



信达证券
CINDA SECURITIES

Research and
Development Center

国产打印之星，闪耀寰球舞台

— 纳思达（002180.SZ）深度报告

2023 年 02 月 09 日

庞倩倩 计算机行业首席分析师
执业编号：S1500522110006
邮箱：pangqianqian@cindasc.com

莫文宇 电子行业首席分析师
执业编号：S1500522090001
邮箱：mowenyu@cindasc.com

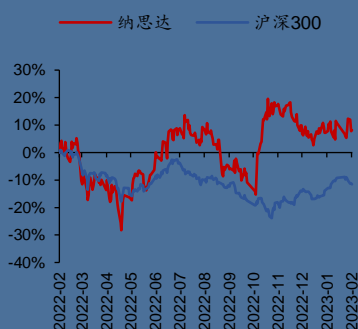
证券研究报告

公司研究

深度报告

纳思达 (002180.SZ)

投资评级 买入



资料来源：万得，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价 (元)	52.36
52 周内股价	34.13-58.99
波动区间 (元)	
最近一月涨跌幅 (%)	0.87
总股本 (亿股)	14.16
流通 A 股比例 (%)	85.20
总市值 (亿元)	741.44

资料来源：万得，信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编：100031

国产打印之星，闪耀寰球舞台

2023 年 02 月 09 日

本期内容提要：

◆深耕打印行业二十余载，内生外延并举，打造全产业链一体化布局，助力公司迈向全球打印行业龙头梯队。纳思达成立于 2000 年，通过内生外延并举，打造全产业链一体化全球布局，目前已成为全球第四大激光打印机厂商，2020 年激光打印机销量全球市占率 6.7%，且近十年稳居全球通用打印耗材行业龙头地位。

◆公司主要看点：奔图借助信创持续提高在国内激光打印机市场的市占率；“利盟+奔图”联合，提高在全球市场的竞争力；由打印机及耗材芯片拓展至通用 MCU 领域，开启第二成长曲线。

◆2022 年公司发布新一轮股权激励计划，按 100%解锁目标，2022-2024 年净利润考核目标分别为 18.61 亿元、25.13 亿元、34.43 亿元，较 2021 年分别增长 60%、116%及 196%，高增速利润考核指标彰显管理层对公司未来业绩增长的良好预期。

◆信创带来国产打印机全新增量市场空间，奔图竞争优势明显。根据我们测算，2023 年我国政府机构及国央企单位激光打印机及硒鼓市场总规模有望达到 167.3 亿元，对应相应规模的信创市场空间。纳思达旗下奔图电子掌握打印机各级源代码及软固件核心技术，拥有自主可控的打印机 SoC 芯片等关键零部件及自主知识产权的打印机引擎，在党政信创市场招投标项目平均覆盖率 96.79%，参与的招投标项目平均中标率 70.12%，市场份额领先。目前公司产品已逐步由中低端的 A4 黑白打印机向中高端的 A4 彩色及 A3 打印机延伸，产品力的不断提升亦为公司行业信创市场拓展奠定持续竞争优势。

◆“利盟+奔图”一体化协同，带动全球市占率提升；奔图产品线持续升级，打开中高端打印机更广阔市场空间。产品端，奔图以中低端打印机为主，并向中高端产品布局，利盟以中高端为主；生产端，利盟已将部分原装耗材及中低端彩色打印机产线转移至具有打印产业集群优势的珠海；销售端，利盟以欧美发达国家市场为主，奔图以中国等发展中国家市场为主，两公司在产品、生产、销售端的一体化协同有望驱动纳思达激光打印机全球市占率持续提升。此外，奔图产品线已逐步由中低端 A4 黑白打印机向中高端 A4 彩色打印机及 A3 打印机延伸，进一步打开更广阔的产品市场空间。

◆并购扩张带来通用打印耗材市场集中度提升，全产业链一体化布局，纳思达龙头地位稳固。通用耗材市场厂商众多，头部厂商通过兼并重组不断沿产业链扩张，形成上下游一体化竞争优势。纳思达近十年稳居全球通用打印耗材行业龙头地位，品牌、技术、营销、资源整合能力均较强，凭借全产业链一体化优势，市占率有望进一步提升。

◆打印芯片为基，物联网芯片开启第二成长曲线。纳思达是国内通用耗材芯片行业龙头，2019 年按外部销售额计算的国内市占率达到 41.5%，伴随下游通用耗材市场份额进一步向以纳思达为代表的龙头厂商集中，其通用耗材芯片业务亦有望持续受益。此外，公司凭借多年打印机及耗材芯片领域技术积累，业务向以通用 MCU 为代表的物联网芯片延伸，并实现通用 MCU 业务在工控、汽车等中高端应用领域的快速增长，伴随芯片产业国产替代加速，以通用 MCU 为代表的物联网芯片有望开启公司芯片业务第二成长曲线。此外，1 月 3 日，公司公告筹划芯片业务控股子公司极海微电子分拆上市，有望进一步提高极海微电子的战略聚焦和治理能力，助力芯片业务快速发展。

◆首次覆盖，给予“买入”评级：我们认为，公司是 A 股能在激光打印机领域
请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 2

实现技术、专利、生产制造全领域闭环的稀有标的，伴随行业信创催化、奔图打印机产品线持续向中高端领域延伸、利盟及奔图一体化协同带来的全球市占率提升以及并购整合效应逐步显现带来的公司整体经营管理效率提升，纳思达业绩有望保持快速增长。预计 2022-2024 年 EPS 分别为 1.34/1.84/2.51，对应 PE 为 39.0/28.5/20.9 倍，按分部估值法测算，对应 2023 年总市值为 1,275 亿元，首次覆盖，给予“买入”评级。

◆风险提示：1.信创推进进展不及预期；2.奔图及利盟全球市场业务推进不及预期；3.行业竞争加剧，产品价格下跌；4.物联网芯片业务发展不及预期。

主要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	21,116	22,792	26,284	31,838	38,319
增长率 YoY %	-9.4%	7.9%	15.3%	21.1%	20.4%
归属母公司净利润(百万元)	145	1,163	1,900	2,600	3,555
增长率 YoY%	-80.5%	701.2%	63.4%	36.8%	36.7%
毛利率(%)	32.5%	34.1%	35.0%	35.1%	35.3%
ROE(%)	1.7%	8.1%	11.6%	13.9%	16.3%
EPS(摊薄)(元)	0.10	0.82	1.34	1.84	2.51
P/E	260.72	58.14	39.01	28.51	20.85
P/B	4.51	4.73	4.52	3.97	3.40

资料来源：Wind，信达证券研发中心预测；股价为 2023 年 2 月 8 日收盘价

目 录

核心观点	6
一、纳思达：内生外延并举，迈向全球打印行业龙头梯队	8
1.1 发展历程：“内生长+外延并购”双轮驱动，构筑打印行业全产业链一体化全球布局	8
1.2 主营业务：打印行业全产业链布局，芯片业务边界向通用 MCU 延伸	10
1.3 财务分析：内生外延，历史业绩稳健增长，有效整合，经营效率持续提升	12
1.4 公司治理：股权架构清晰，新一轮股权激励计划彰显管理层对未来业绩增长的良好预期	14
二、打印机：信创催化国产打印机全新增量市场空间，协同驱动全球市占提升	18
2.1 打印机系成熟行业，市场规模稳定，但仍具结构性增长机会	18
2.2 打印机行业壁垒高，形成寡头垄断竞争格局	22
2.3 信创带来国产打印机全新增量市场空间，奔图竞争优势显著	23
2.4 奔图产品线持续向中高端激光打印机延伸，有望打开更加广阔产品市场空间	25
2.5“联盟+奔图”一体化协同，公司全球市占率有望进一步提升	27
2.6 打印机市占率提升有望同步带动原装耗材业务销量增长	32
三、通用耗材：市场规模稳步增长，公司龙头地位稳固	34
3.1 通用耗材产业链成熟，耗材芯片是产业链毛利率最高环节	34
3.2 中国是全球通用耗材主要产地，纳思达是行业龙头	34
3.3 并购扩张带来行业集中度提升，全产业链一体化布局，公司龙头地位稳固	35
四、芯片：打印芯片为基，物联网芯片开启第二成长曲线	37
4.1 通用耗材芯片市占率国内第一，产业链下游一体化协同，竞争优势明显	37
4.2 自主可控打印机 SoC 芯片奠定信创市场核心竞争优势	39
4.3 物联网芯片打开公司芯片业务第二成长曲线	40
五、盈利预测、估值与投资评级	43
5.1 盈利预测及假设	43
5.2 估值与投资评级	43
风险因素	45

表 目 录

表 1：纳思达自上市以来重要资产并购事项梳理	9
表 2：纳思达自上市以来历次股权激励计划基本情况汇总	16
表 3：主流打印机按工作方式分类	18
表 4：激光打印机及耗材信创市场空间测算	23
表 5：奔图电子在信创市场的竞争优势	24
表 6：奔图电子产品线由黑白向彩色、A4 向 A3 延伸	27
表 7：市场主流打印机品牌厂商耗材年度销量/打印机期初保有量比率	33
表 8：纳思达打印机 SoC 芯片型号及性能参数	40
表 9：公司分业务营收预测	43
表 10：奔图电子营收及净利润情况	44
表 11：奔图电子可比公司估值情况	44
表 12：利盟国际营收情况	44
表 13：利盟国际可比公司估值情况	44
表 14：通用耗材及配件业务可比公司估值情况	45
表 15：芯片业务可比公司估值情况	45

图 目 录

图 1：纳思达历史沿革及营收和市值变动趋势	8
图 2：纳思达 2014-2022Q3 商誉变化情况	10
图 3：纳思达 2022H1 商誉期末余额构成情况	10
图 4：纳思达主要业务板块及产品情况	11
图 5：纳思达 2014-2022H1 营收构成变化	11
图 6：纳思达 2014-2022H1 毛利润构成变化	11
图 7：纳思达 2014-2022Q3 营收变化及增速	12
图 8：纳思达 2014-2022Q3 归母净利润变化及增速	12
图 9：纳思达 2014-2022Q3 有息负债及利息费用变化	13
图 10：纳思达 2014-2022H1 汇兑损益情况	13
图 11：纳思达 2014-2022H1 分业务毛利率变化	13
图 12：纳思达 2015-2022Q3 期间费用率及净利率变化	13
图 13：纳思达员工人数及构成变化	14

图 14: 纳思达人效变化情况.....	14
图 15: 纳思达股权结构及重点子公司情况.....	15
图 16: 极海微电子股权结构.....	16
图 17: 打印行业产业链及主要商业模式.....	19
图 18: 全球激光及喷墨打印机保有量情况.....	20
图 19: 全球激光及喷墨打印机年销售量情况.....	20
图 20: 全球打印机及打印耗材市场规模.....	20
图 21: 中国打印机及打印耗材市场规模.....	20
图 22: 全球激光打印机及硒鼓市场规模.....	21
图 23: 中国激光打印机及硒鼓市场规模.....	21
图 24: 全球市场低端及中高端激光打印机销量.....	21
图 25: 中国市场低端及中高端激光打印机销量.....	21
图 26: 全球激光打印机销售均价.....	22
图 27: 中国激光打印机销售均价.....	22
图 28: 打印机行业壁垒较高.....	22
图 29: 全球激光打印机市场份额（按销量）.....	23
图 30: 中国激光打印机市场份额（按销量）.....	23
图 31: 2018-2021H1 奔图电子信创市场营收快速增长.....	25
图 32: 2018-2021H1 奔图电子信创打印机及硒鼓销量及增速.....	25
图 33: 2016-2020 年全球激光打印机销售额（按色彩）.....	26
图 34: 2016-2020 年全球激光打印机平均单价（按色彩）.....	26
图 35: 2016-2020 年全球激光打印机销售额（按型号）.....	26
图 36: 2016-2020 年全球激光打印机平均单价（按型号）.....	26
图 37: 利盟激光打印机产品以中高端为主.....	28
图 38: 利盟业务区域与中国市场开拓.....	29
图 39: 利盟国际 2019-2022H1 营收及增速.....	29
图 40: 利盟国际 2019-2022H1 净利润及增速.....	29
图 41: 2018-2021H1 奔图电子分产品类别营收占比.....	30
图 42: 2020 年奔图电子主要销售区域营收占比.....	30
图 43: 奔图电子全球业务布局.....	30
图 44: 2018-2022H1 奔图电子营收及增速.....	31
图 45: 2018-2022H1 奔图电子净利润及增速.....	31
图 46: 利盟及奔图在产品、生产及销售端具有互补性.....	32
图 47: 利盟及奔图激光打印机销量全球市占率.....	33
图 48: 利盟及奔图激光打印机销量中国市占率.....	33
图 49: 通用打印耗材行业产业链.....	34
图 50: 全球通用打印耗材市场规模.....	35
图 51: 全球通用耗材占打印耗材整体市场的份额.....	35
图 52: 全球按产量计算的通用打印耗材市场规模.....	35
图 53: 纳思达及鼎龙股份通用耗材业务营收及增速.....	35
图 54: 纳思达及鼎龙股份对外并购产业链布局一览表.....	36
图 55: 通用打印耗材芯片生命周期.....	37
图 56: 全球每年推出新原品牌打印机型号数.....	37
图 57: 中国通用打印耗材芯片平均价格.....	38
图 58: 全球按产量计算的通用打印耗材芯片市场规模.....	38
图 59: 中国通用打印耗材芯片市场规模.....	38
图 60: 2019 年按外部销售金额计算的通用耗材芯片市场份额.....	39
图 61: 2019 年按外部销量计算的通用耗材芯片市场份额.....	39
图 62: 国内主要通用打印耗材芯片厂商研发投入情况.....	39
图 63: 国内主要通用打印耗材芯片厂商芯片业务营收及增速.....	39
图 64: 纳思达旗下极海半导体芯片业务发展历史沿革.....	41
图 65: 2017-2021 年我国 MCU 行业市场规模及增速.....	41
图 66: 2021 年我国 MCU 细分市场结构.....	41
图 67: 不同类型汽车单车搭载 MCU 数量对比情况.....	42
图 68: 我国新能源车月销量及占当月汽车总销量的比重.....	42
图 69: 极海半导体主要物联网芯片产品情况.....	42
图 70: 极海微电子 2021 年芯片业务收入构成.....	42

核心观点

纳思达作为国产打印机龙头，我们认为在信创驱动下有广阔的国产化替代空间；加之全产业链布局及市场端海内外一体化协同效应逐步显现，全球市占率有望持续提升；公司芯片业务从打印芯片扩展到物联网芯片，为公司带来第二增长曲线。

全球打印机行业现状：无纸化办公对打印行业的影响相对有限，行业仍具结构性增长机会。根据纳思达公告及赛迪顾问统计数据，2020 年全球打印机整机销售额约为 421 亿美元，打印耗材销售额约为 518 亿美元，打印机及耗材整体市场规模约为 939 亿美元，同比略降约 2.80%。其中，中国市场 2020 年打印机整机销售额约为 321 亿元，打印耗材销售额约为 93 亿元，打印机及耗材整体市场规模约为 414 亿元，同比增长约 1.97%。无纸化办公趋势对打印行业的影响相对有限，原因如下：（1）相对于电子化存储可能带来的网络安全、数据丢失等风险，纸质文档在安全稳定性方面仍具有很大优势，针对企业内控及档案管理等业务而言，打印仍是刚需；（2）终端用户打印习惯变化仍需时间，且无纸化办公同样涉及较高成本，传统打印需求亦不会快速减少；（3）受远程办公等家用打印需求快速增长及国内信创市场催化，行业仍具结构性增长机会。

信创带来国产打印机增长机遇，纳思达是 A 股能在激光打印机领域实现技术、专利、生产制造全领域闭环的稀有标的，竞争优势明显。根据我们测算，2023 年我国政府机构及央企单位激光打印机及硒鼓市场总规模有望达到 167.3 亿元，对应相应规模的信创市场空间。纳思达旗下奔图电子掌握打印机各级源代码及软固件核心技术，拥有自主可控的打印机 SoC 芯片等关键零部件及自主知识产权的打印机引擎，在党政信创市场招投标项目平均覆盖率 96.79%，参与的招投标项目平均中标率 70.12%，市场份额领先。目前公司产品已逐步由中低端的 A4 黑白打印机向中高端的 A4 彩色及 A3 打印机延伸，产品力的不断提升亦能够为公司行业信创市场拓展奠定持续竞争优势。

奔图电子产品持续升级有望带来更加广阔的潜在增长空间。激光打印机按色彩及型号可大致分为 4 类，也是激光打印机产品由中低端到中高端发展的 4 个阶段，即 A4 黑白、A4 彩色、A3 黑白及 A3 彩色打印机。根据华经产业研究院统计数据，按色彩划分，2020 年全球彩色激光打印机市场规模约为 207 亿美元，约占当年全球激光打印机市场总规模的 61%；按型号划分，2020 年全球 A3 激光打印机市场规模约为 243.6 亿美元，约占当年全球激光打印机市场总规模的 73%，中高端的彩色及 A3 激光打印机平均单价更高、市场规模更大。奔图电子以往产品主要以 A4 黑白等中低端打印机为主，目前逐步向 A4 彩色及 A3 等中高端打印机布局，随着中高端产品的不断推出，奔图电子亦有望打开彩色和 A3 激光打印机两大更加广阔的产品市场空间。

利盟及奔图海内外一体化协同效应有望带来全球市占率持续提升。产品端，奔图以中低端打印机为主，并向中高端产品布局，利盟以中高端为主；生产端，利盟已将部分原装耗材及中低端彩色打印机产线转移至具有打印产业集群优势的珠海；销售端，利盟以欧美发达国家市场为主，奔图以中国等发展中国家市场为主，两公司在产品、生产及销售端具有互补性，海内外一体化协同有望驱动纳思达激光打印机全球市占率持续提升。

利盟等并购整合效果逐步显现带来公司整体经营管理效率提升。2017 年后公司并购整合效果逐渐显现，降本增效成果显著，销售及管理费用率均呈快速下降趋势，分别从 2017 年的 19.36%及 10.75%下降至 2022 年前三季度的 9%和 7.7%，人均销售及管理费用自 2017 年后亦出现大幅下降趋势。综合来看，公司自 2016 年完成利盟并购后，整合效果显著，伴随后续全球及全产业链一体化协同效应进一步加强，公司期间费用率有望持续下降，为未来净利润的持续稳健增长奠定坚实基础。

打印芯片为基，物联网芯片开启第二成长曲线。纳思达是国内通用耗材芯片行业龙头，2019 年按外部销售额计算的国内市占率达到 41.5%，伴随下游通用耗材市场份额进一步向以纳思达为代表的龙头厂商集中，其通用耗材芯片业务亦有望持续受益。此外，公司凭借多年打印机及耗材芯片领域技术积累，业务向以通用 MCU 为代表的物联网芯片延伸，并实现通用 MCU 业务在工控、汽车等中高端应用领域的快速增长，伴随芯片产业国产替代加速，以通用 MCU 为代表的物联网芯片有望开启公司芯片业务第二成长曲线。此外，1 月 3 日，公司公告筹划芯片业务控股子公司极海微电子分拆上市，有望进一步提高极海微电子的战略聚焦和治理能力，助力芯片业务快速发展。

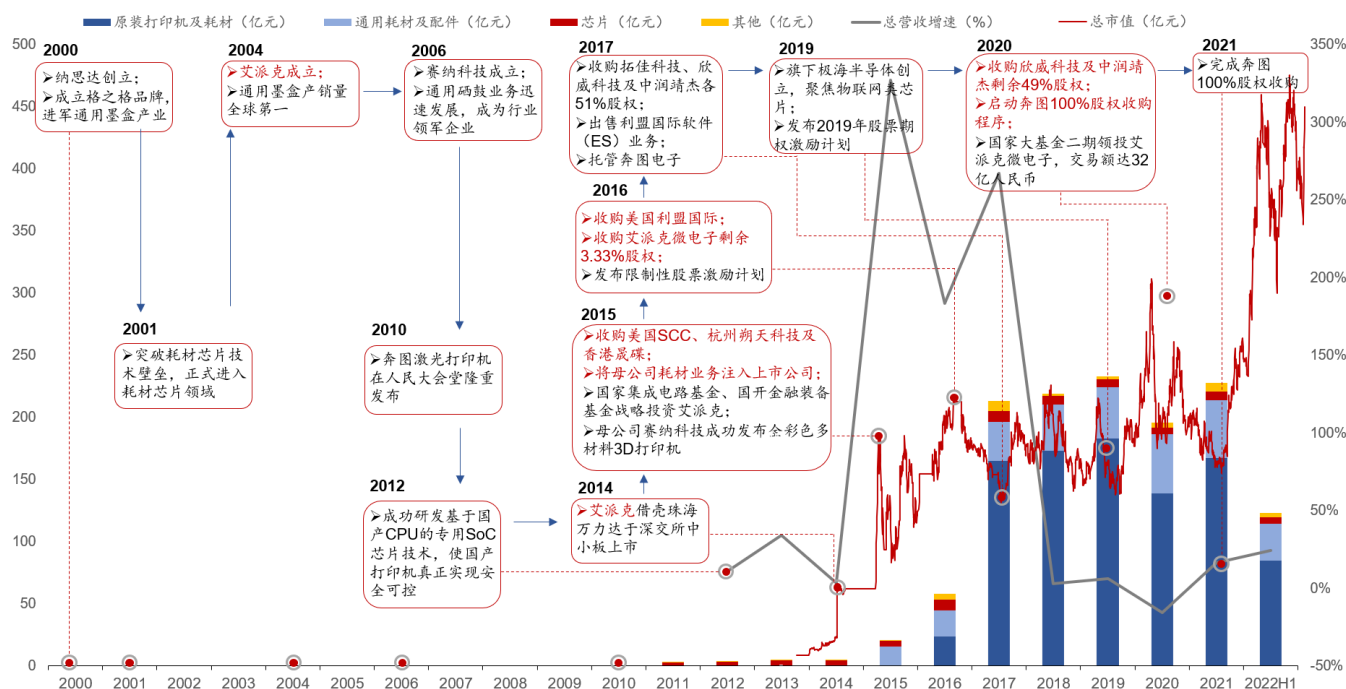
一、纳思达：内生外延并举，迈向全球打印行业龙头梯队

1.1 发展历程：“内生长+外延并购”双轮驱动，构筑打印行业全产业链一体化全球布局

纳思达成立于 2000 年，2014 年于深交所上市，自通用墨盒业务起家，深耕打印行业二十余载，通过持续内生长及海内外并购双轮驱动，打造业务端覆盖打印机及通用耗材芯片、通用耗材、打印机整机及原装耗材、打印服务管理解决方案在内的打印行业全产业链，市场端面向海内外的全球化布局。目前，公司已成为全球第四大激光打印机厂商，且近十年稳居全球通用打印耗材行业龙头地位，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”、“利盟国际（LEXMARK）”及“奔图（PANTUM）”等多个行业内知名品牌。

