

打印赛道预期差在于全球化和国产替代

——纳思达（002180.SZ）

计算机/计算机设备


申港证券
SHENGANG SECURITIES

投资摘要：

事件：公司披露了 2022 年一季度业绩预告及 2021 年度业绩快报，业绩同比大增。

(1) 2022Q1 业绩预告：2022Q1 公司归母净利润 4.2 亿-4.6 亿（同比+69%至 85%）：

- 2022Q1 奔图净利润同比+30%，打印机销量同比+33%，原装耗材随保有量提升而快速增长，同比+60%，同时加大了中高端机型的研发投入抬升了成本；
- 2022Q1 利盟 EBITDA 同比+16%，打印机销量+7%，随着欧美市场逐渐取消疫情管控，原装耗材开始显著恢复；
- 2022Q1 通用耗材净利润-20%，主要受疫情、春节用工短缺等因素影响，呈现出先低后高、逐渐恢复的态势；
- 2022Q1 芯片净利润同比+10%，工控与安全、汽车与新能源、消费电子业务实现快速增长，营收同比+150%，预计 2022H1 将有数款 32 位 MCU 芯片产品将进行车规 AEC-Q100 认证，同时 ISO26262 汽车功能安全体系认证和新品研发也按进度顺利推进。

(2) 2021 年年度业绩快报：2021 年公司实现营业总收入 227.92 亿（+7.94%），营业利润 20.25 亿（+823%），利润总额 20.06 亿（+800%），归母净利润 11.63 亿（+701%）。

观点：

(1) 短中期打印机及原装耗材的全球化和国产替代带来的业绩增长有望持续超出市场预期。

市场担忧公司主业打印机和耗材领域作为成熟市场空间较为有限，我们认为打印赛道关注的重点不应在于行业整体规模是否高成长，而是全球化和国产替代。

- 打印机是垄断赛道，竞争对手极为有限，完成供应链整合后的公司打印机及耗材赛道在国内没有竞争对手，行业竞争态势远优于大部分高成长赛道。打印机及耗材虽然较为成熟，但是具有高技术专利壁垒、高资金投入壁垒，是典型的垄断性行业，全球及国内的主要玩家均为美日企业，如惠普（占比约 40%）、佳能、兄弟等；
- 公司在国内信创为首的市场已经开始大量替代美日企业。根据公司公告 2016-2020 年公司在国内出货量占比从 1.3%提升到 4.1%，提升 4.09%；与之对比的是京瓷和其他厂商销量占比下降合计 10.86%，我们可以看到公司已经替代了中小厂商萎缩份额的 37.66%；
- 全球打印机升级和缺芯供应不足的背景下，公司充分抓住了机遇，利用好了利盟的技术支持和通用耗材积累的全球营销网络实现了中端打印机在全球的放量，此外原装耗材也将随整机保有量的增加而在接下来的几年高速增长。

(2) 公司业绩短期看奔图打印机，中期看原装耗材，同时关注 IOT 芯片。

- 短期关注奔图整机全球化和国产替代。2021 年海外打印机销量+60%，中国打印机销量+48%，奔图整机及原装耗材在未来能继续提供约 50%的归母净利润；
- 中期关注随保有量上升的原装耗材。原装耗材厂商一般享有新机上市后 6-18 个月的保护期，这就意味着奔图打印机保有量的提升将会显著带动未来两年原装耗材的销售，同时欧美市场逐渐取消疫情管控也使得利盟企稳回升，减少了业绩的不确定性；
- 此外更应当关注 IOT 芯片。芯片目前因高毛利率已经占据了公司 50%左右的归母净利润，公司在芯片上的核心竞争力就是对其他厂商的兼容替代能力和攻防经验，我们认为随着公司在新能源、工控、汽车领域的批量合作和供货，公司在空间更为广阔的 IOT 芯片领域中有望充分获益。

风险提示：芯片等元器件供应不足、国内疫情反复、国外无纸化办公趋势、打印机全球及国内替代放量趋势减缓、通用耗材市场严重萎缩、国外主要竞争对手封锁和打击等。

敬请参阅最后一页免责声明

评级

买入（首次）

2022 年 04 月 09 日

李佩京

分析师

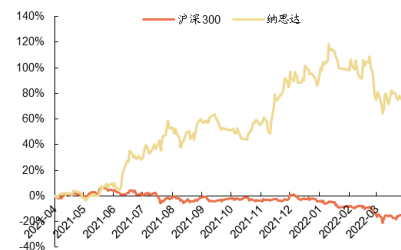
SAC 执业证书编号：S1660522030002

交易数据

时间 2022.04.09

总市值/流通市值（亿元）	614.46/614.46
总股本（万股）	141,093.74
资产负债率（%）	64.49
每股净资产（元）	6.60
收盘价（元）	43.55
一年内最低价/最高价（元）	22.99/ 54.45

