

电子

2019年03月19日

纳思达 (002180) 深度研究

——利润四年 CAGR 34%的打印机自主可控的追求者

报告原因：首次覆盖

买入 (首次评级)

市场数据： 2019年03月18日

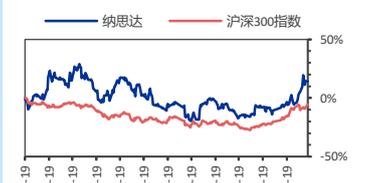
收盘价(元)	30.6
一年内最高/最低(元)	35.55/20.71
市净率	7.1
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	30539
上证指数/深证成指	3021.75/9550.54

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2018年09月30日

每股净资产(元)	4.29
资产负债率%	78.77
总股本/流通A股(百万)	1064/998
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

刘畅 A0230516090003
liuchang@swsresearch.com
刘洋 A0230513050006
liuyang2@swsresearch.com
马晓天 A0230516050002
maxt@swsresearch.com
任慕华 A0230517070002
renmh@swsresearch.com

联系人

任慕华
(8621)23297818×7568
renmh@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **预期差主要体现在对公司长期成长性、壁垒与短期财务负担的扰动的认识上。**纳思达自打印芯片开始，通过内外延发展，战略为全球打印方案市场的领导者。预期差在专利与品牌壁垒、四年 CAGR34%、2018-2021 的财务负担扰动（管理整合、大股东借款财务费用、总部费用、股权激励费用、折旧摊销、美元负债），下面分别论述。
- **芯片：立足耗材芯片，拓展打印机主控芯片及通用 MCU。芯片是办公设备领域重要的信息泄密源头之一，耗材芯片自主可控势在必行。**耗材芯片未来有几点发展趋势：1) SoC 芯片技术是趋势，2) 高性能、低功耗将成为未来发展重点，3) 芯片的加密功能未来有望主导行业发展，打印机产业链是一个闭环，打印机、耗材、耗材芯片的自主可控和保密性能都十分重要，发展加密芯片有助提高打印机及耗材企业在行业中的竞争力。
- **耗材：兼容耗材国内龙头，稳健增长。**耗材市场呈现两个特点：全球市场增速低，其中中国相对较高；硒鼓增速高于墨盒。我们认为未来有几个发展趋势：1) 市场规模平稳，中国市场略有增长（3%左右）；2) 通用耗材占比将提升（目前占比 20%）；3) 激光打印机占比提升带来硒鼓出货占比提升。**耗材的行业集中度在不断提升，公司兼容耗材市占率已成为全球第一，并且在不断整合行业的过程各种，拓展原装耗材业务，匹配自产打印机产品。**
- **整机：打印机业务，收购海外高端品牌“利盟”，托管大股东“奔图”，受益于国产化趋势。**公司收购利盟 2016 年底交割，2017 年出售亏损 ES 业务，2018 年进行人员重组调整等，整合顺利，2019 年开始利盟经营逐步正常化。长期看，公司意在成为国内第一，全球前三的打印机品牌，目前利盟与奔图已有部分合作机型推出市场，未来在中国市场二者的协同作用将逐步显现。
- **战胜诸多制约因素，2018 年预告净利润表现出色。**1) 公司当前的成长增量包括业务种类的增加(打印机、打印机芯片、打印机耗材)及其各市占率的变化。成长扰动包括管理整合、大股东借款财务费用、总部费用、股权激励费用、折旧摊销、美元负债。由于以上因素并非经常性，不妨观察长期，例如 2022 年。2022 年后的收入/利润/现金流较为平稳，而 2018-2021 年有诸多非经常因素。2) 预计 2022 年，总利润约 32 亿元人民币，其中整机合计 16.7 亿元、耗材及打印芯片合计 15 亿元。3) 2018 年，美元负债/摊销负担（预计合计 2.37 亿美元负担）制约净利润，大股东借款/总部费用/激励费用（预计合计 3.3 亿元）也制约净利润。但依据已经预告净利润 9.71 亿元，超越当时普遍预测的 6-7 亿元，这是明确的经营利好信号。
- **利润四年 CAGR 34%的打印机自主可控的追求者，首次覆盖，给予“买入”评级。**我们预计公司 2018-2022 年收入分别为 216/258/309/367/437 亿元，归母净利润分别为 9.68/13.68/20.1/25.27/31.58 亿元，目前对应 PE 为 34/24/16/12/10X，相比于 2018 年快报 9.7 亿元，至 2022 年，利润增长至 32 亿元，近 2.3 倍。若假设后期利盟剩余 49% 股权的收购，利润仍有增厚空间。

- **风险提示：商誉减值风险，费用控制不达预期，通用 MCU 芯片客户开展不达预期等**

财务数据及盈利预测

	2017	18Q1-Q 3	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	21,324	15,894	21641	25818	30871
同比增长率(%)	267.31	-2.21	1.50	19.30	19.60
净利润(百万元)	949	496	968	1,368	2,010
同比增长率(%)	1454.39	-	2.00	41.30	46.90
每股收益(元/股)	0.89	0.47	0.91	1.29	1.89
毛利率(%)	26.6	36.4	31.0	31.2	31.3
ROE(%)	23.4	10.9	19.3	21.4	23.9
市盈率	34		34	24	16

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

投资案件

投资评级与估值

利润四年 CAGR 34%的打印机自主可控的追求者，首次覆盖，给予“买入”评级。我们预计公司 2018-2022 年收入分别为 216/258/309/367/437 亿元，归母净利润分别为 9.68/13.68/20.1/25.27/31.58 亿元，目前对应 PE 为 34/24/16/12/10X，相比于 2018 年快报 9.7 亿元，至 2022 年，利润增长至 32 亿元，近 2.3 倍。若假设后期利盟剩余 49%股权的收购，至 2020 年，利润仍有增厚空间。

关键假设点

预计 2018-2022 利润成长约 2.3 倍，CAGR 约 34%。

- 1、耗材业务保持稳定增长，行业增速为 10-20%；
- 2、芯片业务目前仍以耗材芯片为主，行业增速为 15-25%，打印机主控芯片 2018 年下半年开始生产，预计 2019-2020 年收入放量，通用 MCU 预计在 2020 年爆发；
- 3、利盟整合进展顺利，与奔图之间合作互补，预计 2018 年利盟打印机销量 20%增长，奔图销量翻倍，并且公司在珠海建设的产业园基地预计 2020 年投完，预计收入保持 20%增长，毛利率维持在 25%/25.3%/25.3%；

有别于大众的认识

由于公司发展历史及资本运作较为复杂，导致普遍对公司业务布局没有深刻理解，本篇报告意在对公司业务进行梳理，公司是如何一步步的形成现有的组织架构的。打印机对于信息安全的重要性没有得到足够的重视，我们认为，打印机的自主可控是必然趋势。**预期差主要体现在对公司长期成长性、壁垒与短期财务负担的扰动的认识上。纳思达自打印芯片开始，通过内外延发展，战略为全球打印方案市场的领导者。预期差在专利与品牌壁垒、四年 CAGR 34%、2018-2021 的财务负担扰动（管理整合、大股东借款财务费用、总部费用、股权激励费用、折旧摊销、美元负债）。**

打印机市场是技术密集且壁垒极高的行业，专利占据主导地位。公司做兼容耗材及耗材芯片起步，目前兼容耗材已是国内绝对龙头，未来还将拓展原装耗材产品；另外在芯片领域，凭借丰富的技术积累，在耗材芯片的基础上，拓展打印机主控芯片，我们认为 2019 年将放量，用于自产打印机产品。

并购利盟是典型的“蛇吞象”，产生巨大的商誉（超 120 亿元），我们认为，利盟经营改善已经在 2018 年开始体现，未来商誉产生的风险进一步降低。2018 年公司由于对利盟进行重组、裁员等产生过 6500 万美元（约 4 亿人民币）费用，属于一次性费用，我们预计 2018 年利盟略有亏损（约 1 亿元），2019 年开始将步入盈利，因此未来商誉的风险有望逐步消化。

我们认为，公司已经战胜诸多制约因素，2018 年预告净利润表现出色。1) 公司当前的成长增量包括业务种类的增加(打印机、打印机芯片、打印机耗材)及其各市占率的变化。成长扰动包括管理整合、大股东借款财务费用、总部费用、股权激励费用、折旧摊销、美元负债。由于以上因素并非经常性存在，不妨观察长期，例如 2022 年之后。此时的公司收入、利润与现金流较为平稳，而 2018-2021 年有诸多非经常性因素因素。2) 预计 2022 年，总利润约 32 亿元人民币，其中整机合计 16.7 亿元、耗材及打印芯片合计 15 元。3) 2018 年，美元负债/摊销负担（预计合计 2.37 亿美元负担）制约净利润，大股东借款/总部费用/激励费用（预计合计 3.3 亿元）也制约净利润。但依据已经预告净利润 9.71 亿元，超越当时普遍预测的 6-7 亿元，这是明确的经营利好信号。

股价表现的催化剂

公司托管大股东奔图打印机业务，与利盟合作在国内市场开拓顺利，带来奔图盈利拐点出现；通用 MCU 放量；2020 年左右利盟摊销大幅减少，释放利润

核心假设风险

商誉减值风险，费用控制不达预期，通用 MCU 芯片客户开展不达预期等

目录

1. 打印机全产业链布局	6
1.1 围绕打印机相关业务拓展发展	6
1.2 公司业务整合基本完成，聚焦打印业务	8
2. 利润四年 CAGR 34%的追求者	10
3. 打印机业务：利盟扭亏，步入增长通道	12
3.1 “蛇吞象”收购 Lexmark	12
3.2 整合 Lexmark、托管奔图：打印机资源协同发展	14
3.3 致力于成为全球打印机前三甲	15
4. 耗材龙头，依托打印机，具有持续盈利能力	17
4.1 经过行业整合，公司已成为通用耗材龙头	17
4.2 耗材市场规模稳定，通用耗材占比将提升	19
5. 兼容耗材芯片龙头，大基金加持，芯片业务放量可期	22
6. 投资建议	25
6.1 关键假设	25
6.2 盈利预测	25
6.3 风险提示	29
附录：公司发展历程	30

图表目录

图 1：逐步完善围绕打印产业链的布局	7
图 2：公司产品	7
图 3：海外子公司众多，实现打印机全产业链全球覆盖	8
图 4：受业务整合等影响，收入增速经历较大波动	9
图 5：2014-2018H1 收入结构变化	9
图 6：主营业务毛利率相对较为平稳，打印机毛利稳中有升	9
图 7：打印机占 2018H1 毛利 76%	9
图 8：公司近年来净利润及净利率波动较大	10
图 9：并购 Lexmark 的交易结构	12
图 10：全球打印机出货情况及预测（单位：百万个）	15
图 11：我国打印机出货情况及预测（单位：百万个）	15
图 12：我国激光打印机占比稳定，喷墨打印机略有提升	16
图 13：中国打印机市场规模及预测	16
图 14：世界打印机设备竞争格局	16
图 15：世界激光打印机竞争格局	16
图 16：全球打印耗材市场出货金额与增长	19
图 17：中国打印耗材市场出货金额与增长	19
图 18：全球原装及通用耗材市场规模变化	20
图 19：我国原装及通用耗材市场规模变化	20
图 20：通用耗材具有明显价格优势	20
图 21：2018H1 全球 INK（墨水）供应占比	21
图 22：2018H1 全球 Toner（硒鼓）供应占比	21
图 23：国内打印耗材省生产竞争格局	21
图 24：公司芯片业务具有较强盈利能力（单位：百万元）	23

