18%下降至2018年度的97.27%；(2)2018年度收到退税款9.46亿元，较2017年度的2.23亿元增加了7.23亿元，增加了经营活动净现金流入。

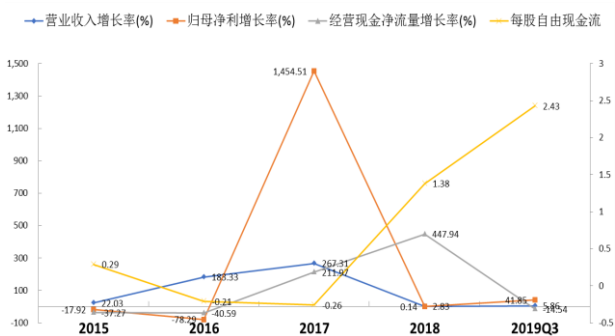
表5：2015-2019Q3公司的各项财务指标

	2019-09-30	2018-12-31	2017-12-31	2016-12-31	2015-12-31
成长能力指标					
营业收入增长率(%)	5.86	2.83	267.31	183.33	22.03
归母净利增长率(%)	41.85	0.14	1,454.51	-78.29	-17.92
经营现金净流量增长率(%)	-14.54	447.94	211.97	-40.59	-37.27
每股自由现金流	2.43	1.38	-0.26	-0.21	0.29
盈利能力指标					
销售毛利率(%)	35.93	35.68	26.59	35.66	40.31
营业利润率(%)	7.16	3.67	-13.93	-7.08	15.36
净利率(%)	5.06	5.55	6.81	-4.69	14.40
ROE(%) -加权	13.19	20.92	41.31	3.31	23.75

ROA (%)	4.90	4.24	-4.52	-0.68	17.06
费用率					
销售费用率 (%)	12.11	14.20	19.36	12.94	9.87
管理费用率 (%)	12.46	14.65	18.45	21.65	13.04
财务费用率 (%)	3.58	3.48	8.95	6.63	0.22
费用率 (%)	28.15	32.34	46.75	41.21	23.13
营运能力指标					
总资产周转率	0.46	0.61	0.48	0.21	1.08
存货周转率	3.80	5.65	5.39	1.86	3.80
应收账款周转率	6.09	9.60	8.53	3.29	6.97

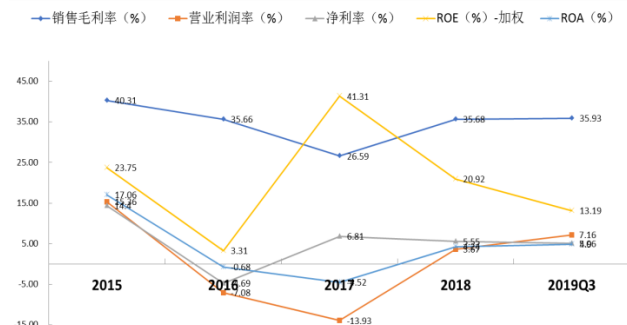
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 11: 2015-2019Q3 公司的成长能力指标



