

公司研究

芯片设计业务分拆上市，SoC 与 MCU 全面布局

——纳思达（002180.SZ）跟踪报告之一

买入（维持）

当前价：52.88 元

作者

分析师：刘凯

执业证书编号：S0930517100002

021-52523849

kailiu@ebscn.com

联系人：孙啸

021-52523587

sunxiao@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	14.16
总市值(亿元):	748.81
一年最低/最高(元):	34.13/58.99
近3月换手率:	43.81%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	2.59	22.55	33.83
绝对	1.23	27.18	13.21

资料来源：Wind

相关研报

内生与外延双轮驱动，国产打印机航母破浪启航——纳思达（002180.SZ）投资价值分析报告（2022-08-12）

要点

事件：

公司于2023年1月4日发布提示性公告，宣布在2023年1月3日举行的第七届董事会第四次会议及第七届监事会第四次会议上审议通过了《关于筹划控股子公司分拆上市的议案》，同意上市公司筹划控股子公司极海微电子股份有限公司（以下简称“极海微”）分拆上市事项。

点评：

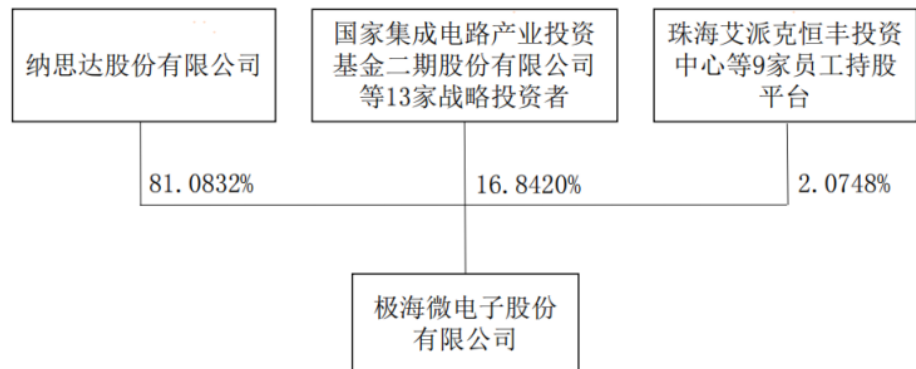
我们认为本次分拆上市将有利于纳思达继续专注发展打印机产业，同时提高极海微的战略聚焦和治理能力，不断加大芯片业务投入，有利于对高端芯片设计人才的引进与激励，有望在上市公司打印机产业之外，再造一家国内领先而且具备全球竞争力的集成电路企业。

纳思达坚定投入打印机产业，极海微战略聚焦芯片业务：经过二十多年的发展，纳思达主营业务已由集成电路、通用打印耗材和再生打印耗材的研究、开发、生产和销售，扩展至打印机整机、原装耗材及打印管理服务领域，完成了从打印零部件到打印机设备及打印管理服务的全产业链布局，成为集打印、复印整机设备、打印耗材、各种打印配件及打印管理服务于一体的综合解决方案提供商。目前，纳思达已经成为全球第四的激光打印机生产厂商和全球通用耗材行业领先企业，为全球150多个国家及地区提供完整打印行业解决方案。公司核心战略将聚焦于成为全球优秀的激光打印机制造商，继续提升激光打印机市场占有率，大力丰富产品线，提高整体竞争力和盈利能力。

控股子公司极海微多年来聚焦于打印机行业的芯片设计，为纳思达在打印机行业形成全产业链布局作出了重要贡献。近年来，极海微的业务发展已从打印机行业应用，大力拓展到工业控制、汽车及新能源等更多行业。

