

利盟再融资助力发展

核心观点

- 7月18日，公司公告利盟国际获授不超10.5亿美元定期贷款额度和不超1亿美元循环信用贷款额度。
- 再融资缓解短期债务压力，蓄力长期发展。**为解决境外控股子公司利盟23、24年还款压力，保证利盟未来5年的流动性安全，改善存量银团的担保条件以及解除公司担保的系统性风险，公司与以美国摩根士丹利高级基金公司为牵头行的全球12家银行组成的项目银团签署了《信贷协议》，向利盟国际提供总计本金额不超过10.5亿美元定期贷款额度和不超过1亿美元的循环信用贷款额度，贷款期限5年，每年还款比例分别为5%/10%/10%/15%/60%，利率取 Adjusted Term SOFR+300bps 或 Base Rate+200bps，该贷款已于2022年7月15日发放。本次再融资贷款对公司影响主要体现在两方面：1) 解除了对利盟国际承担的由中信银行牵头的存量银团债务的连带担保责任，同时解除了赛纳科技以其持有的1.26亿股纳思达股票所提供的股票质押担保，以及公司实控人汪东颖先生为存量银团中流动资金贷款所提供的无限连带责任保证担保。2) 利盟归还了存量银团贷款，缓解短期还款压力的同时有望降低财务费用，同时为利盟未来五年的经营发展提供了良好的流动性保障。
- 打印机销量持续回暖，利盟业绩稳步提升。**利盟打印机21年销量增长14%，营收增长近9%至21.8亿美元，22Q1销量同比增长约7%。上半年营收同比增长约10%至约11.6亿美元，打印机销量同比增长约18%，整体经营业绩稳健增长，营收增长慢于打印机销量主要因为耗材营收受20年整机销量下滑影响。
- “奔图+利盟”双轮驱动，公司打印机业务迎新机遇：**国家高度重视信创产品发展，强调坚持关键技术自主可控原则。自21年末以来信创鼓励政策显著增多，除了整体性和国家政务、央企之外，还涉及了教育、气象、尤其是金融领域，产品覆盖从PC到服务器和打印机等外设，我们推算中国激光打印机全市场保有量约4500万台，政府和金融等重要行业保有量2900万台，有望带来国产化的巨大机遇。公司奔图产品成功进入国家相关采购目录，并通过主控SoC的自主可控优势、完善的服务体系等优势，持续保持信创市场的份额领先。

盈利预测与投资建议

- 我们维持公司22-24年每股收益分别为1.47/2.02/2.80元的预测，维持可比公司22年47倍PE估值，对应目标价为69.15元，维持买入评级。

风险提示

- 商誉减值风险；行业需求不及预期；汇兑损益风险；假设条件变化影响测算结果。

公司主要财务信息

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	21,116	22,792	28,967	34,017	39,256
同比增长(%)	-9%	8%	27%	17%	15%
营业利润(百万元)	(280)	2,025	2,829	3,823	5,256
同比增长(%)	-124%	823%	40%	35%	37%
归属母公司净利润(百万元)	145	1,163	2,083	2,854	3,963
同比增长(%)	-80%	701%	79%	37%	39%
每股收益(元)	0.10	0.82	1.47	2.02	2.80
毛利率(%)	32.5%	34.1%	34.9%	35.4%	36.1%
净利率(%)	0.7%	5.1%	7.2%	8.4%	10.1%
净资产收益率(%)	2.1%	10.3%	13.4%	15.8%	18.7%
市盈率	529	66	37	27	19
市净率	9.1	5.4	4.6	4.0	3.3

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。

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申明。

投资评级 买入 (维持)

股价(2022年07月18日)	54.2元
目标价格	69.15元
52周最高价/最低价	55.77/31.85元
总股本/流通A股(万股)	141,605/117,525
A股市值(百万元)	76,750
国家/地区	中国
行业	电子
报告发布日期	2022年07月19日

股价表现

	1周	1月	3月	12月
绝对表现	5.16	7.75	27.78	67.35
相对表现	6.48	8.84	30.9	92.91
沪深300	-1.32	-1.09	-3.12	-25.56



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

联系人

李庭旭 litingxu@orientsec.com.cn

相关报告

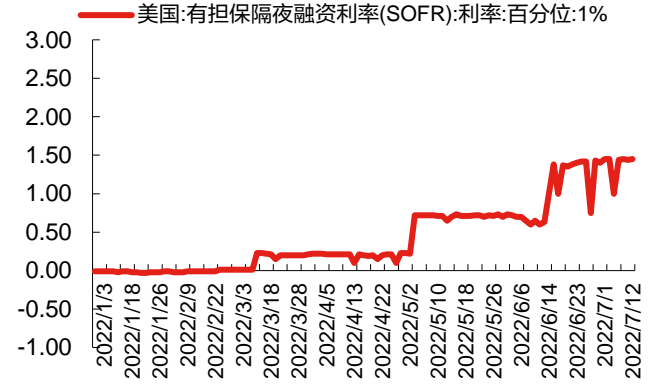
二季度持续高增长	2022-07-14
国内打印机龙头，受益信创产业大发展	2022-06-23
打印和芯片业务齐发力	2022-04-28