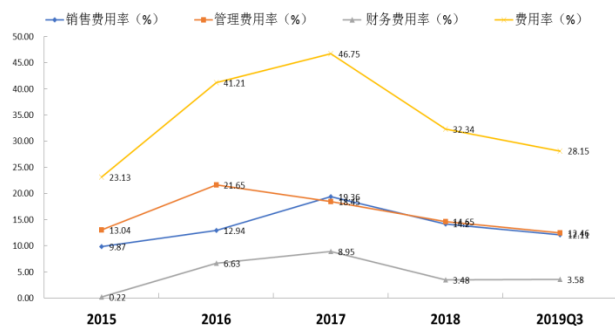
资料来源: wind, 中国银河证券研究院整理

图 12: 2015-2019Q3 公司的盈利能力指标



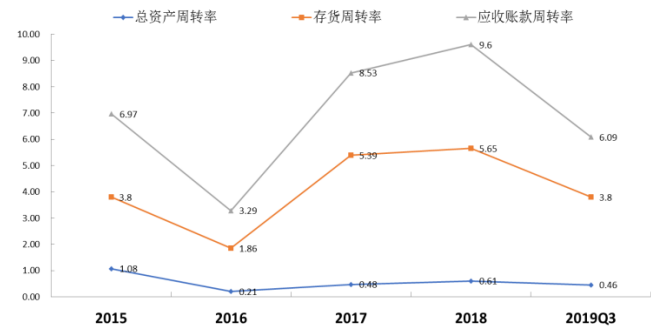
资料来源: wind, 中国银河证券研究院整理

图 13: 2015-2019Q3 公司的费用率指标



资料来源: wind, 中国银河证券研究院整理

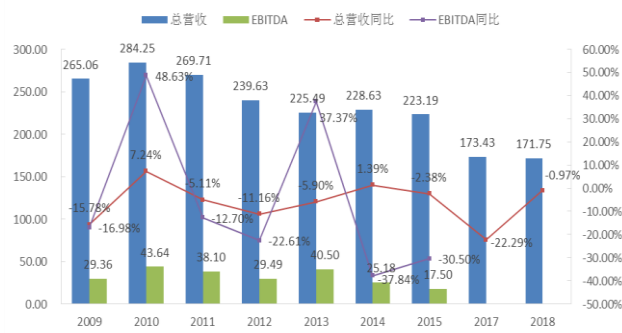
图 14: 2015-2019Q3 公司的营运能力指标



资料来源: wind, 中国银河证券研究院整理

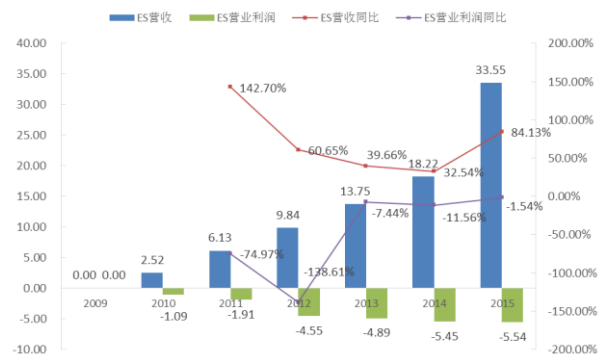
利盟在 2010-2017 年间主要业务有 ISS (打印业务) 和 ES (软件业务)。ES 业务虽然收入逐年增长但是营业利润逐年下降严重, 拖累利盟整体净利润, 2010-2015 年间利盟净利润的下降幅度远大于营收。公司 2016 年收购利盟后, 于 2017 年已分离出售利盟软件 ES 业务, 可以理解为利盟当前主要业务为 ISS。可以看到, 利盟的 ISS 业务的营业利润率在 2010-2015 年分别为 17.9%、19.1%、16.5%、22.0%、19.0%、16.0%, 维持在相对稳定的区间。

图 15: 2009-2018 年利盟营收及 EBITDA 指标 (亿元)



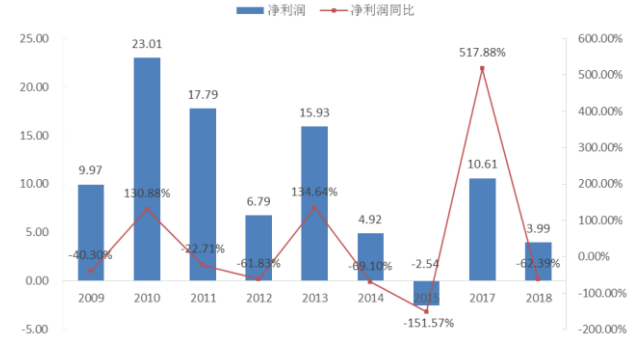
资料来源: Bloomberg, 中国银河证券研究院整理

图 17: 2009-2015 年利盟 ES 业务营收及营业利润指标



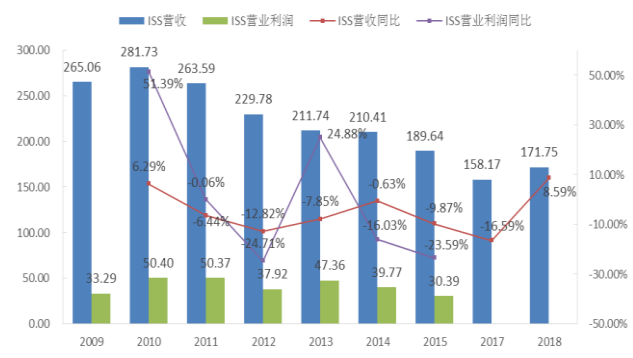
资料来源: Bloomberg, 中国银河证券研究院整理

图 16: 2009-2018 年利盟净利润指标 (亿元)



