

布局打印全产业链，信创市场前景广阔

买入|首次推荐

——纳思达(002180.SZ)首次覆盖报告

报告要点：

● 全球第四的激光打印机厂商和行业内优秀的集成电路设计企业

公司创立于 2000 年，专注打印显像行业二十余年，拥有包括“艾派克(APEXMIC)”、“格之格”、“G&G”、“利盟国际(LEXMARK)”、“奔图(PANTUM)”等多个行业内的知名品牌。2021 年，公司实现营业收入 227.92 亿元，同比增长 7.94%；实现扣非归母净利润 6.58 亿元，同比增长 1164.14%。2022 年 2 月 28 日，公司发布《2022 年限制性股票激励计划（草案）》，授予价格为 24.82 元/股，首次授予部分考核目标以公司 2021 年净利润为基数，2022-2024 年净利润增长率分别不低于 60%、116%、196%。

● 打印机行业受疫情影响减弱，集成电路行业市场需求旺盛

1) 打印机行业：从国内市场来看，2020 年疫情期间，家庭打印需求呈现出了井喷式爆发。进入 2021 年，疫情得到有效控制，消费市场需求出现回落。根据智研咨询的数据，2021 年，中国打印机出货量为 1845.2 万台，同比下降 8.56%。2) 集成电路行业：该行业是关系国民经济和社会发展全局的战略性、基础性和先导性产业。根据中国半导体行业协会的数据，2021 年中国集成电路产业销售额为 10458.3 亿元，同比增长 18.2%。

● 打印机业务规模快速扩大，通用耗材业务创新能力不断提升

1) 打印机业务：利盟业绩向好，奔图业绩快速增长：2021 年，利盟实现营业收入 21.77 亿美元，同比增长约 8.75%；奔图实现营业收入 38.70 亿元，同比增长 71.87%。2) 耗材业务：公司旗下品牌“格之格”不断创新，自主研发高性能嵌入式 CPU，致力于构建安全打印环境，同时研发健康耗材，注重环境保护。3) 集成电路业务：子公司艾派克拥有 CPU 设计技术、多核 SoC 专用芯片设计技术、安全芯片设计技术、通用耗材芯片设计技术等核心技术，2021 年，公司推出了全新基于 Cortex M4F 系列 MCU 产品。

● 盈利预测与投资建议

公司致力于成为打印行业领先的科技服务型企业，为全球用户提供优质的打印体验。预测公司 2022-2024 年的营业收入为 273.55、320.77、370.70 亿元，归母净利润为 19.53、26.23、34.22 亿元，EPS 为 1.38、1.85、2.42 元/股，对应 PE 为 41.14、30.63、23.48 倍。目前，计算机（申万）指数的 PE TTM 为 52 倍，考虑到公司的成长性，给予公司 2023 年 40 倍的目标 PE，对应的目标价为 74.00 元。首次推荐，给予“买入”评级。

● 风险提示

外部经济形势及汇率风险；新冠疫情带来供应链风险；知识产权纠纷风险。

附表：盈利预测

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	21115.56	22791.66	27355.28	32076.84	37069.73
收入同比(%)	-9.36	7.94	20.02	17.26	15.57
归母净利润(百万元)	145.18	1163.23	1952.84	2623.04	3421.51
归母净利润同比(%)	-80.50	701.23	67.88	34.32	30.44
ROE(%)	1.73	8.14	12.13	14.20	15.86
每股收益(元)	0.10	0.82	1.38	1.85	2.42
市盈率(P/E)	553.32	69.06	41.14	30.63	23.48

资料来源：Wind，国元证券研究所

当前价/目标价：56.73 元/74.00 元

目标期限：6 个月

基本数据

52 周最高/最低价（元）：57.90 / 34.75

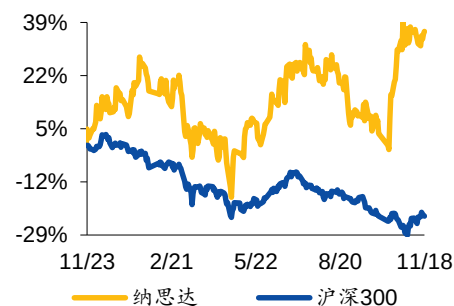
A 股流通股（百万股）：1175.44

A 股总股本（百万股）：1416.05

流通市值（百万元）：66682.85

总市值（百万元）：80332.34

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

报告作者

分析师 耿军军

执业证书编号 S0020519070002

电话 021-51097188-1856

邮箱 gengjunjun@gyzq.com.cn

联系人 常雨婷

邮箱 changyuting@gyzq.com.cn

目 录

1. 公司介绍：打印行业领先企业，打造全球知名品牌	4
1.1 历史沿革：深耕打印显像行业，研发驱动快速发展	4
1.2 财务分析：盈利能力明显提升，核心业务健康成长	5
1.3 股权架构：股权结构较为集中，核心团队经验丰富	8
1.4 股权激励：聚焦公司核心人才，助力公司持续成长	8
2. 行业分析：打印市场持续扩大，集成电路需求旺盛	10
2.1 打印机行业：疫情影响逐步减弱，办公打印仍为主流	10
2.2 集成电路行业：下游需求持续释放，行业保持稳健增长	11
3. 竞争力分析：技术创新构筑壁垒，全球市场大展宏图	14
3.1 打印机业务：利盟奔图协同发展，长期成长空间广阔	14
3.1.1 利盟：致力服务企业市场，经营业绩不断向好	14
3.1.2 奔图：进行全产业链布局，营收规模快速扩大	16
3.2 通用耗材业务：重视技术研发创新，彰显公司核心优势	18
3.3 集成电路业务：拥有自研设计技术，产品实现自主可控	20
4. 盈利预测与投资建议	22
5. 风险提示	25

图表目录

图 1：公司发展历程	4
图 2：公司业务架构	5
图 3：营业收入及毛利率情况	6
图 4：扣非归母净利润及净利润率情况	6
图 5：公司研发投入情况	7
图 6：公司研发人员情况	7
图 7：公司期间费用率情况	7
图 8：经营活动现金流净额与扣非归母净利润对比	7
图 9：公司股权结构（截至 2022 年 9 月 30 日）	8
图 10：打印机分类	10
图 11：打印机行业产业链	10
图 12：2014-2021 年中国打印机出货量及增长情况	11
图 13：2021 年中国打印机细分领域出货量情况	11
图 14：2021 年中国打印机品种细分市场占比情况	11
图 15：集成电路产业链示意图	12
图 16：全球半导体市场规模（单位：亿美元）	12
图 17：中国集成电路行业销售额增长情况	13
图 18：中国集成电路行业市场及生产制造规模趋势预测	13
图 19：全球 MCU 市场规模预测（单位：亿美元）	13
图 20：中国 MCU 市场规模预测（单位：亿美元）	13

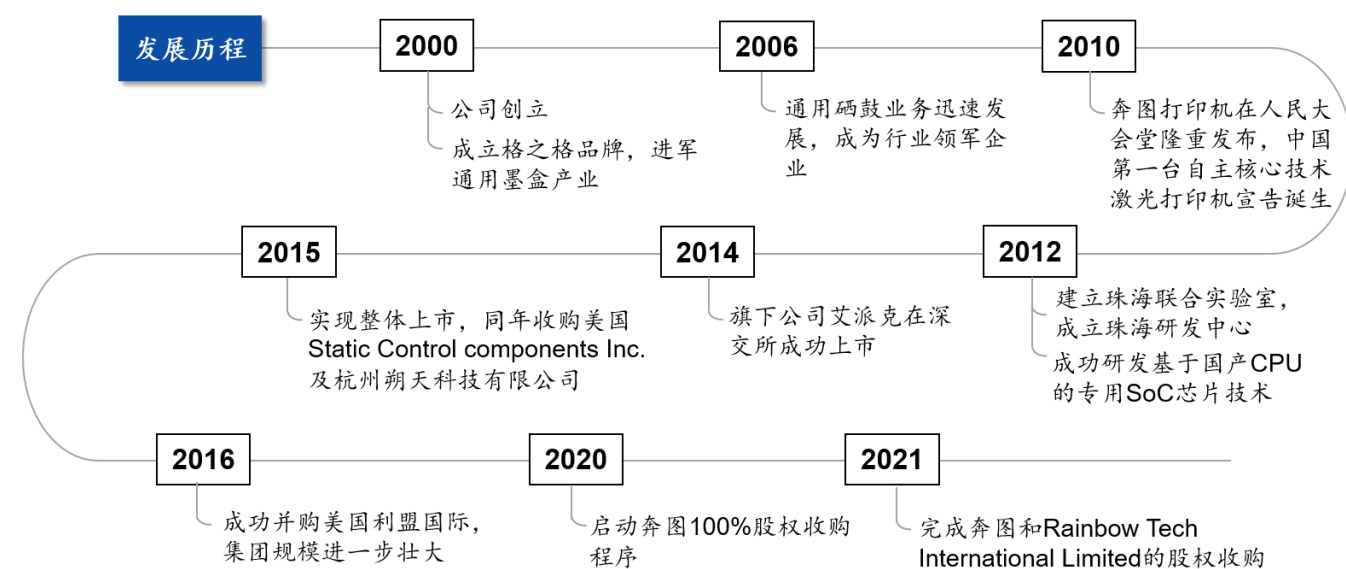
图 21: 利盟营业收入情况.....	14
图 22: 利盟企业级的成像性能	15
图 23: 奔图营业收入情况.....	16
图 24: 奔图净利润情况 (单位: 亿元)	16
图 25: 奔图全球出货量 (单位: 万台)	17
图 26: 全球硬拷贝外设 (打印机) 市场份额	17
图 27: 奔图部分产品展示.....	17
图 28: 奔图 CM8506DN 彩色激光多功能一体机	18
图 29: 公司通用打印耗材业务营业收入情况 (单位: 亿元)	19
图 30: 格之格蓝钻系列易加粉 PRO+388A/2612A 硒鼓	19
图 31: HSP2210 (黑白单功能激光打印机主控 SoC) 产品结构图	21
表 1: 主要产品收入结构分析	6
表 2: 首次授予部分限制性股票归属安排与业绩考核要求.....	9
表 3: 首次授予部分限制性股票成本摊销情况.....	9
表 4: 格之格创新驱动力	20
表 5: 公司收入拆分 (单位: 百万元)	23
表 6: 可比公司估值情况.....	24

