

曼恩斯特（301325）

2023 年中报点评：Q2 盈利水平进一步向上，业绩亮眼

买入（维持）

2023 年 08 月 27 日

证券分析师 曾朵红

执业证书：S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 阮巧燕

执业证书：S0600517120002

021-60199793

ruanqy@dwzq.com.cn

证券分析师 周尔双

执业证书：S0600515110002

021-60199784

zhouersh@dwzq.com.cn

证券分析师 岳斯瑶

执业证书：S0600522090009

yuesy@dwzq.com.cn

证券分析师 刘晓旭

执业证书：S0600523030005

liuwx@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入（百万元）	488	902	1,463	2,344
同比	104%	85%	62%	60%
归属母公司净利润（百万元）	203	402	647	938
同比	113%	98%	61%	45%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	1.69	3.35	5.39	7.81
P/E（现价&最新股本摊薄）	50.83	25.69	15.96	11.01

关键词：#业绩符合预期

投资要点

■ **事件：**公司 23H1 营收 3.47 亿元，同增 77%，归母净利 1.59 亿元，同增 97%；Q2 营收 1.96 亿元，同环比+70%/+30%，归母净利 0.92 亿元，同环比+81%/36%，扣非净利 0.82 亿元，同环比+66%/+27%，毛利率 72.2%，同环比+1.3/+2.3pct，归母净利率 46.8%，同环比+2.8/+2.2pct，业绩位于预告中值偏上，符合市场预期。

■ **国产替代化趋势明确，涂布模头维持高毛利水平。**收入端看，公司 23 年 H1 收入 3.47 亿元，同增 77%，其中核心部件收入 2.7 亿元，同增 79%，智能装备收入 0.8 亿元，同增 68%。由于 22 年新增订单翻番以上增长，可支撑今年收入翻倍增长；23 年 H1 新增订单同比翻倍，H2 受锂电扩产放缓影响，订单增速或略微放缓，但仍可保持 50%+高增，主要由于模头存量升级替换需求，叠加智能装备新品类的拓宽。盈利端看，公司 23 年 H1 毛利率 71.2%，同增 2pct，其中核心部件 79.4%，同增 1.8pct，智能装备 42.7%，同增 1.2pct，公司 Q2 毛利率同环比进一步提升 1-2pct。锂电模头格局好盈利优，随着高端产品结构占比提升，预计公司毛利率可维持高水平。

■ **新技术催化存量改造需求，钙钛矿打造第二增长曲线。**锂电技术加速迭代，H2 锰铁锂、4C 铁锂、复合集流体等开启产业化，催化模头升级替换需求。公司积极布局钙钛矿领域，目前首批涂布机订单已落地，并与深圳先进院等联合研发，钙钛矿 2030 年涂布设备空间 43 亿元，市场空间接近锂电涂布模头，后续有望打开第二增长曲线。

■ **期间费率维持稳健，合同负债较年初增长 24%，在手订单持续增加。**H1 期间费用 0.63 亿元，同比增 79%，期间费用率为 18.3%，同比增 0.2pct，其中销售费率 6.5%，同比+1.9pct。期末公司存货为 2.4 亿元，较年初增长 29%；应收账款 4.5 亿元，较年初+61%，对应应收账款周转天数 188 天，较上年度增 32%，期末合同负债 2.1 亿元，较年初+24%，在手订单持续增加。23H1 公司经营活动净现金流净额为 0.4 亿元，同比+138%。H1 资本开支为 0.2 亿元，同比+54%。

■ **盈利预测与投资评级：**我们维持对公司 23-25 年归母净利 4.0/6.5/9.4 亿元的预计，同增 98%/61%/45%，对应 PE 26/16/11x，考虑到公司为国内涂布模头龙头，存量市场加速放量，给予 24 年 25 倍 PE，对应目标价 134.8 元，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**下游需求不及预期，行业竞争加剧。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	86.05
一年最低/最高价	85.10/124.28
市净率(倍)	3.67
流通 A 股市值(百万元)	2,132.66
总市值(百万元)	10,326.00

基础数据

每股净资产(元,LF)	23.42
资产负债率(% ,LF)	16.75
总股本(百万股)	120.00
流通 A 股(百万股)	24.78

相关研究

《曼恩斯特(301325)：涂布模头国产替代领航，改造+耗材双轮存量驱动》

2023-06-01

23 年 H1 公司归母净利润 1.6 亿元，同比增长 97.1%，业绩位于预告中值偏上，符合市场预期。2023 年 H1 公司营收 3.47 亿元，同比增长 77.21%；归母净利润 1.59 亿元，同比增长 97.09%；扣非净利润 1.47 亿元，同比增长 88.24%；23H1 毛利率为 71.23%，同比增加 2.02pct；销售净利率为 46.34%，同比增加 4.78pct。

