

# 纳思达 (002180)

证券研究报告

2021年11月13日

## 完成布局打印全产业链，持续开拓芯片品类

**实现“耗材+芯片+整机+服务”全产业链覆盖。**公司成立于2000年，专注打印显像行业二十一年，目前已成为全球第四的激光打印机厂商，同时也是全球兼容耗材和耗材芯片行业市场份额最高的领军企业，业务遍及全球150多个国家和地区，拥有包括“艾派克 APEXMIC”、“格之格”、“G&G”、“Static Control”、“Lexmark”、“奔图 (PANTUM)”等多个行业内的知名品牌。

**多宗资本运作完善全产业链布局。**(1) 打印耗材方面，并购著名耗材公司美国 SCC 史丹迪，收购欣威科技、中润靖杰各100%股权，拓佳科技51%的股权，实现了对通用耗材的市场整合。(2) 芯片方面，2015年控股芯片设计公司杭州朔天，收购香港晟碟科技。(3) 打印整机方面，2016年收购全球打印机巨头利盟国际 Lexmark，2020年启动对奔图100%股权收购。

### 打印全产业链一体化协同+通用 MCU/安全芯片拓展，带动公司业绩增长

**1) 兼容耗材+耗材芯片：**纳思达以兼容打印耗材业务起家，根据灼识咨询数据，按营收及销量口径计算，2019年在兼容硒鼓芯片及兼容墨盒芯片市场，纳思达市场份额均保持在31%以上，为第一的兼容硒鼓芯片及兼容墨盒芯片供应商。打印耗材属于高频消耗品，得益于打印机市场需求扩张、兼容耗材的高性价比、兼容耗材产业的高毛利率以及纳思达的龙头地位，该业务有望成为公司的稳定现金流业务。

**2) 打印整机：**国际打印龙头利盟 Lexmark 前身为 IBM 自动化及打印成像事业部。奔图为国内领先的拥有自主可控技术的厂商，已连续7年出货量双增长。奔图电子+利盟国际在全球及中国激光打印机市场份额逐年提升，2020年奔图+利盟在激光打印机市场的全球市占率为6.70%，在中国激光打印机市场的市占率为8.20%。公司已完成奔图100%股权收购，利盟与奔图深度协同，市占率有望持续提升。

**3) 通用 MCU/安全芯片：**公司通用 MCU、物联网 SOC 安全芯片产品线不断丰富，目前多款 MCU 产品已批量供货给国内知名客户，应用领域也在不断拓展。受益于产业升级驱动的 MCU 市场高景气度，该业务或成为公司业绩亮点。

**投资评级：**我们预计公司2021-2023年归母净利润达到8.73/12.28/15.36亿元，我们选取鼎龙股份（打印机耗材业务）/兆易创新（芯片业务）/中颖电子（芯片业务）作为对标公司，根据wind一致预期，2022年对标公司平均PE倍数为46.68，我们以46.68为纳思达合理PE，根据我们预测，2022年公司归母净利润预计12.3亿元，对应目标市值573亿元，目标价45.68元。首次覆盖给予“增持”评级。

**风险提示：**贸易摩擦加剧、技术创新不及预期、汇兑损失风险、收购整合风险

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	23,295.85	19,585.19	22,600.82	24,415.45	26,202.70
增长率(%)	6.25	(15.93)	15.40	8.03	7.32
EBITDA(百万元)	5,160.99	3,683.58	2,622.17	2,993.72	3,453.90
净利润(百万元)	744.33	87.94	872.95	1,227.86	1,536.08
增长率(%)	(21.71)	(88.18)	892.61	40.66	25.10
EPS(元/股)	0.59	0.07	0.70	0.98	1.22
市盈率(P/E)	66.44	562.36	56.65	40.28	32.20
市净率(P/B)	8.57	6.07	5.17	5.00	4.94
市销率(P/S)	2.12	2.53	2.19	2.03	1.89
EV/EBITDA	8.56	9.43	19.85	17.10	14.14

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	计算机/计算机设备
6个月评级	增持（首次评级）
当前价格	39.42元
目标价格	45.68元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	1,254.60
流通A股股本(百万股)	1,015.76
A股总市值(百万元)	49,456.41
流通A股市值(百万元)	40,041.23
每股净资产(元)	8.60
资产负债率(%)	64.49
一年内最高/最低(元)	40.80/23.08

### 作者

潘暾	分析师
SAC 执业证书编号：S1110517070005	
panjian@tfzq.com	
骆奕扬	分析师
SAC 执业证书编号：S1110521050001	
luoyiyang@tfzq.com	

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 《纳思达-公司点评:人民币升值影响一季报净利润，经营面业绩正常向上》2019-04-01
- 《纳思达-公司点评:2018业绩符合预期，各模块经营稳步向好》2019-03-01
- 《纳思达-季报点评:三季报业绩优良，整合利盟协同效应初显》2018-10-30

## 内容目录

1. 纳思达：全产业链布局的国产打印行业龙头	4
1.1. 二十年深耕打印显像行业	4
1.2. 高歌猛进的并购，助力企业发展	4
1.3. 股权结构清晰，已获大基金两轮投资	6
1.4. 研发投入维持高位、毛利率相对稳定	7
2. 打印市场需求相对稳定	10
2.1. 打印机市场发展成熟，市场规模稳定	10
2.2. 兼容打印耗材市场需求稳定	13
3. 纳思达：打印显像全产业链布局完善，持续开拓芯片业务	14
3.1. 奔图+利盟深度协同，切入原装打印市场	14
3.1.1. 利盟：疫情后经营状况改善	14
3.1.2. 奔图：市场地位稳固，专利储备充足	15
3.2. 多宗并购助力通用打印耗材业务，提高公司盈利能力	16
3.3. 艾派克持续发展芯片业务，拓展盈利空间	17
3.3.1. 产业升级，MCU 市场空间广阔	17
3.3.2. 极海半导体：通用 MCU 及安全芯片已获突破	18
4. 盈利预测及投资评级	19
4.1. 盈利预测	19
4.2. 投资评级：	20
5. 风险提示	21

## 图表目录

图 1：纳思达 2021 年上半年业务概览	4
图 2：纳思达历史沿革	5
图 3：纳思达业务架构及持股比例（持股比例截至 2021 年 6 月 30 日）	5
图 4：纳思达股权控制关系（截至 2021 年 6 月 30 日）	7
图 5：2011-2021 年上半年纳思达营业收入、增速及归母净利润（亿元）	8
图 6：2016-2021 年上半年纳思达分地区营业收入构成情况（亿元）	8
图 7：2016-2021 年上半年纳思达分业务营业收入构成情况（亿元）	8
图 8：2016-2021 年上半年公司分业务毛利率	9
图 9：2011-2021 年 6 月纳思达研发支出（亿元）	9
图 10：员工学历构成（截至 2021/6/30）	10
图 11：核心技术数量概况（截至 2021/6/30）	10
图 12：2016-2020 年全球打印机市场规模（万台）	10
图 13：2016-2020 年中国打印机市场规模（万台）	10
图 14：2021-2025 年全球打印机市场规模预测（万台）	10
图 15：2021-2025 年中国打印机市场规模预测（万台）	10

图 16: 2014-2019 年中国主流打印设备出货量 (万台) .....	12
图 17: 2020-2021Q1 分季度喷墨打印机主要品牌市场格局 .....	12
图 18: 2016-2020 年全球激光打印机市场格局 (销量) .....	13
图 19: 2016-2020 年中国激光打印机市场格局 (销量) .....	13
图 20: 2015-2024E 全球兼容打印耗材市场份额 (销售收入及销量) .....	13
图 21: 2015-2024E 全球兼容打印耗材市场规模 (产量, 百万件) .....	13
图 22: 2015-2024E 全球兼容墨盒市场份额 (零售额口径, 百万美元) .....	14
图 23: 2015-2024E 全球兼容硒鼓市场规模 (零售额口径, 百万美元) .....	14
图 24: 2020H1-2021H1 利盟营业收入及净利润情况 (百万美元) .....	14
图 25: MPS 打印管理服务愿景 .....	14
图 26: 2016-2020 年利盟+奔图全球及中国市场份额 .....	15
图 27: 按地区分, 2018-2020 年奔图打印机销量 (万台) .....	15
图 28: 按地区分, 2018-2020 年奔图耗材销量 (万支) .....	15
图 29: 2019-2021 上半年奔图研发投入及营收情况 (万元) .....	16
图 30: 2019-2021 上半年奔图研发人员数量及人均年工资 (万元) .....	16
图 31: 2019 年前五兼容硒鼓芯片供应商 .....	16
图 32: 2019 年前五兼容墨盒芯片供应商 .....	16
图 33: 兼容打印耗材及耗材芯片市场的行业价值链 .....	17
图 34: 2015-2026E 年全球 MCU 行业市场规模及预测 (亿美元) .....	17
图 35: 极海半导体产品历史沿革 .....	18
图 36: 极海 APM32 时间线路图 .....	19
表 1: 2015-2021 年 9 月底纳思达主要并购情况 (亿元) .....	6
表 2: 公司实际控制人履历 .....	7
表 3: 市场常见的打印机性能对比 .....	11
表 4: 分部预测 (万元) .....	19
表 5: 相对估值 (单位: 亿元, 数据截至 2021/11/12) .....	20

## 1. 纳思达：全产业链布局的国产打印行业龙头

### 1.1. 二十年深耕打印显像行业

实现“耗材+芯片+整机+服务”全产业链覆盖。纳思达股份有限公司成立于 2000 年，专注打印显像行业二十一年，目前已成为全球第四的激光打印机厂商，同时也是全球兼容耗材和耗材芯片行业市场份额最高的领军企业，业务遍及全球 150 多个国家和地区，拥有包括“艾派克 APEXMIC”、“格之格”、“G&G”、“Static Control”、“Lexmark”、“奔图 (PANTUM)”等多个行业内的知名品牌。公司从打印机通用耗材生产起步，目前已实现从打印耗材、耗材芯片、打印机整机到服务的全产业链覆盖。

积极布局安全芯片、通用 MCU 芯片。公司围绕打印机全产业链和集成电路两大业务板块布局，集成电路业务正逐步发展。公司在艾派克旗下成立子公司极海半导体，产品品类已从打印机相关芯片(打印机主控 SoC 芯片及打印机通用耗材芯片)拓展至工业级通用 MCU、低功耗蓝牙芯片、工业物联网 SoC-eSE 大安全芯片等。

2021 年上半年，公司打印整机、耗材、芯片三大主营业务收入占总收入比例超 85%。其中，打印业务收入占比 60.16%，YoY-6.14%，毛利率为 35.56%，为公司收入的第一大来源。耗材业务收入占比 22.17%，YoY+2.37%，毛利率为 34.64%，为公司收入的第二大来源。芯片业务收入占比 3.33%，YoY+32.18%，毛利率为 61.49%，毛利率较高。此外，授权许可等其他业务 YoY+85.11%，三年均复合增长率为 45.59%，是公司增速最快的业务。

