

计算机

2025年07月23日

纳思达 (002180)

——携手华为鸿蒙，定义中国打印

报告原因：有信息公布需要点评

买入 (维持)

市场数据：2025年07月23日

收盘价(元)	24.46
一年内最高/最低(元)	33.36/20.88
市净率	3.4
股息率%(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	33,390
上证指数/深证成指	3,582.30/11,059.04

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2025年03月31日

每股净资产(元)	7.14
资产负债率%	71.26
总股本/流通A股(百万)	1,423/1,365
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

证券分析师

洪依真 A0230519060003
hongyz@swsresearch.com
黄忠煌 A0230519110001
huangzh@swsresearch.com
杨海晏 A0230518070003
yanghy@swsresearch.com
刘洋 A0230513050006
liuyang2@swsresearch.com

联系人

徐平平
(8621)23297818x
xupp@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **事件：**近日，根据奔图官网，奔图与华为鸿蒙系统战略合作签约仪式在东莞成功举办。奔图是首家进行鸿蒙系统适配开发工作，也是首家获得华为适配认证证书的打印机企业。双方有望从技术产品、市场拓展等方面进一步纵深合作，奔图打印机国产化有望加速。
- **深度适配鸿蒙，携手树立国产打印新标杆。**根据奔图官网，奔图作为鸿蒙生态的一员，目前已同华为完成了全系列 200 多款产品的适配攻关。奔图对鸿蒙系统全面适配，国产操作系统实现从内核到应用层的全面自主可控。与鸿蒙系统的战略合作，不仅是产品层面的协同，更是技术体系与生态模式的深度探索。在国产化浪潮中，奔图凭借全栈自研能力与场景化解决方案，为国家信息安全和产业安全提供保障，驱动自主产业链优化升级。同时，根据中国信息安全评测中心官网，打印机主控芯片加入国产化采购分级评测，下游客户采购国产化打印机将拥有参考抓手。
- **海外资产成功交割，长期扰动事项落地。**近日，根据公司公告，买方施乐已向指定账户汇付交割日预估交易对价约 9000 万美元，利盟重大资产出售交割已于 7 月 1 日完成。出售利盟后，一方面，利于公司战略聚焦，避免打印机品牌内耗，将资源集中于更具优势、更具发展前景的奔图品牌和打印耗材芯片业务。另一方面，利于直接削减债务规模，摆脱利盟大额偿债压力，改善资产负债表，降低财务风险。
- **奔图业绩高增，打印机国产化如火如荼。**近日，根据公司公告，25Q2，奔图收入约 13.16 亿元，环比增长约 33%；净利润约 2.27 亿元，环比增长约 136%；奔图打印机整体销量环比增长约 24%。信创市场方面，奔图在信创市场的打印机销量增长显著，25H1 同比增长约 65%，25Q2 销量环比增长约 130%，行业信创进一步深入。产品结构方面，25H1 奔图 A3 复印机销量同比增长约 115%，25Q2 环比增长约 30%，国产 A3 规模化在即。
- **投资分析意见：维持“买入”评级。**国产化打印机启动分级评定，自主化能力突出的国产厂商有望脱颖而出。公司携手华为定义中国打印，将加速打印机国产化渗透。下调盈利预测（主要系海外资产出售扰动），预计 25 年收入预测值 193.12 亿元（前值 298.57 亿元），归母净利润预测值 2.88 亿元（前值 28.45 亿元）。新增 26-27 年收入预测值 146.78/174.74 亿元，归母净利润预测值 13.59/18.89 亿元。公司在打印机国产化领域稀缺性提升，利盟交割后轻装上阵，估值中枢有望提升。2025 年还原归母净利润约 9.38 亿元（出售海外资产的一次性影响，应当还原），预计 2025-2027 年归母净利润 CAGR42%，按照 PEG=1.1x，涨幅空间 24%，维持“买入”评级。

风险提示：打印机国产化进程不及预期；打印机市场竞争加剧；太盟仲裁赔付不及预期等。

财务数据及盈利预测

	2024	2025Q1	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	26,415	5,927	19,312	14,678	17,474
同比增长率(%)	9.8	-5.8	-26.9	-24.0	19.0
归母净利润(百万元)	749	84	288	1,359	1,889
同比增长率(%)	-	-69.6	-61.6	372.2	39.0
每股收益(元/股)	0.53	0.06	0.20	0.96	1.33
毛利率(%)	32.3	31.7	32.1	33.4	34.1
ROE(%)	7.5	0.8	2.8	11.6	13.9
市盈率	46		121	26	18

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

1. 公司估值:

首先，奔图在打印机国产化领域处于成长期，特别是海外资产出售以后，利于公司战略聚焦（上文论述）。其次，国产化是大趋势，我们选取信创硬件公司紫光股份、浪潮信息作为可比公司，平均 PEG=1.34x，已经体现国产化溢价。此外，对于打印机信创来说，主控芯片评测代表国产化地位上升，信创替换确定性提升。最后，由于打印机信创节奏在近年出现波动，基于谨慎原则，我们充分考虑风险，因此保守给予 PEG=1.1x，预计 2025-2027 年归母净利润 CAGR42%（按照 2025 年还原归母净利润约 9.38 亿测算，出售海外资产系一次性影响，应当还原），2025 年 PE=46x，目标市值约 431 亿，涨幅空间 24%。

表 1: 重点公司估值表

证券代码	证券简称	2025/7/23		预测 EPS				PE			G	PEG
		收盘价 (元)	总市值 (亿元)	2024A	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E-2027E	2025E
000977.SZ	浪潮信息	53.85	793	1.56	2.06	2.56	3.12	26	21	17	0.23	1.13
000938.SZ	紫光股份	24.45	699	0.55	0.75	0.94	1.10	32	26	22	0.21	1.55
平均值								29	24	20	0.22	1.34
002180.SZ	纳思达	24.46	348	0.53	0.66	0.96	1.33	37	26	18	0.42	0.89

资料来源: Wind, 申万宏源研究

注 1: 盈利预测取 Wind 一致预期, 纳思达为自主测算

注 2: 根据公司公告, 出售海外资产的归母净利润影响中值约 6.5 亿 (表中纳思达 2025 年 EPS 按照还原归母净利润测算)

财务摘要

百万元, 百万股	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	24,062	26,415	19,312	14,678	17,474
其中: 营业收入	24,062	26,415	19,312	14,678	17,474
减: 营业成本	16,472	17,891	13,120	9,776	11,513
减: 税金及附加	110	163	119	90	108
主营业务利润	7,480	8,361	6,073	4,812	5,853
减: 销售费用	2,385	2,289	1,680	1,248	1,468
减: 管理费用	2,360	2,009	1,448	1,072	1,258
减: 研发费用	1,751	1,704	1,294	969	1,136
减: 财务费用	893	688	641	75	-30
经营性利润	91	1,671	1,010	1,448	2,021
加: 信用减值损失 (损失以“-”填列)	-56	-75	0	0	0
加: 资产减值损失 (损失以“-”填列)	-9,327	-828	0	0	0
加: 投资收益及其他	258	428	50	150	200
营业利润	-9,156	1,338	360	1,599	2,222
加: 营业外净收入	-4	-3	0	0	0
利润总额	-9,160	1,335	360	1,599	2,222
减: 所得税	-259	520	72	240	333
净利润	-8,901	815	288	1,359	1,889
少数股东损益	-2,716	66	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	-6,185	749	288	1,359	1,889

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

证券分析师承诺

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。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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhy.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhy.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhy.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhy.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhy.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhy.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，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（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、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邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈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。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。