

被低估的国产打印机核心资产

2025年08月01日

► **打印机业务：手握核心硬科技，全球头部厂商国际化前景广阔。** 1) 国际化成果显著：硬科技助力奔图成为全球头部厂商，销售网络遍及全球 110 多个国家及地区。根据 IDC 数据，2024Q4 全球打印机市场中，奔图市占率排名全球第五，市场份额达到 2.9%，而 2024Q3 为 2.6%，2025Q1 则达到 3.1%。截至 2024 年，奔图拥有 2000 余人研发团队、超 6200 项专利。据世界纪录认证机构 (WRCA) 官方发布，奔图 BP5200/BM5200 系列打印机在打印寿命测试中，可连续打印超过 40 万页，且卡纸率低于 0.02‰，被确认为“世界卓越的扛打耐用打印机”。2) A3 高端产品+AI 布局：产品力升级巩固消费级市场优势。2024 年公司 A3 打印机销量同比增长 131.44%，第四季度环比增长 401.41%。消费级市场方面，奔图推出“智能网络共享”、“试卷翻新”、“AI 语音打印”等功能，发布文景 AI 智能公文生产系统。3) 打印机芯片入围安全可靠测评核心领域，国产打印机龙头地位持续强化。《安全可靠测评工作指南 (V3.0)》扩充了测评品类，激光或喷墨打印机搭载的主控芯片成为现有测评的五大品类之一。公司掌握了打印机各级源代码和完整的软硬件核心技术，拥有自主知识产权的打印机引擎。2024 年奔图在金融等重点行业不断突破，信创市场出货量同比增长 50%。

► **芯片业务：汽车电子、工业等领域多点开花，打造核心竞争力。** 1) 深耕半导体行业 20 余年，引入重要投资者后加速发展。极海微电子成立于 2004 年，2020 年引入国家大基金等重要投资者，投后估值达 190 亿元，引入重要投资者后进一步加速发展。2) 汽车电子领域，多款芯片在国内外主流车厂均实现了项目定点，开始进入批量出货上车。国内首款顺利量产的超声波传感和信号处理器 GURC01，主要用于汽车距离测量辅助系统，突破了专利垄断，在测量长短距离物体上的性能表现优异。G32A1445 已与 50+Tier1 厂商完成模组开发和测试，并实现了规模量产。3) 工业等其他领域，G32R5 系列高性能实时控制 DSP 芯片是全球首款基于 Arm® Cortex®-M52 处理器的双核架构和 Helium 边缘 AI 技术，用于高性能实时控制和边缘 AI 融合应用，在多个行业头部客户实现导入，同时公司也针对人形机器人应用进行芯片布局，相关部分产品已实现批量出货。

► **投资建议：**公司是全球打印机市场的龙头，旗下奔图竞争力持续提升，龙头地位不断巩固。同时，极海微作为国内半导体领域领军企业，汽车、工业等领域拓展打开成长新空间。考虑此次剥离利盟以及重大资产出售产生的影响，预计 2025-2027 年公司归母净利润为 3.93/13.56/19.06 亿元，对应 PE 分别为 85X、25X、18X；在不考虑剥离利盟及该情景下潜在的商誉减值风险，预计公司 2025-2027 年归母净利润为 12.83/14.49/20.28 亿元，对应 PE 分别为 26X、23X、17X，首次覆盖，给予“推荐”评级。

► **风险提示：**市场拓展不及预期；行业竞争加剧；技术路线变化具有不确定性。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	26,415	29,219	32,853	38,295
增长率 (%)	9.8	10.6	12.4	16.6
归属母公司股东净利润 (百万元)	749	1,283	1,449	2,028
增长率 (%)	112.1	71.3	12.9	39.9
每股收益 (元)	0.53	0.90	1.02	1.42
PE	45	26	23	17
PB	3.3	3.0	2.6	2.3

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2025 年 7 月 31 日收盘价，未考虑利盟剥离情景)

推荐

首次评级

当前价格：

23.54 元


分析师 吕伟

执业证书：S0100521110003

邮箱：lvwei_yj@mszq.com

分析师 郭新宇

执业证书：S0100518120001

邮箱：guoxinyu@mszq.com

目录

1 打印机业务：手握核心硬科技，全球头部厂商国际化前景广阔	3
1.1 国际化成果显著：硬科技助力奔图成为全球头部厂商	3
1.2 A3 高端产品+AI 布局：产品力升级巩固消费级市场优势	6
1.3 安全可靠测评核心领域：重视打印机国产化带来的重要机遇	7
2 芯片业务：汽车电子、工业等领域多点开花，打造核心竞争力	13
2.1 深耕半导体行业 20 余年，引入重要投资者后加速发展	13
2.2 覆盖打印机芯片设计全产业链，打造自主可控安全芯片	15
2.3 深耕集成电路设计多年，汽车电子等领域打造丰富产品矩阵	16
2.4 多点布局，汽车电子、工业等领域取得重要成果	18
3 盈利预测与投资建议	21
3.1 盈利预测与业务拆分	21
3.2 估值分析	25
3.3 投资建议	27
4 风险提示	28
插图目录	30
表格目录	30

1 打印机业务：手握核心硬科技，全球头部厂商国际化前景广阔

1.1 国际化成果显著：硬科技助力奔图成为全球头部厂商

全球打印机头部厂商，销售网络遍及全球 110 多个国家及地区。奔图是一家掌握打印机核心技术和自主知识产权，集研发、设计、生产、销售打印机、耗材及文印输出解决方案为一体的公司，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 110 多个国家及地区。

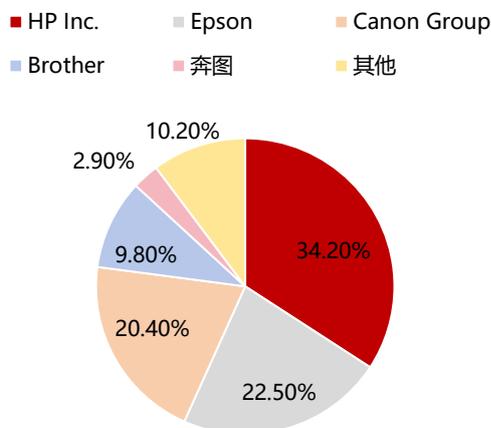
图1：奔图面向全球 110 多个国家，进行研发、制造、销售等布局



资料来源：奔图官网，民生证券研究院

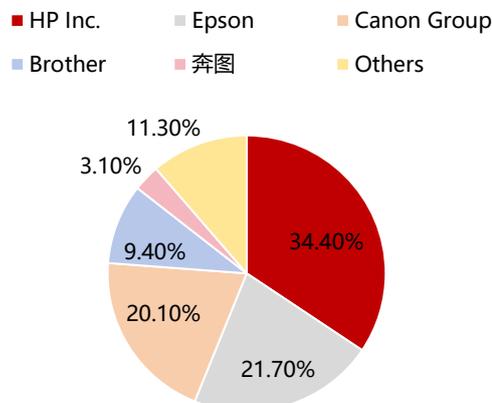
奔图已经成为全球头部厂商，且市场地位不断提升。根据 IDC 数据，2024Q4 全球打印机出货量排名中，奔图排名全球第五，市场份额达到 2.9%，而 2024Q3 市场份额为 2.6%。2025Q1 全球打印机出货量排名中，奔图份额再次提升，市场份额达到 3.1%。

图2：2024Q4 全球打印机外设市场份额（按出货量统计）



资料来源：IDC，民生证券研究院

图3：2025Q1 全球打印机外设市场份额（按出货量统计）



资料来源：IDC，民生证券研究院

打印机行业技术门槛和专利壁垒较高，全球拥有完整能力的激光打印机品牌厂商仅约十家。打印机行业全球相关专利数十万份，涉及精密机械、精细化工、精密光学、静电成像等多领域技术，且供应链封闭。目前全球仅美、日、中掌握核心技术，拥有完整能力的激光打印机品牌厂商仅约十家。其作为信息数据输入输出设备，直接关系信息安全与产业安全。

图4：打印机行业技术壁垒较高

成像引擎

- 彩色成像需微米级套色精度及环境适应性色彩控制；复印机成像需转向双组份技术以满足长寿命、高可靠性等要求

主控 SoC 芯片

- 作为“大脑”，需集成通用 CPU 核及专用打印控制、扫描控制、图像处理、色彩管理、信息安全等模块，涉及底层技术原理，实时性和安全性要求较高

激光扫描单元 LSU

- 需规避专利，进行光学模拟解析，其自由曲面透镜成型工艺要求纳米级模具精度

资料来源：奔图官方公众号，民生证券研究院

奔图自身硬科技实力不断提升，十余年自主研发实现国内打印产业全面破局。奔图自主研发主控 SoC 芯片、激光扫描单元等核心零部件，掌握安全控制板源代码，实现可信计算 3.0 等安全功能。2024 年 12 月 16 日，奔图全球第 1800 万台打印机下线，跻身世界头部阵营，其背后是技术和制造能力的持续积累：

第一，技术方面，已获得超 6200 项专利，自身技术优势凸显。奔图自主研发全系列主控芯片（覆盖 A4 到 A3、黑白到彩色），其芯片需集成专有算法与控制逻辑，涉及精确运动、光路和成像控制；截至 2024 年，奔图突破激光扫描单元(LSU)技术，建立 6 大研发中心，拥有 2000 余人研发团队、超 6200 项专利。在图像技术上，碳粉配色需微米级位置控制、4‰比例精度，与武汉大学等高校产学研合作，实现 A4 彩色打印机和 A3 彩色复印机突破。

获得世界记录认证充分验证自身实力：据世界纪录认证机构 (WRCA) 官方权威发布，由珠海奔图电子有限公司研发制作的 BP5200/BM5200 扛打系列黑白激光打印机，在打印寿命测试中，可连续打印超过 40 万页，且卡纸率低于 0.02‰。经世界纪录认证 (WRCA) 官方审核，被确认为“世界卓越的扛打耐用打印机”。