表 1：预计 2018-2022 年利润成长近五倍（假设考虑利盟 100%收购并表，若不考虑，为 2.3 倍）	11
表 2：并购 Lexmark 的方案及进度	12
表 3：受 ES 业务拖累，利盟 2015 年开始亏损	13
表 4：利盟整合措施实施效果良好	14
表 5：打印耗材分类	17
表 6：收购三家公司情况	18
表 7：2017 年非公开发行投资项目	18
表 8：公司芯片业务主要产品	22
表 9：已申请及授权专利丰富，公司研发实力强	23
表 10：毛利拆分表	26
表 11：可比公司估值表	27
表 12：合并损益表	27
表 13：合并资产负债表	28
表 14：合并现金流量表	28
表 15：公司发展历程	30

1. 打印机全产业链布局

1.1 围绕打印机相关业务拓展发展

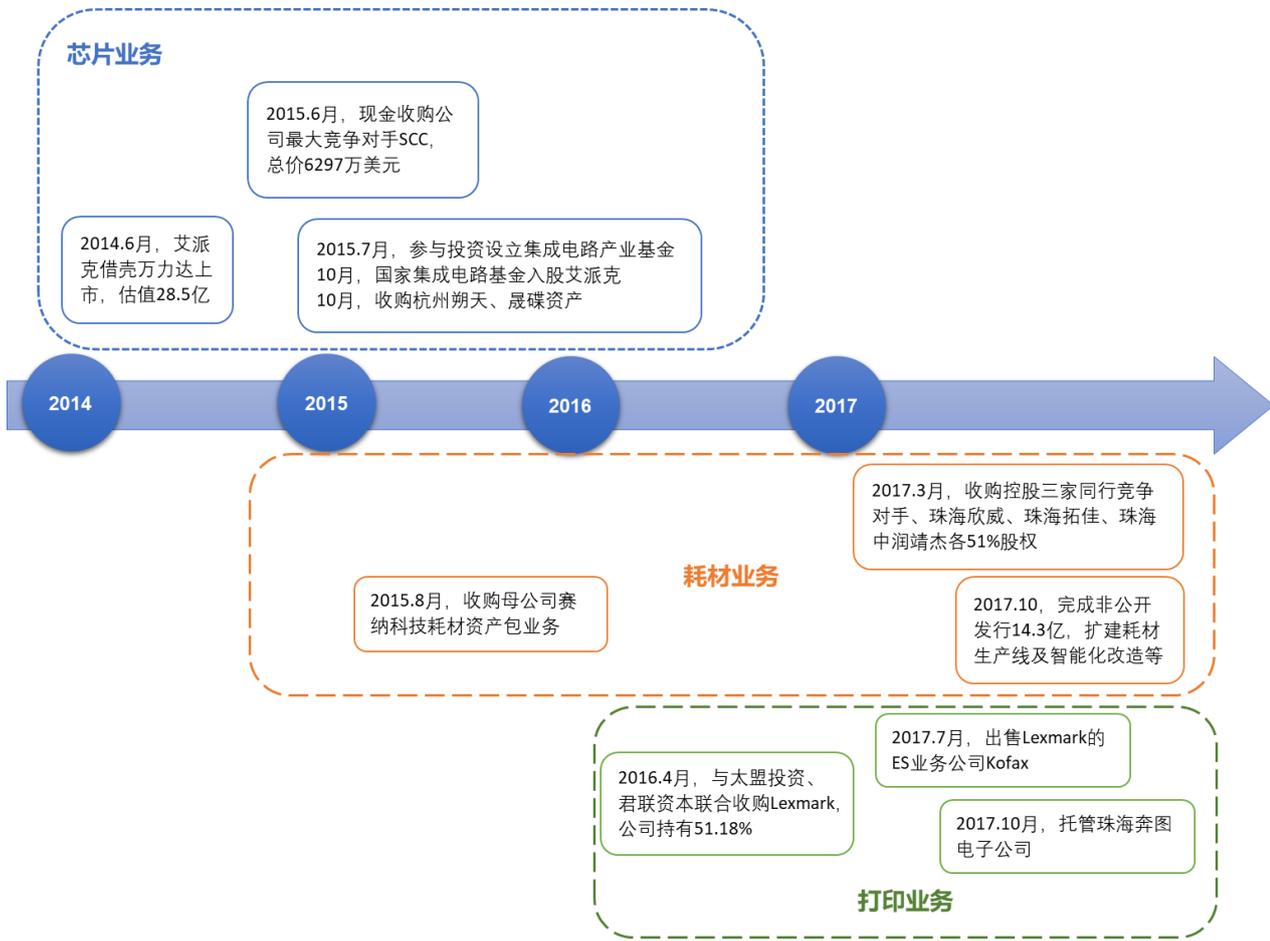
多年布局深耕打印领域，逐步成为国内龙头。纳思达股份有限公司前身是珠海艾派克微电子有限公司，成立于1999年。2014年9月公司借壳珠海万力达电气股份有限公司上市，2015年7月完成对美国SCC的收购，2017年5月公司更名为纳思达股份有限公司。**目前公司业务主要分为三大布局：**1) **芯片方面：**2015年7月收购全球通用打印耗材芯片领域的领先企业美国SCC¹，强化了公司核心技术竞争力；随后公司通过成立芯片产业基金协助公司实现产业链延伸和产业整合的战略目标，通过控股杭州朔天²，收购晟碟资产，进一步完善在打印耗材芯片领域的布局。2) **耗材方面：**2015年8月公司收购了母公司赛纳科技的耗材业务，将耗材业务注入上市公司，2017年3月，收购耗材领域的三家直接竞争对手欣威、拓佳和中润靖杰51%股权，收购完成后，公司在兼容墨盒及兼容硒鼓市场保持领先优势，目前已成为全球兼容耗材龙头。3) **打印机方面：**2016年底，公司通过收购纽交所上市公司利盟国际(Lexmark)³，在原有布局中低端打印机的基础上，完善了在高端打印市场的布局，并且在2017年逐步整合Lexmark业务，专注ISS领域，同时，2017年10月托管母公司奔图打印机业务，进一步完善了在打印机领域的全产业链布局。

¹ SCC 作为全球通用打印耗材芯片领域的领先企业，在美国本土拥有100项专利技术，在全球其他地区有55项专利技术，同时拥有90项商标权、891项著作权和118个域名地址，这次收购极大强化了公司核心技术竞争力。

² 杭州朔天创始人集成电路领域领军人物—浙江大学教授严晓浪，现任国家“十五”863集成电路设计SoC重大专项专家组组长，由他领导一支以国内顶尖高校研究生为核心的研发团队，专业开展芯片设计服务及SoC芯片设计服务。

³ Lexmark为纽交所上市公司，是全球知名品牌，其打印业务在全球市场具有很强的影响力。拥有全球供应链。这次收购将公司在全球中低端打印市场的优势与Lexmark在中高端打印市场的优势结合，充分发挥协同效应，扩大市场份额，提高公司核心竞争力，Lexmark在打印机整机设备方面的出货量优势可以带动集成电路芯片、通用打印耗材及其他核心部件的研发与销售，使之在国际市场上更有竞争力。2017年，公司将利盟国际经营不善的ES业务子公司Kofax以13.5亿美元出售，专注ISS业务(成像方案服务)与耗材业务的协同发展。

图 1：逐步完善围绕打印产业链的布局



资料来源：申万宏源研究

纳思达已经形成“以集成电路芯片研发、设计、生产与销售为核心，以激光和喷墨打印耗材应用为基础，以打印机产业为未来”的产业布局，成为了全球行业内领先的打印机加密 SoC 芯片设计企业，是全球通用耗材行业的龙头企业。

图 2：公司主要产品

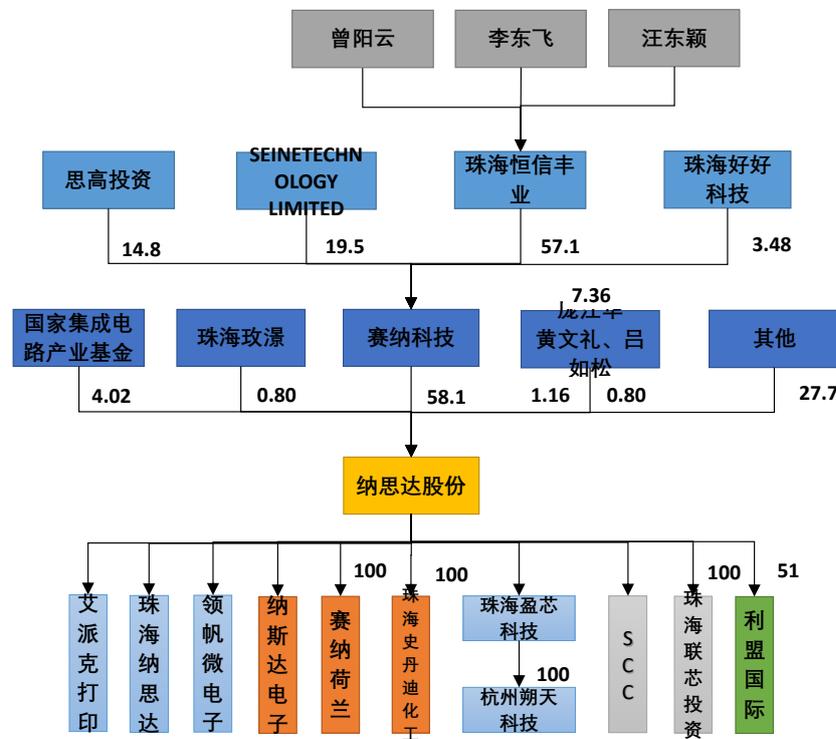


资料来源：公司公告，申万宏源研究

注：打印机通用耗材产品（含墨盒及硒鼓）主要用于喷墨打印机及激光打印机的耗材替换使用；耗材零部件产品（含墨水及碳粉等）主要用于打印机耗材的生产制造；激光打印机业务及打印管理服务主要为客户提供打印设备、原装打印耗材、打印相关管理的各种服务。

公司第一大股东为珠海赛纳打印科技股份有限公司，持有公司 58.16% 股份，实际控制人汪东颖。2014 年，赛纳科技在公司借壳上市后成为大股东，2015 年 10 月，公司收购赛纳科技耗材资产包业务，国家集成电路产业基金通过参与配套募集资金入股公司，目前持股 4.02%。2013 年起，公司相继成立欧洲、美国、香港销售分公司，目前经销网点已覆盖全球 150 多个国家和地区。同时公司借助利盟全球销售渠道和国际服务经验积极开拓海外中高端市场。2017 年，公司超过 90% 的营业收入来自海外。

图 3：海外子公司众多，实现打印机全产业链全球覆盖



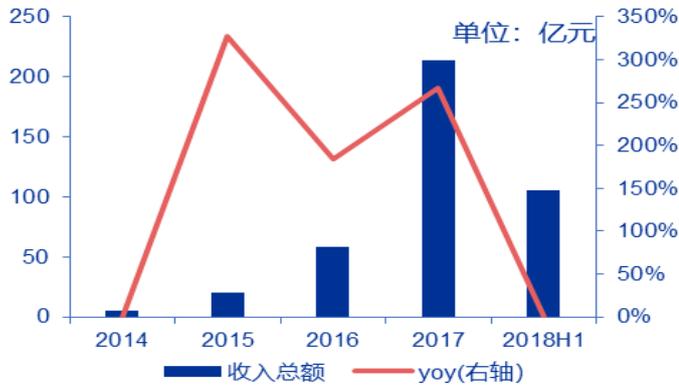
资料来源：公司公告，申万宏源研究

1.2 公司业务整合基本完成，聚焦打印业务

目前公司的收入及毛利来源主要为利盟打印机业务，2018 年受公司业务架构梳理的影响，产生过较多费用，预计 2019 年恢复正常化。2018 上半年，公司实现营业总收入 104 亿元，较上年同期下降 6.32%，主要原因为 2017 年 7 月公司出售 ES 企业软件业务及原有业务收入增加综合影响所致；归母净利润 3.13 亿元，较上年同期上升 130.78%。2017 年，公司实现营业总收入 5.5 亿元，同比增长 24.21%；实现归母净利润 6403 万元，同比增长 16.55%。公司营业收入稳步增长，2016 年归母净利润出现暂时下滑，系收购利盟公司发

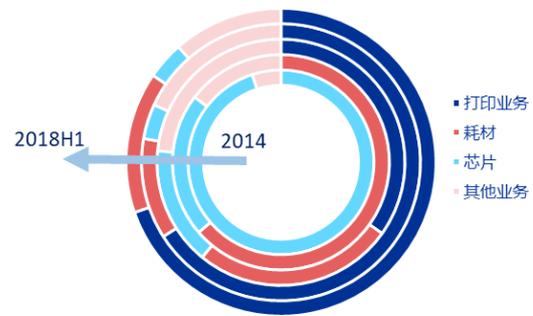
生大额的并购费用、融资费用以及利盟公司被并购后对净资产按公允价值调整账面价值，增加了折旧、摊销、存货转销等使得利润大幅度减少。

图 4：受业务整合等影响，收入增速经历较大波动



资料来源：wind，申万宏源研究

图 5：2014-2018H1 收入结构变化



资料来源：wind，申万宏源研究（注：其他收入包括软件服务、配件、其他主营业务等）

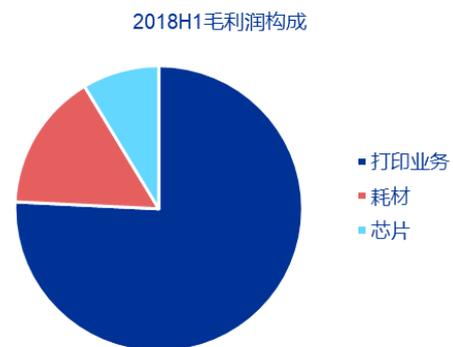
2014 年至今，公司的净利润及净利润率都经历了较大的波动，我们预计 2019 年起恢复正常水平。2015 年由于公司收购了赛纳科技，新增耗材业务，导致综合毛利率及净利润率较 2014 年下滑；2016 年由于公司并购美国利盟（12 月开始并表），且软件业务并未剥离出去，并购利盟产生了较大的并购费用、融资费用，并且并购利盟后对净资产进行账面价值的调整，增加了折旧、摊销、存货等，导致公司净利润大幅减少；2017 年净利润同比增长 1454.5%，除自身业务稳健增长外，还受到并表利盟国际费用的影响，利盟在报告期内亏损，同时有较多的利息支出及汇兑损失，但由于受美国税改影响，产生当期收益 33.33 亿元，7 月出售 ES 业务取得处置收益，各项综合因素带来净利润同比大幅增长。

图 6：主营业务毛利率相对较为平稳，打印机毛利稳中有升



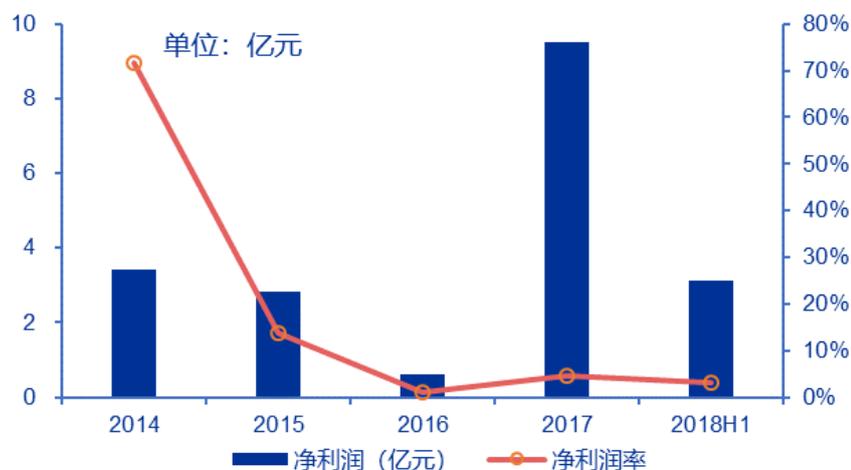
资料来源：wind，申万宏源研究

图 7：打印机占 2018H1 毛利 76%



资料来源：wind，申万宏源研究

图 8：公司近年来净利润及净利率波动较大



资料来源：wind，申万宏源研究

2. 利润四年 CAGR 34%的追求者

业务成长存在非经常⁴（下同），可以观察长期，例如 2022 年后。公司当前的成长增量包括业务种类的增加（打印机、打印机芯片、打印机耗材）其各市占率的变化。成长扰动包括管理整合、大股东借款财务费用、总部费用、股权激励费用、折旧摊销、美元负债。由于以上因素并非经常性存在，不妨观察长期，例如 2022 年之后。此时的公司收入、利润与现金流较为平稳，而 2018-2021 年有诸多非经常性因素因素。

预计 2018-2022 利润成长约 2.3 倍，CAGR 约 34%。在利盟并表 51%的情况下，预计 2022 年，总利润约 32 亿元人民币，其中整机合计 16.7 亿元、耗材及打印芯片合计 15 亿元。

一方面，在打印机方面，推测 2022 年利盟静待净利润 4.12 亿美元，管理优化新增 1.5 亿美元，但美元负债和摊销负担合计 0.6 亿美元。考虑 1:6.5 汇率及其它打印机品牌后，对应 32.8 亿人民币，在利盟并表 51%的情况下，贡献利润 16.7 亿元，若后期公司收购利盟剩余 49%股权，则全部并表（根据 2017 年 2 月 27、11 月 23 日公开信息“通过资本市场的融资及整合功能，通过整合控股股东资产，进一步外延式收购，打通产业链上下游，使竞争布局更完善”表述，可合理推测）。

其次，芯片方面，耗材芯片 2017 年净利润 5.91 亿元，行业增速约为 15%-25%，假设公司收入增速为 20%，预计艾派克微电子 2018-2020 年实现净利润 6.07/6.12/7.02 亿元，考虑后期打印机自主可控芯片及通用 MCU 业务的发展，预计芯片业务合计 2022 年贡献净利润 11 亿元。

⁴ 此处“非经常”含义为，由于 2018-2021 年既存在打印机业务的大量美元负债及摊销负担，又存在业务本部的大股东借款和激励费用，若评估 2019-2021 年利润，会被这些暂时的财务冲击影响。2022 年后，这些财务冲击影响趋于平稳。因此考核 2022 年后利润和现金流较为公允。

最后，打印耗材方面，赛纳科技耗材资产包 2017 年 2.44 亿元，预计 2018 年 3.03 亿元，行业增速约为 10%-20%，假设公司增速约 15%，加上收购三家耗材公司的业绩并表（预计 2018 年为 0.56 亿元，CAGR 为 10%），2022 年打印耗材净利润为 5.6 亿元。

综合以上业务，若假设成立，2022 年利润回报约 2.3 倍，若后期收购利盟剩余 49% 股权，至 2022 年利润回报约 4 倍。届时纳思达不光为安全可控打印机垂直一体化领军，而且成长扰动（总部费用、股权激励费用、折旧摊销、美元负债）平稳。

2018-2021 年非经常性因素（同前）多，但 2018 已经明确经营较好。2018 年，美元负债/摊销负担（预计合计 2.37 亿美元负担）制约净利润，大股东借款/总部费用/激励费用（预计合计 3.3 亿元）也制约净利润。但依然已经预告净利润 9.71 亿元，超越当时普遍预测的 6-7 亿元，这是明确的经营利好信号。

表 1：预计 2018-2022 年利润成长倍增（假设考虑利盟 100% 收购并表，若不考虑，为 2.3 倍）

商业模式	环节	2017A	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
打印机	利盟（51% 股权）	¥541	(¥50)	¥669	¥958	¥1,282	¥1,677
	利盟合计净利润（100% 股权）		-\$15	\$202	\$289	\$387	\$506
	静态净利润		\$222	\$262	\$309	\$362	\$416
	管理优化及美元负债及摊销负担		-\$237	-\$60	-\$20	\$25	\$90
产品	芯片（包括耗材芯片、通用 MCU、打印芯片等）	¥591	¥607	¥630	¥782	¥914	¥1,080
	<i>yoy</i>		3%	4%	24%	17%	18%
	2018-2022 CAGR			15%			
材料+服务	耗材（耗材资产包+3 家耗材公司）	¥292	¥326	¥369	¥430	¥491	¥561
	<i>yoy</i>		12%	13%	17%	14%	14%
	2018-2022 CAGR			15%			
2017 开始增加耗材公司 51% 股权（预计 2018 年并表 0.56 亿利润），预计其利润增速 10%							
本部	费用（大股东借款、总部和激励）		(¥330)	(¥330)	(¥160)	(¥160)	(¥160)
	小计	¥883	¥603	¥699	¥1,052	¥1,245	¥1,481
合计	合计（利盟并表 51%）	¥949	¥968	¥1,368	¥2,010	¥2,527	¥3,158
	若利盟 2020 年后全部收购并表				¥2,931	¥3,759	¥4,770
	注 1:2018 年耗材利润预计已经包括了耗材资产包和耗材公司 注 2:美元兑换人民币用 1 : 6.5 计算各年 注 3:2018 利润参照业绩快报。实际经营结果之前高于预测						