图 1：纳思达 2021 年上半年业务概览

	收入占比	收入增速	毛利率	三年收入 CAGR
打印业务	60.16%	-6.14%	35.56%	-11.75%
+				
耗材	22.17%	2.37%	34.64%	12.07%
+				
芯片	3.33%	32.18%	61.49%	0.40%
+				
软件服务	9.94%	17.53%	-	16.36%
+				
授权许可等其他	2.88%	85.11%	-	45.59%
+				
配件	1.52%	-0.38%	-	-10.58%

资料来源：Wind，天风证券研究所

### 1.2. 高歌猛进的并购，助力企业发展

2000 年，纳思达创立“格之格”品牌进军兼容耗材领域，2001 年正式进入耗材芯片领域。2014 年，纳思达旗下公司珠海艾派克微电子有限公司以 27.54 亿元对价借壳万利达上市。2015 年，上市后的艾派克通过发行股份的方式从控股股东珠海赛纳打印科技股份有限公司手中购买了其耗材业务资产包，公司实现整体上市。2016 年，公司股票名称由艾派克变更为纳思达。

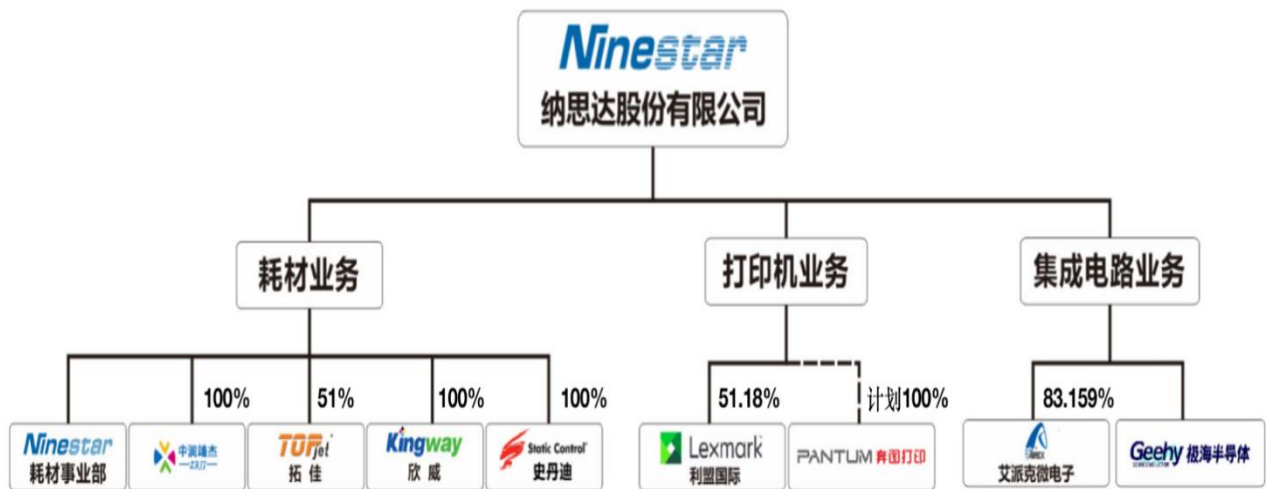
图 2：纳思达历史沿革



资料来源：公司官网，上海证券报，天风证券研究所

**多宗资本运作完善全产业链布局。**上市以来，公司通过多宗资本运作逐步完成从芯片、核心零部件，到激光打印机整机、原装耗材、兼容耗材以及企业解决方案和打印管理服务的全产业链布局。**(1) 在打印耗材方面**，2015 年纳思达并购业内著名的耗材部件公司美国 SCC 史丹迪，2017 年以现金收购的方式控股拓佳科技、欣威科技、中润靖杰三家通用耗材公司各 51% 的股权，2020 年 3 月发布公告收购上述三家剩余 49% 的股份（对拓佳科技的交易已取消），实现了对通用耗材的市场整合，成为世界通用耗材领域龙头。**(2) 在芯片方面**，2015 年纳思达控股芯片设计公司杭州朔天，收购香港晟碟科技。**(3) 在打印机整机方面**，2016 年纳思达以 40.44 亿美元估值完成收购全球打印机巨头利盟国际 Lexmark。2017 年起对国产打印机领先制造商奔图电子进行受托管理。IDC 数据显示，2019 第四季度，全球桌面激光打印机厂商中，利盟+奔图的出货量排名第四。2020 年纳思达启动对奔图 100% 股权的收购程序，2021 年 8 月 26 日，奔图电子重大资产重组项目在证监会已顺利过会。本次交易有利于进一步发挥利盟国际与奔图电子的协同效应，巩固公司在打印机市场的领先地位。至此，纳思达已完成了耗材+芯片+整机的打印全产业链布局。

图 3：纳思达业务架构及持股比例（持股比例截至 2021 年 6 月 30 日）



资料来源：纳思达官网，公司公告，天风证券研究所

表 1：2015-2021 年 9 月底纳思达主要并购情况（亿元）

并购时间	并购标的	并购方式	标的所处行业	备注
2015.1	珠海盈芯 55%股权	现金出资	芯片	珠海盈芯持有杭州朔天科技 100%股权
2015.7	美国 SCC 公司 100%股权	现金收购	耗材	
2015.7	中科金桥科技 25%股权		私募基金管理公司	
2015.7	中科金桥集成电路产业投资合伙企业	现金出资	投资	
2015.7	香港晟碟 100%股权及 Doll Geb Chen Zhong You 打印机耗材芯片资产	现金收购	芯片	
2015.9	赛纳科技全部经营性资产、持有经营耗材业务的 6 家子公司股权及承担债务	发行股份收购	耗材	大基金以认购重大重组配套资金方式，成为纳思达股东
2016.3	艾派克 3.33%股权	现金收购	芯片	收购前，纳思达已持有艾派克 96.67%股权
2016.11	利盟国际 100%股权	现金收购	打印机	与太盟投资、朔达投资联合收购，纳思达持有收购主体 51.18%的股权
2017.4	拓佳科技 51%股权 欣威科技 51%股权 中润靖杰 51%股权	现金收购	耗材	
2017.5	出售利盟 ES 业务	现金出售	软件	
2017.12	托管珠海奔图		打印机	与实际控制人的关联交易
2018.11	受让珠海盈芯 42.75%股权 转让珠海盈芯 7.75%股权	现金收购 现金出售	芯片	在珠海盈芯估值 7 亿元前提下，收购两名现有股东全部股权 两个受让方为纳思达员工持股平台（芯领者、芯和恒泰），承诺在估值 7 亿元前提下，分 5 年收购全部股权
2019.4	联想图像 10%股权	现金增资	打印机	
2019.8	受让珠海盈芯 1%股权	现金收购	芯片	溢价 7 倍收购，转让方为员工持股平台-芯和恒泰
2019.12	让渡纳思达打印 21.1%股权	现金增资	打印	增资方为珠海国企科创恒瑞，与纳思达与珠海高栏港经济区的激光打印机项目合作相关
2020.3	拓佳科技剩余 49%股权 欣威科技剩余 49%股权 中润靖杰剩余 49%股权	拟发股份收购	耗材	交易已取消
2020.7	奔图电子 100%股权	发股及现金支付	打印机	2021 年 8 月 25 日，证监会过会，交易作价 66 亿元

资料来源：新财富官方公众号，中联资产评估集团，天风证券研究所

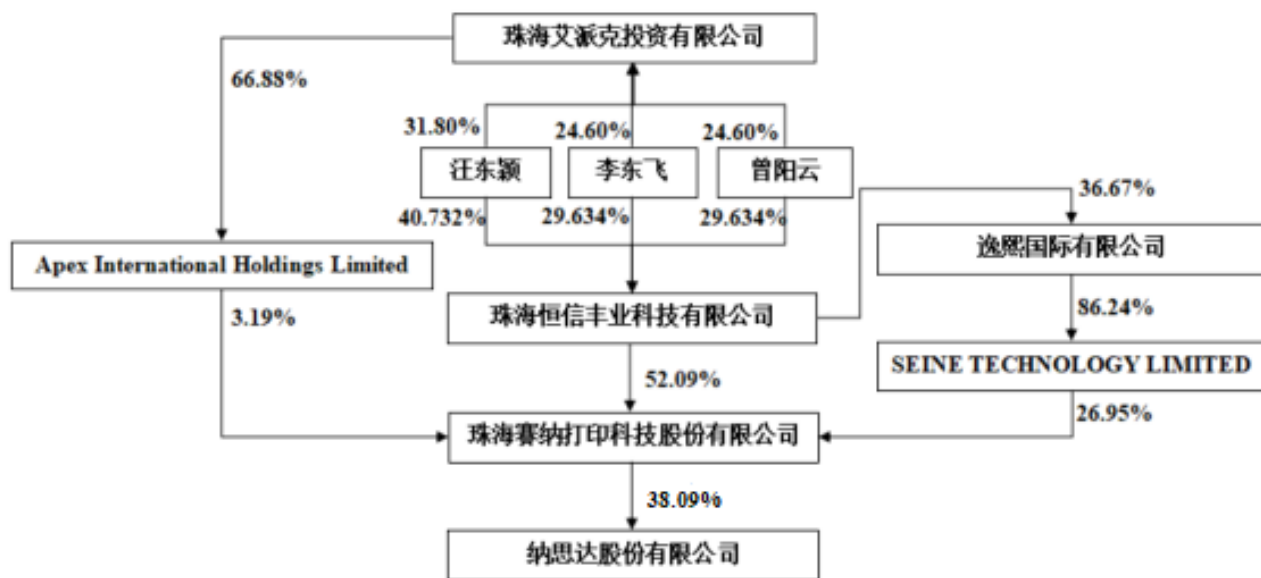
### 1.3. 股权结构清晰，已获大基金两轮投资

纳思达的控股股东为珠海赛纳打印科技股份有限公司，实际控制人为一致行动人汪东颖、

李东飞、曾阳云，拥有丰富的行业经验及卓越的管理能力。截至 2021 年 6 月 30 日，三人通过珠海赛纳打印科技股份有限公司间接控制公司 38.09% 股份。2015 年，纳思达通过募集重大资产重组配套资金的方式，引入了国家集成基金。2020 年，国家大基金二期领投旗下公司艾派克微电子，格力金投、金石投资、横琴金投、信银投资、君联晟源等多家知名资方跟投共计 32 亿元，彰显对公司信心。截至 2021 年 9 月 30 日，大基金持有公司股票约 2%。

此外，公司已开展了两期股权激励计划，深度绑定员工，调动积极性：（1）2016 年 11 月定向增发股票，占当时总股本 2.01%；（2）2020 年 10 月授予股票期权，占当时总股本 5.49%。

图 4：纳思达股权控制关系（截至 2021 年 6 月 30 日）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 2：公司实际控制人履历