公司成长历程可大致分为三个阶段：（1）第一阶段（2000-2013），该阶段公司主要通过内生成长方式不断突破耗材芯片、激光打印机整机及打印机专用 Soc 芯片等专利技术壁垒，业务由通用耗材拓展至打印行业全产业链；（2）第二阶段（2014-2021），该阶段公司通过大规模资本运作及业务整合，不断完善产业链及海外业务布局，2014 年芯片业务借壳上市，2015 年收购美国 SCC 并将母公司耗材业务注入上市公司，2016 年收购美国利盟国际，2021 年将母公司打印机业务奔图电子注入上市公司，全产业链一体化竞争优势持续加强，并将芯片业务拓展至通用 MCU 领域；（3）第三阶段（2021 年以后），该阶段公司打印行业全产业链及全球化布局体系全面完成，进入一体化协同发展全新阶段。

图 1：纳思达历史沿革及营收和市值变动趋势



资料来源：Wind，纳思达官网，纳思达年报及公告，信达证券研发中心

外延并购是公司上市以来夯实打印全产业链布局及海外业务扩张的重要战略举措。芯片方面，2015 年收购美国通用打印耗材及通用耗材芯片厂商 SCC、香港通用耗材芯片厂商晟碟科技及内地系统级芯片（SoC）厂商杭州朔天科技。通用打印耗材方面，2015 年除 SCC 收购外，将母公司打印耗材业务资产包注入上市公司；2017 年收购国内通用耗材领域竞争对

手拓佳科技、欣威科技及中润靖杰 3 家公司各 51% 股权，并于 2020 年完成欣威科技及中润靖杰剩余股权收购；2021 年收购中山市三润打印耗材公司 51% 股权。**打印机整机及原装耗材方面**，2016 年收购美国高端激光打印机品牌利盟国际（原 IBM 打印机事业部，纽交所上市公司）；2021 年将母公司打印机业务奔图电子注入上市公司。**2014 年上市后**，公司通过海内外一系列成功资本运作，进一步夯实打印全产业链布局，并实现海外市场及销售渠道的快速扩张，全球全产业链一体化竞争优势逐步形成。

表 1：纳思达自上市以来重要资产并购事项梳理

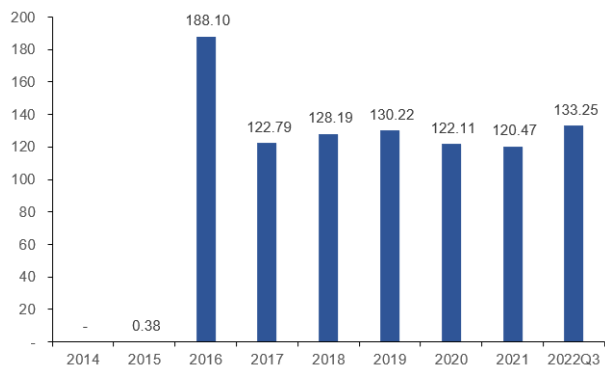
序号	并购完成时间	并购标的	并购股权比例	交易金额	并购方式	合并方式	主要业务
1	2015-07-17	Static Control Components, Inc.	100%	0.63 亿美元	现金收购	非同一控制	通用打印耗材芯片及通用和再生打印耗材相关产品，包括碳粉、鼓、辊等
2	2015-07-20	HONG KONG SANDIS TECHNOLOGY CO., LIMITED	100%	3,980 万元	现金收购	非同一控制	集成电路设计、研发与销售
3	2015-09-30	母公司赛纳科技耗材业务资产包，包含： 1. 耗材事业部； 2. 珠海爱丽达电子科技有限公司； 3. 珠海纳思达企业管理有限公司； 4. 珠海格之格数码科技有限公司； 5. Ninestar Image Tech Limited； 6. Seine (Holland) B.V； 7. Seine Tech (USA) Co., LTD	100%	22.50 亿元	发行股份	同一控制	打印机耗材
4	2015-11-17	珠海盈芯科技有限公司	55%	0.35 亿元	增资入股	非同一控制	全资子公司杭州朔天科技有限公司主营集成电路系统芯片 (SOC) 设计
5	2016-03-11	珠海艾派克微电子有限公司（剩余股权）	3.33%	1.18 亿元	现金收购	非同一控制	通用打印耗材芯片
6	2016-04-14	Nihon Ninestar Company Limited	100%	1 港元	现金收购	非同一控制	打印耗材销售
7	2016-04-25	Ninestar Technology Company Ltd	100%	179.42 万美元	现金收购	非同一控制	打印耗材销售
8	2016-11-29	Lexmark International, Inc.	51.18%	27 亿美元 (100% 股权)	现金收购	非同一控制	打印机整机及相关耗材、配件及打印管理服务；企业内容管理软件解决方案（2017 年剥离）
9	2017-05-31	珠海市拓佳科技有限公司	51%	2.22 亿元	现金收购	非同一控制	打印机耗材
10	2017-05-31	珠海欣威科技有限公司	51%	2.04 亿元	现金收购	非同一控制	打印机耗材
11	2017-05-31	珠海中润靖杰打印科技有限公司	51%	1.30 亿元	现金收购	非同一控制	打印机耗材
12	2019-12-31	珠海盈芯科技有限公司（剩余部分股权）	42.75%	2.99 亿元	现金收购	非同一控制	全资子公司杭州朔天科技有限公司主营集成电路系统芯片 (SOC) 设计
13	2020-12-10	珠海欣威科技有限公司（剩余股权）	49%	2.09 亿元	发行股份	非同一控制	打印机耗材
14	2020-12-10	珠海中润靖杰打印科技有限公司（剩余股权）	49%	1.33 亿元	发行股份	非同一控制	打印机耗材
15	2021-05-31	Rainbow Tech International Limited	100%	0.22 亿美元	现金收购	非同一控制	打印机耗材
16	2021-10-10	珠海奔图电子有限公司	100%	66 亿元	发行股份/支付现金	同一控制	打印机整机及原装耗材
17	2021-12-31	中山市三润打印耗材有限公司	51%	0.41 亿元	现金收购	非同一控制	打印机耗材

资料来源：纳思达公告，纳思达年报，信达证券研发中心

对外并购事项形成较大金额商誉，以利盟并购形成为主，目前均未发生减值情况。公司商誉主要源于 2016 年对利盟国际的收购，按 2022 年半年报计算，利盟并购所形成商誉余额约为 120.54 亿元，占期末商誉总余额的 95.27%。各项商誉形成以来均未发生减值，其中 2017 年商誉期末余额较 2016 年出现大幅下降，主要因：2017 年公司对利盟国际合并购买日递

延所得税负债进行重述,原确认的购买日可辨认净资产公允价值因负债减少而相应增加2.56亿美元,进而商誉同步调减 2.56 亿美元以及 2017 年出售利盟国际软件业务 Kofax Limited 100% 股权转让相应账面商誉及当期汇率波动等影响综合所致,2017 年后的商誉变动则主要为汇率波动影响。

图 2：纳思达 2014-2022Q3 商誉变化情况



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 3：纳思达 2022H1 商誉期末余额构成情况

形成商誉事项	形成时间	2022H1 商誉期末余额
Static Control Components, Inc.	2015-07	0.25 亿元
珠海盈芯科技有限公司	2015-11	0.12 亿元
Lexmark International Inc.	2016-11	120.54 亿元
珠海中润靖杰打印科技有限公司	2017-05	1.10 亿元
珠海市拓佳科技有限公司	2017-05	1.78 亿元
珠海欣威科技有限公司	2017-05	1.65 亿元
Rainbow Tech International Limited	2021-05	1.04 亿元
珠海格之格云商科技有限公司	2022-05	0.02 亿元
合计		126.52 亿元

资料来源：纳思达 2022 年半年报，信达证券研发中心

1.2 主营业务：打印行业全产业链布局，芯片业务边界向通用 MCU 延伸

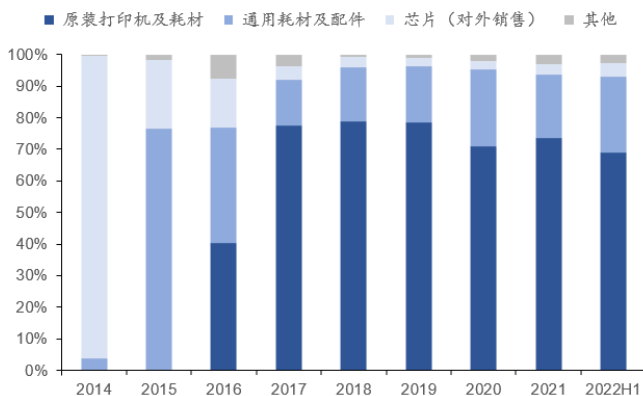
业务板块及主要产品方面：芯片、通用耗材、打印机整机及原装耗材全产业链布局，一体化优势显著；芯片业务边界向通用 MCU 延伸，有望打开业务板块第二成长曲线。通过内生成长及外延并购双轮驱动，目前公司已形成包括芯片、通用耗材、打印机整机及原装耗材在内的打印行业全产业链布局。**打印机整机及原装耗材业务**核心经营主体为奔图电子及利盟国际，21 年板块实现营收 167.45 亿元，约占公司总营收的 73.47%；**通用耗材及配件业务**核心经营主体为原耗材事业部、SCC、中润靖杰、欣威科技、拓佳科技等子公司，产品主要包括硒鼓、碳粉、墨盒、墨水、色带架、色带芯等打印机通用耗材及配件，21 年板块总营收 46.24 亿元，占比 20.29%；**芯片业务**核心经营主体为极海微电子及极海半导体等子公司，产品主要包括通用打印耗材芯片、打印机专用 SoC 芯片、通用 MCU 等，21 年业务板块实现营收 7.11 亿元，占比约 3.12%。目前，公司通用 MCU 业务板块已实现在工控、汽车等中高端应用领域的快速增长，并与知名厂商达成合作，伴随工控、汽车等下游需求放量，通用 MCU 有望打开公司芯片业务板块第二成长曲线。

图 4：纳思达主要业务板块及产品情况

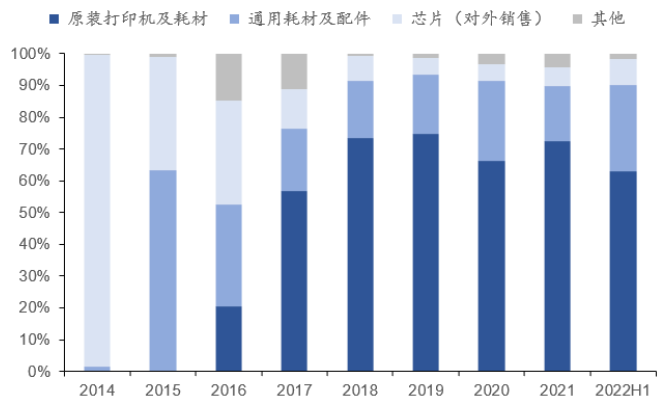
业务板块	核心经营主体	持股比例	2021年营收	营收占比	2021年毛利率	主要产品情况
原装打印机及耗材	奔图电子	100%	167.45亿元	73.47%	33.61%	奔图原装打印机及耗材
	利盟国际	63.04%				利盟原装打印机及耗材
通用耗材及配件	纳思达耗材事业部	100%	46.24亿元	20.29%	29.16%	硒鼓、碳粉及复印机耗材 色带架、色带芯 墨盒、墨水
	Static Control Components(SCC)	100%				
	中润靖杰	100%				
	欣威科技	100%				
	拓佳科技	51%				
芯片	极海微电子	81.0832%	7.11亿元	3.12%	65.01%	打印耗材芯片 UNISMAAT 微控制器
	极海半导体	81.0832%				

资料来源：信达证券研发中心整理

从营收及毛利润构成来看，打印机整机及原装耗材业务仍占主要贡献，但近年占比有逐年下降趋势，通用耗材及配件以及芯片业务占比逐年提升。营收端，2022 年上半年，打印机整机及原装耗材业务所占营收比重约为 69%，较 2021 年下降约 4.47 个百分点；通用耗材及配件业务占比 23.89%，较 2021 年提升 3.6 个百分点；芯片业务占比 4.34%，较 2021 年提升 1.22 个百分点。毛利端，2022 年上半年，打印机整机及原装耗材业务所占毛利润比重约为 63.06%，较 2021 年下降约 9.33 个百分点；通用耗材及配件业务占比 27.02%，较 2021 年提升 9.67 个百分点；芯片业务占比 8.22%，较 2021 年提升 2.27 个百分点。

图 5：纳思达 2014-2022H1 营收构成变化


资料来源：Wind，纳思达年报，信达证券研发中心

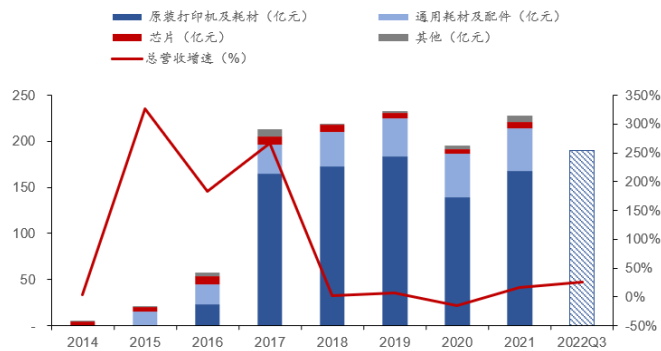
图 6：纳思达 2014-2022H1 毛利润构成变化


资料来源：Wind，纳思达年报，信达证券研发中心

1.3 财务分析：内生外延，历史业绩稳健增长，有效整合，经营效率持续提升

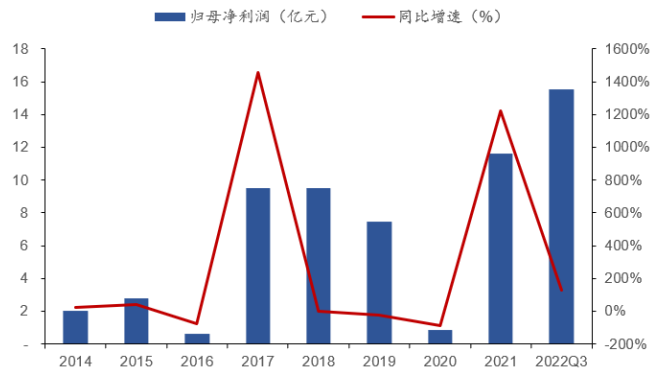
内生成长叠加并购助力，营收快速增长；受利息支出、汇兑损益及并购整合期各类非经常性损益影响，公司归母净利润波动幅度较大，但稳健向好趋势明显。营收层面，上市后 SCC、母公司耗材资产包、利盟国际等大规模资产并购带来营收快速增长，由 2014 年的 4.80 亿元快速增长至 2017 年的 213.24 亿元；2020 年受疫情影响，营收出现下滑，2021 年后增长趋势回暖。归母净利润层面，2016-2017 年因利盟并购整合，销售、管理等期间费用大幅增加，加之利息支出、融资费用大幅增加以及汇兑损益等因素综合影响，2016 年归母净利润出现大幅下滑，2017 年表现较好则主要因处置 Kofax Limited 股权等获得非经常性投资收益约 13.70 亿元以及美国税改影响调整当期收益约 33.33 亿元所致；2020 年归母净利润大幅下滑则主要因疫情影响以及汇兑损失大幅增加所致。近年来，伴随公司并购整合效果逐步显现，期间费用率呈逐年下降趋势，加之有息负债余额下降带来的利息支出逐年减少以及针对汇率风险敞口采取外汇远期、期权等衍生品交易对冲风险，公司净利润增长稳健向好趋势明显。

图 7：纳思达 2014-2022Q3 营收变化及增速



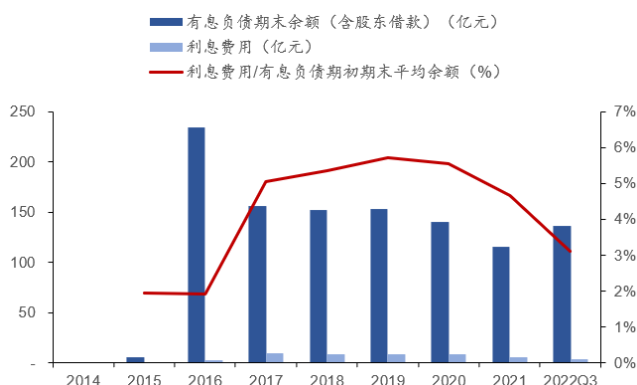
资料来源：Wind，纳思达年报，信达证券研发中心

图 8：纳思达 2014-2022Q3 归母净利润变化及增速

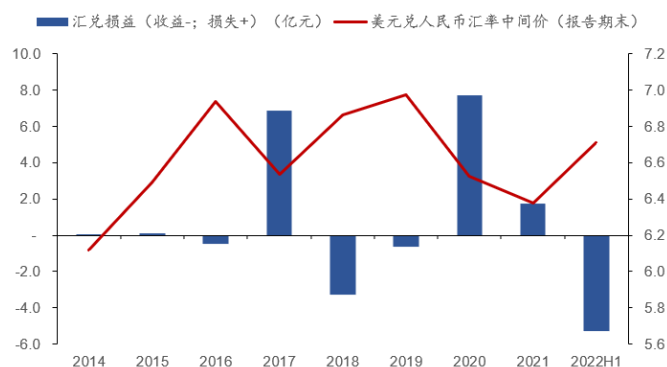


资料来源：Wind，信达证券研发中心

利息费用及汇兑损益是影响公司净利润表现的重要方面。利息费用方面，因 2016 年利盟收购导致公司有息负债余额大幅增加。根据利盟并购融资方案，总交易对价 27 亿美元，其中纳思达、太盟投资及朔达投资联合体以自有资金出资 15.18 亿美元，纳思达出资 7.77 亿美元、太盟投资 6.52 亿美元、朔达投资 0.89 亿美元，剩余款项由并购所设海外子公司向银团申请中长期并购贷款取得；纳思达 7.77 亿美元则主要来源于自有资金及股东借款。根据公司年报披露数据计算，截至 2016 年末，纳思达有息负债账面余额约为 234.21 亿元（含股东借款），较高的有息负债规模导致利息费用大幅增加，2017 年达到约 9.84 亿元。2017 年后，伴随有息负债余额逐年降低，公司利息费用也呈逐年减少趋势，2022 年前三季度约为 3.92 亿元，同比减少约 11%。汇兑损益方面，公司历史汇兑损益同美元兑人民币汇率走势整体呈反向变化关系，即美元对人民币升值形成汇兑收益，美元贬值形成汇兑损失，22 年上半年，因美元升值等影响，公司共形成汇兑收益约 5.27 亿元。