图5：奔图 BP5200/BM5200 或世界纪录认证



资料来源：世界纪录认证官方公众号，民生证券研究院

第二，制造能力方面，奔图建成全球单园区最大、产能最高的激光打印机产业园。截至 2024 年，奔图年产能 600 万台；拥有国内唯一 LSU 全自动化生产车间及业内自动化程度最高的整机与耗材车间，实现每 15 秒下线 1 台打印机、每 4 秒下线 1 支硒鼓，高峰期可快速切换生产 10 国 10 批产品。同时，推动产业链集群化，70%零部件来自周边 50 公里供应商，培育数百家上下游企业，助力珠海成为全球最大打印机产业集群之一。

第三，海外市场拓展方面，已销往海外 110 余个国家和地区，海外出货量占比近 50%。海外市场方面，2024 年奔图海外打印机销量同比增长 6%。奔图已经积极拓展“上合组织”、“东盟”、“一带一路”、“金砖国家”等海外市场，加速布局欧洲市场，在保证核心市场稳定的情况下，在海外其他市场取得了较大的突破。目前奔图已销往海外 110 余个国家和地区，占奔图总出货量的比例接近 50%。

1.2 A3 高端产品+AI 布局：产品力升级巩固消费级市场

优势

A3 打印机面世取得亮眼成绩，验证公司自身实力。2024 年 5 月，奔图在北京举办“中国打印新突破·奔图战略发布会暨中国首台全自主 A3 发布仪式”。

1) 核心零部件自主可控：打印机引擎完全自主研发，实现打印流程全控制，摆脱对国外技术依赖。SoC 主控芯片自主设计的芯片集成控制、加密等功能，保障信息安全与稳定性。LSU 激光扫描单元方面掌握激光扫描核心技术，提升打印精度与速度。**2) 覆盖主流市场：**奔图 A3 系列新品聚焦政企用户需求，提供高效输出、智能便捷（手机扫码直连、微信远程打印）、低打印成本的解决方案。在同类产品中，奔图 A3 复印机的打印精度、耗材成本、稳定性等关键指标达到国际领先水平，例如支持自动双面打印、大容量纸盒（适配政企高频打印场景）。**2024 年，A3 打印机销量同比增长 131.44%，其中，第四季度环比增长 401.41%。**

消费级市场持续拓展，产品力提升+AI 技术升级巩固龙头地位。奔图始终重视用户的产品体验，率先推出“智能网络共享”、“试卷翻新”、“AI 语音打印”、“远程打印”等功能。以“试卷翻新”功能为例，可通过奔图打印 APP 实现，适用于带 WiFi 功能（型号含“W”）的奔图打印机。用户拍摄已写答案的纸质试卷后，APP 通过图像识别技术自动去除手写痕迹，一键还原为空白试卷并打印，方便重复练习，适用于家庭、学校等教育场景。

图6：奔图“试卷翻新”功能

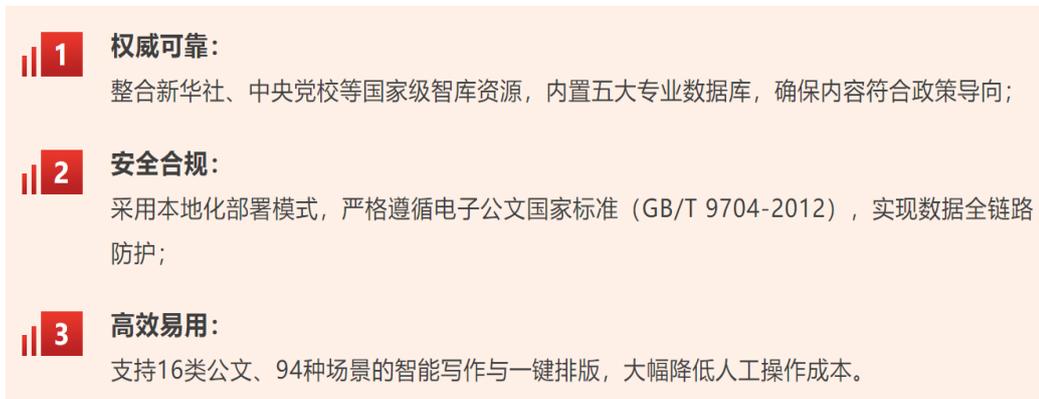


资料来源：奔图官方公众号，民生证券研究院

发布奔图文景 AI 智能公文生产系统，布局智能化为长期发展奠定基础。奔图正式推出奔图文景 AI 智能公文生产系统。该系统集 AI 内容生成、智能安全审核、

自动排版、打印/数码印刷于一体，覆盖公文起草、校对、排版到输出的全流程，直击党政机关公文写作效率低、格式不规范、内容安全风险高等痛点。

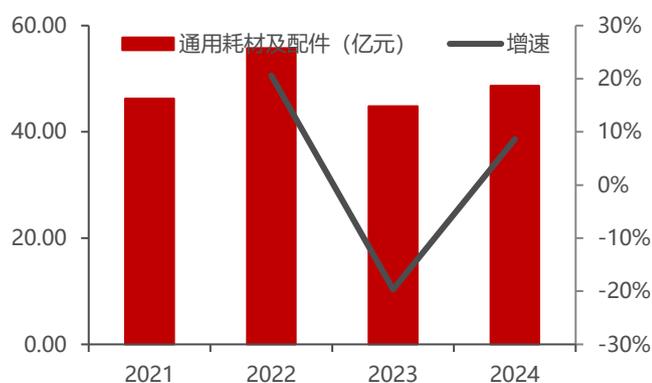
图7：奔图文景 AI 智能公文生产系统的核心优势



资料来源：奔图官方公众号，民生证券研究院

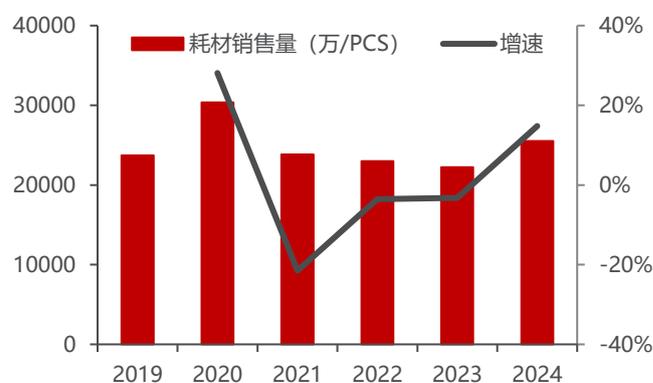
耗材业务方面，公司自身能力稳步提升，产品端打造网络销售、回收耗材及 A3 复印机耗材等新的业务增长点，市场端国内市场在高价值产品和高端渠道取得了突破，行业客户的增长实现翻番，同时海外市场在南美、欧洲、澳洲、亚太等多个市场成功开拓规模较大的新客户。2024 年公司耗材销售量同比增长约 14.8%。

图8：公司通用耗材及配件业务收入变化情况



资料来源：iFinD，民生证券研究院

图9：公司耗材销售量变化情况



资料来源：公司年报，民生证券研究院

1.3 安全可靠测评核心领域：重视打印机国产化带来的重要机遇

大国博弈趋势延续，看好自主可控大势所趋。5月14日，美国商务部宣布撤销拜登政府时期的《AI 扩散规则》，同时启动新规加强 AI 芯片出口管制。2024 年 11 月特朗普在 2024 年美国总统选举中宣布胜利，并于 2025 年 1 月 20 日正式宣誓就任美国第 47 任总统。从 2024 年下半年以来，我们连续发布《再谈科技内需为王：微软蓝屏事件与自主可控》、《科技内需为王，信创风云再起》、《科技内需为王：再次强调自主可控是确定主线》等 10 余篇报告，持续强调科技内需为王，坚

定看好自主可控等主线。

政策高度关注，政府工作报告重点强调高水平科技自立自强。《2025 年国务院政府工作报告》重点指出：推进高水平科技自立自强，充分发挥新型举国体制优势，强化关键核心技术攻关和前沿性、颠覆性技术研发，加快组织实施和超前布局重大科技项目。

表1：《2025 年国务院政府工作报告》中，关于推进高水平科技自立自强的部分措施

政策方向	相关具体措施
充分发挥新型举国体制优势	强化关键核心技术攻关和前沿性、颠覆性技术研发，加快组织实施和超前布局重大科技项目
优化国家战略科技力量布局	推进科研院所改革，探索国家实验室新型科研组织模式，增强国际和区域科技创新中心辐射带动能力
推动科技支出向基础研究倾斜	完善竞争性支持和稳定支持相结合的投入机制，提高基础研究组织化程度。发挥科技领军企业龙头作用，加强企业主导的产学研深度融合，从制度上保障企业参与国家科技创新决策、承担重大科技项目
科技经费分配和管理使用机制	完善中央财政科技经费分配和管理使用机制
健全科技成果转化支持政策和市场服务	推进职务科技成果赋权和资产单列管理改革，提升科技成果转化效能
加强知识产权保护和运用	加快概念验证、中试验证和行业共性技术平台建设

资料来源：中国政府网，民生证券研究院整理

地方政府也高度重视信创发展，出台政策支持国产化推进。1) 2025 年 3 月，北京经济技术开发区管理委员会印发《北京经济技术开发区关于建设国家开源开放信创产业高地的若干措施》，支持企业在信创核心领域攻关，聚焦人工智能创新，布局前沿科技领域，通过多种机制推动研发，对符合条件企业给予研发投入支持和项目资金配套。**到 2027 年，信创产业市场主体数量、产业营收规模实现倍增，集聚 1000 家高创新性、高成长性、强竞争力的信创企业，收入规模突 1000 亿元。**

2) 2025 年 2 月，中共广东省委办公厅、广东省人民政府办公厅印发《广东省建设现代化产业体系 2025 年行动计划》。政策指出：在关键材料、器件、软件、装备等方面取得突破性成果；做强做优鸿蒙、“鲲鹏+欧拉”、PKS 等自主基础软件生态，围绕汽车、装备、家电、电子信息四大行业推动自主可控工业软件开发应用。

