

纳思达 (002180.SZ)
计算机设备

证券研究报告/公司深度报告

2025年03月05日

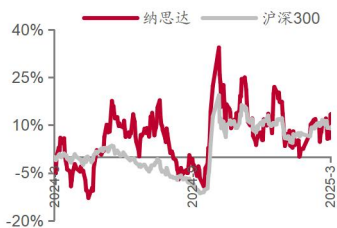
评级： 买入 (首次)

分析师：孙行臻
执业证书编号：S0740524030002
Email: sunxz@zts.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	1,422.99
流通股本(百万股)	1,365.26
市价(元)	28.15
市值(百万元)	40,057.15
流通市值(百万元)	38,431.95

股价与行业-市场走势对比



相关报告

公司盈利预测及估值

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	25,855	24,062	26,553	29,398	32,851
增长率 yoy%	13%	-7%	10%	11%	12%
归母净利润(百万元)	1,863	-6,185	822	1,712	2,108
增长率 yoy%	60%	-432%	113%	108%	23%
每股收益(元)	1.32	-4.37	0.58	1.21	1.49
每股现金流量	0.80	2.03	3.90	2.17	2.37
净资产收益率	10%	-64%	8%	14%	15%
P/E	21.5	-6.5	48.7	23.4	19.0
P/B	2.5	4.2	4.0	3.5	3.0

备注：股价截止自2025年03月05日收盘价，每股指标按照最新股本数全面摊薄

报告摘要

- 纳思达：聚焦激光打印机自主可控之路。** 1) **公司定位**：纳思达致力于成为通用耗材及激光打印机行业的领导者，打印机+耗材+芯片为三大主业，长短期成长逻辑兼具，拟出售利盟轻装上阵，产业链全布局成长韧性充足。2) **发展历程**：自2000年创立以来，通过内生增长与外延并购，逐步实现了打印机及耗材的全面整合，并成为全球第四大激光打印机制造商。3) **股权架构**：公司实际控制人持股比例为33.4%，控制权稳定。4) **财务分析**：2023年公司亏损系计提大额资产减值所致，2024年营收回暖态势显现，毛利水平企稳回升。
- 打印机：信创复苏+结构改善，助力奔图加速向上。** 1) 随着自主可控需求复苏，打印机市场国产化替换速度有望加快，作为核心产品(A4+A3激光打印机)与党政及商业客户需求高度契合的打印机厂商，奔图有望凭借技术壁垒深厚+产品结构改善毛利+生态适配提升体验的优势，进一步扩大其在销量、产品丰富度的优势，在信创市场中获取更大份额。2) 利盟国际在中高端激光打印机市场具备竞争优势，与奔图通过产品线互补、成本控制及销售体系协同。
- 通用耗材：产业链全覆盖，技术优势扩大盈利能力。** 原装耗材技术要求和价格较高，主要面向原装设备厂商；而通用耗材以更低的技术门槛和价格，服务价格敏感的售后市场。公司在通用耗材及芯片领域竞争优势显著，市场份额领先。通过收购行业内的领先企业，公司的上下游一体化布局不断增强，进一步提升了市场占有率和竞争力。
- 芯片：发力非打印芯片，通用MCU打开中长期增长曲线。** 1) 我国打印机SoC市场正在进行国产替代，随着信息安全需求的提高，主控SoC芯片作为打印机的“大脑”，承担着关键功能。尽管国内产业起步较晚，技术壁垒高，纳思达通过技术攻关已经突破国外封锁。2) MCU市场持续扩张，预计到2028年将达到585亿元。新能源汽车的发展为MCU带来了巨大需求，尤其是在智能汽车领域，单车MCU数量显著增加。纳思达子公司珠海极海微电子不仅专注于打印机SoC，还积极布局非打印MCU业务，覆盖工业4.0和物联网等应用，推动公司构筑第二增长曲线。
- 盈利预测、估值及投资评级**：预计公司2024-2026年归母净利润分别为8.22/17.12/21.08亿元，公司估值则采取分部测算。业务纵向+横向全面布局，纵向来看，聚集奔图生产的自主可控激光打印机，产业链打通发挥规模效应；横向来看，从打印芯片走向非打印芯片。业务发展方面，中短期来看，信创市场从党政渗透向行业，并且A3等打印机技术突破实现价值量突破，在政策指引时间点逼近的情形下实现量价齐升；中长期来看，非打印芯片探索工业、车规等市场新增量，空间可期。首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示**：宏观经济波动；技术迭代与创新；市场竞争加剧；投并购涉及仲裁案件可能对净利润产生影响；拟置出利盟获得审批、备案或登记存在不确定性；研究报告中使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险。

内容目录

一、纳思达：聚焦激光打印机自主可控之路	4
1.1 发展历程：出售利盟轻装上阵，产业链全布局成长韧性充足.....	4
1.2 业务架构：打印机+耗材+芯片为三大主业，长短期成长逻辑兼具.....	5
1.3 股权架构：股权结构稳定，发布激励计划坚定发展信心.....	6
1.4 财务分析：营收回暖态势显现，毛利企稳回升.....	7
二、打印机：信创复苏+结构改善，奔图加速向上	9
2.1 打印机行业：专利壁垒深厚，保有量支撑耗材长期稳定流入.....	9
2.2 奔图电子：信创复苏+产品力突出，看好打印机信创领军份额提升.....	11
2.3 利盟国际：高端打印机产品线齐全，业务覆盖全球多个国家.....	15
三、通用耗材：产业链全覆盖，技术优势扩大盈利能力	18
3.1 通用耗材：价格优势奠定广阔市场需求，产业链发展成熟.....	18
3.2 打印耗材芯片：打印机与耗材间兼容性关键，技术优势提升盈利能力.....	19
3.3 竞争力：技术均处行业领先，对外并购加强一体化效应.....	21
四、芯片：发力非打印芯片，通用 MCU 打开中长期增长曲线	22
4.1 MCU 行业：国产化率较低，智能汽车及物联网市场广阔.....	22
4.2 竞争力：自主研发与创新驱动，非打印 MCU 覆盖多种应用场景.....	25
盈利预测与投资建议	26
风险提示	32

图表目录

图表 1：公司发展历程.....	4
图表 2：2021-2024H1 公司分业务营业收入.....	1
图表 3：2021-2024H1 公司分业务营业收入占比.....	5
图表 4：公司股权结构.....	6
图表 5：公司旗下子公司及其板块股权结构.....	6
图表 6：公司股权激励考核目标.....	7
图表 7：2019-2024H1 公司营业收入.....	7
图表 8：2019-2024H1 公司归母净利润.....	7
图表 9：2019-2024H1 公司毛利率情况.....	8
图表 10：2021-2024H1 公司各业务毛利率.....	8
图表 11：2019-2024H1 公司费用率.....	8
图表 12：2023 年公司员工构成比例.....	8
图表 13：2019-2024H1 公司经营现金流净额.....	9
图表 14：2023Q1-2024Q3 全球办公外设硬件市场份额变化.....	9
图表 15：打印机核心竞争者.....	9
图表 16：打印机泄密风险及保护措施.....	10
图表 17：2010-2024 年中国市场打印机格局变化.....	10
图表 18：2010-2024 年中国 A4 激光打印机格局变化.....	10
图表 19：2016-2025E 我国打印机市场规模（单位：亿元）.....	11
图表 20：2024 年 1-10 月中国打印外设市场出货量及增长率.....	11
图表 21：打印机分类.....	11
图表 22：奔图 2010 年打破激光打印机行业壁垒.....	12
图表 23：2019-2024H1 奔图电子营业收入.....	13

图表 24:	2019-2024H1 奔图电子净利润	13
图表 25:	全球打印机产品丰富度及出口情况对比	13
图表 26:	奔图收购及出售利盟产品力变化	14
图表 27:	奔图部分高端产品	14
图表 28:	奔图 2010 年打破激光打印机行业壁垒	15
图表 29:	利盟部分产品	15
图表 30:	2019-2024H1 利盟营业收入	16
图表 31:	2019-2024H1 利盟归母净利润	16
图表 32:	利盟与其他热门激光打印机产品性能对比	16
图表 33:	利盟与其他热门激光打印机产品打印开支对比 (单位: 美元)	17
图表 34:	利盟与奔图的协作优势	18
图表 35:	通用耗材及原装耗材区别对比	18
图表 36:	通用耗材行业产业链	19
图表 37:	2018-2023E 中国打印耗材市场规模	19
图表 38:	2021 年中国打印耗材市场结构	19
图表 39:	打印机盈利模式	20
图表 40:	中国通用耗材芯片生命周期	20
图表 41:	2013-2022 年我国打印机芯片市场规模	21
图表 42:	2019 年我国打印耗材芯片竞争格局 (按照销售额计算)	21
图表 43:	公司通过外部收购布局全产业链	22
图表 44:	SoC 芯片技术难度	22
图表 45:	2014-2028E 中国 MCU 市场规模	23
图表 46:	2022 年中国 32 位 MCU 下游市场细分	23
图表 47:	2022 年中国市场中 32 位 MCU 占比 57%	23
图表 48:	不同类型汽车搭载 MCU 数量对比	24
图表 49:	2019-2025E 全球汽车 MCU 市场规模	24
图表 50:	IOT 设备运行架构	24
图表 51:	2020-2030E 工业物联网行业全球规模及预测	24
图表 52:	物联网 MCU 与通用 MCU 区别	24
图表 53:	2022 年中国 8 位 MCU 市场格局 (按出货量)	25
图表 54:	2022 年中国 32 位 MCU 市场格局 (按出货量)	25
图表 55:	公司 SoC 产品及参数	25
图表 56:	公司非打印 MCU 芯片	26
图表 57:	公司芯片研发实力	26
图表 58:	公司分业务收入与毛利率假设表	28
图表 59:	公司费用率假设表	28
图表 60:	奔图业务对应可比公司估值表	29
图表 61:	利盟业务对应可比公司估值表	29
图表 62:	芯片业务对应可比公司估值表	30
图表 63:	通用耗材及配件业务对应可比公司估值表	30
图表 64:	纳思达各业务估值表	30

一、纳思达：聚焦激光打印机自主可控之路

1.1 发展历程：出售利盟轻装上阵，产业链全布局成长韧性充足

- **国产激光打印机龙头，“耗材+芯片+整机+服务”全产业链布局。**公司创立于2000年，2014年公司在深交所上市，截至2024年中报披露，公司目前为全球第四的激光打印机厂商。公司从打印通用耗材生产起步，成长为行业领先的专用集成电路芯片设计企业和全球通用耗材行业领导型企业。
- **立足通用耗材，进军激光打印机，历经20余年实现全产业链布局：**
 - 1) **发展奠基期（2000-2006年）：**公司创立之初为格之格品牌，主营业务为通用墨盒，2001年突破耗材芯片技术壁垒，以通用耗材切入赛道。
 - 2) **自研攻坚期（2007-2014年）：**2007年正式转型攻坚激光打印机，2010年发布中国第一台自主核心技术激光打印机，完成打印机“耗材+芯片+整机+服务”全产业链覆盖，并积极布局进入安全芯片、通用MCU芯片等新领域。
 - 3) **并购整合期（2015年-至今）：**公司进一步布局打印机行业产业链薄弱环节，并通过收购持续增加集成电路行业投入。1) 通用耗材：公司于2017年控股拓佳科技、欣威科技、中润靖节，实现对国内通用耗材的全面整合，成为世界通用耗材的领域龙头。2) 打印机全产业链布局：公司自2015年起收购美国SCC、美国利盟国际和奔图电子，完成了打印机设备-零部件-打印管理服务的全产业链布局。3) 芯片：2015年并购杭州朔天科技与晟碟科技，逐步构建强大的嵌入式系统开发能力，积累了丰富的集成电路设计经验，形成了独特的技术优势。

图表 1：公司发展历程



来源：公司官网，中泰证券研究所

- **出售利盟轻装上阵，聚焦激光打印机自主可控之路。**公司于2016年联合财团以39亿美元成功并购美国利盟国际，2017年7月美国利盟国际出售其所属企业软件业务资产包给Project Leopard AcquireCo Limited，最终交易全部对价13.23亿美元。2024年12月23日，据公司公告，公司将以现金方式向施乐出售利盟国际100%股权，交割基准金额为15亿美元，最终的购买对价将由买卖双方在交割后依据双方确认的标的公司净营运资金、净营运

