

奔图上半年经营超预期，竞争力持续提升



核心观点

- **奔图全球份额持续提升，业绩快速增长。**2020年，奔图按销量全球市场份额达到3.9%，相比2019年的2.1%提升1.8个百分点。2021年上半年继续维持快速增长，上半年奔图实现销售收入18.6亿元，净利润3.5亿元，已超过2020年全年净利润，并已完成2021全年4亿元业绩承诺的近9成。
- **奔图商用、民用市场竞争力有望不断增强。**商用市场方面，收入占比超4成，已打入欧洲和大中华区主要办公设备经销商。未来商用、民用市场竞争力有望提升：1) 受益国内经销渠道的拓展，2020年经销店面约2800家，今年有望增加至约3700家；2) 受益产品品类的丰富，奔图电子目前处于成长期，相较于其他成熟打印机企业，奔图仍有部分打印机品类尚未覆盖，未来随着研发的持续投入，奔图将增加产品品类，覆盖更多的目标客户；3) 受益海外市场拓展，利盟在海外具备完善的全球供应链，与奔图形成协同，奔图海外销量快速增长；4) 线上渠道不断开拓，奔图已在京东开设店铺，广受好评，未来有望拓展。
- **整机、打印机芯片垂直一体化能力进一步提升竞争力。**打印机是涉及信息安全的计算机核心外部设备，打印机主控 SoC 芯片是打印机的核心部件，也是打印机信息安全的最大风险点。打印机主控 SoC 芯片主要掌握在国外厂商中，纳思达实现了打印机主控 SoC 芯片的自主可控。展望未来，纳思达在主控芯片的设计能力有望形成类似华为通过大海思掌握核心技术的优势，通过主控芯片的创新来实现整机的革命性创新，形成打印机整机产品的巨大差异化优势。
- **纳思达打印机以外芯片业务快速拓展。**与小海思相似，子公司艾派克（含极海半导体）也为外部客户提供耗材芯片和其他芯片，包括蓝牙芯片、通用 MCU 及工业互联网安全芯片。MCU 客户达2000家，已导入国内外一线品牌供应链，产品供不应求，覆盖大家电、工控、汽车等领域。工业互联网 SoC-eSE 安全主控芯片已批量应用于电网，高端工业、数控装置等重要安全领域及工控核心设备中，部分芯片已通过国密二级认证。

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，维持给予 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 17.5 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

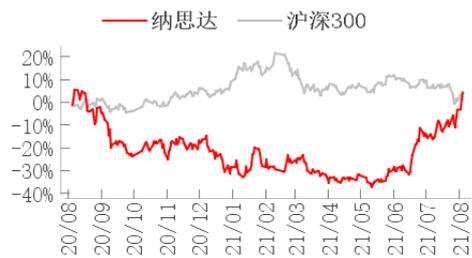
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	23,296	19,585	22,339	24,337	26,419
同比增长(%)	6%	-16%	14%	9%	9%
营业利润(百万元)	1,171	(478)	1,282	1,757	2,450
同比增长(%)	46%	-141%	368%	37%	39%
归属母公司净利润(百万元)	744	88	861	1,209	1,721
同比增长(%)	-22%	-88%	879%	40%	42%
每股收益(元)	0.69	0.08	0.80	1.12	1.60
毛利率(%)	35.5%	32.4%	33.3%	33.8%	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	56.1	474.8	48.5	34.5	24.3
市净率	7.2	5.1	4.6	4.1	3.5

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。

投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价(2021年08月04日)	38.79元
目标价格	43.20元
52周最高价/最低价	40.81/22.99元
总股本/流通A股(万股)	107,656/100,895
A股市值(百万元)	41,760
国家/地区	中国
行业	电子
报告发布日期	2021年08月05日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	17.08	23.49	53.42	4.31
相对表现	13.34	30.14	60.88	-1.62
沪深300	3.74	-6.65	-7.46	5.93



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师

蒯剑
021-63325888*8514
kuaijian@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860514050005
香港证监会牌照：BPT856