1. 公司介绍：打印行业领先企业，打造全球知名品牌

1.1 历史沿革：深耕打印显像行业，研发驱动快速发展

纳思达股份有限公司创立于 2000 年，专注打印显像行业二十余年，目前已成为全球第四的激光打印机厂商和行业内优秀的集成电路设计企业。公司是中国上市企业 500 强。2014 年，公司在深交所成功上市。公司已实现打印全产业链覆盖，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。公司产品技术涵盖激光打印机及配套耗材、集成电路芯片、打印机核心零部件、通用耗材等领域。截至 2022 年 6 月 30 日，公司拥有自主研发的已取得专利权的专利 5445 项，其中发明专利 3515 项，实用新型专利 1348 项，外观设计专利 401 项，软件著作权与集成电路布图设计 181 项。同时，另有 1489 项专利申请正在审查过程中。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，公司公告，国元证券研究所

公司高度重视技术创新和专利建设。公司从打印机通用耗材生产起步，随后研发了自主的打印耗材芯片，近十年稳居全球通用打印耗材行业龙头企业地位，市场份额保持全球第一；2010 年开发出中国第一台具有自主知识产权的“奔图”激光打印机，是国内唯一一家掌握激光打印机核心关键技术的企业，构建了国内最大的打印行业知识产权分析平台；2014 年公司芯片业务率先在深交所上市，其后扩张发展中两次得到了国家集成电路大基金的投资；2016 年公司并购原美国 IBM 打印机事业部“利盟国际”，初步完成了激光打印机从上游零部件及耗材到整机研发生产、从低端到高端产品全系列、从产品销售到打印服务管理解决方案的全产业链业务布局。2017 年承担国家核高基重大专项任务《国产嵌入式 CPU 规模化应用》，掌握了基于国产架构的黑白打印机主控 SoC 芯片技术，已在打印机国产替代中规模化应用。

图 2：公司业务架构



资料来源：公司官网，国元证券研究所

公司的主要业务包括：打印机全产业链业务和集成电路业务。

- **打印机全产业链业务：**公司的打印机业务已覆盖了打印机全产业链，包括激光打印机整机、激光打印机原装耗材、打印机主控 SoC 芯片、耗材芯片、打印机通用耗材、打印管理服务业务。公司经过多年的技术探索和创新研发，建立了庞大的基础专利技术平台，凭借十多年的技术积累，已经完全掌握了打印机各级源代码和完整的软固件核心技术，拥有了具有自主知识产权的打印机引擎。
- **集成电路业务：**公司的集成电路设计及应用业务处于国内领先地位，具备 CPU 独立设计能力和复杂 SoC 芯片的设计能力。通过横向联合，公司在模拟 IP 领域的设计能力也大大加强。公司集成电路业务立足于打印机行业的应用（打印耗材芯片、打印机主控 SoC 芯片），逐步扩展到打印机行业之外的应用（如通用 MCU、物联网信息安全芯片等）。在解决行业技术难点及克服专利壁垒问题上，公司一直走在全球市场前沿，立志成为物联网 SoC-eSE 嵌入式安全芯片及通用 MCU 设计解决方案的优秀供应商，为工业控制、消费电子、医疗设备、智能家居以及汽车应用等领域提供更优质的产品与服务。

1.2 财务分析：盈利能力明显提升，核心业务健康成长

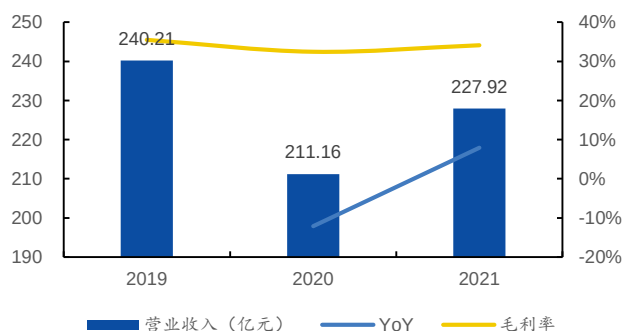
2021 年，公司实现营业收入 227.92 亿元，同比增长 7.94%，其中 76.03% 的收入来自中国境外（含出口）；实现归母净利润 11.63 亿元，同比增长 701.23%。公司 2021 年收入增长的主要原因包括：

- **全球疫情管控放宽，市场需求复苏：**在全球疫情常态化的背景下，欧美国家对疫情的管控逐步放宽，市场办公打印需求恢复明显，有效拉动全球激光打印机和耗材的销售；
- **打造本土化供应链，盈利能力持续提升：**在激光打印机市场供应链短缺的环境下，奔图协同集团公司有效克服供应紧缺并积极打造本土化供应链，盈利能力及市场份额持续提升；
- **完善品牌销售工具，提升海外品牌知名度：**在海外电商方面，公司的耗材品牌从亚马逊(Amazon)平台顺利扩展到易贝(eBay)和沃尔玛(Walmart)平台。在高端市场方面，公司与美国、加拿大等地的代理伙伴合作，进一步打开北美市场，扩大

销量。

分地区来看，公司的收入主要来自于中国境外（含出口）。2021 年，中国境外（含出口）实现收入 173.28 亿元，同比增长 1.56%，占公司营业收入的比重达到 76.03%。

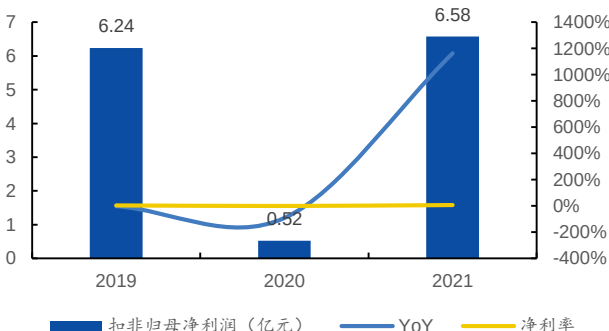
图 3：营业收入及毛利率情况



资料来源：公司公告，国元证券研究所

注：2019-2020 年营业收入采用 2021 年年度报告调整后的数据

图 4：扣非归母净利润及净利润率情况



资料来源：公司公告，国元证券研究所

从产品类型来看，原装打印机及耗材是公司收入的主要来源，近两年收入占比超过 70%。2021 年欧美打印市场从 2020 年疫情谷底中逐步恢复，市场需求复苏，利盟全年营业收入 21.77 亿美元，同比增长约 8.75%。管理层报表数据口径下，利盟全年息税折旧及摊销前利润达 2.735 亿美元，同比增长 18%。在全球范围半导体元器件紧缺的大环境下，利盟供应链团队通过加强与集团公司的协同合作，把缺货的影响降到最低。虽然未能全部满足市场的订单需求，2021 年利盟打印机销量仍取得 14% 的增长。2021 年，奔图实现营业收入 38.70 亿元，同比增长 71.87%，实现净利润 6.79 亿元，同比增长 140.21%。截至 2021 年，奔图已经连续 6 年实现出货量 and 市场份额双增长，商用市场的打印机销售单价上升，原装耗材随着打印机保有量的上升开始快速增长，盈利能力不断加强。

表 1：主要产品收入结构分析

产品类型	2020		2021	
	金额 (亿元)	收入占比	金额 (亿元)	收入占比
原装打印机及耗材	154.15	73.00%	167.45	73.47%
通用耗材及配件	47.50	22.50%	46.24	20.29%
芯片 (对外销售)	5.40	2.56%	7.11	3.12%
其他	4.11	1.94%	7.11	3.12%
合计	211.16	100.00%	227.92	100.00%

资料来源：公司公告，国元证券研究所

注：2020 年数据为调整后的数据

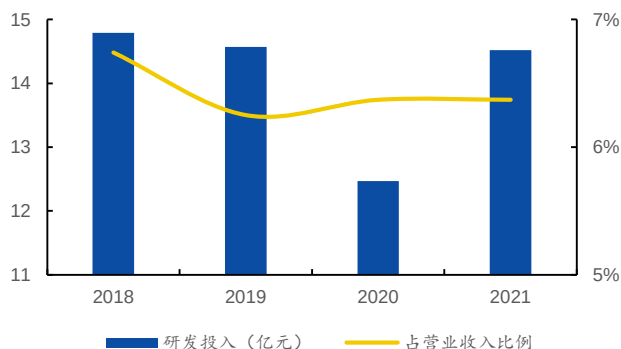
从研发来看，公司一直以“市场需求为导向，技术创新为核心”，紧紧围绕市场需求，依靠先进科技，采取合作开发、自主开发等多种研发模式，向消费者提供不断满足其对办公生活需求的打印解决方案。

■ **研发投入：**2018-2021 年，公司研发费用分别为 14.79、14.57、12.47、14.52 亿元，研发费用率分别为 6.74%、6.25%、6.37%、6.37%。2021 年，公司研发

费用主要用于彩色激光打印机研发项目、彩色多功能激光打印机关键零部件研发等项目。

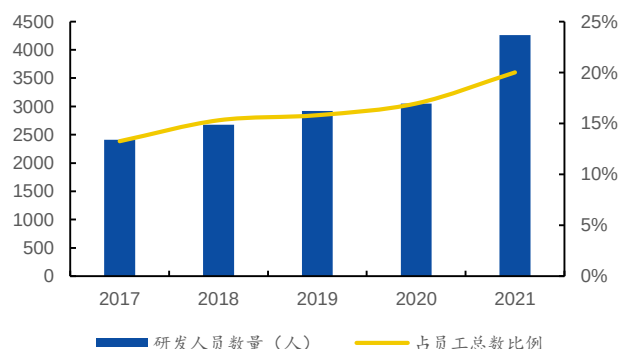
- **研发人员：**公司稳步推进人才队伍建设，积极进行人才开发、培养，不断引入高端人才，加强国际化人才梯队建设。截至 2021 年 12 月 31 日，公司全球员工总数达 21787 人，其中，大专及以上学历人员占比 50.22%，本科及以上学历人员占比 35.45%，硕士及以上学历人员占比 6.56%。2021 年，研发人员数量达到 4261 人，占员工总数的比重达到 20.00%。

图 5：公司研发投入情况



资料来源：Wind，公司公告，国元证券研究所

图 6：公司研发人员情况



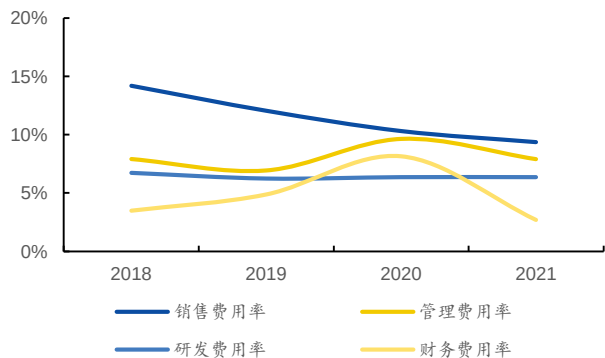
资料来源：公司公告，国元证券研究所

2021 年，公司实现扣非归母净利润 6.58 亿元，同比增长 1164.14%。2018-2020 年，公司的净利率分别为 5.55%、3.72%、-0.77%。2021 年净利率反弹至 7.00%。