资金调整数、融资负债、交割日现金、交易费用及过渡期义务金额的相应金额调整而定。

1.2 业务架构：打印机+耗材+芯片为三大主业，长短期成长逻辑兼具

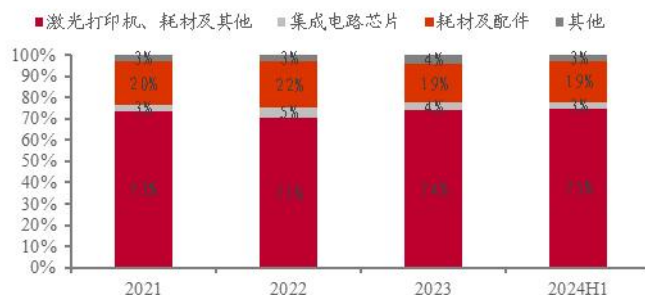
- **三大业务板块：打印机及专用耗材、芯片、耗材及配件。**三大板块占营收比重较为稳定，2023 年公司营业收入为 240.62 亿元。近三年，打印机、耗材及其他板块占公司营收比重保持在 70%+，2023 年板块营业收入为 177.69 亿元；芯片业务占比为 3-4%，2023 年营收为 8.74 亿元；耗材及配件占比为 20%左右，2023 年营收为 44.80 亿元。
- **1) 打印机、耗材及其他板块：“利盟+奔图”双品牌，奔图品牌目标市场为 A4 黑白打印等中低端市场，利盟国际聚焦中高端市场。**
 - **奔图电子：已实现全产业链覆盖，中低端为基，高端化初见成效。**公司已构建“关键零部件—打印机—打印管理服务”全产业链布局，产品覆盖打印机及耗材配件、硬件及解决方案。公司产品定位以 A4 黑白打印等中低端产品为主，2023 年 A4 彩色激光打印机、A3 激光打印机等中高端机型销量实现同比增长，高端化初见成效。
 - **利盟国际：聚焦中高端打印机产品及服务，下游客户集中于公司与企业。**利盟于 2016 年被纳思达收购，其产品覆盖多种型号的黑白及彩色激光打印机、多功能数码复合一体机、相关耗材及云端等配套软件服务。利盟品牌定位全球中高端市场，其悠久的品牌历史和全球化布局的销售渠道帮助公司开拓欧美高端企业打印机市场，发挥出与奔图相配合的低端+高端、国内+海外协同效应。
- **2) 通用打印耗材板块：公司份额居于行业龙头，一体化产业链布局提升竞争力。**公司通用打印耗材的营业主体是珠海格之格数码科技有限公司及 Static Control 史丹迪等，产品覆盖激光打印、喷墨打印、针式打印的各类耗材，包括硒鼓、碳粉、墨盒等。根据公司 2023 年年报披露，公司相关产品市场份额位居全球翘楚。
- **3) 集成电路芯片板块：打印机 SoC 芯片技术优势稳固，产品下游应用广泛。**公司拥有丰富的集成电路设计经验和强大的嵌入式系统开发能力，形成了独特的技术优势。核心技术包括 16/32 位国产自主内核和 RISC-V 内核设计、ARM 内核优化与应用、双核至七核多核异构 SoC 设计等。应用领域方面，公司设计、销售的产品主要为打印影像芯片、工控安全芯片、消费级产品芯片、新能源芯片及汽车电子芯片，产品广泛应用于工业实时信号处理、通信设施、智慧家居、高端消费电子、汽车电子及智慧能源等领域。

图表 2：2021-2024H1 公司分业务营业收入



来源：Wind，中泰证券研究所

图表 3：2021-2024H1 公司分业务营业收入占比

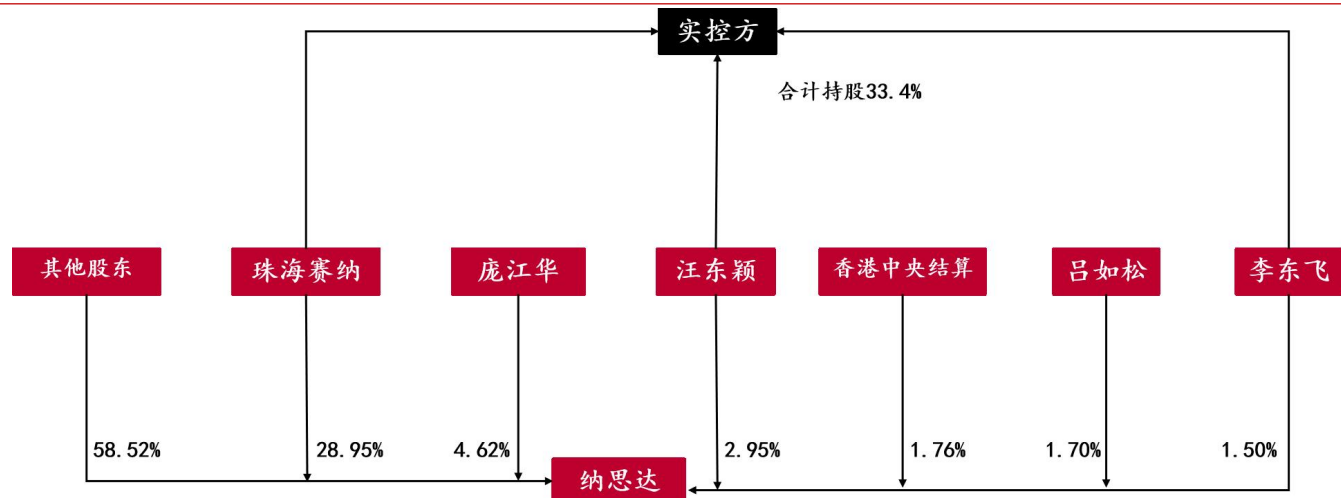


来源：Wind，中泰证券研究所

1.3 股权架构：股权结构稳定，发布激励计划坚定发展信心

- 公司股权结构清晰且稳定，实控人及一致行动人持股比例共计 **33.4%**。截至 2024 年三季度，公司的十大股东包括实控方珠海赛纳、汪东颖、李东飞，持股比例共计 33.4%，公司控制权稳定。

图表 4：公司股权结构



来源：Wind，中泰证券研究所（数据截止 2024 年三季度）

- 公司通过清晰的业务板块划分，实现对集成电路业务、通用耗材业务、打印机业务和投资板块的高效管理。1) 集成电路业务：统一整合至极海微电子股份有限公司之下，纳思达直接控股 81.08%；2) 通用耗材业务：智数电子、拓佳科技等子公司负责该板块业务；3) 打印机业务：主要由珠海奔图电子以及利盟国际（Lexmark International, Inc.）负责；4) 投资、控股业务：珠海纳思达投资有限公司等全资子公司负责投资、控股。

图表 5：公司旗下子公司及其板块股权结构

业务性质	子公司名	持股比例
打印耗材产品的生产、销售	珠海纳思达智数电子商务有限公司	52.00%
	珠海市拓佳科技有限公司	51.00%
	珠海欣威科技有限公司	100.00%
	珠海中润靖杰打印科技有限公司	100.00%
	QUANWIN COMPANY LIMITED	100.00%
	珠海纳思达信息技术有限公司	100.00%
	珠海纳思达莱曼科技有限公司	100.00%
	中山市三润打印耗材有限公司	51.00%
	Rainbow Tech International Limited	100.00%
	珠海格之格数码科技有限公司	100.00%
	Ninestar Image Tech Limited	100.00%
	Seine (Holland) B.V.	100.00%
	Static Control Components (Europe) Limited	100.00%
	Ninestar Technology Company Ltd	100.00%
	打印机及打印耗材的研发、生产和销售；软件服务	Lexmark International II LLC.
珠海全域科技有限公司		100.00%
珠海奔图电子有限公司		100.00%

集成电路产品设计、生产、销售	极海微电子股份有限公司	81.08%
	Ninestar Holdings Company Limited	63.52%
	Ninestar Group Company Limited	63.52%
	珠海横琴格之格科技有限公司	100.00%
	珠海纳思达投资有限公司	100.00%
	Static Control Holdings Limited	100.00%
	Static Control Components Limited	100.00%
	Willtech Holdings Limited	100.00%
	珠海齐芯谐波投资有限责任公司	100.00%
	珠海众芯同行投资有限责任公司	100.00%
投资、控股、咨询等业务		

来源：公司公告，中泰证券研究所 注：数据日期截至 2024 年中报

- 公司 2024 年股票期权激励计划通过设定多层次业绩考核目标，将股东利益与员工利益紧密结合，进一步激发员工积极性。公司 2024 年股票期权激励计划包含 2024 至 2026 三个会计年度，包含公司、激励对象所在业务单元、个人三个层面的业绩考核。三个行权期的公司业绩考核目标分别为，以 2023 年营业收入为基数，2024/2025/2026 年度营业收入增长率不低于 15%/32%/52%，或累计营业收入增长率不低于 15%/147%/299%。

图表 6：公司股权激励考核目标

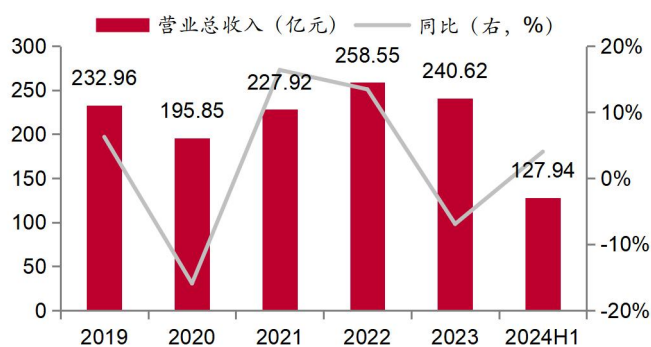
行权期	对应考核年度	各考核年度营业收入增长率	
		目标值 (Am)	目标值 (Bm)
第一个行权期	2024	15%	15%
第二个行权期	2025	32%	147%
第三个行权期	2026	52%	299%

来源：公司公告，中泰证券研究所

1.4 财务分析：营收回暖态势显现，毛利企稳回升

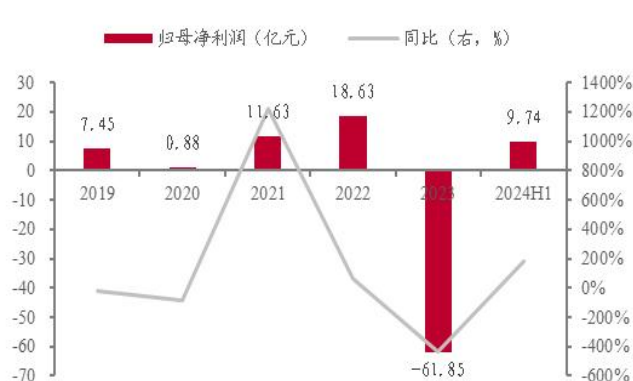
- 2023 年亏损系商誉减值所致，2024H1 营业收入重回增长。2023 年实现营业收入 240.62 亿元，同比下降 6.94%，归母净利润为 -61.85 亿元，同比下降 432.02%，系联盟国际计提商誉减值所致。2024H1 实现营业收入 127.94 亿元，同比提升 4.01%；归母净利润为 9.74 亿元，同比提升 177.34%。

图表 7：2019-2024H1 公司营业收入



来源：Wind，公司公告，中泰证券研究所

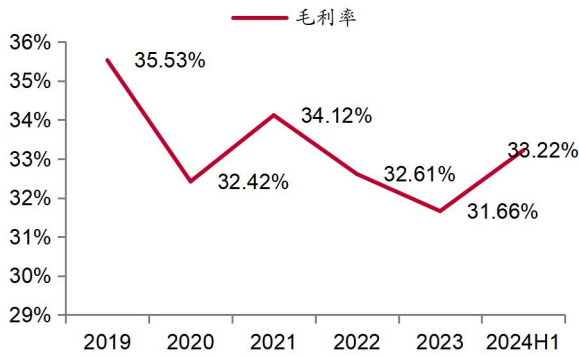
图表 8：2019-2024H1 公司归母净利润



来源：Wind，公司公告，中泰证券研究所

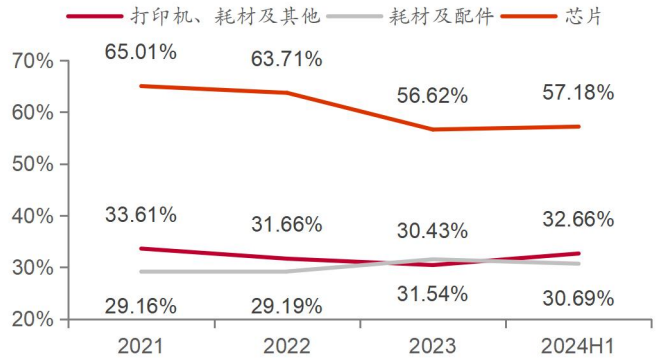
- **毛利水平企稳回升，打印机、耗材及芯片板块盈利能力增强。**2023 年公司毛利率出现下滑，为 31.66%，同比下降 0.95pct，2024H1 公司毛利率为 33.22%，相比 23 年年末提升 1.56pct，公司毛利率出现企稳回升态势。分产品来看，2024 年上半年打印机及耗材、芯片板块毛利率均相较于 2023 年出现企稳回升，耗材及配件板块相较于 23 年年底略微下降，公司产品整体盈利能力提升。