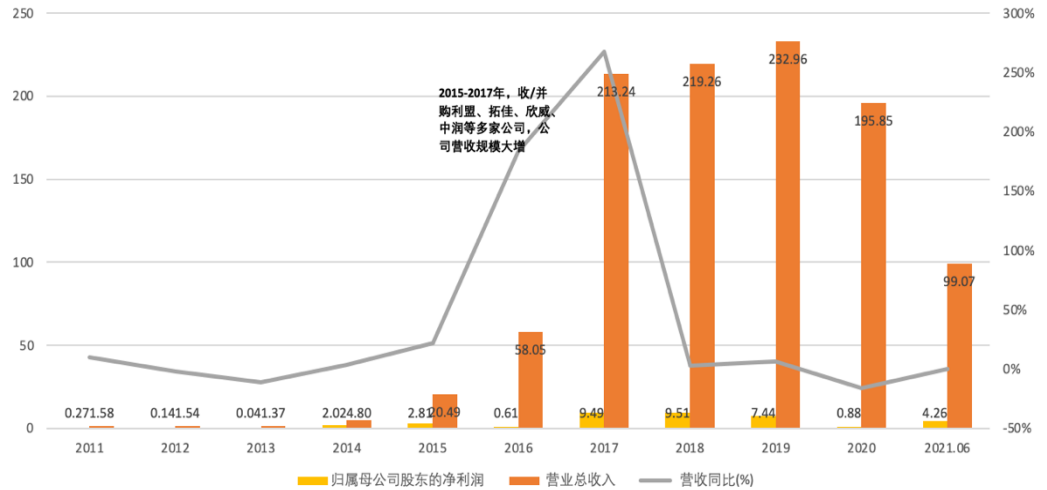
姓名	本公司职务	履历
汪东颖	董事长	曾任珠海纳思达企业管理有限公司总裁，珠海赛纳打印科技股份有限公司总经理。现任珠海赛纳打印科技股份有限公司董事长兼总裁，珠海奔图电子有限公司执行董事。2014 年 10 月至今任本公司董事长。
李东飞	监事	曾任珠海纳思达电子科技有限公司总经理。现任珠海赛纳打印科技股份有限公司董事。2014 年 9 月至今任本公司监事。
曾阳云	监事会主席	曾任珠海艾派克微电子有限公司总经理。现任珠海赛纳打印科技股份有限公司董事、高级副总裁、首席技术官。2014 年 10 月至今任本公司监事会主席。

资料来源：公司公告，天风证券研究所

#### 1.4. 研发投入维持高位、毛利率相对稳定

自公司 2014 年上市，2015 年实现集团整体上市，2016-2017 年大举开展收购、并购项目以来，纳思达营收规模已从上市前的不到 2 亿元人民币攀升至约 200 亿人民币。2020 年受疫情影响，公司营收 195.85 亿元，较上年同期下降 15.93%，归属于上市公司股东的净利润约 8794 万元，较上年同期下降 88.18%。除去疫情影响，造成 2020 年业绩波动较大的原因主要有：（1）2020 年下半年人民币大幅度升值，纳思达汇兑损失约 7.7 亿人民币；（2）重要合并子公司利盟的人员整合费用大幅度增加 2 亿人民币，汇兑损失约 4.2 亿人民币，造成利盟净利润较上年同期下降 645.11%。2021 年海外经济复苏，中国市场需求旺盛，打印业务经营情况良好，新开拓的物联网芯片业务已取得突破性进展，公司未来业绩增长可期。

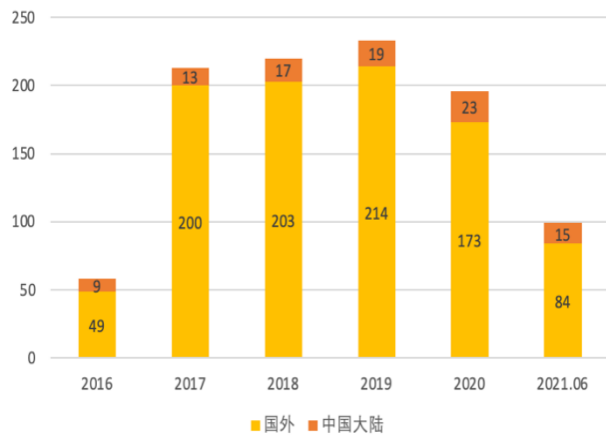
图 5：2011-2021 年上半年纳思达营业收入、增速及归母净利润（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

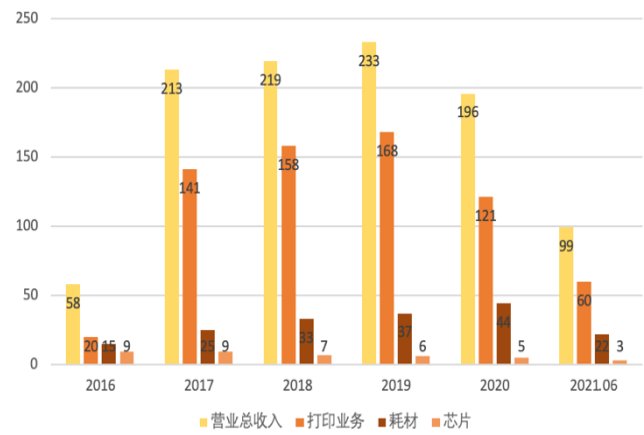
**海外市场占比高，打印整机业务贡献主要营收。**分地区来看，2016-2021 年上半年，海外市场贡献了纳思达 85%以上营业收入，中国大陆营收占比较小。分业务来看，打印机整机业务贡献了纳思达一半以上的主营收入，2021 年上半年占营业收入比例为 60.16%。打印整机业务及耗材业务营收逐年提高，2020 年受疫情影响均有所下降。

图 6：2016-2021 年上半年纳思达分地区营业收入构成情况（亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 7：2016-2021 年上半年纳思达分业务营业收入构成情况（亿元）

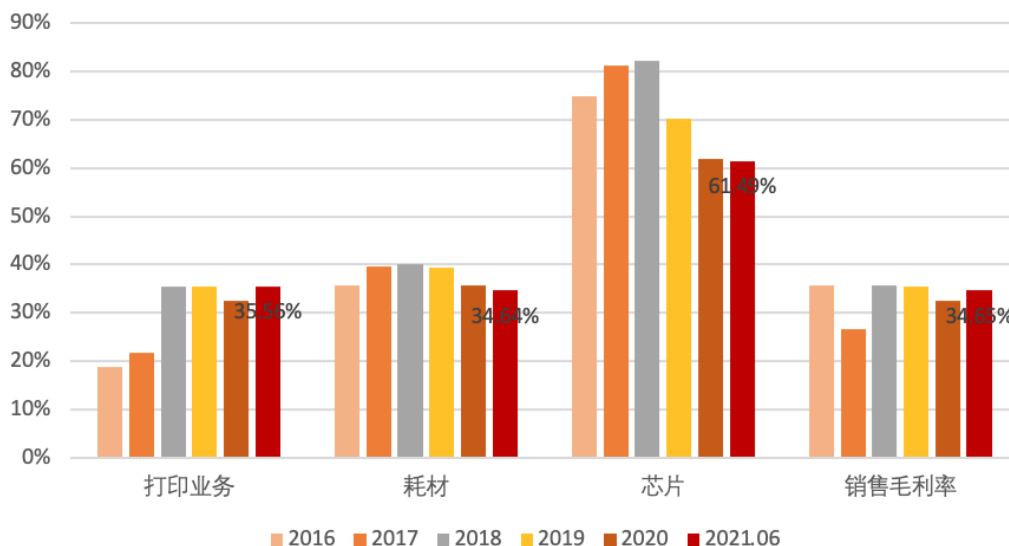


资料来源：wind，天风证券研究所

**分业务毛利率保持相对稳定。**2016-2021 年上半年，纳思达的整体销售毛利率分别为 35.66%、26.59%、35.68%、35.53%、32.42%、34.65%，相对稳定在 33%左右。2016-2021 年上半年三大板块业务的毛利率均保持相对稳定。其中，打印业务毛利率相对稳定在 30%左右，耗材业务毛利率在 37%左右，芯片业务毛利率最高，近年均保持在 60%以上。



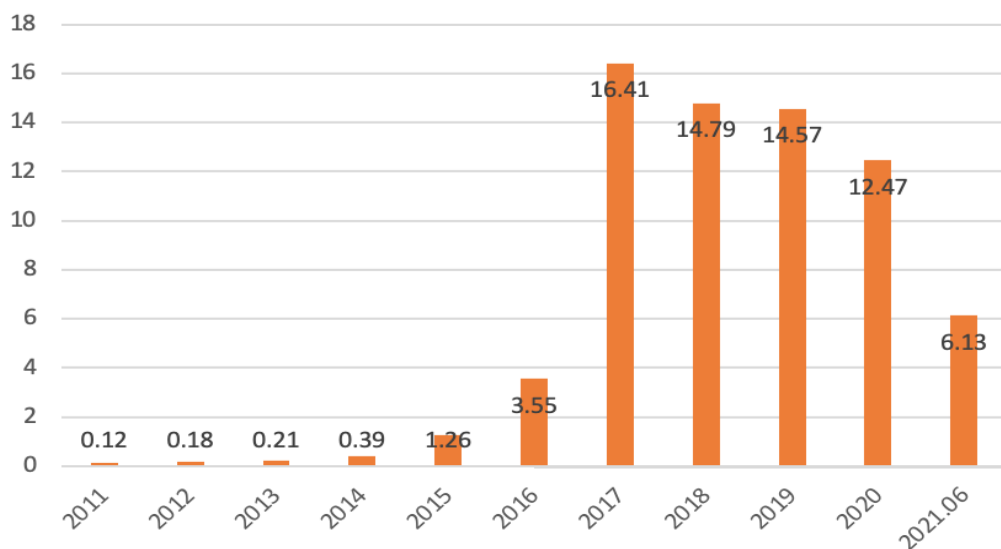
图 8：2016-2021 年上半年公司分业务毛利率



资料来源：Wind，天风证券研究所

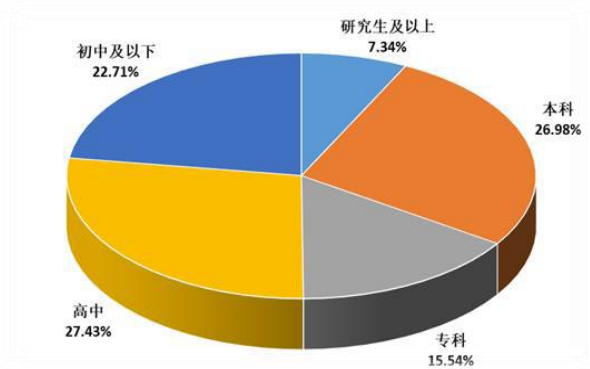
**持续加码研发。**核心技术是科技行业的护城河。自 2017 年以来，纳思达大幅度加大研发投入，近年年均研发支出在 10 亿元以上。截至 2021 年 6 月 30 日，公司拥有自主研发的已取得专利权的专利 4869 项，其中发明专利 3369 项，实用新型专利 1004 项，外观设计专利 391 项，软件著作权与集成电路布图设计 105 项，另有 1198 项专利申请正在审查过程中。

图 9：2011-2021 年 6 月纳思达研发支出（亿元）



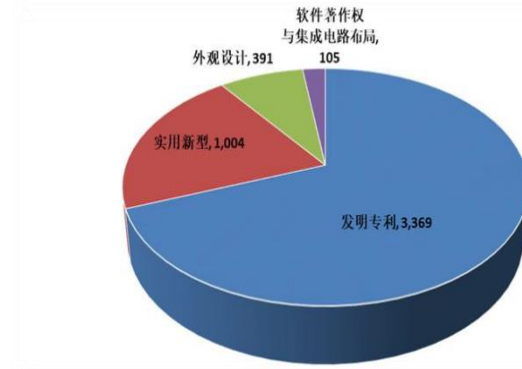
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 10：员工学历构成（截至 2021/6/30）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 11：核心技术数量概况（截至 2021/6/30）



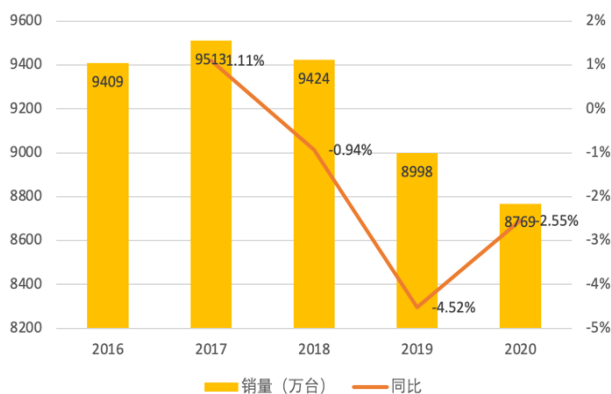
资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 2. 打印市场需求相对稳定

### 2.1. 打印机市场发展成熟，市场规模稳定

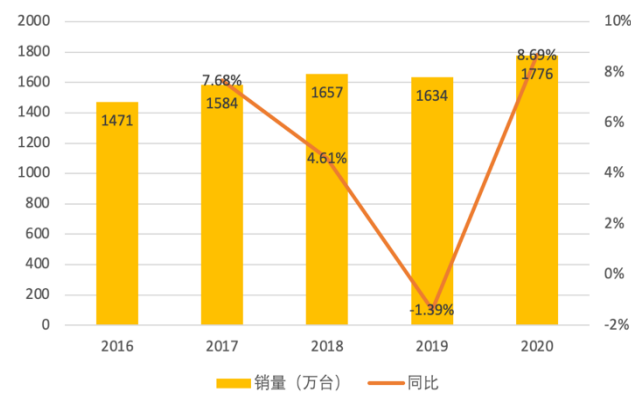
全球市场规模稳定，中国市场增速高于同期全球水平。打印机行业属于成熟行业，市场规模较为稳定。根据赛迪顾问的数据，2020 年全球打印机销量为 8769 万台，同比小幅度下降 2.55%。2016 至今，除 2019 年以外，中国打印机销量保持正增速，5 年复合增长率为 4.82%，2020 年中国打印机销量为 1776 万台，同比增长 8.69%。

图 12：2016-2020 年全球打印机市场规模（万台）



资料来源：公司公告，赛迪顾问，天风证券研究所

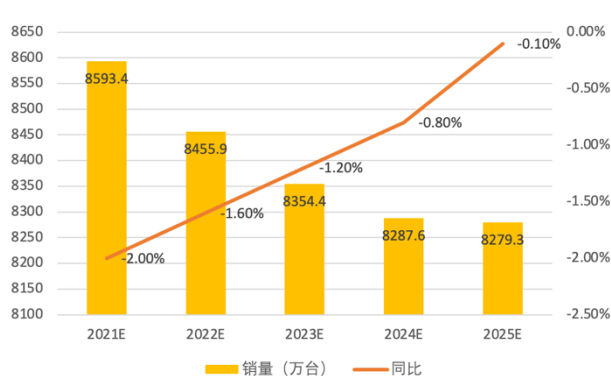
图 13：2016-2020 年中国打印机市场规模（万台）



资料来源：公司公告，赛迪顾问，天风证券研究所

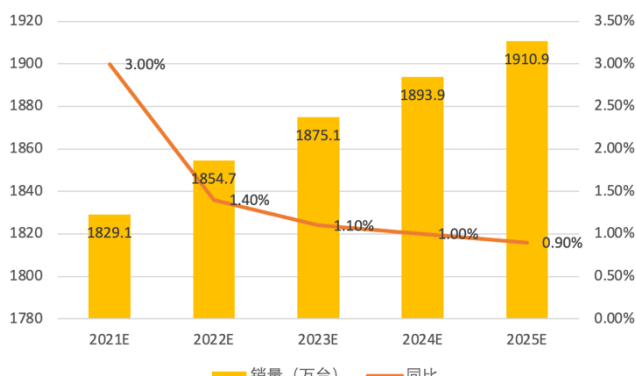
未来全球市场发展稳定，中国市场有增长空间。根据赛迪顾问预测数据，2021-2025 年全球打印机销量将保持相对稳定，中国打印机销量增速保持在约 1%以上，有一定的增长空间。

图 14：2021-2025 年全球打印机市场规模预测（万台）



资料来源：公司公告，赛迪顾问，天风证券研究所

图 15：2021-2025 年中国打印机市场规模预测（万台）



资料来源：公司公告，赛迪顾问，天风证券研究所

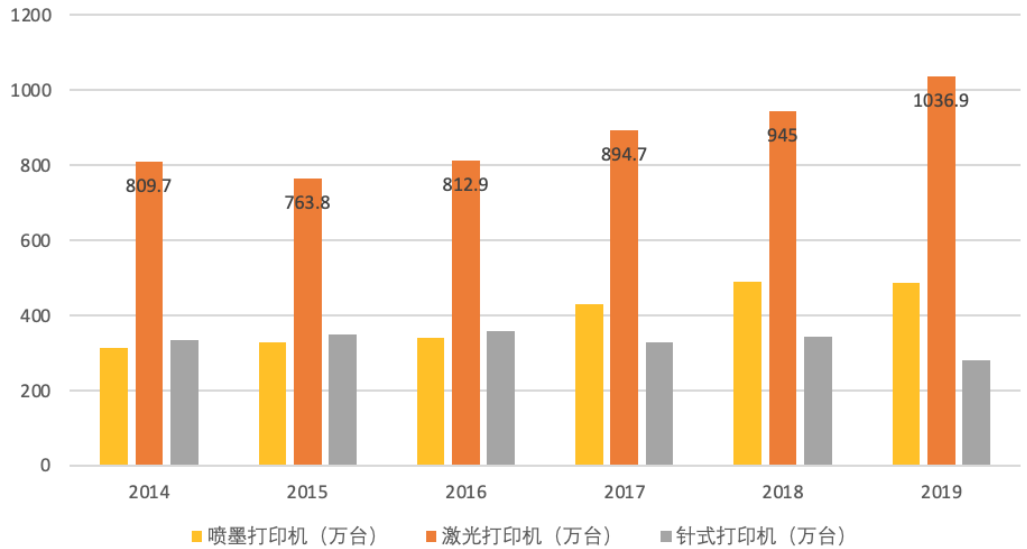
**激光打印机出货量居首位，针式打印市场进入下行通道。**目前消费端主流的打印设备可分为喷墨、激光、针式打印机三种。与喷墨打印机相比，激光打印机具有打印速度快、高精度打印效果好的优势，越来越流行。在国内喷墨和激光打印两种设备技术应用最广，其中激光打印机出货量占主导地位，根据华经情报网数据，2019 年我国激光打印机出货量为 1036.9 万台，2014-2019 年均复合增长率为 5.07%。近年以来，喷墨打印机出货量超过针式打印机，跃升至第二，2019 年出货量为 486.8 万台，2014-2019 年均复合增长率为 9.17%。针式打印机市场进入下行通道。

表 3：市场常见的打印机性能对比

类型	工作原理	优点	缺点	价格	应用场景
激光打印机	将激光扫描技术和电子照相技术相结合，由计算机传来的二进制数据信息，通过视频控制器转换成视频信号，再由视频接口/控制系统把视频信号转换为激光驱动信号，然后由激光扫描系统产生载有字符信息的激光束，最后是由电子照相系统使激光束成像并转印到纸上	打印速度最快，可实现高精度打印	成本较高	数千元为主，逐步出现千元以内的低端机型	主打企业办公场景
喷墨打印机	热发泡：利用电阻器加热喷头喷嘴，使墨水产生气泡，喷到纸张表面 微压电：压电陶瓷在电压变化时形变，驱动墨水均匀喷出	彩打效果好，打印速度比微压技术快 彩打效果好，与热发泡技术相比更容易实现高精度打印	打印速度较慢，墨盒与打印头相连导致耗材成本高 打印速度慢，喷头堵塞后更换难度高	主打千元以内的中低端市场，也出现了数千元的中高端机型	家庭日常使用
针式打印机	通过打印头中的针击打复写纸，从而形成字体，在使用中用户可以根据需求来选择多联纸张，一般有 2/3/4/6 联纸	可实现多联打印	打印速度慢，噪音大，打印字迹粗糙	千元以内	银行、税务等单位用于票据打印

资料来源：华经情报网，天风证券研究所

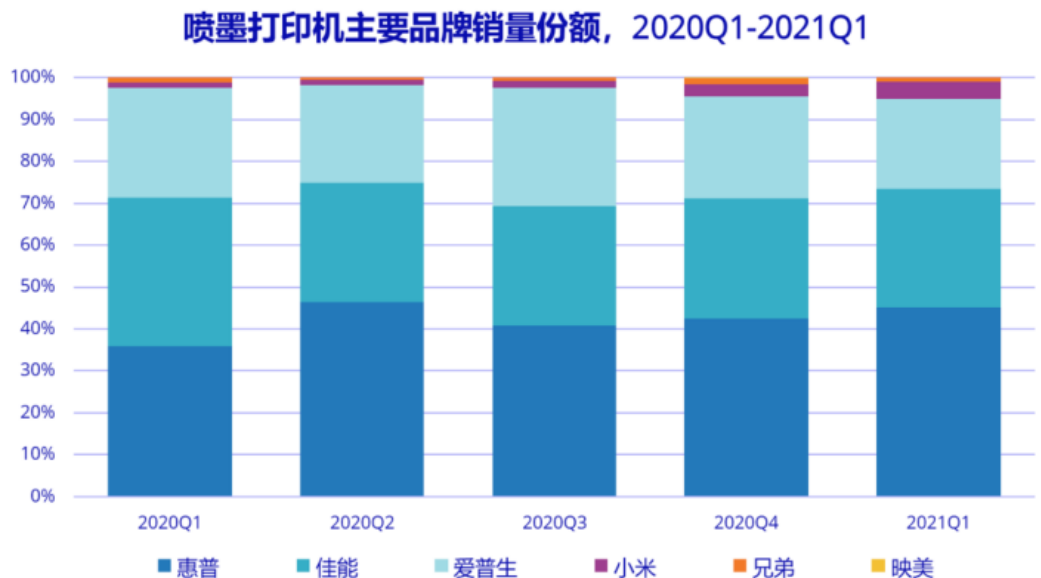
图 16：2014-2019 年中国主流打印设备出货量（万台）



资料来源：华经情报网，天风证券研究所

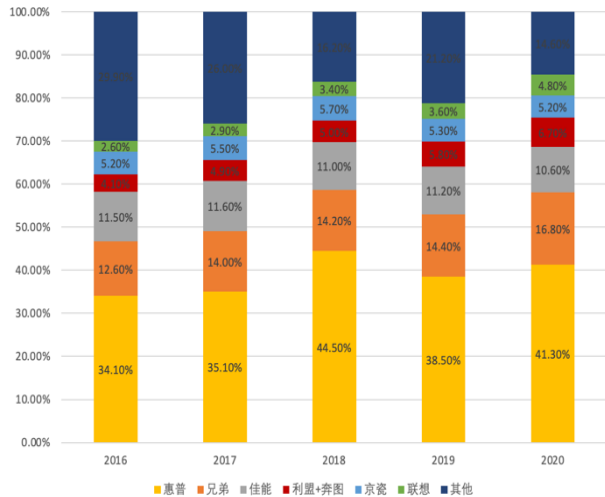
**美日巨头垄断打印机（喷墨+激光）市场，激光打印机市场仍有机遇。**美日厂商凭借着技术等优势长年垄断喷墨打印机市场，根据 IDC 数据显示，惠普、佳能、爱普生三家国际龙头厂商在喷墨打印机市场的整体市占率高达 95%以上。近 5 季度，国产厂商小米在喷墨打印机市场份额有明显提升，但市占率仍然较低。全球激光打印机市场份额同样高度集中，被美日国际巨头所占据。根据赛迪顾问数据显示，2020 年全球前 5 大激光打印机厂商整体市占率达到 78.7%。值得注意的是，奔图电子+利盟国际在全球及中国激光打印机市场份额逐年提升，2020 年奔图+利盟在激光打印机市场的全球市占率为 6.70%，在中国激光打印机市场的市占率为 8.20%。

