

营收规模持续增长，奔图商用市场出货高增长

核心观点

- **营收规模持续增长。**公司 22 年实现营业收入 259 亿元，同比+13%；实现归母净利润 19 亿元，同比+60%；毛利率为 32.6%，同比-1.5pct；净利率为 7.9%，同比+0.9pct。23Q1 实现营业收入 65 亿元，同比+12%；实现归母净利润 2.1 亿元，同比-52%，主要因为极海微研发费用同比增长 29%和汇率波动等影响；毛利率为 34.9%，同比-1.3pct，环比+3.3pct；净利率为 3.4%，同比-5.4pct，环比-0.6pct。
- **A3 复印机预计年内量产上市。**1) 奔图：奔图 22 年营收增长 23%至 48 亿元，净利润增长 12%至 7.6 亿元。23Q1 营业收入增长 30%至 13 亿元，净利润同比略有增长，虽然信创出货同比显著下降，但商用市场的高增长拉动打印机整体销量同比增长 37%，体现了奔图强大的产品竞争力。23Q1 由于居家办公以及春节假期等影响，原装耗材出货量同比下降 24%。奔图自主研发 A3 黑白/彩色复印机也正按照预期规划有序推进，预计本年度内量产上市。2) 利盟：利盟 22 年营收增长 7%至 23 亿美元，打印机销量增长 21%，耗材收入与去年同期持平，EBITDA 下降 9%至 2.5 亿美元。23Q1 受 OEM 业务出货趋缓影响，利盟打印机整体销量同比下降 17%，营收下降 7%至 5.3 亿美元。EBITDA 受欧元汇率贬值影响同比下降 5%，剔除汇率影响和去年同期基本持平。
- **芯片布局逐渐完善。**22 年极海微出货量增长 3%至约 4.6 亿颗，营收增长 34%至 19 亿元，净利润 7.1 亿元。其中打印机通用耗材芯片业务营收增长 23%至 13 亿元，非打印耗材芯片业务营收增长 74%至 6.0 亿元。22 年底极海微研发人员规模现已超过 500 人，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。目前极海微在工控领域已经推出 6 大系列共 24 款 APM 工业级 MCU；在汽车电子领域共计推出 9 款通过 AEC-Q100 认证的车规级 MCU 新品；在新能源领域相关产品已广泛应用于 5G 基站 BMS 系统、便携式储能电源、交流/直流充电桩、微型光伏逆变器等领域。23Q1 极海微总体芯片出货量近 1 亿颗，同比略有下滑，营收下降 15%至 4.3 亿元，主要是部分芯片价格短期承压。

盈利预测与投资建议

- 我们预测公司 2023-2025 年每股收益分别为 1.78、2.48、3.20 元（原 23-24 年预测为 1.93、2.68 元，主要调整了收入和毛利率），根据可比公司 23 年 34 倍 PE 估值，对应目标价为 60.43 元，维持买入评级。

风险提示

- 商誉减值风险；行业需求不及预期；汇兑损益风险。

公司主要财务信息

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	22,792	25,855	31,152	36,388	42,023
同比增长(%)	8%	13%	20%	17%	15%
营业利润(百万元)	2,025	2,407	3,346	4,518	5,796
同比增长(%)	823%	19%	39%	35%	28%
归属母公司净利润(百万元)	1,163	1,863	2,517	3,507	4,537
同比增长(%)	701%	60%	35%	39%	29%
每股收益(元)	0.82	1.32	1.78	2.48	3.20
毛利率(%)	34.1%	32.6%	34.2%	34.8%	35.3%
净利率(%)	5.1%	7.2%	8.1%	9.6%	10.8%
净资产收益率(%)	10.3%	12.4%	14.6%	17.3%	18.9%
市盈率	47	29	22	15	12
市净率	3.8	3.4	2.9	2.5	2.1

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级 买入（维持）

股价（2023年05月09日）	38.3元
目标价格	60.43元
52周最高价/最低价	58.99/38.2元
总股本/流通A股（万股）	141,605/127,708
A股市值（百万元）	54,235
国家/地区	中国
行业	电子
报告发布日期	2023年05月10日