图 1：美国基准利率情况（单位：%）



数据来源：Wind、东方证券研究所

图 2：美国有担保隔夜融资利率（SOFR）（单位：%）



数据来源：Wind、东方证券研究所

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	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	7,043	9,750	12,042	14,126	17,441	营业收入	21,116	22,792	28,967	34,017	39,256
应收票据、账款及款项融资	2,584	3,033	3,418	4,014	4,632	营业成本	14,258	15,016	18,853	21,959	25,081
预付账款	282	252	290	340	393	营业税金及附加	92	107	136	159	184
存货	3,406	4,068	3,771	4,392	5,016	营业费用	2,111	2,135	2,689	3,124	3,448
其他	2,041	1,977	2,096	2,193	2,293	管理费用及研发费用	3,323	3,252	4,036	4,548	4,952
流动资产合计	15,356	19,081	21,616	25,065	29,775	财务费用	1,624	613	607	546	493
长期股权投资	61	144	144	144	144	资产、信用减值损失	155	158	117	88	73
固定资产	2,673	2,423	2,970	3,193	3,277	公允价值变动收益	23	199	150	100	100
在建工程	461	873	574	425	350	投资净收益	4	100	50	30	30
无形资产	6,214	6,170	5,845	5,520	5,196	其他	142	215	100	100	100
其他	14,923	14,893	14,719	14,571	14,571	营业利润	(280)	2,025	2,829	3,823	5,256
非流动资产合计	24,332	24,504	24,253	23,853	23,537	营业外收入	3	6	5	6	6
资产总计	39,688	43,585	45,869	48,918	53,313	营业外支出	10	26	15	10	10
短期借款	1,755	1,190	1,000	1,000	1,000	利润总额	(286)	2,006	2,819	3,819	5,252
应付票据及应付账款	3,416	4,309	4,645	5,411	6,180	所得税	(323)	409	620	840	1,155
其他	9,966	7,565	7,194	6,708	6,522	净利润	36	1,596	2,199	2,979	4,097
流动负债合计	15,137	13,064	12,840	13,118	13,701	少数股东损益	(109)	433	115	124	134
长期借款	7,040	7,487	7,487	7,487	7,487	归属于母公司净利润	145	1,163	2,083	2,854	3,963
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.10	0.82	1.47	2.02	2.80
其他	4,566	4,658	4,658	4,658	4,658						
非流动负债合计	11,606	12,145	12,145	12,145	12,145	主要财务比率					
负债合计	26,743	25,209	24,985	25,263	25,846		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
少数股东权益	4,553	4,083	4,198	4,322	4,456	成长能力					
实收资本(或股本)	1,075	1,411	1,416	1,416	1,416	营业收入	-9%	8%	27%	17%	15%
资本公积	4,270	8,855	8,855	8,855	8,855	营业利润	-124%	823%	40%	35%	37%
留存收益	3,304	4,332	6,416	9,061	12,739	归属于母公司净利润	-80%	701%	79%	37%	39%
其他	(256)	(305)	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	12,945	18,376	20,885	23,655	27,466	毛利率	32.5%	34.1%	34.9%	35.4%	36.1%
负债和股东权益总计	39,688	43,585	45,869	48,918	53,313	净利率	0.7%	5.1%	7.2%	8.4%	10.1%
						ROE	2.1%	10.3%	13.4%	15.8%	18.7%
						ROIC	-0.7%	7.8%	8.8%	10.5%	12.7%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	资产负债率	67.4%	57.8%	54.5%	51.6%	48.5%
净利润	36	1,596	2,199	2,979	4,097	净负债率	34.4%	7.5%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	768	1,039	816	874	791	流动比率	1.01	1.46	1.68	1.91	2.17
财务费用	1,624	613	607	546	493	速动比率	0.76	1.11	1.35	1.53	1.76
投资损失	(4)	(100)	(50)	(30)	(30)	营运能力					
营运资金变动	(616)	(1,920)	67	(673)	(685)	应收账款周转率	7.9	7.9	8.5	8.6	8.6
其它	468	1,628	272	(12)	(27)	存货周转率	3.9	3.6	4.3	4.7	4.7
经营活动现金流	2,277	2,857	3,911	3,684	4,638	总资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.7	0.8
资本支出	961	(565)	(575)	(475)	(475)	每股指标(元)					
长期投资	(58)	(83)	0	0	0	每股收益	0.10	0.82	1.47	2.02	2.80
其他	(1,842)	(76)	200	130	130	每股经营现金流	2.12	2.02	2.76	2.60	3.28
投资活动现金流	(939)	(724)	(375)	(345)	(345)	每股净资产	5.93	10.09	11.78	13.65	16.25
债权融资	(1,087)	154	(451)	(500)	(200)	估值比率					
股权融资	2,800	4,922	5	0	0	市盈率	529	66	37	27	19
其他	(572)	(4,441)	(798)	(754)	(778)	市净率	9.1	5.4	4.6	4.0	3.3
筹资活动现金流	1,140	635	(1,244)	(1,254)	(978)	EV/EBITDA	39.4	22.6	19.6	15.9	12.7
汇率变动影响	(94)	(53)	-0	-0	-0	EV/EBIT	61.9	31.6	24.2	19.1	14.5
现金净增加额	2,384	2,716	2,292	2,084	3,315						

资料来源：东方证券研究所

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，资产管理、私募业务合计持有纳思达(002180)占发行量 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。

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