公司股价表现走势图



资料来源：wind、申港证券研究所

证券研究报告

财务指标预测

指标	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	23,295.85	19,585.19	28,832.38	33,412.77	36,754.05
增长率 (%)	6.25%	-15.93%	47.22%	15.89%	10.00%
归母净利润 (百万元)	744.33	87.94	1,061.93	1,657.74	4,262.20
增长率 (%)	-21.71%	-88.18%	1107.50%	56.11%	157.11%
净资产收益率 (%)	12.90%	1.08%	10.60%	14.61%	28.47%
每股收益 (元)	0.70	0.08	0.75	1.17	3.02
PE	62.21	531.75	57.86	37.07	14.42
PB	8.03	5.75	6.13	5.41	4.10

资料来源：公司财报、wind、申港证券研究所

1. 2021 年年度业绩快报情况：

2021 年公司实现营业总收入 227.92 亿 (+7.94%)，营业利润 20.25 亿 (+823%)，利润总额 20.06 亿 (+800%)，归母净利润 11.63 亿 (+701%)。

- ◆ 2021 年奔图营收 38.7 亿 (+72%)，净利润 6.79 亿 (+140%)，海外打印机销量 +60%，中国打印机销量 +48%，奔图中端打印机新品上市 (A4 彩色、A4 中高速黑白激光打印机)；
- ◆ 2021 年利盟营收 21.77 亿美元 (约合人民币 140.44 亿) (+8.75%)，EBITDA 2.735 亿美元 (约合人民币 17.64 亿) (+18.4%)，打印机销量 +14%，已经企稳回升 (仍受限于电子元器件的短缺)；
- ◆ 2021 年通用耗材营收 49 亿 (-1.5%)，净利润 2.4 亿 (-29%)，主要受行业竞争持续及大宗物料价格及运费上涨影响；
- ◆ 2021 年打印机芯片营收 11.42 亿，非打印芯片营收 2.9 亿，整体营收 14.32 亿 (+1%)，净利润 6.98 亿 (+40%)；
- ◆ IOT 芯片方面，极海半导体在 2021 年共计推出 32 位 MCU 新产品超过 10 款。业务方面，公司积极拓展了新能源、工控、汽车等行业，并与知名厂商 (通力电梯、汇川、长虹、美的、上汽五菱、小鹏、长城等) 达成稳定合作，实现批量供货。