图 17：2020-2021Q1 分季度喷墨打印机主要品牌市场格局



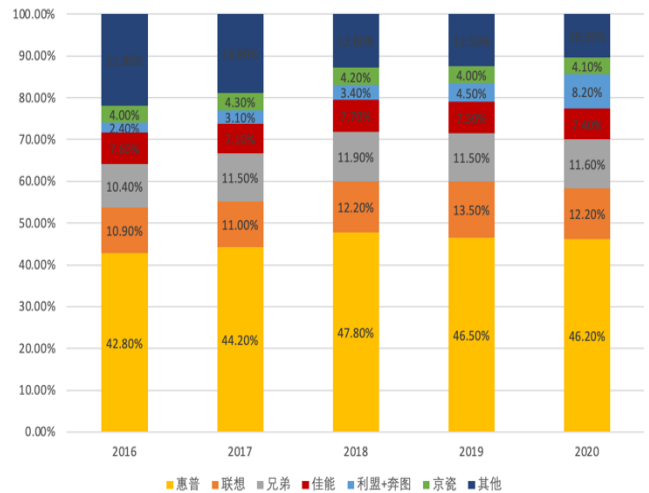
资料来源：IDC，天风证券研究所

图 18：2016-2020 年全球激光打印机市场格局（销量）



资料来源：公司公告，赛迪顾问，天风证券研究所

图 19：2016-2020 年中国激光打印机市场格局（销量）



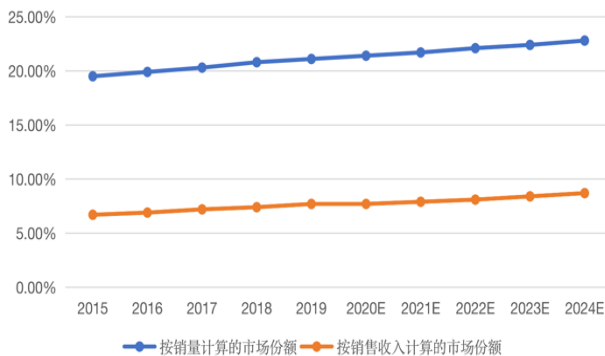
资料来源：公司公告，赛迪顾问，天风证券研究所

## 2.2. 兼容打印耗材市场需求稳定

行业“剃须刀”模式，打印耗材是核心利润来源。打印耗材主要包括激光打印机的硒鼓、喷墨打印机的墨盒和针式打印机中的墨水、色带。硒鼓由打印机耗材芯片、碳粉和滚轮/鼓组成，墨盒由芯片、墨水和列印头组成。打印耗材作为打印过程中的消耗品，属于高频购买类产品。由于打印耗材行业的商业模式类似于“剃须刀”模式，即不依靠主产品（剃须刀）盈利，而是通过耗材（刀片）获取主要利润，因此打印耗材成为了打印机产业链的核心利润来源，形成了原装耗材和兼容耗材两大板块，兼容打印耗材的价格一般为原装打印耗材的 10%-40%。

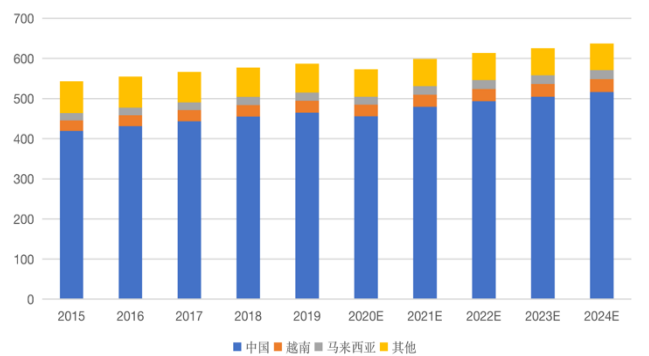
兼容打印耗材销量全球市占率近 20%。打印机全球销量的提升及兼容打印耗材的高性价比带动对其需求的提升。根据灼识咨询数据，按销量口径计算，全球兼容打印耗材市场份额已从 2015 年的 19.5% 爬升至 2019 年的 21.1%，2019 年全球兼容打印耗材（墨盒+硒鼓）市场规模合计 106.5 亿美元。2024 年预计兼容打印耗材将占全球打印耗材总市场的 22.8%，全球年产量突破 6.4 亿件，全球兼容耗材（墨盒+硒鼓）市场规模合计 130.71 亿美元，其中兼容墨盒为 81.77 亿美元，兼容硒鼓为 48.94 亿美元。

图 20：2015-2024E 全球兼容打印耗材市场份额（销售收入及销量）



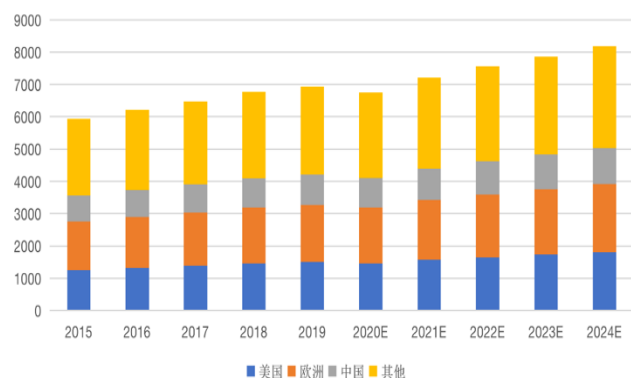
资料来源：美佳音招股书，灼识咨询，珠海耗材行业协会，中国海关总署，联合国商贸数据库，美国海关，天风证券研究所

图 21：2015-2024E 全球兼容打印耗材市场规模（产量，百万件）



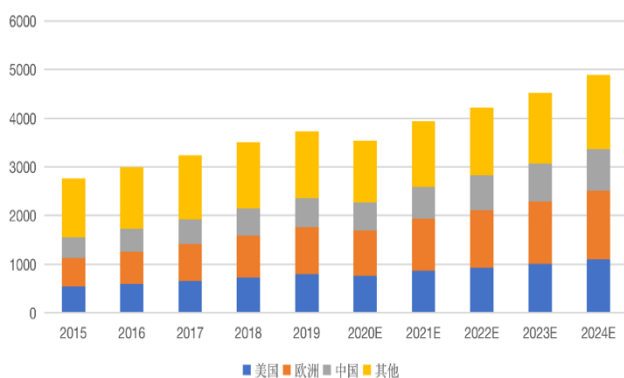
资料来源：美佳音招股书，灼识咨询，珠海耗材行业协会，联合国商贸数据库，天风证券研究所

图 22：2015-2024E 全球兼容墨盒市场份额（零售额口径，百万美元）



资料来源：美佳音招股书，灼识咨询，珠海耗材行业协会，中国海关总署，联合国商贸数据库，美国海关，天风证券研究所

图 23：2015-2024E 全球兼容硒鼓市场规模（零售额口径，百万美元）



资料来源：美佳音招股书，灼识咨询，珠海耗材行业协会，联合国商贸数据库，天风证券研究所

### 3. 纳思达：打印显像全产业链布局完善，持续开拓芯片业务

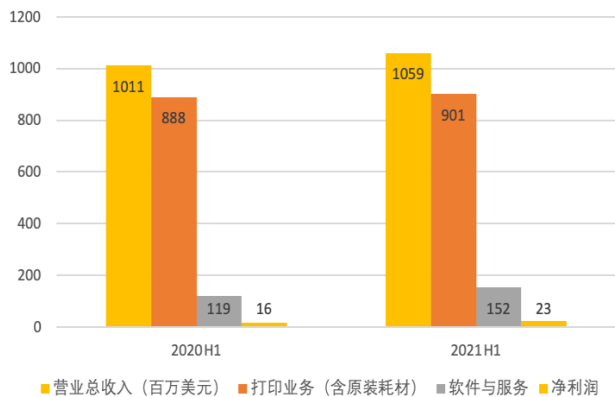
#### 3.1. 奔图+利盟深度协同，切入原装打印市场

##### 3.1.1. 利盟：疫情后经营状况改善

**全球领先的高端打印产品及数据解决方案提供商。**国际打印龙头利盟 Lexmark 前身始于 1954 年的 IBM 自动化及打印成像事业部。1991 年，该事业部脱离 IBM 成立独立公司利盟国际，IBM 持股 10%，公司与 1995 年在纽交所上市。2016 年，纳思达收购利盟，成为公司重要子公司。

**盈利能力提升，商誉减值风险进一步下降。**受 2020 年新冠疫情影响，利盟主要业务所在的欧美市场受到较大影响，营收有所下降。2021 年全球经济复苏，打印机需求量逐渐恢复，2021 年上半年利盟打印机销量 60.3 万台，同比增长超 20%。MPS 打印管理服务业务收入及新增客户数量实现双增长，客户续约率在 95%左右。利盟营业总收入及各板块营业收入均有所上升，其中，上半年营业总收入 10.59 亿美元，同比增长 4.75%，打印业务（含耗材）实现营收 9.01 亿美元，同比增长 1.46%，软件与服务业务营收 1.52 亿美元，同比增长 27.73%。上半年净利润 0.23 亿美元，同比增长 43.75%。