图表 9：2019-2024H1 公司毛利率情况



来源：Wind，中泰证券研究所

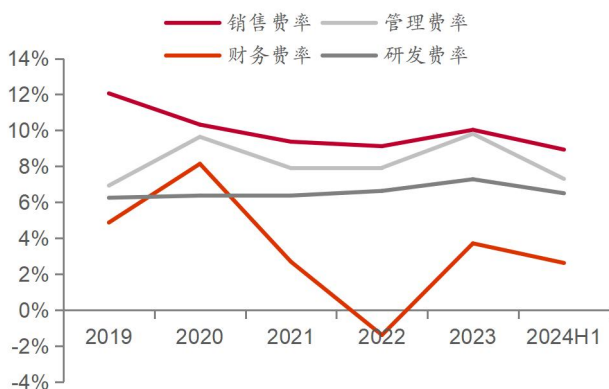
图表 10：2021-2024H1 公司各业务毛利率



来源：Wind，中泰证券研究所

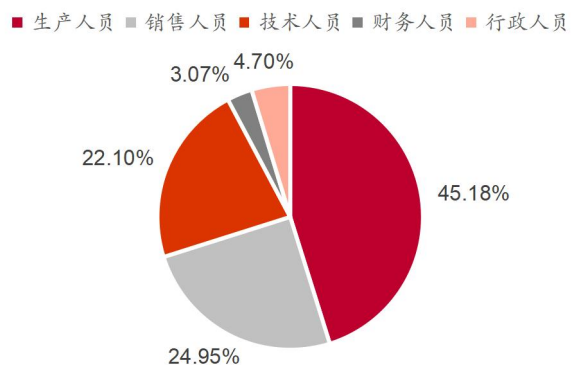
- **2019 年-2024H1，公司费控相对稳定，坚定持续投入研发。**分项来看，1) 销售费率：整体呈下降趋势，从 2019 年的 12.06% 降至 2024H1 的 8.93%；2) 管理费率：在 2020-2022 年间稳步下降，2023 年因营收下降导致管理费率有所抬升。3) 财务费率：波动较大，2020 年达到 8.14%，2024H1 为 2.62%；4) 研发费率：投入稳定且坚定，基本保持在 6% 至 7% 之间。
- **公司通过重视人才培养和研发投入，构建完善的知识产权体，2023 年底技术人员占比达到 22.10%。**公司高度重视人才培养及研发和生产投入，截至 2023 年 12 月 31 日，公司拥有自主研发专利 5862 项，其中 3500 项为发明专利。从员工构成也可见公司对于研发和技术的投入力度，2023 年公司在职工 21997 人，其中技术人员 4861 人，占比 22.10%。目前公司形成了一套完整的知识产权体系，包括多项具有自主知识产权的核心技术，具备领先的技术应用、解决方案及创新能力。2024H1，公司完成并正式发布中国首台 A3 打印复印一体产品。

图表 11：2019-2024H1 公司费用率



来源：Wind，中泰证券研究所

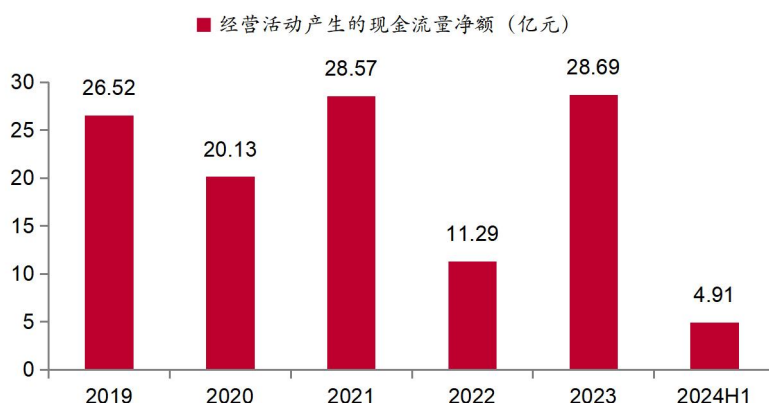
图表 12：2023 年公司员工构成比例



来源：Wind，中泰证券研究所

- 公司经营活动现金流量净额在 2023 年显著回升后，2024 年上半年同比减少 35.85%，主要受提前备货和回款延期的影响。2019 年公司经营活动产生的现金流量净额为 26.52 亿元，2020 年有所下降至 20.13 亿元，2021 年回升至 28.57 亿元，2022 年减少至 11.29 亿元，主要系当年调整备货策略，期末存货增加所致。公司 2023 年显著回升至 28.69 亿元，2024 年上半年，公司经营活动现金流量净额为 4.91 亿元，同比减少 35.85%，主要系公司为了应对市场需求提前备货以及回款延期所致。

图表 13: 2019-2024H1 公司经营现金流净额



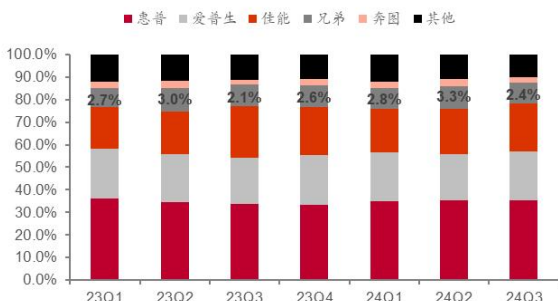
来源: Wind, 公司公告, 中泰证券研究所

二、打印机：信创复苏+结构改善，奔图加速向上

2.1 打印机行业：专利壁垒深厚，保有量支撑耗材长期稳定流入

- 打印机属于技术密集型产业，专利壁垒深厚。打印机集合激光成像、微电子、精细化工、精密自动控制和精密机械等关键技术，全球拥有自主核心技术和制造能力的打印机厂商主要集中在美国、日本，美日打印机厂商联手构建了超过 20 万项的技术专利壁垒，并通过技术封锁、专利限制、人才垄断以及供应链控制等手段，使得打印机国产化之路道阻且艰。

图表 14: 2023Q1-2024Q3 全球办公外设硬件市场份额变化



来源: IDC《全球办公外设硬件市场季度跟踪报告》，中泰证券研究所

图表 15: 打印机核心竞争者



来源: 印记 PrintHub 公众号, 中泰证券研究所

- 打印机存在泄密风险，自主可控需求旺盛。打印机作为信息安全的重要组成部分，直接接触并处理核心信息数据，泄密风险不容忽视，因此掌握打印机全套源代码及完整软件技术对推动打印机环节的信创进度至关重要。

图表 16: 打印机泄密风险及保护措施

安全隐患	保护措施	具体情况
未经授权的访问	多因素认证、RBAC、访问控制列表 (ACL)	通过密码、生物特征、智能卡等方式验证用户身份, 使用基于角色的访问控制 (RBAC) 来分配权限, 维护访问日志以跟踪用户操作。
数据泄露	加密 (TLS/SSL)、安全打印、数据丢失防护	传输和存储数据加密, 采用拉式打印和 PIN 码保护敏感文件, 数据丢失防护 (DLP) 技术用于检测并阻止未经授权的数据打印。
网络攻击	防火墙、入侵检测、VLAN 分段	通过配置防火墙、端口过滤和流量监控来限制网络访问, 实施入侵检测系统 (IDS) 识别异常活动, 使用 VLAN 分段将打印机隔离到不同的网络区域以减少攻击面。
设备篡改或物理盗窃	固件更新、物理安全措施、防篡改机制	定期更新固件以修复漏洞, 将打印机放置在限制区域并使用锁或访问卡进行物理保护, 实施防篡改机制检测硬件或软件的未经授权修改。
操作系统漏洞	定期漏洞扫描、补丁管理	定期执行漏洞扫描以识别并解决潜在的安全漏洞, 确保及时应用安全补丁和更新, 以修复已知的操作系统漏洞并提高整体设备安全性。
通信协议不安全	安全协议 (HTTPS, SNMPv3)、VPN 连接	使用 HTTPS 加密 Web 界面的数据的传输, 使用 SNMPv3 等安全协议进行打印机管理, 建立 VPN 连接以确保远程打印的数据安全传输。
数据丢失或泄漏	实时监控、数据丢失防护 (DLP)	实时监控打印机活动, 收集事件日志, 设置自动警报检测可疑行为, 部署 DLP 解决方案来防止未经授权的打印作业, 限制敏感数据的打印和传输。

来源: LES OLSON, 中泰证券研究所

■ 截至 2025 年 1 月, 中国品牌打印机累积出货量已超过 4000 万台, 近三年年平均出货量超 470 万台。2018 年以前, 中国品牌打印机市场占比不足 10%。然而, 随着国产品牌高速发展, 到 2021 年, 国产品牌打印机的中国市场占有率已超过 20%。根据国际数据公司 IDC 发布的《全球办公外设硬件市场跟踪报告(2024 年第三季度)》和第三方公司调研, 国产品牌 A4 激光打印机中国市场份额从 2010 年的 16% 跃升至 2024 年的 42%。这一显著的增长不仅反映了中国品牌在打印机领域的技术进步和市场拓展, 也体现了中国制造业在全球市场中的崛起和竞争力的提升。

图表 17: 2010-2024 年中国市场打印机格局变化



来源: 印记 PrintHub 公众号, 中泰证券研究所

图表 18: 2010-2024 年中国 A4 激光打印机格局变化



来源: 印记 PrintHub 公众号, 中泰证券研究所

■ 我国打印机市场规模增速稳健, 预计 2025 年市场规模将达 408.4 亿元。我国打印机市场规模从 2016 年的 276.5 亿元增长至 2021 年的 352.1 亿元, 预计到 2025 年将达到 408.4 亿元。近年来, 激光打印机凭借其速度快、打印量大、使用寿命长等优势, 逐渐取代针式和喷墨打印机成为市场主流。同时,

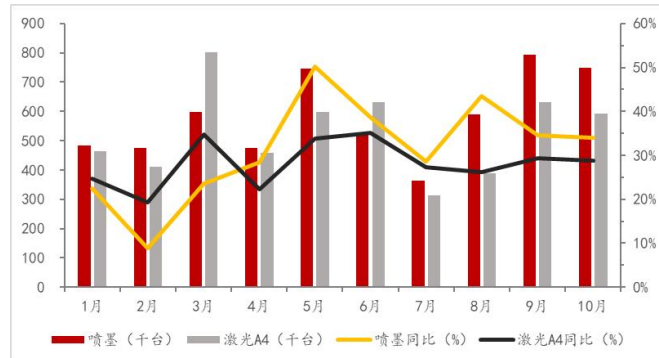
随着智能技术的广泛应用，打印机在功能上实现了色彩升级、移动操作、智能管理和智慧互联等创新，受到市场欢迎。

图表 19：2016-2025E 我国打印机市场规模（单位：亿元）



来源：华经产业研究院，中泰证券研究所

图表 20：2024 年 1-10 月中国打印外设市场出货量及增长率



来源：《IDC 中国打印外设市场月度跟踪报告（2024 年 10 月）》，中泰证券研究所

- 按种类区分，最常见的打印机为喷墨打印机和激光打印机。喷墨打印机更换墨水频繁，使用成本相对较高，适合家庭和小型办公场景使用；激光打印机具有速度快、质量高、寿命长的特质，根据每分钟打印速度（ppm）不同可分为低速、中速和高速打印机，根据幅面大小可分为 A3 和 A4，其中中高速 A4 激光打印机、A3 激光打印机主要针对常用于商业用户。中国打印机品牌产品线布局主要以中低速 A4 激光打印机为；A4 高速激光打印机、A3 激光打印机和 MPS 仍由美日品牌占据主导地位。

图表 21：打印机分类

打印机类型	特点
喷墨打印机	价格低廉，使用液态墨水，适合家庭和小型办公使用，打印质量好，尤其适合照片打印，但墨水更换频繁，成本相对较高。
激光打印机	使用激光技术，速度快，打印质量高，适合大批量打印，使用寿命长，适合办公室，尤其是打印文本，但初期成本较高。
一体机	集打印、扫描、传真功能于一体，节省空间，适合小型办公室和家庭办公，可使用喷墨或激光技术。
超级墨仓打印机	大容量可再填充墨水仓，适合大批量打印，降低每页打印成本，减少墨水浪费，适合环保需求较高的场景，初期投入较高但长期使用成本低。
热升华打印机	适合打印非传统材料，如塑料、织物、陶瓷等，印刷质量高，颜色持久，适合制造业和商业用途，也可用于高质量照片打印。
点阵打印机	使用针式打印头，适合大批量打印和要求不高的打印质量，能够在恶劣环境中使用，耐用可靠，适用于商业和工业场景，较少用于日常家用。

来源：Adorama，中泰证券研究所

2.2 奔图电子：信创复苏+产品力突出，看好打印机信创领军份额提升

- 国产自研激光打印机领军，全产业链布局+产品矩阵多元+销路广泛。奔图电子自 2010 年在人民大会堂正式发布了国内第一台具有自主核心技术

术的激光打印机 P2605N 以来，凭借自主核心技术和全产业链布局，逐步缩小与国际大厂的差距。1) 产业链: 奔图电子 2010 年发布首款自主研发的激光打印机，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，有助于实现凭借整机制造、生产的规模化效应。2) 产品线: 涵盖 A4 至 A3、黑白与彩色、单功能与多功能设备，以及从硬件到解决方案的全方位覆盖。3) 销售渠道: 销售网络遍布全球 110 多个国家和地区。