资料来源：Wind，纳思达收购方案说明，纳思达历年年报，申万宏源研究

3. 打印机业务：利盟扭亏，步入增长通道

3.1 “蛇吞象”收购 Lexmark

收购利盟主要为整合其 ISS 业务，与公司产生协同效应，成为国内唯一覆盖打印机全产业链的公司。利盟的主营业务包括 ISS 业务及 ES 业务⁵，公司已于 2017 年剥离 ES 业务。ISS 业务的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。公司通过收购 Lexmark，针对 ISS 部门整合同类业务，能够降低经营管理成本，同时可以凭借标的公司强大的技术研发能力和产品创新实力、严格的质量控制体系、丰富的运营经验、全球的销售网络和优良的服务质量，成为全球众多客户的合作伙伴，提高公司持续盈利能力。

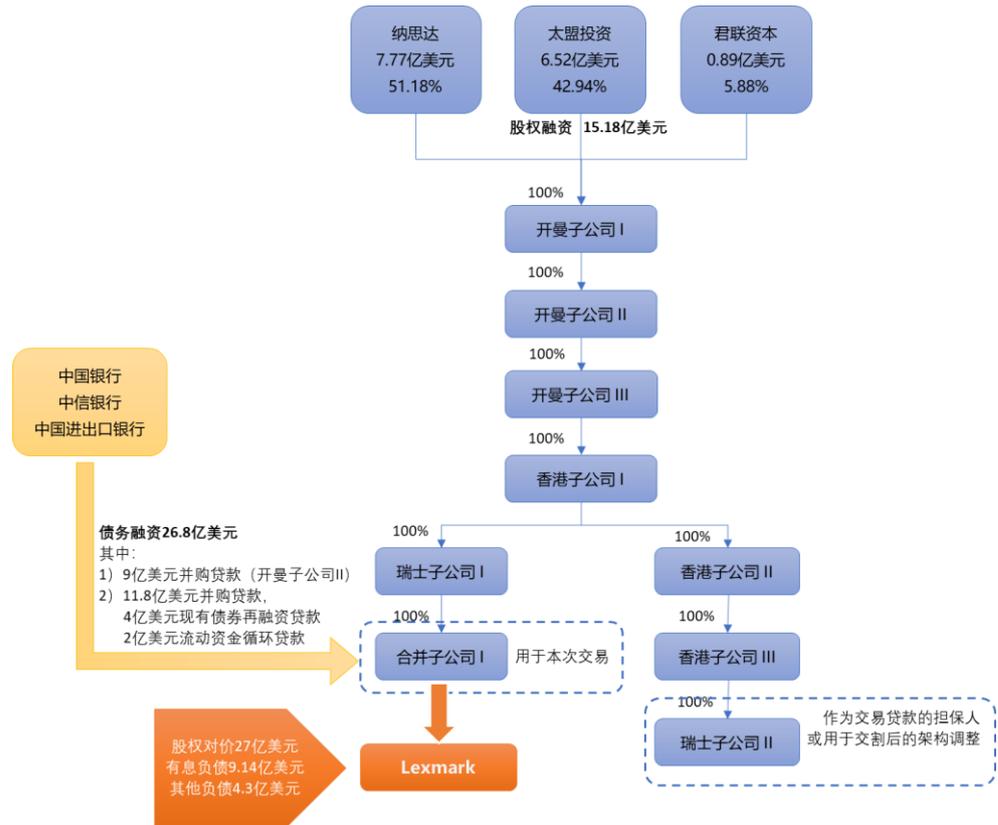
表 2：并购 Lexmark 的方案及进度

时间	事件
May-16	纳思达（51%）、太盟投资（PAG）（43%）、君联资本（6%）发起对利盟国际的收购要约，股权价格 27 亿美元，同时承担对方有息负债及流通债券 13.44 亿美元。
Nov-16	利盟交割，其中并购基金股权融资 15.18 亿美元，纳思达出资 7.77 亿美元，占比 51%；债务融资 24.8 亿美元，其中 9 亿美元通过银行提供给 ES 业务过桥贷款，11.8 亿美元为并购贷款，4 亿美元为现有债券再融资贷款，2 亿美元为流动资金循环贷款。
Jul-17	纳思达出售 ES 业务，扣除交易费用后 13.23 亿美元，其中 9 亿美元偿还过桥贷款，4 亿美元返还并购基金股权投资者

资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 9：并购 Lexmark 的交易结构

⁵ ISS 业务为 Imaging Solutions and Services 的缩写，即成像方案及服务；ES 业务为 Enterprise Software 的缩写，即企业软件。



资料来源：公司公告，申万宏源研究

Lexmark 定位高端打印机市场。 Lexmark 为 1991 年从 IBM 中分拆成立，1995 年纽交所上市，在美国境内及境外的高端打印机市场具有较好的口碑，并且 2010 年来，收购整合了 ReadSoft、Kofax 等几家企业软件公司，进一步扩展了产品广度，通过其激光打印硬件平台、打印管理软件平台以及内容及流程管理平台，为企业客户提供集打印、内容管理、流程管理等服务于一身的一站式企业办公解决方案。Lexmark 的 ISS 业务定位高端，主要面对大型金融机构、跨国企业、中小型公司及政府公共部门，主要服务金融、医疗、零售业、制造业、教育等行业，但由于 Lexmark 战略及经营策略等方面的问题，导致处于持续亏损状态，因此与 2015 年 10 月启动招标程序寻求出售。

表 3：受 ES 业务拖累，利盟 2015 年开始亏损

\$M	2013	2014	2015	2016Q3
营业收入	3667.6	3710.5	3551.2	2512.7
其中：ISS	3444.0	3414.8	3017.4	2055.2
ES	223.6	295.7	533.8	457.5
营业成本	2223.7	2300.7	2154.4	1539.9
毛利	1443.9	1409.8	1396.8	972.8
营业利润	409.2	149.2	-24.5	20.3
其中：ISS	770.3	645.4	483.5	345.2
ES	-79.5	-88.5	-88.1	-15.3
other	-281.6	-407.7	-419.9	-309.6
净利润	259.1	79.9	-40.4	-56.5

资料来源：Lexmark 公司年报，申万宏源研究

3.2 整合 Lexmark、托管奔图：打印机资源协同发展

收购完成后整合 Lexmark，更换管理团队，调整战略发展重点，托管奔图电子，实现打印业务资源优化。Lexmark 过去在经营上存在的问题主要在产品定位、费用管理及战略三个方面，具体表现为产品集中在高端市场，对新兴市场及中低端领域没有涉猎；成本方面过度重视原材料质量及售后服务；战略上倾向软件服务业务，导致持续亏损。纳思达收购完成后，在整合 Lexmark 时采取了一系列措施进行改善，取得了较为显著的效果，主要包括：1) 更换管理团队，新任 CEO 毕业于牛津大学，曾任职于丰田、诺基亚、IBM，管理经验丰富；2) 部门间调整，增加销售团队尤其是在中国区的销售人员，减少售后行政等部门的配置，研发团队基本保持原有规模；3) 重新设置 KPI 指标等；4) 2017 年 7 月，以 13.5 亿美元出售 ES 业务，聚焦打印机领域的发展。2017 年 Lexmark 打印机出货量增长 10%，初步体现了公司整合的效果，并且费用端也将改善。

表 4：利盟整合措施实施效果良好

领域	具体措施
管理层整合	建立了两级管理制度，利盟成立了执行层管理委员会（Executive Committee）在执行层面，成立了整合管理办公室（Integration Management Office）
市场整合	利盟的传统优势市场主要在欧美地区，双方将优势互补 奔图打印机业务已经成功导入 3 款利盟产品，2017 年底将再导入 2 款产品，下半年将完成对控股股东业务的托管 将利盟优势的打印管理服务、行业解决方案，引入中国市场，在医疗、金融、保险、制造等行业推出定制化的解决方案
供应链整合	利盟打印机和耗材的生产制造之前都由第三方代工，逐步将利盟产品的制造转移到珠海 2017 年上半年利盟的耗材已经在珠海生产，第一阶段的耗材生产转移已顺利完成 两年左右使产量达到 800 万至 1000 万支

资料来源：公司公告，申万宏源研究

生产逐步转移至国内，成本进一步降低。公司在珠海新建 90 万平方米的高端打印机制造基地，奔图产能也计划转移。耗材部分产能已完成转移，利盟原代工的部分预计 3-5 年完成产线建设。转移后产线依旧全球布局，中国成为较大生产基地，研发中心在菲律宾，深圳、东莞、波兰、墨西哥有产能，为分担系统性风险，后两者产能不会减少。

为了解决公司于奔图电子之间的同业竞争问题，公司于 2017 年 12 月托管奔图电子，整合奔图电子于公司在打印机生产、销售方面的资源。公司每年收取 50 万元的托管费，并对每年税后净利润提取 5% 的奖金，托管期间三年，并享有股权购买选择权。**我们认为，奔图电子在公司托管后，一方面解决了 Lexmark 及奔图之间的同业竞争问题，另外一方面有助于资源的合理利用，2017 年奔图打印业务已成功导入五款利盟产品，2017 年奔图打印机销量达到 44.5 万台，同比增长 40%，托管后，2018 年销量预计有望翻倍。**

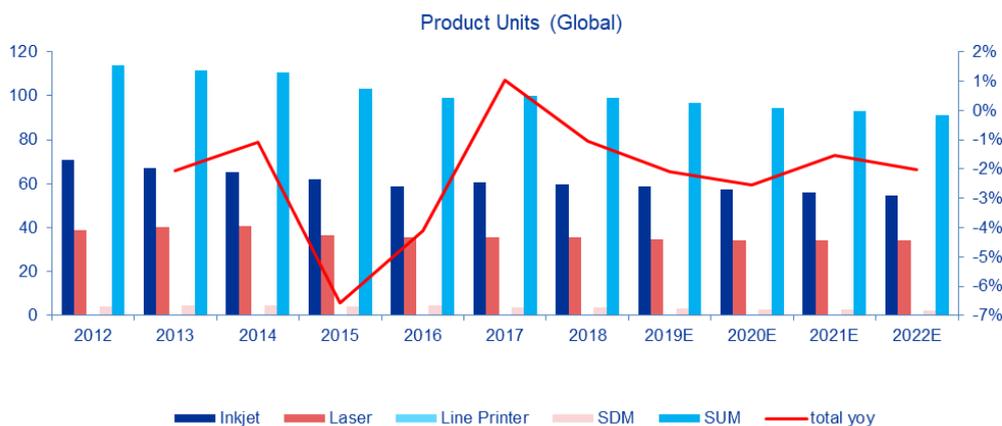
奔图电子专注中低端打印市场，将与利盟研发合作新机型。公司目前在政府、军队、中小企业市场的开拓进展比较顺利，尤其是在打印机自主可控的背景下，党政军等涉密机构对于采购国产打印机产品具有较强意向，因此我们认为，公司打印机产品有望受益于进口替代。同时，公司也十分注重海外市场的开拓，目前奔图在俄罗斯的市占率已经做到前三，我们认为未来在其他发展中国家也将存在巨大发展空间。

