

# 纳思达 (002180) \电子

## 22年业绩符合预期，打印机全产业链协同发展

**事件：**4月7日公司发布2022年年报，全年实现营收258.55亿元，同比增长13.44%；实现归母净利润18.63亿元，同比增长60.15%；扣非归母净利润16.71亿元，同比增长154.04%。基本每股收益1.32元，同比增长34.8%，业绩符合预期。

### 打印机业务维持增长，深入布局打印机全产业链

报告期内利盟打印机业务实现营收23.37亿美元，同比增长7.34%；奔图打印机实现营收47.61亿元，同比增长23.01%；极海微电子实现营收19.28亿元，同比增长34.61%。通用耗材业务全年实现营收61.22亿元，同比增长11.43%。公司已覆盖了打印机全产业链，包括整机、原装耗材、主控SoC芯片、耗材芯片、打印机通用耗材、打印管理服务业务，上下游形成复合保护壁垒，全产业链融合发展模式，有助于提升盈利能力和抗风险能力。

### 持续加大研发投入，拆分极海微有利于战略聚焦

公司重视技术研发，报告期内公司研发投入17.15亿元，同比增长18.15%。2023年1月4日公司公告称将筹划分拆控股子公司极海微电子股份有限公司独立上市，此举将有利于公司聚焦打印机产业的同时，提高极海微的战略聚焦和治理能力，持续加大芯片业务投入，加快在集成电路领域的技术推进、人才引进和中高端芯片国产化进程，实现上市公司除打印机产业外，再打造一个中国领先的集成电路企业的目标。

### 盈利预测、估值与评级

我们预计公司2023-25年营业收入分别为314.14/377.91/447.83亿元(23-24年原值为324.99/378.75亿元)，对应增速分别为21.50%/20.30%/18.50%，归母净利润分别为21.62/25.41/31.17亿元(23-24年原值为21.19/24.96亿元)，对应增速分别为16.07%/17.50%/22.68%，EPS分别为1.53/1.79/2.20元/股，3年CAGR约为18.72%。鉴于公司在打印机龙头地位，给予23年36xPE，目标价55.08元，维持“买入”评级。

**风险提示：**1.外部经济形势及汇率风险 2.新产品升级换代进度不达预期 3.知识产权纠纷风险；4、商誉减值风险。

**投资评级：**  
**行业：** 半导体  
**投资建议：** 买入 (维持评级)  
**当前价格：** 45.31元  
**目标价格：** 55.08元

### 基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	1,416/1,175
流通A股市值 (百万元)	54,688
每股净资产 (元)	10.80
资产负债率 (%)	57.92
一年内最高/最低 (元)	58.99/34.20

### 股价相对走势



分析师：孙树明  
执业证书编号：S0590521070001  
邮箱：sunsm@glsc.com.cn

联系人：姜青山  
邮箱：jiangqs@glsc.com.cn

### 相关报告

1、《纳思达 (002180) \电子行业业绩超预期，集成电路业务表现亮眼》2022.10.29

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	22,792	25,855	31,414	37,791	44,783
增长率 (%)	16.37%	13.44%	21.50%	20.30%	18.50%
EBITDA (百万元)	3,895	3,452	4,850	5,192	5,681
净利润 (百万元)	1,163	1,863	2,162	2,541	3,117
增长率 (%)	1,222.69%	60.15%	16.07%	17.50%	22.68%
EPS (元/股)	0.82	1.32	1.53	1.79	2.20
市盈率 (P/E)	55.16	34.44	29.67	25.25	20.59
市净率 (P/B)	4.49	4.04	3.56	3.12	2.71
EV/EBITDA	18.57	23.63	13.28	11.54	9.68