图表 22：奔图 2010 年打破激光打印机行业壁垒



来源：央视网，中泰证券研究所

- 随着自主可控需求复苏，打印机市场国产化替换速度有望加快，作为核心产品（A4+A3 激光打印机）与党政及商业客户需求高度契合的打印机厂商，奔图有望凭借技术壁垒深厚+产品结构改善毛利+生态适配提升体验的优势，进一步扩大其在销量、产品丰富度的优势，在信创市场中获取更大份额。
- 自主可控趋势：信创需求复苏态势已显，奔图凭借技术自研+产品契合度+先发优势，有望率先受益打印机国产化替换浪潮。
 - 1) 奔图销量连续 4 个季度环比改善，24Q2 销量环比增长 20%，24Q3 环比继续抬升，24 年前三季度奔图打印机销量同比增长 1.7%，其中，A3 打印机销量同比增长 34.07%。在信创市场上，24H1 奔图凭借自主技术实现出货量同比增长 32%，24Q3 继续保持增长。
 - 2) 奔图电子在激光打印机领域实现技术、专利和生产制造全领域闭环。并且，公司在信创市场中展现出较强的先发优势。根据纳思达公告数据，截止 2021 年 10 月 8 日，奔图电子在信创市场的打印机招标投标项目中，平均覆盖率为 96.79%，平均中标率为 70.12%，在信创市场产品名录中产品占比较高。

图表 23: 2019-2024H1 奔图电子营业收入



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 24: 2019-2024H1 奔图电子净利润



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- **竞争格局: 在党政及商业用户场景下, 主要选型产品为 A4+A3 激光打印机, 奔图在产品契合度、销量、型号、销路大幅领先。**
 - 1) **销量:** 奔图是打印机全类产品销量进入全球市场前 5 的唯一中国品牌。其中 A4 激光打印机销量排名全球市场第 4, 中国市场第 2, 中国品牌第一。截止 2024 年 12 月, 奔图打印机全球销量已经累计突破 1800 万台。
 - 2) **出口:** 奔图出口国家而超过 110 个, 加大拓展发展中国家及欧洲市场, 2024Q2 海外销量环比增长 50%。
 - 3) **产品对比:** 国产 A4 和 A3 激光打印机中奔图型号丰富, 奔图和联想在激光打印机布局最为完善, 联想的优势在于与其他办公硬件生态的协同优势, 在家用设备中表现较好, 根据 IDC《打印外设市场季度跟踪报告(2023Q4)》, 联想在中国家用激光品牌出货量排名第一。其他国产品牌中, 得力优势在于产品线完整, 兼具喷墨、A4 激光、A3 激光产品线; 小米与华为则在 C 端市场表现突出。

图表 25: 全球打印机产品丰富度及出口情况对比

打印机品牌	喷墨	A4 激光机	A3 激光机	打印管理服务 MPS	国际出口
奔图	-	200+型号	15+型号	资料较少	110+国家
至像 (联想)	-	130+型号	10+型号	资料较少	中国为主
国产品牌					
得力	10+型号	50+型号	5+型号	-	中国为主
小米	3 型号	2 型号	-	-	中国为主
华为	2 型号	5 型号	-	-	中国为主
美日品牌					
惠普、爱普生、佳能、兄弟等	主导地位	主导地位	主导地位	主导地位	遍布全球

来源: 印记 PrintHub 公众号, 品牌官网, 品牌公众号, 品牌宣传新闻, 中泰证券研究所 (统计截止日期为 2025 年 2 月)

- **竞争力: 奔图具备彩机+A3 研发实力, 技术壁垒深厚奠定基本盘; 高端机型的推出有望改善产品结构和盈利能力; 生态适配助力用户心智奠定以及消费级市场的加速渗透。**
 - 1) **技术壁垒深厚: 核心技术瓶颈自研突破, 技术实现两大跨越, 构筑高研发壁垒。** 奔图不仅成功掌握了 SOC 芯片、LSU (激光扫描单元) 和成像引擎技术, 实现了从关键零部件到整机的全面自主可控, 还自主开发了全系列产品的数据控制板、引擎控制板, 掌握了各级源代码, 全面适配国产生态体系, 并实现可信计算 3.0 等安全增强功能, 大大提升了产品的安全性, 在文印信息安全方面取得了领先优势。

- **从黑白到彩色**，彩色成像引擎难度更高，是由 CMYK 四种颜色碳粉叠加合成，且叠加位置的精度误差要求控制在 0.08 毫米以内，零部件加工精度、组装精度以及打印过程中纸张运动的控制精度更高。
- **从 A4 到 A3**，A3 处理幅面只比 A4 大 2 倍，但仅零部件就比 A4 多 2000+ 个。A3 复印机主要面向大中型企事业单位，需要满足高负荷、高质量、高可靠、易维护、低成本的要求，零部件、成像引擎、碳粉等耗材都需要做出调整与适配，技术逻辑和实现难度均指数增长。

图表 26：奔图收购及出售利盟产品力变化



来源：印记 PrintHub 公众号，中泰证券研究所

- **产品结构改善：奔图成功拓展了从中低端到中高端的全阶段打印机产品线，高端机带动盈利能力上行。**奔图产品线从以 A4 中高速黑白打印机为主，逐步延伸至 A4 彩色打印机，2024 年公司推出第一代 AI 打印机，并发布首台全自主 A3 激光打印机，标志着公司突破关键技术，填补了中国打印机产业空白。目前，公司形成了黑白、彩色、A4、A3 全阶段覆盖的产品线，拓展了更广阔的市场空间。

图表 27：奔图部分高端产品



来源：奔图公司官网，中泰证券研究所

- **用户体验优化：加强生态适配，消费意愿与用户体验强挂钩。**针对家庭用户，奔图与钉钉、微信、京东、作业帮等公司展开深度合作，全面融入互联网应用生态，让用户在日常文件传输中，做到即收即打，更好地满足了远程办公、家庭教育等用户的打印需求，支持“驱动一键安装”，推出“微信远程打印”、“试卷一键翻新”、“手机直连打印”、“身份证复印自动纠偏”、“扫描复印自动加深”、“蓝牙疾速配网”等诸多功能。针对企业用户，奔图保证了产品的可靠与稳定，实现“连续打印 20 万页，卡纸率低于 0.02‰”的超强性能。

图表 28：奔图 2010 年打破激光打印机行业壁垒









来源：央视网，中泰证券研究所

2.3 利盟国际：高端打印机产品线齐全，业务覆盖全球多个国家

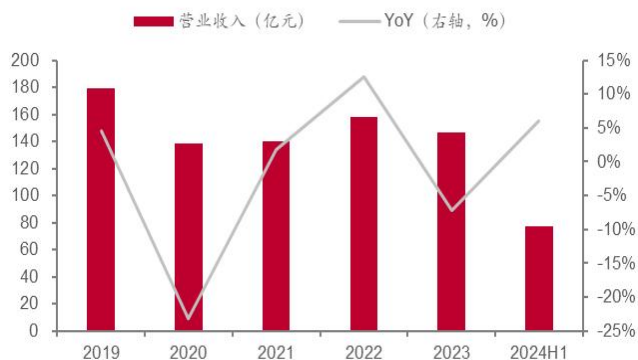
- **利盟国际立足于高端打印机产品，产品线齐全。**公司成立于 1991 年，由 IBM 分拆而来，总部位于肯塔基州列克星敦市。公司为制造业、零售业、金融服务、医疗、教育、政府等多个领域的客户提供服务，业务覆盖全球 170 多个国家。作为行业领先的企业，在打印硬件、服务、解决方案及安全领域赢得了业内权威分析机构的广泛认可。

图表 29：利盟部分产品

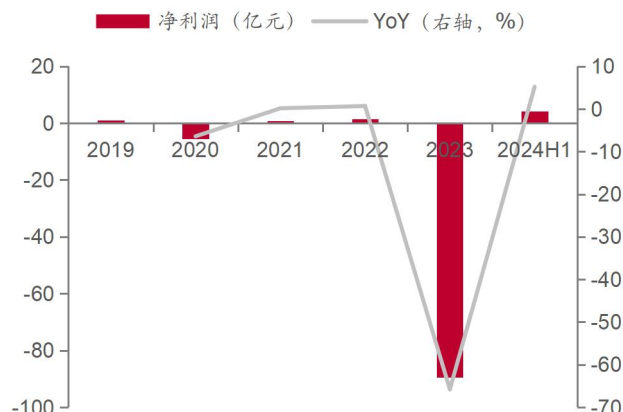
<p>最新公布</p> <p><input type="checkbox"/> 最新公布 (7)</p> <hr/> <p>功能</p> <p><input type="checkbox"/> 仅打印 (31)</p> <p><input type="checkbox"/> 多功能 (一体机) (41)</p> <p>按品牌 (31)</p> <hr/> <p>彩色功能</p> <p><input type="checkbox"/> 黑白 (34)</p> <p><input type="checkbox"/> 彩色 (38)</p> <hr/> <p>打印速度 (页/分钟)</p> <p><input type="checkbox"/> 高达 30 (7)</p> <p><input type="checkbox"/> 31 - 40 (16)</p> <p><input type="checkbox"/> 41 - 50 (26)</p> <p><input type="checkbox"/> 50 以上 (23)</p> <hr/> <p>月打印量</p> <p><input type="checkbox"/> 高达 3000 (29)</p> <p><input type="checkbox"/> 3000 - 6000 (6)</p> <p><input type="checkbox"/> 6000+ (37)</p>	 <p>最新公布</p> <p>Lexmark MX953se</p> <p>装置类型 单色激光</p> <p>打印速度 (Letter, 黑色): 55 页/每分钟</p> <p>查看产品</p>	 <p>最新公布</p> <p>Lexmark CX951se</p> <p>装置类型 彩色激光打印机</p> <p>打印速度 (Letter, 彩色): 35 页/每分钟</p> <p>查看产品</p>	 <p>最新公布</p> <p>Lexmark CX950se</p> <p>装置类型 彩色激光打印机</p> <p>打印速度 (Letter, 彩色): 25 页/每分钟</p> <p>查看产品</p>
	 <p>最新公布</p> <p>Lexmark CX963se</p> <p>装置类型</p>	 <p>最新公布</p> <p>Lexmark CX962se</p> <p>装置类型</p>	 <p>最新公布</p> <p>Lexmark CX961se</p> <p>装置类型</p>

来源：利盟公司官网，中泰证券研究所

- 2024H1，利盟国际的经营情况有所改善明显，营业收入同比增长6%，打印机销量同比增长22%。2023年净利润因纳思达计提78.84亿元的商誉减值导致大幅下滑，但2024年上半年净利润显著回升，增长了521.42%。

图表 30: 2019-2024H1 利盟营业收入


来源：公司公告，WIND，中泰证券研究所

图表 31: 2019-2024H1 利盟归母净利润


来源：公司公告，WIND，中泰证券研究所

- 利盟在最受大众欢迎的中高端激光打印机市场中具有一定的竞争优势，并因其性价比优势在全球市场占据重要地位。以利盟的 CS735de 和 CS820de 打印机产品为例，CS735de 彩色单页打印费用为 10.8 美分，单色打印费用仅为 1.9 美分；CS820de 的彩色打印费用更低，仅为 9.6 美分，单色打印费用为 1.3 美分，两款打印机的总打印成本较为平稳。虽然 CS820de 的初始购买价格较高，但随着打印量的增加，其单位成本优势逐渐显现，这使得它们在高效打印和长时间使用下具有极高的性价比。

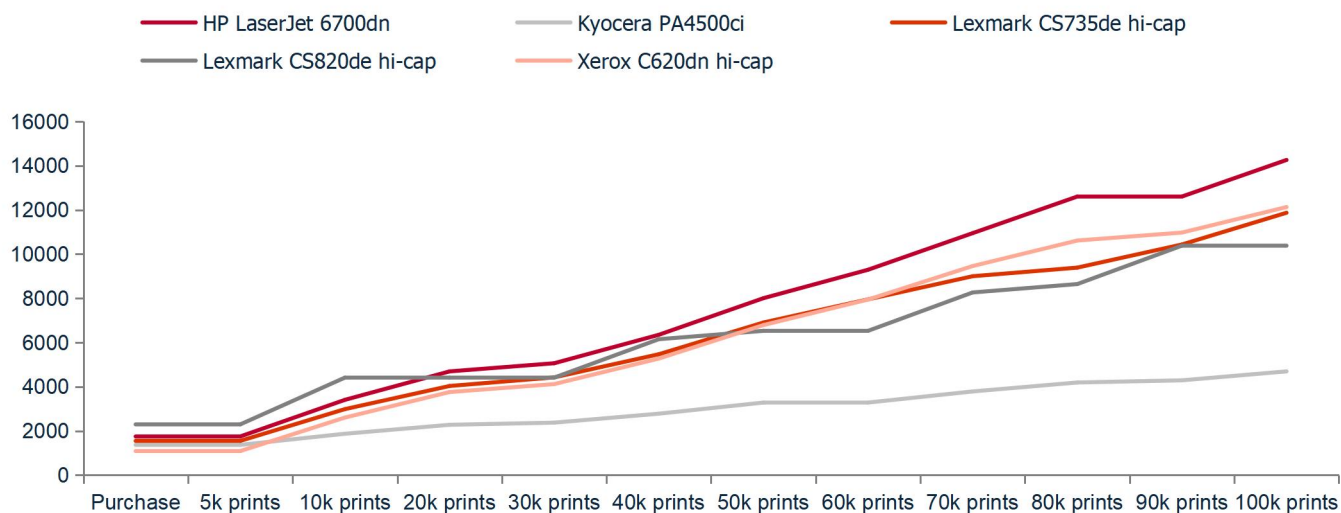
图表 32: 利盟与其他热门激光打印机产品性能对比

机型	HP Color 6700dn	Kyocera PA4500ci	Lexmark CS735de	Lexmark CS820de	Xerox VersaLink C620dn
打印速度 (张/分钟)	55 / 55	47 / 47	52 / 52	60 / 60	52 / 52
彩色单页打印费用 (估计)	12.7 美分 ~ 0.92 元	3.6 美分 ~ 0.26 元	10.8 美分 ~ 0.78 元	9.6 美分 ~ 0.70 元	11.7 美分 ~ 0.85 元
单色单页打印费用 (估计)	2.0 美分 ~ 0.14 元	0.5 美分 ~ 0.036 元	1.9 美分 ~ 0.14 元	1.3 美分 ~ 0.09 元	1.9 美分 ~ 0.14 元
清晰度	1200 dpi	1200 dpi	1200 dpi	1200 dpi	1200 dpi
内存	2 GB	1 GB	1 GB	1 GB	2 GB
自动双面打印	标准	标准	标准	标准	标准
标准纸张容积	650 张	600 张	650 张	650 张	650 张
最大纸张尺寸 (英寸)	Tray: 8.5" × 14" MP Tray: 8.5" × 47"	Tray: 8.5" × 14" MP Tray: 8.5" × 14"	Tray: 8.5" × 14" MP Tray: 8.5" × 52"	Tray: 8.5" × 14" MP Tray: 8.5" × 14"	Tray: 8.5" × 14" MP Tray: 8.5" × 14"

