

**华菱电子 (871018)**
**受益行业需求爆发, 业绩高成长**
**基本数据**

2018年7月30日	
收盘价(元)	
总股本(万股)	9560
流通股本(万股)	6043
总市值(亿元)	
每股净资产(元)	2.60
PB(倍)	

**财务指标**

	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	352.47	440.58	528.69	607.99
净利润(百万元)	65.82	80.95	93.09	97.74
毛利率	34.62%	33.95%	32.33%	30.24%
净利率	18.67%	18.37%	17.60%	16.07%
ROE	28.83%	27.35%	22.30%	19.35%
EPS(元)	0.69	0.84	0.97	1.02

**投资评级: 中性(首次)**
**公司简况:**

山东华菱电子股份有限公司是一家集研发、制造、营销、服务于一体的热敏打印头专业制造商。引进日本三菱电机的开发技术、规模生产技术和品质管理技术,为全球用户提供质量上乘的热敏打印头(TPH),现已达到年产TPH 2000万台的生产能力。

公司拥有自己的专利技术,可为客户订制或提供各类打印密度、不同打印速度和任意打印幅宽的TPH,凭借高性价比,完善的售前技术支持和售后服务体系,SHC品牌热敏打印头受到广大客户的青睐。产品被广泛用于传真机,各类票据POS打印机,条码打印机,照片打印机,卡片打印机等打印设备,从而在诸多领域如零售,博彩,金融,服装,物流、邮政、医疗、广告、印刷等行业得到广泛应用。

**公司竞争优势:**

- 1 快速响应客户优势
- 2 性价比优势
- 3 体制灵活优势
- 4 国内市场优势

**盈利预测:**

预测公司2018—2020年收入分别为4.40亿元,5.28亿元以及6.07亿元;每股收益分别为0.84元,0.97元和1.02元,综合估值情况我们评级为中性。

**风险提示:**

技术与国外厂商差距拉大风险;对前五大客户依赖风险。

研究员: 翟博

[zhaibo@wtneeq.com](mailto:zhaibo@wtneeq.com)

010-85715117



## 目 录

风险分析.....	3
公司简介.....	4
公司主要产品及商业模式.....	4
公司投资亮点.....	6
投资逻辑与估值.....	7
风险点.....	7

## 图表目录

图表 1：热敏打印头市场稳步增长.....	4
图表 2：公司不同系列产品 .....	5
图表 3：公司所处行业地位.....	6

## ■ 风险分析：

### ● 公司实际控制人及管理团队方面

经整理公开资料未发现这方面风险

### ● 行业与公司经营

#### 1 市场竞争风险

2004年至2007年，在行业竞争加剧的情况下，打印机头单价下降，年度销售金额增长率低于销售数量增长率，2008年金融危机爆发，2008年与2009年两年的销售数量及金额呈现负增长，2010年至2012年，销售数量与金额开始了复苏，销售数量达到了历史最高点。然而由于行业内竞争加剧，导致热敏打印机头销售单价持续下降，销售总金额呈现负增长的态势。我们认为未来市场竞争还会进一步加剧，如果公司竞争力减弱，会给公司经营带来巨大风险。

#### 2 替代性风险

随着信息化时代的到来，无纸化应用逐渐成为趋势。随着电子数据管理的普及，无纸化办公开始在各行业得到较为广泛的应用。例如，银行卡刷卡终端的消费凭证逐渐从原先的打印纸签名发展为屏幕上的电子签名。电子数据管理的发展会导致对打印纸、打印机的需求降低。如果无纸化应用成为硬拷贝的替代品，公司将面临热敏打印机头需求萎缩的市场，对公司未来经营产生不利影响。

#### 3 技术风险

公司所处行业是一个不断创新和快速发展的行业，具有科技密集、应用领域广泛、技术更新快、产品升级换代频繁等特征。如果不能准确把握技术、产品和产业的发展趋势，不能保持对新技术、新产品的研发投入，不能及时开发出满足下游客户多样化、个性化需求的产品，公司将会在市场竞中处于不利地位，并对公司未来经营产生不利影响。

#### 4 原材料依赖进口的风险

由于国内原材料供应商在质量控制方面稳定性较差，且不具备价格优势，因此生产热敏打印头大部分原材料需要从日本进口，使得该行业对国外厂商存在一定进口依赖性。如果无法从国外持续获取物料，采用国内厂商生产的物料可能造成热敏打印头的质量一定程度上的下降，影响客户使用体验，对公司未来经营产生不利影响。