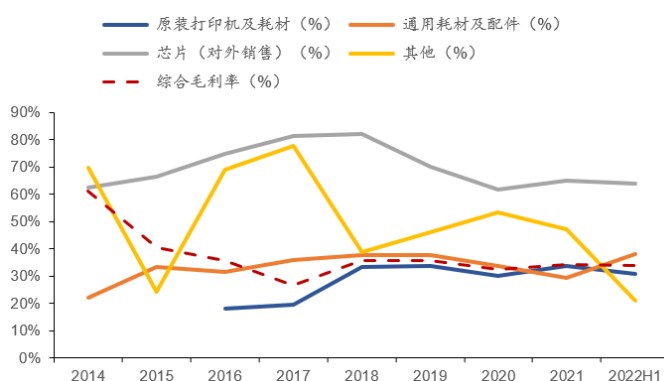
图 9：纳思达 2014-2022Q3 有息负债及利息费用变化


资料来源：Wind，纳思达年报，信达证券研发中心

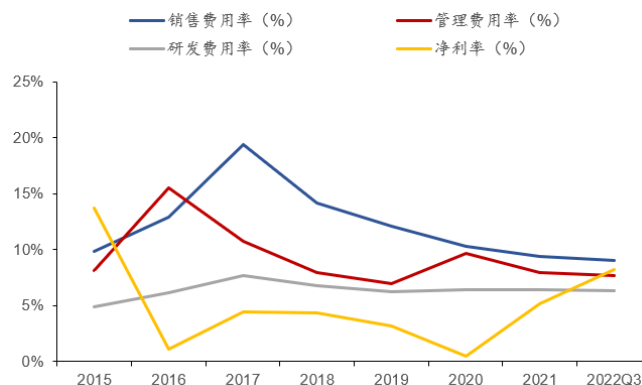
图 10：纳思达 2014-2022H1 汇兑损益情况


资料来源：Wind，国家外汇管理局官网，信达证券研发中心

整合效果逐渐显现，公司整体经营效率稳步提升。毛利率方面，打印机整机及原装耗材、通用耗材及配件业务毛利率相对稳定，2022 年上半年分别为 30.90%、38.25%，芯片业务毛利率较 2017-2018 年的高点有所下降，2022 年上半年约为 64.06%；综合毛利率方面，2014-2017 年，受毛利率较低的通用耗材业务、打印机整机及原装耗材业务相继并购入表，综合毛利率总体呈下降趋势，2017 年之后稳定保持在 32%-35% 左右，2022 年上半年约为 33.82%。期间费用率方面，2017 年后公司整合效果逐渐显现，降本增效成果显著，销售及管理费用率均呈快速下降趋势，分别从 2017 年的 19.36% 及 10.75% 下降至 2022 年前三季度的 9% 和 7.7%，研发费用率一直保持在 6% 以上。人效方面，公司自 2016 年完成利盟并购后开始实施减员增效措施，2018 年员工总数较 2016 年末减少约 2,659 人，减员主要为综合管理及销售人员，降本增效成果明显，人均销售及管理费用自 2017 年后亦出现大幅下降趋势。综合来看，公司自 2016 年完成利盟并购后，整合效果显著，伴随后续全球及全产业链一体化协同效应进一步加强，公司期间费用率有望持续下降，奠定未来净利润稳健增长坚实基础。

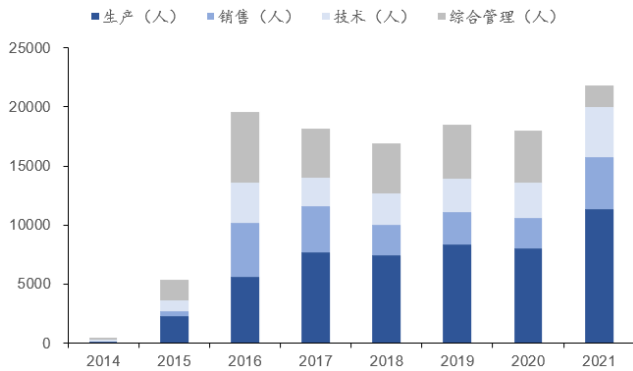
图 11：纳思达 2014-2022H1 分业务毛利率变化


资料来源：Wind，纳思达年报，信达证券研发中心

图 12：纳思达 2015-2022Q3 期间费用率及净利率变化


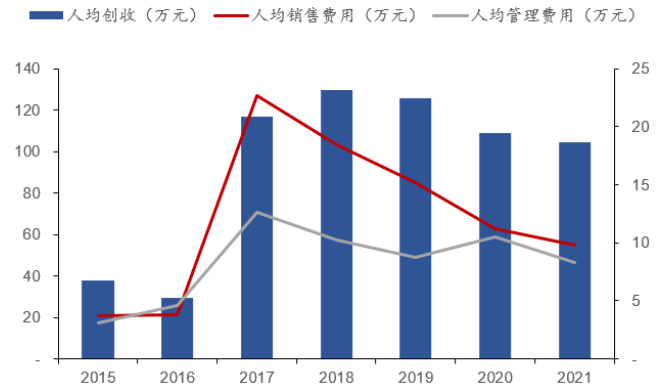
资料来源：Wind，纳思达年报，信达证券研发中心

图 13：纳思达员工人数及构成变化



资料来源：Wind，信达证券研发中心

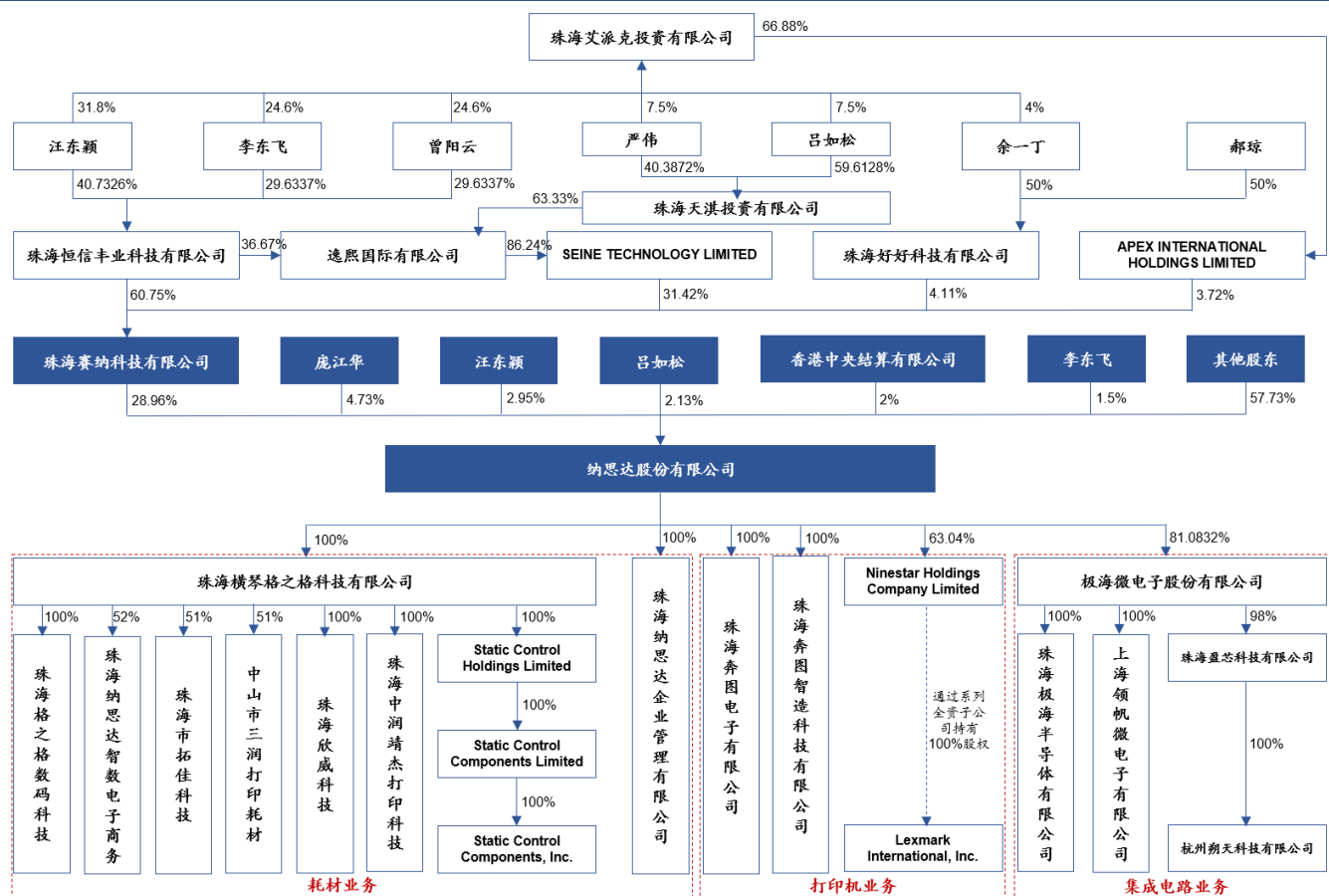
图 14：纳思达人效变化情况



资料来源：Wind，信达证券研发中心

1.4 公司治理：股权架构清晰，新一轮股权激励计划彰显管理层对未来业绩增长的良好预期

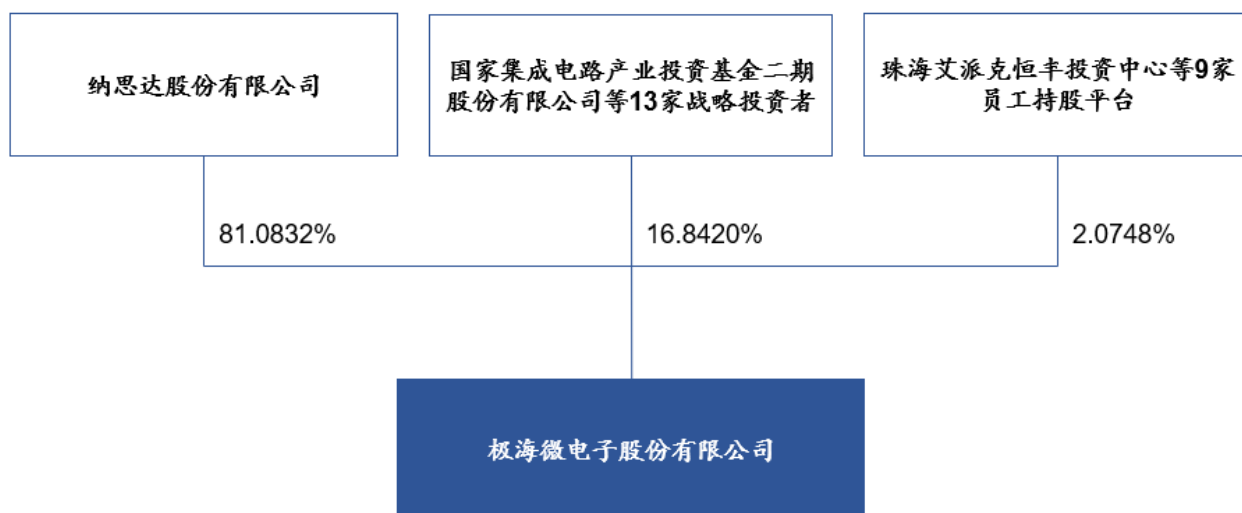
股权结构方面：股东层面控制权稳定，子公司层面业务管理条线清晰。股东层面，公司控股股东为珠海赛纳科技有限公司，截至 2023 年 1 月 27 日持股比例为 28.96%；实际控制人为汪东颖、李东飞及曾阳云，三人通过珠海恒信丰业科技有限公司直接持有珠海赛纳科技有限公司 60.75% 股权，通过珠海艾派克投资有限公司及 APEX INTERNATIONAL HOLDINGS LIMITED 间接持有珠海赛纳科技有限公司 3.72% 股权，通过珠海赛纳科技有限公司实际控制上市公司。**2022 年 10 月 9 日**，公司公告三人续签一致行动协议 5 年，股东层面控制权有望持续保持长期稳定。子公司层面，通用打印耗材业务目前已统一整合至珠海横琴格之格科技有限公司旗下；打印机整机及原装耗材业务主要包括奔图电子及利盟国际；芯片业务则统一整合至极海微电子股份有限公司（原珠海艾派克微电子股份有限公司）旗下，业务管理条线清晰。

图 15：纳思达股权结构及重点子公司情况


资料来源：Wind，企查查，纳思达公告，信达证券研发中心；数据截至 2023 年 1 月 27 日

筹划极海微电子分拆上市，有望助力公司芯片业务持续快速发展。1 月 3 日，公司发布公告，筹划旗下芯片业务控股子公司极海微电子股份有限公司（原“艾派克微电子”）分拆上市。极海微电子多年来聚焦打印机行业芯片设计，目前业务已由打印机行业芯片拓展至包括工业控制、汽车及新能源等行业在内的通用 MCU 领域。极海微电子 2021 年实现营收 14.32 亿元，其中打印机通用耗材芯片业务营收 10.60 亿元，工控/安全芯片业务营收 1.91 亿元，消费电子芯片业务营收 1.42 亿元，车规级芯片业务营收 0.32 亿元。我们认为，本次分拆上市将在有利于纳思达坚定聚焦打印机产业的同时，提高极海微电子的战略聚焦和治理能力，持续加大芯片业务投入，加快在集成电路领域的技术推进、人才引进和中高端芯片国产化进程，助力公司芯片业务持续快速发展。

图 16：极海微电子股权结构



资料来源：纳思达公告，信达证券研发中心

上市以来多次实施股权激励计划，新一轮股权激励计划业绩考核指标彰显管理层对未来业绩增长的良好预期。2022 年 2 月底，公司发布新一轮股权激励计划，同 2016 年及 2019 年相比，本次股权激励计划业绩考核目标大幅提升。按 100%解锁目标，公司 2022-2024 年净利润增速较 2021 年需分别增长至少 60%、116%及 196%；按最低达标 70%解锁目标，2022-2024 年净利润增速较 2021 年需分别增长至少 45%、90%及 166%，大幅提升的业绩考核目标充分彰显管理层对公司未来业绩增长的良好预期。此外，纳思达旗下负责半导体业务板块子公司艾派克微电子（现更名为极海微电子）亦于 2022 年 2 月底同时发布股权激励计划，将持有的 2.07%艾派克微电子股权转让予员工持股平台。从上市公司到旗下子公司，一系列股权激励计划实施亦有望进一步绑定核心骨干员工，为公司持续发展奠定坚实人才基础。

表 2：纳思达自上市以来历次股权激励计划基本情况汇总

计划公告日	激励标的	授予数量	占公告日总股本比例	授予人数	授予/行权价格	公司层面业绩考核目标	最低业绩目标（亿元）	同比增速	实际完成（亿元）	目标完成率	备注
2016/9/9	限制性股票	1,601.24 万股	1.61%	516 人	16.48 元/股	a. 以 2015 年归母扣非净利润为基准，2016 增长不低于 20%；	3.54	20.00%	5.01	141.50%	考核口径为不含联盟盈亏及并购联盟所发生费用金额
						b. 以 2015 年归母扣非净利润为基准，2017 增长不低于 40%；	4.13	16.67%	7.89	190.96%	
						c. 以 2015 年归母扣非净利润为基准，2018 增长不低于 60%；	4.72	14.29%	7.49	158.57%	
2019/9/18	股票期权	5,841.23 万份	5.49%	765 人	27.63 元/股	a. 以 2018 年归母扣非净利润为基准，2019 年增长不低于 15%；	7.29	15.00%	6.55	89.82%	考核口径为剔除本次股权激励计划股份支付费用影响后的金额
						b. 以 2018 年归母扣非净利润为基准，2020 年增长不低于 45%；	9.19	26.09%	—	未达条件	
						c. 以 2018 年归母扣非净利润为基准，2021 年增长不低于 70%；	10.77	17.24%	—	未达条件	
						d. 以 2018 年归母扣非净利润为基准，2022 年增长不低于 110%；	13.31	23.53%	—	—	

2022/2/28	限制性股票	534.54 万股	0.38%	444 人	24.82 元/股	a.2022 年净利润较 2021 年增长率 (A) ≥60%	18.61	60.00%	—	—	2021 年净利润包含奔图电子归属于上市公司 2021 年 1-9 月 39.31% 份额及 10-12 月 100% 份额净利润；并剔除本激励计划股份支付费用
						b.2023 年净利润较 2021 年增长率 (A) ≥116%	25.13	35.00%	—	—	
						c.2024 年净利润较 2021 年增长率 (A) ≥196%	34.43	37.04%	—	—	

资料来源：纳思达公告，信达证券研发中心

二、打印机：信创催化国产业绩增长，协同驱动全球市占提升

2.1 打印机系成熟行业，市场规模稳定，但仍具结构性增长机会

打印机是重要的日常办公设备，广泛应用于各类办公场景，按工作方式不同可分为激光打印机、喷墨打印机、针式打印机等多种类型。其中，激光打印机因打印速度快、成像效果好，印字质量高、噪音小等优点，广泛应用于商务办公及设计、印刷等领域，但价格相对昂贵；喷墨打印机价格低廉，但打印速度慢，适合家用及小型办公场景；针式打印机因其特有的高速跳行、多份拷贝打印、宽幅面打印等优势，主要应用于银行、超市等用于票单打印的少数地方。纳思达旗下打印机业务板块利盟国际及奔图电子主要布局激光打印机领域。

表 3：主流打印机按工作方式分类

类别	激光打印机	喷墨打印机	针式打印机
工作原理	激光源发出的激光束经由字符点阵信息控制的声光偏转器调制后，进入光学系统，通过多面棱镜对旋转的感光鼓进行横向扫描，在感光鼓光导薄膜层形成字符或图像的静电潜像，再经过显影、转印和定影，在纸上得到所需字符或图像	先产生小墨滴，再利用喷墨头把细小的墨滴导引至设定的位置上，墨滴越小，打印图片越清晰	通过打印机和纸张的物理接触来打印字符图形
主要耗材	碳粉、硒鼓	墨水、墨盒	色带
优点	打印速度快、印字质量高、噪音小	分辨率高、灵活方便改变字符尺寸和字体、印字能耗小、无噪声、结构轻便	中等分辨率和打印速度、耗材便宜、高速跳行、多份拷贝打印、宽幅面打印、维修方便
缺点	价格昂贵	速度慢、字迹保存性差	很低的打印质量、很大的工作噪声使其无法适应高质量、高速度的商用打印需求
应用领域	打印速度快、成像效果好，适用于大型商务机构及设计、印刷领域	价格低廉、打印速度慢，较适合家用、小型办公室	银行、超市等用于票单打印的少数地方

资料来源：华经情报网，信达证券研发中心

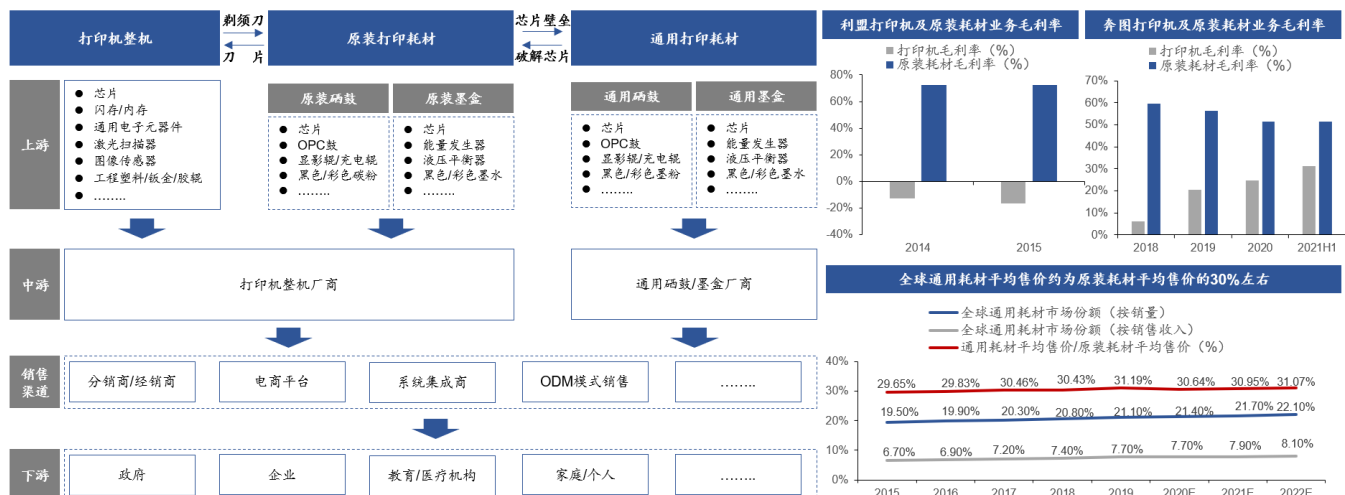
打印机行业系成熟行业，产业链及商业模式成熟。商业模式上，采用“剃须刀”模式，即将主产品打印机（“剃须刀”）以微利甚至亏损方式出售抢占市场份额，通过后期高毛利率的原装耗材（“刀片”）获取主要利润。参考利盟国际，因 2014-2015 年，海外打印机价格竞争激烈，其采取亏损方式销售打印机策略，但其原装耗材毛利率高达 72% 左右。打印机厂商这一商业模式进一步催生通用打印耗材市场。根据美佳音控股招股说明书及灼识咨询相关统计数据，通用打印耗材的价格一般为原装耗材的 10%-40%，较低的用户使用成本及不断完善的使用功能体验，使得通用耗材成为打印行业重要一环。为防止通用耗材厂商生产能够兼容其打印机的通用耗材，原装打印机厂商通过不断升级耗材芯片及生产技术以增加技术门槛；通用耗材厂商则需要破解相关技术，且不能侵犯原装打印机厂商的知识产权。

产业链方面，打印机上游主要为主控芯片、激光扫描器、图像传感器等核心部件以及塑料、钣金、胶辊等原材料；打印耗材上游则主要包括耗材芯片、硒鼓的 OPC 鼓/显影辊/充电辊/碳粉、墨盒的能量发生器/液压平衡器/墨水等原材料；打印机厂商通常采用自产及第三方代工结合方式生产，对打印机主控芯片、激光扫描器、耗材 OPC 鼓、碳粉等核心机密环节保有控制权；行业最下游为政府机构、企业、家庭个人等终端消费者。