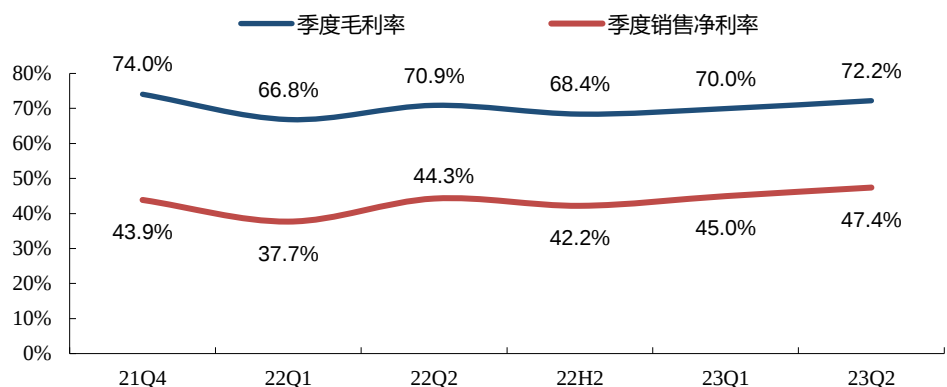
23 年 Q2 归母净利润 0.9 亿元，同环比+81.06%/+36.17%，符合市场预期。2023 年 Q2 公司实现营收 1.96 亿元，同比增加 70.09%，环比增长 29.88%；归母净利润 0.92 亿元，同比增长 81.06%，环比增长 36.17%，扣非归母净利润 0.82 亿元，同比增长 65.54%，环比增长 26.71%。盈利能力方面，23Q2 毛利率为 72.22%，同比增长 1.33pct，环比增长 2.26pct；归母净利率 46.76%，同比增长 2.83pct，环比增长 2.16pct；23Q2 扣非净利率 42.06%，同比提升-1.16pct，环比提升-1.05pct。

图1：公司季度经营情况（百万元）

	2023Q2	2023Q1	2022H2	2022Q2	2022Q1
营业收入(百万)	195.8	150.8	292.9	115.1	80.5
-同比	70.09%	87.38%	99.53%	/	/
毛利率	72.22%	69.96%	68.38%	70.89%	66.83%
归母净利润(百万)	91.6	67.3	122.5	50.6	30.0
-同比	81.06%	124.10%	93.13%	/	/
归母净利率	46.76%	44.61%	41.84%	43.93%	37.30%
扣非归母净利润(百万)	82.4	65.0	119.23	49.76	28.54
-同比	65.54%	127.84%	93.51%	/	/
扣非归母净利率	42.06%	43.12%	40.71%	43.22%	35.46%

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

图2：公司季度盈利能力（%）



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

国产替代化趋势明确，涂布模头维持高毛利水平。收入端看，公司 23 年 H1 收入 3.47 亿元，同增 77%，其中核心部件收入 2.7 亿元，同增 79%，智能装备收入 0.8 亿元，同增 68%。由于 22 年新增订单翻番以上增长，可支撑今年收入翻倍增长；23 年 H1 新

增订单同比翻倍，H2 受锂电扩产放缓影响，订单增速或略微放缓，但仍可保持 50%+ 高增，主要由于模头存量升级替换需求，叠加智能装备新品类的拓宽。盈利端看，公司 23 年 H1 毛利率 71.2%，同增 2pct，其中核心部件 79.4%，同增 1.8pct，智能装备 42.7%，同增 1.2pct，公司 Q2 毛利率同环比进一步提升 1-2pct。锂电模头格局好盈利优，随着高端产品结构占比提升，预计公司毛利率可维持高水平。

新技术催化存量改造需求，钙钛矿打造第二增长曲线。锂电技术加速迭代，H2 锰铁锂、4C 铁锂、复合集流体等开启产业化，催化模头升级置换需求。公司积极布局钙钛矿领域，目前首批涂布机订单已落地，并与深圳先进院等联合研发，钙钛矿 2030 年涂布设备空间 43 亿元，市场空间接近锂电涂布模头，后续有望打开第二增长曲线。

Q2 费用率维持稳健。2023Q2 期间费用合计 0.36 亿元，同比增长 77.13%，环比增 30.24%，期间费用率为 18.28%，同比增 0.73pct，环比增 0.05pct；销售费用 0.15 亿元，销售费用率 7.45%，同比增 2.49pct，环比增 2.2pct；管理费用 0.11 亿元，管理费用率 5.62%，同比增 2.18pct，环比增 2.14pct；财务费用-0.04 亿元，财务费用率-1.79%，同比增-2.34pct，环比增-1.97pct；研发费用 0.14 亿元，研发费用率 7.00%，同比增-1.61pct，环比增-2.32pct。公司 2023Q2 计提资产减值损失-0.02 亿元，环比增 78.26%；计提信用减值损失-0.06 亿元，同比增 63.25%，环比增 416.07%。