最大纸张重量	80 lb. cover 220 g/m ²	80 lb. cover 220 g/m ²	80 lb. cover 218 g/m ²	110 lb. cover 300 g/m ²	80 lb. cover 218 g/m ²
网络	Ethernet 10/100/1000 Base-T	Ethernet 10/100/1000 Base-T	Ethernet 10/100/1000 Base-T	Ethernet 10/100/1000 Base-T	Ethernet 10/100/1000 Base-T
PostScript 语言	PostScript Level3 emulation	PostScript Level3 emulation	PostScript Level3 emulation	PostScript Level3 emulation	PostScript Level3 emulation
标准保修	一年	一年	一年	一年	一年

来源: printershowcase, 中泰证券研究所

图表 33: 利盟与其他热门激光打印机产品打印开支对比 (单位: 美元)



来源: printershowcase, 中泰证券研究所

- 借助奔图和利盟两大品牌, 公司将实现高低端市场的全面覆盖。借助 Lexmark 全球化的销售渠道和服务经验, 公司不仅能够开拓海外中高端市场, 还可将其商业模式和高端产品引入国内市场, 提升对中高端客户的服务能力, 扩大中高端市场的收入规模。同时, 依托 Lexmark 的品牌影响力和出货量优势, 公司可进一步激活打印耗材及配件市场销售潜力, 形成打印设备带动配件及服务盈利的全新格局。此外, Lexmark 丰富的技术资源和专利将与公司共享, 助力公司快速突破技术壁垒, 提升产品品质, 实现技术和产品的跨越式成长。最后, 通过供应链整合, 公司将优化资源配置, 利用全球供应链和物流网络的协同效应, 显著降低生产和管理成本, 提高运营效率, 为公司长远发展奠定坚实基础。

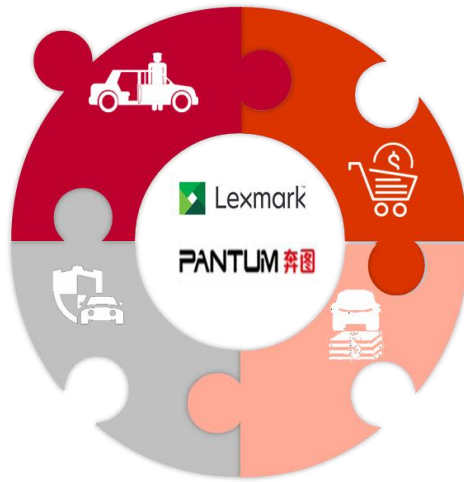
图表 34： 利盟与奔图的协作优势

■ **协同优势1: 高低端市场的全面覆盖**

借助 Lexmark 的全球销售渠道和国际服务经验，开拓海外中高端市场；将其商业模式及高端产品引入国内中高端市场，提高服务国内中高端客户的能力，扩大中高端市场收入规模。

■ **协同优势2: 成本降低**

整合 Lexmark 的全球供应链、生产基地、物流中心与公司的现有布局，优化资源配置，提高运作效率，降低生产和管理成本，充分利用供应链和物流网络的优势。



■ **协同优势3: 完善销售体系**

利用 Lexmark 的品牌认知和市场地位，通过打印机整机设备的品牌及出货量优势，推动打印耗材、配件及打印服务的销售，形成打印设备带动配件及服务盈利的新格局。

■ **协同优势4: 研发实力共促**

Lexmark 拥有丰富激光打印技术及专利，通过交易共享其领先的打印图像处理、彩色打印、引擎控制、网络信息管理技术等，加速突破专利壁垒，提高产品品质，实现跨越式成长

来源：公司公告，中泰证券研究所

三、通用耗材：产业链全覆盖，技术优势扩大盈利能力

3.1 通用耗材：价格优势奠定广阔市场需求，产业链发展成熟

- **打印机商业模式：打印机保有量奠定基数，耗材销售驱动长期盈利。**用户对打印机原机的投入是一次性的，打印机厂商通过不断销售打印机，提高打印机设备的市场保有量；而在后续使用过程中需要经常更换耗材，因此打印机保有量越高，越能带动后续配套打印机耗材的持续销售，进而实现长期稳定的盈利。
- **原装耗材技术要求高+价格高，通用耗材发挥价格优势面向价格敏感的售后市场。**打印机耗材指打印机所用的消耗性产品，包括硒鼓、碳粉、墨水等。耗材可分为原装耗材及通用耗材，1) 原装耗材由设备生产商及其配套厂商生产，专用于其品牌或型号打印机，对产品技术参数要求较高，价格较高；2) 通用耗材为其他厂商生产的、适用于多个品牌打印复印设备的耗材产品，技术要求相对较少，价格较低。

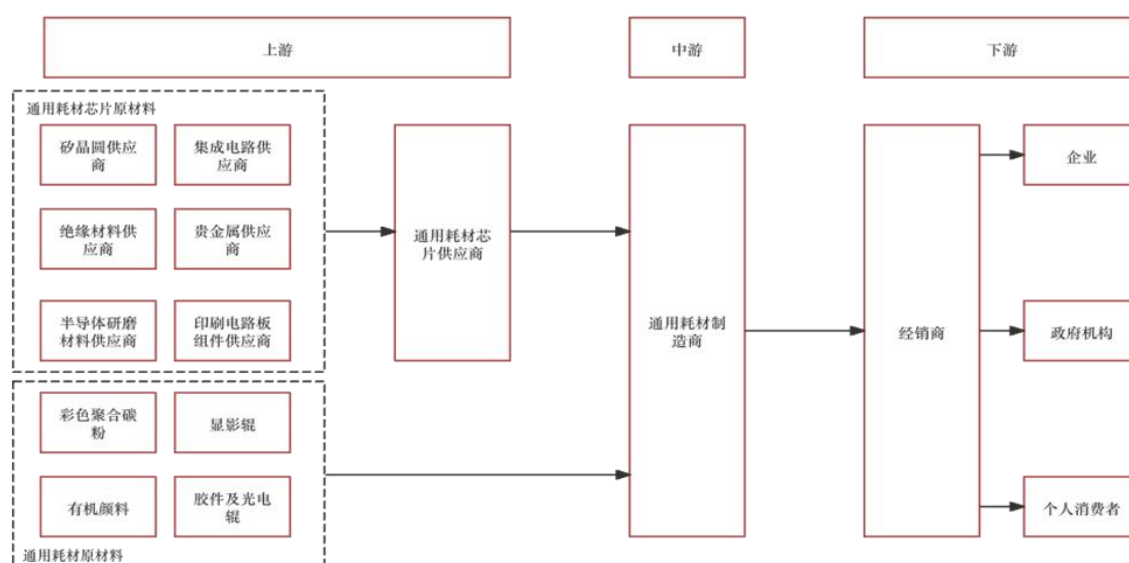
图表 35： 通用耗材及原装耗材区别对比

产品类别	技术和质量	市场准入	用户群体及市场	代表厂商
原装耗材	技术参数要求较多，标准高，对产品不良率和耐候性要求较高	原装设备厂商对供应商导入有严格程序，有严格审厂标准	原装设备厂商及特定售后代理商	佳能、理光、施乐、京瓷、富士电机、三菱、中船汉光、巴川等
通用耗材	技术要求相对较少，标准一般，对产品不良率和耐候性要求相对较低	没有限制	售后市场，用户可自行选择	中船汉光、富士电机、三菱、京瓷、巴川、TTI、恒久科技等

来源：中船汉光首次公开发行股票并在创业板上市招股说明书，中泰证券研究所

- **通用耗材产业链成熟，上游包括通用耗材芯片及原材料。**产业上游包括通用耗材芯片及其原材料（集成电路、印刷电路板组件等），硒鼓的碳粉、墨盒的墨水等原材料，中游为通用耗材制造商，下游为分销的经销商及各终端客户。

图表 36：通用耗材行业产业链



来源：美佳音招股说明书，灼识咨询，中泰证券研究所

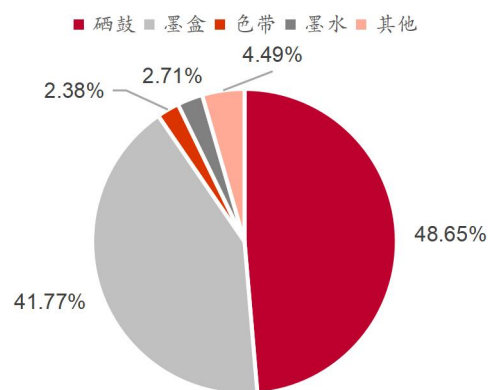
- 中国打印耗材市场规模稳步增长，预计 2023 年将达到 1571.6 亿元，硒鼓和墨盒共占市场规模 90%。2018 年至 2022 年间，市场规模从 1429 亿元增长至 1543.5 亿元，年均增速保持稳定。在耗材结构方面，以 2021 年数据为例，硒鼓占比最大，达到 48.65%，墨盒次之，占比 41.77%，色带和墨水的占比分别为 2.38% 和 2.71%，其他耗材占 4.49%。

图表 37：2018-2023E 中国打印耗材市场规模



来源：中商产业研究院，中泰证券研究所

图表 38：2021 年中国打印耗材市场结构

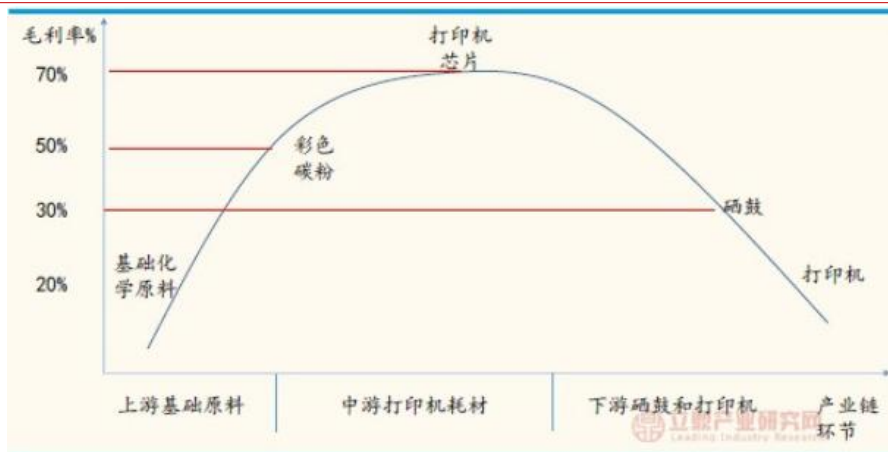


来源：中商产业研究院，中泰证券研究所

3.2 打印耗材芯片：打印机与耗材间兼容性关键，技术优势提升盈利能力

- 芯片在墨盒中起着关键作用，它控制墨粉盒的功能，并向打印机提供重要信息，例如剩余页数的准确报告。如今，大多数墨盒都采用 ASIC 芯片，这是一种专用集成电路，专为特定用途定制。芯片通过硅的高度加工和精密编程，使其能够满足特定的功能需求，确保打印机与墨盒的兼容性和功能优化。此外，芯片还具有抗固件更新的能力，为售后市场的替代墨盒提供了稳定性和增长机会。