表2：《北京经济技术开发区关于建设国家开源开放信创产业高地的若干措施》的重点内容梳理

行动名称	具体重点内容
雁阵领航行动	实施“雁阵计划”，培育“领雁”“锋雁”企业，对符合条件的企业给予连续不超五年、每年最高 1 亿元支持
科技强基行动	支持企业在信创核心领域攻关，聚焦人工智能创新，布局前沿科技领域，通过多种机制推动研发，对符合条件企业给予研发投入支持和项目资金配套
场景智跃行动	鼓励企业打造信创标杆场景，开展集成创新，拓展应用场景，对示范项目给予最高 3000 万元支持
平台赋能行动	推动关键机构落地，建设各类平台和共性技术赋能中心，对实体化运行平台给予连续不超三年、每年最高 3000 万元支持
开源聚力行动	支持开源社区等发展，鼓励企业实施开源战略，对优质开源项目、捐赠开源项目、开源商业化项目等给予奖励和支持
标准聚识行动	构建信创标准体系，对牵头或参编制定标准的单位给予最高 100 万元支持
金融强链行动	推动基金赋能，支持企业并购重组，对符合条件的企业给予连续三年、每年最高 2000 万元贴息支持
出海扬帆行动	对首次进入海外市场并交付的信创产品或服务，按订单总额 30%给予最高 100 万元“首出海”支持，同一产品或服务进入多个海外市场可累计获最高 500 万元支持

产教育才行动

支持引进信创人才，建设产教融合基地，推动教育链、人才链、产业链融合

产城融合行动

高水平建设国家信创园，完善配套设施，打造新质产业生态社区

资料来源：北京经济技术开发区官方网站，民生证券研究院整理

打印机主控芯片进入安全可靠测评名单，打印机在信创领域有望迎来重要拐点。2025年7月1日，中国信息安全测评中心更新了《安全可靠测评工作指南(V3.0)》，对比2.0版本扩充了CPU产品的测评品类：人工智能训练推理芯片以及激光或喷墨打印机搭载的主控芯片。

此次新增具有重要意义：安全可靠测评目前仅面向五个细分领域（CPU、人工智能训练推理芯片、操作系统、数据库，以及激光或喷墨打印机搭载的主控芯片），说明相关五个领域在信创领域具有较高重要性，是国产替代的核心领域。其中，为防止数据泄露，打印机作为基础的办公设施，其信创需求也有望迎来拐点。公司作为具有自主打印芯片的打印机龙头，有望持续受益于打印机在信创领域需求的提升。

公司已实现国产打印机核心 SoC 芯片自主可控。极海微与武汉大学、郑州大学、杭州朔天科技有限公司等参与方共同完成“国产打印机核心 SoC 芯片系列化自主研制及规模化应用”项目，深入研究和探索了基于国产 CPU 的自主可控打印机 SoC 系列芯片。**目前，该系列芯片已经批量应用于国产奔图打印机，实现了国产替代和规模化应用，并且 2021 年 7 月通过中国电子学会科技成果鉴定，整体技术达到国际同类产品领先水平。**极海微电子股份有限公司凭借参与“国产打印机核心 SoC 芯片系列化自主研制及规模化应用”项目获 2021 年中国电子学会科学技术奖——科技进步一等奖。

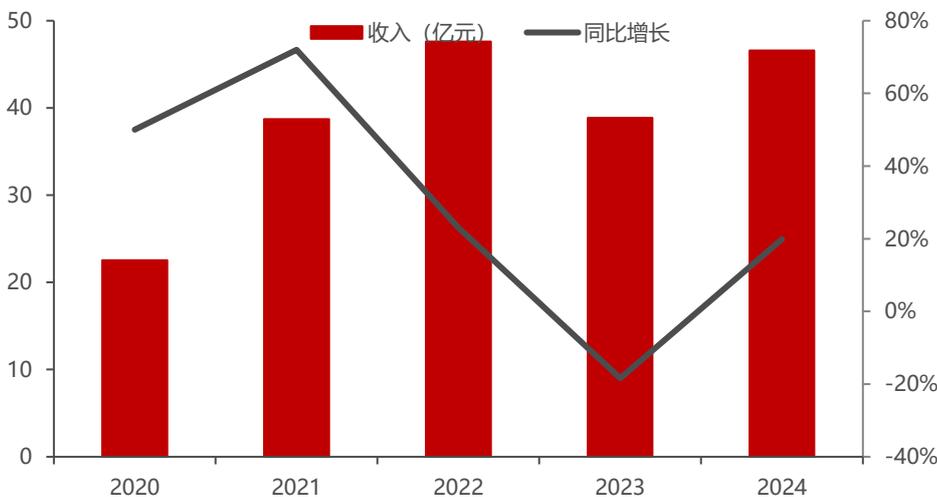
图10：极海微电子获 2021 年中国电子学会科学技术奖——科技进步一等奖



资料来源：极海半导体官方公众号，民生证券研究院

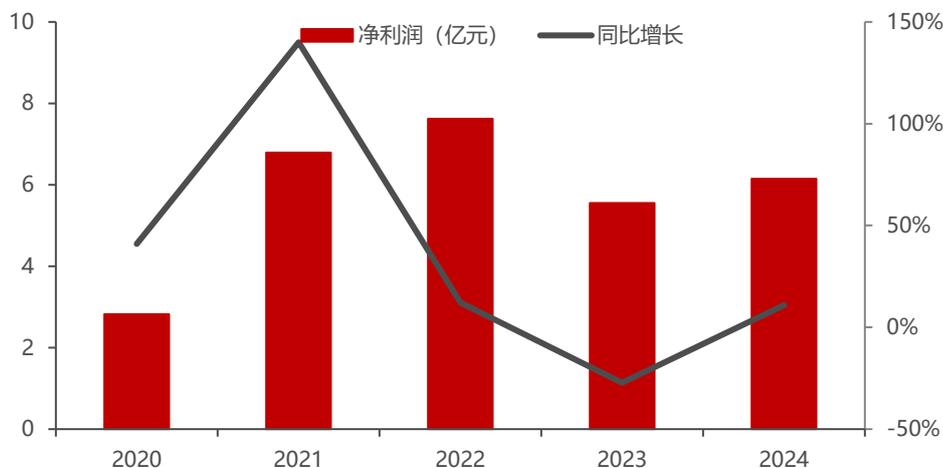
技术上，公司已经完全掌握了打印机各级源代码和完整的软固件核心技术，且拥有具备自主知识产权的打印机引擎。2024 年，奔图在金融等重点行业不断取得突破，市场占有率始终处于领先地位，信创市场出货量同比增长 50%，产品出货结构得到明显改善，预计 2025 年将继续实现增长。奔图自身业绩也持续实现高速增长，2020-2024 年奔图收入复合增速 20%，净利润复合增速 21%。

图11：奔图收入变化 (亿元)



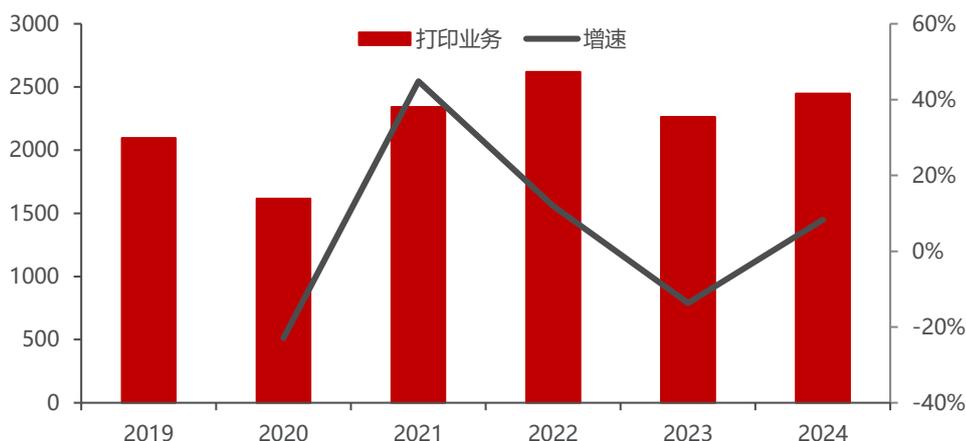
资料来源：iFinD，民生证券研究院

图12: 奔图净利润变化 (亿元)



资料来源: iFinD, 民生证券研究院

图13: 公司打印业务销售量变化情况 (万/PCS)



资料来源: 公司历年年报, 民生证券研究院

2025年上半年奔图业绩端保持快速增长: 根据公司2025年7月14日发布的业绩预告, 2025年上半年, 奔图营业收入约23.09亿元, 同比增长约10%; 净利润约3.24亿元, 同比下降约16%。1) 2025Q2收入及利润: 奔图营业收入约13.16亿元, 环比增长约33%; 净利润约2.27亿元, 环比增长约136%; 2) 整体销量: 2025Q2整体销量环比增长约24%。3) 信创保持较高增长: 2025H1奔图在信创市场的打印机销量同比增长约65%, 2025Q2信创市场打印机销量环比增长约130%。4) A3打印机保持销量高增: 2025H1奔图A3复印机销量同比增长约115%, 2025Q2环比增长约30%。

利盟国际成立于1991年, 是成像和输出技术解决方案以及打印管理服务的全球领导者。在被上市公司收购之前, 利盟国际主要经营ISS业务和ES业务, ISS业务包括生产和销售多种型号的激光打印机以及与之相关的耗材、配件和一系列

打印管理服务等,ES业务则主要为客户提供一整套的企业软件解决方案。2023年6月起,公司外部经营环境发生重大不利变化,利盟国际的业务拓展及供应链受到负面影响。在复杂的外部环境及经济局势背景下,公司预计难以通过继续控股美国利盟保持运营获取更大的商业价值,而通过资产出售变现更可能获得更高的可收回价值。公司基于自身及广大股东利益的综合考量,决定启动出售美国利盟100%股权的事项。

剥离利盟轻装上阵,公司打印业务有望实现长期健康发展。2024年12月,公司召开第七届董事会第二十一次会议及第七届监事会第二十次会议,分别审议通过了《关于出售利盟国际有限公司暨签署〈股权购买协议〉的议案》,同意公司控股子公司 Ninestar Group Company Limited 向买方出售其直接持有的 Lexmark International II, LLC 的100%股权。本次重大资产出售的交割已于2025年7月1日完成,交割日的预估交易对价为9005.7206万美元。