3.3 致力于成为全球打印机前三甲

公司的打印机集成电路及通用耗材业务在全球处于领先的龙头地位，利盟激光打印机业务处于全球领先的中高端激光打印机中的领先地位，公司拥有巨大的发展潜力，在未来目标进入激光打印机行业的全球前三甲，成为打印机行业的领导者。

全球打印设备出货增长稳中略降，中国市场微涨，激光打印机占比提升趋势明显。世界范围内，打印设备需求呈下降趋势，尤其喷墨打印机销量逐年下滑明显。但中国市场的趋势有所不同，市场规模逐年增加，喷墨打印机和激光打印机需求是销量增长的主要驱动因素。以世界市场需求为鉴，未来中国打印机销量增长的同时，喷墨打印机增速将逐渐放缓甚至不变，而激光打印机增速将逐步加快。

图 10：全球打印机出货情况及预测（单位：百万个）



资料来源：IDC，申万宏源研究（注：由于激光打印机及喷墨打印机单价差异较大，激光均价约为喷墨打印机 3-4 倍左右，故此处统计销量口径，而非市场规模）

图 11：我国打印机出货情况及预测（单位：百万个）

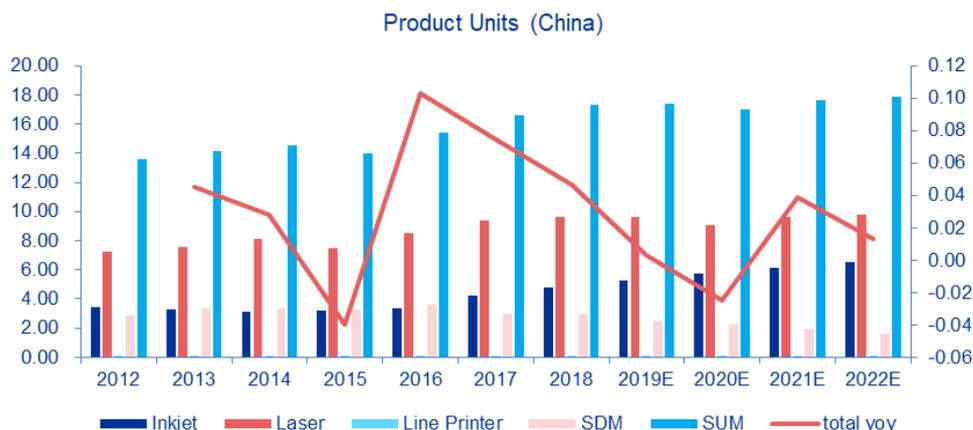


图 12：我国激光打印机占比稳定，喷墨打印机略有提升



资料来源：IDC，申万宏源研究

由于未来企业一体化办公的需求，激光复合一体机的需求呈上涨趋势，近三年中国激光打印机市场规模逐年上升，并且伴随着相关的打印管理服务市场的规模也在不断增长。2012-2018 年按照金额统计的我国打印机市场复合增速为 4.18%，其中喷墨打印规模 CAGR 为 5.76%，激光打印市场规模 CAGR 为 4.81%。

图 13：中国打印机市场规模及预测

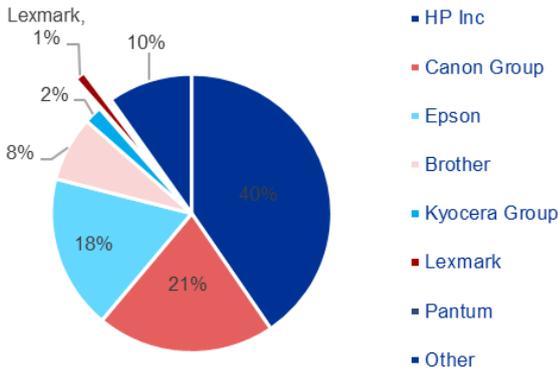


资料来源：IDC，申万宏源研究

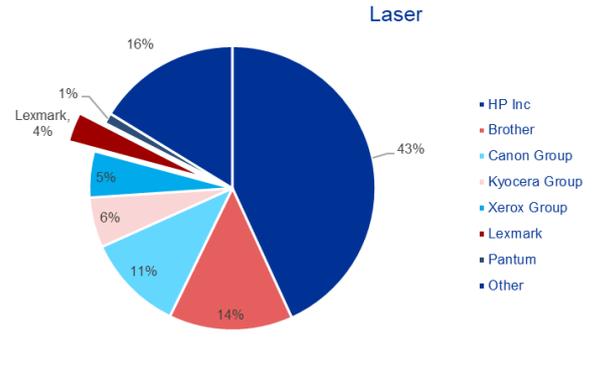
面对日益增长的激光打印机需求，2018 年，惠普公司一家独大，占销售的 43%，利盟占 4%。打印机整体市场更为复杂，2018 年惠普占 40%，利盟占 1%，潜力巨大。在世界需求端总额稳中下降的大背景下，我们预测打印机行业将越发巨头化，小公司生存空间进一步压缩。利盟利用现有优势，抓住此机会可以大幅提高市占率，稳固行业地位。

图 14：世界打印机设备竞争格局

图 15：世界激光打印机竞争格局



资料来源：IDC，申万宏源研究



资料来源：IDC，申万宏源研究

4. 耗材龙头，依托打印机，具有持续盈利能力

4.1 经过行业整合，公司已成为通用耗材龙头

2015年，公司通过发行股份购买资产收购赛纳科技耗材资产包业务，将产品布局延伸至打印耗材领域。产品主要包括硒鼓、墨盒、色带、墨水，其中硒鼓、墨盒是主要的收入及利润来源。通用和再生硒鼓、通用和再生墨盒、色带等，是激光打印机、喷墨打印机及针式打印机的主要部件。赛纳科技在全球拥有广泛的销售网络，覆盖58个国家及地区。

表5：打印耗材分类

产品	用途	耗材资产包主要产品		
硒鼓	是激光打印机的核心，因为它不仅决定了打印品质的好坏，而且还决定了用户的打印成本，激光打印机70%以上的成像部件都集中在硒鼓中。硒鼓可分为原装硒鼓、通用硒鼓、再生硒鼓。	通用硒鼓	再生硒鼓	碳粉
				
墨盒	是喷墨打印机（包括喷墨多功能一体机）中用来存储打印墨水，并协助实现打印功能的必要部件。墨盒可分为原装墨盒、通用墨盒、再生墨盒。	通用墨盒	再生墨盒	
				

色带 是针式打印机中用于产生打印效果的组件，即通过打印针的撞击将色带上的颜色附着在纸张上而产生打印效果。



墨水 是喷墨打印机（包括喷墨多功能一体机）墨盒使用的可打印墨水，属于易耗品。



资料来源：公司公告，申万宏源研究

收购三家竞争对手，成为通用耗材领域国内龙头。2017年上半年，公司完成对珠海欣威、中国靖杰及拓佳三家耗材公司51%股权的收购，在通用打印墨盒领域取得了明显优势，成为国内通用墨盒领域的龙头企业。2017年三家公司分别完成了承诺利润的98%、113%、90%，我们认为，2018年三家公司将完成承诺情况。

表6：收购三家公司情况

标的	收购对价 (万元)	收购 方式	收购 比例	2016年利润情况		2017完成情况			净利润承诺数(万元)		
				时间	净利润 (万元)	收入 (亿元)	净利润 (万元)	净利率	2017	2018	2019
珠海欣威	20,400	现金	51%	2016/6/1	1,465	4.29	3,271	7.62%	3,333	4,000	4,800
yoy							12%		14%	20%	20%
中润靖杰	13,005	现金	51%	2016/1/28	1,603	2.24	2,487	11.10%	2,206	2,394	
yoy							55%		38%	8%	
拓佳	22,236	现金	51%	2016/1/1	3,162	4.08	3,595	8.81%	4,000	4,500	4,725
yoy							14%		26%	13%	5%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

兼容+原装耗材已布局完成。2015年收购SCC后，公司进行了一系列的整合措施，在美国、英国、加拿大、南非、土耳其等国家建立了销售渠道并积累了客户资源，在美国建立再生耗材基地后，借助SCC在全球的品牌及渠道资源，并且在收购利盟后，拓展了原装耗材业务。另外公司在2017年定增中，14亿中5亿用于投入智能化改造，未来在成本控制方面将得到改善，并且在美国建立再生耗材生产基地，也有助于将产品在全球范围内进行销售。后考虑到中美贸易关系，2018年8月，公司将“美国再生耗材生产基地项目”变更为“珠海激光打印机高端装备制造一期”项目。

表7：2017年非公开发行投资项目

项目	实施主体	投资总额(万元)	拟投入募集资金(万元)
智能化生产改造项目	艾派克	53,460	50,000
美国再生耗材生产基地项	新设美国子公司 Ninestar Image(USA) Company	100,215	67,000

目	Limited		
美国研发中心	新设美国子公司 Apex R&D(USA) Company Limited	30,042	26,250
合计		183,717	143,250

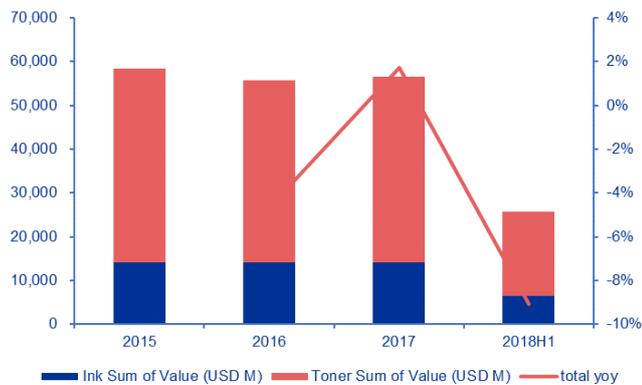
资料来源：公司公告，申万宏源研究（注：美国再生耗材生产基地项目资金并未投入，且资金用途已变更）

2017 年公司来自耗材领域的净利润约 2.7 亿元，仍为主要的利润来源。收购利盟后，公司对供应链进行整合，之前利盟的打印机及耗材生产制造均由第三方代工，未来将逐步转移至公司自产，目前利盟的耗材业务已经在珠海生产，未来将逐步提升产能，扩大产量，未来两年产量将达到 800-1000 万支，公司的兼容耗材已经做到市占率第一，我们认为，公司在不断整合的过程中，将进一步优化行业生态，实现耗材业务的稳健增长。