资料来源: Bloomberg, 中国银河证券研究院整理

图 18: 2009-2015 年利盟 ISS 业务营收及营业利润指标



资料来源: Bloomberg, 中国银河证券研究院整理

(二) 安全性: 虽然资产负债率较高, 但偿债风险极低短期可忽略

基于 2018 年度的货币资金余额情况分析, 公司目前不存在无法按期偿付贷款及其它应付款项的风险。截止 2018 年 12 月 31 日, 公司账面货币资金的余额为 34.04 亿元, 按照资金用途安排的情况汇总列示如下图。公司根据借款协议预测 2019 年偿还贷款金额为 47.10 亿元(其中: 35.65 亿元短期借款; 11.45 亿元为一年内到期的长期借款)。结合 2018 年 12 月 31 日的货币资金余额计算, 则存在的货币需求敞口约为 35.60 亿元(预见还贷金额 47.10 亿元-计划还贷的货币资金余额 11.50 亿元)。上述预测的货币资金需求敞口预计通过股东提供的贷款及增加银行的授信或展期予以补充。此资金缺口主要为短期借款余额, 其中 32 亿元已取得公司股东珠海赛纳的资金支持承诺; 剩余的借款为通过应收账款、存货等资产抵押或信用获取的流动性贷款, 短期内未预见需实际支付的还贷要求。

图 19: 资金用途安排

项目/时间	2018 年 12 月 31 日
募集资金	15.55
保证金等受限资金	1.90
计划还贷资金	11.50
经营所需资金	5.09
合计	34.04

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

公司目前的负债可分为两大块: 1、利盟负债约 17 亿美元(安排是利盟用自己的现金流与盈利归还贷款, 在未来的 5 年内完成, 可以在将来盈利状态很好时考虑再融资安排以优化利息成本); 2、纳思达的负债约 30 多亿人民币。

根据公司商誉测试使用的利盟国际关键参数, 我们计算出利盟未来五年近似自由现金流的

现值之和，足够覆盖利盟当前负债。2018年，利盟实现营业收入171.8亿元。将利盟2019-2024年的近似自由现金流均折现到2019/12/31，则现值之和为147.8亿元，大于17亿美元。

表6：利盟未来五年自由现金流折现（亿人民币）

参数	2019/12/31	2020/12/31	2021/12/31	2022/12/31	2023/12/31	2024/12/31
预计收入增长率 (%)	-1.10	9.50	5.90	7.30	6.60	5.80
EBITDA 占收入的比率 (%)	14.60	15.00	15.80	16.40	16.30	16.30
自由现金流 (近似)	24.81	27.91	31.13	34.67	36.73	38.87
自由现金流折现 (折现率 11%)	24.81	25.14	25.27	25.35	24.20	23.06
现值之和	147.8					

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

（三）商誉减值风险较低

截至2018年12月31日，公司商誉汇总列示如下（单位：人民币/亿元）：

表7：公司截至2018年12月31日商誉汇总（亿人民币）

被投资单位名称或形成商誉的事项	账面原值	减值准备	账面价值
Lexmark International Inc. (利盟国际资产组)	123.27	-	123.27
珠海市拓佳科技有限公司 (拓佳资产组)	1.78	-	1.78
珠海欣威科技有限公司 (欣威资产组)	1.65	-	1.65
珠海中润靖杰打印科技有限公司 (中润资产组)	1.10	-	1.10
其他	0.38	-	0.38
合计	128.18	-	128.18

