

## 有效应对汇率风险，上半年稳定增长

**事件:** 公司发布业绩预告, 预计上半年归母净利润为 4 至 5 亿元, 同比增长 11% 至 39%。

### 核心观点

- **业绩稳健增长:** 公司在 2020 年因 7.7 亿元汇兑损失影响了业绩, 公司今年采用了外汇衍生品对冲风险, 预计上半年衍生金融产品带来的非经常性损益对税前利润的补偿金额为 0.85 至 1.3 亿元, 较好地对冲了利盟人民币贷款及企业经营的汇兑损失。纳思达是全球化经营的企业, 较大比例营收来自北美、欧洲等境外市场, 在上半年美元等汇率波动较大的背景下, 业绩的稳健增长体现了公司已具备较好的全球化管理能力, 也有望打消部分投资者对公司的一大顾虑。在上半年, 公司的打印机业务硬件销量与收入企稳回升, 芯片与通用打印耗材业务收入同比增长, 其中, 打印机主控芯片、通用 MCU、物联网 SoC 安全芯片出货量增长趋势良好; 通用打印耗材芯片与通用打印耗材销量同比回落, 主要因为去年同期家用需求大幅增长。
- **打印领域稀缺标的, 低估值并购奔图:** 纳思达具备从零部件、芯片、耗材到打印机设备, 以及打印管理服务的完整打印产业链布局, 是全球前五大激光打印机生产厂商 (包含托管的奔图), 是国内唯一突破国外巨头打印技术垄断的厂商, 也是通用耗材和通用耗材芯片领域的全球龙头。公司已公告将以 66 亿元估值并购奔图, 奔图股东主要是上市公司董事长等高管, 奔图股东的换股价 29.43 元仅低于当前股价 7%, 奔图 19-20 年净利润分别为 2 和 2.8 亿元, 承诺 21-23 年扣非净利润不低于 4、5.1 和 6.9 亿元。奔图打印机一季度销量同比增长 119%, 在行业市场、渠道市场、电商业务上都进展顺利, 市占率正快速提升, 考虑到原装耗材的毛利率远高于打印机, 随着奔图打印机保有量的提升, 奔图整体盈利水平有望持续改善。
- **切入 IoT 芯片新蓝海, 大基金助力发展:** 公司芯片产品包括工业级通用 MCU 等, 国家集成电路大基金的两期都入股公司的芯片业务, 体现了公司芯片技术实力和战略地位。

### 财务预测与投资建议

- 受汇率等因素影响, 公司过去几年盈利波动大, 但经营性现金流和 EBITDA 健康。不考虑奔图并表, 我们预测 21-23 年每股收益分别为 0.80、1.12、1.60 元, 根据可比公司 21 年平均 54 倍 PE 估值, 给予 43.20 元目标价, 维持买入评级。此外, 公司当前股价对应 2021 年 EV/EBITDA 仅为 14.6 倍。

### 风险提示

- 商誉减值风险; 行业需求不及预期; 并购不及预期的风险; 汇兑损益风险。

#### 公司主要财务信息

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	23,296	19,585	22,339	24,337	26,419
同比增长(%)	6%	-16%	14%	9%	9%
营业利润(百万元)	1,171	(478)	1,282	1,757	2,450
同比增长(%)	46%	-141%	368%	37%	39%
归属母公司净利润(百万元)	744	88	861	1,209	1,721
同比增长(%)	-22%	-88%	879%	40%	42%
每股收益(元)	0.69	0.08	0.80	1.12	1.60
毛利率(%)	35.5%	32.4%	33.3%	33.8%	35.0%
净利率(%)	3.2%	0.4%	3.9%	5.0%	6.5%
净资产收益率(%)	13.7%	1.3%	10.0%	12.5%	15.6%
市盈率	45.7	387.1	39.5	28.2	19.8
市净率	5.9	4.2	3.7	3.3	2.9

资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测, 每股收益使用最新股本全面摊薄计算。



东方证券  
ORIENT SECURITIES

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价(2021年07月06日)	31.62元
目标价格	43.20元
52周最高价/最低价	40.97/23.08元
总股本/流通A股(万股)	107,656/100,895
A股市值(百万元)	34,041
国家/地区	中国
行业	电子
报告发布日期	2021年07月07日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-1.8	18.16	28.48	-13.37
相对表现	0.82	20.64	30.58	-21.44
沪深300	-2.62	-2.48	-2.1	8.07