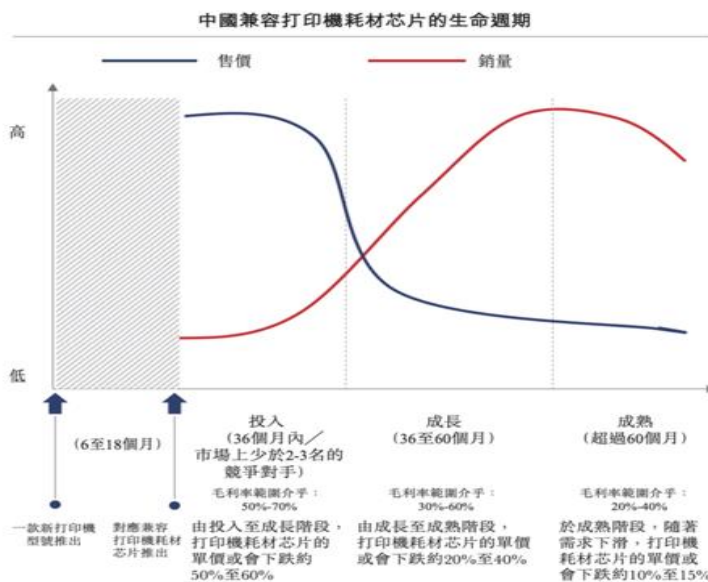
图表 39：打印机盈利模式



来源：立鼎产业研究网，中泰证券研究所

- 通用耗材芯片领域技术优势带来先发优势，可最大化毛利率。据美佳音招股说明书，通用耗材芯片产品生命周期为从对应打印机型号推出后的八年左右。在新打印机型号推出后，通用耗材芯片生产商大约需要 6 至 18 个月以推出相适应的通用耗材芯片，后进入投入阶段（打印机型号发行后前 3 年），届时市场中只有少数公司可以生产适配芯片，竞争小，毛利率达到最高点（50%-70%）。在成长阶段（打印机型号发行后 3 至 5 年），销量逐渐攀升，同时市场竞争加剧，价格与毛利率下跌。在成熟阶段（打印机型号发售后 5 年以上），芯片需求下降，销量与毛利率滑落。打印机型号通常于发行后 8 年停止生产与销售，对应耗材芯片产品随之渐渐退出市场。因此，拥有较强研发能力的公司拥有先发优势，获益于较高毛利率。

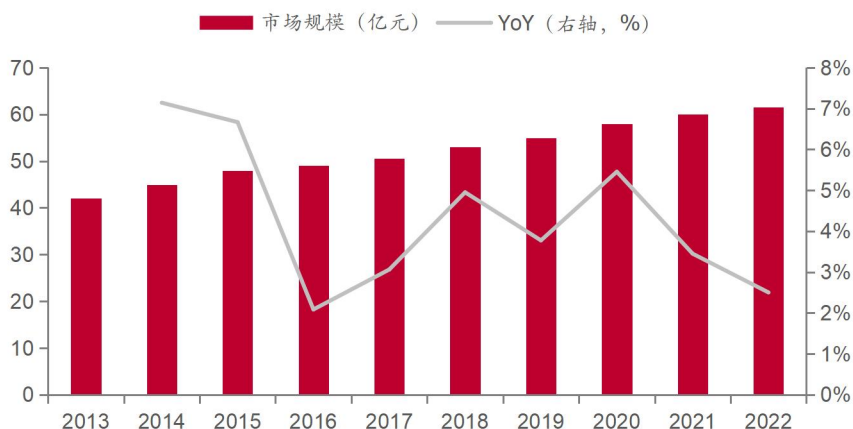
图表 40：中国通用耗材芯片生命周期



来源：美佳音招股说明书，灼识咨询，珠海耗材行业协会，中泰证券研究所

- 中国打印机耗材芯片市场稳步扩展，作为打印机与耗材之间的关键技术组件，需求稳定。自 2013 年以来，我国打印机耗材芯片市场规模从 42.19 亿元逐渐增长到 2022 年的 63.36 亿元，2013-2022 年年复增长率为 4.62%。随着打印机技术的进步和需求的增加，耗材芯片市场预计将继续保持增长趋势。

图表 41：2013-2022 年我国打印机芯片市场规模

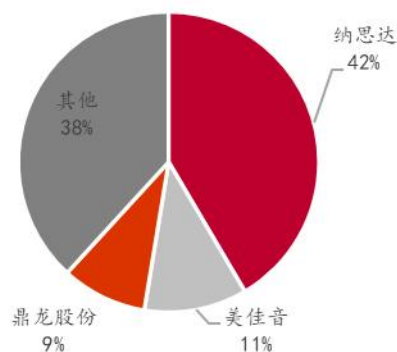


来源：华经产业研究院，中泰证券研究所

3.3 竞争力：技术均处行业领先，对外并购加强一体化效应

- 产品矩阵：通用耗材覆盖矩阵广阔，适用于各类、各品牌打印机。**根据公司官网显示，公司销售的通用耗材品类覆盖硒鼓、碳粉、墨水、墨盒、色带等，适用于激光、喷墨、针式、标签打印机，适配惠普、佳能、爱普生等超 20 家全球各大打印机品牌。
- 多模式展业：①自有品牌及其他品牌的原装打印机耗材供应；②其他品牌耗材的通用打印耗材芯片供应。**1) 基于奔图+利盟的纳思达原装打印机业务，纳思达旗下的通用耗材为原装打印机提供更低价且灵活的耗材选择；且公司通用打印耗材同样适配其他品牌的原装打印机，可抢占其他品牌原装打印耗材的市场份额。2) 公司的通用打印耗材芯片处于通用耗材产业链上游，为通用耗材核心原材料，可销售至其他中游通用打印耗材公司。
- 市场份额：国内打印机耗材芯片市场份额第一，远超其余竞争对手。**根据美佳音招股书，2019 年纳思达在国内市场中的占有率高达 42%，远超其他竞争对手。美佳音占比 11%，鼎龙股份占 9%，其他公司共占 38% 的市场份额，纳思达在打印机芯片市场中具有显著的竞争优势。

图表 42：2019 年我国打印耗材芯片竞争格局（按照销售额计算）



来源：美佳音招股说明书，中泰证券研究所

- 并购协同：并购形成打印机及耗材上下游产业链覆盖，有望进一步提升市场份额占有率。**2015 年，公司收购行业资历深厚、全球通用耗材及通用耗材

芯片龙头企业 Static Control Components, Inc.。2017 年，公司现金出资收购珠海欣威科技、珠海中润靖杰、珠海拓佳科技各 51% 股份，三家公司的主要业务均为打印机耗材生产。通过整合行业资源，公司不断提升市占率，上下游一体化布局更有望进一步增加行业竞争力。

图表 43：公司通过外部收购布局全产业链



来源：公司公告，中泰证券研究所

四、芯片：发力非打印芯片，通用 MCU 打开中长期增长曲线

4.1 MCU 行业：国产化率较低，智能汽车及物联网市场广阔

- **SoC 芯片在打印机中的应用面临多重技术门槛。**首先，芯片需要集成多个功能模块，如 CPU、打印控制和信息安全等，要求高集成度和复杂设计。其次，打印机对实时性的严格要求，使芯片必须高效且精确地执行操作。此外，信息安全是关键，芯片需要确保数据的传输安全性和完整性。最后，面对专利壁垒，国内企业需克服技术创新的难度，避免侵犯国际专利。所有这些挑战使得 SoC 芯片的研发成为一项复杂且高风险的任务。

图表 44：SoC 芯片技术难度

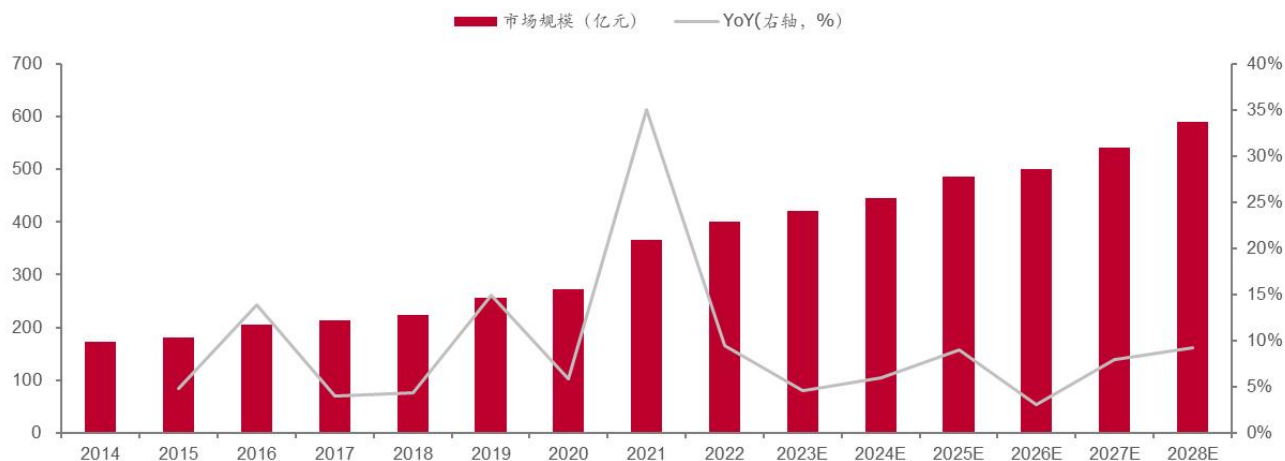
技术门槛	描述
集成度与多功能性	SoC 芯片需要集成多个功能模块，如 CPU 核、打印控制、扫描控制、图像处理、色彩管理、信息安全等，具有极高的设计难度和技术要求。
实时性要求	打印机工作需要极高的实时性，芯片必须能够迅速准确地执行指令，确保打印过程中的每一项操作都能在严格的时间框架内完成。
信息安全	SoC 芯片需要集成信息安全模块，确保打印过程中数据的传输保密性、完整性和防篡改，尤其在涉及敏感数据的应用场景下尤为重要。
芯片设计与集成电路技术	自主开发 SoC 芯片需要掌握复杂的集成电路设计技术，不仅要满足打印控制要求，还需要处理图像处理、色彩管理等多重任务的高效能。
专利壁垒	SoC 芯片的设计和开发面临专利壁垒，需要避开国际专利和技术壁垒，克服技术创新的难度。

来源：中国日报网，中泰证券研究所

- **中国 MCU 市场规模持续攀升，预计到 2028 年市场规模有望达到 585 亿元。**MCU（微控制器），又称单片微型计算机，为芯片级的计算机，其把中央处理器的频率与规格做适当缩减，并将内存、计数器、USB、DMA 等周边接口整合在单一芯片上，为不同的应用场合做不同的组合控制。据观研报告

网，2022 年中国 MCU 市场规模约为 401.51 亿元，产值约为 71.81 亿元。根据前瞻产业研究院数据，2023-2028 年中国 MCU 市场规模稳步增长，2028 年中国 MCU 市场规模有望达到 585 亿元。

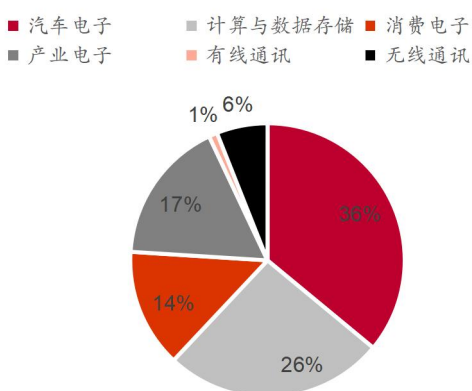
图表 45: 2014-2028E 中国 MCU 市场规模



来源: 观研天下, 前瞻产业研究院, 中泰证券研究所

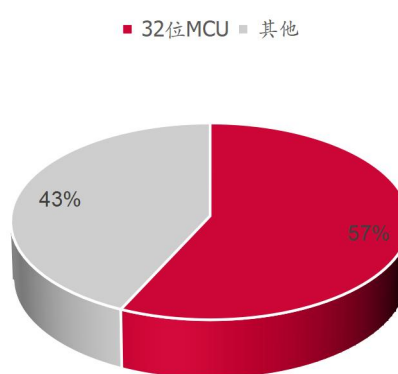
- 1) 汽车 MCU: 汽车为 MCU 最主要下游产业, 装配量与性能要求均在提升。Omdia 数据显示, 2022 年中国 MCU 下游市场结构中, 汽车行业占比最高, 达 36%。在汽车新四化趋势下, 汽车 MCU 装配量不断上升, 对 MCU 性能及安全性要求不断增高, 驱动高端 32 位 MCU 市场增量。根据华经产业研究院数据, 传统燃油车单车平均搭载 MCU 数量约为 70 个, 智能汽车单车平均搭载 MCU 数量可达约 300 个, 预计 2025 年全球车用 MCU 市场规模可达 111.12 亿美元。