从费用来看，公司费用主要投向销售与管理。

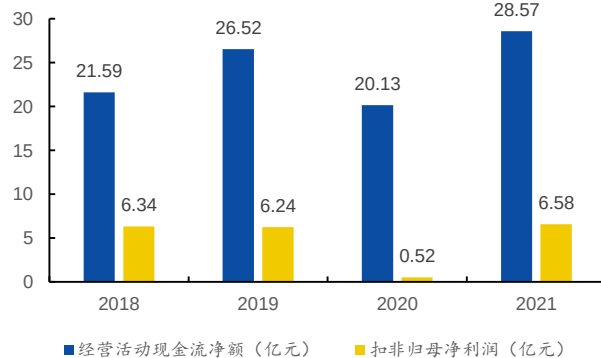
- **销售费用：**2018-2021 年，公司销售费用分别为 31.15、28.10、20.21、21.35 亿元，销售费用率分别为 14.20%、12.06%、10.32%、9.37%，呈现明显的下降趋势。
- **管理费用：**2018-2021 年，公司的管理费用分别为 17.33、16.15、18.88、18.00 亿元，管理费用率分别为 7.91%、6.93%、9.64%、7.90%。

图 7：公司期间费用率情况



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 8：经营活动现金流净额与扣非归母净利润对比



资料来源：Wind，国元证券研究所

公司经营质量较高，经营活动现金流净额持续高于扣非归母净利润。2018-2021 年，公司经营活动现金流净额分别为 21.59、26.52、20.13、28.57 亿元。

1.3 股权架构：股权结构较为集中，核心团队经验丰富

根据公司《2022 年半年度报告》，公司控股股东为珠海赛纳打印科技股份有限公司，持股比例为 28.96%。公司实际控制人为汪东颖先生、李东飞先生、曾阳云先生，汪东颖先生和李东飞先生的直接持股比例分别为 2.95%、1.50%。

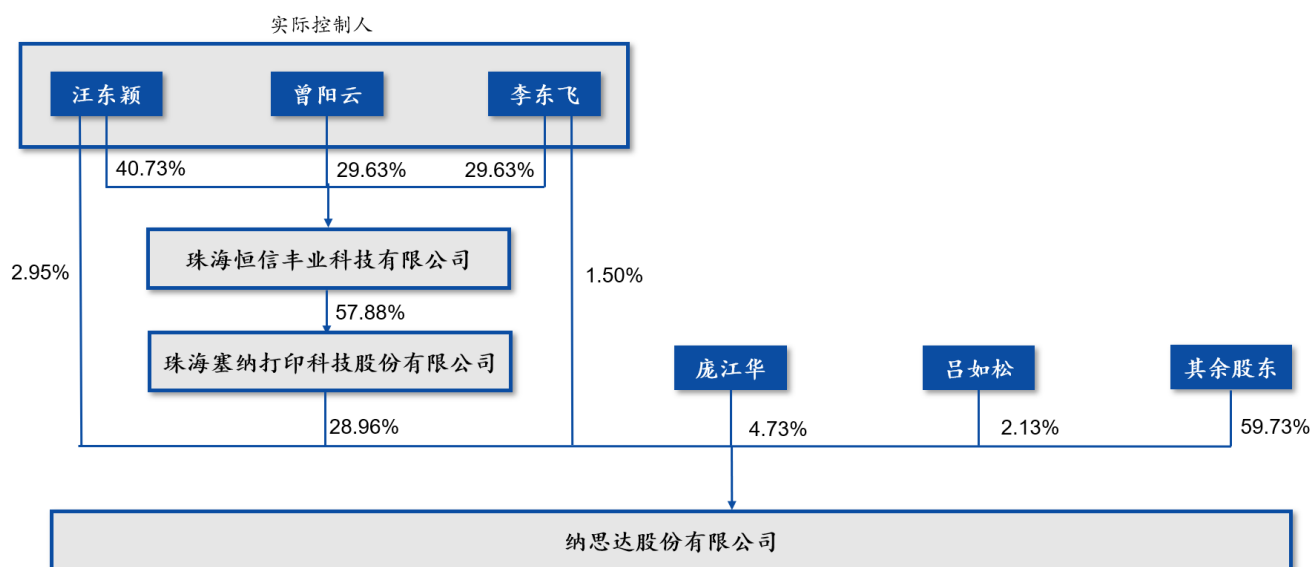
珠海赛纳打印科技股份有限公司成立于 2006 年 4 月，主要业务为：研发、生产、加工和销售自产的激光打印机、多维打印机、多功能（传真）一体机及激光硒鼓、碳粉，墨盒、墨水、墨盒外壳，色带、带框、电脑外设、多维打印机配件、多维打印耗材等打印机耗材及上述产品的配件产品。

汪东颖先生，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 月至今任公司董事长。

李东飞先生，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 月至今任公司监事，2022 年 3 月至今任公司监事会主席。

曾阳云先生，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 9 月至 2022 年 1 月任公司监事会主席。

图 9：公司股权结构（截至 2022 年 9 月 30 日）



资料来源：Wind，公司公告，国元证券研究所

1.4 股权激励：聚焦公司核心人才，助力公司持续成长

2022 年 2 月 28 日，公司发布《2022 年限制性股票激励计划（草案）》。激励计划的实施进一步建立、健全了公司长效激励机制，吸引和留住了优秀人才，充分调动公司（含分公司及控股子公司）董事、高级管理人员、中层管理人员、核心骨干以及公司

董事会认为需要进行激励的其他人员的积极性，有效地将客户利益、股东利益、公司利益和员工利益结合在一起，使各方共同关注客户价值和公司的长远发展。

- **激励数量：**本激励计划拟向激励对象授予的限制性股票数量为 536.50 万股，占本激励计划草案公告时公司股本总额的 0.38%（其中，首次授予 0.36%，预留 0.02%）。
- **激励价格：**本激励计划首次授予的限制性股票的授予价格为 24.82 元/股。
- **激励对象：**本激励计划首次授予的激励对象共计 464 人，包括公告本激励计划时在公司（含分公司及控股子公司）任职的董事、高级管理人员、中层管理人员、核心骨干以及公司董事会认为需要进行激励的其他人员，不包括公司独立董事、监事、单独或合计持股 5%以上股东或实际控制人及其配偶、父母、子女。
- **考核目标：**以公司 2021 年净利润为基数，2022-2024 年净利润增长率分别不低于 60%、116%、196%。

表 2：首次授予部分限制性股票归属安排与业绩考核要求

解除限售安排	业绩考核目标	得分情况		
		0 分	60 分	100 分
40%	2022 年公司净利润较 2021 年增长率(A)≥60.00%	A<45.00%	45.00%≤A<60.00%	A≥60.00%
40%	2023 年公司净利润较 2021 年增长率(A)≥116.00%	A<90.00%	90.00%≤A<116.00%	A≥116.00%
20%	2024 年公司净利润较 2021 年增长率(A)≥196.00%	A<166.00%	166.00%≤A<196.00%	A≥196.00%

资料来源：公司公告，国元证券研究所

公司选取净利润作为股权激励考核目标，彰显对公司盈利能力的十足信心。在费用方面，首次授予部分预计摊销总费用为 12864.03 万元。

表 3：首次授予部分限制性股票成本摊销情况

考核年度	摊销费用
2022 年	7146.69 万元
2023 年	4288.01 万元
2024 年	1286.40 万元
2025 年	142.93 万元
合计	12864.03 万元

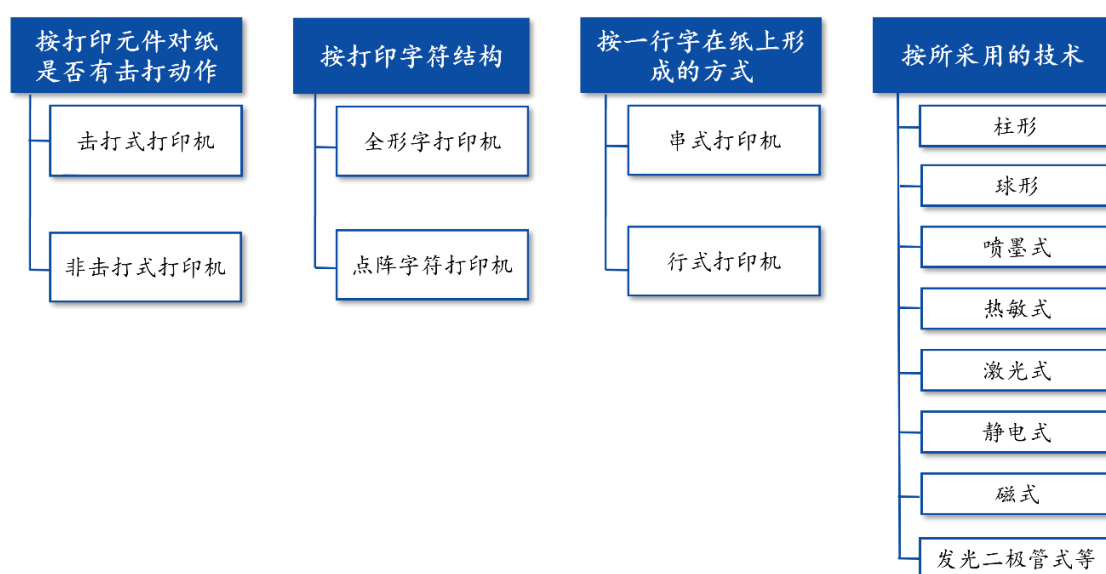
资料来源：公司公告，国元证券研究所

2. 行业分析：打印市场持续扩大，集成电路需求旺盛

2.1 打印机行业：疫情影响逐步减弱，办公打印仍为主流

打印机是计算机的输出设备之一，用于将计算机处理结果打印在相关介质上。衡量打印机好坏的指标有三项：打印分辨率、打印速度和噪声。打印机的种类很多，按打印元件对纸是否有击打动作，分击打式打印机与非击打式打印机。按打印字符结构，分全形字打印机和点阵字符打印机。按一行字在纸上形成的方式，分串式打印机与行式打印机。按所采用的技术，分柱形、球形、喷墨式、热敏式、激光式、静电式、磁式、发光二极管式等打印机。