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

公司的商誉主要来自利盟国际。公司根据历史实际经营数据、行业发展趋势、预期收入增长率、毛利率等指标编制预测利盟国际未来9年的税前现金流量。选取合理的折现率，对未来年度与商誉有关资产组的净现金流量进行折现作为可收回金额，可收回金额与其账面价值的确定基础保持一致，根据包含商誉的资产组账面价值与资产组的可收回金额进行比较，以确认资产组商誉是否存在减值。利盟国际资产组在预计未来现金流量现值时使用的关键参数如下为：

表8：利盟在预计未来现金流量现值时使用的关键参数

参数	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年	永续增长
预计收入增长率 (%)	-1.10	9.50	5.90	7.30	6.60	5.80	5.00	4.30	3.50	2.75
EBITDA 占收入的比率 (%)	14.60	15.00	15.80	16.40	16.30	16.30	16.20	16.20	16.10	16.10
折现率 (%)	11.00									

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

经折现，预计利盟国际资产组未来现金流量现值（可回收金额）为245.9亿元，远大于其账面价值123.27亿元，因此公司商誉减值风险较低。

五、盈利预测与估值分析

（一）收入拆分

假设奔图在利盟 OEM 的打印机数量逐年增长，价格提升，同时利盟原装耗材收入随着代工奔图打印机数量的增加，后续也会增长。由此，我们预测公司打印业务（包括原装耗材）收入2019-2022年增长率为14.33%、15.13%、17.42%、27.97%；公司芯片业务以耗材芯片收入

为基石，通用 MCU 芯片为突破，我们预测 2019-2022 年增长率为 13.54%、23.86%、28.89%、29.89%。

表 9：公司未来三年收入拆分（万元）

		2018A	2019E	2020E	2021E	2022E
打印业务	销售收入（万元）	1,577,088.39	1,803,120.83	2,075,951.71	2,437,537.36	3,119,291.10
	增长	12.07%	14.33%	15.13%	17.42%	27.97%
耗材	销售收入（万元）	327,728.21	375,736.58	431,498.43	496,150.04	571,174.37
	增长	30.74%	14.65%	14.84%	14.98%	15.12%
芯片	销售收入（万元）	73,839.29	83,839.29	103,839.29	133,839.29	173,839.29
	增长	-14.79%	13.54%	23.86%	28.89%	29.89%
软件管理	销售收入（万元）	153,727.35	153,727.35	153,727.35	153,727.35	153,727.35
	增长	-37.36%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
配件	销售收入（万元）	43,683.77	43,683.77	43,683.77	43,683.77	43,683.77
	增长	-29.54%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
专利授权	销售收入（万元）	16,580.24	16,580.24	16,580.24	16,580.24	16,580.24
	增长	-79.38%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

（二）可比估值

我们预测公司 2019-2022 年归母净利润为 10.50、14.31、18.19、25.43 亿元，对应 eps 为 0.99、1.35、1.71、2.39 元，则公司 12 月 3 日股价对应 2019-2022 年 PE 分别为 27.7、20.3、16.0、11.4。公司打印及耗材业务的可比公司为鼎龙股份，芯片业务可比公司我们选取了兆易创新、中颖电子，三家可比公司 2019-2021 年一致预测 PE 均值为 50.5、36.9、29.0。

表 10：PE 估值法

2019/12/3			eps（元）				PE			
股票代码	公司名称	股价（元）	2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
300054	鼎龙股份	8.40	0.31	0.27	0.34	0.42	20.86	30.15	23.91	19.03
603986	兆易创新	179.55	1.42	1.90	2.78	3.56	43.80	90.51	61.83	48.24
300327	中颖电子	24.50	0.73	0.77	0.95	1.22	25.03	30.85	24.97	19.61
	均值						29.90	50.50	36.90	28.96

资料来源：wind，中国银河证券研究院

六、投资建议

打印机在信息安全领域重要性极高，国产打印机市占率的提升空间巨大，公司作为打印机领域国产品牌第一，将深度受益打印机国产替代趋势。奔图与利盟深度协同，将带动公司打印业务收入及毛利率双提升。同时，公司芯片技术领先，以打印通用耗材芯片为基础延伸到通用 MCU 芯片，在芯片国产替代背景下大有可为。我们预测公司 2019-2022 年归母净利润为 10.50、14.31、18.19、25.43 亿元，对应 eps 为 0.99、1.35、1.71、2.39 元，则公司 12 月 3 日股价对应 2019-2022 年 PE 分别为 27.7、20.3、16.0、11.4，首次覆盖，给予“推荐”评级。