图表 46: 2022 年中国 32 位 MCU 下游市场细分



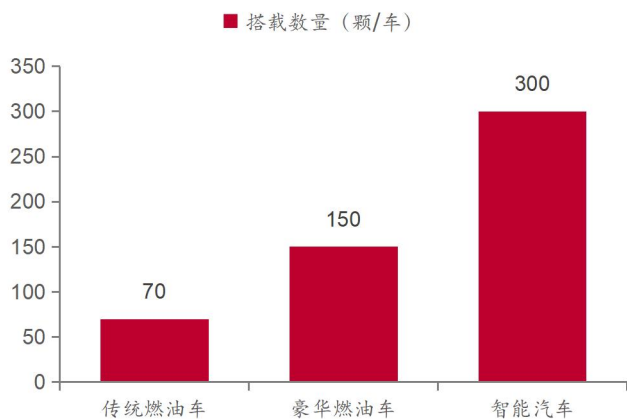
来源: Omdia, 中泰证券研究所

图表 47: 2022 年中国市场中 32 位 MCU 占比 57%



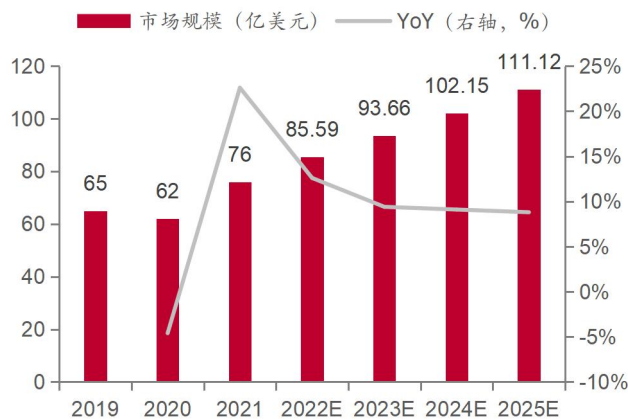
来源: Omdia, 中泰证券研究所

图表 48: 不同类型汽车搭载 MCU 数量对比



来源: 华经产业研究院, 中泰证券研究所

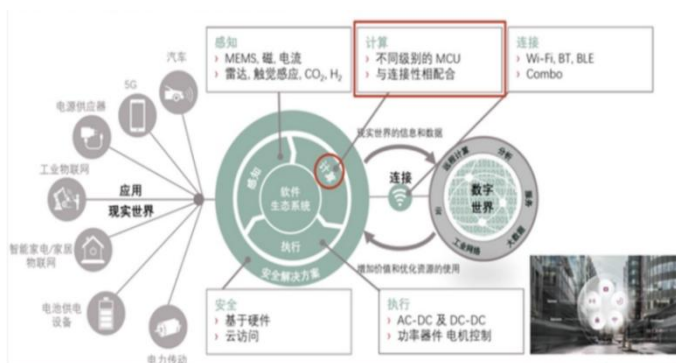
图表 49: 2019-2025E 全球汽车 MCU 市场规模



来源: 华经产业研究院, 中泰证券研究所

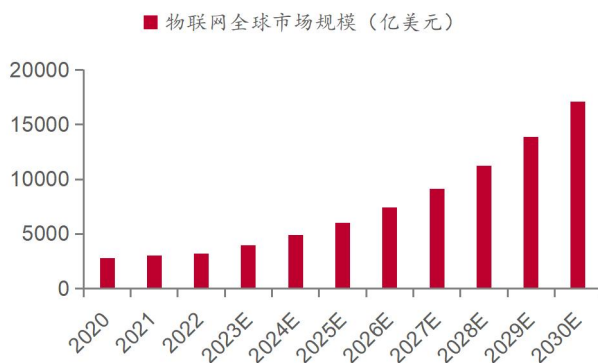
■ 2) IoT 端侧 MCU: 物联生态构建的决定性因素, 市场规模加速扩容。随着智能家居、产业 4.0、车联网、智能制造的潮流, 物联网蓬勃发展。根据 Grand View Research 数据, 2023 年全球工业物联网产业市场规模为 3940 亿美元, 2024 至 2030 年间预计以 23.3% 复合年增长率攀升。2024-2030 年, 我国工业物联网产业市场规模有望以超过 24% 速率增长, 增速超全球总市场水平, 存在广阔潜在增长空间。

图表 50: IOT 设备运行架构



来源: 美通社, 中泰证券研究所

图表 51: 2020-2030E 工业物联网行业全球规模及预测



来源: Grand View Research, 中泰证券研究所

图表 52: 物联网 MCU 与通用 MCU 区别

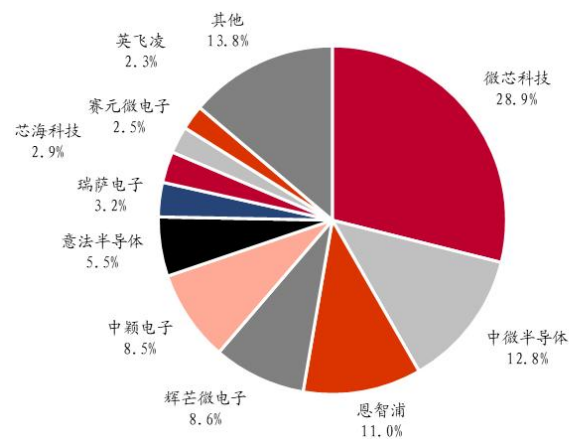
区别	物联网端侧设备 MCU	通用 MCU
低功耗	优化动态运行功耗和平均运行功耗	主要关注低静态待机功耗 (可低至 10uA)
封装尺寸	采用较小尺寸封装方案	多采用 LQFP 等大尺寸封装
安全性	强调端侧设备自身的安全设计, 需具备硬件加解密能力	安全性关注相对较少
无线连接能力	具备外接无线网卡或内置 Wi-Fi 功能的能力	网络连接能力较少, 主要用于传统应用

来源: TechSugar 公众号, 中泰证券研究所

■ MCU 竞争格局: 国产品牌市场份额占比较低, 高端 MCU 国产替代空间大。我国 8 位 MCU 领域国产化率较高, 头部企业为微芯科技, 市场占比 28.9%。中国厂商中, 市场份额前三的企业中微半导体、辉芒微电子、中颖电子, 市

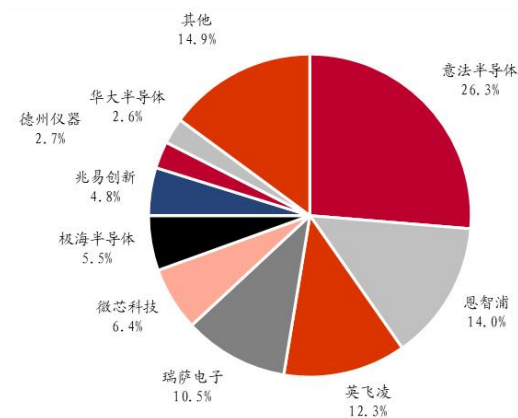
占分别为 12.8%、8.6%和 8.5%。在高端 32 位 MCU 领域，技术壁垒较高，国内市场由海外企业主导，意法半导体、恩智浦、英飞凌、瑞萨电子、微芯科技五大企业占据 69.5%的市场份额，国内头部企业极海半导体、兆易创新、华大半导体市场份额分别为 5.5%、4.8%和 2.6%。

图表 53: 2022 年中国 8 位 MCU 市场格局(按出货量)



来源: Frost & Sullivan, 中商情报网, 中泰证券研究所

图表 54: 2022 年中国 32 位 MCU 市场格局(按出货量)



来源: Frost & Sullivan, 中商情报网, 中泰证券研究所

4.2 竞争力: 自主研发与创新驱动, 非打印 MCU 覆盖多种应用场景

- 公司拥有自主研发创新能力, 助力实现打印机 SoC 系列芯片国产替代。公司打印机 SoC 产品为 HSP2210 及 HSP2220, 是黑白激光打印机主控 SoC, 均搭配国产平头哥玄铁 CPU, 拥有完备的系统 IP、外设 IP 及安全 IP, 可实现密钥存储及 CPU 的限制访问, 以确保信息安全。

图表 55: 公司 SoC 产品及参数

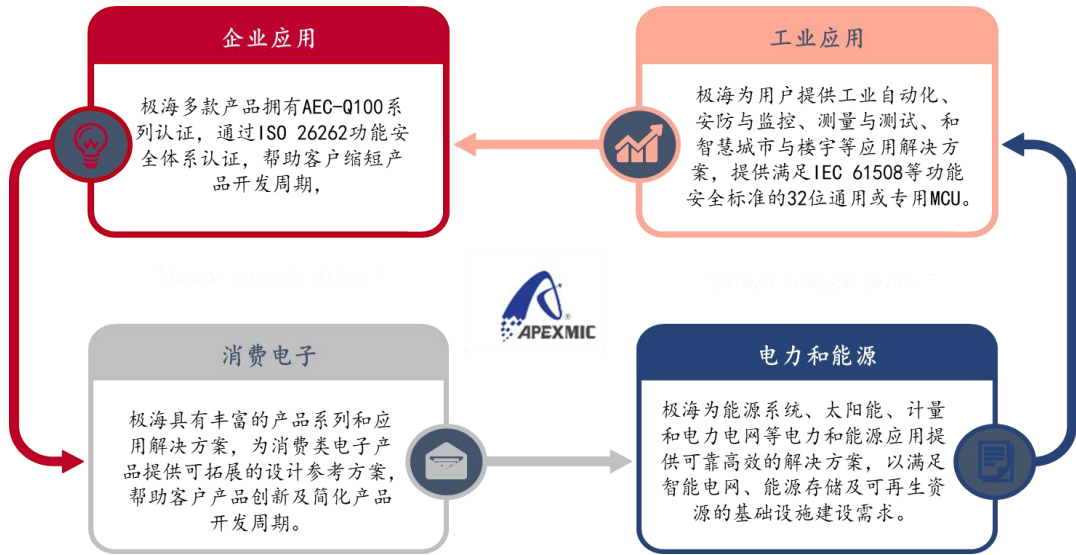
参数	HSP2220	HSP2210
处理器	1 颗玄铁 810, 1 颗玄铁 802, 2 颗玄铁 803	1 颗玄铁 810, 1 颗玄铁 803, 1 颗玄铁 802
打印速度	80ppm(黑白)	35ppm(黑白)
打印分辨率	1200*1200dpi (A4)	600*600dpi (A4)
彩色扫描速度	40spm	---
图像处理硬件	JBIG 编解码器 (兼容 T.82/T.85), JPEG 编解码器 (兼容 T.81)	JBIG 编解码器 (兼容 T.82/T.85)
传感器	光探测器, 电压检测器, 频率检测器, 温度频率检测器	光探测器, 电压检测器, 频率检测器, 温度频率检测器
安全性	密码引擎, 加密内存, 真随机数发生器, 抗 SPA/DPA 攻击	密码引擎, 加密内存, 真随机数发生器, 抗 SPA/DPA 攻击
外围设备	光探测器, 电压检测器, 频率检测器, 温度频率检测器	USB 2.0 双功能接口, SD/MMC/SDIO2.0 HOST, SPI×3, UART×3, I2C, GPIO, XPWM, 10 位 ADC
打印装置	LSU 和 APC 控制装置, 印刷电机控制装置, 页面和行同步检测过滤	LSU 和 APC 控制装置, 印刷电机控制装置, 页面和行同步检测过滤

来源: 极海半导体官网, 中泰证券研究所

- 非打印 MCU 业务不断推进, 有望打开芯片业务第二生长曲线。目前其主要产品为 APM32 工业级 MCU、APM32 电机控制专用 MCU、GW 无线 MCU

等，覆盖工业 4.0、智能汽车、智能制造、物联网消费电子等多重应用场景，多款产品齐头并进。

图表 56: 公司非打印 MCU 芯片



来源：极海半导体官网，中泰证券研究所

- 珠海极海微电子在集成电路设计领域积累了超过二十年的丰富经验，拥有强大的研发团队和先进的设计水平。公司设有多个研发中心，致力于软硬件设计及加密引擎开发。通过与高校的产学研合作，已申请超过 1100 项专利，65% 的专利获得授权，展现出显著的技术实力和知识产权保护能力。公司在自主内核设计、RISC-V 内核设计以及多核异构芯片设计等方面具有显著优势，确保了其在行业中的竞争力。

图表 57: 公司芯片研发实力

研发方面	具体实力
研发中心	珠海、上海、成都、杭州、郑州、美国
研发团队	超过 500 人
技术水平	国内先进的芯片设计与研发水平
专利数量	超过 1100 项，近 65% 获得授权
专利保护团队	50+ 名专利工程师和律师团队
合作关系	与国内多所高校建立产学研合作关系
设计能力	16/32/64 位自主内核设计、RISC-V 内核独立设计、多核异构芯片设计
加密引擎	完备的加密引擎平台
行业经验	超过 20 年
技术优势	安全嵌入式 eSE 芯片设计能力

来源：极海半导体官网，中泰证券研究所

盈利预测与投资建议

- 整体来看，预计 2024-2026 年公司的营业收入为 265.53/293.98/328.51 亿元，2024-2026 年同比增长 10.4%/10.7%/11.7%。
- 原装打印机及耗材业务：预计该部分业务 2024-2026 年公司的营业

收入为 194.40/213.29/236.73 亿元，2024-2026 年同比增长 9.4%/9.7%/11.0%。耗材销量增长带动奔图综合毛利率连续三年稳步提升，在 A3 打印机的加速普及和信创市场复苏的推动下，我们预测该业务毛利率 2024-2026 年分别为 32.5%/33.5%/34.0%。