证券分析师

马天翼
021-63325888*6115
matianyi@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860518090001

证券分析师

唐权喜
021-63325888*6086
tangquanxi@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860521070005

联系人

李庭旭
litingxu@orientsec.com.cn

联系人

韩潇锐
hanxiaorui@orientsec.com.cn

相关报告

净利润快速增长，利盟经营改善 2021-07-27

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。

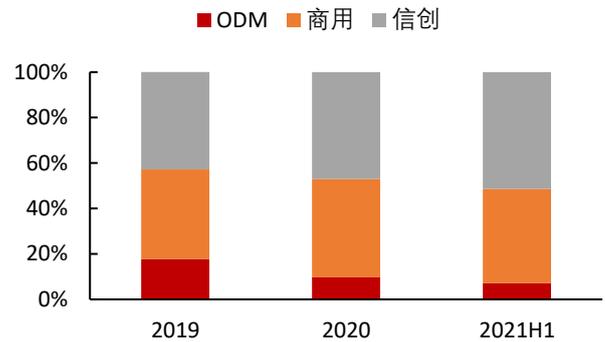
奔图业绩快速增长，商用收入占比超 4 成。受益于奔图竞争力的提升，2021 年上半年奔图实现销售收入 18.6 亿元，净利润 3.5 亿元，已超过 2020 年全年净利润，并已完成 2021 全年 4 亿元业绩承诺的近 9 成。2020 年及 2021 年上半年，奔图在商用领域实现收入在总收入中占比均超过 40%。

图 1：奔图 2015 年以来业绩快速增长（单位：百万元）



数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 2：奔图收入按市场分布情况



数据来源：公司公告、东方证券研究所

奔图商用、民用市场竞争力有望不断增强：

1) 商用市场已导入诸多大客户。在商用市场，欧洲的 OCS- 是奔图 20 年第 5 大客户，大中华区办公设备经销商震旦为 2019 年公司第五大客户。

图 3：震旦是公司 2019 年第五大客户



数据来源：震旦网站、东方证券研究所

2) 国内经销渠道持续拓展。奔图电子 2019 年国内市场经销渠道店面数量 2,257 家，其中原有店面 2,007 家，2019 年当年新增经销店面数量 250 家；截至 2020 年底奔图电子国内经销渠道店面数量 2,807 家，其中原有店面 2,257 家，当年新增店面 550 家，2021 年奔图电子预计中国区实现经销店面数量 3,708 家。

图 4：纳思达不断加大经销商覆盖密度

地区	2019 年		2020 年	
	原有	新增	原有	新增
华北	404	87	491	101
华东	355	16	371	154
华中	329	77	406	97
西南	264	33	297	49
华南	293	-	293	60
西北	231	-	231	33
东北	131	37	168	56
总计	2,007	250	2,257	550

数据来源：公司公告、东方证券研究所

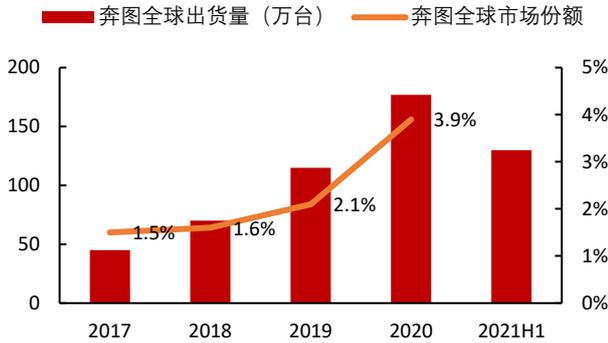
3) 产品品类不断丰富。奔图电子目前处于成长期，相较于其他成熟打印机企业，仍有部分打印机品类尚未覆盖，未来随着研发的持续投入，奔图电子将增加产品品类，覆盖更多的目标客户。奔图电子已构建从耗材到打印机整机生产的全产业链，主要产品包括二类黑白激光打印机、二类彩色激光打印机、一类黑白激光打印机、一类彩色激光打印机等，然而在部分细分产品类型，奔图产品种类仍然有不少空间。奔图电子规划在 2021 年-2025 年推出 20 余款新型打印机产品。随着奔图电子产品线线的增加，将匹配更多客户的需求，从而扩大其目标客户群体范围，提高销量。