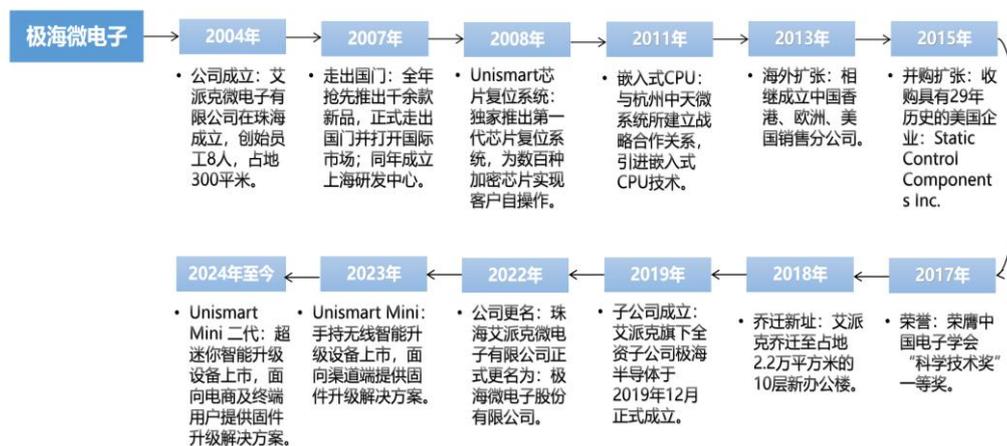
2023、2024年标的公司 Lexmark International II, LLC 净利润均为负,并且公司在这两个年度对收购利盟国际形成的商誉分别计提了78.84亿元、5.57亿元的商誉减值准备,对公司当年经营业绩造成不利影响。交易完成后,上市公司面临的境外经营风险大幅下降,公司将集中资源发展打印机自主品牌。

2 芯片业务：汽车电子、工业等领域多点开花，打造核心竞争力

2.1 深耕半导体行业 20 余年，引入重要投资者后加速发展

极海微是国内专业的从打印机主控 SoC 芯片到耗材加密芯片全系列打印机芯片设计公司，也是打印机通用耗材芯片的全球供应商。极海微电子成立于 2004 年，是一家从事集成电路芯片设计的国家认定高新技术企业，拥有 CPU 设计技术、多核 SoC 专用芯片设计技术、安全芯片设计技术、通用耗材芯片设计技术等核心技术。极海微电子先后在珠海、上海、杭州和美国北卡罗来纳州建立四大研发中心，与浙江大学、中科院上海微系统所建立联合实验室，共同推动极海微电子走在行业技术前沿。同时，加大知识产权投入力度，与国内外知名知识产权事务所进行长期合作与交流，为客户提供全面的知识产权解决方案。

图14：极海微电子发展历程



资料来源：极海微电子官网，民生证券研究院

2020 年引入国家大基金等重要投资者，投后估值达 190 亿元。2020 年 12 月，珠海艾派克微电子（后改名为极海微电子）有限公司引进国家大基金二期在内的多名战略投资者，共合计导入资金 32 亿元人民币。完成引进战略投资者后，艾派克投后估值达到 190 亿元。

表3：极海微电子股东名称及相关持股比例

股东名称	持股比例(%)
纳思达股份有限公司	81.08
国家集成电路产业投资基金二期股份有限公司	7.89
天津普罗华金股权投资基金合伙企业(有限合伙)	2.37
上海信银海丝投资管理有限公司	2.11
珠海格力金融投资管理有限公司	1.84
北京君联晟源股权投资合伙企业(有限合伙)	0.79
珠海艾派克恒丰投资中心(有限合伙)	0.67
长峡金石(武汉)股权投资基金合伙企业(有限合伙)	0.53
北京屹唐长厚显示芯片创业投资中心(有限合伙)	0.53
珠海艾派克聚成投资中心(有限合伙)	0.48
其他	1.71

资料来源：iFinD，民生证券研究院（截至 2025 年 7 月 22 日）

引入重要投资者后，极海微电子加速发展，在产品、市场等方面取得多项成就。

1) 2021 年：相继成立郑州、成都等新研发中心，珠海、上海、杭州研发团队进一步扩充，技术研发实力大幅增长，MCU 业务方面，实现在工控，汽车等中高端应用领域的快速增长。**2) 2022 年：**研发人员规模现已超过 500 人，整体研发人员占比超过 45%，全方位推动面向打印、工控、汽车电子、新能源等领域的新产品研发与产业化落地。**3) 2023 年：**为保持领先地位，极海微继续加大研发投入，全年研发支出 5.06 亿元，同比增长 26.03%。随着极海微产品在工控和汽车市场应用的深度覆盖，极海微已成功导入标杆客户。**4) 2024 年：**芯片销量 6.15 亿颗，同比增长 26.01%，其中非打印耗材芯片销量同比增长 42%，推出包括国内首颗顺利量产的超声波传感和信号处理器 GURC01 等产品。

图15：极海微电子 2021 年以来取得的部分成就

2021年	2022年	2023年	2024年
<ul style="list-style-type: none"> 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 	<ul style="list-style-type: none"> 在国产中高端工业控制核心芯片领域取得了关键性突破。 完成自主研发消费级通用MCU平台、汽车级通用MCU平台和实时处理的高算力通用MCU平台，并衍生出系列高性能车规级产品线，可对标国际一线芯片公司的领先水平 	<ul style="list-style-type: none"> 全年研发支出5.06亿元，同比增长26.03%。 在中高端工业领域，推出了高适配型 APM32F411系列 MCU、超值型 APM32F465系列 MCU以及 APM32F035系列电机控制专用MCU 	<ul style="list-style-type: none"> 已推出国内首颗顺利量产的超声波传感和信号处理器GURC01。 超声波传感和信号处理器（倒车雷达）已通过AEC-Q100 Grade2车规可靠性认证。 针对人形机器人应用进行了全面的芯片布局，包括关节控制器和灵巧手实时控制 DSP芯片等，目前部分已实现批量出货

资料来源：公司年报，民生证券研究院整理

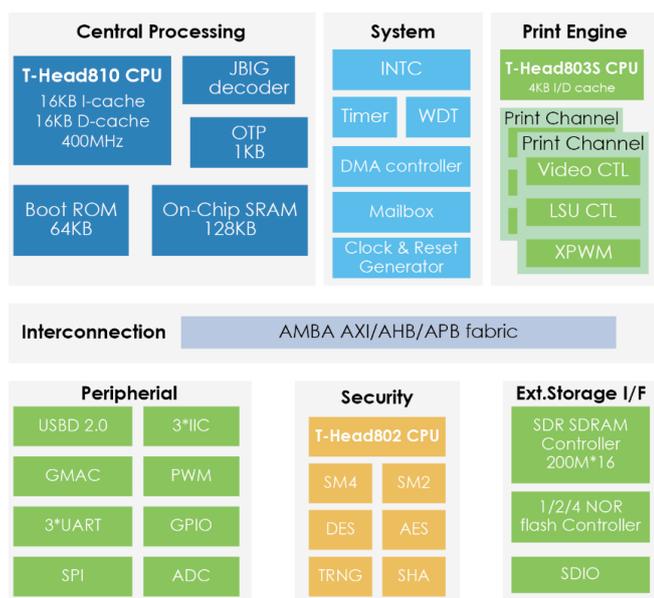
2.2 覆盖打印机芯片设计全产业链,打造自主可控安全芯片

打印机芯片领域,公司拥有 CPU 设计技术、多核 SoC 专用芯片设计技术、安全芯片设计技术、通用耗材芯片设计技术等核心技术,是国内专业的从打印机主控 SoC 芯片到耗材加密芯片全系列打印机芯片设计公司,也是打印机通用耗材芯片的全球供应商。旗下拥有打印机主控 SoC、耗材芯片等多类产品,其中,耗材芯片包括墨盒芯片和硒鼓芯片两大类。

极海微拥有两款打印机主控 SoC 芯片。1) HSP2210: 适用于桌面激光打印机和 SFP 解决方案。黑白单功能激光打印机主控 SoC,搭载国产平头哥玄铁 CPU,拥有完备的系统 IP 和外设 IP (16 位 SDRAM 接口,数据传输速度 200Mbps/bit); 4 位的 NORFlash 控制器,频率最大为 50MHz; 拥有丰富的安全 IP (AES,DES,SHA,SM2/4 等); 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;支持反熔断 OTP,可实现密钥存储以及 CPU 的限制访问。

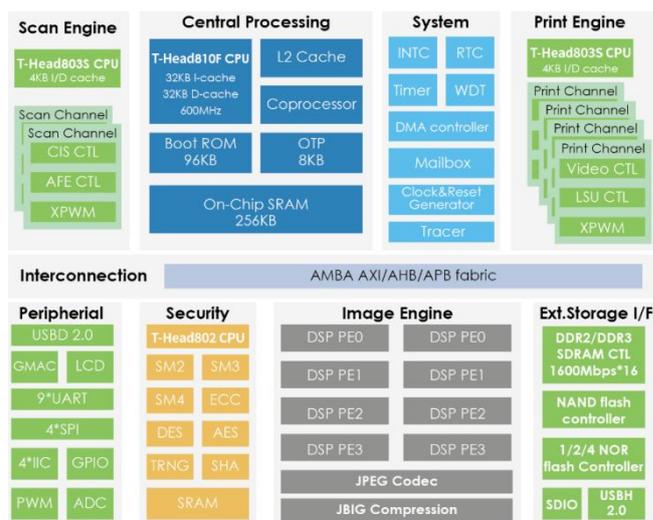
2) HSP2220: 适用于桌面激光打印机、彩色扫描仪以及 MFP/SFP 解决方案。黑白多功能激光打印机主控 SoC, 搭载国产平头哥玄铁 CPU, 拥有完备的系统 IP 和外设 IP (16 位 SDRAM 接口, 数据传输速度 200Mbps/bit; 4 位 NORFlash 控制器, 频率最大 50MHz; 拥有丰富的安全 IP (AES,DES,SHA,SM2/4 等); 拥有灵活图像处理引擎 (JBIG/JPEG 编解码器、扫描后端、半色调以及算法硬件加速器等);支持处理系统下载工作和运行 Linux 操作系统;支持打印机接口实时响应;支持反熔断 OTP, 可实现密钥存储以及 CPU 的限制访问。