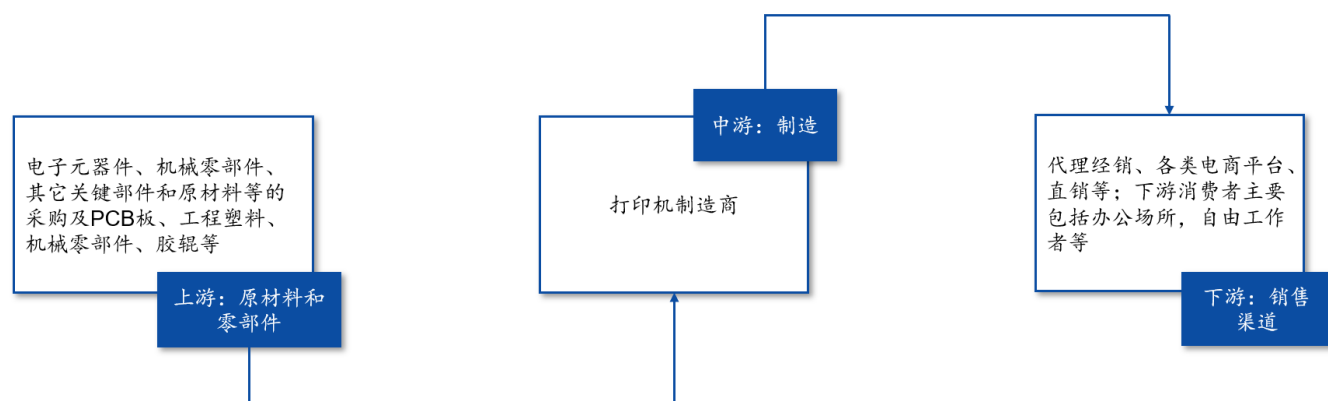
图 10：打印机分类



资料来源：智研咨询，国元证券研究所

打印机上游行业主要提供打印机生产制造所需的原材料和零部件；中游是打印机制造商；下游是销售渠道。

图 11：打印机行业产业链

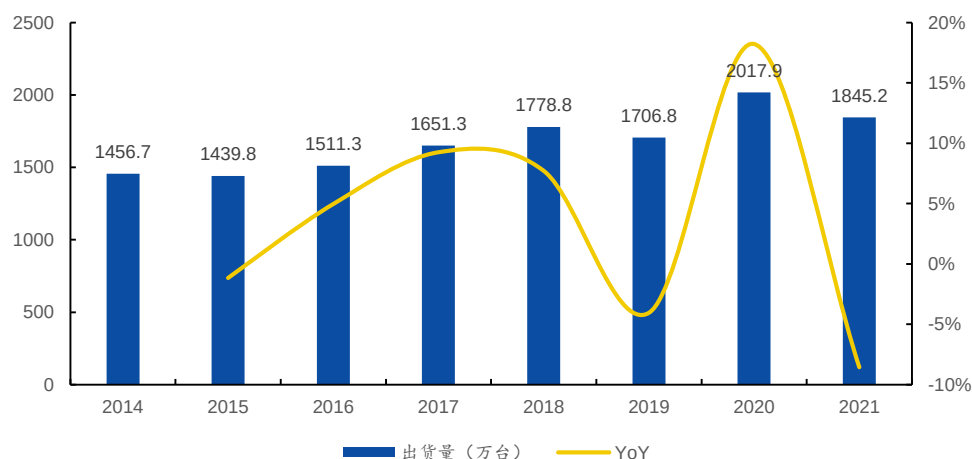


资料来源：智研咨询，国元证券研究所

从全球市场来看，随着若干行业电子办公的发展，对打印机的需求有轻微的负面影响。

从国内市场来看，2020 年疫情期间，家庭打印需求呈现出了井喷式爆发，学生在线学习和员工在家远程办公带来大量作业及文件打印需求，成为了市场增长的主要驱动力。进入 2021 年，疫情得到有效控制，生产生活逐步常态化，消费市场需求出现回落。根据智研咨询的数据，2021 年，中国打印机出货量为 1845.2 万台，同比下降 8.56%。

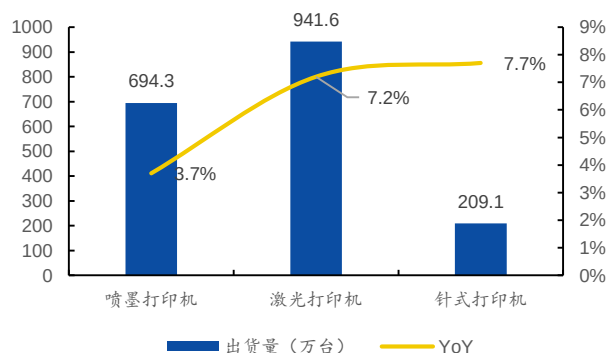
图 12：2014-2021 年中国打印机出货量及增长情况



资料来源：IDC，智研咨询，国元证券研究所

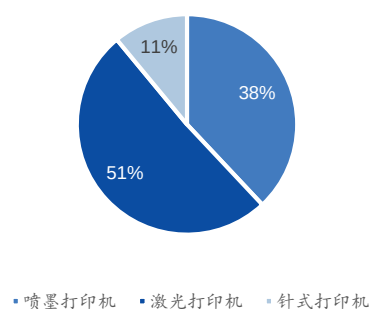
根据智研咨询的数据，从打印机细分领域出货量情况看，2021 年喷墨打印机出货量 694.3 万台，同比下降 3.7%；激光打印机出货量 941.6 万台，同比下降 7.2%；针式打印机出货量 209.1 万台，同比下降 7.7%。从市场占比情况看，2021 年激光打印机出货量占总出货量的 51%；喷墨打印机出货量占总出货量的 38%，针式打印机出货量占总出货量的 11%。

图 13：2021 年中国打印机细分领域出货量情况



资料来源：IDC，智研咨询，国元证券研究所

图 14：2021 年中国打印机品种细分市场占比情况



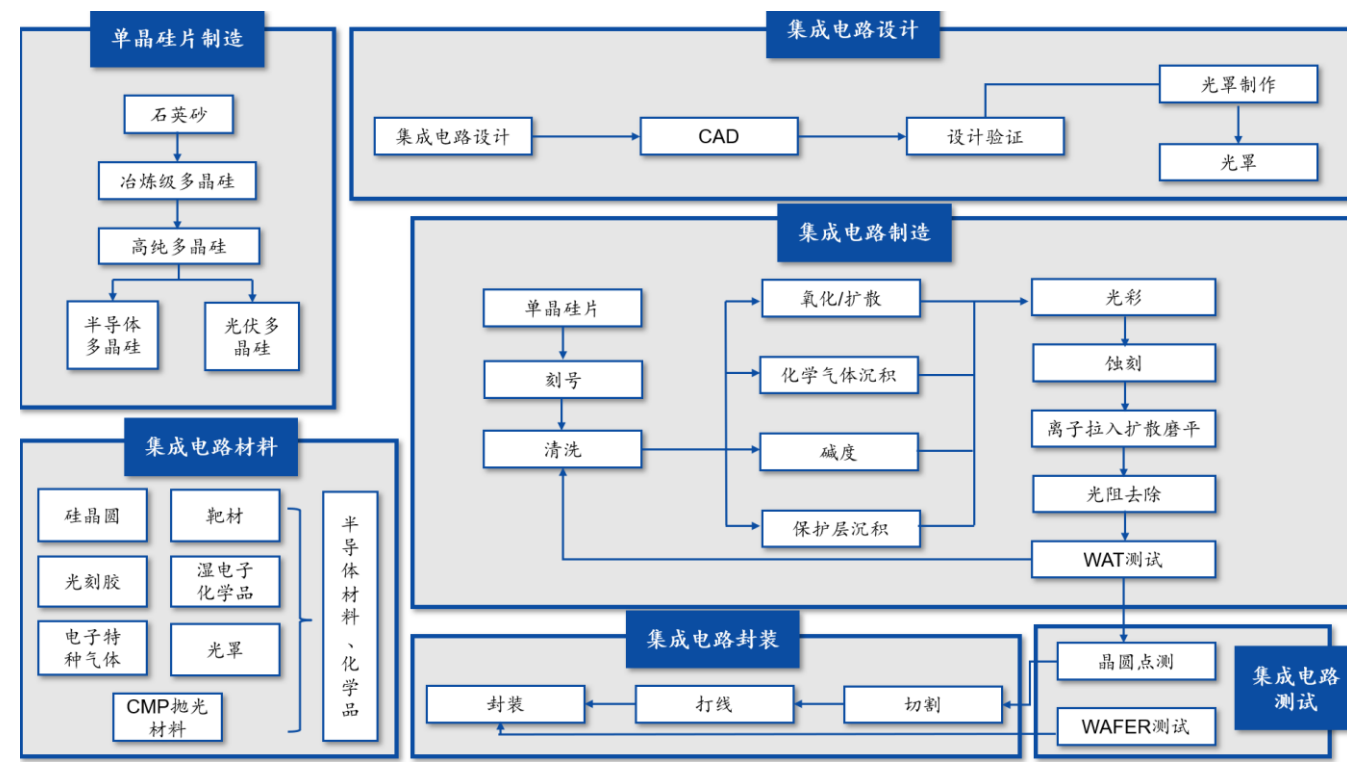
资料来源：IDC，智研咨询，国元证券研究所

2.2 集成电路行业：下游需求持续释放，行业保持稳健增长

集成电路，简称 IC，就是把一定数量的常用电子元件，如电阻、电容、晶体管等，

以及这些元件之间的连线，通过半导体工艺集成在一起的具有特定功能的电路，集成电路产业是现代信息技术的基石。从实际经营的角度分析，集成电路产业链是以电路设计为主导，由电路设计公司设计出集成电路，然后委托芯片制造厂生产晶圆，再委托封装厂进行集成电路封装及测试，然后销售给电子整机产品生产企业。

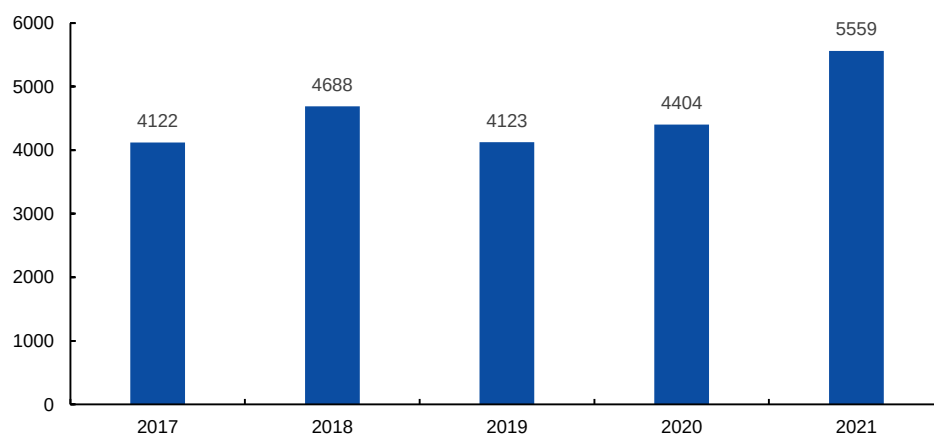
图 15：集成电路产业链示意图



资料来源：前瞻产业研究院，国元证券研究所

在半导体市场旺盛需求的引领下，2021 年全球半导体市场实现高速增长。根据 WSTS 的数据，2021 年全球半导体市场规模达到 5559 亿美元，同比增长 26.2%。