图 24：2020H1-2021H1 利盟营业收入及净利润情况（百万美元）



资料来源：公司半年报，天风证券研究所

图 25：MPS 打印管理服务愿景



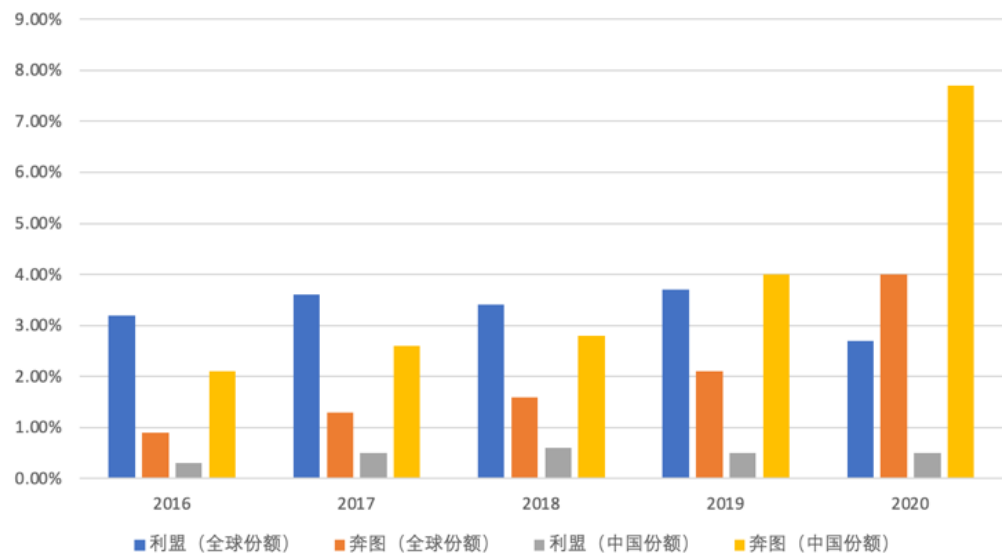
资料来源：利盟官网，天风证券研究所

### 3.1.2. 奔图：市场地位稳固，专利储备充足

**国产激光打印机领先品牌。**2010年，珠海赛纳打印科技（即纳思达控股股东）成功研发并上市了第一台拥有中国自主技术的奔图激光打印机，改变了美日韩对打印技术的垄断局面。2014年经由重大的资产重组，将打印机业务整体转让给珠海奔图电子。2017年起，纳思达对奔图进行托管，并于2020年底启动100%股权收购程序，2021年8月重大资产重组项目成功过会。

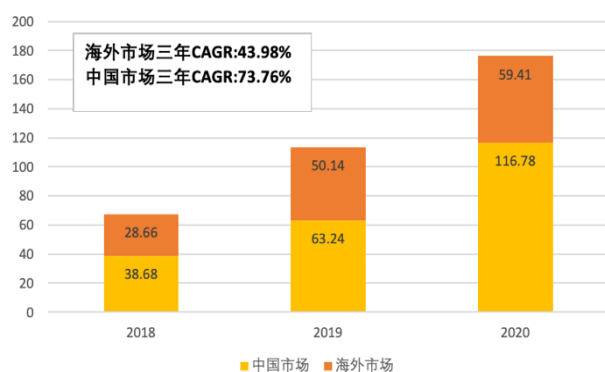
**连续7年市占率及出货量双增长。**作为国内领先的拥有自主可控技术的厂商，公司已实现市场份额连续7年增长。根据赛迪顾问数据，2016-2020年，奔图全球市场市占率从0.9%快速上升至4.0%，自有品牌打印机出货量排名位居全球第六；国内市场市占率已从2016年的2.1%快速上升至7.7%，自有品牌打印机出货量排名提升全国第四。此外，公司打印机+耗材出货量及盈利能力持续快速增长。2018-2020年，奔图海外市场打印机销量年均复合增长率约44%，中国市场年均复合增长率约74%；海外市场耗材销量年均复合增长率为61%，中国市场年均复合增长率为74%。2021年上半年，奔图打印机出货量同比增长超过50%，原装耗材出货量同比上升超90%；营业收入同比增长约151.40%，净利润同比增长约764.61%。

图 26：2016-2020 年利盟+奔图全球及中国市场份额



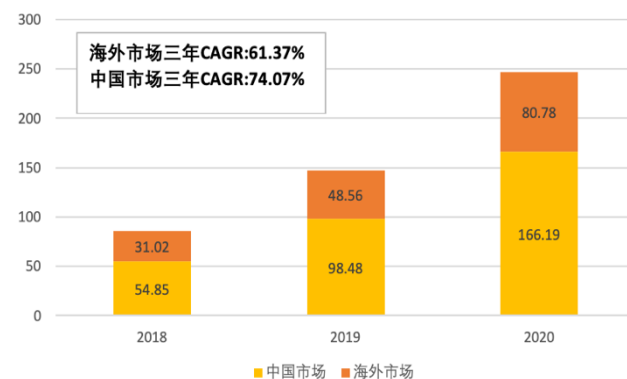
资料来源：公司公告，赛迪顾问，天风证券研究所

图 27：按地区分，2018-2020 年奔图打印机销量（万台）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

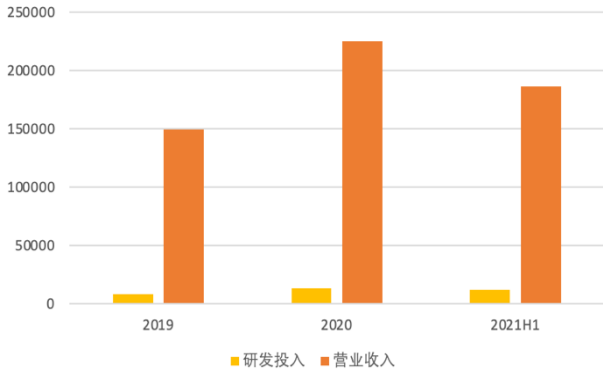
图 28：按地区分，2018-2020 年奔图耗材销量（万支）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

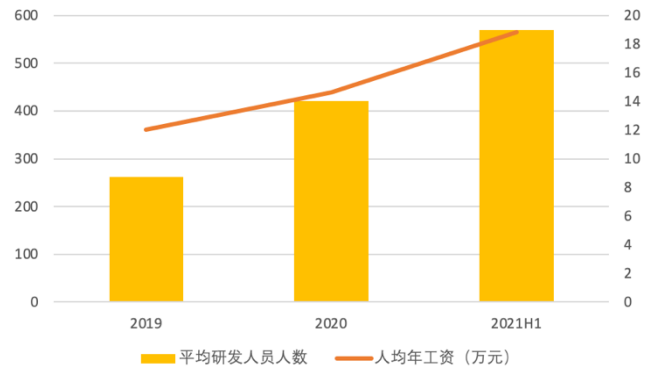
**持续加码研发，掌握核心技术。**奔图电子目前已成功掌握了打印机各级源代码和软固件核心技术，拥有自主可控的 SoC、LSU 等关键零部件，以及具有自主知识产权的打印机引擎，截至 2021 年 6 月 30 日，奔图电子共有 359 项专利，其中 257 项境内专利、102 项境外专利，拥有核心技术优势。2019-2021 年上半年，奔图研发开支费用分别占同期营业收入的 5.58%、5.81%、6.38%，平均研发人员数量从 262 人大幅度增加至 570 人，人均年工资从 12.05 万元上涨至 18.82 万元，凸显出公司对核心技术开发和研发团队的重视。

图 29：2019-2021 上半年奔图研发投入及营收情况（万元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 30：2019-2021 上半年奔图研发人员数量及人均年工资（万元）

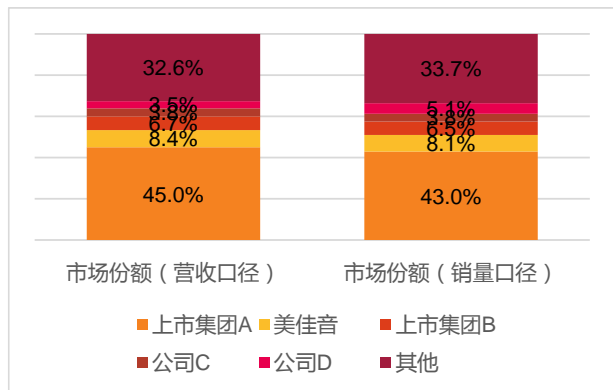


资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 3.2. 多宗并购助力通用打印耗材业务，提高公司盈利能力

**兼容耗材+耗材芯片市场地位稳固。**纳思达以兼容打印耗材业务起家，2015-2020 年，纳思达通过并购著名耗材公司美国 SCC 史丹迪，收购欣威科技、中润靖杰各 100% 股权，拓佳科技 51% 的股权，控股芯片设计公司杭州朔天，收购香港晟碟科技，完成了对兼容打印耗材及耗材芯片市场的资源及份额整合，成为全球兼容耗材及耗材芯片市场份额第一的厂商。根据灼识咨询数据及我们的推测，按营收及销量口径计算，2019 年在兼容硒鼓芯片及兼容墨盒芯片市场，纳思达市场份额均保持在 31% 以上，为第一的兼容硒鼓芯片及兼容墨盒芯片供应商。2021 年上半年，公司通用耗材业务实现营业收入约 249470.30 万元，同比增长 2.92%。通用硒鼓出货量同比增长超 10%，国内销售收入同比增长 30%，其中再生硒鼓销量同比增长 238%。打印耗材属于高频消耗品，得益于打印机市场需求扩张、兼容耗材的高性价比、兼容耗材产业的高毛利率以及纳思达的龙头地位，兼容耗材及耗材芯片业务将成为公司的稳定现金流业务。