图16: HSP2210 产品结构图



资料来源:极海微电子官网,民生证券研究院

图17: HSP2220 产品结构图



资料来源:极海微电子官网,民生证券研究院

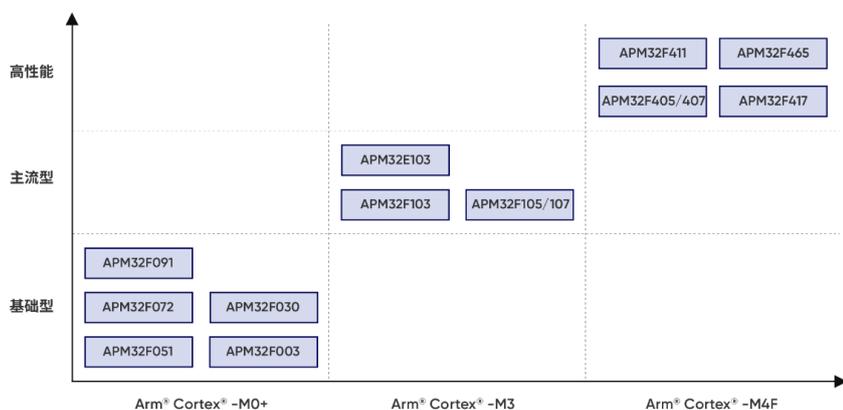
2.3 深耕集成电路设计多年,汽车电子等领域打造丰富产品矩阵

极海微的团队拥有 20 年集成电路设计经验和嵌入式系统开发能力,可为客户提供核心可靠的芯片产品及方案,实现准确感应、安全传输和实时控制,助力客户在智能家居、高端消费电子、工业控制、汽车电子、智慧能源以及通信设施等领域的拓展创新。**产品包括微控制器与处理器、传感器、汽车电子芯片等几大类。**

微控制器与处理器:极海微提供广泛的 32 位微控制器和微处理器产品组合,搭载先进工艺制程,具有低功耗、高性能、高集成、高可靠、可扩展等性能特点,可实现更高水平的实时性、稳定性与安全性,满足客户多样化应用需求,并为工程师的设计开发提供最大灵活性和简易性。

1) APM32 工业级微控制器:APM32 是基于 Arm®Cortex®-M0+/M3/M4F 内核的 32 位微控制器,集高性能、低功耗、实时性、稳定性、安全性、多功能、快速移植等特性于一体,提供快速、简易、灵活的开发体验,帮助用户节省开发成本,实现性能最优化。APM32 产品阵容丰富,开发生态资源完善,已在工业控制、汽车电子、高端消费电子、智能家居、新能源以及通信设施等领域得到广泛使用。

图18: APM32 工业级微控制器产品图谱



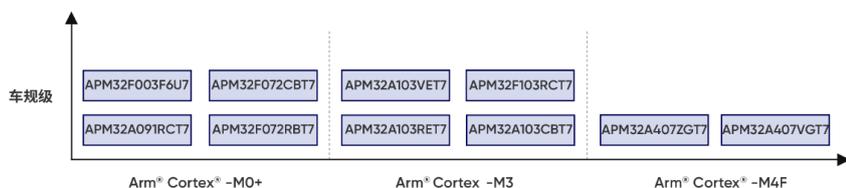
资料来源:极海半导体官网,民生证券研究院

2) APM32 电机控制专用微控制器:电机在生活中应用非常广泛,从小型消费品到大型工业设备,到处都有电机的身影。随着低碳节能理念的深入和自动化水平的不断提高,更智能、更节能的电机产品更受欢迎。极海致力于提供更高效率、更低功耗、更低成本、更高安全性的电机控制产品,为用户产品赋予更多创新功能。极海具备领先的系统级生态服务能力,可助力用户快速实现量产。

3) APM32A 车规级微控制器:APM32A 系列车规级 MCU,覆盖 Arm®Cortex®-M0+/M3/M4F 内核,拥有 APM32A407 系列、APM32A103 系列、APM32A091 系列三大产品线,具有高效 CPU 处理性能、增强型存储空间,

以及丰富的连接功能,通过 AEC-Q100 车规可靠性认证和 ISO26262 功能安全管理体系认证,进一步拓展极海车规级 MCU 产品阵容,符合车用芯片高可靠性、高工作温度范围等要求,有效满足汽车电子多样化通信与车身控制应用开发需求,可广泛应用于车身控制、安全系统、信息娱乐系统、动力系统等车用场景。

图19: APM32A 车规级微控制器产品图谱

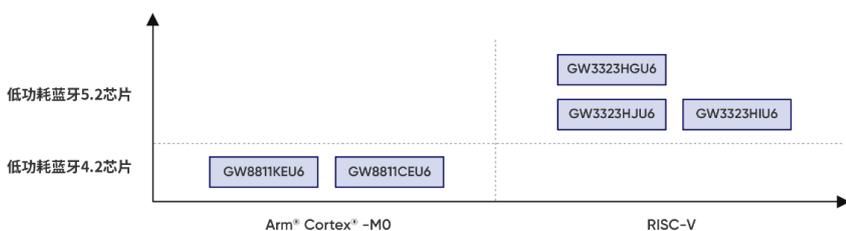


资料来源:极海半导体官网,民生证券研究院

4)G32A 汽车通用微控制器:G32A 系列汽车通用 MCU,基于 Arm®Cortex®-M0+/M3/M4F 内核,符合 ISO26262ASILB~D 认证与 AEC-Q100 车规可靠性认证,并集成安全加密模块,稳定工作温度范围在-40°C~125°C,完善的软硬件工具支持助力用户项目快速上市。

5) GW 系列低功耗蓝牙微控制器:提供基于 32 位 Arm®Cortex®-M0 及 32 位高性能 RISC-V 内核的低功耗蓝牙 MCU,集成了高性能 2.4GHz 射频收发机和丰富的外设资源,具备低功耗、高效传输速率等特性,优异传输性能有助于解锁更多物联网应用创新。

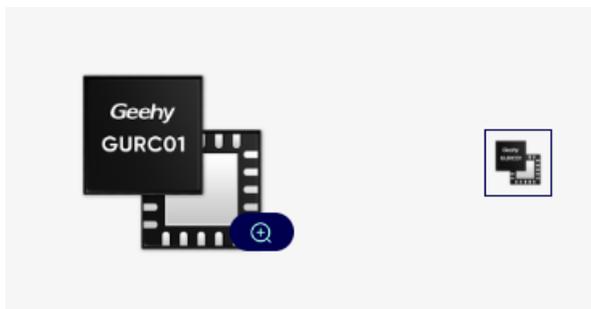
图20: GW 系列低功耗蓝牙微控制器产品图谱



资料来源:极海半导体官网,民生证券研究院

传感器:极海传感器产品组合致力于为汽车电子、工业、消费电子、物联网等应用设计带来卓越的“感知”能力,包括超声波雷达测距、触摸、生物、光电等。这些产品可助力用户满足多种功能与性能需求,提供兼具可靠性、灵活性、低功耗的智能化解决方案,实现快速上市与迭代。GURC01 是国内首颗超声波传感和信号处理器芯片,应用于汽车辅助系统及工业,以构建距离测量系统。芯片内部资源配置丰富,内置温度传感器与信号处理器,在测量长、短距离物体上均有优异的表现,并支持多种功能与宽可编程的驱动频率范围。

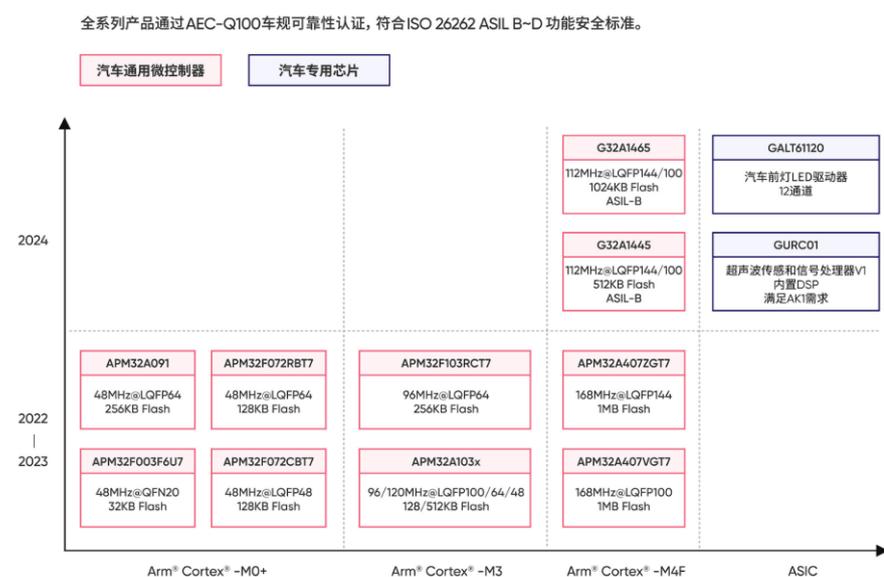
图21: GURC01 芯片



资料来源: 极海半导体官网, 民生证券研究院

汽车电子芯片: 极海微汽车电子芯片产品布局通用微控制器、汽车专用芯片等多条产品线, 提供符合 ISO26262 功能安全标准、安全可靠、质量稳定的芯片产品与应用方案, 并为客户提供丰富的开发生态与本地化技术支持。通过优质的服务和多元化的产品组合, 满足汽车电子行业日益增长的应用需求, 协助客户实现快速量产。

图22: 汽车电子芯片产品图谱



资料来源: 极海半导体官网, 民生证券研究院

2.4 多点布局, 汽车电子、工业等领域取得重要成果

汽车电子领域, 多款芯片在国内外主流车厂均实现了项目定点, 开始进入批量出货上车。 1) 国内首颗顺利量产的超声波传感和信号处理器 GURC01, 主要用于汽车距离测量辅助系统, 突破了专利垄断, 在测量长短距离物体上的性能表现优异; 具备高精度定位、即时信号处理等功能; 同时该产品体积小、算法集成、抗干扰性强, 已通过 AEC-Q100 Grade2 车规可靠性认证。2) G32A1445: 已与 50+ Tier1 厂商完成模组开发和测试, 并实现了规模量产, 目前已成功应用于 BCM、BMU、充电桩、座椅控制器、T-box、OBC 车载充电机、HVAC 暖通空调系统等汽车细分

应用。3) GALT61120: 汽车前灯 LED 矩阵控制芯片, 显著增强车灯系统的互操作性和驾驶安全, 同时通过减少车灯系统的成本及功耗, 为汽车智能照明带来更多创新功能。