分经营主体来看：

1) **奔图电子：**量的角度来看，随着公司产品力增强，2024 年奔图打印机销量同比增长约 13%，24Q4 打印机销量环比增长约 23%；其中信创市场国产化进程稳步推进，2024 年信创市场出货量同比增长约 50%，目前在手订单充足，预计 2025 年将继续实现高速增长。价的角度来看，奔图推出第一代 AI 打印机及 A3 复印机，2024 年 A3 打印机销量同比增长约 132%，24Q4 环比增长约 400%，改善均价及毛利情况。因此，信创回暖+价值量提升带动营收加速增长，我们预测公司 2024-2026 年营业收入同比增长 18.0%/25.0%/30.0%，收入分别为 45.85/57.32/74.51 亿元。

2) **利盟国际：**根据 2024 年业绩预告，2024 年利盟收入实现 7% 的增长，假设 2024 年公司对利盟国际的控股比例以及汇率维持不变，我们预测公司 2024-2026 年营业收入同比增长 7.0%/5.0%/4.0%，并入公司的收入为 148.55/155.98/162.21 亿元。根据 2024 年 12 月 23 日公告，公司将以现金方式向施乐出售利盟 100% 股权，如果方案落地，利盟国际将不再并表。

■ **通用耗材及配件业务：**公司目前继续保持全球市场份额第一，受益全球办公恢复，且公司拓展海外渠道，并具有自主品牌能力加持，增速有望逐步复苏。2024 年，通用耗材业务积极打造网络销售、回收耗材及 A3 复印机耗材等新的业务增长点，因此预计该部分业务 2024 年-2026 年公司的营业收入为 50.18/55.19/59.61 亿元，同比增长 12.0%/10.0%/8.0%。由于通用耗材业务收到汇率、全球大宗物料和海运成本上升的影响，我们假设该业务毛利率维稳，2024-2026 年均为 31.0%。

■ **芯片业务：**公司继续在汽车电子、工业与能源等高端产品应用领域加快新产品布局，更多 MCU 芯片新品将于 2024 年陆续发布上市，根据 2024 年业绩预告，极海微电子 2024 年预计营收同比持平，研发投入占比 30%，且非打印芯片销量同比增长 20%，逐渐进入业绩释放阶段，预计 2025-2026 年营收增速 10%/20%。随着公司芯片产品的加速迭代出新，且 24H1 毛利率已复苏至 57%+，因此我们预测该业务毛利率 2024-2026 年分别为 57.0%/58.0%/59.0%。

■ **其他业务：**主要包括软件服务、许可授权及其他等业务，假定该部分维持稳定，24H1 收入增速为 36%，因此，我们预计该部分业务 2024 年-2026 年公司的营业收入为 12.21/15.87/20.63 亿元，同比增长 30.0%。我们假设该业务毛利率维稳，2024-2026 年均为 32.0%。

图表 58: 公司分业务收入与毛利率假设表

年份	2023 年	2024E	2025E	2026E
收入 (亿元)				
原装打印机及耗材	177.69	194.40	57.32	74.51
奔图电子	38.86	45.85	57.32	74.51
利盟国际 (并入收入部分)	138.83	148.55	155.98	162.21
通用耗材及配件	44.80	50.18	55.19	59.61
极海微电子	14.22	14.22	15.64	18.77
芯片 (对外销售)	8.74	8.75	9.62	11.54
其他	9.39	12.21	15.87	20.63
合计	240.62	265.53	293.98	328.51
收入增速				
原装打印机及耗材	-2.88%	9.41%	-70.52%	30.00%
奔图电子	-18.38%	18.00%	25.00%	30.00%
利盟国际 (并入收入部分)	2.57%	7.00%	5.00%	4.00%
通用耗材及配件	-19.66%	12.00%	10.00%	8.00%
极海微电子	-26.27%	0.00%	10.00%	20.00%
芯片 (对外销售)	-26.18%	0.06%	10.00%	20.00%
其他	17.52%	30.00%	30.00%	30.00%
合计	-6.93%	10.35%	10.71%	11.75%
毛利率				
原装打印机及耗材	30.42%	32.50%	33.50%	34.00%
通用耗材及配件	31.54%	31.00%	31.00%	31.00%
极海微电子	56.64%	57.00%	58.00%	59.00%
其他	32.48%	32.00%	32.00%	32.00%
合计	31.66%	33.00%	33.75%	34.21%

来源: WIND, 中泰证券研究所预测

- 费用率:** 随着公司业务规模扩展, 打印机产业链形成协同, 管理与运营经验不断积累, 预计 2024-2026 年管理费用率将分别为 8.50%/8.20%/8.00%。公司不断在打印机和芯片业务研发出新, 研发投入维持稳定, 预计 2024-2026 年研发费用率稳定为 7.00%。2024 年公司营收增速恢复, 海外和国内新渠道稳步开拓, 假设 2024-2026 年销售费用增长率为 9.20%/9.00%/8.80%。根据 2024 年业绩预告, 假设 2024 年计提资产减值 7.50 亿元, 我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 8.22/17.12/21.08 亿元。

图表 59: 公司费用率假设表

年份	2023 年	2024E	2025E	2026E
销售费用率 (%)	10.03%	9.20%	9.00%	8.80%
管理费用率 (%)	9.81%	8.50%	8.20%	8.00%
研发费用率 (%)	7.28%	7.00%	7.00%	7.00%

来源: WIND, 中泰证券研究所预测

■ **估值与投资建议：**我们采用分部估值法，对公司各个经营主体分别估值。

■ **1) 奔图：**根据纳思达业绩预告，奔图 2024 年净利率约为 13.3%，由于 2024 年研发投入及销售费用有较大提升，预计奔图 2024-2026 年毛利率提升且费用率维稳，因此假设 2024-2026 年净利率均为 15%/17%。由于公司目前净利润增速趋稳，因此采用 PE 估值，选取与公司同样聚焦信创硬件的紫光股份、浪潮信息、中科曙光作为可比公司，以 2025 年 3 月 5 日收盘价计算，2024-2026 年平均 PE 为 42.66x/32.60x/27.12x，对应该部分市值为 260.75/280.31/343.52 亿元。

图表 60：奔图业务对应可比公司估值表

股票代码	公司简称	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE			
			2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E
603019.SH	中科曙光	1,047.95	18.36	19.11	26.00	31.39	57.08	54.83	40.30	33.39
000977.SZ	浪潮信息	883.28	17.83	23.99	30.14	36.36	49.55	36.82	29.31	24.29
000938.SZ	紫光股份	843.72	21.03	23.23	29.93	35.63	40.12	36.32	28.19	23.68
平均值							48.92	42.66	32.60	27.12

来源：WIND，中泰证券研究所预测，注：可比公司估值来自 Wind 一致预期，截止时间为 2025 年 3 月 5 日

■ **2) 利盟：**利盟被收购带来的相关财务费用、资产折旧摊销等逐年递减，利盟利润率有望快速提升，但由于利盟受汇率、利息支出影响明显，因此采用 PS 估值法。假设公司持股利盟份额保持不变，2024-2026 年并入公司的收入分别为 148.55/155.98/162.21 亿元，选择以打印机为主要业务的佳能、柯尼卡美能达做为可比公司，以 2025 年 3 月 5 日收盘价计算，2024-2026 年平均 PS 为 0.87x/0.86x/0.85x，对应该部分市值为 129.53/134.62/138.07 亿元。

图表 61：利盟业务对应可比公司估值表

股票代码	公司简称	市值 (亿元)	营业收入 (亿元)				PS			
			2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E
7751.T	佳能	3,265.02	2,099.39	2,175.56	2,217.93	2,247.99	1.56	1.50	1.47	1.45
4902.T	柯尼卡美能达	132.18	547.03	543.46	520.33	529.01	0.24	0.24	0.25	0.25
平均值							0.90	0.87	0.86	0.85

来源：WIND，中泰证券研究所预测，注：可比公司估值来自 Wind 一致预期，截止时间为 2025 年 3 月 5 日

■ **3) 芯片：**根据纳思达年报，极海微电子 2022-2023 年的净利率分别为 36.9%/12.2%，2024H1 扣非净利率为 10.1%，预计极海微电子 2024-2026 年毛利率提升且费用率维稳，因此假设 2024-2026 年扣非净利率均为 10.1%/10.5%/11.0%。选取主营业务包括工控、汽车电子、物联网 MCU 的厂商兆易创新、中颖电子、北京君正作为可比公司，以 2025 年 3 月 5 日收盘价计算，2024-2026 年平均 PE 为 86.60x/59.23x/45.64x，扣非净利润对应该部分市值为 76.49/59.83/57.96 亿元。

图表 62: 芯片业务对应可比公司估值表

股票代码	公司简称	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE			
			2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E
603986.SH	兆易创新	902.32	1.61	11.20	16.67	21.50	559.96	80.53	54.14	41.96
300327.SZ	中颖电子	88.83	1.86	1.10	1.92	2.88	47.68	80.50	46.36	30.84
300223.SZ	北京君正	438.28	5.37	4.44	5.68	6.83	81.58	98.75	77.19	64.13
		平均值					229.74	86.60	59.23	45.64

来源: WIND, 中泰证券研究所预测, 注: 可比公司估值来自 Wind 一致预期, 截止时间为 2025 年 3 月 5 日

- 4) 通用耗材及配件: 公司通用耗材业务增长稳定, 通用耗材及配件 2021-2024H1 的净利率分别为 4.6%/5.9%/2.4%/2.7%, 预计毛利率稳定提升, 因此假设 2024-2026 年净利率均为 3.0%/3.5%/4.0%。参考主营业务为打印复印耗材的鼎龙股份, 以 2025 年 3 月 5 日收盘价计算, 2024-2026 年平均 PE 为 54.33x/39.91x/29.62x, 对应该部分市值为 81.79/77.09/70.63 亿元。

图表 63: 通用耗材及配件业务对应可比公司估值表

股票代码	公司简称	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE			
			2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E
300054.SZ	鼎龙股份	274.35	2.22	5.05	6.88	9.26	123.58	54.33	39.91	29.62

来源: WIND, 中泰证券研究所预测, 注: 可比公司估值来自 Wind 一致预期, 截止时间为 2025 年 3 月 5 日

- 业务纵向+横向全面布局, 纵向来看, 聚集奔图生产的自主可控激光打印机, 产业链打通发挥规模效应; 横向来看, 从打印芯片走向非打印芯片。业务发展方面, 中短期来看, 信创市场从党政渗透向行业, 并且 A3 等打印机技术突破实现价值量突破, 在政策指引时间点迫近的情形下实现量价齐升; 中长期来看, 非打印芯片探索工业、车规等市场新增量, 空间可期。首次覆盖, 给予“买入”评级。

图表 64: 纳思达各业务估值表

业务		2023	2024E	2025E	2026E
奔图	营业收入 (亿元)	38.86	45.85	57.32	74.51
	净利率	14.3%	13.3%	15.0%	17.0%
	净利润 (亿元)	5.56	6.11	8.60	12.67
	平均 PE	48.92	42.66	32.60	27.12
	市值 (亿元)		260.75	280.31	343.52
利盟	营业收入 (亿元)	138.83	148.55	155.98	162.21
	平均 PS	0.90	0.87	0.86	0.85
	市值 (亿元)		129.53	134.62	138.07
芯片	营业收入 (亿元)	8.74	8.75	9.62	11.54
	扣非净利率	12.2%	10.1%	10.5%	11.0%
	扣非净利润 (亿元)	1.07	0.88	1.01	1.27
	平均 PE	229.74	86.60	59.23	45.64
	市值 (亿元)		76.49	59.83	57.96

	营业收入 (亿元)	44.80	50.18	55.19	59.61
	净利率	2.4%	3.0%	3.5%	4.0%
通用耗材及配件	净利润 (亿元)	1.08	1.51	1.93	2.38
	平均 PE	123.58	54.33	39.91	29.62
	市值 (亿元)		81.79	77.09	70.63

来源：招股说明书，公司官网，中泰证券研究所注：可比公司估值来自 Wind 一致预期，截止时间为 2025 年 3 月 5 日

风险提示

- **宏观经济波动的风险:** 宏观经济变化可能影响客户在打印和芯片领域的预算投入, 若支出减少, 将对公司产品和服务的销售产生不利影响。
- **技术迭代与创新风险:** 打印及芯片技术更新迅速, 公司需持续投入研发以保持技术领先, 未能跟进可能导致市场竞争劣势。
- **市场竞争加剧的风险:** 打印机和芯片市场竞争激烈, 国内外大型厂商的加入可能加剧价格战和市场份额争夺, 若公司无法有效应对, 盈利能力可能受损。
- **投并购涉及仲裁案件对净利润可能产生影响的风险:** 纳思达投并购涉及的仲裁案件若败诉, 可能影响当期净利润。
- **拟置出利盟获得审批、备案或登记存在不确定性的风险:** 拟置出利盟需通过境内外多重审批, 存在审批延期或附加条件的风险。
- **研究报告中使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险:** 使用信息更新不及时可能会影响对公司的判断。

投资评级说明

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的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，并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。