图 5：奔图打印机产品品类有望不断丰富



数据来源：公司公告、东方证券研究所

4) 利盟带来销售渠道协同，奔图海外份额快速增长。利盟具备完善的全球供应链：在美国、墨西哥设有生产基地，在中国、比利时、阿根廷等地设有物流中心，在美国、印度、俄罗斯等地设有研发中心，并且培育了强大的直销团队和服务团队，国际市场地位高。奔图借助利盟全球供应链和国际服务经验积极开拓海外市场，并取得了可观的成绩，2021H1 公司在中东非区、美洲区、亚太区实现销量同比增长 200%以上，欧洲区销量同比增长近 150%，俄罗斯地区也实现了 68%的同比高速增长。2021H1 奔图全球出货量高达 130 万台，继续维持快速增长。

图 6：奔图全球出货量维持快速增长


数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 7：奔图海外市场增长显著

区域/销售	奔图打印机销量-台		
	2020年 1-6月	2021年 1-6月	同比增长
欧洲区	19,362	48,115	149%
中东非区	9,480	31,088	228%
美洲区	16,259	56,736	249%
亚太区	14,189	44,154	211%
俄罗斯	109,392	183,690	68%
合计	168,682	363,783	116%

数据来源：公司公告、东方证券研究所

5)线上渠道推进顺利，产品口碑逐步积累。奔图电子已在京东开设官方店铺，通过平台日常促销、重点产品推广引流、直播常态化等多种方式运营。目前部分单品在京东获得超过 10 万条商品评论，好评率达到 98%。京东在 2020 年已成为奔图第二大客户，销售金额过亿元，在 2020 年销售额占比近 5%。

图 8：奔图多款产品在京东获得用户好评


数据来源：京东、东方证券研究所

整机、打印机及耗材芯片垂直一体化能力增强竞争力，纳思达有望引领打印机国产替代。打印机是涉及信息安全的计算机核心外部设备，打印机主控 SoC 芯片是打印机的核心部件，也是打印机信息安全的最大风险点。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，纳思达自主研发了国产 CPU 打印机主控 SoC 芯片，并实现了量产与销售。同时，公司通用耗材芯片全球份额领先，超过 60%。垂直一体化能力不仅增强了公司在打印机整机、通用耗材领域的竞争力，也进一步强化了信息安全度，公司有望引领打印机国产替代。

图 9：公司具备垂直一体化竞争优势



数据来源：公司官网、东方证券研究所

展望未来，纳思达具有主控芯片的设计能力有望形成类似华为通过大海思掌握核心技术的优势，通过主控芯片的创新来实现整机的革命性创新，形成产品的巨大差异化优势。

纳思达打印机以外芯片业务快速拓展。与小海思跟外部客户提供安防摄像头芯片、电视主控芯片等相似，纳思达旗下半导体公司艾派克(含极海半导体)也为外部客户提供打印耗材芯片及其他芯片，如：蓝牙芯片、通用 MCU 及工业互联网安全芯片。目前，打印机以外芯片业务拓展迅速：

- **通用 MCU：**公司 2020 年度推出 5 款 MCU 量产，总共累计 7 款产品实现市场应用。拓展客户已达 2000 家。公司 MCU 产品凭借优异的性能和高可靠性，迅速导入国内外一线品牌供应链，产品呈现供不应求的状态，产品应用覆盖大家电、工控，汽车等领域。
- **工业互联网安全芯片：**公司工业互联网 SoC-eSE 安全主控芯片已有 6 款产品，已批量应用于电网，高端工业、数控装置等重要安全领域及工控核心设备中。大川 GS300 (SCS235) 芯片已批量应用于智能电网的配网设备中，并被科技部专家评定为国际先进、国内领先技术，且已通过国密二级认证。未来将拓展到更多对自主可控有迫切需求的重要行业，如：能源、交通、核电、通讯、金融等。