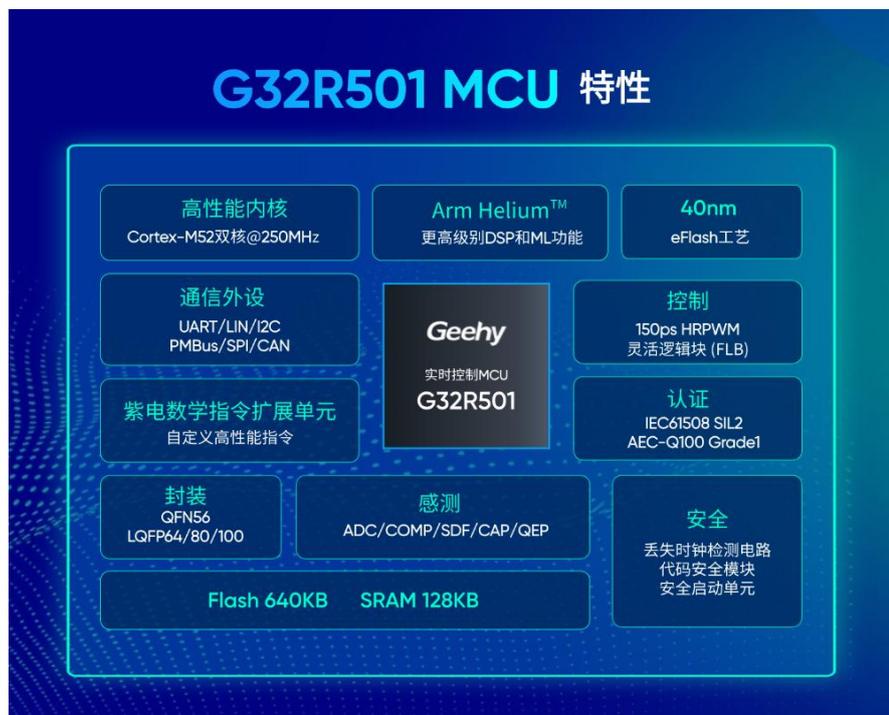
表4: 公司部分车载芯片核心功能、应用领域等情况

	GURC01 超声波传感和信号处理器	G32A1445 汽车通用 MCU	GALT61120 汽车前灯 LED 矩阵控制芯片
核心功能	国产首颗量产超声波传感芯片, 用于汽车距离测量辅助系统, 具备高精度定位、即时信号处理能力, 体积小、算法集成、抗干扰性强, 通过 AEC-Q100 Grade2 车规认证	应用于 BCM、BMU、充电桩、座椅控制器、T-box、OBC 车载充电机、HVAC 暖通空调系统等汽车细分应用	模拟增强型 ASIC 芯片, 支持像素级 LED 独立控制、10-bit PWM 调光、丰富外设资源及高安全保护功能, 通过 AEC-Q100 Grade1 认证
应用领域	自动泊车辅助系统、超声波驻车辅助系统、ADAS 高级驾驶辅助系统	BCM、BMU、充电桩、座椅控制器、T-box、OBC 车载充电机、HVAC 暖通空调系统等汽车细分应用	汽车前照灯系统、高亮度 LED 矩阵系统、ADB 自适应车灯系统、动画日行灯、智能交互矩阵大灯、智慧投影大灯
市场表现	已前装进入 10+ 家 Tier1 供应商, 在 10+ 款车型前装应用, 总量超百万颗	与 50+Tier1 厂商完成模组开发和测试, 实现规模量产	已处于量产阶段
创新亮点	突破专利垄断, 测距性能优异, 集成温度传感器与诊断功能, 可编程参数提升系统适应性	兼具功能安全与成本效益, 可移植性强, 支持主流开发工具与协议栈	像素级独立控制实现全动态自适应照明, 功耗较竞品降低 20% 以上, EMI 性能优化, 提供一站式开发支持

资料来源: 公司官方公众号, 民生证券研究院整理

工业领域, 针对 AI、机器人等领域进行布局。1) G32R5 系列高性能实时控制芯片: 全球首款基于 Arm® Cortex®-M52 处理器的双核架构和 Helium 边缘 AI 技术, 用于高性能实时控制和边缘 AI 融合应用, 并在多个行业头部客户实现导入。
第一, 性能较高。 G32R5 系列采用最新 Arm v8.1-M 架构设计的 Arm® Cortex®-M52 双核 CPU, 支持同构双核并行工作, 可同时执行高性能计算任务和实时控制任务, 工作主频高达 250MHz, 实时算力可与 800MHz 的 Cortex-M7 内核产品相比;
第二, 低成本、低功耗。 内置单/双精度浮点运算单元 (FPU), 支持 Arm Helium™ 技术, 显著增强高级数字信号处理 (DSP) 能力和机器学习 (ML) 应用性能;
第三, 升系统整体实时性和智能化。 通过支持自定义数据通路 CDE 接口, 可扩展极海自主研发的紫电数学指令扩展单元, 在指令集层面支持三角函数、傅里叶变换、复杂数学等多种数学计算加速, 大幅缩短数学计算时间、降低 CPU 访问延时。

图23: G32R501 芯片特性



资料来源: 极海半导体官方公众号, 民生证券研究院

2) 推出 GHD3440、GHD3440R 等多款电机驱动芯片, 同时也针对人形机器人应用进行了全面的芯片布局, 包括关节控制器和灵巧手实时控制 DSP 芯片、智能编码器芯片、小脑计算芯片、电池管理主控芯片、视觉雷达传感器芯片和力矩传感器芯片等, 部分已实现批量出货。

汽车、工控等领域实现快速发展。 1) **2025H1:** 极海微营业收入约 5.56 亿元, 同比下降约 18%, 但工控、汽车等非耗材芯片营收约 2.54 亿元, 同比增长约 52%。从出货量角度看, 2025H1 芯片总出货量达 2.93 亿颗, 同比增长约 16%, 其中非耗材芯片销量约 1.82 亿颗, 同比增长 47%。 2) **2025Q2:** 极海微营业收入约 3.02 亿元, 环比增长约 19%, 其中工控、汽车等非耗材芯片营收约 1.5 亿元, 环比增长约 44%。从出货量角度看, 芯片总出货量达 1.68 亿颗, 环比增长约 34%; 非耗材芯片销量约 1.09 亿颗, 环比增长 50%。

3 盈利预测与投资建议

3.1 盈利预测与业务拆分

3.1.1 芯片业务预测

1) **收入**：第一，信创政策催化下，公司芯片业务有望加速发展。目前激光或喷墨打印机搭载的主控芯片已经进入了《安全可靠测评工作指南（V3.0）》中的测评品类，未来打印机芯片在信创领域的需求有望持续提升。第二，汽车电子、工业等领域不断拓展新品类，助力芯片业务加速发展。随着智能驾驶的发展，汽车对于芯片（智能驾驶芯片、MCU 芯片等）的需求在不断提升。2024 年中国汽车芯片市场规模达 1200 亿元，预计 2030 年突破 3000 亿元，年复合增长率超 25%。因此，行业有望保持高景气度发展。汽车芯片领域国产替代机遇：根据中研普华研究院，国内汽车芯片市场中，国际巨头仍占据超过 60% 的份额。因此，在国产替代大趋势下，国产芯片自身发展有望持续加速。随着极海微产品成功导入标杆客户并在工控和汽车市场应用实现深度覆盖，汽车电子、工业等领域覆盖面持续扩宽，多个产品在市场上具有核心竞争力（如 GURC01 等），多个新品进入供应链且开始批量出货，考虑到前期公司多个新品并未进入批量出货，而后续有更多新品开始批量出货的希望，因此成长有望加速。总体看，随着信创需求释放，打印机芯片的需求有望加速释放，同时随着公司不断推出具有核心竞争力的新品且多个新品逐步开始批量出货，因此公司芯片业务有望整体呈现加速发展态势。整体考虑，预计 2025-2027 年增速分别为 15%、20%、30%。2) **毛利率**：考虑到公司商业模式稳定、多个汽车、工业等领域芯片持续推向市场并不断扩大自身影响力，但同时考虑到市场竞争将持续存在，预计毛利率保持相对平稳，预计 2025-2027 年公司毛利率分别为 43%、43%、43%。

3.1.2 通用耗材及配件业务预测

1) **收入**：第一，公司多年来持续深耕打印机市场，为通用耗材及配件市场积累了良好客户基础。第二，2024 年公司积极打造网络销售、回收耗材及 A3 复印机耗材等新的业务增长点，国内市场在高价值产品和高端渠道取得了突破，预计相关积极影响将延续。第三，海外市场在南美、欧洲、澳洲、亚太等多个市场成功开拓规模较大的新客户，预计也将和助力业务的长期成长。据 GM Insights 的数据，2024 年全球打印机市场规模为 751 亿美元，预计将从 2025 年的 785 亿美元增长到 2034 年的 1231 亿美元，复合年增长率为 5.1%。考虑到公司通用耗材及配件业务竞争力在不断提升，市场不断拓宽，因此增速有望略高于全球打印机行业增速。综合考虑，预计 2025-2027 年增速分别为 10%、10%、10%。2) **毛利率**：考虑到公司商业模式稳定、市场地位稳定，预计毛利率将保持相对稳定水平，预计 2025-2027 年公司毛利率分别为 31%、31%、31%。

3.1.3 原装打印机及耗材业务预测

考虑到公司已于 2025 年出售利盟国际，利盟国际 2024 年收入约为 159.61 亿元，因此出售后对公司相关业务总规模有所影响。我们在此对原装打印机及耗材业务进行两种预测，即考虑利盟剥离和不考虑利盟剥离两种。

