

证券研究报告

公司研究

公司点评

纳思达 (002180.SZ)

投资评级 买入

上次评级 买入

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

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

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

纳思达：信创业务稳步推进，芯片业务有望逐步迎来改善

2023 年 9 月 1 日

- **打印机及耗材业务实现营收增长，芯片和通用耗材业务拖累收入。**2023 年上半年，公司实现营业总收入 123.00 亿元，较上年同期增长 0.03%，归属于上市公司股东的净利润 3.51 亿元，较去年同期下降 67.07%，归属于母公司所有者扣除非经常性损益净利润 4.2 亿元，同比下降 55.31%。分业务看，原装打印机及耗材业务实现营收 91.90 亿元，同比增长 8.31%；通用耗材及配件业务实现营收 23.32 亿元，同比下降 20.60%；芯片业务实现营收 4.93 亿元，同比下降 7.51%。
- **Q2 单季度表现：**2023Q2，公司实现营业收入 57.81 亿元，同比下降 10.54%；归属于母公司所有者净利润 1.39 亿元，同比下降 77.69%；归属于母公司所有者扣除非经常性损益净利润 2.17 亿元，同比下降 60.11%。
- **三大业务毛利率均下滑。**2023 年上半年，毛利率达 32.48%，同比下降 1.34 个百分点。原装打印机及耗材业务毛利率达 30.36%，同比下降 0.54 个百分点；芯片业务毛利率达 62.32%，同比下降 1.74 个百分点；通用耗材及配件业务毛利率达 32.11%，同比下降 6.14 个百分点。
- **期间费用增长较快。**2023 年上半年，公司销售费用达 12.28 亿元，同比增长 11.24%，销售费用率达 9.98%，同比增长 1 个百分点；管理费用 10.26 亿元，同比增长 1.62%，管理费用率达 8.34%；研发费用达 8.74 亿元，同比增长 8.72%，研发费用率达 7.10%，同比增长 0.57 个百分点。此外，公司经营性现金流净额 7.66 亿元，同比增长 953.24%，主要系公司优化库存结构，控制采购导致。
- **利盟国际：整体销量有所下滑，但自有品牌打印机效率实现增长。**2023 年上半年，利盟国际营业收入 10.21 亿美元，同比下滑约 11.83%，净利润-0.14 亿美元，同比下降 129.17%。受 OEM 业务出货趋缓影响，利盟打印机整体销量同比仍有所下降，但利盟充分发挥在中高端打印机市场的竞争优势，聚焦自有品牌业务发展，自有品牌打印机销量同比增长约 12%，有力巩固了利盟品牌打印机的市场容量。
- **奔图：海外市场高速增长，行业信创快速推进。**2023 年上半年，奔图实现营业收入 21.91 亿元，同比增长约 3.68%；扣非净利润 2.82 亿元，同比下降 1.87%。奔图打印机销量同比增长约 11.21%，其中，奔图海外市场出货量同比增长超过 30%。奔图 A3 打印机出货量同比增长超过 100%。研发方面，奔图持续加大研发投入，2023 年上半年，研发总投入 1.76 亿元，约占营业收入 8.03%，同比增长 12%。奔图自主研发的 A3 黑白及彩色复印机正按预期规划有序推进，公司预计将于本年度内量产上市。信创市场方面，受信创节奏影响，信创打印机出货量同比下降，但行业国产化市场开始蓬勃发展，金融行业奔图打印机 2023 上半

年出货量同比增长超过 200%: 奔图凭借优秀的综合竞争力, 成功中标中国工商银行、中国农业银行、中国银行、中国建设银行、交通银行、中国邮储银行等金融机构的打印机采购项目, 在金融行业打印机采购中占据绝对份额, 相关订单下半年的出货会有所放大。

- **极海微电子: 营收受芯片产品价格下降影响, 低于公司预期, 但销量和市场份额仍保持稳步增长。** 2023 年上半年, 营业收入为 7.69 亿元, 较去年同期下滑 27.07%。其中, 打印耗材芯片业务营业收入为 5.44 亿元, 非打印耗材芯片业务营业收入为 2.25 亿元; 净利润为 1.48 亿元, 同比下降 67.35%。受芯片产品价格下降影响, 极海微营业收入低于预期, 然而极海微凭借优秀的产品质量及多元化的产品布局矩阵保证了销量和市场份额的稳步增长。极海微芯片整体出货量为 2.38 亿颗, 同比增长 13.73%。研发投入方面, 极海微以创新发展为主要驱动力, 始终保持较高比例的研发投入。2023 年上半年, 极海微研发投入 2.31 亿元, 较上年同期增长 29.65%。
- **通用耗材业务: 高端品牌持续推广, 市占率提升。** 2023 年上半年, 公司通用耗材业务营业收入 29.02 亿元, 同比下降 6.23%; 净利润 0.79 亿元, 同比下降 42.75%。2023 年上半年, 通用耗材业务加大高端产品的推广, 市场占有率进一步提升。
- **盈利预测与投资评级:** 我们认为, 公司是 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, 伴随今年奔图自主研发的 A3 黑白及彩色复印机量产上市, 叠加经济逐渐复苏, 信创市场也有望回暖向好, 公司全年业绩有望保持稳步增长。我们预计公司 2023-2025 年摊薄每股收益分别为 0.83 元、1.28 元、1.70 元, 对应 PE 为 32.70/21.27/16.01 倍, 维持对公司的“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; 5.奔图自主研发 A3 复印机量产上市进度不及预期。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	22,792	25,855	26,153	28,128	30,892
增长率 YoY %	7.9%	13.4%	1.2%	7.6%	9.8%
归属母公司净利润(百万元)	1,163	1,863	1,178	1,812	2,408
增长率 YoY%	701.2%	60.1%	-36.7%	53.8%	32.9%
毛利率%	34.1%	32.6%	32.4%	32.8%	33.2%
净资产收益率ROE%	8.1%	11.7%	7.0%	9.8%	11.7%
EPS(摊薄)(元)	0.82	1.32	0.83	1.28	1.70
市盈率 P/E(倍)	58.15	39.45	32.70	21.27	16.01
市净率 P/B(倍)	4.73	4.63	2.28	2.08	1.87