销售模式方面，打印机厂商通常采用经销商经销、电商平台直销以及 ODM 代工生产销售等

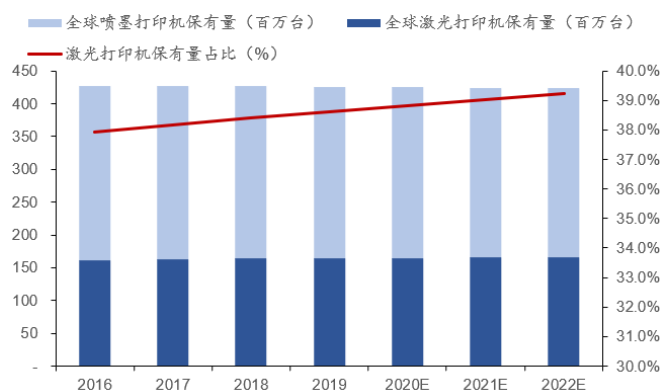
方式，国产打印机信创市场亦有通过系统集成商销售模式。

图 17：打印行业产业链及主要商业模式

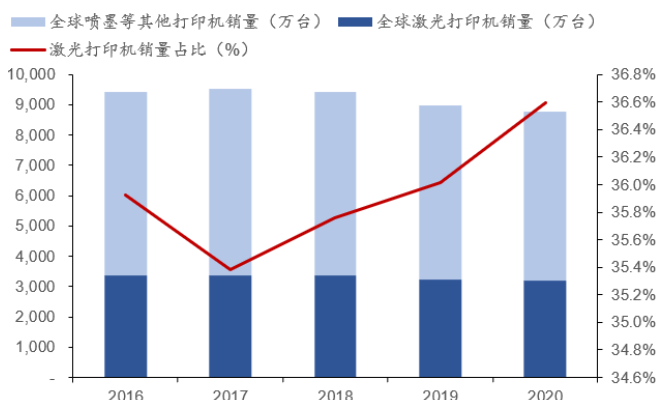


资料来源：纳思达公告，中船汉光招股说明书，美佳音控股招股说明书，灼识咨询，珠海耗材行业协会，中国海关总署，联合国商贸数据库，美国海关，信达证券研发中心

全球打印机保有量及年销量均保持相对稳定状态，激光打印机占比持续提升。受行业步入成熟期及无纸化办公等因素综合影响，全球打印机保有量及年销量均呈相对稳定、略有下降趋势。根据美佳音控股招股说明书及灼识咨询预测数据，2022 年全球激光及喷墨打印机保有量将达到 4.2 亿台，同比减少约 90 万台，其中激光打印机保有量将达到 1.66 亿台，占比由 2021 年的 39.04%提升至 39.24%。同时，根据纳思达公告及赛迪顾问统计数据，2020 年全球激光及喷墨打印机出货量约为 8,769 万台，同比减少约 225 万台，其中激光打印机销量约为 3,209 万台，占比由 2019 年的 36.01%上升至 36.59%。我们认为，随着无纸化办公进一步发展，全球打印机需求可能会受到轻微影响，后续打印机保有量仍可能略有下降，但基于以下原因，影响是有限的：(1) 相对于电子化存储可能带来的网络安全、数据丢失等风险，纸质文档在安全稳定性方面仍具有很大优势，针对企业内控及档案管理等业务而言，打印仍是刚需；(2) 终端用户打印习惯变化仍需时间，且无纸化办公同样涉及较高成本，传统打印需求亦不会快速减少；(3) 远程办公等家用打印需求有望带来结构性增长机会。

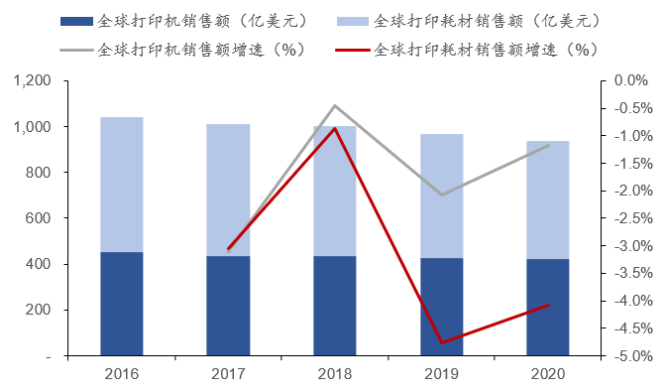
图 18：全球激光及喷墨打印机保有量情况


资料来源：美佳音控股招股说明书，灼识咨询，信达证券研发中心

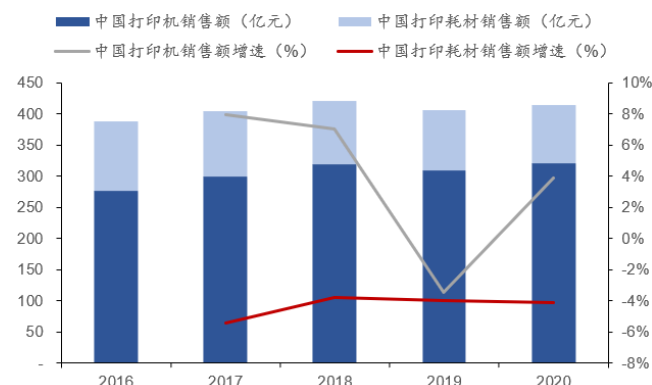
图 19：全球激光及喷墨打印机年销售量情况


资料来源：纳思达公告，赛迪顾问，信达证券研发中心

全球打印机及耗材市场规模约为 939 亿美元，中国约为 414 亿元。根据纳思达公告及赛迪顾问统计数据，2020 年全球打印机整机销售额约为 421 亿美元，打印耗材销售额约为 518 亿美元，打印机及耗材整体市场规模约为 939 亿美元，同比略降约 2.80%。其中，中国市场 2020 年打印机整机销售额约为 321 亿元，打印耗材销售额约为 93 亿元，打印机及耗材整体市场规模约为 414 亿元，同比增长约 1.97%。

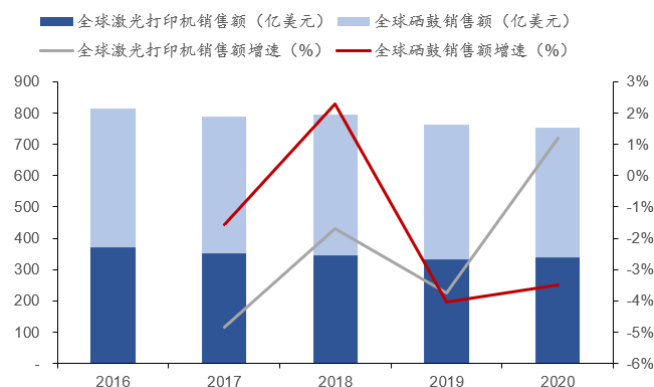
图 20：全球打印机及打印耗材市场规模


资料来源：纳思达公告，赛迪顾问，信达证券研发中心

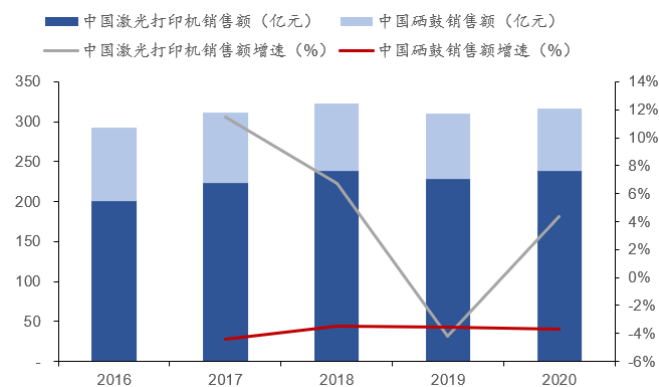
图 21：中国打印机及打印耗材市场规模


资料来源：纳思达公告，赛迪顾问，信达证券研发中心

激光打印机领域，全球激光打印机及硒鼓市场规模约为 752 亿美元，中国约为 317 亿元。根据纳思达公告及赛迪顾问统计数据，2020 年，全球激光打印机销售额约为 338 亿美元，硒鼓销售额约为 414 亿美元，激光打印机及硒鼓整体市场规模约为 752 亿美元，同比略降约 1.44%。中国市场方面，2020 年激光打印机销售额约为 239 亿元，硒鼓销售额约为 78 亿元，激光打印机及硒鼓整体市场规模约为 317 亿元，同比增长约 2.26%。

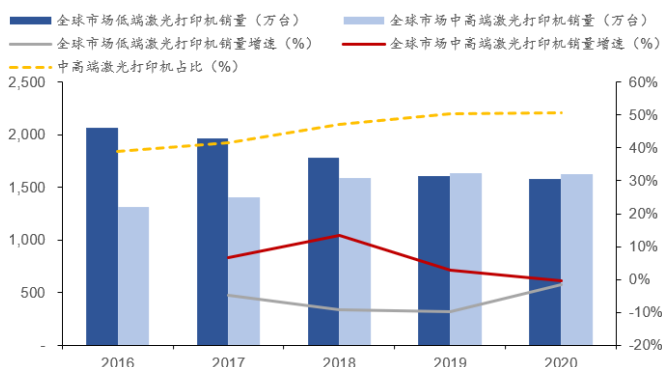
图 22：全球激光打印机及硒鼓市场规模


资料来源：纳思达公告，赛迪顾问，信达证券研发中心

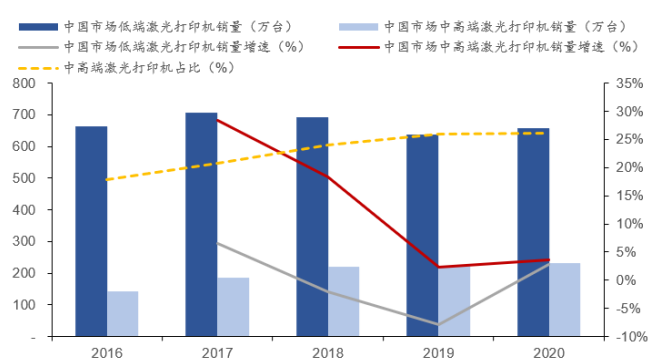
图 23：中国激光打印机及硒鼓市场规模


资料来源：纳思达公告，赛迪顾问，信达证券研发中心

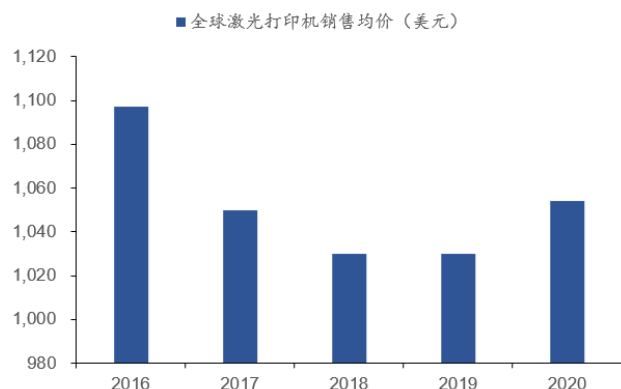
对比全球，中国市场激光打印机仍以低端为主，中高端打印机有较大市场空间。打印机市场以速度段区分中高端产品和低端产品，其中低端产品为 30ppm（每分钟打印 30 页）及以下的黑白激光打印机和 20ppm（每分钟打印 20 页）及以下的彩色激光打印机。根据纳思达公告及赛迪顾问统计数据，2020 年全球中高端激光打印机销量约为 1,626 万台，占激光打印机总销量的比重达到 50.67%；而同期中国中高端激光打印机销量约为 232 万台，占比约为 26.10%，中高端打印机仍具有较大成长空间。此外，中高端打印机较低端打印机价格更高，其占比的持续提升有望拉动我国激光打印机整体市场规模持续增长。

图 24：全球市场低端及中高端激光打印机销量


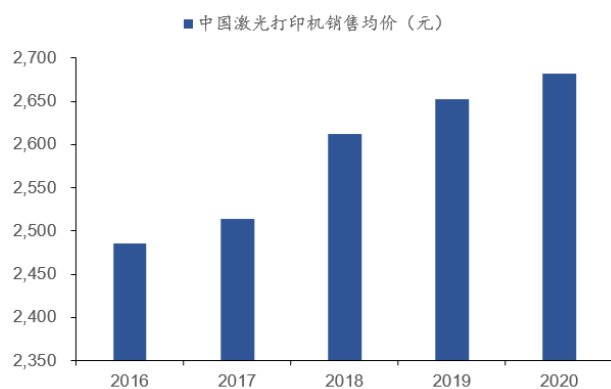
资料来源：纳思达公告，赛迪顾问，信达证券研发中心

图 25：中国市场低端及中高端激光打印机销量


资料来源：纳思达公告，赛迪顾问，信达证券研发中心

图 26：全球激光打印机销售均价


资料来源：纳思达公告，赛迪顾问，信达证券研发中心

图 27：中国激光打印机销售均价


资料来源：纳思达公告，赛迪顾问，信达证券研发中心

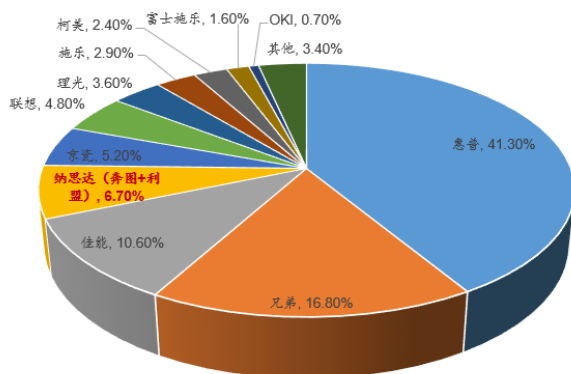
2.2 打印机行业壁垒高，形成寡头垄断竞争格局

打印机行业壁垒高，形成寡头垄断竞争格局，纳思达已成为全球第四大打印机厂商。打印机行业属高科技行业，集合激光成像技术、微电子技术、精细化工技术、精密自动控制技术和精密机械技术等，在专利、技术、规模、销售与服务网络、品牌、行业经验等方面形成极高行业壁垒，全球能够设计和制造打印机的国家主要为美国、日本和中国，且市场份额主要集中在布局行业较早的美、日企业手中，新进入者较少，形成寡头垄断竞争格局。根据纳思达公告及赛迪顾问统计数据，以销量计算，2020 年全球激光打印机 CR5 约为 80.6%，其中惠普占据 41.3%；中国激光打印机 CR5 约为 85.6%，其中惠普占据 46.2%，市场集中度较高。其中，2020 年纳思达旗下利盟国际及奔图电子激光打印机销量全球市占率合计约为 6.7%，中国市占率合计约为 8.2%，已成为全球第四大打印机厂商，而中国市场以海外厂商为主的竞争格局，在信创催化下，亦有望为以纳思达旗下奔图电子为代表的国产打印机厂商带来较大潜在市场机遇。

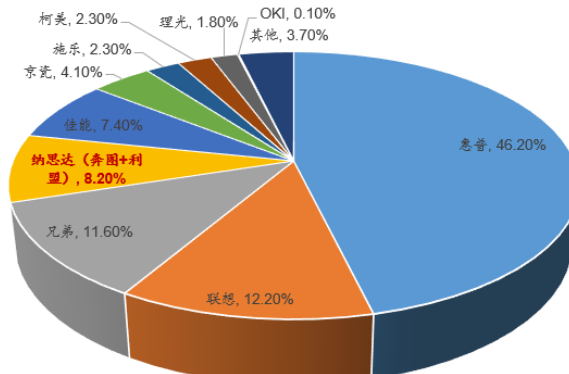
图 28：打印机行业壁垒较高

专利壁垒 <p>打印机品牌厂商通常通过申请专利设置技术壁垒，只有拥有大量专利技术储备，才能避免陷入专利技术侵权陷阱</p>	技术壁垒 <p>打印行业属高端精密制造产业，集激光成像技术、微电子技术、精细化工技术、精密自动控制技术和精密机械技术于一体，具有科技密集、劳动密集和高附加值产业特点</p>	规模效应壁垒 <p>打印机行业对资本及资源投入要求较高，存在明显规模效应，新进入者面临成本劣势</p>
销售与服务网络壁垒 <p>打印行业客户遍布全球，且客户需要得到厂商全球销售与服务网络的及时响应</p>	品牌壁垒 <p>品牌作为消费者选择符号，具有持久性和排他性，一旦成功构筑起品牌壁垒，新进入者在进入该行业时将面临巨大转换成本</p>	行业经验壁垒 <p>打印机行业需要企业掌握丰富的打印机、机械、精细化工、精密光学、图像处理、微电子、静电学等方面专业知识和行业知识，这些均需通过长期积累才能形成</p>

资料来源：纳思达公告，信达证券研发中心

图 29：全球激光打印机市场份额（按销量）


资料来源：纳思达公告，赛迪顾问，信达证券研发中心

图 30：中国激光打印机市场份额（按销量）


资料来源：纳思达公告，赛迪顾问，信达证券研发中心

2.3 信创带来国产打印机全新增量市场空间，奔图竞争优势显著

打印机是重要的计算机外设，能够直接接触和处理计算机系统的数字信息资料，在信息安全领域重要性极高，也是信创的核心环节。国内激光打印机国产替代进度同信创“2+8+N”节奏整体一致，即 2019-2021 年已逐步完成党政领域国产替代，2022 年上半年主要为党政信创增量，2023 年有望全面开启行业信创市场。

根据赛迪顾问预测数据，2023 年我国打印机市场规模有望达到 344.5 亿元，参考赛迪顾问统计数据，假设 2023 年我国激光打印机市场规模占打印机市场总规模的比重为 74.7%，硒鼓市场规模同激光打印机市场规模的比值为 36%，则 2023 年我国激光打印机市场规模有望达到 257.3 亿元，对应硒鼓市场规模约为 92.7 亿元，激光打印机及硒鼓市场总规模约为 350 亿元。参考华经产业研究院统计数据，假设 2023 年我国激光打印机下游应用市场中，政府机构占 25%，企业机构占 67%；参考国央企占企业机构就业总人数的比重约 34%计算，我国激光打印机下游应用市场中国央企占比约 22.8%，则我国激光打印机下游应用市场政府机构及国央企单位合计占比约 47.8%。依此计算，2023 年我国政府机构及国央企单位激光打印机及硒鼓市场总规模有望达到 167.3 亿元，其中激光打印机 123 亿元，硒鼓 44.3 亿元。由于政府机构及国央企是信创的核心主体，则 2023 年我国激光打印机及硒鼓的信创市场空间即为 167.3 亿元。

表 4：激光打印机及耗材信创市场空间测算

项目	公式	2022E	2023E	2024E	数据来源与说明
中国打印机市场规模预测（亿元）	A	337.8	344.5	351.1	赛迪顾问预测数
激光打印机占打印机市场总规模的比重（%）	B	74.5%	74.7%	75.0%	参考赛迪顾问统计 2016-2020 年中国激光打印机销售额占打印机市场整体销售额的比重预测
中国激光打印机市场规模预测（亿元）	C=A×B	251.7	257.3	263.3	
中国硒鼓市场规模/激光打印机市场规模（%）	D	34.0%	36.0%	38.0%	参考赛迪顾问统计 2016-2020 年中国硒鼓市场规模同激光打印机市场规模的比例预测
中国硒鼓市场规模预测（亿元）	E=C×D	85.6	92.7	100.1	
中国激光打印机及硒鼓市场总规模预测（亿元）	F=C+E	337.2	350.0	363.4	

激光打印机下游应用市场政府机构单位占比 (%)	G	25.0%	25.0%	25.0%	华经产业研究院
激光打印机下游应用市场企业机构占比 (%)	H	67.0%	67.0%	67.0%	华经产业研究院
国央企单位占企业机构就业人数的比重 (%)	I	34.0%	34.0%	34.0%	参考《中国统计年鉴 (2021)》，全国企业单位就业人员总数约 1.70 亿人，其中国有及集体单位约 0.58 亿人，占比约 34%
激光打印机下游应用市场国央企单位占比 (%)	J=H×I	22.8%	22.8%	22.8%	
激光打印机下游应用市场政府机构及国央企单位合计占比 (%)	K=G+J	47.8%	47.8%	47.8%	
政府机构及国央企激光打印机市场规模 (亿元)	L=C×K	120.2	123.0	125.8	
政府机构及国央企硒鼓市场规模 (亿元)	M=E×K	40.9	44.3	47.8	
政府机构及国央企激光打印机及硒鼓市场总规模 (亿元)	N=L+M	161.1	167.3	173.6	