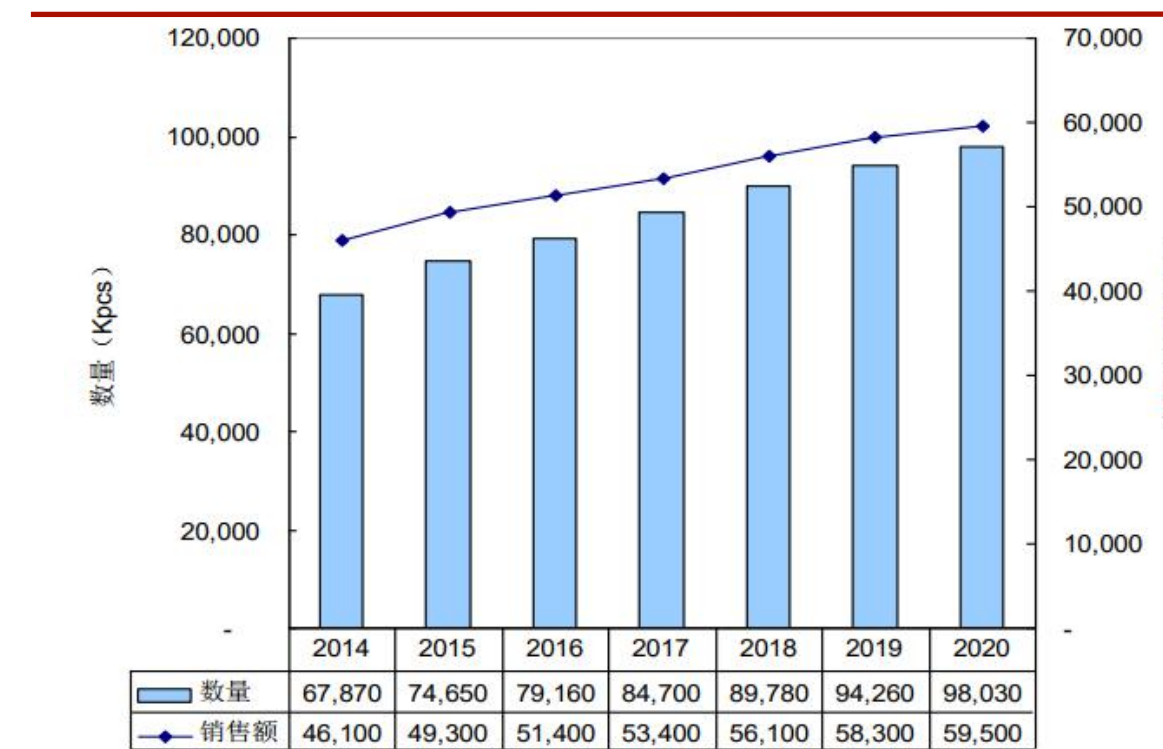
## ■ 公司简介:

山东华菱电子股份有限公司成立于1995年，成立初期引进日本三菱电机的开发技术、规模生产技术和品质管理技术，加速热敏打印头制造国产化进程。公司从2000年开始相继推出一系列票据打印机用新产品，并获取了世界知名打印机芯厂家的订单，开始迅速成长。

公司作为国家八五计划项目之一的承担者，华菱电子自成立之日起肩负热敏打印头国产化的时代使命。二十多年来，公司在引进先进技术的同时，始终坚持自主技术创新，从厚膜技术到薄膜技术，从平面打印头到端面打印头，从普通打印头到智能打印头，一步步成长为热敏打印头行业不可忽视的力量，现已达到年产热敏打印头2000万台的生产能力。产品现已远销日本，韩国，欧洲、美洲、东南亚及中东地区。目前，华菱电子确立在中国市场占有率排名第一，并且在业界市场占有率排名第三的地位。

公司是目前国内最早拥有独立开发、研制、生产、服务能力于一体的TPH知名企业，同时也是首家同时拥有厚膜和薄膜工艺技术的TPH制造企业。公司拥有自己的专利技术，可为客户订制或提供各类打印密度、不同打印速度和任意打印幅宽的TPH，凭借高性价比，完善的售前技术支持和售后服务体系，SHEC品牌热敏打印头受到广大客户的青睐。产品被广泛用于传真机，各类票据POS打印机，条码打印机，照片打印机，卡片打印机等打印设备，从而在诸多领域如零售，博彩，金融，服装，物流、邮政、医疗、广告、印刷等行业得到广泛应用。

图表 1：热敏打印头市场稳步增长



资料来源：公司公告

华菱电子 2017 年 2 月登陆新三板，现有 9 名股东，山东新北洋信息技术股份有限公司为第一大股东持有公司 34.8% 的股权，新北洋的母公司威海北洋电气集团股份有限公司持有公司 13.11% 的股权。公司现为竞价交易，挂牌以每股 6.9 元定增过一次，二级市场没有交易。

