

A3 及信创市场需求旺盛，剥离利盟聚焦自主品牌发展

核心观点

2024 年，公司营收 264.15 亿元，同比增长 9.78%；归母净利润 7.49 亿元，同比增长 112.11%；扣非归母净利润 3.53 亿元，同比增长 105.60%。25Q1，公司营收 59.27 亿元，同比下降 5.79%；归母净利润 0.84 亿元，同比下降 69.64%。受益于国内信创打印机出货持续增长，一带一路推动下海外需求旺盛，叠加公司 A3 打印机销量实现高速增长，预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 156.76/193.94/237.53 亿元，同比分别变动-40.65%/23.72%/22.48%，归母净利润为 15.60/22.12/29.90 亿元，同比分别增长 108.28%/41.73%/35.21%，对应 PE 20/14/10 倍，维持“买入”评级。

事件

2024 年，公司营收 264.15 亿元，同比增长 9.78%；归母净利润 7.49 亿元，同比增长 112.11%；扣非归母净利润 3.53 亿元，同比增长 105.60%。2025 年第一季度，公司营收 59.27 亿元，同比下降 5.79%；归母净利润 0.84 亿元，同比下降 69.64%；扣非归母净利润 0.80 亿元，同比下降 69.83%。

简评

24 年毛利率持续提升，剔除长期资产减值影响后归母净利润超 15 亿。2024 年，纳思达营收 264.15 亿元，同比增长 9.78%；归母净利润 7.49 亿元，同比增长 112.11%；扣非归母净利润 3.53 亿元，同比增长 105.60%。其中，公司对相关子公司计提资产减值损失（主要为商誉减值）总计 9.03 亿元，剔除长期资产减值影响后归母净利润为 15.49 亿元。毛利率同比提高 0.61pct 至 32.27%，主因耗材销量增长下奔图毛利率连续三年提升。销售/管理/研发/财务费用率分别变动-1.24/-2.20/-0.83/-1.11pct，控费效果显著。

25Q1 受市场采购节奏影响经营承压，毛利率持续提高。2025 年第一季度，纳思达营收 59.27 亿元，同比下降 5.79%；归母净利润 0.84 亿元，同比下降 69.64%；受市场采购节奏影响相对承压；毛利率则逆市同比提升 0.48pct 至 31.70%；销售/管理/研发/财务费用率分别变动-0.41/-0.36/-0.04/+1.09pct，汇兑损益和未确认融资费用增加导致财务费用提升。

纳思达 (002180.SZ)

维持

买入

应瑛

yingying@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521100010

SFC 编号:BWB917

发布日期：2025 年 05 月 18 日

当前股价：21.64 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-4.80/-7.85	-20.88/-21.50	-19.01/-26.95
12 月最高/最低价 (元)		33.32/21.64
总股本 (万股)		142,298.93
流通 A 股 (万股)		135,977.48
总市值 (亿元)		307.93
流通市值 (亿元)		294.26
近 3 月日均成交量 (万)		1848.24
主要股东		
珠海赛纳科技有限公司		28.82%

股价表现



相关研究报告

- 24.11.07 【中信建投计算机】纳思达 (002180):2024 年三季度报点评:业绩持续增长，奔图 A3 打印机销量同比增长 34%
- 24.09.13 【中信建投计算机】纳思达 (002180):2024 年半年报点评:业绩持续增长，信创出货逆势提高 30%
- 24.09.05 【中信建投计算机】纳思达 (002180):对比惠普，看纳思达未来

分业务看，24 年打印及耗材业务平稳增长，25Q1 各业务普遍承压。

1) 原装打印：

24 年奔图营收 46.58 亿元，同比+19.87%；净利润 6.15 亿元，同比+10.87%；耗材销量增长下综合毛利率连续三年提升。24 年奔图打印机销量同比+11.21%，其中海外市场覆盖 110 余国家和地区，占总出货量接近 50%；国内商用市场销量逆势增长 5%；信创市场出货量同比+50%；奔图 A3 打印机销量同比+131.44%。24 年，利盟国际则营收 22.43 亿美元，同比+7.98%，打印机销量同比+31.13%，EBITDA 为 2.83 亿美元，同比+69.30%。

25Q1，奔图营收 9.92 亿元，同比-3.34%；净利润 0.97 亿元，同比-49.89%。25Q1 奔图打印机销量同比- 6.79%，其中信创市场销量同比+11.24%，国内商用市场销量同比+7.11%，A3 打印机销量同比+51.00%，海外受个别市场采购节奏影响，奔图国际销量同比- 27.11%。25Q1，利盟国际则营收 5.13 亿美元，同比-4.85%；净利润 253.82 万美元，同比-74.08%，利盟整体打印机销量同比-13.64%。