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2023 年 9 月 1 日收盘价



资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	19,081	19,466	21,079	22,684	24,992
货币资金	9,750	7,855	9,214	10,382	12,074
应收票据	5	1	1	1	1
应收账款	3,028	3,730	3,566	3,893	4,285
预付账款	252	272	295	309	337
存货	4,068	5,912	6,294	6,355	6,502
其他	1,977	1,696	1,708	1,744	1,793
非流动资产	24,504	26,563	27,202	27,831	28,580
长期股权投资	144	138	137	137	137
固定资产(合计)	2,423	3,302	3,902	4,552	5,270
无形资产	5,662	5,617	5,767	5,745	5,777
其他	16,274	17,505	17,396	17,396	17,396
资产总计	43,585	46,029	48,281	50,515	53,572
流动负债	13,064	12,709	13,172	13,706	14,518
短期借款	1,190	1,735	2,244	2,244	2,244
应付票据	96	96	103	110	119
应付账款	4,213	4,532	4,640	5,002	5,433
其他	7,565	6,346	6,185	6,349	6,722
非流动负债	12,145	14,573	15,236	15,236	15,236
长期借款	7,487	8,464	9,128	9,128	9,128
其他	4,658	6,109	6,109	6,109	6,109
负债合计	25,209	27,282	28,408	28,942	29,754
少数股东权益	4,083	2,873	2,962	3,068	3,194
归属母公司股东权益	14,293	15,874	16,911	18,505	20,624
负债和股东权益	43,585	46,029	48,281	50,515	53,572
重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	22,792	25,855	26,153	28,128	30,892
同比(%)	7.9%	13.4%	1.2%	7.6%	9.8%
归属母公司净利润	1,163	1,863	1,178	1,812	2,408
同比(%)	701.2	60.1%	-36.7%	53.8%	32.9%
毛利率(%)	34.1%	32.6%	32.4%	32.8%	33.2%
ROE%	8.1%	11.7%	7.0%	9.8%	11.7%
EPS(摊薄)(元)	0.82	1.32	0.83	1.28	1.70
P/E	58.15	39.45	32.70	21.27	16.01
P/B	4.73	4.63	2.28	2.08	1.87
EV/EBITDA	19.42	21.41	16.43	12.48	9.95

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	22,792	25,855	26,153	28,128	30,892
营业成本	15,016	17,423	17,672	18,894	20,637
营业税金及附加	107	120	115	124	136
销售费用	2,135	2,358	2,615	2,813	3,089
管理费用	1,800	2,049	2,040	2,025	2,070
研发费用	1,452	1,715	1,883	1,772	1,792
财务费用	613	-359	408	409	375
减值损失合计	-128	-137	-125	-90	-90
投资净收益	100	-72	18	20	22
其他	384	66	136	154	141
营业利润	2,025	2,407	1,448	2,175	2,866
营业外收支	-19	-24	-17	-16	-16
利润总额	2,006	2,383	1,432	2,159	2,851
所得税	409	329	165	242	316
净利润	1,596	2,054	1,267	1,918	2,534
少数股东损益	433	191	89	105	127
归属母公司净利润	1,163	1,863	1,178	1,812	2,408
EBITDA	3,558	3,620	2,578	3,301	3,970
EPS(当年)(元)	0.82	1.32	0.83	1.28	1.70

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	2,857	1,129	2,209	3,349	4,077
净利润	1,596	2,054	1,267	1,918	2,534
折旧摊销	1,276	1,428	750	800	801
财务费用	812	678	570	600	600
投资损失	-100	72	-18	-20	-22
营运资金变动	-451	-3,123	-450	7	106
其它	-276	19	90	44	58
投资活动现金流	-724	-633	-1,247	-1,363	-1,496
资本支出	-699	-1,074	-1,401	-1,439	-1,559
长期投资	3	498	46	0	0
其他	-28	-57	108	76	63
筹资活动现金流	635	-2,745	397	-817	-889
吸收投资	5,255	138	0	0	0
借款	-509	-126	1,173	0	0
支付利息或股息	-879	-913	-712	-817	-889
现金流净增加额	2,716	-2,218	1,359	1,168	1,692

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。

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理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。