资料来源：纳思达公告，赛迪顾问，华经产业研究院，《中国统计年鉴 (2021)》，信达证券研发中心

奔图电子掌握激光打印机核心技术，在国内信创市场竞争优势明显，处于龙头地位。自 2010 年奔图电子在人民大会堂发布第一款自研激光打印机以来，经过多年发展，公司已掌握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，成为国内能在激光打印机领域实现技术、专利、生产制造全领域闭环的稀有标的，在信创市场的先发竞争优势明显。截至 2021 年上半年，奔图电子共有 257 项境内专利、102 项境外专利和 3 款自主研发 A4 黑白打印机引擎、1 款在研 A4 彩色打印机引擎以及 2 款 A3 打印机引擎，同国际主要大厂商惠普、佳能、兄弟差距逐步缩小。同时，奔图电子凭借母公司纳思达从耗材到打印机整机的全产业链一体化布局竞争优势，加之位于“打印耗材之都”珠海带来的产业集群区位优势，展现出良好的成本控制能力。根据纳思达并购奔图电子《发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书》披露数据，奔图电子参与信创市场打印机招投标项目的平均覆盖率为 96.79%，参与的招投标项目中平均中标率为 70.12%，在信创市场的份额处于绝对领先地位。

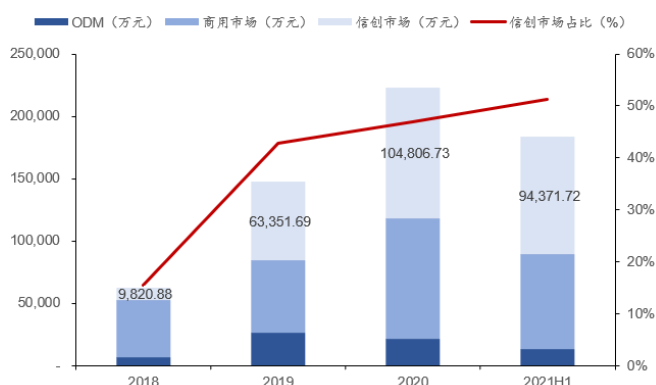
表 5：奔图电子在信创市场的竞争优势

项目	优势
技术优势	奔图电子掌握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。
自主品牌优势	作为我国打印机自主品牌的重要代表，奔图电子凭借自主可控的核心技术，较早开始进行国产化适配工作，为国内打印设备行业的国产化奠定了重要基础，在逐步发展的过程中知名度不断提升，形成了较高的自主品牌价值及声誉，积累了丰富的信创市场客户资源，在信创市场具有一定先发优势。
全产业链布局及成本控制优势	奔图电子已构建从耗材到打印机整机生产的全产业链布局，位居“打印耗材之都”珠海，随着我国打印机和耗材产业制造水平的不断提升，珠海及其周边地区也成长为全球著名的产业基地，具备完善的打印产业链。依托珠海良好的产业集群优势，奔图电子展现出良好的成本控制能力。
信创市场份额优势	奔图电子参与信创市场打印机招投标项目平均覆盖率为 96.79%，参与的招投标项目中平均中标率为 70.12%，其中，在中央信创客户方面招投标平均中标率为 85.21%；省级及以下信创客户方面，招投标平均中标率为 68.42%，具有市场份额优势。

资料来源：纳思达公告，信达证券研发中心

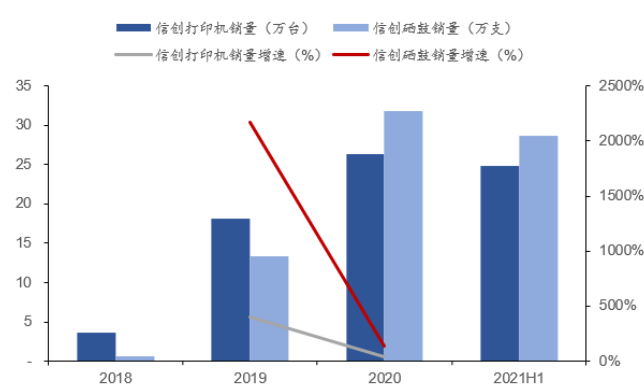
针对信创市场，公司自 2017 年即开始布局国产化适配，并成功入围信创目录，先发优势明显。根据纳思达公告相关数据，2021 年报告期内，奔图电子参与信创市场打印机招投标项目平均覆盖率为 96.79%，在参与的招投标项目中，平均中标率为 70.12%，市场份额占据优势。2019-2021 年，伴随党政信创放量，奔图电子激光打印机及原装耗材信创市场业务迎来快速发展，2020 年实现信创市场营收 10.48 亿元，2018-2020 年复合增速达到 226.68%；信创打印机出货量达到 26.41 万台，2018-2020 年复合增速达到 170.85%；信创硒鼓销量达到 31.83 万支，2018-2020 年复合增速达到 634.50%。2023 年，伴随行业信创市场逐步放量，公司信创业务有望迎来第二轮快速增长。

图 31：2018-2021H1 奔图电子信创市场营收快速增长



资料来源：纳思达公告，信达证券研发中心

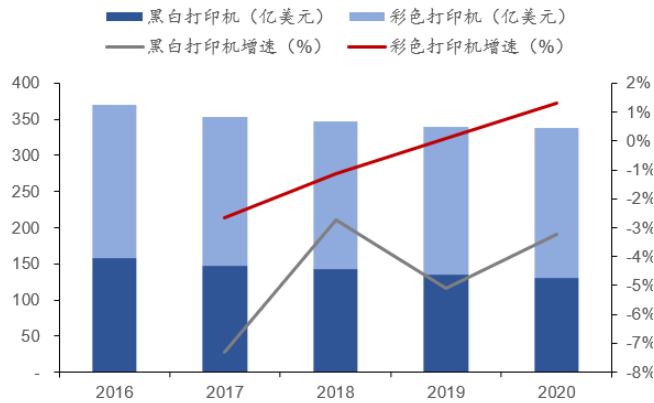
图 32：2018-2021H1 奔图电子信创打印机及硒鼓销量及增速



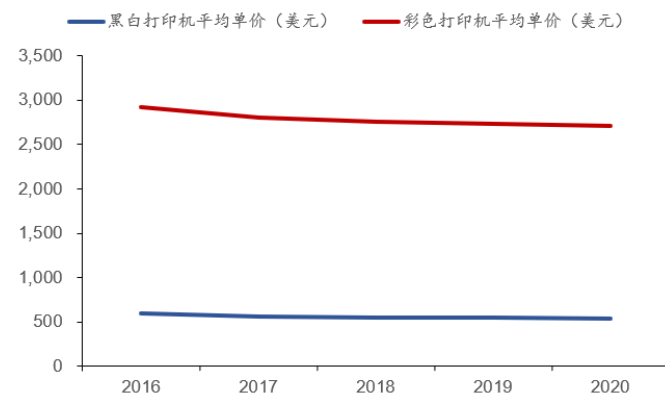
资料来源：纳思达公告，信达证券研发中心

2.4 奔图产品线持续向中高端激光打印机延伸，有望打开更加广阔产品市场空间

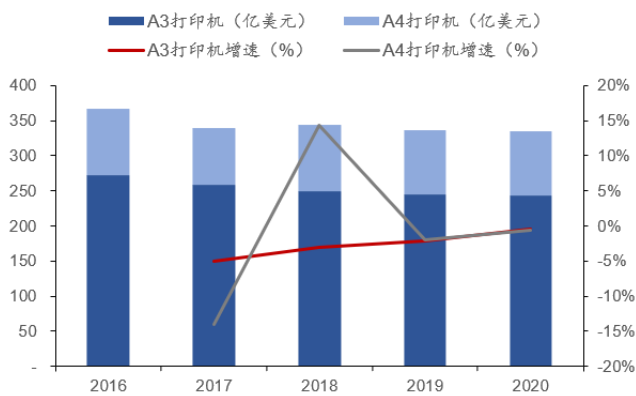
激光打印机按色彩及型号可大致分为 4 类，也是激光打印机产品由中低端到中高端发展的 4 个阶段，即 A4 黑白、A4 彩色、A3 黑白及 A3 彩色打印机。根据华经产业研究院统计数据，按色彩划分，2020 年全球彩色激光打印机市场规模约为 207 亿美元，约占当年全球激光打印机市场总规模的 61%，彩色激光打印机平均单价约为 2,710 美元，约是同期黑白打印机的 5 倍；按型号划分，2020 年全球 A3 激光打印机市场规模约为 243.6 亿美元，约占当年全球激光打印机市场总规模的 73%，A3 激光打印机平均单价约为 5,840 美元，约是同期 A4 打印机的 17.8 倍，A3 及彩色激光打印机平均单价更高，对应市场规模更大。

图 33：2016-2020 年全球激光打印机销售额（按色彩）


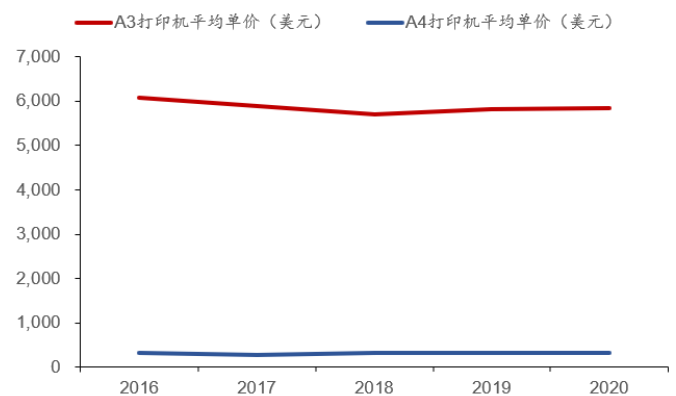
资料来源：华经产业研究院，信达证券研发中心

图 34：2016-2020 年全球激光打印机平均单价（按色彩）


资料来源：华经产业研究院，信达证券研发中心

图 35：2016-2020 年全球激光打印机销售额（按型号）


资料来源：华经产业研究院，信达证券研发中心

图 36：2016-2020 年全球激光打印机平均单价（按型号）


资料来源：华经产业研究院，信达证券研发中心

奔图产品线逐步由 A4 黑白等中低端打印机向 A4 彩色及 A3 等中高端打印机延伸，打开更加广阔的产品市场空间。奔图传统激光打印机产品以 A4 黑白等中低端打印机为主，近年通过持续研发和突破，不断扩充产品线布局，A4 彩色及 A3 等中高端激光打印机产品线不断完善，目前已逐步形成黑白、彩色、A4、A3 全阶段覆盖的产品线布局。伴随 A4 彩色及 A3 等中高端产品销量持续增长，公司将进一步打开更加广阔的产品市场空间。

表 6: 奔图电子产品线由黑白向彩色、A4 向 A3 延伸


幅面	色彩	型号	打印速度	基础功能	建议零售价 (元)	打印机外形
A4	黑白	P2518NW 黑白激光单功能打印机	22ppm	打印	979	
	黑白	M6700DW Plus 黑白激光多功能一体机	30ppm	打印、复印、扫描	3,999	
	彩色	CP1155DN 彩色激光单功能打印机	19ppm	打印	—	
	彩色	CM1108ADN 彩色激光多功能一体机	18ppm	打印、复印、扫描	6,999	
A3	黑白	M9006DN 黑白激光多功能一体机	45ppm	打印、复印、扫描、传真	58,999	
	彩色	CM8505DN 彩色多功能数码复合机	32ppm	打印、复印、扫描	—	

资料来源：奔图电子官网，信达证券研发中心

2.5 “利盟+奔图”一体化协同，公司全球市占率有望进一步提升

利盟成立于 1990 年，1991 年收购 IBM 信息成像业务，1995 年于美国纽交所上市，2016 年被纳思达收购。自成立之初，利盟一直专注于打印机行业，是世界领先的打印产品及服务供应商，为全球 170 多个国家和地区客户提供服务。利盟产品覆盖多种型号的黑白激光打印机、彩色激光打印机、多功能数码复合一体机以及与之相关的耗材、配件和一系列打印管理服务，下游客户主要集中于金融、零售、制造业以及教育、医疗等公共领域。从产品端来看，根据利盟官网列示主要打印机型号及功能，按打印速度分类，其产品主要为 ppm 大于 30 页/分钟的中高端打印机产品，且型号丰富。

图 37：利盟激光打印机产品以中高端为主

按打印速度分类	官网列示型号数	主要打印机产品型号
≤30 页/分钟	6 种型号	 Lexmark CX930dse  Lexmark CX431adw  Lexmark CS431dw  Lexmark CS331dw  Lexmark CX331adwe  Lexmark CX421adn
31-40 页/分钟	12 种型号	 Lexmark CX931dse  Lexmark MX931dse  Lexmark MX331adn  Lexmark MS331dn  Lexmark CX622ade  Lexmark CX522ade  Lexmark CS720de
41-50 页/分钟	18 种型号	 Lexmark MX432adwe  Lexmark CX942adse  Lexmark CX730de  Lexmark CS730de  Lexmark MX431adn  Lexmark MS431dn  Lexmark CX725de
>50 页/分钟	19 种型号	 Lexmark CX943adtse  Lexmark CS943de  Lexmark CX735adse  Lexmark MX721ade  Lexmark MS823dn  Lexmark MS822de  Lexmark CX923de

资料来源：利盟国际官网，信达证券研发中心

从生产端来看，根据纳思达利盟国际收购报告书公告，利盟在美国、中国及瑞士设有生产控制中心，在美国及墨西哥等地设有自有生产基地，通过自产与第三方代工结合形式，以求最高效生产能力满足客户需求。从销售端来看，利盟主要通过其遍布全球的分销及转销网络来销售产品，亦会通过代工生产协议（OEM）方式来实现其产品销售，客户主要集中于美国及欧洲等发达国家地区，根据纳思达年报及相关公告计算，2020 年利盟在美国、德国、法国及加拿大 4 国销售收入合计约为 83.85 亿元，约占利盟当年总营收的 60.76%。

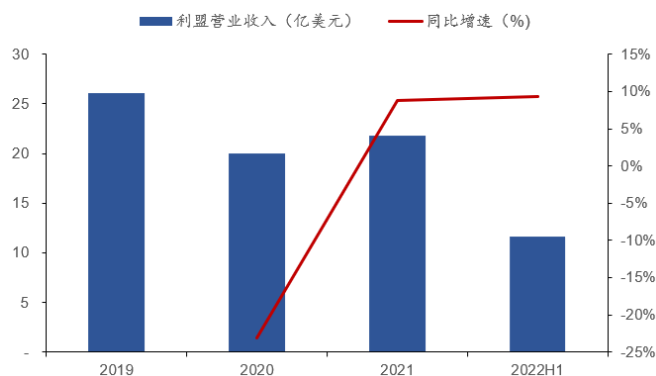
图 38：利盟业务区域与中国市场开拓



资料来源：纳思达公告，信达证券研发中心

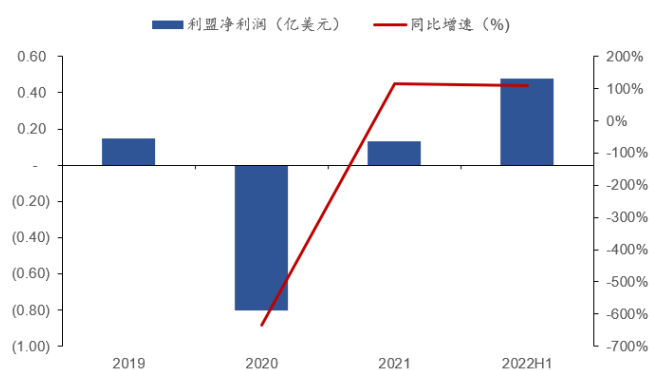
受全球疫情影响及并购人员整合费用增加以及人民币汇率升值带来的人民币并购贷汇兑损失等因素综合影响，利盟 2020 年业绩出现大幅下滑，2021 年伴随欧美打印市场从 2020 年疫情谷底中逐步恢复，市场需求开始复苏，利盟业绩重回增长趋势。2021 年实现营收 21.77 亿美元，同比增长 8.74%；实现净利润 0.13 亿美元，扭亏为盈；2022 年上半年实现营收 11.58 亿美元，同比增长 9.35%，实现净利润 0.48 亿美元，同比增长 108.70%。

图 39：利盟国际 2019-2022H1 营收及增速



资料来源：纳思达年报，信达证券研发中心

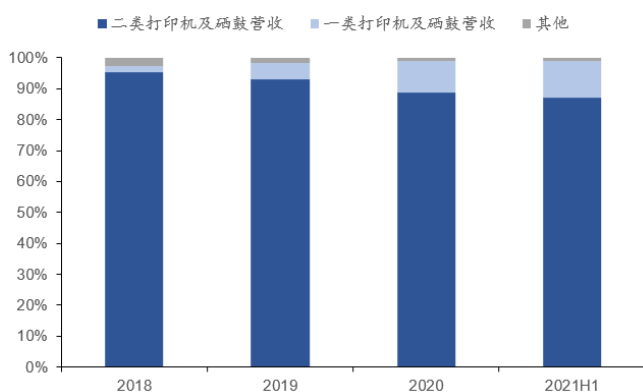
图 40：利盟国际 2019-2022H1 净利润及增速



资料来源：纳思达年报，信达证券研发中心

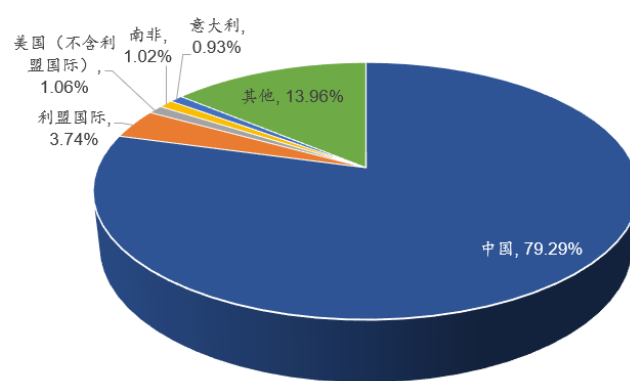
市公司体内。自 2010 年在人民大会堂发布第一款自研激光打印机以来，现已全面构建“关键零部件—打印机—打印管理服务”一体化的全产业链布局，产品涵盖从 A4 到 A3、黑白到彩色、单功能到多功能、硬件到解决方案全产品线覆盖，销售网络遍及全球 80 多个国家及地区。**从产品端来看**，根据奔图电子近年营收占比，其主要产品仍以中低端的二类激光打印机及原装耗材为主，并不断向中高端打印机布局，2021 年上半年二类激光打印机及原装耗材占比约 86.99%，一类产品占比约为 12.14%。**从生产端来看**，奔图电子在“全球耗材之都”珠海设有制造基地，接近产业集群，具有供应链优势。**从销售端来看**，奔图电子采用经销商经销、电商平台直销、信创产品系统集成商销售以及 ODM 代工生产等多种销售方式，在美国、荷兰及香港等地设有销售分公司，负责海外销售业务。**从销售区域来看**，公司产品主要集中于中国等发展中国家，根据纳思达年报及公告相关数据计算，2020 年，奔图电子在中国区域的销售额占比达到 79.29%。