数据来源：公司公告、iFinD，国联证券研究所预测；股价为2023年04月07日收盘价

**财务预测摘要**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E	单位:百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	9,750	7,855	12,405	15,611	19,495	营业收入	22,792	25,855	31,414	37,791	44,783
应收账款+票据	3,339	4,075	4,680	5,630	6,672	营业成本	15,016	17,423	20,890	25,396	30,228
预付账款	252	272	375	452	535	税金及附加	107	120	142	171	203
存货	4,068	5,912	5,742	6,980	8,308	营业费用	2,135	2,358	2,780	3,401	3,963
其他	1,672	1,352	1,991	2,354	2,753	管理费用	3,252	3,764	4,467	5,321	6,225
<b>流动资产合计</b>	<b>19,081</b>	<b>19,466</b>	<b>25,192</b>	<b>31,027</b>	<b>37,763</b>	财务费用	613	-359	374	212	96
长期股权投资	144	138	139	140	141	资产减值损失	-128	-137	-167	-201	-238
固定资产	2,931	3,851	3,317	2,771	2,211	公允价值变动收益	199	-167	0	0	0
在建工程	873	495	413	330	248	投资净收益	100	-72	11	11	11
无形资产	5,662	5,617	4,714	3,805	2,889	其他	185	233	180	168	164
其他非流动资产	14,893	16,461	16,231	16,039	15,998	<b>营业利润</b>	<b>2,025</b>	<b>2,407</b>	<b>2,784</b>	<b>3,268</b>	<b>4,005</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>24,504</b>	<b>26,563</b>	<b>24,814</b>	<b>23,084</b>	<b>21,486</b>	营业外净收益	-19	-24	-19	-19	-19
<b>资产总计</b>	<b>43,585</b>	<b>46,029</b>	<b>50,006</b>	<b>54,111</b>	<b>59,249</b>	<b>利润总额</b>	<b>2,006</b>	<b>2,383</b>	<b>2,765</b>	<b>3,249</b>	<b>3,986</b>
短期借款	1,190	1,735	0	0	0	所得税	409	329	381	448	550
应付账款+票据	4,309	4,628	5,540	6,735	8,016	<b>净利润</b>	<b>1,596</b>	<b>2,054</b>	<b>2,384</b>	<b>2,801</b>	<b>3,437</b>
其他	7,565	6,346	11,090	13,421	15,905	少数股东损益	433	191	222	261	320
<b>流动负债合计</b>	<b>13,064</b>	<b>12,709</b>	<b>16,630</b>	<b>20,156</b>	<b>23,921</b>	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1,163</b>	<b>1,863</b>	<b>2,162</b>	<b>2,541</b>	<b>3,117</b>
长期带息负债	7,821	8,819	6,491	4,269	2,205	<b>财务比率</b>					
长期应付款	86	1,388	1,388	1,388	1,388		<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
其他	4,238	4,366	4,366	4,366	4,366	<b>成长能力</b>					
<b>非流动负债合计</b>	<b>12,145</b>	<b>14,573</b>	<b>12,245</b>	<b>10,023</b>	<b>7,959</b>	营业收入	16.37%	13.44%	21.50%	20.30%	18.50%
<b>负债合计</b>	<b>25,209</b>	<b>27,282</b>	<b>28,875</b>	<b>30,178</b>	<b>31,880</b>	EBIT	135.88%	-22.74%	55.14%	10.27%	17.93%
少数股东权益	4,083	2,873	3,095	3,356	3,676	EBITDA	66.12%	-11.38%	40.51%	7.05%	9.41%
股本	1,411	1,416	1,416	1,416	1,416	归母净利润	1,222.69%	60.15%	16.07%	17.50%	22.68%
资本公积	8,855	9,313	9,313	9,313	9,313	<b>获利能力</b>					
留存收益	4,027	5,145	7,307	9,848	12,965	毛利率	34.12%	32.61%	33.50%	32.80%	32.50%
<b>股东权益合计</b>	<b>18,376</b>	<b>18,747</b>	<b>21,131</b>	<b>23,933</b>	<b>27,369</b>	净利率	7.00%	7.94%	7.59%	7.41%	7.67%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>43,585</b>	<b>46,029</b>	<b>50,006</b>	<b>54,111</b>	<b>59,249</b>	ROE	8.14%	11.74%	11.99%	12.35%	13.15%
<b>现金流量表</b>						ROIC	11.84%	10.03%	11.30%	16.35%	21.61%
单位:百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E	<b>偿债能力</b>					
净利润	1,596	2,054	2,384	2,801	3,437	资产负债	57.84%	59.27%	57.74%	55.77%	53.81%
折旧摊销	1,276	1,428	1,711	1,730	1,599	流动比率	1.46	1.53	1.51	1.54	1.58
财务费用	613	-359	374	212	96	速动比率	1.06	0.96	1.05	1.07	1.11
存货减少	-1,233	-1,844	171	-1,238	-1,328	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	-690	-2,959	4,480	897	914	应收账款周转率	6.84	6.35	6.72	6.72	6.72
其它	1,294	2,809	-132	1,244	1,332	存货周转率	3.69	2.95	3.64	3.64	3.64
<b>经营活动现金流</b>	<b>2,857</b>	<b>1,129</b>	<b>8,988</b>	<b>5,646</b>	<b>6,048</b>	总资产周转率	0.52	0.56	0.63	0.70	0.76
资本支出	-982	352	0	0	0	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	3	447	0	0	0	每股收益	0.82	1.32	1.53	1.79	2.20
其他	256	-1,433	-1	-6	-4	每股经营现金流	2.02	0.80	6.35	3.99	4.27
<b>投资活动现金流</b>	<b>-724</b>	<b>-633</b>	<b>-1</b>	<b>-6</b>	<b>-4</b>	每股净资产	10.09	11.21	12.74	14.53	16.73
债权融资	416	1,543	-4,063	-2,222	-2,064	<b>估值比率</b>					
股权融资	336	5	0	0	0	市盈率	55.16	34.44	29.67	25.25	20.59
其他	-118	-4,293	-374	-212	-96	市净率	4.49	4.04	3.56	3.12	2.71
<b>筹资活动现金流</b>	<b>635</b>	<b>-2,745</b>	<b>-4,437</b>	<b>-2,434</b>	<b>-2,160</b>	EV/EBITDA	18.57	23.63	13.28	11.54	9.68
<b>现金净增加额</b>	<b>2,716</b>	<b>-2,218</b>	<b>4,550</b>	<b>3,206</b>	<b>3,884</b>	EV/EBIT	27.62	40.32	20.52	17.30	13.47

数据来源:公司公告, iFinD, 国联证券研究所预测, 股价为 2023 年 04 月 07 日收盘价

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（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。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

## 联系我们

**无锡：**江苏省无锡市太湖新城金融一街8号国联金融大厦9层

电话：0510-82833337

传真：0510-82833217

**北京：**北京市东城区安定门内大街208号中粮置地广场4层

电话：010-64285217

传真：010-64285805

**上海：**上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇广场1座37层

电话：021-38991500

传真：021-38571373

**深圳：**广东省深圳市福田区益田路6009号新世界中心29层

电话：0755-82775695