截至2023年1月4日，纳思达持有极海微81.0832%的股份，本次分拆上市后纳思达仍将维持对极海微的控制权。

图1：极海微电子股权结构（截至2023年1月4日）

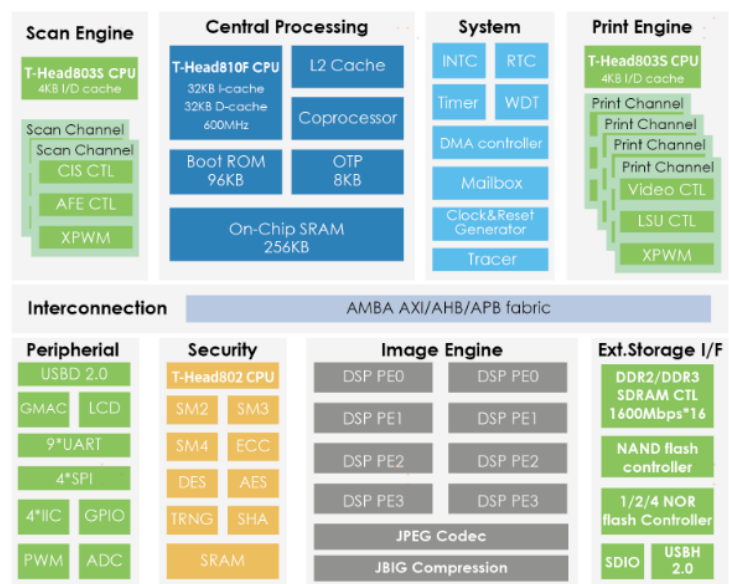


资料来源：公司公告

极海微全面布局 SoC 与 MCU，工业与汽车业务进展迅速：目前极海微已拥有 CPU/DSP/NPU 设计技术、多核 SoC 芯片设计技术、安全芯片设计技术、高可靠性芯片设计技术等核心技术，是打印主控芯片、高端工业控制芯片、车规级系列汽车芯片及高性能模拟芯片系列应用方案供应商。

SoC 方面，公司的多功能激光打印机主控 SoC，可搭载主频高达 600MHz 的国产平头哥玄铁 CPU，拥有完备的系统 IP 和外设 IP 以及灵活的图像处理引擎，支持处理系统下载工作和运行 Linux 操作系统，支持打印机接口实时响应、反熔断 OTP、密钥存储以及 CPU 限制访问。打印机主控 SoC 是公司拓展信息安全领域应用，保证高安全性的核心抓手。

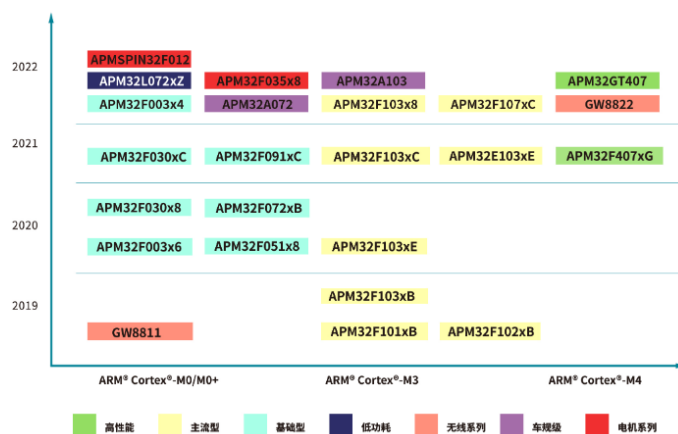
图表 2：极海微 HSP2220 芯片



资料来源：公司官网

MCU 方面，公司推出的 APM32 系列是基于 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。凭借优异的系统性能、丰富的协处理功能以及灵活的使用体验，有助于用户缩短产品设计时间、降低开发成本、实现性能最优化。目前可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。

图表 3：极海微通用 MCU 布局



资料来源：公司官网

盈利预测、估值与评级：纳思达是国产打印机龙头企业，并购整合完成之后，利润正在加速释放。长期来看，公司面向的千亿美金大赛道，业务天花板较高。公司芯片设计能力国内领先，分拆上市将有利于芯片设计业务做大做强。我们维持公司盈利预测，2022-2024 年营业收入分别为 283.56/342.23/406.94 亿元，归母净利润分别为 20.89/29.58/38.09 亿元，当前市值对应 PE 分别为 36/25/19 倍，维持公司“买入”评级。

风险提示：海外市场需求不及预期；产品研发不及预期。

图表 4：公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	19,585	22,792	28,356	34,223	40,694
营业收入增长率	-15.93%	16.37%	24.41%	20.69%	18.91%
净利润 (百万元)	88	1,163	2,089	2,958	3,809
净利润增长率	-88.18%	1222.69%	79.62%	41.57%	28.77%
EPS (元)	0.08	0.82	1.48	2.09	2.69
ROE (归属母公司) (摊薄)	1.08%	8.14%	12.86%	15.51%	16.77%
P/E	646	64	36	25	19
P/B	7.0	5.2	4.6	3.9	3.3

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2023-01-04，2020-2022 年总股本分别为 10.75/14.11/14.16 亿股

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	19,585	22,792	28,356	34,223	40,694
营业成本	13,235	15,016	18,482	22,103	26,078
折旧和摊销	1,153	956	1,140	1,139	1,140
税金及附加	84	107	128	154	183
销售费用	2,021	2,135	2,609	3,080	3,662
管理费用	1,888	1,800	2,127	2,396	2,849
研发费用	1,247	1,452	1,773	2,052	2,392
财务费用	1,595	613	401	425	450
投资收益	5	100	100	100	100
营业利润	-478	2,025	3,184	4,313	5,420
利润总额	-484	2,006	3,190	4,319	5,426
所得税	-334	409	651	881	1,107
净利润	-150	1,596	2,539	3,438	4,319
少数股东损益	-238	433	450	480	510
归属母公司净利润	88	1,163	2,089	2,958	3,809
EPS(元)	0.08	0.82	1.48	2.09	2.69