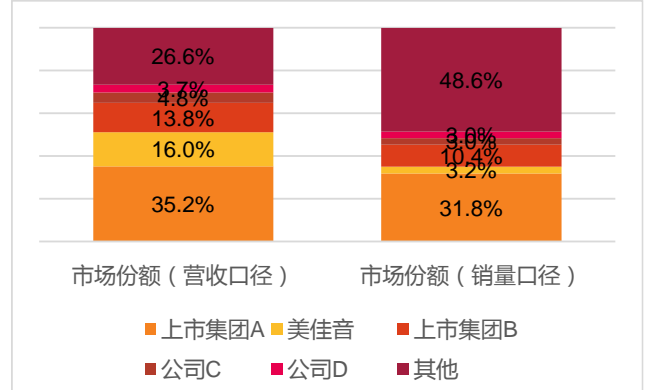
图 31：2019 年前五兼容硒鼓芯片供应商



资料来源：美佳音招股书，灼识咨询，天风证券研究所

据我们推测，上市集团 A 为纳思达，上市集团 B 为鼎龙股份

图 32：2019 年前五兼容墨盒芯片供应商

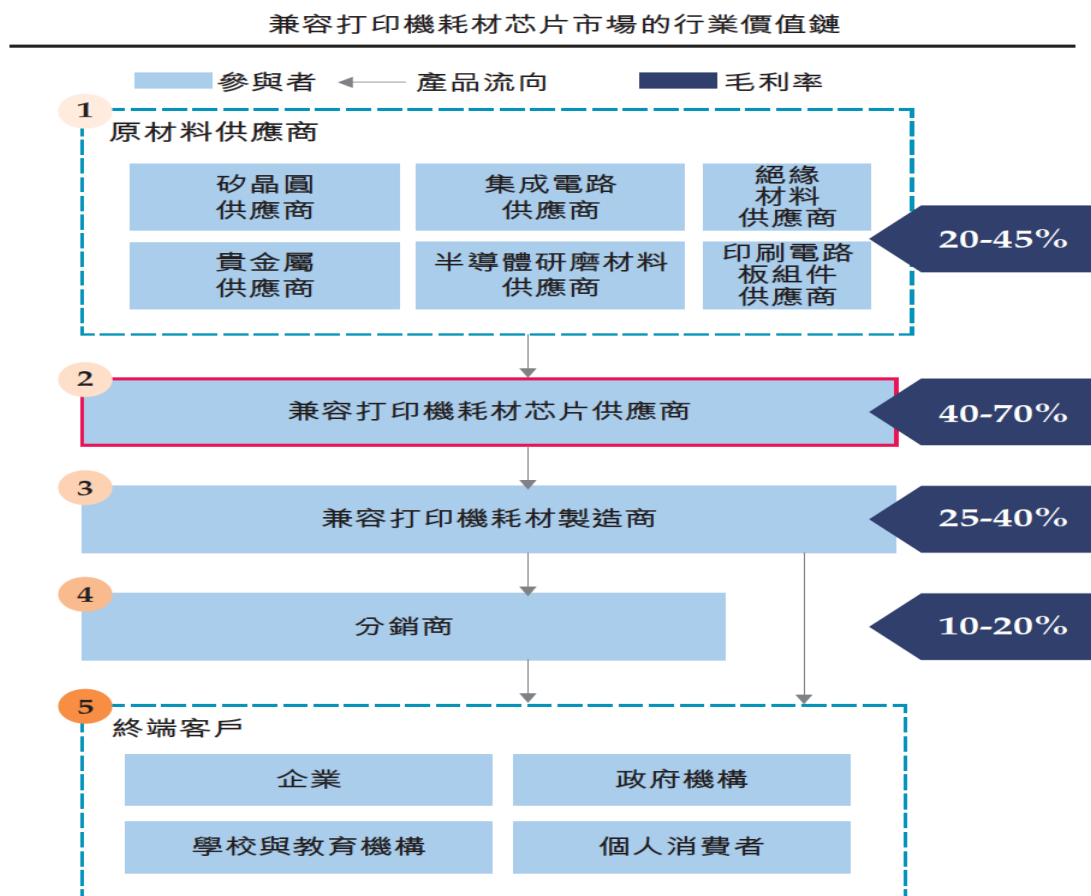


资料来源：美佳音招股书，灼识咨询，天风证券研究所

据我们推测，上市集团 A 为纳思达，上市集团 B 为鼎龙股份



图 33：兼容打印耗材及耗材芯片市场的行业价值链



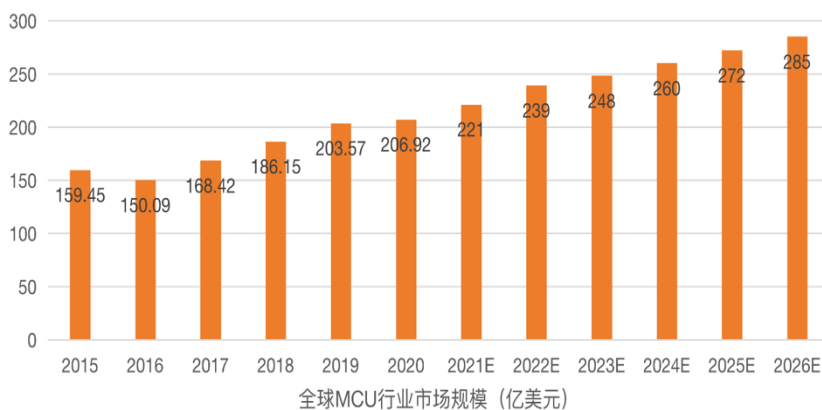
资料来源：美佳音招股书，灼识咨询，天风证券研究所

### 3.3. 艾派克持续发展芯片业务，拓展盈利空间

#### 3.3.1. 产业升级，MCU 市场空间广阔

MCU 市场已突破 207 亿美元。受益于物联网快速发展及工业等产业升级因素，MCU 微控制器市场需求强劲。根据 IC Insights 及前瞻产业研究院数据，2020 年全球 MCU 市场规模突破 207 亿美元，预计 2026 年将突破 285 亿美元，2021-2026 年年均复合增长率为 5.22%。

图 34：2015-2026E 年全球 MCU 行业市场规模及预测（亿美元）

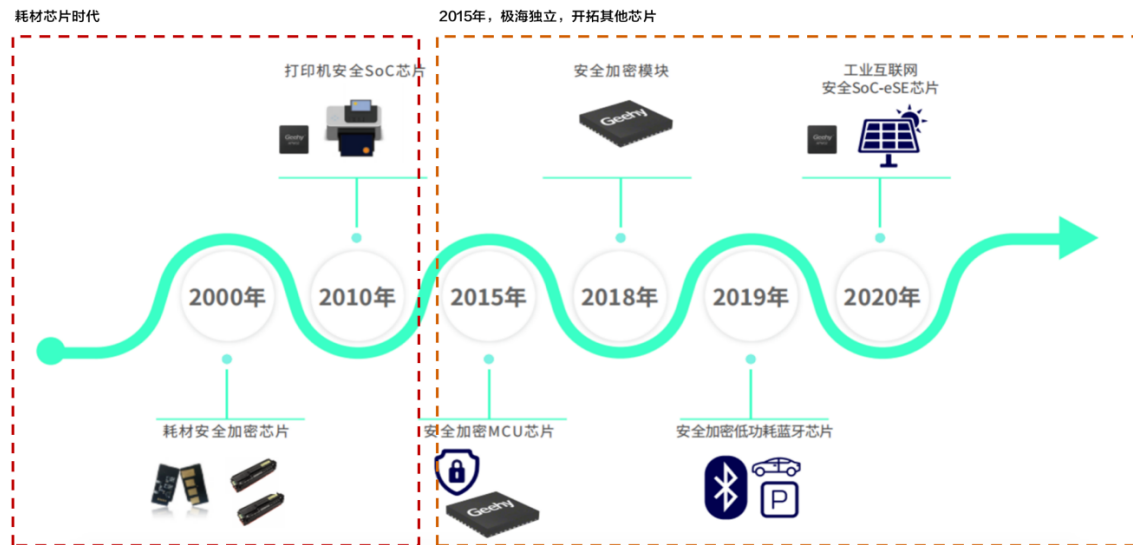


资料来源：ic insights，前瞻产业研究院，天风证券研究所

### 3.3.2. 极海半导体：通用 MCU 及安全芯片已获突破

珠海极海半导体前身为艾派克物联网芯片事业部，2015 年，艾派克将其设立为独立全资子公司，主攻工业级通用 MCU、工业互联网 SoC-eSE 安全主控芯片、MCU+BLE 低功耗蓝牙芯片、MCU+认证芯片等中高端物联网芯片产品，现已拥有约 300 人规模的芯片设计团队，并与浙江大学、杭州中天微系统所、中科院上海微系统所等知名高校及科研机构建立了产学研合作关系。

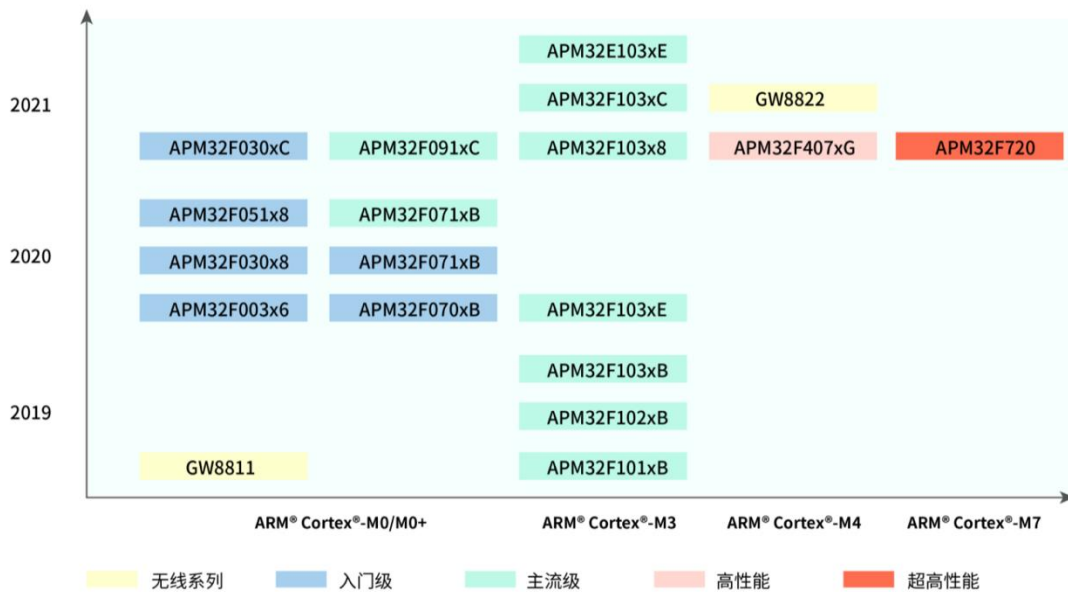
图 35：极海半导体产品历史沿革



资料来源：极海半导体官网，天风证券研究所

**通用 MCU、物联网 SOC 安全芯片产品线不断丰富。**APM32 是基于 ARM® Cortex® -M0+/M3/M4 内核的优质国产 32 位通用 MCU，具有低功耗、高性能、高集成度以及快速移植等特性。极海已推出多款 APM32 工业级通用 MCU 芯片，2020 年 11 月单月销量突破 200 万，2021 上半年推出 5 款新品，全年预计将推出 9 款新品。目前产品已被广泛应用于工业控制、医疗设备、汽车电子以及智慧家庭等领域，向长虹、海尔、小米、汇川、英威腾、雀巢、理邦精密、长城汽车，别克汽车、五菱宏光等知名客户实现批量供货。此外，公司工业互联网 SoC-eSE 安全主控芯片已批量供货 6 款产品，应用领域包括电网、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) 芯片通过国密二级认证。

图 36: 极海 APM32 时间线路图



资料来源: 极海半导体官网, 天风证券研究所

## 4. 盈利预测及投资评级

### 4.1. 盈利预测

#### 核心假设:

**打印整机业务:** 利盟+奔图与纳思达整合顺利, 业务深度协同。此外, 奔图作为国内掌握自主可控技术的领先打印机企业, 将受益于信创市场的发展, 潜力较大。我们预测公司在该领域营收未来 5 年有望持续增长, 21/22/23 年营收增速有望达到 14%/6%/5%。

**耗材业务:** 打印耗材属于高频消耗品, 得益于打印机市场需求扩张、兼容耗材的高性价比、兼容耗材产业的高毛利率以及纳思达的龙头地位, 该业务有望成为公司的稳定现金流业务。我们预测公司在该领域营收未来 5 年稳中有升, 21/22/23 年营收增速有望达到 15%/14%/13%。

**芯片业务:** 公司通用 MCU、物联网 SOC 安全芯片产品线不断丰富, 目前多款 MCU 产品已批量供货给国内知名客户, 应用领域也在不断拓展。受益于产业升级驱动的 MCU 市场高景气度, 我们预测公司在该领域营收未来 5 年有望持续增长, 21/22/23 年营收增速有望达到 65%/15%/15%。

表 4: 分部预测 (万元)