图 41：2018-2021H1 奔图电子分产品类别营收占比



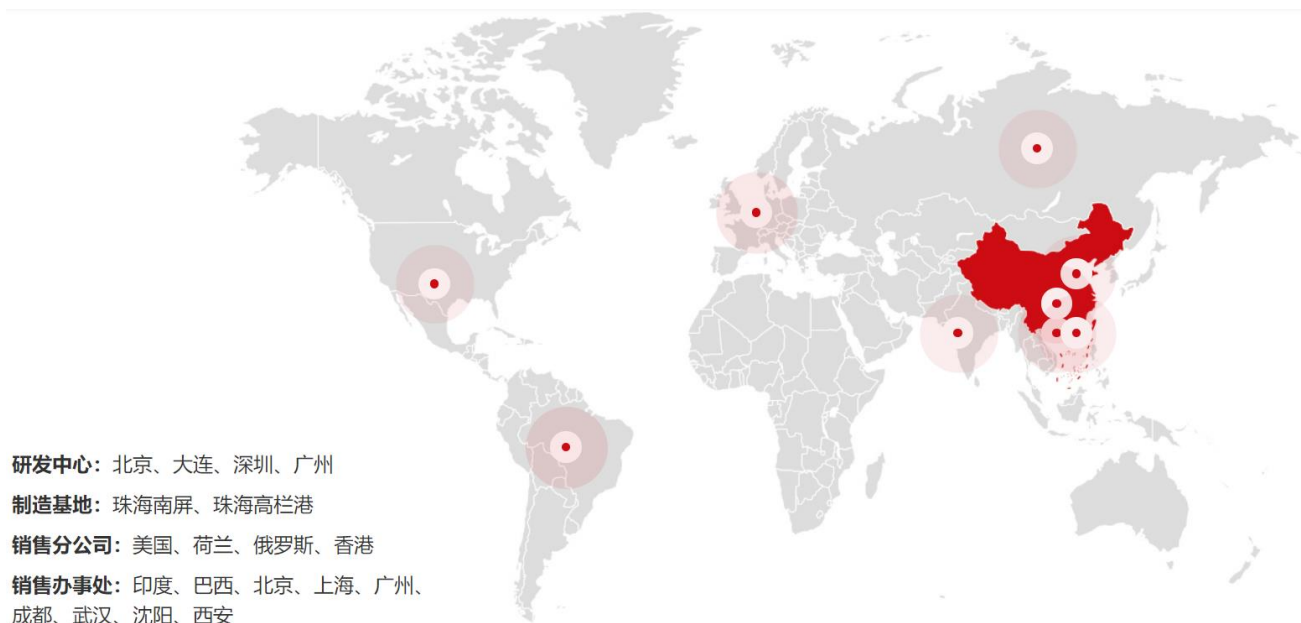
资料来源：纳思达公告，信达证券研发中心

图 42：2020 年奔图电子主要销售区域营收占比



资料来源：纳思达公告，信达证券研发中心

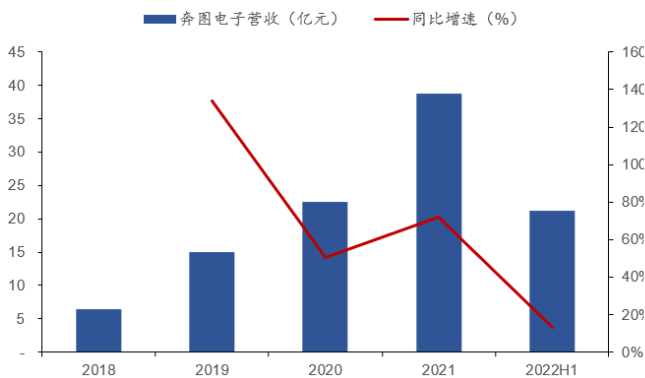
图 43：奔图电子全球业务布局



资料来源：奔图电子官网，信达证券研发中心

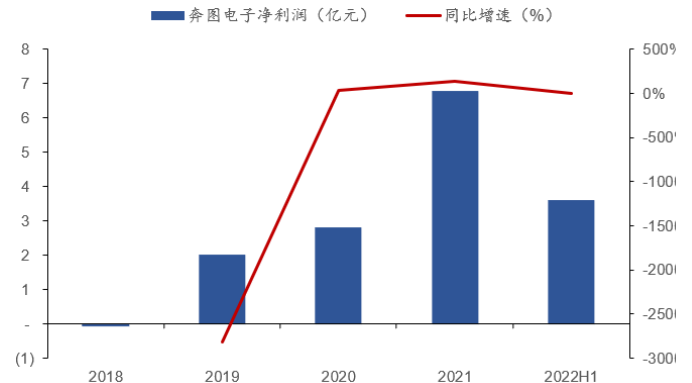
受益于 2019 年开启的规模化党政信创，加之公司在商用领域不断推出新品，市占率持续提升，2019 年以来奔图电子业绩持续保持高速增长趋势。根据纳思达年报披露数据，2021 年奔图电子实现营收约 38.70 亿元，同比增长 71.87%，2019-2021 年复合增速达到 60.82%；实现净利润 6.79 亿元，同比增长 140.21%，2019-2021 年复合增速达到 83.83%。2022 年，受党政信创接近尾声，叠加疫情反复等因素影响，上半年业绩增速放缓，实现营收 21.13 亿元，同比增长约 13%；实现净利润 3.61 亿元，同比增长约 3%。我们认为，2023 年伴随行业信创逐步开启，加之疫情等影响因素逐步消解，奔图电子业绩有望迎来第二轮高速增长。

图 44：2018-2022H1 奔图电子营收及增速



资料来源：纳思达年报及公告，信达证券研发中心

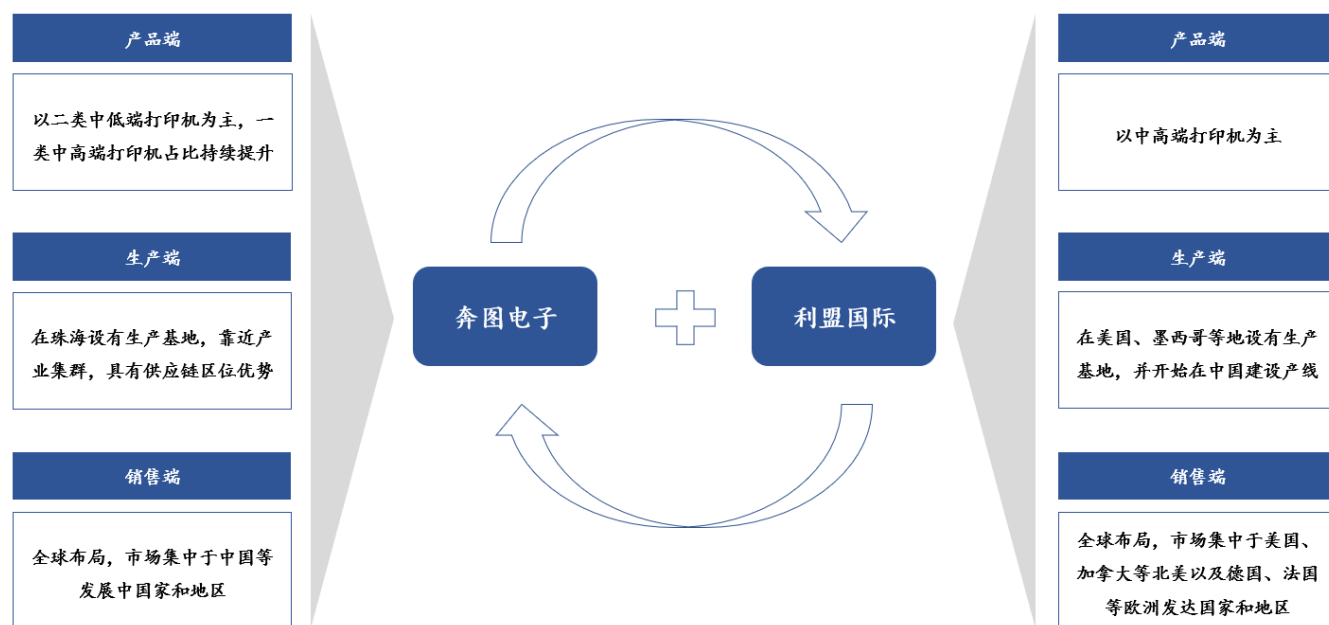
图 45：2018-2022H1 奔图电子净利润及增速



资料来源：纳思达年报及公告，信达证券研发中心

利盟国际同奔图电子打印机业务在产品、生产及销售端均具有互补性，一体化协同效应显著。在产品端，奔图电子产品主要以二类中低端激光打印机为主，并逐步向高端打印机拓展，而利盟国际产品则以中高端打印机为主。生产端，截至 2019 年，利盟国际已将其原装耗材 16 个产品系列，共计 28 条生产线转移至珠海基地生产，并开始在珠海基地量产其新款中低端彩色打印机产品，协同产业链区位优势逐步显现。销售端，利盟国际市场主要集中于美国、加拿大等北美以及德国、法国等欧洲发达国家和地区，奔图市场主要集中于中国等发展中国家和地区，两者具有较强的市场区位互补性。我们认为，伴随利盟和奔图在激光打印机领域的协作逐步深入，两者在产品、供应链、市场销售渠道等领域的一体化协同效应有望进一步凸显，凭借利盟及奔图在产业链及全球化协同竞争优势的持续加强，纳思达在全球激光打印机市场市占率有望进一步提升。

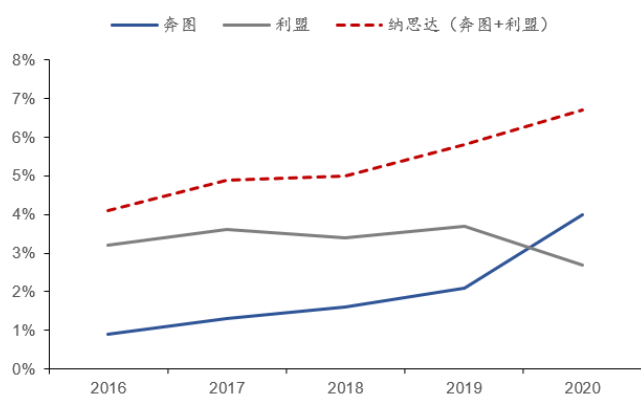
图 46：利盟及奔图在产品、生产及销售端具有互补性



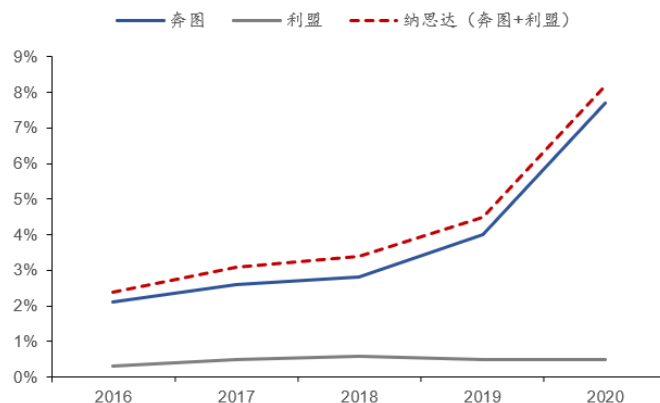
资料来源：纳思达公告，纳思达年报，信达证券研发中心

2.6 打印机市占率提升有望同步带动原装耗材业务销量增长

打印机行业采用“剃须刀”式商业模式，故其原装耗材销量往往同市场上相应品牌打印机保有量呈正相关关系，厂商本品牌打印机市场保有量的提升有望同步带动其原装耗材销量持续增长。根据希普曼公司官网及赛迪顾问统计数据，2016-2020 年，奔图电子及利盟国际激光打印机销量合计市占率保持快速增长，2020 年全球销量市占率合计达到约 6.7%，中国市占率达到约 8.2%。其中，奔图打印机市占率增长迅速，根据纳思达并购奔图电子《发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书》披露数据，截至 2020 年，奔图打印机市场保有量已经达到 500 万台左右。同时，奔图打印机原装耗材年平均消耗速度（原装耗材年度销量/打印机期初保有量）约为 0.76，显著低于佳能、兄弟、理光等主流厂商，主要因奔图打印机产品主要以中低端为主，客户相应打印需求及频次不及高端打印机用户。我们认为，后续伴随奔图在中高端打印机领域布局持续深入，其原装耗材年平均消耗速度有望继续提升，叠加信创驱动带来的国内市占率提升以及同利盟国际一体化协同带来的全球市占率稳步增长，公司整体原装耗材业务亦有望保持持续稳定增长趋势。

图 47：利盟及奔图激光打印机销量全球市占率


资料来源：希普曼公司官网，赛迪顾问，信达证券研发中心

图 48：利盟及奔图激光打印机销量中国市占率


资料来源：希普曼公司官网，赛迪顾问，信达证券研发中心

表 7：市场主流打印机品牌厂商耗材年度销量/打印机期初保有量比率

耗材平均消耗速度	2019 年	2020 年
惠普	1.88	/
佳能	2.05	1.75
兄弟	1.95	1.68
联想	0.24	0.22
京瓷	2.12	1.81
理光	4.08	3.72
利盟	3.56	2.88
奔图电子	0.73	0.76

资料来源：纳思达公告，赛迪顾问，信达证券研发中心

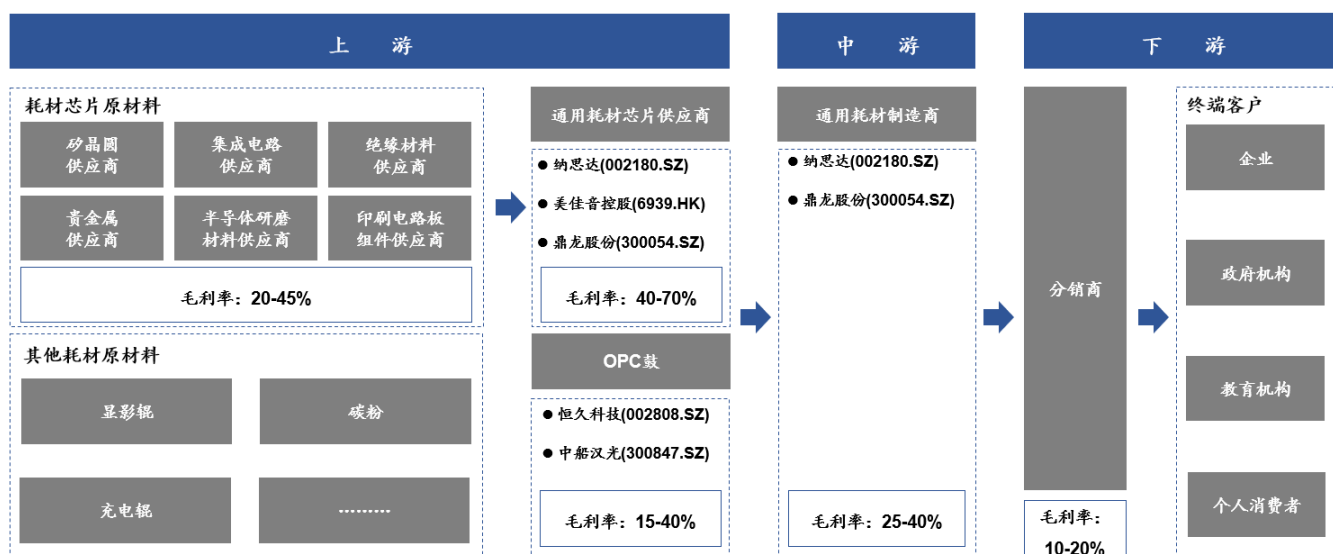
三、通用耗材：市场规模稳步增长，公司龙头地位稳固

3.1 通用耗材产业链成熟，耗材芯片是产业链毛利率最高环节

如前文所述，原装打印机厂商通过低毛利率的打印机整机抢占市场，以高毛利率的原装耗材赚取主要利润的“剃须刀”式商业模式催生出通用打印耗材市场。通用打印耗材厂商在避免侵犯原装打印机厂商专利的前提下，破解打印耗材芯片，并生产能够兼容相应型号打印机的通用打印耗材，为客户提供符合成本效益的替代品。根据美佳音控股招股说明书及灼识咨询统计数据，通用打印耗材价格一般为原装耗材的 10%-40%，性价比极高。

经过长期发展，通用打印耗材行业已形成成熟稳定的产业链。产业链上游主要包括耗材芯片、硒鼓的 OPC 鼓/显影辊/充电辊/碳粉、墨盒的能量发生器/液压平衡器/墨水等原材料，下游则主要通过经销商、电商平台等渠道将产品销售给终端用户。从产业链利润分布来看，根据美佳音控股招股说明书及灼识咨询统计数据，耗材芯片环节毛利率最高，达到约 40%-70%，充分反映了芯片在通用耗材商业模式中的核心地位；其次为硒鼓、墨盒等通用耗材制造环节，毛利率约在 25%-40%左右。

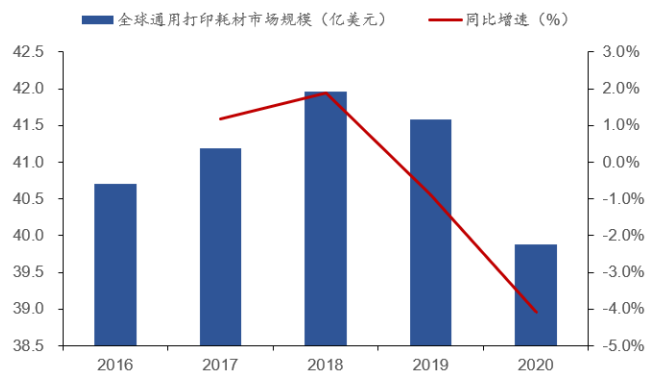
图 49：通用打印耗材行业产业链



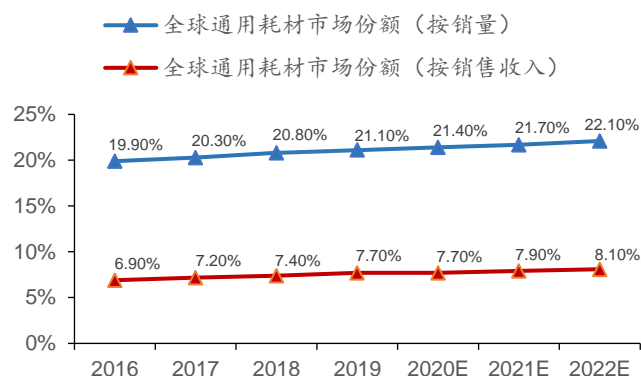
资料来源：美佳音控股招股说明书，灼识咨询，中船汉光招股说明书，恒久科技招股说明书，信达证券研发中心

3.2 中国是全球通用耗材主要产地，纳思达是行业龙头

2020 年全球通用耗材市场规模约为 40 亿美元，通用耗材占打印耗材整体市场规模的比重持续上升。根据美佳音控股招股说明书及灼识咨询统计数据，全球通用耗材占打印耗材整体市场规模的比重保持持续上升趋势，按销售收入统计的市场份额由 2016 年的 6.9% 上升至 2020 年的 7.7%，2022 年有望达到 8.1%。根据纳思达公告及赛迪顾问统计数据，2020 年全球打印耗材市场规模约为 518 亿美元，按通用耗材占比 7.7% 计算，2020 年全球通用耗材市场规模约为 40 亿美元。

图 50：全球通用打印耗材市场规模


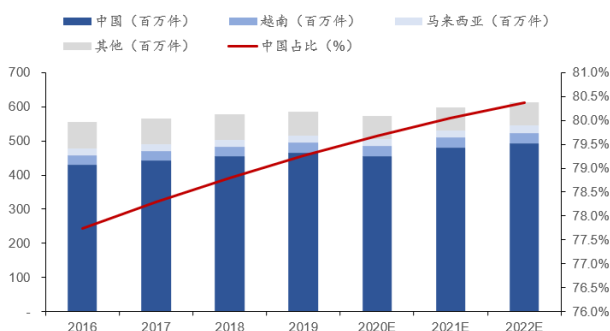
资料来源：纳思达公告，赛迪顾问，美佳音控股招股说明书，灼识咨询，珠海耗材行业协会，中国海关总署，联合国商贸数据库，美国海关，信达证券研发中心

图 51：全球通用耗材占打印耗材整体市场的份额


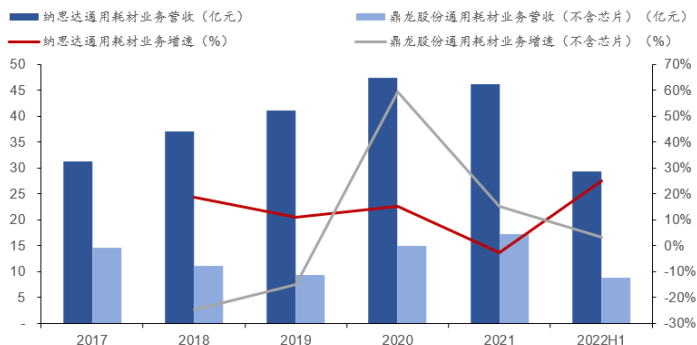
资料来源：美佳音控股招股说明书，灼识咨询，珠海耗材行业协会，中国海关总署，联合国商贸数据库，美国海关，信达证券研发中心

生产端，全球通用打印耗材产地主要集中于中国，形成以珠海为代表的全球最大的通用打印耗材产业集群，供应链区位优势明显。根据美佳音控股招股说明书及灼识咨询统计数据，2019 年全球通用打印耗材产量约为 5.87 亿件，其中中国产量为 4.65 亿件，占比达到 79.26%，预计这一比例在 2022 年将达到 80.38%，所占全球通用打印耗材产量份额稳步提升。

市场端，生产厂家众多，纳思达是全球通用打印耗材行业龙头厂商。根据纳思达年报数据，2021 年公司通用打印耗材业务营收约为 46.24 亿元，参考前文计算 2020 年全球通用打印耗材市场规模 40 亿美元估算，公司市场份额处于全球通用打印耗材行业龙头地位。

图 52：全球按产量计算的通用打印耗材市场规模


资料来源：美佳音控股招股说明书，灼识咨询，珠海耗材行业协会，联合国商贸数据库，信达证券研发中心

图 53：纳思达及鼎龙股份通用耗材业务营收及增速


资料来源：纳思达年报，鼎龙股份年报，信达证券研发中心

3.3 并购扩张带来行业集中度提升，全产业链一体化布局，公司龙头地位稳固

头部厂商通过兼并重组不断扩张，行业集中度有逐步提升趋势，纳思达凭借产业链一体化竞争优势，市占率有望进一步提升。从纳思达及鼎龙股份打印耗材业务发展历程来看，通用打印耗材行业头部厂商通过对外并购逐步实现产业链扩张，形成上下游一体化竞争优势。纳思达上市前，母公司赛纳科技已通过内生成长形成覆盖通用耗材芯片及打印机芯片、通用耗材以及打印机整机的全产业链布局，上市后陆续通过一系列并购加强产业链各环节技术及资源能力。鼎龙股份上市时主营业务为碳粉及墨水上游原材料电荷调节剂及商业喷码喷墨用显色



剂，2013年后通过一系列并购，逐步实现在下游耗材芯片、碳粉以及硒鼓、墨盒等通用耗材领域的布局。

我们认为，通过并购整合，产业链公司在选择供应商时会合理优先选择本集团内单位，通过相互协同不断扩大客户群，行业竞争力有望持续提升；未来一些规模较小的市场参与者或将逐渐被淘汰或收购，行业集中度有望进一步提升。纳思达在通用打印耗材及芯片等领域均是业内龙头厂商，上市后通过一系列资本运作和并购整合已基本形成覆盖打印行业核心领域的全产业链布局，且是国内为数不多的具有自主知识产权的国产打印机厂商，品牌、技术、营销、资源整合能力均较强，产业链一体化竞争优势显著，未来市占率有望进一步提升。