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	2,013	2,857	3,241	3,825	5,157
净利润	88	1,163	2,089	2,958	3,809
折旧摊销	1,153	956	1,140	1,139	1,140
净营运资金增加	-1,565	3,322	3,529	5,085	5,654
其他	2,338	-2,584	-3,518	-5,357	-5,445
投资活动产生现金流	-956	-724	-831	-350	-350
净资本支出	-532	-699	-371	-450	-450
长期投资变化	13	144	0	0	0
其他资产变化	-438	-169	-460	100	100
融资活动现金流	1,114	635	600	534	195
股本变化	11	336	5	0	0
债务净变化	-919	-172	580	499	493
无息负债变化	-1,257	-672	1,255	1,463	1,820
净现金流	2,053	2,716	3,010	4,009	5,002

主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	32.4%	34.1%	34.8%	35.4%	35.9%
EBITDA 率	13.4%	16.3%	15.9%	17.0%	17.1%
EBIT 率	7.1%	11.3%	11.9%	13.7%	14.3%
税前净利润率	-2.5%	8.8%	11.3%	12.6%	13.3%
归母净利润率	0.4%	5.1%	7.4%	8.6%	9.4%
ROA	-0.4%	3.7%	5.3%	6.5%	7.3%
ROE (摊薄)	1.1%	8.1%	12.9%	15.5%	16.8%
经营性 ROIC	1.7%	7.0%	8.3%	10.3%	11.4%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	68%	58%	57%	55%	53%
流动比率	0.97	1.46	1.64	1.87	2.07
速动比率	0.77	1.15	1.28	1.48	1.65
归母权益/有息债务	0.72	1.28	1.39	1.56	1.79
有形资产/有息债务	1.63	2.19	2.48	2.85	3.27

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总资产	38,226	43,585	47,824	53,098	59,558
货币资金	6,375	9,750	12,760	16,769	21,771
交易性金融资产	94	685	685	685	685
应收账款	2,488	3,028	3,637	4,389	5,219
应收票据	6	5	6	7	8
其他应收款 (合计)	84	132	142	171	203
存货	2,835	4,068	5,145	6,231	7,424
其他流动资产	1,413	732	760	789	822
流动资产合计	14,013	19,081	23,534	29,496	36,646
其他权益工具	185	34	34	34	34
长期股权投资	13	144	144	144	144
固定资产	2,625	2,423	2,244	2,015	1,739
在建工程	461	873	786	707	637
无形资产	6,191	5,662	5,239	4,857	4,514
商誉	12,211	12,047	12,047	12,047	12,047
其他非流动资产	156	771	1,328	1,328	1,328
非流动资产合计	24,214	24,504	24,290	23,602	22,912
总负债	26,053	25,209	27,045	29,007	31,320
短期借款	1,555	1,190	1,771	2,270	2,763
应付账款	3,136	4,213	4,621	5,526	6,520
应付票据	81	96	185	221	261
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	1,624	926	898	869	836
流动负债合计	14,483	13,064	14,364	15,739	17,729
长期借款	7,040	7,487	7,487	7,487	7,487
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	2,245	2,497	3,053	3,640	3,964
非流动负债合计	11,570	12,145	12,681	13,268	13,592
股东权益	12,173	18,376	20,779	24,091	28,238
股本	1,075	1,411	1,416	1,416	1,416
公积金	4,043	9,196	9,405	9,563	9,563
未分配利润	3,191	3,992	5,731	8,404	12,041
归属母公司权益	8,141	14,293	16,247	19,078	22,715
少数股东权益	4,032	4,083	4,533	5,013	5,523

费用率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	10.32%	9.37%	9.20%	9.00%	9.00%
管理费用率	9.64%	7.90%	7.50%	7.00%	7.00%
财务费用率	8.14%	2.69%	1.41%	1.24%	1.11%
研发费用率	6.37%	6.37%	6.25%	6.00%	5.88%
所得税率	69%	20%	20%	20%	20%

每股指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股红利	0.12	0.10	0.09	0.12	0.15
每股经营现金流	1.87	2.02	2.29	2.70	3.64
每股净资产	7.58	10.13	11.47	13.47	16.04
每股销售收入	18.23	16.15	20.02	24.17	28.74

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	646	64	36	25	19
PB	7.0	5.2	4.6	3.9	3.3
EV/EBITDA	30.9	26.4	20.8	16.4	14.0
股息率	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.3%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE