

证券研究报告

公司研究

点评报告

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

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦
B座

邮编：100031

国产打印机龙头地位稳固，非耗材芯片布局初具成效

2025年9月1日

事件：纳思达发布2025年半年度报告，公司2025年上半年实现营收123.27亿元，同比减少3.65%；实现归母净利润-3.12亿元，同比减少132.02%；实现扣非净利润-1.65亿元，同比减少126.51%；**单2025Q2来看**，公司实现营收63.99亿元，同比减少1.58%；实现归母净利润-3.96亿元。

- **重大资产出售对利润造成影响。**2025年7月1日，公司完成其子公司利盟国际出售交割，根据公司半年报，2025年上半年资产减值达2.52亿元，对公司利润造成影响。利盟国际近几年业务波动较大，此次资产剥离之后，公司业务发展或将更加稳定。
- **奔图：产品结构和技术实现突破，信创生态不断丰富。**2025年上半年，奔图实现营业收入23.09亿元，同比增长10%，净利润3.24亿元；奔图打印机整体销量同比下降5%。**1) 高端打印机产品逐步放量：**A3打印机销量同比增长115%，其中二季度环比增长30%。**2) 技术能力实现突破：**奔图“扛打系列”服务用机可连续打印超过40万页且卡纸率低于0.02%。**3) 信创生态不断丰富：**上半年信创市场出货量同比增长65%，二季度销量环比增长130%。目前，奔图已经与统信UOS、麒麟OS等10余款国产操作系统及20余款国产办公软件完成深度适配。
- **极海微在汽车电子、工业芯片布局初具成效，非耗材芯片业务持续发展。**2025年上半年，在芯片业务方面：极海微实现营收5.56亿元，同比下降18%（工控、汽车等非耗材芯片营收2.54亿元，同比增长52%）。芯片总出货量达2.93亿颗，同比增长16%（非耗材芯片销量1.82亿颗，同比增长47%），**二季度极海微耗材芯片与非耗材芯片营收已基本持平。**芯片产品方面：**1) 国内首款量产车规级芯片落地**，公司与广汽发布AK2超声波传感器芯片与双通道DSI3网络收发器芯片，填补了国产车规级芯片在倒车雷达、自动泊车及智能驾驶感知领域的空白。**2) 工业电子领域**公司推出APM32E030工业级基础拓展型MCU，实现主频、功耗、功能、抗干扰等全方位的优化升级；**3) 针对人形机器人的产品布局**包括关节控制器和灵巧手实时控制DSP芯片、智能编码器芯片等产品，其中部分产品已面向宇树科技、汇川技术等机器人及工业自动化领域企业批量出货。
- **费用端控制良好。**2025年上半年，公司整体毛利率为31.05%，同比减少2.18pct。**费用方面**，公司销售费用/管理费用/研发费用分别为11.50/12.54/8.02亿元，同比变化分别为1.90%/34.80%/-3.57%，管理费用增长较大主要系子公司计提交易费用所致。公司实现经营性现金流净额5.62亿元，同比增长14.45%。
- **盈利预测与投资评级：**重大资产出售造成利润的短期波动不改长期发展前景；奔图行业信创带来显著增量，高端A3打印机开始逐步放量，有望带来整体市占率进一步提升；汽车、工业电子等非耗材芯片布局初具成效，已与部分企业出货合作，未来有望实现利润良性增长。我们预计