股价表现

	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-3.23	-15.47	-30.79	-4.11
相对表现	-3.2	-13.16	-28.3	-7.99
沪深300	-0.03	-2.31	-2.49	3.88



证券分析师

蒯剑	021-63325888*8514 kuaijian@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860514050005 香港证监会牌照：BPT856
李庭旭	litingxu@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860522090002

联系人

杨宇轩	yangyuxuan@orientsec.com.cn
韩潇锐	hanxiaorui@orientsec.com.cn
张释文	zhangshiwen@orientsec.com.cn
薛宏伟	xuehongwei@orientsec.com.cn

相关报告

扣非净利润高速增长	2023-01-31
筹划芯片业务分拆上市	2023-01-04
极海车规级芯片进展顺利，奔图逐步完善 A3 产品线	2022-12-13

盈利预测与投资建议

我们预测公司 2023-2025 年每股收益分别为 1.78、2.48、3.20 元（原 23-24 年预测为 1.93、2.68 元，主要调整了收入和毛利率），根据可比公司 23 年 34 倍 PE 估值，对应目标价为 60.43 元，维持买入评级。

表 1：可比公司估值表

公司	代码	最新价格(元)	每股收益（元）				市盈率			
			2023/5/9	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E
鼎龙股份	300054	24.65	0.41	0.55	0.74	0.95	59.90	44.83	33.16	25.92
中颖电子	300327	31.58	0.94	0.98	1.24	1.57	33.44	32.33	25.38	20.18
澜起科技	688008	57.87	1.14	1.26	1.97	2.24	50.60	45.91	29.34	25.83
浪潮信息	000977	38.66	1.42	1.81	2.25	2.62	27.20	21.37	17.19	14.73
上海贝岭	600171	18.93	0.56	0.70	0.94	1.06	33.79	26.87	20.05	17.79
	最大值						59.90	45.91	33.16	25.92
	最小值						27.20	21.37	17.19	14.73
	平均数						40.99	34.26	25.02	20.89
	调整后平均						39.28	34.68	24.92	21.27