## ■ 公司主要业务及商业模式：

### ● 公司主要产品

公司的主营业务是热敏打印头及配套零部件的研发、制造、营销、服务。热敏打印头的开发、生产、销售和服务是公司目前的盈利模式。公司拥有多项自主专利技术，可为客户提供各类打印密度、不同打印速度和任意打印幅宽的热敏打印头。凭借着高性价比、完善的售前技术支持和售后服务体系，公司生产的热敏打印头受到下游客户的青睐，产品被广泛地应用于传真机、POS 打印机、条码打印机和卡片打印机等打印设备，从而被广泛应用于商业零售、工业制造、交通运输、物流、金融、博彩、服装、邮政、医疗等领域。

图表 2：公司不同系列产品

主要产品	应用领域	产品特点
R/3R 斜面系列	各种 PVC, PET, 厚纸等硬质打印介质, 如卡片打印机、高速包装打印、日期码打印等	倾斜式打印, 最高速度 200mm/s; 金刚石涂层, 适用于恶劣环境
SBX/3SBX 系列	250mm/s-300mm/s 的高速的条码标签打印机	抗静电抗干扰能力强; 耐磨金刚石涂层, 适用于恶劣纸张及环境
ZX/3ZX 系列	24 小时连续打印作业的生产流水线或物流仓储中心等条码标签打印机	最新 FFS 结构, 500mm/s 高速打印; 时钟速度 Max30Mhz, 高速数据处理能力; 耐磨金刚石涂层, 适用于恶劣纸张及环境
B 系列	低速 POS 终端打印机, 收银收款机, 厚纸收据打印机; 适用于高负荷打印量和恶劣打印环境	打印速度 100mm/s 以下时打印效果和节能效果最优; 可增加硬质涂层以达到耐磨效果
CH 系列	高通用性, 应用于收据、票券、POS 终端、ATM、彩票等; 适用于医疗心电设备、条形码等打印领域	打印速度 100mm/s-150mm/s 打印效果和节能效果最优; 高耐电力冲击性能; 可增加硬质涂层以达到耐磨、抗腐效果
SX/3SX 系列	高通用性, 应用于收据、票券、POS 终端等; 适用于恶劣环境和劣质热敏纸张的打印	打印速度 250mm/s-300mm/s 时打印效果和节能效果最优; 可增加硬质涂层以达到耐磨、抗腐效果
K 系列	彩票、医疗、中速 POS 终端等; 适用于汽车、电脑直接供给电源的打印设备	打印速度 100mm/s-175mm/s 打印效果和节能效果最优; 为客户电源设计提供便利

资料来源：公司公告

### ● 公司商业模式

热敏打印头的开发、生产、销售和服务是公司目前的盈利模式。公司是国内唯一一家可



以独立研发生产热敏打印头的制造商，凭借出色的产品质量和高性价比，在稳定发展国内客户源的同时，积极开拓海外市场，培养企业核心竞争力。公司作为一个具有自主知识产权、自主核心技术的专业热敏打印技术系统解决方案供应商，以多元化的技术、多用途的产品和服务保证了未来盈利的成长性和稳定性。

## ■ 公司投资亮点：

### ● 中国本土优势

不同于竞争对手，公司总部设于中国，更加了解中国的国情和文化，能够及时掌握热敏打印头产品在设计或应用中出现的问题，了解客户的新需求，拥有竞争者难以比拟的本土优势。针对我国热敏打印机使用环境较为恶劣的特点，公司创造性地推出了竞争对手三倍寿命的耐磨双釉结构，获得客户一致认可，成功地应对了劣质热敏纸张泛滥使得打印头磨损严重的情况；针对医疗领域打印头使用时附加能量冲击大的应用特点，公司成功开发 CH 系列产品并得到广泛应用，形成行业标准，在本土市场的占有份额保持不断增长的态势。

### ● 服务优势

公司主要竞争对手，例如京瓷公司和 ROHM 公司，其生产环节在中国，研发、销售及总部设立于日本。与竞争对手的跨区域管理相比，公司采取集研发、生产、销售于一体的集中组织架构，内部决策更高效，能够对客户需求快速响应。

公司的快响应机制与完善的服务体系，体现在公司的新品开发、批量生产及售后服务中，每个阶段均设有高效的标准化流程，对每个时间节点做出具体要求。顾客至上的理念，以及完善的售前、售后服务，为公司赢得了市场先机，是公司持续发展的核心竞争力之一。

### ● 国家高新技术企业，与热敏打印有关的各协会关系紧密

公司是国家八五计划的项目担当者之一，属于国家火炬计划重点高新技术企业，是国家打印/扫描认定企业技术中心的成员之一。多年来，公司始终是中国计算机行业协会、衡器协会、自动识别行业等与热敏打印相关的协会的会员。作为各协会的会员，公司积极参与制定与打印头相关的打印机标准和一系列耗材（色带、热敏纸等）的行业标准。国家相关政策的扶持和与各协会紧密的关系有助于公司保持行业内的优势地位。