4.2 耗材市场规模稳定，通用耗材占比将提升

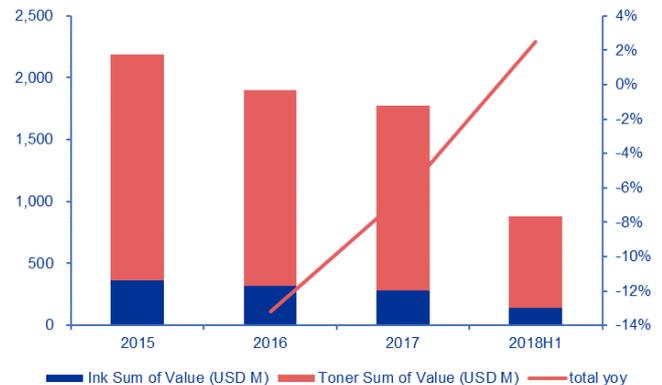
打印耗材是行业的核心利润来源，属于易耗品，使用量大，具有一定的消费品属性。打印机行业是全球垄断性行业（属于蓝海市场），是一个护城河很宽、专利技术壁垒非常高的行业，是技术专利最多且密集度最高的行业之一。耗材主要包括用于激光打印机的硒鼓及用于喷墨打印机的墨盒产品，其中又分别可以分为原装耗材及兼容/通用耗材。

图 16：全球打印耗材市场出货金额与增长



资料来源：IDC，申万宏源研究

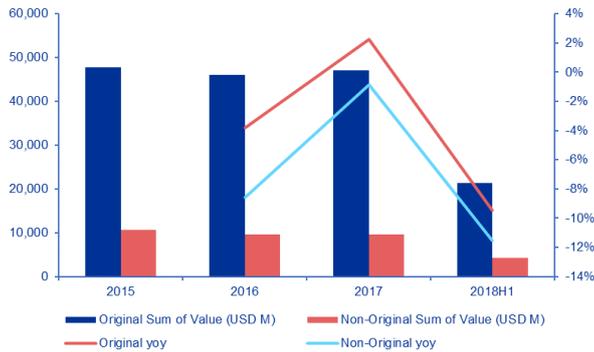
图 17：中国打印耗材市场出货金额与增长



资料来源：IDC，申万宏源研究

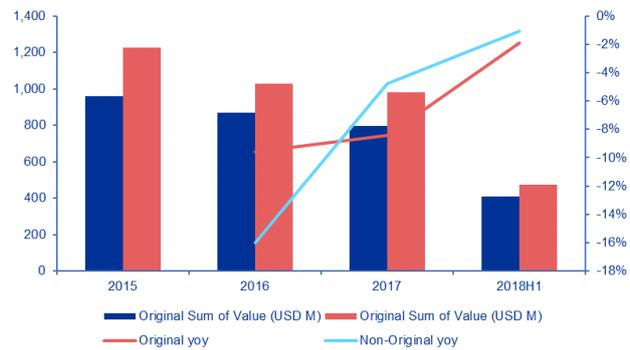
耗材行业呈现两个特点：全球市场增速低，其中中国相对较高；硒鼓增速高于墨盒。2017 年全球打印耗材（统计数据包括墨水及硒鼓）出货金额合计 566 亿美元，同比增长 2%，2018 年上半年全球打印耗材市场出货金额为 282 亿美元，较 2017 年上半年下降 9%，我国耗材出货金额近年来逐步回稳，2018 年上半年略有增长（2.5%）。总的来说，近几年打印耗材市场呈现稳中有降的发展趋势，未来随着技术、产品品质和服务水平的提高，通用打印耗材的性价比优势将逐步显现，逐步替代原装耗材，使得通用打印耗材和再生打印耗材在打印耗材市场整体发展不景气的情况下仍保持着优于原装打印耗材的发展趋势。

图 18：全球原装及通用耗材市场规模变化



资料来源：IDC，申万宏源研究

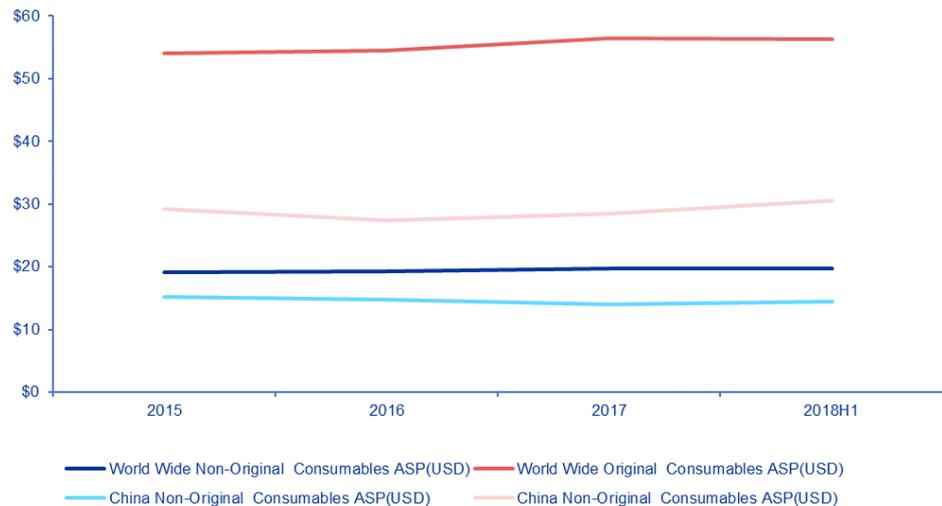
图 19：我国原装及通用耗材市场规模变化



资料来源：IDC，申万宏源研究

全球耗材市场存在二八法则，通用耗材规模约 20%，我们认为，未来通用耗材空间广阔，比例有望进一步提升。全球范围来看，通用耗材的价格大约为原装耗材的 1/3 左右，我国通用耗材约为原装耗材价格一半左右。从出货量角度看，全球原装及通用耗材比例约为 6:4，我国比例约为 7:3；从市场规模角度看，全球原装及通用耗材比例约为 8:2，我国比例约为 5:5。因此通用耗材在全球的占比仍有提升空间。

图 20：通用耗材具有明显价格优势

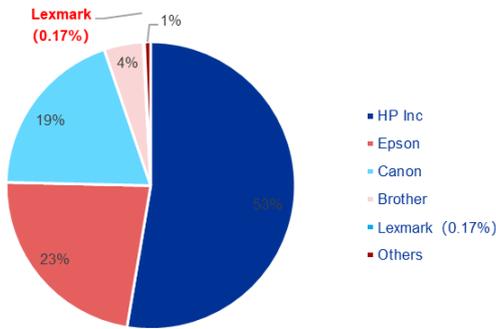


资料来源：IDC,申万宏源研究

全球整体经济的逐渐复苏和打印机普及程度的提高，用户对打印耗材的需求也将有所增长。预计未来五年全球打印耗材市场的出货金额将基本稳定，虽然市场发展较为平缓，但是耗材属于易耗品，从生产格局来看，全球最大的供应商为惠普，硒鼓的第二大供应商为美国施乐(Xerox)，墨水的第二大供应商为爱普生（Epson）。我国市场的供应主要参与

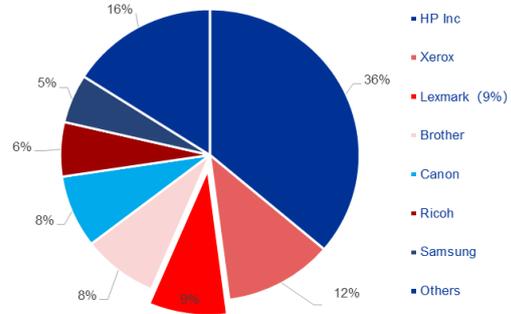
者为纳思达，其次是鼎龙股份。我们认为，纳思达无论是原装耗材及通用耗材领域，目前在国内外都具有垄断优势，看好其后期为公司带来的持续利润贡献。

图 21 : 2018H1 全球 INK (墨水) 供应占比



资料来源：IDC，申万宏源研究

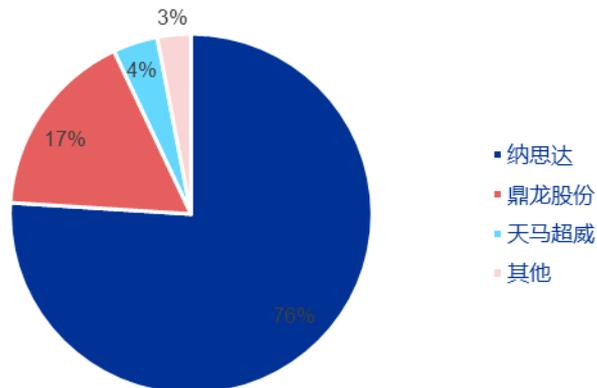
图 22 : 2018H1 全球 Toner (硒鼓) 供应占比



资料来源：IDC，申万宏源研究

公司共拥有 6 个耗材品牌，分别为 SCC、G&G、格之格、杰思特、欣格、纳思达 (Ninestar)，是目前国内耗材生产规模及市占率最大的企业。

图 23 : 国内打印耗材省生产竞争格局



资料来源：产业信息网，申万宏源研究

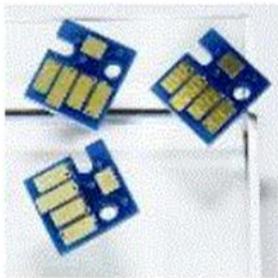
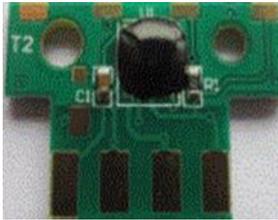
耗材行业的发展趋势总结：1) 市场规模平稳，中国市场略有增长；2) 通用耗材占比将提升；3) 激光打印机占比提升带来硒鼓出货占比提升。

5. 兼容耗材芯片龙头，大基金加持，芯片业务放量可期

公司的芯片业务主要包括打印耗材芯片、主控芯片及通用 MCU 产品。2015 年 7 月收购全球通用打印耗材芯片领域的领先企业美国 SCC，强化了公司核心技术竞争力；随后公司通过成立芯片产业基金协助公司实现产业链延伸和产业整合的战略目标，通过控股杭州朔天，收购晟碟资产，进一步完善在打印耗材芯片领域的布局。

芯片是墨盒、硒鼓等耗材中具有识别及存储功能的部件，是耗材的关键。公司集成电路芯片业主要产品包括 ASIC 芯片、SoC 芯片和 Unismart，其中 ASIC 芯片和 SoC 芯片主要应用于墨盒、硒鼓等打印耗材，从应用领域可归类为打印耗材芯片；主要用于喷墨打印机及激光打印机耗材产品的识别与控制、及激光打印机的系统功能控制（SoC）。不同类型的打印机使用的墨盒、硒鼓型号不同，相应的耗材芯片型号也有很多种，目前公司的耗材芯片产品主要针对通用耗材厂商。

表 8：公司芯片业务主要产品

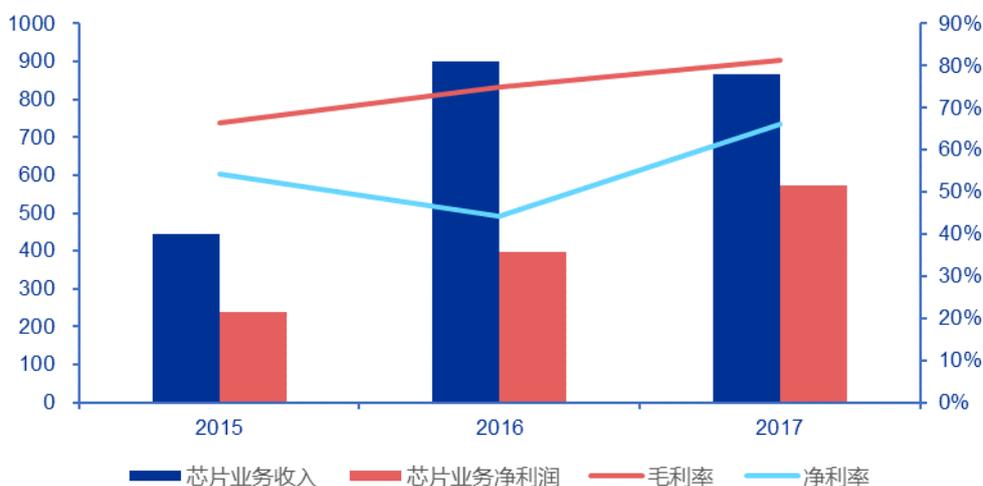
	产品简介	图示
ASIC 芯片	ASIC 是指应特定用户要求和特定电子系统的需要而设计、制造的集成电路。ASIC 的特点是面向特定用户的需求，ASIC 在批量生产时与通用集成电路相比具有体积更小、功耗更低、可靠性提高、性能提高、保密性增强、成本降低等优点	
SoC 芯片	SoC 又称芯片级系统或片上系统，是一个有专用目标的集成电路，其中包含完整系统并有嵌入软件的全部内容。SoC 芯片最大特点是内部有一个强大的 CPU 内核，保证芯片具有优异性能。 公司 SoC 芯片产品具有如下特点： 1、采用国内自主知识产权的 32 位嵌入式 CPU 内核，搭配前期成熟的 ASIC 技术设计； 2、采用硬件加密模块设计，在运算速度上较市场采用通用 MCU 设计的产品更快，且在抗升级能力上具有较强的优势； 3、采用自主设计的 32 位/8 位精简指令结构，能够有效防止抄袭； 4、紧跟原装耗材生产企业技术脚步，有效缩短新产品的开发周期	
Unismart	Unismart 是根据市场需求设计的一款专门为客户提供便携服务的自制设备及相应集成电路的产品，其主要特点有： 1、极大方便客户使用，客户可依靠 Unismart 产品灵活调整购买芯片的型号，有效降低库存； 2、客户可通过 Unismart 对回收耗材芯片墨量等参数进行复位以重新利用，达到节能环保的目的； 3、已围绕 Unismart 构建专利体系，覆盖国内外市场，不仅有利于强化	

艾派克芯片产品品牌效应，也有助于与国内外客户保持良好的合作关系。

资料来源：公司公告、申万宏源研究

芯片是办公设备领域重要的信息泄密源头之一，耗材芯片自主可控势在必行。打印泄密的途径主要有存储器泄密、网络泄密及耗材芯片泄密三种。公司在兼容耗材芯片领域深耕多年，技术积累深厚，并且在 2015 年并购了最大的竞争对手 SCC，**成为全球市场份额第一的兼容耗材芯片生产企业**。2015-2017 年，公司来自芯片领域的净利润分别为 2.4 亿元、3.98 亿元、5.7 亿元，目前均来自耗材芯片，毛利率维持 70%以上，净利率 45%以上。**公司已经完成打印机全产业链布局，业务整合完毕后，未来芯片将更多的实现自供。**

图 24：公司芯片业务具有较强盈利能力（单位：百万元）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

由于 SoC 芯片在市場中的比重不斷提高，以及硒鼓芯片比重的不斷提升，全球打印耗材芯片的整體價格也將有所增長，使打印耗材芯片的出貨金額增長相對優於出貨量的增長。

2015 年 10 月，國家集成電路產業基金通過參與配套募集資金入股公司，目前持股 4.02%，看好公司在芯片領域的布局。公司的集成電路業務首先立足於在打印機行業的應用（耗材芯片、打印機主控 SoC 芯片），同時重點布局通用 MCU。2015 年公司控股杭州朔天進行 MCU 的研發，朔天創始人為浙大教授，與阿里投資的中天微屬兄弟公司，擁有 CPU 相關的核心技術，2018 年下半年，公司 MCU 產品已有三款產品陸續投片，並小批量出貨，預計在 2020 年後，受益於物聯網爆發。

另外在研發方面，公司多次承擔國家 01 專項（“核心電子器件、高端通用芯片及基礎軟件產品”）和 02 專項（“極大規模集成電路製造技術及成套工藝”）的研發，並且大基金的入股，充分體現了公司在芯片研發方面具有較強的實力。

表 9：已申請及授權專利豐富，公司研發實力強

业务主体	申请中的专利总数	已授权的专利总数(含软著与集成电路布图)	发明专利		实用新型		外观设计		PCT国际阶段	软件著作权	集成电路布图设计	备注
			申请中	授权	申请中	授权	申请中	授权				
集成电路业务	120	316	101	150	8	113	11	53	51	27	30	含艾派克、杭州朔天
打印耗材业务	383	1,112	227	372	148	656	8	84	94	-	1	含耗材资产包、中润、拓佳、欣威
SCC	12	123	12	108	-	-	-	15	125	-	-	
利盟 Lexmark	563	2,109	543	2,050	-	-	20	59	15	20	-	
合计	1078	3738	883	2680	156	769	39	211	285	47	31	

资料来源：公司公告，申万宏源研究（数据截止至 2017.12.31）

我们认为，耗材芯片未来有几点发展趋势：1) SoC 芯片技术是趋势，2) 高性能、低功耗将成为未来发展重点，3) 芯片的加密功能未来有望主导行业发展，打印机产业链是一个闭环，打印机、耗材、耗材芯片的自主可控和保密性能都十分重要，发展加密芯片有助于提高打印机及耗材企业在行业中的竞争力。

6. 投资建议

6.1 关键假设

预计 2018-2022 利润成长约 2.3 倍，CAGR 约 34%。在利盟并表 51%的情况下，预计 2022 年，总利润约 32 亿元人民币，其中整机合计 16.7 亿元、耗材及打印芯片合计 15 亿元。

1、耗材业务保持稳定增长，行业增速为 10-20%，赛纳科技耗材资产包 2020 年收入维持 18%的收入增速，收购的三个耗材公司（中润靖杰、珠海欣威、珠海拓佳）收入增速 10%左右，完成业绩承诺，并且随着行业整合，集中过度提升，公司盈利有望提升，2018-2020 年毛利率预计 41.5%、42%、43%；

2、芯片业务目前仍以耗材芯片为主，行业增速为 15-25%，公司 2018-2020 年艾派克微电子实现收入分别为 13.8/15.7/18 亿元，毛利率维持在 79%、79%、80%，打印机主控芯片 2018 年下半年开始生产，预计 2019-2020 年收入放量，通用 MCU 预计在 2020 年爆发；

3、利盟整合进展顺利，与奔图之间合作互补，预计 2018 年利盟打印机销量 20%增长，奔图销量翻倍，并且公司在珠海建设的产业园基地预计 2020 年投完，产能规划 400-500 万台，协同效应逐步显现，预计收入保持 20%增长，毛利率维持在 25%/25.3%/25.3%；

4、费用方面，2018 年，美元负债/摊销负担（预计合计 2.37 亿美元负担）制约净利润，大股东借款/总部费用/激励费用（预计合计 3.3 亿元）也制约净利润。考虑到公司业务整合已初见成效，2019 年费用开始恢复正常化，2018 年由于整合业务产生了部分一次性费用，2019 年后将减少。

6.2 盈利预测

战胜诸多制约因素，2018 年预告净利润表现出色。1) 公司当前的成长增量包括业务种类的增加(打印机、打印机芯片、打印机耗材)及其各市场占有率的变化。成长扰动包括管理整合、大股东借款财务费用、总部费用、股权激励费用、折旧摊销、美元负债。由于以上因素并非经常性存在，不妨观察长期，例如 2022 年之后。2022 年的公司收入、利润与现金流较为平稳，而 2018-2021 年有诸多非经常性因素因素。2) 预计 2022 年，总利润约 32 亿元人民币，其中整机合计 16.7 亿元、耗材及打印芯片合计 15 亿元。3) 2018 年，美元负债/摊销负担（预计合计 2.37 亿美元负担）制约净利润，大股东借款/总部费用/激励费用（预计合计 3.3 亿元）也制约净利润。但依据已经预告净利润 9.71 亿元，超越当时普遍预测的 6-7 亿元，这是明确的经营利好信号。

利润四年 CAGR 34%的打印机自主可控的追求者，首次覆盖，给予“买入”评级。我们预计公司 2018-2022 年收入分别为 216/258/309/367/437 亿元，归母净利润分别为

9.68/13.68/20.1/25.27/31.58 亿元，目前对应 PE 为 34/24/16/12/10X，相比于 2018 年快报 9.7 亿元，至 2022 年，利润增长至 32 亿元，近 2.3 倍。若假设后期利盟剩余 49% 股权的收购，至 2020 年，利润仍有增厚空间。参考行业可比公司估值情况，行业平均 18-19 年对应 PE 为 37/29，目前公司估值处于较低水平，考虑未来几年复合增速 34%，给予“买入”评级。

表 10：毛利拆分表

单位：百万元		2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
打印业务	收入		2,021	14,073	16,887	20,265	24,317	29,181	35,017
	成本		1,643	11,027	12,665	15,097	18,165	21,798	26,158
	毛利		378	3,045	4,222	5,167	6,152	7,383	8,859
	毛利率		19%	22%	25%	26%	25%	25%	25%
	收入占比		35%	66%	78%	78%	79%	79%	80%
	毛利占比		18%	54%	63%	64%	64%	65%	66%
耗材	收入	1,305	1,519	2,507	3,354	3,863	4,454	5,050	5,728
	成本	815	978	1,516	1,962	2,241	2,539	2,878	3,265
	毛利	490	541	990	1,392	1,622	1,915	2,171	2,463
	毛利率	38%	36%	40%	42%	42%	43%	43%	43%
	收入占比	64%	26%	12%	15%	15%	14%	14%	13%
	毛利占比	59%	26%	17%	21%	20%	20%	19%	18%
芯片	收入	443	901	867	1,400	1,690	2,100	2,500	2,991
	成本	149	227	162	310	413	515	678	839
	毛利	294	675	705	1,090	1,277	1,585	1,822	2,151
	毛利率(%)	66%	75%	81%	78%	76%	75%	73%	72%
	收入占比	22%	16%	4%	6%	7%	7%	7%	7%
	毛利占比	36%	33%	12%	16%	16%	16%	16%	16%
其他收入	收入	301	1,365	3,878					
	成本	259	888	2,949					
合计	毛利	42	477	929					
	毛利率(%)	14%	35%	24%					
	收入占比	15%	24%	18%					
	毛利占比	5%	23%	16%					
合计	收入	2,049	5,805	21,324	21,641	25,818	30,871	36,731	43,736
	成本	1,223	3,735	15,654	14,937	17,750	21,219	25,355	30,262
	毛利	826	2,070	5,670	6,704	8,067	9,652	11,376	13,474
	毛利率(%)	40%	36%	27%	31%	31%	31%	31%	31%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

表 11：可比公司估值表

序号	代码	证券简称	2019/3/18		EPS			市盈率 PE		
			收盘价	2018E	2019E	2020E	18E	19E	20E	
1	300054.SZ	鼎龙股份	9.63	0.35	0.43	0.54	27	22	18	
2	603986.SH	兆易创新	101.79	1.69	2.12	2.74	60	48	37	
3	600271.SH	航天信息	28.07	0.86	1.09	1.39	33	26	20	
4	600667.SH	太极实业	7.69	0.24	0.30	0.44	32	25	17	
5	002415.SZ	海康威视	36.51	1.22	1.50	1.85	30	24	20	
平均							37	29	22	

资料来源：Wind 一致预期，申万宏源研究

表 12：合并损益表

单位：百万元	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
营业总收入	5805	21324	21641	25818	30871	36731	43736
打印机	2021	14073	16887	20265	24317	29181	35017
耗材	1519	2507	3354	3863	4454	5050	5728
芯片	901	867	1400	1690	2100	2500	2991
其他	1365	3878	0	0	0	0	0
营业总成本	6194	25840	20965	23569	27570	32409	38204
营业成本	3735	15654	14937	17750	21219	25355	30262
打印机	1643	11027	12665	15097	18165	21798	26158
耗材	978	1516	1962	2241	2539	2878	3265
芯片	227	162	310	413	515	678	839
其他	888	2949	0	0	0	0	0
税金及附加	36	108	108	137	170	159	175
销售费用	751	4127	2510	2840	3180	3466	3921
管理费用	1257	3933	2554	2349	2702	3196	3674
财务费用	385	1908	538	345	218	168	145
资产减值损失	31	109	318	148	80	66	27
公允价值变动损益	(19)	6	0	0	0	0	0
投资收益	(3)	1501	80	115	142	151	138
汇兑收益	0	0	83	50	40	0	0
资产处置收益	(2)	(51)	0	0	0	0	0
其他收益	0	88	0	0	0	0	0
营业利润	(413)	(2971)	839	2413	3483	4473	5670
营业外收支	48	10	(67)	3	17	7	10
利润总额	(364)	(2962)	772	2416	3500	4480	5680
所得税	(92)	(4413)	104	345	504	649	831
净利润	(272)	1451	668	2071	2997	3830	4849
少数股东损益	(333)	502	(300)	703	986	1304	1691
归属于母公司所有者的净利润	61	949	968	1368	2010	2527	3158

资料来源：Wind,申万宏源研究

表 13：合并资产负债表

单位：百万元	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
流动资产	11671	10266	8883	9791	11252	16835	23915
现金及等价物	1775	3169	1127	1277	1640	6123	11917
应收款项	3301	2333	3375	3128	3861	4304	4575
存货净额	3441	2367	2515	2913	3506	4213	5119
其他流动资产	3155	2397	1866	2473	2245	2194	2304
长期投资	0	3	1	2	2	2	2
固定资产	4278	3407	3442	3707	3831	3506	3180
无形资产及其他资产	34822	21852	21864	21989	21902	21918	21936
资产总计	50771	35528	34190	35488	36987	42260	49032
流动负债	14857	11731	14225	12952	12954	14417	16341
短期借款	869	946	4332	829	239	263	266
应付款项	5869	5462	5212	6194	7404	8847	10560
其它流动负债	8119	5322	4681	5929	5311	5307	5515
非流动负债	31463	16644	12144	12644	11144	11124	11124
负债合计	46320	28375	26369	25596	24098	25541	27465
股本	1012	1064	1064	1064	1064	1064	1064
其他权益工具	0	0	0	0	0	0	0
资本公积	(22)	1464	1464	1464	1464	1464	1464
其他综合收益	(45)	(218)	(218)	(218)	(218)	(218)	(218)
盈余公积	96	136	177	234	319	425	557
未分配利润	736	1615	2543	3854	5780	8201	11226
少数股东权益	2673	3091	2791	3494	4481	5784	7475
股东权益	4451	7153	7821	9892	12889	16719	21568
负债和股东权益合计	50771	35528	34190	35488	36987	42260	49032

资料来源：Wind,申万宏源研究

表 14：合并现金流量表

单位：百万元	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
净利润	(272)	1451	668	2071	2997	3830	4849
加：折旧摊销减值	334	1906	523	403	406	392	353
财务费用	395	1647	538	345	218	168	145
非经营损失	(173)	(7453)	(80)	(115)	(142)	(151)	(138)
营运资本变动	(167)	2737	(1758)	683	(196)	227	510
其它	9	105	(56)	625	(398)	57	95
经营活动现金流	126	394	(165)	4011	2885	4523	5813
资本开支	333	354	240	520	450	0	0
其它投资现金流	(24491)	490	256	115	141	151	138
投资活动现金流	(24818)	9055	16	(405)	(309)	151	138
吸收投资	3402	1420	0	0	0	0	0
负债净变化	15637	(6378)	(1114)	(6503)	(2090)	3	3
支付股利、利息	275	850	538	345	218	168	145
其它融资现金流	6018	(2336)	(66)	3391	94	(27)	(14)

融资活动现金流	24782	(8144)	(1719)	(3456)	(2214)	(192)	(156)
净现金流	46	1348	(1868)	150	362	4483	5794

资料来源 :Wind,申万宏源研究

6.3 风险提示

商誉减值风险，费用控制不达预期，通用 MCU 芯片客户开展不达预期等

附录：公司发展历程

表 15：公司发展历程

时间	重要事件
2007 年 11 月	万利达上市
2008 年 10 月	万利达全资子公司珠海万利达投资有限公司收购商南县青山矿业有限责任公司股权及资产
2009 年 1 月	万利达获国家规划布局内重点软件企业
2009 年 4 月	万利达获广东省高新技术企业认定
	艾派克借壳万利达上市
2014 年 3 月-9 月	万利达发布《重大资产置换及发行股份购买资产暨关联交易报告书（草案）》万利达拟以非公开发行股份的方式购买赛纳科技所持珠海艾派克的 96.67% 股权与万利达置出资产差额部分。 7 月通过证监会上市公司并购审核委员会通过 9 月资产置换及交割完成，艾派克实现借壳上市
2014 年 12 月	公告变更公司名称为艾派克，更换经营范围
2015 年 5 月	艾派克发布重大资产购买预案，拟发行股份购买资产所涉及的珠海赛纳打印科技有限公司
2015 年 6 月	艾派克现金收购美国 SCC，SCC 主要产品为通用耗材打印芯片
2015 年 7 月	艾派克为达成增强公司主业、延伸产业链之战略目标，艾派克参与共同投资成立一家私募基金管理公司 - 珠海中科金桥科技控股有限公司，产业基金的投资方向为具有产品创新能力和高成长潜力的集成电路设计企业。
2015 年 8 月	艾派克发行股份购买珠海赛纳打印科技有限公司并募集配套资金，关联交易事项获中国证监会并购重组委员会无条件审核通过。
2016 年 2 月	艾派克现金收购珠海艾派克微电子有限公司 3.33% 股权暨关联交易
2016 年 4 月	艾派克全资子公司 SeineTech(USA)Co.,Ltd 与珠海纳思达电子签订《股权转让协议》，SeineTech(USA)Co.,Ltd 拟以自有现金 185 万美元收购纳思达电子持有的 NinestarTechnologyCompany,Ltd100% 股权。拟与艾派克共同出资收购 Lexmark 的全部股份，并构成重大资产重组
2016 年 4 月	艾派克全资子公司收购 NihonNinestarCompanyLimited100% 股权暨关联交易
2016 年 9 月	艾派克因重大资产购买事项（Lexmark 利盟收购）涉及的 CFIUS 第二阶段审查结果通过
2016 年 11 月	艾派克重大资产购买联合投资者签署《股东协议》
2016 年 12 月	艾派克对利盟购买事项完成
2017 年 4 月	艾派克分别现金收购新威科技、中润靖杰和拓佳科技 51% 股份，同年 6 月收购完成
2017 年 5 月	艾派克更名纳思达
2017 年 5 月	纳思达拟通过其控股的境外瑞士子公司 LexmarkInternationalHoldingsISARL 以现金方式向 ProjectLeopardAcquireCoLimited 出售交割前重组完成后卖方所持有 KofaxLimited 的 100% 股权。
2017 年 7 月	纳思达出售 Kofax 交易完成
2017 年 10 月	证监会核准公司非公开发行不超过 5.16 亿股新股，股票于 12 月上市，投资到智能化生产改造项目、激光打印机高端装备智能制造项目和美国研发中心项目
2017 年 12 月	为解决纳思达与珠海奔图电子有限公司之间的同业竞争情况，整合公司与奔图电子在打印机生产销售方面的资源，公司拟与奔图电子的股东签署《托管协议》，受托对奔图电子进行统一经营管理
2018 年 1 月	公司及子工资开展金融衍生品交易业务
2018 年 3 月	为满足公司对利盟 Lexmark 打印机及其耗材生产转移所需的零部件供应支持，提高公司产品及服务质量，纳思达与协隆电子、汇威打印机耗材于 2018 年 3 月 29 日签署《股东协议》，共同合资设立珠海协隆塑胶电子有限公司，该公司将成为 Lexmark 打印机及其耗材产品的配件供货方。
2018 年 8 月	赛纳打印科技股份有限公司 2018 年非公开发行可交换公司债券

资料来源：公司公告，申万宏源研究

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	陈陶	021-23297221	13816876958	chentao1@swyhsc.com
华北	李丹	010-66500631	13681212498	lidan4@swyhsc.com
华南	陈雪红	021-23297530	13917267648	chenxuehong@swyhsc.com
海外	胡馨文	021-23297753	18321619247	huxinwen@swyhsc.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

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“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，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

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、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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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。