2025-2027 年 EPS 分别为 0.61/0.88/1.05 元，对应 P/E 分别为 40.70/28.50/23.70 倍，维持“买入”评级。

- **风险因素：**下游需求改善不及预期、新产品推广不及预期、行业竞争加剧。

| 主要财务指标 | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|---------------|---------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入(百万元) | 24,062 | 26,415 | 29,186 | 32,402 | 36,458 |
| 增长率 YoY % | -6.9% | 9.8% | 10.5% | 11.0% | 12.5% |
| 归属母公司净利润(百万元) | -6,185 | 749 | 872 | 1,245 | 1,497 |
| 增长率 YoY% | -432.0% | 112.1% | 16.4% | 42.8% | 20.3% |
| 毛利率(%) | 31.5% | 32.3% | 31.4% | 31.5% | 31.5% |
| ROE(%) | -65.2% | 7.5% | 7.8% | 10.1% | 10.8% |
| EPS(摊薄)(元) | -4.35 | 0.53 | 0.61 | 0.88 | 1.05 |
| 市盈率 P/E (倍) | — | 47.35 | 40.70 | 28.50 | 23.70 |
| 市净率 P/B (倍) | 3.74 | 3.54 | 3.19 | 2.87 | 2.56 |

资料来源：Wind，信达证券研发中心预测；股价为 2025 年 8 月 29 日收盘价

资产负债表

单位：百万元

| 会计年度 | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 流动资产 | 19,874 | 18,391 | 37,238 | 39,706 | 42,685 |
| 货币资金 | 7,402 | 4,725 | 6,135 | 7,923 | 9,857 |
| 应收票据 | 17 | 58 | 122 | 70 | 81 |
| 应收账款 | 3,806 | 4,655 | 4,551 | 5,170 | 5,866 |
| 预付账款 | 150 | 181 | 210 | 240 | 275 |
| 存货 | 5,871 | 6,233 | 6,071 | 6,065 | 6,265 |
| 其他 | 2,627 | 2,540 | 20,150 | 20,237 | 20,341 |
| 非流动资产 | 18,400 | 18,959 | 6,739 | 6,734 | 6,840 |
| 长期股权投资 | 120 | 451 | 451 | 451 | 451 |
| 固定资产(合计) | 2,764 | 2,630 | 1,555 | 1,612 | 1,636 |
| 无形资产 | 4,483 | 4,555 | 1,102 | 1,009 | 1,056 |
| 其他 | 11,033 | 11,323 | 3,631 | 3,662 | 3,697 |
| 资产总计 | 38,273 | 37,350 | 43,977 | 46,440 | 49,525 |
| 流动负债 | 11,697 | 13,029 | 29,241 | 30,257 | 31,581 |
| 短期借款 | 1,194 | 760 | 326 | 326 | 326 |
| 应付票据 | 9 | 3 | 4 | 6 | 8 |
| 应付账款 | 4,151 | 4,911 | 5,503 | 6,108 | 6,869 |
| 其他 | 6,343 | 7,355 | 23,407 | 23,816 | 24,378 |
| 非流动负债 | 16,853 | 14,091 | 3,287 | 3,287 | 3,287 |
| 长期借款 | 11,130 | 8,847 | 2,395 | 2,395 | 2,395 |
| 其他 | 5,723 | 5,243 | 892 | 892 | 892 |
| 负债合计 | 28,550 | 27,120 | 32,528 | 33,544 | 34,868 |
| 少数股东权益 | 235 | 196 | 326 | 528 | 793 |
| 归属母公司股东权益 | 9,488 | 10,035 | 11,123 | 12,368 | 13,865 |
| 负债和股东权益 | 38,273 | 37,350 | 43,977 | 46,440 | 49,525 |

重要财务指标

单位：百万元

| 主要财务指标 | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|------------|---------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入 | 24,062 | 26,415 | 29,186 | 32,402 | 36,458 |
| 同比(%) | -6.9% | 9.8% | 10.5% | 11.0% | 12.5% |
| 归属母公司净利润 | -6,185 | 749 | 872 | 1,245 | 1,497 |
| 同比(%) | -432.0% | 112.1% | 16.4% | 42.8% | 20.3% |
| 毛利率(%) | 31.5% | 32.3% | 31.4% | 31.5% | 31.5% |
| ROE(%) | -65.2% | 7.5% | 7.8% | 10.1% | 10.8% |
| EPS(摊薄)(元) | -4.35 | 0.53 | 0.61 | 0.88 | 1.05 |
| P/E | — | 47.35 | 40.70 | 28.50 | 23.70 |
| P/B | 3.74 | 3.54 | 3.19 | 2.87 | 2.56 |
| EV/EBITDA | 15.95 | 12.78 | 15.00 | 11.69 | 9.48 |