七、风险提示

中美贸易摩擦升级的风险：由于利盟为美国公司，若中美贸易摩擦升级可能造成经营的不确定性。

专利纠纷的风险：打印行业为专利密集型行业，专利技术是行业内厂商进行竞争区隔、获取竞争优势的重要手段，原装打印机厂商不断通过专利构筑技术壁垒，保护其市场和商业利益。对于打印耗材芯片而言，与原装设备厂商在专利方面的纠纷及风险将长期存在。

八、附录

附表 1: 公司财务报表 (百万元)

利润表 (百万元)	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2022E
营业收入	5805.5	21323.9	21926.5	24766.9	28252.8	32815.2	40783.0
营业成本	3735.0	15654.0	14102.5	15705.8	17384.9	19794.7	24209.8
营业税金及附加	35.9	108.1	108.4	122.5	139.7	162.3	201.7
销售费用	751.0	4127.4	3114.5	3108.2	3687.0	4462.9	5546.5
管理费用	1256.8	3933.3	1733.5	1659.4	1977.7	2362.7	2936.4
研发费用	0.0	0.0	1478.5	1670.1	1905.1	2212.8	2750.1
财务费用	384.7	1908.3	763.5	802.0	808.5	803.9	894.8
资产减值损失	30.6	108.7	27.1	27.1	27.1	27.1	27.1
公允价值变动收益	-19.5	6.0	-2.2	-2.2	-2.2	-2.2	-2.2
投资收益	-2.9	1501.3	70.6	0.0	0.0	0.0	0.0
汇兑收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
营业利润	-411.0	-2971.2	803.6	1806.3	2457.3	3123.4	4351.2
营业外收支净额	46.7	9.6	-41.3	-17.1	-20.0	-25.4	-19.8
税前利润	-364.3	-2961.5	762.3	1789.2	2437.4	3097.9	4331.4
减: 所得税	-92.2	-4413.0	-455.7	518.9	706.8	898.4	1256.1
净利润	-272.1	1451.5	1218.0	1270.4	1730.5	2199.5	3075.3
归属于母公司的净利润	61.1	949.4	950.7	1050.3	1430.7	1818.5	2542.6
少数股东损益	-333.2	502.1	267.3	220.1	299.8	381.0	532.8
基本每股收益	0.06	0.30	0.89	0.99	1.35	1.71	2.39
稀释每股收益	0.06	0.30	0.89	0.99	1.35	1.71	2.39
资产负债表	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2022E
货币资金	1568.0	2995.0	3403.6	4670.8	4560.7	5526.6	7047.7
应收票据	8.2	0.6	0.3	0.4	0.4	0.5	0.6
应收账款	3010.9	1987.4	2580.1	2914.3	3324.5	3861.4	4799.0
预付款项	206.6	185.9	249.2	543.0	868.2	1238.4	1691.3
其他应收款	82.9	148.3	143.6	162.2	185.0	214.9	267.1
存货	3436.6	2367.2	2621.4	2919.4	3231.5	3679.4	4500.1
其他流动资产	2934.7	2224.0	1201.7	281.6	-847.6	-2325.5	-4906.5
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	4045.2	3070.9	3106.9	1992.8	796.5	-440.8	-1698.7
在建工程	350.3	335.7	263.0	131.5	65.7	32.9	16.4
工程物资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
无形资产	14640.9	7843.4	7665.7	6899.1	6132.5	5366.0	4599.4
长期待摊费用	239.4	168.9	232.6	152.0	135.1	118.2	101.3
资产总计	52677.6	35527.5	36113.5	34684.7	32598.1	31584.7	31022.6
短期借款	458.9	169.1	3564.8	5318.4	5654.5	8048.3	14080.3
应付票据	24.7	19.6	50.0	55.7	61.6	70.2	85.8
应付账款	3416.8	3446.4	3608.9	3964.2	4388.0	4996.2	6110.6
预收款项	1108.5	515.1	601.9	700.0	811.9	941.8	1103.3
应付职工薪酬	687.9	733.6	1001.8	1001.8	1001.8	1001.8	1001.8
应交税费	617.5	747.2	402.6	402.6	402.6	402.6	402.6
其他应付款	6872.3	4351.4	1203.9	1203.9	1203.9	1203.9	1203.9
其他流动负债	1097.4	779.2	408.0	-1341.6	-3488.8	-6299.2	-11207.1
长期借款	15383.2	9023.7	7977.5	7487.5	6577.5	5177.5	2867.5
预计负债	733.5	661.2	554.8	554.8	554.8	554.8	554.8
负债合计	48226.8	28374.8	27548.9	24760.4	20943.3	17730.4	14093.0
股东权益合计	4450.8	7152.7	8564.6	9924.3	11654.8	13854.3	16929.7
现金流量表	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2022E
净利润	-272.1	1451.5	1218.0	1270.4	1730.5	2199.5	3075.3
折旧摊销	303.3	1797.6	1443.5	2029.0	2045.4	2053.7	2057.8
经营活动现金流	126.3	394.0	2158.9	3358.2	3941.2	4309.7	4941.3
投资活动现金流	-24818.3	9055.4	-121.4	-2552.7	-2668.8	-3533.8	-6247.2
融资活动现金流	24782.3	-8143.8	-1603.8	461.7	-1382.5	190.0	2827.1
现金净变动	90.3	1305.6	433.7	1267.2	-110.1	965.9	1521.1
期初现金余额	1439.4	1568.0	2995.0	93.9	4670.8	4560.7	5526.6
期末现金余额	25.5	2873.6	3428.7	4670.8	4560.7	5526.6	7047.7