数据来源：Wind、东方证券研究所

风险提示

商誉减值风险；行业需求不及预期；汇兑损益风险。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	9,750	7,855	8,699	11,445	14,993	营业收入	22,792	25,855	31,152	36,388	42,023
应收票据、账款及款项融资	3,033	3,730	4,494	5,249	6,062	营业成本	15,016	17,423	20,496	23,707	27,195
预付账款	252	272	312	364	420	营业税金及附加	107	120	144	168	194
存货	4,068	5,912	6,955	8,045	9,229	营业费用	2,135	2,358	2,529	2,845	3,160
其他	1,977	1,696	1,792	1,886	1,988	管理费用及研发费用	3,252	3,764	4,436	4,938	5,521
流动资产合计	19,081	19,466	22,251	26,989	32,692	财务费用	613	(359)	402	338	270
长期股权投资	144	138	138	138	138	资产、信用减值损失	158	182	139	154	167
固定资产	2,423	3,302	3,486	3,552	3,533	公允价值变动收益	199	(167)	0	0	0
在建工程	873	495	383	327	299	投资净收益	100	(72)	30	30	30
无形资产	5,662	5,617	5,336	5,055	4,774	其他	215	277	310	250	250
其他	15,401	17,010	16,829	16,707	16,707	营业利润	2,025	2,407	3,346	4,518	5,796
非流动资产合计	24,504	26,563	26,172	25,780	25,452	营业外收入	6	18	6	6	6
资产总计	43,585	46,029	48,424	52,769	58,144	营业外支出	26	42	10	10	10
短期借款	1,190	1,735	1,000	1,000	1,000	利润总额	2,006	2,383	3,342	4,514	5,792
应付票据及应付账款	4,309	4,628	5,444	6,297	7,224	所得税	409	329	635	790	1,014
其他	7,565	6,346	5,675	5,696	5,717	净利润	1,596	2,054	2,707	3,724	4,778
流动负债合计	13,064	12,709	12,120	12,993	13,940	少数股东损益	433	191	191	217	242
长期借款	7,487	8,464	8,464	8,464	8,464	归属于母公司净利润	1,163	1,863	2,517	3,507	4,537
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.82	1.32	1.78	2.48	3.20
其他	4,658	6,109	6,109	6,109	6,109						
非流动负债合计	12,145	14,573	14,573	14,573	14,573	主要财务比率					
负债合计	25,209	27,282	26,692	27,566	28,513		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
少数股东权益	4,083	2,873	3,064	3,281	3,523	成长能力					
实收资本(或股本)	1,411	1,416	1,416	1,416	1,416	营业收入	8%	13%	20%	17%	15%
资本公积	8,855	8,971	9,313	9,313	9,313	营业利润	823%	19%	39%	35%	28%
留存收益	4,332	5,592	7,938	11,193	15,379	归属于母公司净利润	701%	60%	35%	39%	29%
其他	(305)	(105)	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	18,376	18,747	21,731	25,204	29,631	毛利率	34.1%	32.6%	34.2%	34.8%	35.3%
负债和股东权益总计	43,585	46,029	48,424	52,769	58,144	净利率	5.1%	7.2%	8.1%	9.6%	10.8%
						ROE	10.3%	12.4%	14.6%	17.3%	18.9%
						ROIC	7.8%	5.9%	9.7%	11.7%	13.1%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	资产负债率	57.8%	59.3%	55.1%	52.2%	49.0%
净利润	1,596	2,054	2,707	3,724	4,778	净负债率	7.5%	19.5%	9.6%	0.0%	0.0%
折旧摊销	1,039	1,308	861	863	799	流动比率	1.46	1.53	1.84	2.08	2.35
财务费用	613	(359)	402	338	270	速动比率	1.11	1.02	1.21	1.40	1.62
投资损失	(100)	72	(30)	(30)	(30)	营运能力					
营运资金变动	(1,936)	(2,817)	(1,934)	(1,273)	(1,374)	应收账款周转率	7.9	7.2	7.2	7.1	7.0
其它	1,644	870	244	154	167	存货周转率	3.6	3.2	2.9	2.9	2.9
经营活动现金流	2,857	1,129	2,250	3,777	4,610	总资产周转率	0.5	0.6	0.7	0.7	0.8
资本支出	(57)	(1,111)	(471)	(471)	(471)	每股指标(元)					
长期投资	(83)	3	0	0	0	每股收益	0.82	1.32	1.78	2.48	3.20
其他	(583)	475	30	30	30	每股经营现金流	2.02	0.80	1.59	2.67	3.26
投资活动现金流	(724)	(633)	(441)	(441)	(441)	每股净资产	10.09	11.21	13.18	15.48	18.44
债权融资	154	1,146	0	0	0	估值比率					
股权融资	4,922	121	341	0	0	市盈率	47	29	22	15	12
其他	(4,441)	(4,012)	(1,307)	(589)	(620)	市净率	3.8	3.4	2.9	2.5	2.1
筹资活动现金流	635	(2,745)	(965)	(589)	(620)	EV/EBITDA	15.9	17.5	12.7	10.3	8.5
汇率变动影响	(53)	31	-0	-0	-0	EV/EBIT	22.2	28.6	15.6	12.1	9.7
现金净增加额	2,716	(2,218)	844	2,746	3,548						

资料来源：东方证券研究所

信息披露

依据《发布证券研究报告暂行规定》以下条款：

发布对具体股票作出明确估值和投资评级的证券研究报告时，公司持有该股票达到相关上市公司已发行股份1%以上的，应当在证券研究报告中向客户披露本公司持有该股票的情况，

就本证券研究报告中涉及符合上述条件的股票，向客户披露本公司持有该股票的情况如下：

截止本报告发布之日，资产管理、私募业务合计持有纳思达(002180)占发行量 1%以上

提请客户在阅读和使用本研究报告时充分考虑以上披露信息。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别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或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。