2) 集成电路：

24 年，极海微营收 14.00 亿元，同比-1.52%；净利润 3.63 亿元，同比+109.97%；扣非净利润 1.30 亿元，同比+14.52%。芯片销量 6.15 亿颗，同比+26.01%，其中非打印耗材芯片销量同比+42%。24 年，极海微研发投入超过营收 30%，在汽车电子、工业控制、新能源逆变及商用电源领域推出多款产品，积极布局人形机器人领域并实现部分批量出货。

25Q1，极海微营收 2.54 亿元，同比-19.72%；净利润 0.12 亿元，同比-70.40%。其中非耗材芯片营收 1.04 亿元，同比+58.52%。25Q1，极海微总体芯片出货量达 1.25 亿颗，同比+9.38%。其中非耗材芯片销量同比+ 38.22%。

3) 通用耗材：

24 年，通用耗材业务营收 61.72 亿元，同比+10.45%；净利润 0.74 亿元，同比-44.17%。行业竞争下综合毛利率下降 3%，但公司凭借产品质量及成本优势实现市占率稳步提升，通过打造销售网络、回收耗材及 A3 复印机耗材等打开增长点，同时实现海外多个市场规模较大客户突破。

25Q1，公司通用耗材业务营收 13.22 亿元，净利润 0.16 亿元，整体通用耗材出货量同比-0.56%。

出售利盟国际股权，轻装上阵聚焦自主品牌发展。2025 年 3 月 26 日，纳思达公告重大资产出售预案，预计利盟国际 100% 股份，预估交易对价范围在 0.75-1.5 亿美元（“最终交易对价”相较于“预估交易对价”上调/下调幅度不超过 3000 万美元）。在日趋复杂的外部环境下，公司剥离利盟有望优化财务结构，聚焦于“奔图”、“格之格”等自主品牌，围绕打印机全产业链服务国内外客户。

投资建议：受益于国内信创打印机出货持续增长，一带一路推动下海外需求旺盛，叠加公司 A3 打印机销量实现高速增长，预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 156.76/193.94/237.53 亿元，同比分别变动 -40.65%/23.72%/22.48%，归母净利润为 15.60/22.12/29.90 亿元，同比分别增长 108.28%/41.73%/35.21%，对应 PE 20/14/10 倍，维持“买入”评级。

表 1: 公司重要财务指标预测

重要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	24,062.01	26,414.80	15,676.23	19,393.97	23,752.84
YoY(%)	-6.94	9.78	-40.65	23.72	22.48
净利润(百万元)	-6,185.11	749.20	1,560.39	2,211.55	2,990.22
YoY(%)	-432.02	112.11	108.28	41.73	35.21
毛利率(%)	31.66	32.27	35.05	35.95	36.80
净利率(%)	-25.70	2.84	9.95	11.40	12.59
ROE(%)	-65.19	7.47	13.51	16.15	18.02
EPS(摊薄/元)	-4.35	0.53	1.10	1.55	2.10
P/E(倍)	-5.01	41.39	19.87	14.02	10.37
P/B(倍)	3.27	3.09	2.69	2.26	1.87

资料来源: iFind, 中信建投

风险分析

(1) **信创推进不及预期:** 信创招标节奏受宏观经济及政策驱动影响较大, 若推进节奏不及预期, 或对公司经营产生不利影响; (2) **下游需求不及预期:** 若经济环境持续弱势, 企业及个人对打印机需求不及预期, 或将影响公司营业收入; (3) **地缘政治风险:** 公司销售网络覆盖全球 110 多个国家及地区, 且将持续推进出海战略。若未来国际形势进一步恶化, 或将影响公司海外业务发展; (4) **商誉减值风险:** 公司前期并购联盟产生大量商誉, 截至 2025 年第一季度末, 公司商誉为 44.79 亿元, 若后续相关子公司经营情况不及预期, 公司可能面临商誉减值的风险。

分析师介绍

应瑛

中信建投证券计算机行业首席分析师，伦敦国王学院硕士，5年计算机行业研究经验。2021年加入中信建投，深入覆盖医疗信息化、工业软件、云计算、网络安全等细分领域。

研究助理

李楚涵

lichuhan@csc.com.cn

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明: (i) 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,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii) 本人不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,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证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街16号院1号楼18层
 电话: (8610) 56135088
 联系人: 李祉瑶
 邮箱: lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室
 电话: (8621) 6882-1600
 联系人: 翁起帆
 邮箱: wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼
 电话: (86755) 8252-1369
 联系人: 曹莹
 邮箱: caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
 中环交易广场2期18楼
 电话: (852) 3465-5600
 联系人: 刘泓麟
 邮箱: charleneliu@csci.hk