## ■ 投资逻辑与估值：

### ● 行业发展趋势

自 2016 年下半年开始，市场对热敏打印头的需求出现开始增加的迹象；2017 年初市场对热敏打印头的需求量出现井喷式的爆发，全球几大热敏打印头厂家纷纷出现产能不足，交货期拉长，产量无法满足客户的需求的问题。

在海外市场，印度纸币改革引入电子支付带来金融支付设备的需求激增，预计今后几年内仍保持每年几百万台的强劲需求；俄罗斯实施金融税控改革，需要更换新的税控设备，带动需求；伴随智能手机的应用，以 ZINK 为代表的彩色照片打印在 2017 年需求数量同比翻一番，该领域主要机种于欧美日韩市场，有望继续保持快速增长。

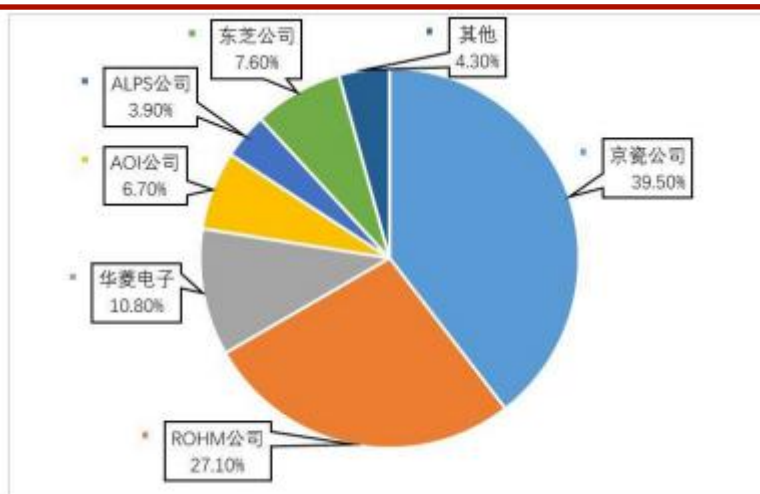
在国内市场，互联网金融第三方支付的迅速发展，以仅接受银行卡支付的传统的金融

POS 受到可接受多种支付方式并融合多种功能于一体的智能 POS 的冲击。第三方支付公司对智能 POS 的迅速推广极大的刺激了对热敏打印头的需求量，今后几年内仍将保持高速增长。此外，国内电商和物流等行业的快速发展，从而造成了物流条码市场对打印头需求激增，打印头全年出现供不应求，限量供应的局面。

### ● 公司在行业地位

由于热敏打印机头行业具备较高的进入壁垒，世界范围内主要从事热敏打印机头生产的企业仅有 6 家，主要集中在日本。在 TDK 公司放弃热敏打印头后，目前可以量产热敏打印头的公司除了华菱电子外，只有日本的京瓷公司、ROHM 公司、东芝公司、AOI 公司及 ALPS 公司。在热敏打印头销售数量方面，公司在 2014 年世界范围内达到 10.80% 的占有率，排名第三。

图表 3：公司所处行业地位



资料来源：公司公告

综上所述公司所处行业近今年迅速爆发，产品供不应求，导致公司业绩迅速增长，公司在行业占据第三的位置，属于第一梯队，因为现在市场没有交易，无法给予公司准确估值，但是我们极其看好公司未来。经过综合评估我们给予公司中性估值。

### ■ 风险点：

- 1 市场萎缩的风险
- 2 对前五大客户依赖的风险
- 3 人才流失风险

## 【分析师声明】

本报告中所表述的任何观点均准确地反映了其个人对该行业或公司的看法,并且以独立的方式表述,研究员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观点无直接或间接的关系。

## 【免责声明】

本报告信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的观点、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,不保证该信息未经任何更新,也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下,报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价,亦不构成个人投资建议。

本报告的版权归本公司所有。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它人,或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。

## 【评级说明】

买入—未来 6 个月的投资收益率领先三板成分指数指数 15%以上;

中性—未来 6 个月的投资收益率与三板成分指数的变动幅度相差-15%至 15%;

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后三板成分指数 15%以上。

---

本报告将首次发布于 D3 研究平台。D3 研究是一个付费研究报告交流分享平台。在平台中您可以阅读别人的研究成果,提出对某家特定企业的研究需求,也可以完成别人的悬赏任务,或者将您的研究成果直接变现。微信用户在微信端通过搜索 D3 研究或扫描二维码的方式查找到 D3 研究公众号并关注后,即可成为 D3 研究的用户。

### 梧桐研究公会

电话: 010-85715117

传真: 010-85714717

电子邮件: zhaibo@wtneeq.com