图3：公司分季度费用率

单位：百万元	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022H2	2023Q1	2023Q2
销售费用	4.73	3.36	5.71	16.18	7.91	14.59
-销售费用率	5.86%	4.18%	4.96%	5.52%	5.25%	7.45%
管理费用	2.86	3.42	3.96	9.65	5.24	11.00
-管理费用率	3.54%	4.24%	3.44%	3.29%	3.48%	5.62%
研发费用	7.80	8.12	9.91	22.10	14.06	13.71
-研发费用率	9.64%	10.09%	8.61%	7.55%	9.32%	7.00%
财务费用	0.14	0.23	0.63	-0.08	0.27	-3.51
-财务费用率	0.17%	0.29%	0.55%	-0.03%	0.18%	-1.79%
期间费用	15.53	15.13	20.21	47.85	27.48	35.79
-期间费用率	19.21%	18.81%	17.55%	16.34%	18.23%	18.28%
资产减值损失	-0.25	-0.41	-0.91	-1.52	-1.20	-2.14
信用减值损失	-1.50	-3.96	-3.51	-8.95	-1.11	-5.73

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

合同负债较年初增长 24%，在手订单持续增加。期末公司存货为 2.4 亿元，较年初增长 29%；应收账款 4.5 亿元，较年初+61%，对应应收账款周转天数 188 天，较上年度增 32%，期末合同负债 2.1 亿元，较年初+24%，在手订单持续增加。23H1 公司经营活动净现金流净额为 0.4 亿元，同比+138%。H1 资本开支为 0.2 亿元，同比+54%。

盈利预测与投资评级：我们维持对公司 23-25 年归母净利 4.0/6.5/9.4 亿元的预计，同增 98%/61%/45%，对应 PE 26/16/11x，考虑到公司为国内涂布模头龙头，存量市场加

速放量，给予 24 年 25 倍 PE，对应目标价 134.8 元，维持“买入”评级。

风险提示：下游需求不及预期，行业竞争加剧。

曼恩斯特三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	878	3,605	4,265	5,728	营业总收入	488	902	1,463	2,344
货币资金及交易性金融资产	181	2,837	2,842	3,354	营业成本(含金融类)	153	305	557	1,010
经营性应收款项	452	347	832	1,338	税金及附加	4	7	12	19
存货	186	334	458	830	销售费用	25	41	56	75
合同资产	44	72	117	187	管理费用	17	27	37	52
其他流动资产	16	15	17	19	研发费用	40	68	102	152
非流动资产	143	554	1,009	1,381	财务费用	1	(21)	(41)	(45)
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	4	5	6	7
固定资产及使用权资产	71	268	580	909	投资净收益	2	3	4	7
在建工程	44	144	194	194	公允价值变动	0	0	10	10
无形资产	4	138	232	276	减值损失	(19)	(23)	(27)	(32)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	3	3	2	1	营业利润	236	461	734	1,073
其他非流动资产	21	1	1	1	营业外净收支	0	(2)	5	(2)
资产总计	1,021	4,159	5,273	7,109	利润总额	236	459	739	1,071
流动负债	460	903	1,423	2,399	减:所得税	31	55	89	129
短期借款及一年内到期的非流动负债	6	100	100	100	净利润	205	404	650	942
经营性应付款项	137	274	500	907	减:少数股东损益	2	2	3	5
合同负债	169	305	501	909	归属母公司净利润	203	402	647	938
其他流动负债	148	225	322	484	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.69	3.35	5.39	7.81
非流动负债	18	18	18	18	EBIT	236	455	700	1,037
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	247	496	756	1,124
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	68.72	66.22	61.93	56.92
租赁负债	17	17	17	17	归母净利率(%)	41.59	44.55	44.22	40.01
其他非流动负债	1	1	1	1	收入增长率(%)	104.06	84.69	62.17	60.18
负债合计	478	921	1,441	2,417	归母净利润增长率(%)	113.45	97.86	60.95	44.96
归属母公司股东权益	542	3,235	3,825	4,681					
少数股东权益	2	4	7	11					
所有者权益合计	543	3,238	3,832	4,692					
负债和股东权益	1,021	4,159	5,273	7,109					

现金流量表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	重要财务与估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	86	724	554	1,042	每股净资产(元)	6.02	26.96	31.88	39.01
投资活动现金流	(89)	(451)	(501)	(455)	最新发行在外股份(百万股)	120	120	120	120
筹资活动现金流	(17)	2,383	(58)	(84)	ROIC(%)	44.56	20.42	16.87	20.83
现金净增加额	(20)	2,655	(5)	502	ROE-摊薄(%)	37.49	12.43	16.91	20.03
折旧和摊销	11	41	56	88	资产负债率(%)	46.80	22.14	27.33	34.00
资本开支	(42)	(452)	(505)	(462)	P/E(现价&最新股本摊薄)	50.83	25.69	15.96	11.01
营运资本变动	(151)	180	(256)	(165)	P/B(现价)	14.29	3.19	2.70	2.21

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也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报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>