利润表

单位：百万元

| 会计年度 | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 营业总收入 | 24,062 | 26,415 | 29,186 | 32,402 | 36,458 |
| 营业成本 | 16,472 | 17,891 | 20,012 | 22,211 | 24,978 |
| 营业税金及附加 | 110 | 163 | 181 | 201 | 226 |
| 销售费用 | 2,385 | 2,289 | 2,463 | 2,738 | 3,099 |
| 管理费用 | 2,360 | 2,009 | 2,393 | 2,592 | 2,880 |
| 研发费用 | 1,751 | 1,704 | 1,810 | 1,977 | 2,195 |
| 财务费用 | 893 | 688 | 125 | -38 | -74 |
| 减值损失合计 | -9,327 | -828 | -953 | -903 | -903 |
| 投资净收益 | 69 | 246 | 53 | 55 | 55 |
| 其他 | 11 | 250 | 136 | 142 | 143 |
| 营业利润 | -9,156 | 1,338 | 1,437 | 2,016 | 2,449 |
| 营业外收支 | -4 | -3 | -6 | -6 | -3 |
| 利润总额 | -9,160 | 1,335 | 1,431 | 2,010 | 2,446 |
| 所得税 | -259 | 520 | 429 | 563 | 685 |
| 净利润 | -8,901 | 815 | 1,002 | 1,447 | 1,761 |
| 少数股东损益 | -2,716 | 66 | 130 | 203 | 264 |
| 归属母公司净利润 | -6,185 | 749 | 872 | 1,245 | 1,497 |
| EBITDA | 2,518 | 3,851 | 2,235 | 2,714 | 3,143 |
| EPS(当年)(元) | -4.40 | 0.53 | 0.61 | 0.88 | 1.05 |

现金流量表

单位：百万元

| 会计年度 | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|---------------|---------------|----------------|--------------|--------------|
| 经营活动现金流 | 2,869 | 2,733 | 2,259 | 2,597 | 2,880 |
| 净利润 | -8,901 | 815 | 1,002 | 1,447 | 1,761 |
| 折旧摊销 | 1,568 | 1,416 | 678 | 742 | 771 |
| 财务费用 | 910 | 899 | 219 | 85 | 85 |
| 投资损失 | -69 | -246 | -53 | -55 | -55 |
| 营运资金变动 | 139 | -917 | -639 | -534 | -591 |
| 其它 | 9,221 | 766 | 1,051 | 912 | 909 |
| 投资活动现金流 | -1,979 | -2,028 | 11,067 | -724 | -861 |
| 资本支出 | 24 | -468 | 9,939 | -779 | -916 |
| 长期投资 | -913 | 327 | 333 | 0 | 0 |
| 其他 | -1,090 | -1,887 | 795 | 55 | 55 |
| 筹资活动现金流 | -1,253 | -3,453 | -11,931 | -85 | -85 |
| 吸收投资 | 10 | 239 | -232 | 0 | 0 |
| 借款 | 2,124 | -2,716 | -6,886 | 0 | 0 |
| 支付利息或股息 | -961 | -755 | -219 | -85 | -85 |
| 现金净增加额 | -365 | -2,759 | 1,410 | 1,788 | 1,934 |

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。

傅晓焱，计算机行业分析师，上海外国语大学硕士，2024年加入信达证券研究所，主要覆盖信创、AI算力等领域。

姜佳明，计算机行业研究员，南安普顿大学经济学硕士，2024年加入信达证券研究所，主要覆盖工业软件、智能驾驶等领域。

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 15% 以上； | 看好 ：行业指数超越基准； |
| | 增持 ：股价相对强于基准 5%~15%； | 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。