万元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
打印业务					
收入	1,680,332	1,206,819	1,375,774	1,458,320	1,531,236
yoy	7%	-28%	14%	6%	5%
毛利	593,820	393,274	440,248	452,079	459,371
毛利率(%)	35.34	32.59	32.00	31.00	30.00

耗材					
收入	372,434	442,462	508,831	580,068	655,476
yoy	14%	19%	15%	14%	13%
毛利	146,788	157,744	183,179	214,625	249,081
毛利率(%)	39.41	35.65	36.00	37.00	38.00
软件服务					
收入	152,565	183,917	211,504	222,079	233,183
yoy	-1%	21%	15%	5%	5%
毛利	24,854	27,364	33,841	37,753	46,637
毛利率(%)	16.29	14.88	16.00	17.00	20.00
芯片					
收入	63,153	53,977	89,062	102,421	117,784
yoy	-14%	-15%	65%	15%	15%
毛利	44,361	33,361	53,437	61,453	70,670
毛利率(%)	70.24	61.81	60.00	60.00	60.00
其他					
收入	61,101	71,344	74,911	78,657	82,589
yoy	1%	17%	5%	5%	5%
毛利	17,984	34,207	29,964	31,463	33,036
毛利率(%)	29.43	47.95	40.00	40.00	40.00

资料来源: Wind, 天风证券研究所

## 4.2. 投资评级:

我们选取鼎龙股份(打印机耗材业务)/兆易创新(芯片业务)/中颖电子(芯片业务)作为对标公司,根据wind一致预期,2022年对标公司平均PE倍数为46.68,我们以46.68为纳思达合理PE,根据我们预测,2022年公司归母净利润预计12.3亿元,对应目标市值573亿元,目标价45.68元。首次覆盖给予“增持”评级。

表 5: 相对估值(单位:亿元,数据截至 2021/11/12,鼎龙股份、兆易创新、中颖电子 2022 及 2023 年归母净利润为 wind 一致预期)

证券简称	市值	2022 年预计归母净利润	2022 年 PE	2023 年预计归母净利润	2023 年 PE
鼎龙股份	225	3.93	57.38	5.35	42.10
兆易创新	1,086	26.62	40.79	33.92	32.02
中颖电子	218	5.21	41.87	6.58	33.11
<b>2022 年平均 PE</b>			<b>2023 年平均 PE</b>		
46.68			35.74		
证券简称	目标市值	2022 年归母净利润	2022 年 PE	2023 年归母净利润	2023 年 PE
纳思达	573	12.3	46.68	15.36	35.74
对应目标价	45.68	元			
现价:	39.42	元			
空间:	16%				

资料来源: Wind, 天风证券研究所

## 5. 风险提示

**贸易摩擦加剧：**公司涉及海外供应链，2020 年外销收入占比 85%以上。若海外贸易摩擦加剧，公司业务将受到不利影响。

**汇兑损失风险：**公司主要营收来自海外市场，若人民币持续升值，公司业绩将受到不利影响。

**技术创新不及预期：**打印显像行业极其看重技术，技术直接决定了产品的性能。若公司研发投入、技术创新不及预期，公司业务将受到不利影响。

**收购整合风险：**公司与利盟国际、奔图电子正在业务协同与资源优化配置，若整合不顺利公司业务将受到不利影响。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	4,349.56	6,375.31	7,336.20	8,230.76	10,761.33
应收票据及应收账款	2,786.56	2,494.80	2,841.98	1,792.97	3,181.27
预付账款	163.64	279.26	185.73	316.07	239.31
存货	3,035.77	2,835.41	3,110.73	3,529.74	3,407.85
其他	1,617.85	1,893.74	1,720.00	1,698.81	1,863.61
<b>流动资产合计</b>	<b>11,953.38</b>	<b>13,878.52</b>	<b>15,194.64</b>	<b>15,568.35</b>	<b>19,453.37</b>
长期股权投资	3.17	12.93	12.93	12.93	12.93
固定资产	3,045.90	2,624.62	2,670.20	2,656.62	2,594.54
在建工程	186.43	460.74	312.45	235.47	171.28
无形资产	7,157.62	6,193.11	5,646.09	5,099.06	4,552.04
其他	15,309.78	14,922.50	14,415.79	14,477.23	14,441.63
<b>非流动资产合计</b>	<b>25,702.89</b>	<b>24,213.90</b>	<b>23,057.45</b>	<b>22,481.31</b>	<b>21,772.42</b>
<b>资产总计</b>	<b>37,819.05</b>	<b>38,226.42</b>	<b>38,405.09</b>	<b>38,199.59</b>	<b>41,371.43</b>
短期借款	1,389.48	1,554.65	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	4,352.68	3,216.32	4,940.83	4,059.45	5,664.73
其他	9,778.65	9,711.89	8,990.97	9,709.36	10,931.84
<b>流动负债合计</b>	<b>15,520.80</b>	<b>14,482.86</b>	<b>13,931.80</b>	<b>13,768.81</b>	<b>16,596.58</b>
长期借款	7,470.58	7,040.23	5,000.00	5,000.00	5,000.00
应付债券	0.00	0.00	791.27	263.76	351.68
其他	5,237.80	4,530.07	4,955.37	4,907.75	4,797.73
<b>非流动负债合计</b>	<b>12,708.38</b>	<b>11,570.30</b>	<b>10,746.64</b>	<b>10,171.50</b>	<b>10,149.41</b>
<b>负债合计</b>	<b>28,229.18</b>	<b>26,053.16</b>	<b>24,678.44</b>	<b>23,940.32</b>	<b>26,745.98</b>
少数股东权益	3,819.67	4,032.26	4,167.26	4,363.82	4,608.32
股本	1,063.35	1,074.54	1,254.60	1,254.60	1,254.60
资本公积	1,481.54	3,804.30	4,496.35	4,496.35	4,496.35
留存收益	4,715.68	7,234.85	8,304.79	8,640.85	8,762.53
其他	(1,490.38)	(3,972.69)	(4,496.35)	(4,496.35)	(4,496.35)
<b>股东权益合计</b>	<b>9,589.87</b>	<b>12,173.26</b>	<b>13,726.66</b>	<b>14,259.27</b>	<b>14,625.45</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>37,819.05</b>	<b>38,226.42</b>	<b>38,405.09</b>	<b>38,199.59</b>	<b>41,371.43</b>

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	865.95	(150.50)	872.95	1,227.86	1,536.08
折旧摊销	1,363.15	1,234.23	709.74	717.58	723.29
财务费用	845.82	1,359.19	534.82	353.68	328.86
投资损失	(12.64)	(5.08)	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(1,357.93)	(153.74)	1,877.25	(171.21)	1,579.94
其它	947.51	(270.99)	100.69	197.62	265.38
<b>经营活动现金流</b>	<b>2,651.87</b>	<b>2,013.11</b>	<b>4,095.44</b>	<b>2,325.54</b>	<b>4,433.55</b>
资本支出	716.88	(51.67)	(365.29)	127.62	160.02
长期投资	3.17	9.76	0.00	0.00	0.00
其他	(1,474.62)	(914.35)	333.04	(201.64)	(223.25)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(754.57)</b>	<b>(956.26)</b>	<b>(32.26)</b>	<b>(74.03)</b>	<b>(63.23)</b>
债权融资	12,219.59	11,300.72	8,194.90	8,086.76	7,995.83
股权融资	(1,139.63)	580.06	506.02	(353.35)	(328.53)
其他	(12,085.00)	(10,766.91)	(11,803.21)	(9,090.37)	(9,507.05)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(1,005.04)</b>	<b>1,113.87</b>	<b>(3,102.29)</b>	<b>(1,356.96)</b>	<b>(1,839.75)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	(50.00)	(16.67)	(22.22)
<b>现金净增加额</b>	<b>892.26</b>	<b>2,170.72</b>	<b>910.90</b>	<b>877.89</b>	<b>2,508.35</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>23,295.85</b>	<b>19,585.19</b>	<b>22,600.82</b>	<b>24,415.45</b>	<b>26,202.70</b>
营业成本	15,017.78	13,235.34	15,194.13	16,441.72	17,614.75
营业税金及附加	106.60	83.98	104.03	109.60	116.86
营业费用	2,810.34	2,020.93	2,034.07	2,099.73	2,096.22
管理费用	1,614.70	1,888.33	1,762.86	1,904.41	1,965.20
研发费用	1,456.90	1,247.13	1,356.05	1,464.93	1,572.16
财务费用	1,133.70	1,594.67	534.82	353.68	328.86
资产减值损失	(96.44)	(145.82)	145.82	100.00	100.00
公允价值变动收益	5.21	23.16	(41.42)	(2.27)	15.32
投资净收益	12.64	5.08	(50.00)	(16.67)	(22.22)
其他	63.35	110.20	182.83	37.87	13.81
<b>营业利润</b>	<b>1,171.07</b>	<b>(477.81)</b>	<b>1,377.62</b>	<b>1,922.46</b>	<b>2,401.74</b>
营业外收入	1.11	3.02	2.02	2.05	2.37
营业外支出	14.27	9.56	22.37	15.40	15.77
<b>利润总额</b>	<b>1,157.90</b>	<b>(484.35)</b>	<b>1,357.28</b>	<b>1,909.11</b>	<b>2,388.33</b>
所得税	291.95	(333.85)	342.22	481.36	602.19
<b>净利润</b>	<b>865.95</b>	<b>(150.50)</b>	<b>1,015.06</b>	<b>1,427.75</b>	<b>1,786.14</b>
少数股东损益	121.62	(238.44)	142.11	199.88	250.06
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>744.33</b>	<b>87.94</b>	<b>872.95</b>	<b>1,227.86</b>	<b>1,536.08</b>
每股收益(元)	0.59	0.07	0.70	0.98	1.22

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入	6.25%	-15.93%	15.40%	8.03%	7.32%
营业利润	45.73%	-140.80%	-388.32%	39.55%	24.93%
归属于母公司净利润	-21.71%	-88.18%	892.61%	40.66%	25.10%
<b>获利能力</b>					
毛利率	35.53%	32.42%	32.77%	32.66%	32.78%
净利率	3.20%	0.45%	3.86%	5.03%	5.86%
ROE	12.90%	1.08%	9.13%	12.41%	15.33%
ROIC	9.49%	2.32%	10.10%	14.00%	17.56%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	74.64%	68.15%	64.26%	62.67%	64.65%
净负债率	82.07%	40.46%	6.26%	-1.01%	-18.91%
流动比率	0.78	0.97	1.10	1.14	1.18
速动比率	0.59	0.77	0.88	0.89	0.98

营运能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
应收账款周转率	8.68	7.42	8.47	10.54	10.54
存货周转率	8.24	6.67	7.60	7.35	7.55
总资产周转率	0.63	0.52	0.59	0.64	0.66

每股指标(元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股收益	0.59	0.07	0.70	0.98	1.22
每股经营现金流	2.11	1.60	3.26	1.85	3.53
每股净资产	4.60	6.49	7.62	7.89	7.98

估值比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
市盈率	66.44	562.36	56.65	40.28	32.20
市净率	8.57	6.07	5.17	5.00	4.94
EV/EBITDA	8.56	9.43	19.85	17.10	14.14
EV/EBIT	11.45	13.73	27.22	22.49	17.89

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、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发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际 客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号 平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com