图 54：纳思达及鼎龙股份对外并购产业链布局一览图



资料来源：纳思达公告，鼎龙股份公告，信达证券研发中心

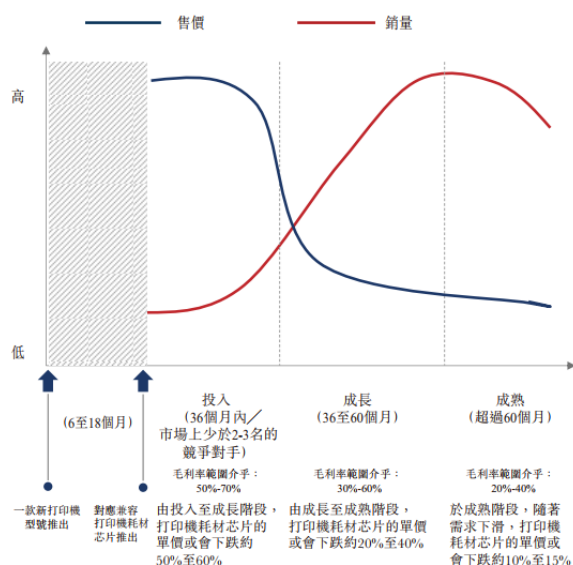
四、芯片：打印芯片为基，物联网芯片开启第二成长曲线

4.1 通用耗材芯片市占率国内第一，产业链下游一体化协同，竞争优势明显

耗材芯片是硒鼓及墨盒核心元件之一，主要用于打印机识别、打印机及耗材之间的通讯、资料存储、耗材消耗量记录等功能。原装打印机厂商通常通过耗材芯片设置门槛，防止用户自行灌粉，同时打击通用耗材厂商；通用耗材芯片厂商则在避免侵犯原装厂商专利的前提下破解并生产兼容相应打印机型号的通用耗材芯片，用于生产性价比更高的通用耗材。

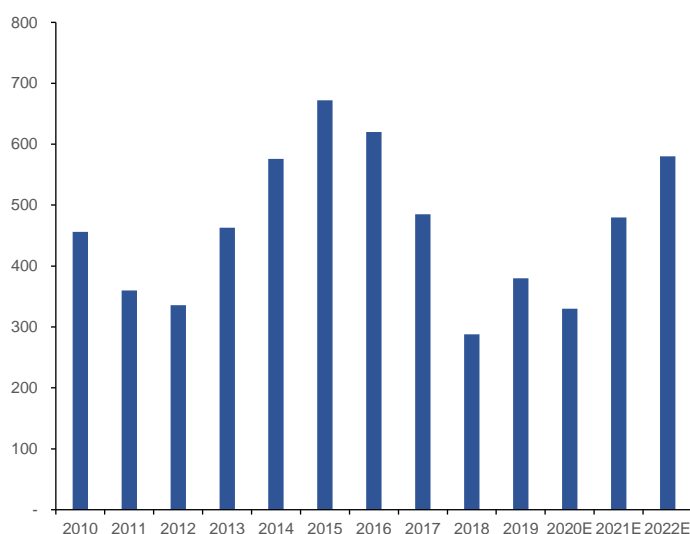
影响通用打印耗材芯片价格及厂商毛利率的核心因素有两点，即（1）每年原装厂商新推出打印机型号数量；（2）通用耗材芯片厂商的快速研发能力。为不断满足客户新需求以及产品差异化竞争需要，打印机厂商需要不断推出新打印机型号。根据美佳音控股招股说明书及灼识咨询数据，针对新打印机型号，通用耗材芯片厂商推出对应的通用耗材芯片一般需要 6-18 个月时间，而首次推出的新打印机型号通用耗材芯片定价及毛利率相对较高，伴随后续市场中研发出相应型号打印机通用耗材芯片的厂商越来越多，竞争将逐渐激烈，芯片价格快速下降，因此能够率先研发出新型号打印机通用耗材芯片的厂商将占据核心竞争优势。我们认为，未来随着打印机下游客户对打印质量以及云打印等新功能的需求不断提升，打印机厂商推出新型号的数量有望不断增加，纳思达等具有较强芯片研发能力的厂商有望优先受益。

图 55：通用打印耗材芯片生命周期

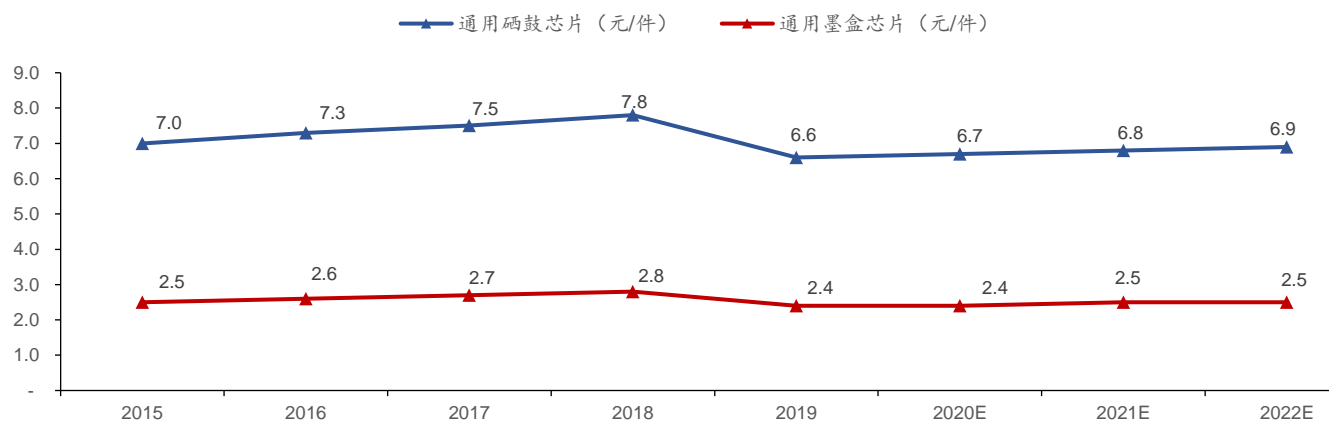


资料来源：美佳音控股招股说明书，灼识咨询，珠海耗材行业协会，信达证券研发中心

图 56：全球每年推出新原品牌打印机型号数

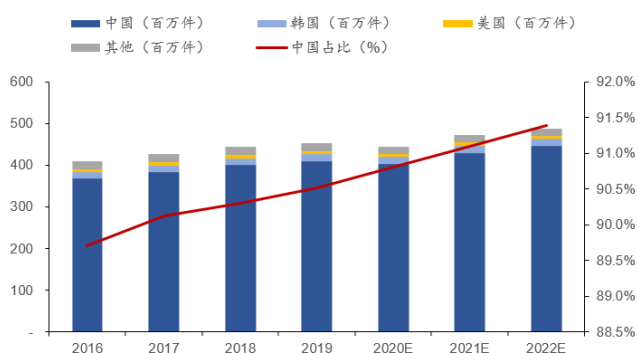


资料来源：美佳音控股招股说明书，灼识咨询，原品牌打印机公司网站，信达证券研发中心

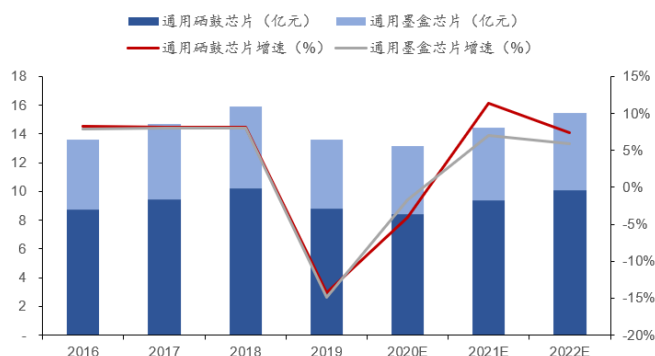
图 57：中国通用打印耗材芯片平均价格


资料来源：美佳音控股招股说明书，灼识咨询，珠海耗材行业协会，兼容打印机耗材芯片行业内公司的年报，信达证券研发中心

中国是全球通用耗材芯片主要生产地，占比 90%以上。根据美佳音控股招股说明书及灼识咨询统计及预测数据，2019 年全球通用耗材芯片产量约为 4.53 亿件，其中中国约为 4.10 亿件，占比达到 90.5%，2022 年这一比例有望达到 91.4%。市场规模上，通用耗材芯片市场规模随下游通用耗材行业发展而稳步增长。根据美佳音控股招股说明书及灼识咨询预测，2022 年我国通用硒鼓及墨盒芯片市场规模有望达到 15.45 亿元，同比增长约 6.87%。

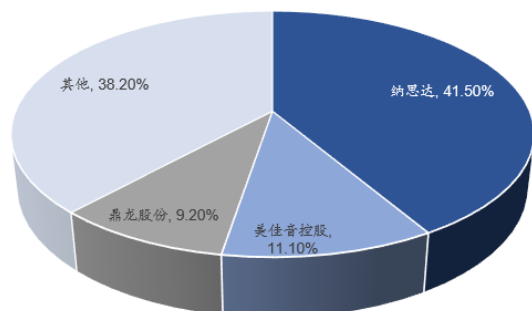
图 58：全球按产量计算的通用打印耗材芯片市场规模


资料来源：美佳音控股招股说明书，灼识咨询，珠海耗材行业协会，联合国商贸数据库，信达证券研发中心

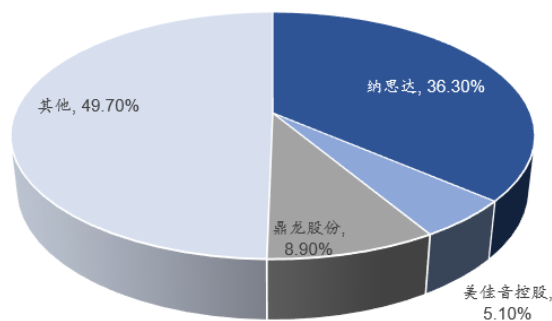
图 59：中国通用打印耗材芯片市场规模


资料来源：美佳音控股招股说明书，灼识咨询，珠海耗材行业协会，信达证券研发中心

通用耗材芯片行业市场集中度高，纳思达是行业龙头，国内市占率第一。根据美佳音控股招股说明书及灼识咨询统计数据，2019 年按外部销售额计算的国内通用耗材芯片市场份额 CR3 为 61.8%，按外部销售量计算的国内市场份额 CR3 为 50.3%，市场集中度高。其中，按销售额计算，纳思达国内市占率达到 41.5%，按销量计算市占率达到 36.3%，是国内通用耗材芯片领域龙头。我们认为，纳思达作为同时布局下游通用耗材市场及上游通用耗材芯片市场的一体化厂商，产业链协同竞争优势显著，随着通用耗材市场行业整合带来的市场集中度进一步提升，纳思达在下游通用耗材市场份额的提升有望进一步带动自身上游通用耗材芯片业务的持续快速增长。

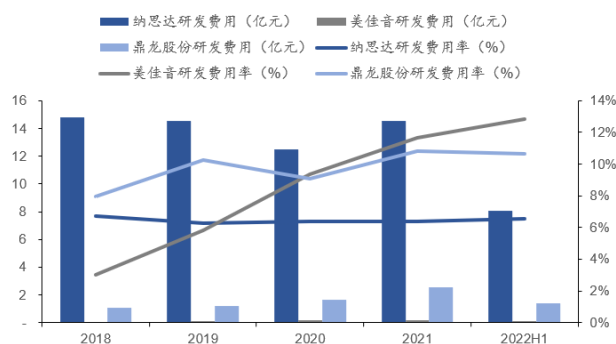
图 60：2019 年按外部销售金额计算的通用耗材芯片市场份额


资料来源：美佳音控股招股说明书，灼识咨询，通用耗材芯片厂商年报，信达证券研发中心

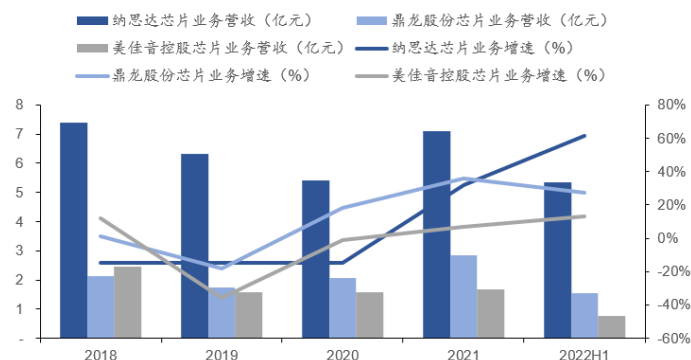
图 61：2019 年按外部销量计算的通用耗材芯片市场份额


资料来源：美佳音控股招股说明书，灼识咨询，通用耗材芯片厂商年报，信达证券研发中心

纳思达在研发投入绝对量上远超国内竞争对手，持续高研发投入奠定公司在通用耗材芯片领域龙头地位的坚实基础。从研发投入上看，纳思达 2021 年研发费用总额约为 14.52 亿元，研发费用率为 6.37%，同期国内通用耗材芯片行业主要竞争对手美佳音控股及鼎龙股份研发费用分别为 0.20 及 2.55 亿元，纳思达在研发投入绝对量上远超竞争对手。截至 2022 年上半年，纳思达拥有自主研发的已取得专利 5,445 项，另有 1,489 项专利申请正在审查过程中。持续高研发投入，为公司在各种新型号打印机上市后能快速推出兼容芯片而抢占市场先机奠定了坚实基础。根据公司官网数据统计，纳思达已拥有对应不同打印机型号的墨盒芯片型号约 3,564 款，硒鼓芯片型号约 5,348 款，能够满足市场不同类型的通用耗材芯片需求。

图 62：国内主要通用打印耗材芯片厂商研发投入情况


资料来源：Wind，纳思达年报，鼎龙股份年报，美佳音控股年报，信达证券研发中心

图 63：国内主要通用打印耗材芯片厂商芯片业务营收及增速


资料来源：Wind，纳思达年报，鼎龙股份年报，美佳音控股年报，信达证券研发中心

4.2 自主可控打印机 SoC 芯片奠定信创市场核心竞争优势

打印机主控 SoC 芯片是打印机的核心部件，负责打印机文印信息的控制和处理，控制外围通信接口（USB、网络等）、面板及打印机引擎，实现打印、扫描、复印、传真等功能，因此也是信息泄露的主要源头。打印机主控 SoC 芯片技术门槛高，不仅集成通用的高速 CPU、高速 DDR、USB 等通用接口，而且需要自主开发打印控制、扫描控制、图像处理等专用 IP，相关专用 IP 晶体管规模占比超过 SoC 的 50%，关键技术主要掌握在美日等国外厂商中。

纳思达旗下子公司极海微电子（原艾派克微电子）经过多年发展，成功研发具有自主知识产权的打印机主控 SoC 芯片，基于 UMC28 与 UMC40 纳米工艺技术，采用国产平头哥玄铁 CPU，支持彩色打印、复印、彩色扫描、传真等，具有完全自主的芯片安全架构，具备高性能、突出安全策略、支持国密、商密算法和安全防护机制等特点。纳思达自主可控打印机 SoC 芯片的研发进一步奠定了其在激光打印机信创市场的核心竞争优势。

表 8：纳思达打印机 SoC 芯片型号及性能参数

芯片型号	处理器	打印速度	打印分辨率	彩色扫描速度	图像处理硬件	外围设备	安全性
HSP2210	1 颗玄铁 810 1 颗玄铁 803 1 颗玄铁 802	35ppm (黑白)	600*600dpi (A4)	—	JBIG 编解码器（兼容 T.82/T.85）	USB 2.0 双功能接口 SD/MMC/SDIO2.0 HOST SPIx3, UARTx3, I2C, GPIO XPWM, 10 位 ADC	密码引擎 加密内存 真随机数发生器 抗 SPA/DPA 攻击
HSP2220	1 颗玄铁 810 1 颗玄铁 802 2 颗玄铁 803	80ppm (黑白)	1200*1200dpi (A4)	40spm	JBIG 编解码器，兼容 T.82/T.85 JPEG 编解码器，兼容 T.81	光探测器 电压检测器 频率检测器 温度频率检测器	密码引擎 加密内存 真随机数发生器 抗 SPA/DPA 攻击

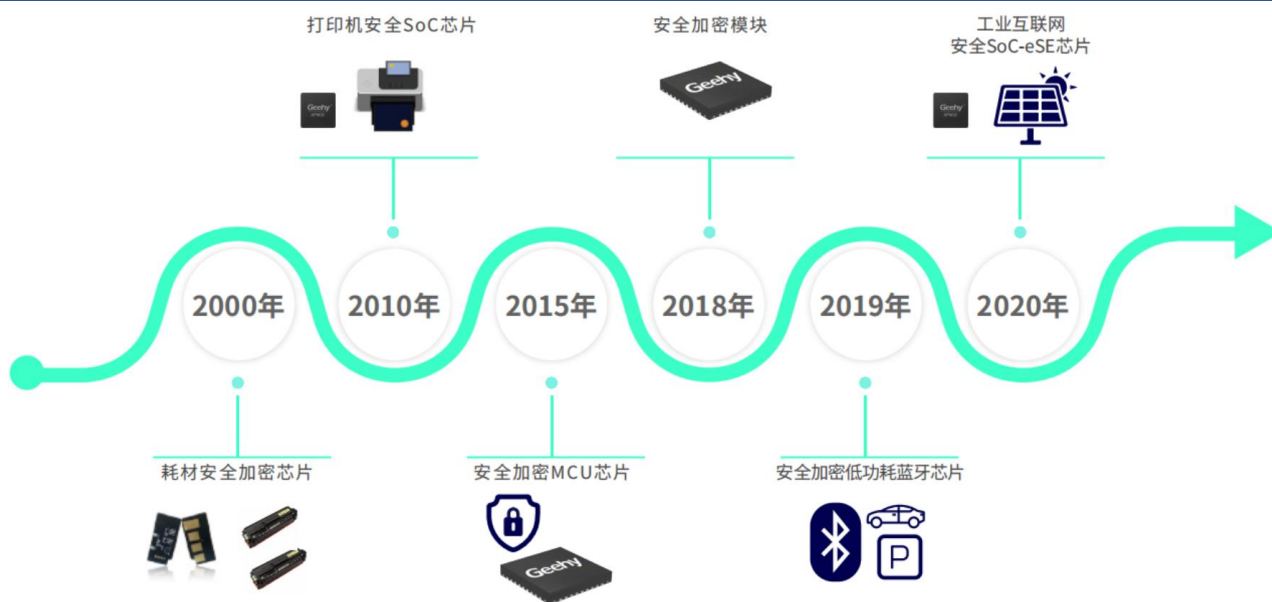
资料来源：纳思达官网，信达证券研发中心

4.3 物联网芯片打开公司芯片业务第二成长曲线

纳思达物联网（非打印类）芯片主要由子公司极海微电子（原艾派克微电子）旗下子公司极海半导体负责。极海半导体团队拥有超 20 年集成电路设计经验和嵌入式系统开发能力，极海半导体目前在珠海、上海、杭州、郑州、成都、美国北卡罗来纳州建有六大芯片研发中心，拥有超 500 人的研发团队。

目前极海半导体物联网芯片产品主要包括 APM32 工业级通用 MCU 芯片、低功耗蓝牙 5.1 芯片及工业互联网 SoC-eSE 安全芯片等。其中，APM32 工业级通用 MCU 产品主要应用于高端消费电子、工业控制、智能家电、医疗设备、检测设备及汽车电子等领域；低功耗蓝牙（BLE）5.1 芯片主要用于智能家居、可穿戴设备等；工业互联网 SoC-eSE 安全芯片则主要应用于工业互联网领域。

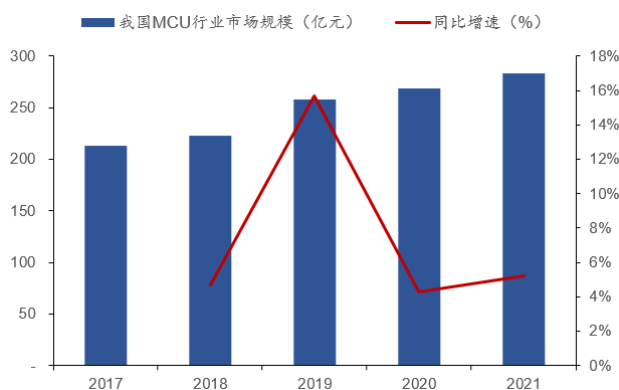
图 64：纳思达旗下极海半导体芯片业务发展历史沿革



资料来源：极海半导体官网，信达证券研发中心

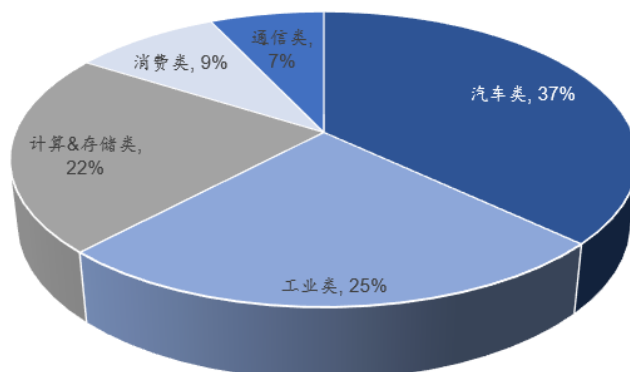
我国通用 MCU 行业市场规模稳步增长，下游应用主要以汽车及工业类为主。根据观研天下统计数据，2021 年我国通用 MCU 市场规模约为 283 亿元，同比增长约 5.2%，保持稳健增长趋势，下游应用市场主要以汽车及工业类为主，2021 年占比分别为 37% 和 25%。目前国内 MCU 市场仍由以意法半导体、恩智浦、微芯科技、瑞萨电子、英飞凌以及德州仪器等为代表的海外厂商主导，国产头部厂商主要有中颖电子、兆易创新等，但市场份额仍然较小。根据观研天下报告数据，2020 年中颖电子及兆易创新国内通用 MCU 市场份额仅为 3.5% 和 2.8%，通用 MCU 行业国产替代空间仍然较大。