图 10：纳思达半导体业务范围示意图



数据来源：艾派克微电子官网、东方证券研究所

图 11：海思半导体业务范围示意图



数据来源：海思官网、东方证券研究所

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，维持给予 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 17.5 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。

信息披露

依据《发布证券研究报告暂行规定》以下条款：

发布对具体股票作出明确估值和投资评级的证券研究报告时，公司持有该股票达到相关上市公司已发行股份1%以上的，应当在证券研究报告中向客户披露本公司持有该股票的情况，

就本证券研究报告中涉及符合上述条件的股票，向客户披露本公司持有该股票的情况如下：

截止本报告发布之日，东证资管仍持有纳思达股票达到相关上市公司已发行股份1%以上。

提请客户在阅读和使用本研究报告时充分考虑以上披露信息。

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
流动资产合计	12,116	14,013	13,382	13,688	15,790	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	营业利润	1,171	(478)	1,282	1,757	2,450
非流动资产合计	25,703	24,214	23,827	23,504	23,124	营业外收入	1	3	10	10	10
资产总计	37,819	38,226	37,209	37,191	38,914	营业外支出	14	10	5	5	5
短期借款	1,389	1,555	1,000	1,000	1,000	利润总额	1,158	(484)	1,287	1,762	2,455
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	净利润	866	(150)	965	1,321	1,841
流动负债合计	15,521	14,483	12,383	11,148	11,174	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	归属于母公司净利润	744	88	861	1,209	1,721
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						
非流动负债合计	12,708	11,570	11,570	11,570	11,570	主要财务比率					
负债合计	28,229	26,053	23,954	22,718	22,745		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	3,820	4,032	4,137	4,249	4,370	成长能力					
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	获利能力					
股东权益合计	9,590	12,173	13,255	14,473	16,170	毛利率	35.5%	32.4%	33.3%	33.8%	35.0%
负债和股东权益总计	37,819	38,226	37,209	37,191	38,914	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	资产负债率	74.6%	68.2%	64.4%	61.1%	58.4%
净利润	866	(150)	965	1,321	1,841	净负债率	82.1%	40.5%	32.3%	26.2%	12.2%
折旧摊销	1,312	756	734	797	854	流动比率	0.78	0.97	1.08	1.23	1.41
财务费用	1,134	1,595	686	625	586	速动比率	0.56	0.76	0.82	0.91	1.06
投资损失	(13)	(5)	0	0	0	营运能力					
营运资金变动	2,611	(142)	(936)	(1,149)	(371)	应收账款周转率	8.7	7.4	8.6	8.7	8.7
其它	(3,258)	(40)	459	100	110	存货周转率	4.7	4.1	4.8	4.7	4.6
经营活动现金流	2,652	2,013	1,909	1,695	3,020	总资产周转率	0.6	0.5	0.6	0.7	0.7
资本支出	75	1,014	(524)	(474)	(474)	每股指标(元)					
长期投资	12	(10)	0	0	0	每股收益	0.69	0.08	0.80	1.12	1.60
其他	(841)	(1,960)	0	0	0	每股经营现金流	2.49	1.87	1.77	1.57	2.81
投资活动现金流	(755)	(956)	(524)	(474)	(474)	每股净资产	5.36	7.56	8.47	9.50	10.96
债权融资	(748)	(1,087)	(706)	(700)	(200)	估值比率					
股权融资	(87)	2,334	56	0	0	市盈率	56	475	49	35	24
其他	(170)	(133)	(1,348)	(729)	(731)	市净率	7.2	5.1	4.6	4.1	3.5
筹资活动现金流	(1,005)	1,114	(1,998)	(1,429)	(931)	EV/EBITDA	13.1	25.2	17.5	14.8	12.1
汇率变动影响	35	(118)	-0	-0	-0	EV/EBIT	20.5	42.3	24.0	19.8	15.5
现金净增加额	927	2,053	(613)	(208)	1,615						

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。

收入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