1. 对奔图和利盟的收入预测

对奔图收入的预测：但公司在剥离利盟后更加专注奔图的发展，奔图自身有望加速发展。**第一，奔图在消费级市场竞争力不断提升，以及海外影响力的持续扩大，有望成为奔图成长性不断提升的重要新动力。**近年来国内用户已逐渐形成“居家打印”的习惯，在中长期内将为我国家用打印机市场增长增添新的驱动力。公司在 A3 打印机等高端产品领域持续布局，同时消费级产品具有技术优势，相关业务有望持续发展。海外业务也有望持续发展，成为未来增长的重要动力（前文已叙述奔图在全球市场的份额持续提升）。**第二，国产化有望在未来几年加速释放需求，也将助力奔图成长性的提升。**目前政策高度关注高水平科技自立自强，政策支持信创行业不断加速发展。伴随着国产化、信息化进程的不断推进，国产激光打印机在政府、金融、医疗、教育、能源等各个领域应用越来越广泛，国产激光打印机市场也将得到进一步发展。奔图作为打印机行业龙头，随着需求端的持续修复，有望受益于国产化替代进程加速，并实现较高的增长。根据艾瑞咨询数据，信创产品将渗透至更多核心业务场景，预期 2025 年恢复高增速，于 2026 年突破 2000 亿。2025-2027 年复合增速接近 50%。因此，奔图作为信创核心领域（打印机芯片已入围安全可靠测评五大领域之一）的龙头公司（国内优势地位明显），有望持续受益于信创大趋势。2025 年上半年，公司打印机业务保持快速发展，信创领域出货量增速达到 60% 以上。**第三，公司将海外业务作为未来发展重点，海外业务带来新增量也有望提升公司成长性。**从 IDC 数据可以看出，公司在全球份额不断提高，体现的是公司自身技术、市场能力的不断提升。因此，全球化有望给公司带来新的增量。因此，综合考虑，预计奔图 2025-2027 年增速分别为 30%/40%/50%，对应收入为 60.55/84.78/127.16 亿元。

对利盟收入的预测：考虑到全球打印机行业整体景气度，利盟以海外业务为主，产品布局包括黑白激光打印机、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。据 GM Insights 的数据，2024 年全球打印机市场规模为 751 亿美元，预计将从 2025 年的 785 亿美元增长到 2034 年的 1231 亿美元，复合年增长率为 5.1%。综合考虑，假设利盟 2025-2027 年年收入增速为 5%/3%/2%。

2. 参照上述预测，对考虑剥离利盟和不考虑剥离利盟两种情况下，公司原装打印机及耗材业务收入、毛利率进行预测

考虑剥离利盟：考虑到利盟在 2025 年上半年仍并表（根据公司公告，剥离利盟的重大资产出售的交割已于 2025 年 7 月 1 日完成），因此对利盟 2025 年收入做出假设。由于未有利盟 2025 年上半年收入披露，参考利盟历史上上下半年收入

情况，2022-2024 年利盟上半年收入占全年总收入的平均比重约为 45%，因此假设利盟 2025 年上半年收入为全年的 45%。按照上述预测，2025-2027 年公司原装打印机及耗材业务收入有望达 130.5/84.8/127.2 亿元，对应增速分别为-34%/-35%/50%。毛利率方面，考虑到利盟并表部分逐渐减小，并表影响到 2026 年不再产生影响，同时奔图在信创、消费级市场及海外市场的竞争力都有望持续提升，毛利率有望小幅提升。因此综合考虑，毛利率将有望持续小幅提升，预计 2025-2027 年公司毛利率分别为 32%、32%、33%。

表5：公司收入及毛利率拆分（考虑剥离利盟）

收入（百万元）	2024	2025E	2026E	2027E
原装打印机及耗材（奔图）	46.6	60.6	84.8	127.2
增速		30%	40%	50%
原装打印机及耗材（利盟）	159.6	167.6	-	-
增速		5%	-	-
原装打印机及耗材（总收入）	198.0	130.5	84.8	127.2
增速	11%	-34%	-35%	50%
毛利率	32%	32%	32%	33%
通用耗材及配件	48.7	53.5	58.9	64.8
增速	9%	10%	10%	10%
毛利率	30%	31%	31%	31%
芯片	8.2	9.4	11.3	14.7
增速	-6%	15%	20%	30%
毛利率	42%	43%	43%	43%
其他	9.3	10.2	11.2	12.3
增速	-1%	10%	10%	10%
毛利率	36%	36%	36%	36%
收入总计	264.1	203.7	166.2	219.0
增速		-23%	-18%	32%
毛利率	32%	32%	33%	33%

资料来源：iFinD，民生证券研究院预测

不考虑剥离利盟：按照上述预测，2025-2027 年公司原装打印机及耗材业务收入有望达到 219.0/247.1/291.1 亿元，对应增速分别为 11%/13%/18%（补充：奔图、利盟两者存在一定的内部交易抵消，根据 2023/2024 年两年数据，大概在两家公司收入之和的 4%）。毛利率方面，利盟国际商业模式和竞争力较为稳定，奔图在信创、消费级市场及海外市场的竞争力都有望持续提升，因此综合考虑，毛利率将有望持续小幅提升，预计 2025-2027 年公司毛利率分别为 32%、32%、33%。

表6：公司收入及毛利率拆分（不考虑剥离利盟）

收入（百万元）	2024	2025E	2026E	2027E
原装打印机及耗材（奔图）	46.6	60.6	84.8	127.2
增速		30%	40%	50%
原装打印机及耗材（利盟）	159.6	167.6	172.6	176.1
增速		5%	3%	2%
原装打印机及耗材（总收入）	198.0	219.0	247.1	291.1
增速		11%	13%	18%
毛利率	32%	32%	32%	33%
通用耗材及配件	48.7	53.5	58.9	64.8
增速		9%	10%	10%
毛利率	30%	31%	31%	31%
芯片	8.2	9.4	11.3	14.7
增速		-6%	15%	20%
毛利率	42%	43%	43%	43%
其他	9.3	10.2	11.2	12.3
增速		-1%	10%	10%
毛利率	36%	36%	36%	36%
收入总计	264.1	292.2	328.5	382.9
增速		11%	12%	17%
毛利率	32%	33%	32%	33%

资料来源：iFinD，民生证券研究院预测

3.1.4 其他业务预测

1) 收入：相关收入为上述三项主要业务的配套业务，预计与相关业务增速呈一定的相关性，预计 2025-2027 年增速分别为 10%、10%、10%。**2) 毛利率：**2 公司业务模式和商业模式均相对稳定，因此预计毛利率相对平稳，预计 2025-2027 年公司毛利率分别为 36%、36%、36%。

3.1.5 费用率预测

主要费用率（考虑剥离利盟）：**1) 销售费用率：**随着公司市场渠道不断成熟、销售能力持续提升，费用率有望保持平稳，但考虑到公司仍处于芯片、打印机等业务的拓展期，仍将保持一定投入强度。同时，剥离利盟将减轻费用负担，但 2025 年上半年利盟的相关费用仍将对公司报表产生影响（管理、研发费用率相关影响相同，不再赘述）。综合考虑，预计 2025-2027 年销售费用率分别为 9%、7%、7%；**2) 管理费用率：**随着公司内部管理能力不断提升，长期看管理费用率将逐步平稳，同时，剥离利盟将减轻费用负担。因此，综合考虑，预计 2025-2027 年销售费用率分别为 8%、6%、6%；**3) 研发费用率：**随着产品不断成熟以及复用率提升，中长期看公司研发费用率有望逐步收敛，但就未来几年看，公司仍将保持一定强度投入来提升自身竞争力，预计 2025-2027 年销售费用率分别为 6%、5%、5%。

表7：公司主要费用率预测（考虑剥离利盟）

	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	9%	9%	7%	7%
管理费用率	8%	8%	6%	6%
研发费用率	6%	6%	5%	5%

资料来源：iFinD，民生证券研究院预测

针对出售利盟带来的投资收益：根据公司 2025 年上半年业绩预告，公司根据《企业会计准则》的相关规定进行核算，初步测算剥离利盟国际对本期归母净利润及扣非归母净利润均产生了较大影响（根据业绩预告，预计 2025 年上半年归母净利润亏损 2-4 亿元）。剔除该影响后，归属上市公司股东的净利润为 3-4 亿元。因此，我们对两个预测区间取中值，剥离利盟给公司带来的利润端的影响约为 6.5 亿元（根据业绩预告，2025H1 归母净利润区间中值为-3 亿元，剔除相关影响后归母净利润中值为 3.5 亿元）。

3.2 估值分析

考虑到公司目前业务板块清晰，且不同业务板块在技术、市场、商业模式等方面具有不同情况，应针对不同板块的业务给予分析，因此采取分部估值法进行估值。根据公司 2024 年年报，公司目前核心业务分为打印机业务（子公司奔图作为主要运营主体）、芯片业务（子公司极海微作为主要运营主体）以及通用耗材及配件业务。上述三块业务均已是公司核心运营板块且具有重要价值，且占公司收入、利润的绝大部分，因此我们按公司三大核心业务主体，对公司进行分部估值。

打印机业务（奔图）：由于公司目前已经将利盟国际正式剥离，因此面向未来发展，主要考量奔图自身价值。考虑到奔图在打印机市场具有稀缺性，A 股尚未有在业务上完全对标的公司，我们主要参考业务相似性以及在核心科技资产中的地位相似性。2025 年 7 月 1 日，中国信息安全测评中心更新了《安全可靠测评工作指南（V3.0）》，对比 2.0 版本扩充了 CPU 产品的测评品类：人工智能训练推理芯片以及激光或喷墨打印机搭载的主控芯片，至此测评品类共五类：CPU、操作系统、数据库、人工智能训练推理芯片以及激光或喷墨打印机搭载的主控芯片。由此可以看到，打印机芯片以及打印机自身都具有较高的安全可控重要性。

综合考量，我们选择测评品类中的核心品类里面已经入围的公司，包括数据库、操作系统芯片领域龙头达梦数据、麒麟信安作为可比公司（考虑到同属国产替代的细分领域，且产品化程度较高、在细分领域竞争优势较强）。同时，考虑到国产替代属性，以及奔图打印机在市场中的地位（细分领域产品及市场竞争力强，在国内乃至全球市场具有较高地位），我们选取在细分领域产品及市场竞争力强的柏楚电子作为可比公司。我们假设受到国产替代、消费级市场产品力提升等利好，预计奔图 2025-2027 年收入增速分别为 30%/40%/50%，对应收入为 60.55/84.78/127.16 亿元，对应净利润分别为 8.32/11.65/17.48 亿元（奔图 2023/2024 年平均净利率为 14%，奔图在打印机市场已有较高市场地位，竞争力在不断提升，同时研发端保持稳定投入，销售端已经在全中国建立较为稳定的销售网