资料来源: WIND、东方证券研究所

联系人 唐权喜  
021-63325888\*6086  
tangquanxi@orientsec.com.cn

联系人 李庭旭  
litingxu@orientsec.com.cn

联系人 唐权喜  
021-63325888\*6086  
tangquanxi@orientsec.com.cn

联系人 李庭旭  
litingxu@orientsec.com.cn

#### 相关报告

打印核心技术稀缺标的, “芯”业务快速增长 2021-06-16  
长:

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格, 据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此, 投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突, 不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明, 见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分, 或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

## 投资建议

受汇率等因素影响，公司过去几年盈利波动大，但经营性现金流和 EBITDA 健康。不考虑奔图并表，我们预测 21-23 年每股收益分别为 0.80、1.12、1.60 元，根据可比公司 21 年平均 54 倍 PE 估值，给予 43.20 元目标价，维持买入评级。此外，公司当前股价对应 2021 年 EV/EBITDA 仅为 14.6 倍。

图 1：可比公司估值

公司	代码	最新价格(元) 2021/7/6	每股收益(元)				市盈率			
			2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
鼎龙股份	300054	17.25	-0.17	0.33	0.45	0.56	-100.70	52.37	38.56	30.93
兆易创新	603986	178.80	1.33	2.16	2.87	3.69	134.87	82.59	62.36	48.46
华工科技	000988	22.71	0.55	0.75	0.92	1.13	41.48	30.28	24.75	20.05
乐鑫科技	688018	232.00	1.30	2.92	4.27	6.02	178.63	79.34	54.32	38.54
大族激光	002008	38.70	0.92	1.63	1.97	2.35	42.18	23.82	19.69	16.46
	最大值						178.63	82.59	62.36	48.46
	最小值						(100.70)	23.82	19.69	16.46
	平均数						59.29	53.68	39.93	30.89
	调整后平均						72.85	54.00	39.21	29.84