表1: 公司盈利预测表

利润表			单位:百万元			资产负债表			单位:百万元		
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	23296	19585	28832	33413	36754	流动资产合计	12116	14013	18683	21595	25814
营业成本	15018	13235	19894	23389	22420	货币资金	4350	6375	7208	8353	12275
营业税金及附加	107	84	130	150	165	应收账款	2786	2488	3844	4577	5105
营业费用	2810	2021	2883	3007	2940	其他应收款	141	84	124	144	158
管理费用	1615	1888	2307	2339	2205	预付款项	164	279	398	468	448
研发费用	1457	1247	1437	1300	1200	存货	3036	2835	4421	5316	5214
财务费用	1134	1595	317	269	168	其他流动资产	1434	1413	2018	2005	1838
资产减值损失	-96	-146	-90	-90	-90	非流动资产合计	25703	24214	24602	24336	24226
公允价值变动收益	5	23	20	22	21	长期股权投资	3	13	15	15	15
投资净收益	13	5	9	7	8	固定资产	3046	2625	2073	1681	1361
营业利润	1171	-478	1914	2980	7651	无形资产	0	0	0	0	0
营业外收入	1	3	2	3	2	商誉	13022	12211	12000	11800	11700
营业外支出	14	10	12	11	11	其他非流动资产	497	156	231	267	294
利润总额	1158	-484	1904	2972	7642	资产总计	37819	38226	43285	45931	50040
所得税	292	-334	19	30	76	流动负债合计	15521	14483	17298	17904	16607
净利润	866	-150	1885	2942	7565	短期借款	1389	1555	1498	1135	700
少数股东损益	122	-238	823	1285	3303	应付账款	4297	3136	4974	5847	5605
归属母公司净利润	744	88	1062	1658	4262	预收款项	614	0	0	0	0
EBITDA	3605	2270	3387	4397	8951	一年内到期的非流动负债	3360	2706	3033	2869	2951
EPS（元）	0.70	0.08	0.75	1.17	3.02	非流动负债合计	12708	11570	11110	10539	9018
主要财务比率						长期借款	7471	7040	6540	6040	5040
						应付债券	0	0	0	0	0
成长能力						负债合计	28229	26053	28408	28443	25625
营业收入增长	6.25%	-15.93%	47.22%	15.89%	10.00%	少数股东权益	3820	4032	4855	6140	9443
营业利润增长	45.73%	-140.80%	-500.54%	55.73%	156.70%	实收资本（或股本）	1063	1075	1411	1411	1411
归属于母公司净利润增长	-21.71%	-88.18%	1107.50%	56.11%	157.11%	资本公积	1482	3804	4500	4500	4500
获利能力						未分配利润	3025	3191	3829	4823	7807
毛利率(%)	35.53%	32.42%	31.00%	30.00%	39.00%	归属母公司股东权益合计	5770	8141	10023	11349	14972
净利率(%)	3.72%	-0.77%	6.54%	8.81%	20.58%	负债和所有者权益	37819	38226	43286	45931	50040
总资产净利润(%)	1.97%	0.23%	2.45%	3.61%	8.52%	现金流量表					
ROE(%)	12.90%	1.08%	10.60%	14.61%	28.47%	单位:百万元					
						2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
偿债能力						经营活动现金流	2652	2013	1149	3156	7104
资产负债率(%)	75%	68%	66%	62%	51%	净利润	866	-150	1885	2942	7565
流动比率		0.97	1.08	1.21	1.55	折旧摊销	1300	1153	1156	1148	1132
速动比率		0.77	0.82	0.91	1.24	财务费用	1134	1595	317	269	168
营运能力						应付帐款减少	-206	298	-1356	-733	-528
总资产周转率	0.63	0.52	0.71	0.75	0.77	预收帐款增加	12	-614	0	0	0
应收账款周转率	9	7	9	8	8	投资活动现金流	-755	-956	-915	-513	-721
应付账款周转率	5.89	5.27	7.11	6.18	6.42	公允价值变动收益	5	23	20	22	21
每股指标（元）						长期股权投资减少	-3	-10	-2	0	0
每股收益(最新摊薄)	0.70	0.08	0.75	1.17	3.02	投资收益	13	5	9	7	8
每股净现金流(最新摊薄)	0.84	2.02	0.59	0.81	2.28	筹资活动现金流	-1005	1114	599	-1498	-3161
每股净资产(最新摊薄)	5.43	7.58	7.10	8.04	10.61	应付债券增加	-2374	0	0	0	0
估值比率						长期借款增加	-507	-430	-500	-500	-1000
P/E	62.21	531.75	57.86	37.07	14.42	普通股增加	0	11	336	0	0
P/B	8.03	5.75	6.13	5.41	4.10	资本公积增加	-193	2323	696	0	0
EV/EBITDA	15.03	22.79	19.29	14.36	6.46	现金净增加额	892	2171	833	1145	3222

资料来源: 公司财报、wind、申港证券研究所

分析师介绍

李佩京, 计算机专业本科, 对外经济贸易大学金融硕士, CPA 专业阶段持证, 曾就职于中信建投证券, 擅长 Python 编程, 2021 年 12 月加入申港证券, 任计算机行业分析师。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人独立研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处, 不受任何第三方的影响和授意。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下, 本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议, 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。市场有风险, 投资者在决定投资前, 务必要审慎。投资者应自主作出投资决策, 自行承担投资风险。

免责声明

申港证券股份有限公司 (简称“本公司”) 是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性和完整性, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。申港证券研究所已力求报告内容的客观、公正, 但报告中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者不应单纯依靠本报告而取代自身独立判断, 应自主作出投资决策并自行承担投资风险, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。本报告所载资料、意见及推测仅反映申港证券研究所于发布本报告当日的判断, 本报告所指证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会产生波动, 在不同时期, 申港证券研究所可能会对相关的分析意见及推测做出更改。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告仅面向申港证券客户中的专业投资者, 本公司不会因接收人收到本报告而视其为当然客户。本报告版权归本公司所有, 未经事先许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如转载或引用, 需注明出处为申港证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改, 否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、发布、转载和引用者承担。

行业评价体系

申港证券行业评级体系: 增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内, 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内, 相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内, 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

市场基准指数为沪深 300 指数

申港证券公司评级体系: 买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内, 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内, 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间
中性	报告日后的 6 个月内, 相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内, 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上