络，因此综合考虑，假设未来保持稳定净利率)。参考可比公司估值平均水平，我们给予公司打印机业务 2025 年 43X PE，对应目标市值为 357 亿元。

表8：打印机业务可比公司

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
688152	麒麟信安	45.96	1.22	1.73	2.28	38	27	20
688188	柏楚电子	131.29	3.87	4.86	6.05	34	27	22
688692	达梦数据	239.50	4.19	5.22	6.40	57	46	37
平均						43	33	26

资料来源：iFinD，民生证券研究院预测（基于 2025 年 7 月 31 日收盘价；可比公司的 EPS 均来自 iFinD 一致预期）

芯片业务 (极海微)：极海微立足打印机芯片，不断向汽车电子 MCU、工业等领域进发，打造第二成长曲线。选取从事 MCU 等领域并且在汽车电子、工业等下游同时有深耕的领军企业华岭股份作为可比公司。同时考虑到，打印机芯片目前成为安全可靠测评五大品类之一，具有较高重要性，因此选取在安全可靠测评五个类别里面从事 CPU、AI 芯片业务的海光信息作为可比公司。在估值方法上，考虑到芯片领域未来长期潜力较大，短期由于高投入等因素，短期利润无法完全体现公司价值，因此采取 PS 估值方法。

由于公司芯片业务主要由极海微电子负责，因此对极海微电子的收入预测参考上述对于公司芯片业务的预测，假设 2025-2027 年收入增速分别为 15%/20%/30%，对应收入分别为 9.44/11.33/14.73 亿元。可比公司 2025 年平均 PS 为 22X，参考可比公司估值平均水平，我们给予公司芯片业务 2025 年 21X PS，对应目标市值为 203 亿元。

表9：芯片业务可比公司

股票代码	公司简称	市值 (亿元)	营收 (亿元)			PS (倍)		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
430139	华岭股份	68.40	3.45	4.32	5.40	20	16	13
688041	海光信息	3235.48	140.06	195.80	260.17	23	17	12
平均						21	16	13

资料来源：iFinD，民生证券研究院预测（基于 2025 年 7 月 31 日收盘价；可比公司的 EPS 均来自 iFinD 一致预期）

通用耗材及配件业务：目前在通用耗材及配件业务领域的公司数量较少。我们选取业务相近的鼎龙股份作为可比公司。上述我们预测公司通用耗材及配件业务 2025-2027 年收入增速分别为 10%/10%/10%。2023-2024 年公司通用耗材业务平均净利率为 2%，假设在市场竞争力、市场格局基本稳定的情况下，净利率维持原有水平，则 2025-2027 年对应净利润为 1.07/1.18/1.30 亿元。可比公司 2025 年平均 PE 为 39X。但考虑到鼎龙股份历史净利率水平比公司通用耗材及配件业务净利率高，综合考虑，我们给予公司通用耗材及配件业务 2025 年 25X PE，对应目标市值为 27 亿元。

表10：通用耗材及配件业务可比公司

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
300054	鼎龙股份	28.39	0.75	0.97	1.22	38	29	23
平均						38	29	23

资料来源：iFinD，民生证券研究院预测（基于 2025 年 7 月 31 日收盘价；可比公司的 EPS 均来自 iFinD 一致预期）

综上，基于 2025 年盈利预测数据，公司合理市值在 586 亿元左右。

3.3 投资建议

公司是全球打印机市场的龙头，旗下奔图竞争力持续提升，龙头地位不断巩固。同时，极海微作为国内半导体领域领军企业，汽车、工业等领域拓展打开成长新空间。考虑此次剥离利盟以及重大资产出售产生的影响，预计 2025-2027 年公司归母净利润为 3.93/13.56/19.06 亿元，对应 PE 分别为 85X、25X、18X；在不考虑剥离利盟及该情景下潜在的商誉减值风险，预计公司 2025-2027 年归母净利润为 12.83/14.49/20.28 亿元，对应 PE 分别为 26X、23X、17X，首次覆盖，给予“推荐”评级。

4 风险提示

1) **市场拓展不及预期。**公司积极推进通用 MCU 等芯片在汽车电子、工业控制等领域的拓展，但存在市场拓展不及预期的可能性。

2) **同业竞争加剧的风险。**行业内存在多个竞争对手，国内市场需求的波动可能进一步加剧同业之间的竞争。

3) **技术路线变化具有不确定性。**当前 AI 等技术变化较快，存在由于在细分领域技术路线变化，导致在相关领域竞争力变化的可能。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	26,415	29,219	32,853	38,295
营业成本	17,891	19,696	22,221	25,573
营业税金及附加	163	263	296	345
销售费用	2,289	2,688	3,088	3,528
管理费用	2,009	2,425	2,694	3,140
研发费用	1,704	1,870	2,076	2,420
EBIT	2,435	2,429	2,650	3,490
财务费用	688	506	485	464
资产减值损失	-828	-74	-76	-88
投资收益	246	44	49	57
营业利润	1,338	1,896	2,142	2,999
营业外收支	-3	5	5	5
利润总额	1,335	1,901	2,147	3,004
所得税	520	475	537	751
净利润	815	1,426	1,610	2,253
归属于母公司净利润	749	1,283	1,449	2,028
EBITDA	3,851	4,046	4,740	5,895

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	4,725	5,823	7,579	9,454
应收账款及票据	4,713	4,835	5,436	6,337
预付款项	181	199	224	258
存货	6,233	6,678	7,534	8,670
其他流动资产	2,540	2,613	2,557	2,676
流动资产合计	18,391	20,148	23,331	27,395
长期股权投资	451	451	451	451
固定资产	2,630	2,674	2,607	2,525
无形资产	4,555	4,683	4,624	4,540
非流动资产合计	18,959	18,888	18,449	18,179
资产合计	37,350	39,036	41,781	45,574
短期借款	760	460	460	460
应付账款及票据	4,914	5,450	6,149	7,076
其他流动负债	7,355	7,600	8,093	8,763
流动负债合计	13,029	13,510	14,702	16,299
长期借款	8,847	8,847	8,847	8,847
其他长期负债	5,243	5,086	5,029	4,972
非流动负债合计	14,091	13,933	13,877	13,820
负债合计	27,120	27,443	28,578	30,119
股本	1,423	1,423	1,423	1,423
少数股东权益	196	338	499	724
股东权益合计	10,230	11,592	13,202	15,455
负债和股东权益合计	37,350	39,036	41,781	45,574

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测（注：未考虑剥离情景）

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	9.78	10.62	12.44	16.56
EBIT 增长率	156.30	-0.23	9.09	31.70
净利润增长率	112.11	71.28	12.91	39.93
盈利能力 (%)				
毛利率	32.27	32.59	32.36	33.22
净利润率	2.84	4.39	4.41	5.29
总资产收益率 ROA	2.01	3.29	3.47	4.45
净资产收益率 ROE	7.47	11.40	11.41	13.76
偿债能力				
流动比率	1.41	1.49	1.59	1.68
速动比率	0.77	0.83	0.93	1.01
现金比率	0.36	0.43	0.52	0.58
资产负债率 (%)	72.61	70.30	68.40	66.09
经营效率				
应收账款周转天数	64.33	60.00	60.00	60.00
存货周转天数	127.15	125.00	125.00	125.00
总资产周转率	0.70	0.77	0.81	0.88
每股指标 (元)				
每股收益	0.53	0.90	1.02	1.42
每股净资产	7.05	7.91	8.93	10.35
每股经营现金流	1.92	2.54	2.68	3.19
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	45	26	23	17
PB	3.3	3.0	2.6	2.3
EV/EBITDA	11.26	10.72	9.15	7.36
股息收益率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	815	1,426	1,610	2,253
折旧和摊销	1,416	1,617	2,091	2,406
营运资金变动	-917	-9	-500	-742
经营活动现金流	2,733	3,610	3,816	4,541
资本开支	-468	-1,207	-1,248	-1,659
投资	327	0	0	0
投资活动现金流	-2,028	-1,184	-1,064	-1,602
股权募资	239	-76	0	0
债务募资	-1,765	-290	0	0
筹资活动现金流	-3,453	-1,327	-995	-1,065
现金净流量	-2,759	1,098	1,757	1,874

插图目录

图 1: 奔图面向全球 110 多个国家, 进行研发、制造、销售等布局	3
图 2: 2024Q4 全球打印机外设市场份额 (按出货量统计)	4
图 3: 2025Q1 全球打印机外设市场份额 (按出货量统计)	4
图 4: 打印机行业技术壁垒较高	4
图 5: 奔图 BP5200/BM5200 或世界纪录认证	5
图 6: 奔图“试卷翻新”功能	6
图 7: 奔图文景 AI 智能公文生产系统的核心优势	7
图 8: 公司通用耗材及配件业务收入变化情况	7
图 9: 公司耗材销售量变化情况	7
图 10: 极海微电子获 2021 年中国电子学会科学技术奖——科技进步一等奖	10
图 11: 奔图收入变化 (亿元)	10
图 12: 奔图净利润变化 (亿元)	11
图 13: 公司打印业务销售量变化情况 (万/PCS)	11
图 14: 极海微电子发展历程	13
图 15: 极海微电子 2021 年以来取得的部分成就	14
图 16: HSP2210 产品结构图	15
图 17: HSP2220 产品结构图	15
图 18: APM32 工业级微控制器产品图谱	16
图 19: APM32A 车规级微控制器产品图谱	17
图 20: GW 系列低功耗蓝牙微控制器产品图谱	17
图 21: GURC01 芯片	18
图 22: 汽车电子芯片产品图谱	18
图 23: G32R501 芯片特性	20

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 《2025 年国务院政府工作报告》中, 关于推进高水平科技自立自强的部分措施	8
表 2: 《北京经济技术开发区关于建设国家开源开放信创产业高地的若干措施》的重点内容梳理	8
表 3: 极海微电子股东名称及相关持股比例	14
表 4: 公司部分车载芯片核心功能、应用领域等情况	19
表 5: 公司收入及毛利率拆分 (考虑剥离利盟)	23
表 6: 公司收入及毛利率拆分 (不考虑剥离利盟)	24
表 7: 公司主要费用率预测 (考虑剥离利盟)	25
表 8: 打印机业务可比公司	26
表 9: 芯片业务可比公司	26
表 10: 通用耗材及配件业务可比公司	27
公司财务报表数据预测汇总	29

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

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准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048