资料来源: 中国银河证券研究院

插图目录

图 1: 公司 2018 年度主要业务占总收入比例.....	1
图 2: 公司 2018 年度主要业务占毛利比例.....	1
图 3: 2015-2019 上半年公司整体毛利率变动趋势	1
图 4: 纳思达的组织架构	2
图 5: 2018 年全球打印机设备的竞争格局.....	3
图 6: 2017 年国内打印机设备的竞争格局.....	3
图 7: 2014-2018 年全球打印耗材市场出货金额	3
图 8: 2014-2018 年中国打印耗材市场出货金额	3
图 9: 我国打印耗材市场的竞争格局.....	4
图 10: 公司拥有的全产业链多品牌.....	6
图 11: 2015-2019Q3 公司的成长能力指标	12
图 12: 2015-2019Q3 公司的盈利能力指标	12
图 13: 2015-2019Q3 公司的费用率指标	12
图 14: 2015-2019Q3 公司的营运能力指标	12
图 15: 2009-2018 年利盟营收及 EBITDA 指标 (亿元)	12
图 16: 2009-2018 年利盟净利润指标 (亿元)	12
图 17: 2009-2015 年利盟 ES 业务营收及营业利润指标	12
图 18: 2009-2015 年利盟 ISS 业务营收及营业利润指标	12
图 19: 资金用途安排	12

表格目录

表 1: 公司历史上的收购兼并事件.....	2
表 2: 公司奔图打印机的核心技术.....	4
表 3: 公司 SoC 芯片设计技术发展历程	6
表 4: 公司安全芯片布局	7
表 5: 2015-2019Q3 公司的各项财务指标.....	10
表 6: 利盟未来五年自由现金流折现 (亿人民币)	13
表 7: 公司截至 2018 年 12 月 31 日商誉汇总 (亿人民币)	13
表 8: 利盟在预计未来现金流量现值时使用的关键参数.....	13
表 9: 公司未来三年收入拆分 (万元)	14
表 10: PE 估值法	14
附表 1: 公司财务报表 (百万元)	16

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

吴砚靖，邹文倩，科创板及计算机行业分析师。本人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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。除银河证券官方网站外，银河证券并未授权任何公众媒体及其他机构刊载或者转发公司发布的证券研究报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 楼

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 caixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

北京地区：耿尤繇 010-66568479 gengyouyou@chinastock.com.cn