数据来源：朝阳永续、东方证券研究所

## 风险提示

商誉减值风险；行业需求不及预期；并购不及预期的风险；汇兑损益风险。

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	4,350	6,375	5,762	5,555	7,170	营业收入	23,296	19,585	22,339	24,337	26,419
应收票据、账款及款项融资	2,787	2,495	2,681	2,920	3,170	营业成本	15,018	13,235	14,897	16,121	17,161
预付账款	164	279	223	243	264	营业税金及附加	107	84	96	104	113
存货	3,036	2,835	2,979	3,224	3,432	营业费用	2,810	2,021	2,245	2,446	2,655
其他	1,781	2,028	1,737	1,745	1,754	管理费用及研发费用	3,072	3,135	3,143	3,298	3,458
<b>流动资产合计</b>	<b>12,116</b>	<b>14,013</b>	<b>13,382</b>	<b>13,688</b>	<b>15,790</b>	财务费用	1,134	1,595	686	625	586
长期股权投资	3	13	13	13	13	资产、信用减值损失	132	140	106	100	110
固定资产	3,046	2,625	2,923	3,054	3,104	公允价值变动收益	5	23	0	0	0
在建工程	186	461	367	321	297	投资净收益	13	5	0	0	0
无形资产	7,154	6,191	5,865	5,539	5,213	其他	129	119	115	115	115
其他	15,314	14,925	14,658	14,577	14,496	<b>营业利润</b>	<b>1,171</b>	<b>(478)</b>	<b>1,282</b>	<b>1,757</b>	<b>2,450</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>25,703</b>	<b>24,214</b>	<b>23,827</b>	<b>23,504</b>	<b>23,124</b>	营业外收入	1	3	10	10	10
<b>资产总计</b>	<b>37,819</b>	<b>38,226</b>	<b>37,209</b>	<b>37,191</b>	<b>38,914</b>	营业外支出	14	10	5	5	5
短期借款	1,389	1,555	1,000	1,000	1,000	<b>利润总额</b>	<b>1,158</b>	<b>(484)</b>	<b>1,287</b>	<b>1,762</b>	<b>2,455</b>
应付票据及应付账款	4,353	3,216	3,070	3,323	3,537	所得税	292	(334)	322	440	614
其他	9,779	9,712	8,313	6,825	6,637	<b>净利润</b>	<b>866</b>	<b>(150)</b>	<b>965</b>	<b>1,321</b>	<b>1,841</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>15,521</b>	<b>14,483</b>	<b>12,383</b>	<b>11,148</b>	<b>11,174</b>	少数股东损益	122	(238)	104	113	120
长期借款	7,471	7,040	7,040	7,040	7,040	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>744</b>	<b>88</b>	<b>861</b>	<b>1,209</b>	<b>1,721</b>
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.69	0.08	0.80	1.12	1.60
其他	5,238	4,530	4,530	4,530	4,530						
<b>非流动负债合计</b>	<b>12,708</b>	<b>11,570</b>	<b>11,570</b>	<b>11,570</b>	<b>11,570</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>28,229</b>	<b>26,053</b>	<b>23,954</b>	<b>22,718</b>	<b>22,745</b>		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	3,820	4,032	4,137	4,249	4,370	<b>成长能力</b>					
实收资本(或股本)	1,063	1,075	1,077	1,077	1,077	营业收入	6%	-16%	14%	9%	9%
资本公积	1,482	3,804	3,858	3,858	3,858	营业利润	46%	-141%	368%	37%	39%
留存收益	3,234	3,431	4,184	5,289	6,865	归属于母公司净利润	-22%	-88%	879%	40%	42%
其他	(9)	(168)	0	0	0	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>9,590</b>	<b>12,173</b>	<b>13,255</b>	<b>14,473</b>	<b>16,170</b>	毛利率	35.5%	32.4%	33.3%	33.8%	35.0%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>37,819</b>	<b>38,226</b>	<b>37,209</b>	<b>37,191</b>	<b>38,914</b>	净利率	3.2%	0.4%	3.9%	5.0%	6.5%
						ROE	13.7%	1.3%	10.0%	12.5%	15.6%
						ROIC	7.6%	1.5%	6.3%	7.6%	9.3%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E						
净利润	866	(150)	965	1,321	1,841	资产负债率	74.6%	68.2%	64.4%	61.1%	58.4%
折旧摊销	1,312	756	734	797	854	净负债率	82.1%	40.5%	32.3%	26.2%	12.2%
财务费用	1,134	1,595	686	625	586	流动比率	0.78	0.97	1.08	1.23	1.41
投资损失	(13)	(5)	0	0	0	速动比率	0.56	0.76	0.82	0.91	1.06
营运资金变动	2,611	(142)	(936)	(1,149)	(371)	<b>营运能力</b>					
其它	(3,258)	(40)	459	100	110	应收账款周转率	8.7	7.4	8.6	8.7	8.7
<b>经营活动现金流</b>	<b>2,652</b>	<b>2,013</b>	<b>1,909</b>	<b>1,695</b>	<b>3,020</b>	存货周转率	4.7	4.1	4.8	4.7	4.6
资本支出	75	1,014	(524)	(474)	(474)	总资产周转率	0.6	0.5	0.6	0.7	0.7
长期投资	12	(10)	0	0	0	<b>每股指标(元)</b>					
其他	(841)	(1,960)	0	0	0	每股收益	0.69	0.08	0.80	1.12	1.60
<b>投资活动现金流</b>	<b>(755)</b>	<b>(956)</b>	<b>(524)</b>	<b>(474)</b>	<b>(474)</b>	每股经营现金流	2.49	1.87	1.77	1.57	2.81
债权融资	(748)	(1,087)	(706)	(700)	(200)	每股净资产	5.36	7.56	8.47	9.50	10.96
股权融资	(87)	2,334	56	0	0	<b>估值比率</b>					
其他	(170)	(133)	(1,348)	(729)	(731)	市盈率	46	387	40	28	20
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(1,005)</b>	<b>1,114</b>	<b>(1,998)</b>	<b>(1,429)</b>	<b>(931)</b>	市净率	5.9	4.2	3.7	3.3	2.9
汇率变动影响	35	(118)	-0	-0	-0	EV/EBITDA	10.9	21.1	14.6	12.4	10.2
<b>现金净增加额</b>	<b>927</b>	<b>2,053</b>	<b>(613)</b>	<b>(208)</b>	<b>1,615</b>	EV/EBIT	17.1	35.4	20.1	16.6	13.0

资料来源：东方证券研究所

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别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的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及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，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)