图 65：2017-2021 年我国 MCU 行业市场规模及增速



资料来源：观研天下，信达证券研发中心

图 66：2021 年我国 MCU 细分市场结构

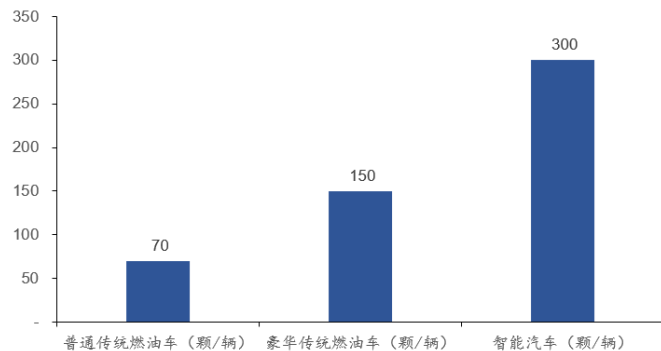


资料来源：观研天下，信达证券研发中心

新能源汽车渗透率加速提升叠加汽车智能化趋势带动车载 MCU 需求快速增加，成为驱动我国通用 MCU 行业规模稳步增长的核心动力之一。2020 年以来，我国新能源汽车渗透率加速提升，根据 Wind 统计数据测算，2022 年 10 月我国新能源车月销量占汽车总销量的比重

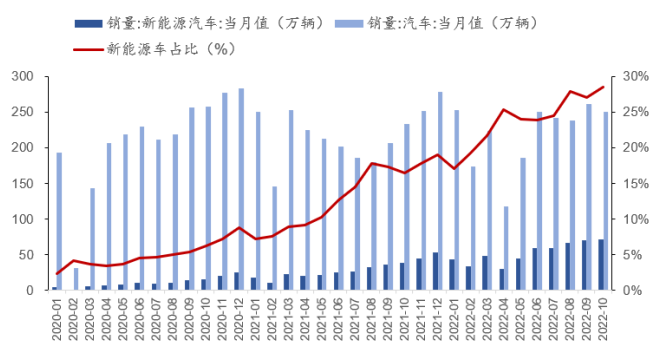
已经达到约 28.51%，新能源汽车渗透率加速提升，进一步为汽车智能化奠定良好平台基础。根据观研天下统计数据，相比传统燃油车，智能汽车单车搭载 MCU 数量将翻倍至大约 300 颗/辆，伴随新能源车和汽车智能化渗透率快速提升，汽车行业对 MCU 的需求量亦有望迎来翻倍增长。

图 67：不同类型汽车单车搭载 MCU 数量对比情况



资料来源：观研天下，信达证券研发中心

图 68：我国新能源车月销量及占当月汽车总销量的比重



资料来源：Wind，信达证券研发中心

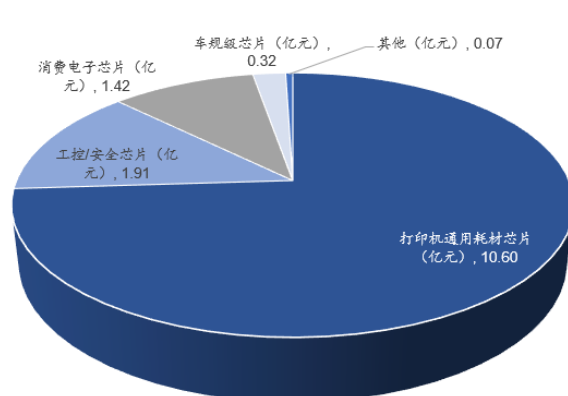
通用 MCU 等物联网芯片业务加速推进，受益于行业高景气，有望打开公司芯片业务第二成长曲线。目前公司物联网芯片产品主要包括 APM32 工业级通用 MCU 芯片、低功耗蓝牙 5.1 芯片及工业互联网 SoC-eSE 安全芯片等。MCU 业务方面，2021 年公司凭借稳定可靠的质量，实现在工控、汽车等中高端应用领域的快速增长，与知名厂商（通力电梯、汇川、长虹、美的、上汽五菱、小鹏、长城等）达成合作，面向汽车与新能源、工控、消费电子等行业，成立了市场与应用攻坚团队，多款产品齐头并进，进一步补充除 MCU 以外的如模拟器件、传感器，BMS、电机和汽车应用等相关的芯片产品组合，全力推动多条产品线的交叉销售和整体解决方案落地。2021 年极海微电子（含极海半导体）共实现物联网芯片等非打印耗材芯片营收约 3.72 亿元，2022 年上半年共实现非打印耗材芯片营收约 2.98 亿元，伴随公司通用 MCU 业务在汽车、新能源、工控等高景气赛道布局逐步深入，通用 MCU 等物联网芯片业务有望打开公司芯片板块业务第二成长曲线。

图 69：极海半导体主要物联网芯片产品情况

APM32 微控制器	低功耗蓝牙芯片	大川系列主控 SoC
<ul style="list-style-type: none"> ■ 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； ■ 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、汽车电子以及智能家居等领域 	<ul style="list-style-type: none"> ■ GW3323 <ul style="list-style-type: none"> ➢ 双模蓝牙芯片，兼容蓝牙 5.2 和 BLE 协议规范，基于 32 位 RISC-V 内核； ➢ 内置 8M bit Flash； ➢ 256 Kbytes SRAM； ➢ 160 MHz 最高运行频率 ■ GW8811 <ul style="list-style-type: none"> ➢ 超低功耗蓝牙 4.2 芯片，基于 32 位 Arm® Cortex®-M0 内核； ➢ 集成高性能 2.4GHz 射频收发机和丰富的数字接口； ➢ 集成 Balun，无需片外阻抗匹配网络和片外晶体振荡器，可最大限度地节省 BOM 成本和 PCB 面积 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 大川 GS400 <ul style="list-style-type: none"> ➢ 基于国产平头哥玄铁双核安全加密架构，采用国际先进、国内领先的嵌入式 SoC-eSE 安全单元技术 ■ 大川 GS500 <ul style="list-style-type: none"> ➢ 是一款高集成度 SoC，基于国产平头哥多核异构架构，采用 CK810F CPU 的高性能系统来处理系统工作负载并运行 Linux 操作系统 ■ 大川 GS300 <ul style="list-style-type: none"> ➢ 基于国产平头哥玄铁 CPU 的双核异构安全加密架构，整个系统整体突破性的采用可信 CPU 和安全 CPU 未构建可信执行环境和 eSE 内嵌安全单元

资料来源：极海半导体官网，信达证券研发中心

图 70：极海微电子 2021 年芯片业务收入构成



资料来源：纳思达 2021 年年报，信达证券研发中心

五、盈利预测、估值与投资评级

5.1 盈利预测及假设

收入及毛利率假设：

公司原装打印机及耗材业务主要由子公司奔图电子及利盟国际负责，受益于信创带来的奔图电子国产打印机增量市场空间以及奔图电子及利盟国际在产品端、生产端及销售端一体化协同带来的全球市占率提升，预计原装打印机及耗材业务有望保持快速增长，2022-2024 年营收增速分别为 14.7%、22.4%及 20.8%，毛利率为 32.7%；通用耗材及配件业务方面，纳思达是行业龙头，随着行业整合带来的市场集中度逐步提升，具有产业链一体化布局的龙头厂商优势显著，预计公司通用耗材及配件业务 2022-2024 年营收增速分别为 11.8%、13.4%和 14.5%，毛利率为 34.6%；芯片业务方面，全产业链一体化布局优势进一步巩固公司通用打印耗材芯片龙头地位，物联网芯片布局打开芯片业务第二成长曲线，预计公司芯片业务 2022-2024 年营收增速分别为 43.2%、35.5%和 38.1%，毛利率为 69.8%；其他业务 2022-2024 年营收增速分别为 25%、23%和 20%，毛利率为 46.3%。综上，我们预计公司 2022-2024 年营收分别为 262.84 亿元、318.38 亿元和 383.19 亿元；归母净利润分别为 19 亿元、26 亿元和 35.55 亿元。

表 9：公司分业务营收预测

营收预测	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
原装打印机及耗材业务（百万元）	13,907	16,745	19,207	23,503	28,388
同比增速（%）	-24.1%	20.4%	14.7%	22.4%	20.8%
毛利率（%）	30.2%	33.6%	32.7%	32.7%	32.7%
通用耗材及配件业务（百万元）	4,750	4,624	5,170	5,862	6,713
同比增速（%）	15.2%	-2.7%	11.8%	13.4%	14.5%
毛利率（%）	33.7%	29.2%	34.6%	34.6%	34.6%
芯片业务（百万元）	540	711	1,018	1,380	1,906
同比增速（%）	-14.5%	31.8%	43.2%	35.5%	38.1%
毛利率（%）	61.8%	65.0%	69.8%	69.8%	69.8%
其他业务（百万元）	388	711	889	1,093	1,312
同比增速（%）	81.8%	83.2%	25.0%	23.0%	20.0%
毛利率（%）	53.4%	47.3%	46.3%	46.3%	46.3%
总营收（百万元）	19,585	22,792	26,284	31,838	38,319
同比增速（%）	-15.9%	16.4%	15.3%	21.1%	20.4%
毛利率（%）	32.4%	34.1%	35.0%	35.1%	35.3%

资料来源：Wind，信达证券研发中心

5.2 估值与投资评级

纳思达主营业务主要包括三部分：原装打印机及耗材业务、通用耗材及配件业务以及芯片业务，我们采用分部估值法对其进行估值。原装打印机及耗材业务：主要由子公司奔图电子及利盟国际负责，其中奔图电子正处于高速发展期，我们采用 PEG 法对其进行估值。选取同奔图电子业务相近的惠普、佳能及兄弟公司作为可比公司，按可比公司当前总市值、彭博一致预期归母净利润及 2020-2024 年归母净利润复合增速计算的可比公司平均 PEG 约为 3.32，考虑到可比公司非打印机业务影响，我们给予奔图电子 2023 年 1.3 倍 PEG 估值。根据我

们盈利预测测算数据，奔图电子 2023 年营收约为 82.76 亿元，按 16%净利率测算，对应 2023 年净利润约为 13.24 亿元，按盈利预测 2021-2024 年复合增速 45%作为增长率测算，奔图电子 2023 年对应市值约为 775 亿元。

表 10：奔图电子营收及净利润情况

项目	公式	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	未来 3 年复合增速
奔图电子营收（亿元）	A	14.96	22.52	38.70	50.00	82.76	130.55	50%
奔图电子净利润（亿元）	B=AxC	2.01	2.83	6.79	8.00	13.24	20.89	45%
奔图电子净利率（%）	C	13.44%	12.56%	17.56%	16.00%	16.00%	16.00%	—

资料来源：Wind，纳思达年报及公告，信达证券研发中心

表 11：奔图电子可比公司估值情况

股票代码	公司名称	单位	总市值		归母净利润（预测数为彭博一致预测）					P/E	复合增速	PEG
			2023/2/8	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2023E		(20-24 年)	2023E
HPQ.N	惠普(HP)	亿美元	290.81	28.44	65.03	32.03	27.75	31.90	10.48		2.91%	3.60
CAJ.N	佳能	亿美元	293.29	7.81	19.56	18.67	19.97	20.14	14.69		26.73%	0.55
6448.T	BROTHER INDUSTRIES	十亿日元	499.79	49.57	24.52	61.03	53.32	52.84	9.37		1.61%	5.82
平均									11.51			3.32

资料来源：Wind，Bloomberg，信达证券研发中心

由于利盟国际近年净利润受汇兑损益、利息支出等因素影响波动相对较大，因此我们采用 PS 估值法对其进行估值。选取业务相近的佳能公司作为可比公司，可比公司当前市值及 2023 年彭博一致预期营收对应的 PS 为 0.93 倍，考虑到利盟国际同奔图电子协同效应有望带来的市占率进一步提升，我们给与利盟国际 2023 年 0.94 倍 PS 估值，根据我们盈利预测测算数据，利盟国际 2023 年营收约为 169.15 亿元，则 2023 年对应市值约为 159 亿元，按第二次回购完成后纳思达所占利盟国际股权比例 63.04%计算，纳思达对应利盟国际部分市值约为 100 亿元。

表 12：利盟国际营收情况

项目	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
利盟国际营收（亿元）	179.60	138.01	140.36	155.42	169.15	174.69

资料来源：Wind，纳思达年报及公告，信达证券研发中心

表 13：利盟国际可比公司估值情况

股票代码	公司名称	单位	总市值		营业收入				PS 估值	
			2023/2/8	2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2023E	2024E
CAJ.N	佳能	亿美元	293.29	308.53	316.92	322.58	0.95	0.93		0.91

资料来源：Wind，Bloomberg，信达证券研发中心

通用耗材及配件业务以及专利许可等其他业务：我们将公司通用耗材及配件业务以及专利

许可等其他业务合并估值，两者均属成熟期业务，盈利稳定，我们采用 PE 估值法对其进行估值。选取国内通用耗材业务领域鼎龙股份作为可比公司，按鼎龙股份当前市值及 2023 年 Wind 一致预期归母净利润数据计算的 2023 年 PE 为 38.13 倍，考虑到鼎龙股份亦有芯片等其他板块业务，我们给予纳思达通用耗材及配件业务以及其他业务板块整体 30 倍 PE 估值，根据我们盈利预测测算数据，纳思达通用耗材及配件业务 2023 年营收约为 58.62 亿元，其他业务约为 10.93 亿元，两者合计约 69.55 亿元，按 2022Q3 报告期通用耗材及配件业务净利率约 4.3% 测算，2023 年净利润约为 2.99 亿元，对应市值约 90 亿元。

表 14：通用耗材及配件业务可比公司估值情况

股票代码	公司名称	总市值（亿元）	归母净利润（万得一致预测）（亿元）				P/E		
		2023/2/8	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	
300054.SZ	鼎龙股份	214.51	3.96	5.63	7.49	54.17	38.13	28.63	

资料来源：Wind，信达证券研发中心

芯片业务：采用 PE 估值法，选取国内通用耗材芯片领域厂商鼎龙股份及通用 MCU 厂商中颖电子及兆易创新作为可比公司，按可比公司当前市值及 2023 年 Wind 一致预期归母净利润计算的平均 PE 为 30.07 倍，我们给予纳思达芯片业务 2023 年 30 倍 PE 估值。根据我们盈利预测数据，芯片业务子公司极海微电子（原“艾派克”）2023 年营收约为 22 亿元，根据近年净利率变动情况，按 47% 净利率计算，极海微电子 2023 年净利润约为 10.33 亿元，对应市值约 310 亿元。

表 15：芯片业务可比公司估值情况

股票代码	公司名称	总市值（亿元）	归母净利润（万得一致预测）（亿元）				P/E	
		2023/2/8	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
300054.SZ	鼎龙股份	214.51	3.96	5.63	7.49	54.17	38.13	28.63
300327.SZ	中颖电子	144.85	4.38	5.27	6.61	33.08	27.51	21.92
603986.SH	兆易创新	754.27	26.70	30.71	37.41	28.25	24.56	20.16
		平均				38.50	30.07	23.57

资料来源：Wind，信达证券研发中心

综上，我们预计纳思达 2022-2024 年营收分别为 262.84 亿元、318.38 亿元和 383.19 亿元；归母净利润分别为 19 亿元、26 亿元和 35.55 亿元。2023 年对应总市值为 1,275 亿元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险因素

1. 信创推进进展不及预期；
2. 奔图及利盟全球市场业务推进不及预期；
3. 行业竞争加剧，产品价格下跌；
4. 物联网芯片业务发展不及预期。

资产负债表

单位: 百万元

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	15,356	19,081	21,621	25,729	31,081
货币资金	7,043	9,750	12,171	14,360	17,602
应收票据	56	5	26	32	34
应收账款	2,528	3,028	3,319	4,055	4,902
预付账款	282	252	287	357	422
存货	3,406	4,068	4,252	5,257	6,326
其他	2,041	1,977	1,565	1,667	1,794
非流动资产	24,332	24,504	26,703	26,820	27,147
长期股权投资	61	144	142	142	142
固定资产(合计)	2,673	2,423	2,989	3,133	3,358
无形资产	6,214	5,662	6,270	6,236	6,334
其他	15,383	16,274	17,303	17,309	17,312
资产总计	39,688	43,585	48,324	52,549	58,227
流动负债	15,137	13,064	13,562	14,857	16,572
短期借款	1,755	1,190	2,070	2,070	2,070
应付票据	81	96	98	122	147
应付账款	3,335	4,213	4,545	5,483	6,643
其他	9,966	7,565	6,849	7,181	7,712
非流动负债	11,606	12,145	13,865	13,865	13,865
长期借款	7,040	7,487	9,206	9,206	9,206
其他	4,566	4,658	4,658	4,658	4,658
负债合计	26,743	25,209	27,427	28,721	30,437
少数股东权益	4,553	4,083	4,500	5,142	5,976
归属母公司股东权益	8,392	14,293	16,398	18,686	21,815
负债和股东权益	39,688	43,585	48,324	52,549	58,227

重要财务指标

单位: 百万元

主要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	21,116	22,792	26,284	31,838	38,319
同比(%)	-9.4%	7.9%	15.3%	21.1%	20.4%
归属母公司净利润	145	1,163	1,900	2,600	3,555
同比(%)	-80.5%	701.2%	63.4%	36.8%	36.7%
毛利率(%)	32.5%	34.1%	35.0%	35.1%	35.3%
ROE(%)	1.7%	8.1%	11.6%	13.9%	16.3%
EPS(摊薄)(元)	0.10	0.82	1.34	1.84	2.51
P/E	260.72	58.14	39.01	28.51	20.85
P/B	4.51	4.73	4.52	3.97	3.40
EV/EBITDA	12.85	19.42	17.95	15.40	11.42

利润表

单位: 百万元

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	21,116	22,792	26,284	31,838	38,319
营业成本	14,258	15,016	17,092	20,655	24,775
营业税金及附加	92	107	120	145	176
销售费用	2,111	2,135	2,208	2,674	3,027
管理费用	1,945	1,800	1,980	2,388	2,644
研发费用	1,378	1,452	1,669	2,022	2,406
财务费用	1,624	613	341	364	312
减值损失合计	-163	-128	237	143	143
投资净收益	4	100	-105	32	38
其他	172	384	-81	324	371
营业利润	-280	2,025	2,925	4,089	5,531
营业外收支	-6	-19	-13	-15	-16
利润总额	-286	2,006	2,912	4,073	5,515
所得税	-323	409	594	831	1,125
净利润	36	1,596	2,318	3,242	4,389
少数股东损益	-109	433	417	642	834
归属母公司净利润	145	1,163	1,900	2,600	3,555
EBITDA	2,583	3,558	4,237	4,796	6,183
EPS(当年)(元)	0.10	0.82	1.34	1.84	2.51

现金流量表

单位: 百万元

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	2,277	2,857	3,202	3,940	5,355
净利润	36	1,596	2,318	3,242	4,389
折旧摊销	1,252	1,276	1,022	842	893
财务费用	1,366	812	530	596	596
投资损失	-4	-100	105	-32	-38
营运资金变动	-314	-451	-810	-481	-250
其它	-60	-276	38	-228	-235
投资活动现金流	-939	-724	-3,016	-843	-1,089
资本支出	-587	-699	-3,119	-951	-1,203
长期投资	-46	3	553	0	0
其他	-305	-28	-449	108	114
筹资活动现金流	1,140	635	2,234	-908	-1,023
吸收投资	2,607	5,255	5	0	0
借款	-540	-509	2,599	0	0
支付利息或股息	-964	-879	-758	-908	-1,023
现金净增加额	2,384	2,716	2,421	2,189	3,243

研究团队简介

庞倩倩，计算机行业首席分析师，华南理工大学管理学硕士。曾就职于华创证券、广发证券，2022 年加入信达证券研究开发中心。在广发证券期间，所在团队 21 年取得：新财富第四名、金牛奖最佳行业分析师第二名、水晶球第二名、新浪金麒麟最佳分析师第一名、上证报最佳分析师第一名、21 世纪金牌分析师第一名。

郑祥，计算机行业研究助理，北京大学工商管理硕士，武汉大学管理学学士，2021 年 7 月加入信达证券研究所，从事计算机行业研究工作。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华北区销售	张澜夕	18810718214	zhanglanxi@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到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、意见及推测仅供参考，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做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。