图 16：全球半导体市场规模（单位：亿美元）

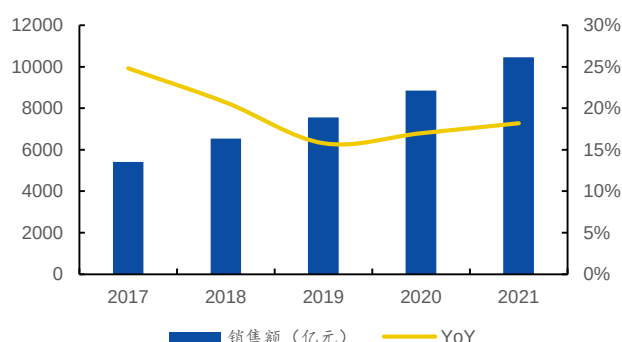


资料来源：WSTS，中国半导体行业协会，国元证券研究所

2021 年是中国“十四五”开局之年，在国内宏观经济运行良好的驱动下，国内集成电路产业继续保持快速、平稳增长态势，2021 年中国集成电路产业首次突破万亿元。根据中国半导体行业协会的数据，2021 年中国集成电路产业销售额为 10458.3 亿元，同比增长 18.2%。其中，设计业销售额为 4519 亿元，同比增长 19.6%；制造业销售额为 3176.3 亿元，同比增长 24.1%；封装测试业销售额为 2763 亿元，同比增长 10.1%。

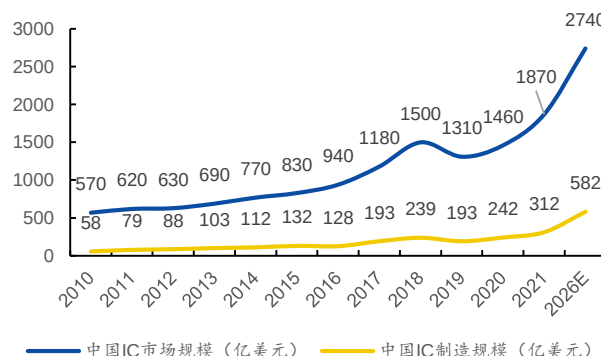
2021 年，中国 IC 制造的市场占有率为 16.7%，IC Insights 预测，这一占比到 2026 年将增加 4.5 个百分点，达到 21.2%（平均每年增加 0.9 个百分点）。

图 17：中国集成电路行业销售额增长情况



资料来源：中国半导体行业协会，国元证券研究所

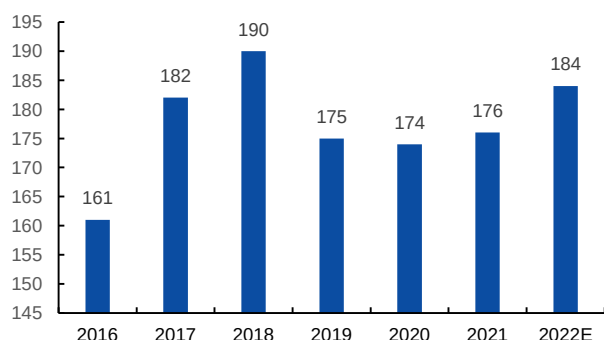
图 18：中国集成电路行业市场及生产制造规模趋势预测



资料来源：IC Insights，国元证券研究所

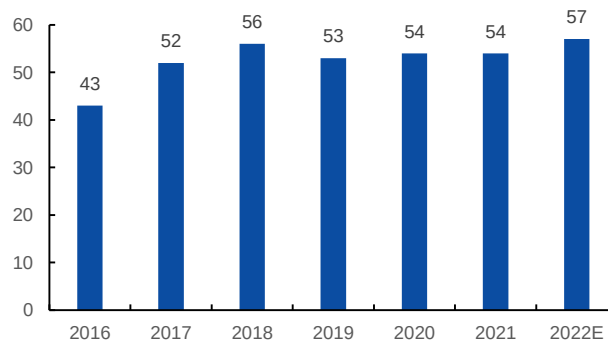
MCU 作为智能控制的核心，广泛应用于工业控制、汽车及新能源、高端消费等领域，伴随物联网的逐步落地和新能源汽车的发展，MCU 的市场需求长期增长可期。根据 Omdia 的数据，2019 年全球 MCU 市场规模为 175 亿美元，预计 2022 年将达到 184 亿美元；2019 年中国 MCU 市场规模为 53 亿美元，占全球市场比重为 30.2%，预计 2022 年中国 MCU 市场规模将达到 57 亿美元。在产品应用占比方面，未来 32 位 MCU 占比将呈不断上升趋势。未来下游应用场景趋于复杂，要求 MCU 具备更高的集成度和更丰富的功能，32 位 MCU 工作频率大多在 100-350MHz 之间，执行效能更佳，应用类型也更加多元。

图 19：全球 MCU 市场规模预测（单位：亿美元）



资料来源：Omdia，中商产业研究院，国元证券研究所

图 20：中国 MCU 市场规模预测（单位：亿美元）



资料来源：Omdia，中商产业研究院，国元证券研究所

3. 竞争力分析：技术创新构筑壁垒，全球市场大展宏图

3.1 打印机业务：利盟奔图协同发展，长期成长空间广阔

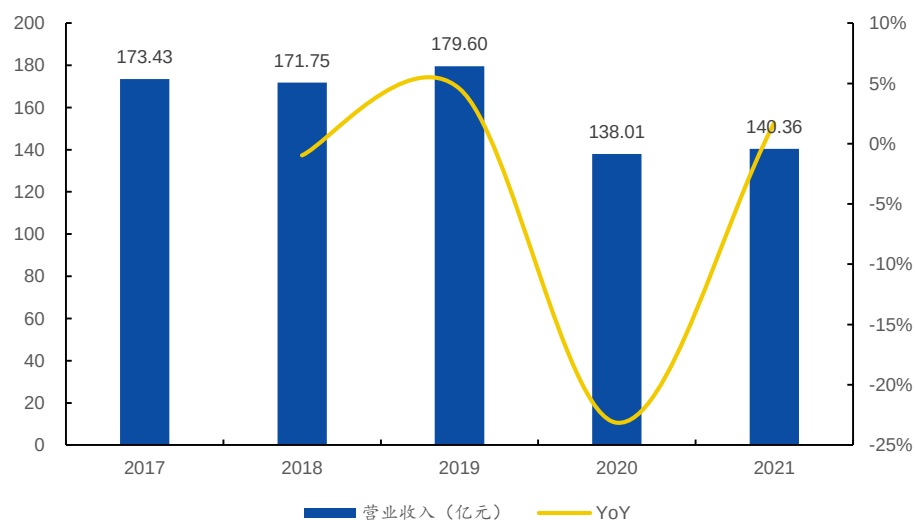
打印机业务是公司目前收入的主要来源，公司有望持续扩大市场份额，利用利盟和奔图双品牌协同效应，积极参与全球市场竞争，公司将争取打印机总出货量早日进入全球激光打印机厂商前三甲。

3.1.1 利盟：致力服务企业市场，经营业绩不断向好

利盟国际有限公司(Lexmark)成立于 1991 年，总部位于肯塔基州列克星敦，主要为制造、零售、金融服务、医疗保健、教育、政府等领域的客户提供服务。Lexmark 被诸多高技术行业的领先市场分析公司公认为是打印硬件、服务、解决方案和安全领域的全球领导者。2016 年公司成功并购利盟国际，进一步拓展和完善了打印产业链。2021 年，利盟实现营业收入 21.77 亿美元，同比增长约 8.75%。

展望未来，利盟将继续实施成本节降策略，巩固与 OEM 合作伙伴的关系，继续与核心企业级战略伙伴合作，努力降低缺货的影响，随着全球供应链体系逐步恢复至疫情前的水平，利盟的打印机业务有望取得更高增长。

图 21：利盟营业收入情况



资料来源：公司公告，国元证券研究所

利盟诞生于企业领域，并仍然致力于创造具有大型企业所需求的移动性、安全性和智能性的产品。

图 22：利盟企业级的成像性能



Lexmark 移动打印解决方案可以为用户提供灵活性和便利性，同时通过移动需求的控制和安全功能来支持 IT。

Lexmark 使安全性成为我们所有产品中必不可少的一部分，以帮助您的业务创建一个不仅更安全而且更有效率的环境。

Lexmark 智能多功能数码复合机技术是数字和纸质信息之间的连接点，可以让您灵活地管理不断变化的业务和技术环境。

资料来源：利盟官网，国元证券研究所

- **Lexmark 行动装置：**利盟为用户提供 Lexmark 行动装置作业系统，使用者随处均可进行列印，无论使用桌面或移动平台，Lexmark 列印管理都能灵活地进行列印；
- **注重全面安全的软硬件设计：**Lexmark 的安全软件开发生命周期(SSDL)包含一系列流程，旨在解决与软件开发（从规划、设计到实施）相关的所有安全方面的问题，包括质量保证、发布和维护。SSDL 提供首屈一指的保护检查点，可满足客户的独特安全要求；
- **Lexmark 智能多功能数码复合机生态系统：**Lexmark 智能多功能数码复合机生态系统汇集了硬件、软件、工具和服务，是由每一台 Lexmark 智能多功能数码复合机启用的一组技术和功能。它与 IT 基础设施和应用程序一起，通过智能功能改善日常任务和流程的操作，并且简化了管理不断变化的业务和技术环境的挑战。

公司于 2022 年 7 月 18 日发布《关于境外控股子公司美国利盟国际有限公司签署<信贷协议>的公告》。公司于 2016 年联合 PAG Asia Capital Lexmark Holding Limited 及上海朔达投资中心（有限合伙）以境外子公司 Ninestar Holdings Company Limited 完成对利盟国际有限公司 100%股份的收购，以于开曼群岛投资设立的子公司 Ninestar Group Company Limited 和公司于美国特拉华州投资设立的子公司 Ninestar Lexmark Company Limited 向中信银行股份有限公司广州分行作为全球牵头行的银团申请了银团贷款，该银团贷款主要是用于收购及营运资金使用。为补充利盟国际的营运资金，2021 年利盟国际再次组建了流动资金贷款银团。截至 2022 年 6 月末，利盟国际的存量贷款余额约等值 10.8 亿美元，将于 2023 年、2024 年到期偿还。

为解决利盟国际 2023 年、2024 年还款压力，保证利盟国际未来 5 年的流动性安全，

改善存量银团的担保条件，解除公司担保的系统性风险，降低对外担保余额，公司通过国际市场组团再融资(Refinance)对存量银团进行了重新安排，新的银团贷款以美国 Morgan Stanley Senior Funding, Inc.（摩根士丹利高级基金公司）为牵头行，由全球 12 家银行组成的项目银团作为贷款人签署了《信贷协议》，该贷款已于 2022 年 7 月 15 日发放。

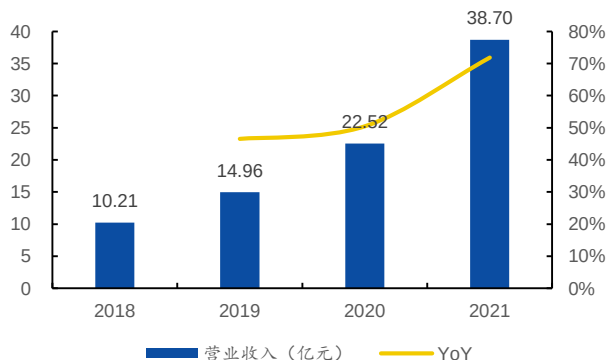
本次再融资的完成使公司解除了对利盟国际承担的由中信银行牵头的存量银团债务的连带担保责任，同时解除了控股股东珠海赛纳打印科技股份有限公司以其持有的 1.26 亿股纳思达股票所提供的股票质押担保，以及公司实际控制人汪东颖先生为存量银团中流动资金贷款所提供的无限连带责任保证担保。

3.1.2 奔图：进行全产业链布局，营收规模快速扩大

奔图是一家掌握打印机核心技术和自主知识产权，集研发、设计、生产、销售打印机、耗材及文印输出解决方案为一体的中国企业。2010 年，第一台奔图打印机在中国人民大会堂发布；2017 年，公司对奔图进行托管；2021 年，公司完成对奔图 100% 股权收购，奔图电子成为公司全资子公司。2021 年，奔图 A4 彩色激光打印机、A4 中高速黑白激光打印机全新上市，产品线进一步扩充，综合竞争力得到进一步提升。

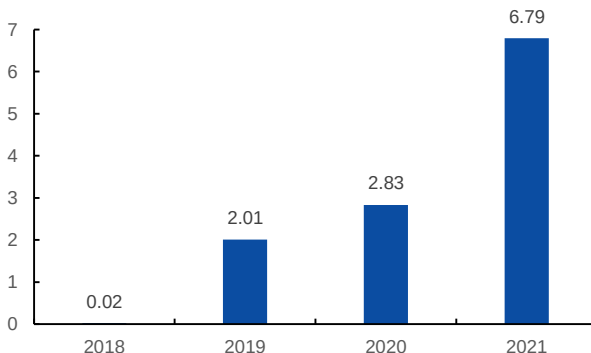
展望未来，奔图将持续提升产品质量稳定性，降低成本，扩展中高端产品线，进一步提升盈利能力。通过增量与店面增值、商机转化、平台资源转化等方式，商用市场实现经销商、集成商、电商平台三大渠道全面增长；国内信创市场将完善服务体系，发挥品牌优势，保证领先的信创市场份额。

图 23：奔图营业收入情况



资料来源：公司公告，国元证券研究所

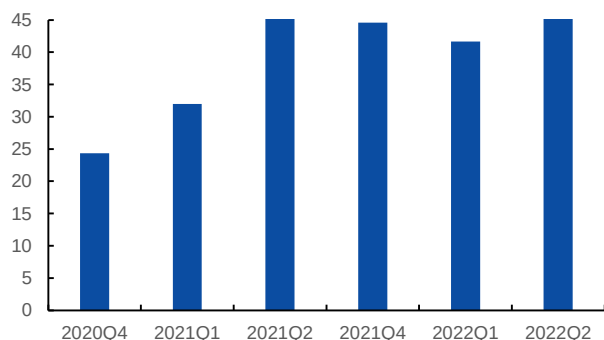
图 24：奔图净利润情况（单位：亿元）



资料来源：公司公告，国元证券研究所

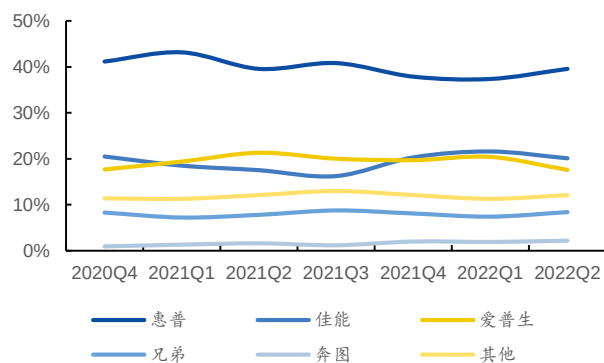
2021 年，奔图海外业务范围继续扩大，海外打印机销量同比增长超 60%，中国市场继续保持增长，销量同比增长 47.7%。根据 IDC 的数据，2021 年第四季度奔图全球出货量为 44.6 万台，同比增长 83.1%，市场占有率为 2.0%；2022 年第二季度奔图全球出货量为 48.6 万台，同比增长 28.8%，市场占有率为 2.2%。

图 25：奔图全球出货量（单位：万台）



资料来源：IDC，国元证券研究所

图 26：全球硬拷贝外设（打印机）市场份额



资料来源：IDC，国元证券研究所

奔图已全面构建“关键零部件—打印机—打印管理服务”一体化的全产业链布局，产品涵盖从 A4 到 A3、黑白到彩色、单功能到多功能、硬件到解决方案全产品线覆盖，销售网络遍及全球 80 多个国家及地区。

图 27：奔图部分产品展示



资料来源：奔图打印微信公众号，国元证券研究所

以 CM8506DN 产品为例，具有以下特点：1) 黑白/彩色打印速度高达 35 页/分钟，支持自动双面打印；同时标配 100 页 ADF 自动输稿器，可以快速完成双面复印、扫描，提高办公效率；2) 标配四核 1.2GHz 处理器+2048MB 内存，月打印负荷高达 20 万页，可以满足企业级大批量输出需求；3) 人性化智能触摸屏，菜单选项一目了然，轻触、滑动进行各项操作，提供便捷流畅的使用体验；4) 可选配装订器，支持自动装订、打孔、折页功能，有效简化工作流程。

图 28：奔图 CM8506DN 彩色激光多功能一体机



CM8506DN

企业级彩印之选

资料来源：奔图官网，国元证券研究所

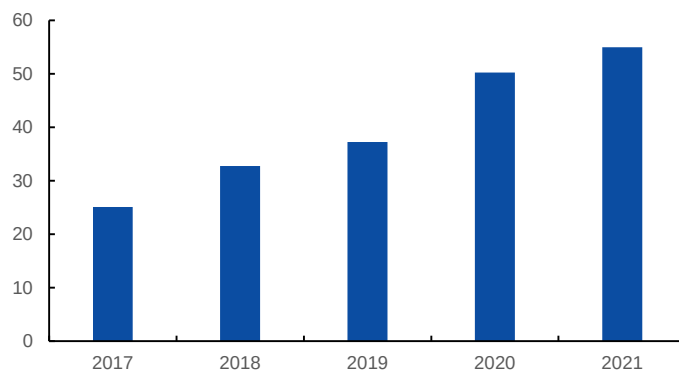
3.2 通用耗材业务：重视技术研发创新，彰显公司核心优势

公司从打印机通用耗材生产起步，为进一步完善公司产业链布局，公司在 2015 年完成对美国 Static Control Components, Inc. 100% 股权收购，2017 年完成对中润靖杰、珠海拓佳、欣威科技三家耗材公司各 51% 的收购，2020 年完成欣威科技和中润靖杰两家公司剩余的股权收购，近十年稳居全球通用打印耗材行业龙头企业地位，市场份额保持全球第一。

展望未来，公司将继续保持通用打印机耗材的市占率优势，加强资源整合，打造差异化优势产品，进一步推动高端通用耗材产品的升级，满足用户个性化需求，同时加大对全球销售渠道的整合力度，提高公司通用耗材的整体竞争力，提升生产效率和质量水平，依托智能制造，提升高端市场占有率，不断夯实通用耗材业务的盈利能力。

2021 年，公司通用打印耗材业务实现营业收入 54.94 亿元，同比增长 5.55%，实现净利润 2.53 亿元。公司作为全球细分市场领先企业，凭借专利技术优势、渠道优势、品牌优势、质量优势及市场占有率优势，在行业竞争激烈的背景下，通用打印耗材销量仍然保持增长，盈利能力在行业内得到印证。

图 29：公司通用打印耗材业务营业收入情况（单位：亿元）



资料来源：公司公告，国元证券研究所

公司旗下品牌“格之格”深耕打印耗材领域二十余年，凭借高品质的产品和服务，已成为颇具代表性的国产打印耗材品牌。

图 30：格之格蓝钻系列易加粉 PRO+388A/2612A 硒鼓



资料来源：格之格官网，国元证券研究所

挑战技术，不断创新：格之格 2021 年共推出 1403 款新品，致力为不同需求用户提供专业打印解决方案。蓝钻系列易加粉 PRO+388A/2612A 硒鼓，在延续易加粉硒鼓卓越性能的基础上进行革新，开创易加粉 3.0 新时代。格之格信创产品凭自主可控的产品优势，为政府单位、各大企业的打印安全保驾护航。

表 4：格之格创新驱动

打印类型	技术创新
激光打印类	行业首创的易加粉硒鼓：可简单方便地自行添加碳粉，大大延长硒鼓寿命。因其品质可靠、方便加粉、节约成本等特点，易加粉产品自诞生以来便迅速走俏市场，使得“傻瓜式”加粉成为硒鼓消费的新潮流。 行业率先推出 388 超大容量硒鼓：创新性推出 88x 超大容量硒鼓，全新专利设计，40+道精密工序，打印量高达 4500 页（5% 覆盖率），相对 88a 标准版提高 300% 印量，远高于原装产品，在保障打印质量的同时节省一大部分耗材的成本，对于追求更低打印成本的用户而言，满足了他们的大量打印需求。
喷墨打印类	采用自主研发抗 UV 颜料墨水，色彩还原度高，颜色艳丽，经久耐打。 采用零盐技术，7-8PH 接近中心，0.22 微米染料颗粒直径，流畅性好。 兼容爱普生墨仓式墨水墨水水瓶采用独家专利技术，拧盖即可加墨，顶盖内含滤网与密封垫，避免墨水污染堵头，倒立不滴墨，环保节省。

资料来源：格之格官网，国元证券研究所

自主研发高性能嵌入式 CPU，构建安全打印环境：为了避免信息泄露，最大限度保证信息安全，公司旗下芯片研发制造企业—艾派克科技，自主研发了具有自主知识产权高性能嵌入式 CPU-CK800 系列，应用在了格之格多个型号的硒鼓芯片上，实现对打印安全的全面管控，帮助用户构建了可控、可信的文档打印应用环境，彻底消除打印机耗材泄密、并杜绝认为泄密的可能性，防范泄露无死角，为政府、军队等其他泄密单位的信息安全上保险。

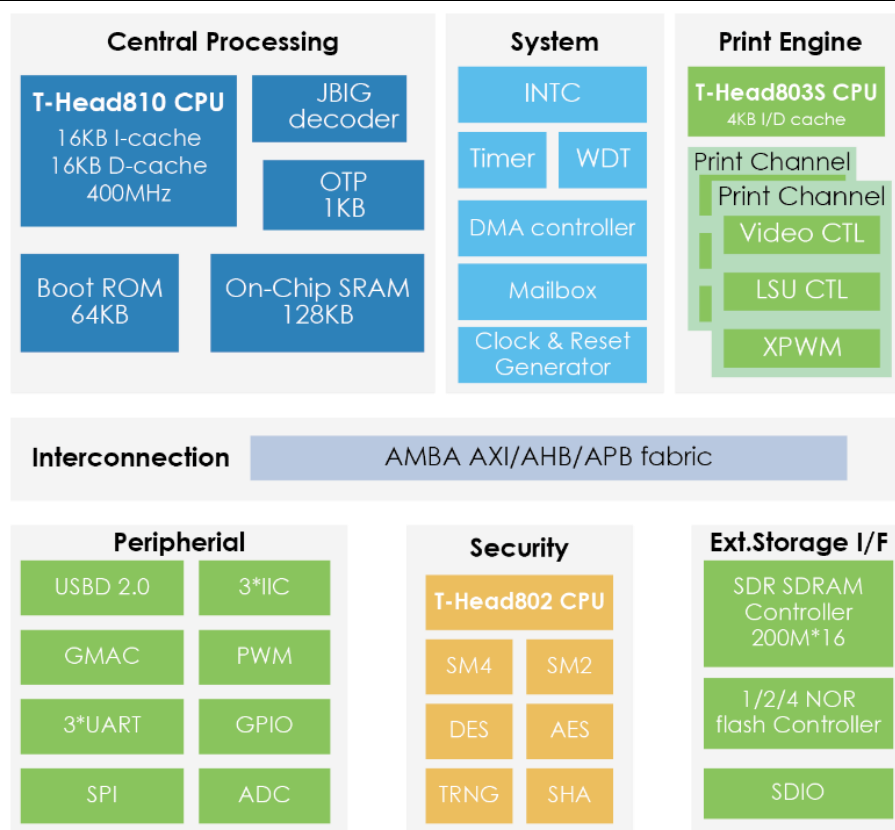
研发健康耗材，注重环境保护：格之格多年来始终致力于研发健康耗材，注重对环境的保护，促进行业健康发展。生产过程严格执行 ISO14001 环境管理体系标准，并获得十环、RoHS 双保险认证；粒度分析仪严苛检测，100% 确保碳粉颗粒表面圆滑，直径控制在 5-10 微米，底灰值远低于同行标准，营造绿色办公环境；所有产品均通过 ISO9001 国际质量管理体系认证、中国环境（十环）认证、采用国际标准产品认证、STMC 国际打印耗材标准认证、欧盟 ROHS 符合性认证、TUVEMC 等各项权威认证，严格控制产品中的铅、汞、镉、六价铬、多溴联苯和多溴苯醚等有害物质的含量。

3.3 集成电路业务：拥有自研设计技术，产品实现自主可控

子公司艾派克成立于 2004 年，是行业领先的专用集成电路芯片设计企业，拥有 CPU 设计技术、多核 SoC 专用芯片设计技术、安全芯片设计技术、通用耗材芯片设计技术等核心技术。

2022 年上半年，艾派克微电子出货量为 20946.01 万片，营业收入为 10.55 亿元，同比增长 54.90%。其中，打印机通用耗材芯片业务营业收入为 7.56 亿元，非打印耗材芯片业务营业收入为 2.98 亿元。艾派克净利润为 4.54 亿元，同比增长 33.67%。公司设计的 SoC 芯片具有自主可控性强、国产化程度高等特点，可突破核心 IP 核授权的约束、解决应用系统和安全 SoC 芯片的分立约束及由此带来的处理低效和安全隐患等问题，并实现上述各系统的深层次紧密耦合和增效，真正实现各应用领域的核心器件国产自主安全可控，并实现快速的国产替代。

图 31: HSP2210 (黑白单功能激光打印机主控 SoC) 产品结构图



资料来源: 艾派克官网, 国元证券研究所

2022 年上半年, 在研发管理方面, 公司完成了数字化研发平台和可视化研发系统, 实现了研发中心管理数字化。在产品研发方面, 两款战略级通用耗材加密芯片领先上市, 再一次奠定打印芯片行业技术领先地位。同时, 公司推出基于 Cortex M4F 系列的全新 MCU 产品, 该系列产品集处理+控制+联网多元化性能于一体, 支持单精度 FPU 运算功能以及增强型 DSP 处理指令, 符合工业增强级国际标准, 实现了国产中高端工控领域核心关键芯片的有效突破, 并完善了基于 Cortex M0+/M3/M4F 内核的产品线布局。面对日益增长的汽车市场需求, ISO26262 汽车功能安全体系认证和符合 ISO26262 功能安全标准的 G32A 系列车规级 MCU 新品研发也在按照进度顺利推进, 以满足车身控制到域控制不同场景的安全等级需求。

在打印通用耗材芯片业务方面, 公司 2022 年上半年率先推出的两款战略级新品, 全面领先竞争对手, 带动芯片价值提升, 推动销售业绩上涨。在销售端, 公司积极布局海外服务网络, 通过技术和商业模式的联合创新, 协助客户有效对应行业固件升级难题, 降低客户运营成本, 得到了客户的长期认可与支持。

在非打印芯片业务方面, 汽车/新能源、工控/安全、消费电子业务实现快速增长, 营业收入同比增长 120%, 其中 2 款 32 位 MCU 产品已通过车规 AEC-Q100 认证, 并批量供货汽车前/后装市场(车身域控制器、智能座椅、中控、BMS 控制板、汽车 EDR 等场景), 带来车规级芯片业务增长, 今年还将有数款 MCU 陆续通过车规 AEC-Q100 认证, 并持续推出更多车规级芯片以满足客户更多应用需求。

4. 盈利预测与投资建议

核心假设：

公司秉承“成为打印行业领先的科技服务型企业，打造全球知名品牌”的愿景，围绕打印机全产业链和集成电路两大业务板块，推动产品高价值化，树立品牌形象，为向全球用户提供优质的打印服务和推动国内集成电路产业化发展。经过二十余年发展，公司完成了自零部件到打印机设备及打印管理服务的全产业链布局，已经在全球 150 多个国家进行销售与服务。目前，公司产品主要包括：原装打印机及耗材、通用耗材及配件、芯片（对外销售）、其他，我们按照这四个维度预测公司未来的收入和毛利率情况。

- 1. 原装打印机及耗材：**该产品是公司的核心业务，也是公司目前的主要收入来源，主要包括激光打印机整机、激光打印机原装耗材等。2020-2021 年，该产品收入分别为 154.15、167.45 亿元，2021 年收入增速为 8.63%。全球大部分国家疫情的回落使得办公陆续常态化，带动了打印机商用市场需求的回升，该产品未来三年有望保持较快增长态势，预测 2022-2024 年该产品的收入增速分别为 20.28%、17.57%、15.93%。毛利率方面，2020-2021 年分别为 30.54%、33.61%，预测未来三年将保持在 2021 年的水平，维持在 33-34% 的区间。
- 2. 通用耗材及配件：**通用耗材是由非打印机厂商全新生产的适合某些特定打印机使用的全新耗材。打印机耗材主要指激光打印机的硒鼓和喷墨打印机的墨盒，公司凭借专利技术等优势使得该业务规模不断扩大，盈利能力在行业内得到印证。2020-2021 年，该产品收入分别为 47.50、46.24 亿元，2021 年收入增速为 -2.65%，伴随着市场需求的逐步恢复，该产品未来三年有望保持稳健增长态势，预测 2022-2024 年该产品的收入增速分别为 15.58%、12.74%、10.93%。毛利率方面，2020-2021 年分别为 33.74%、29.16%，预测未来三年将保持在 2021 年的水平，维持在 29-30% 的区间。
- 3. 芯片（对外销售）：**公司的集成电路设计及应用业务处于国内领先地位，具备 CPU 独立设计能力和复杂 SoC 芯片的设计能力。该产品主要包括打印机主控 SoC 芯片、打印机通用耗材芯片、物联网芯片等。2020-2021 年，该产品收入分别为 5.40、7.11 亿元，2021 年收入增速为 31.76%，伴随着下游需求的持续释放，未来三年有望保持快速增长态势，预测 2022-2024 年该产品的收入增速分别为 42.46%、35.51%、30.49%。毛利率方面，2020-2021 年分别为 61.81%、65.01%，预测未来三年将保持在 2021 年的水平，维持在 65-66% 的区间。
- 4. 其他：**该产品在公司收入中的占比较小。2020-2021 年，该产品收入分别为 4.11、7.11 亿元，2021 年收入增速为 73.17%，未来三年有望保持稳健增长态势，预测 2022-2024 年该产品的收入增速分别为 20.43%、16.59%、14.37%。毛利率方面，2020-2021 年分别为 51.86%、47.30%，预测未来三年将保持在 2021 年的水平，维持在 47-48% 的区间。

表 5：公司收入拆分（单位：百万元）

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
原装打印机及耗材					
收入	15415.19	16745.29	20141.23	23680.05	27452.28
增长率	-	8.63%	20.28%	17.57%	15.93%
毛利率	30.54%	33.61%	33.69%	33.74%	33.80%
通用耗材及配件					
收入	4749.95	4624.05	5344.47	6025.36	6683.93
增长率	-	-2.65%	15.58%	12.74%	10.93%
毛利率	33.74%	29.16%	29.26%	29.34%	29.44%
芯片（对外销售）					
收入	539.77	711.18	1013.15	1372.92	1791.53
增长率	-	31.76%	42.46%	35.51%	30.49%
毛利率	61.81%	65.01%	65.05%	65.10%	65.14%
其他					
收入	410.66	711.14	856.42	998.51	1141.99
增长率	-	73.17%	20.43%	16.59%	14.37%
毛利率	51.86%	47.30%	47.36%	47.42%	47.48%
合计					
收入	21115.56	22791.66	27355.28	32076.84	37069.73
增长率	-	7.94%	20.02%	17.26%	15.57%
毛利率	32.47%	34.12%	34.41%	34.68%	34.95%

资料来源：Wind，国元证券研究所

注：2020 年数据为调整后的数据

可比公司估值：

在国内上市公司中，鼎龙股份主要从事集成电路芯片及打印复印耗材等研发、生产及服务等业务，新北洋则以自主掌握的专用打印扫描核心技术为基础致力于各行业信息化、自动化产品及解决方案的创新，二者部分业务与公司部分业务相近。中科曙光、中国长城都从事 PC 与服务器等关键信创设备业务，同时都有联营公司从事芯片业务，因此我们选择这四家公司作为可比公司。从 PE 估值水平的角度来看，公司 2022-2024 年的估值水平都低于可比公司的平均水平。伴随着公司业务的持续快速发展，估值水平有望不断提升，目前具备较好的长期投资价值。

表 6：可比公司估值情况

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元)				PE			
				2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E
300054.SZ	鼎龙股份	21.73	205.89	0.23	0.42	0.61	0.81	96.43	52.19	35.51	26.82
002376.SZ	新北洋	7.44	48.75	0.22	0.25	0.29	0.31	33.43	29.91	26.07	23.66
603019.SH	中科曙光	25.21	369.08	0.79	1.05	1.37	1.76	31.88	23.93	18.38	14.34
000066.SZ	中国长城	12.51	403.55	0.19	0.15	0.23	0.35	67.53	81.30	54.76	35.30
平均		-	-	-	-	-	-	57.32	46.83	33.68	25.03
002180.SZ	纳思达	56.73	803.32	0.82	1.38	1.85	2.42	69.06	41.14	30.63	23.48

资料来源：Wind，国元证券研究所

注：可比公司均采用 Wind 一致预期，收盘价的日期为 2022 年 11 月 18 日

投资建议：

展望未来，公司将围绕打印机、集成电路、通用耗材三大主体业务，坚持国际化产业布局，积极提高打印机业务的全球市场占有率，提升盈利能力，扩大集成电路业务的行业领先优势，提高公司通用耗材的整体竞争力，实现经营业绩稳健增长。在国内信创市场，公司将完善服务体系，发挥品牌优势，保证领先的信创市场份额，长期成长空间广阔。

预测公司 2022-2024 年的营业收入为 273.55、320.77、370.70 亿元，归母净利润为 19.53、26.23、34.22 亿元，EPS 为 1.38、1.85、2.42 元/股，对应 PE 为 41.14、30.63、23.48 倍。目前，计算机（申万）指数的 PE TTM 为 52 倍，考虑到公司的成长性，给予公司 2023 年 40 倍的目标 PE，对应的目标价为 74.00 元。首次推荐，给予“买入”评级。

5. 风险提示

1. **外部经济形势及汇率风险：**世界政治经济形势多变，全球经济面临诸多不确定性，公司大部分营业收入来自海外，而对应海外业务交易的币种比较多，随着不同种类的货币对人民币汇率变动，将会对公司盈利状况产生一定程度的影响。
2. **新冠疫情带来的供应链风险：**自 2020 年 1 月以来，新冠疫情先后在亚洲、欧洲、北美等 160 多个国家和地区蔓延，至今尚未结束，且毒株发生过多次变异。目前，国内与国外疫情反复，未得到彻底控制，全球经济复苏进程受阻，电子元器件等物料短缺，对公司的全球供应链安全带来一定风险。
3. **知识产权纠纷的风险：**通用打印耗材行业是技术专利较密集的行业，专利和技术是行业内各大厂商获取竞争优势的重要手段。原装打印设备生产商不断通过专利构筑技术壁垒，保护其市场和商业利益，加剧对兼容耗材的打压和限制，与原装设备厂商在专利方面的纠纷及风险可能长期存在。

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	15356.47	19081.49	23280.42	27944.52	33542.28
现金	7043.11	9750.40	12078.61	15255.27	19299.25
应收账款	2528.26	3027.77	3548.51	4077.49	4650.63
其他应收款	89.06	131.91	147.72	163.59	177.93
预付账款	282.25	252.10	292.46	337.34	381.01
存货	3406.19	4068.37	5323.44	6164.35	7034.14
其他流动资产	2007.60	1850.94	1889.68	1946.48	1999.32
非流动资产	24331.80	24503.58	24174.79	23938.96	23805.60
长期投资	60.71	143.84	153.46	167.59	182.15
固定资产	2673.36	2423.39	2452.00	2480.36	2510.99
无形资产	6214.40	5662.38	5822.17	5867.64	5907.42
其他非流动资产	15383.33	16273.97	15747.16	15423.37	15205.03
资产总计	39688.27	43585.06	47455.21	51883.48	57347.88
流动负债	15137.06	13063.99	14032.66	14973.19	15930.04
短期借款	1754.74	1190.32	1084.23	1023.52	985.21
应付账款	3335.37	4212.74	4795.94	5380.71	6018.93
其他流动负债	10046.95	7660.93	8152.48	8568.96	8925.90
非流动负债	11605.78	12145.06	12513.13	12653.76	12805.03
长期借款	7040.23	7486.58	7590.79	7697.33	7807.16
其他非流动负债	4565.54	4658.48	4922.34	4956.43	4997.86
负债合计	26742.83	25209.05	26545.79	27626.95	28735.07
少数股东权益	4553.13	4082.63	4808.34	5780.14	7043.08
股本	1074.54	1410.94	1416.05	1416.05	1416.05
资本公积	4269.96	8855.38	8855.38	8855.38	8855.38
留存收益	3303.54	4332.14	6143.89	8530.44	11634.83
归属母公司股东权益	8392.30	14293.38	16101.08	18476.39	21569.72
负债和股东权益	39688.27	43585.06	47455.21	51883.48	57347.88

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	2276.88	2856.82	3670.80	4876.94	6065.65
净利润	36.34	1596.47	2678.56	3594.84	4684.45
折旧摊销	1252.24	1129.54	1221.02	1375.12	1567.71
财务费用	1624.47	613.25	435.85	410.26	377.58
投资损失	-4.24	-100.36	-68.43	-60.42	-53.45
营运资金变动	-463.08	-690.24	-308.85	-405.53	-451.72
其他经营现金流	-168.86	308.16	-287.36	-37.33	-58.92
投资活动现金流	-939.02	-723.51	-857.15	-1154.78	-1451.42
资本支出	596.01	776.23	150.63	503.25	780.31
长期投资	19.94	-82.97	11.20	16.35	15.63
其他投资现金流	-323.07	-30.24	-695.32	-635.18	-655.48
筹资活动现金流	1140.07	635.27	-485.44	-545.50	-570.26
短期借款	365.26	-564.42	-106.09	-60.71	-38.31
长期借款	-430.35	446.35	104.21	106.54	109.83
普通股增加	11.19	336.40	5.11	0.00	0.00
资本公积增加	2788.42	4585.42	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-1594.45	-4168.48	-488.67	-591.33	-641.78
现金净增加额	2383.77	2715.69	2328.21	3176.66	4043.98

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	21115.56	22791.66	27355.28	32076.84	37069.73
营业成本	14258.34	15015.71	17942.18	20952.93	24114.30
营业税金及附加	92.27	106.68	125.83	144.35	163.11
营业费用	2110.87	2135.42	2221.25	2505.20	2765.40
管理费用	1945.44	1800.07	1925.81	2158.77	2302.03
研发费用	1377.94	1451.66	1536.31	1608.79	1705.68
财务费用	1624.47	613.25	435.85	410.26	377.58
资产减值损失	-162.90	-127.90	-103.45	-93.28	-84.39
公允价值变动收益	22.59	198.68	69.28	71.53	73.46
投资净收益	4.24	100.36	68.43	60.42	53.45
营业利润	-280.06	2025.14	3364.44	4513.03	5878.29
营业外收入	3.33	6.41	7.68	7.95	8.12
营业外支出	9.67	25.82	9.21	9.38	9.54
利润总额	-286.40	2005.73	3362.91	4511.60	5876.87
所得税	-322.74	409.26	684.35	916.76	1192.42
净利润	36.34	1596.47	2678.56	3594.84	4684.45
少数股东损益	-108.84	433.24	725.72	971.80	1262.94
归属母公司净利润	145.18	1163.23	1952.84	2623.04	3421.51
EBITDA	2596.65	3767.93	5021.31	6298.41	7823.58
EPS (元)	0.14	0.82	1.38	1.85	2.42

主要财务比率

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	-9.36	7.94	20.02	17.26	15.57
营业利润(%)	-123.92	823.11	66.13	34.14	30.25
归属母公司净利润(%)	-80.50	701.23	67.88	34.32	30.44
获利能力					
毛利率(%)	32.47	34.12	34.41	34.68	34.95
净利率(%)	0.69	5.10	7.14	8.18	9.23
ROE(%)	1.73	8.14	12.13	14.20	15.86
ROIC(%)	-0.84	9.80	13.91	17.97	22.61
偿债能力					
资产负债率(%)	67.38	57.84	55.94	53.25	50.11
净负债比率(%)	43.01	44.14	42.28	41.02	39.90
流动比率	1.01	1.46	1.66	1.87	2.11
速动比率	0.76	1.11	1.28	1.45	1.66
营运能力					
总资产周转率	0.54	0.55	0.60	0.65	0.68
应收账款周转率	7.49	7.74	7.85	7.94	8.02
应付账款周转率	3.74	3.98	3.98	4.12	4.23
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.10	0.82	1.38	1.85	2.42
每股经营现金流(最新摊薄)	1.61	2.02	2.59	3.44	4.28
每股净资产(最新摊薄)	5.93	10.09	11.37	13.05	15.23
估值比率					
P/E	553.32	69.06	41.14	30.63	23.48
P/B	9.57	5.62	4.99	4.35	3.72
EV/EBITDA	32.62	22.48	16.87	13.45	10.83

投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内, 行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

作者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, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力, 本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中华人民共和国境内(香港、澳门、台湾除外)发布, 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客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、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投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188