

曼恩斯特 (301325)

2023 年年报&2024 年一季报点评: 储能业务并表影响盈利, 模头及装备盈利基本稳定

买入 (维持)

2024 年 04 月 29 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

研究助理 朱家佟

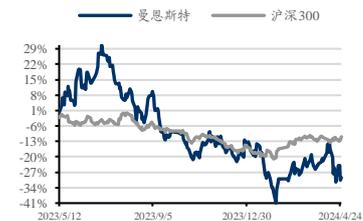
执业证书: S0600122080076
zhujt@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	488.47	795.04	1,007.13	1,273.52	1,638.92
同比 (%)	104.06	62.76	26.68	26.45	28.69
归母净利润 (百万元)	203.22	341.37	407.60	520.80	667.64
同比 (%)	113.54	67.98	19.40	27.77	28.20
EPS-最新摊薄 (元/股)	1.69	2.84	3.40	4.34	5.56
P/E (现价&最新摊薄)	37.42	22.28	18.66	14.60	11.39

投资要点

- **事件:** 公司 23 年营收 8 亿元, 同增 63%, 归母净利 3.4 亿元, 同增 68%, 毛利率为 69%, 同增 0.1pct, 其中 Q4 营收 2.3 亿元, 同环+46%/+9%, 归母净利 0.9 亿元, 同环+35%/-2%, 毛利率 67%, 同环-3/-0.6pct, 处于业绩预告中值, 符合市场预期。公司 24Q1 营收 1.8 亿元, 同环比+21%/-22%, 归母净利 0.6 亿元, 同环比-15%/-37%, 毛利率 55%, 同环比-15/-11pct, 公司并表储能子公司影响毛利, 且模头收入增速放缓, 略低于市场预期。
- **23 年存量替代比例提升, 模头维持较高盈利水平。** 公司 23 年模头收入 8 亿元, 同增 63%, 其中核心配件 (模头、模头改造及涂布配件) 收入 6 亿元, 同增 69%, 占比 75%, 毛利率 77%, 智能装备收入 1.8 亿元, 同增 38%, 毛利率 44%, 其他业务收入 0.14 亿元, 毛利率 37%, 其中储能子公司湖南安诚 10 月并表, 归母净利-0.06 亿元。盈利方面, 23H2 部件收入 3.3 亿, 环增 23%, 毛利率 75%, 环降 4pct, 仍维持较高水平, 装备收入 1.1 亿元, 环增 41%, 毛利率 45%, 环增 2pct, 公司涂布模头产品升级抵消降价影响, 盈利仍维持较高水平。
- **24Q1 储能并表影响利润, 全年收入预计维持 30% 增长。** 24Q1 公司收入 1.8 亿元, 其中核心配件及装备收入预计同比持平, 预计 1.5 亿元左右, 公司 Q1 少数股东损益亏损 0.07 亿元, 预计主要为储能业务亏损, 对应影响 Q1 归母净利 0.07 亿元+, 若扣除, 预计模头毛利率仍维持 60%+。24 年锂电扩产虽放缓, 但涂布模头存量增长可维持 50%+, 总体收入增速有望 30%+, 公司装备品类扩张, 预计收入加速释放, 装备毛利率低于模头, 略微影响整体盈利水平。
- **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, 24 年 4C 铁锂、复合集流体、锰铁锂等开启产业化, 催化模头升级置换需求, 半固态电池中固态电解质涂覆提升模头需求。公司积极布局钙钛矿领域, 并与深圳先进院等联合研发, 23 年 7 月成功拿下整机首单, 基板尺寸 1200x600mm, 单线价值量约 1000 万元, 钙钛矿 30 年涂布设备空间 43 亿, 市场空间接近锂电涂布模头, 后续有望打开第二增长曲线。
- **期间费用率大涨, 主要系海外拓展增加销售费用、以及股权费用支付。** 24Q1 期间费用 0.55 亿元, 期间费用率 30%, 同环比+21/+4pct, 主要系销售费用增加明显; 24Q1 经营活动净现金流净额为-1 亿元, 同比转负; 24Q1 资本开支 1.7 亿元, 同+1300%, 在手现金 8 亿, 较 24 年初微增; 24Q1 末公司存货 5.25 亿元, 较 24 年初增加 15%。
- **盈利预测与投资评级:** 考虑到行业需求不及预期, 我们下修公司 24-25 年实现归母净利 4.1/5.2 亿元 (原预期 4.6/6.3 亿元), 同增 19%/28%, 新增 26 年预测 6.7 亿元, 同增 28%, 24-26 年对应 PE 18/14/11x, 考虑公司新技术下的成长性, 给与 24 年 25x, 对应目标价 85 元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 下游需求不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	63.38
一年最低/最高价	50.60/124.28
市净率(倍)	2.51
流通 A 股市值(百万元)	1,657.95
总市值(百万元)	7,605.60

基础数据

每股净资产(元,LF)	25.20
资产负债率(% ,LF)	21.72
总股本(百万股)	120.00
流通 A 股(百万股)	26.16

相关研究

《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》

2023-08-27

曼恩斯特三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	3,325	6,123	6,725	7,524	营业总收入	795	1,007	1,274	1,639
货币资金及交易性金融资产	2,033	4,986	5,535	5,991	营业成本(含金融类)	248	377	502	656
经营性应收款项	730	571	723	931	税金及附加	7	9	11	14
存货	456	465	344	449	销售费用	60	65	76	90
合同资产	67	81	102	131	管理费用	44	50	57	66
其他流动资产	39	21	22	23	研发费用	70	81	96	115
非流动资产	408	526	630	727	财务费用	(10)	(32)	(60)	(67)
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	15	16	19	25
固定资产及使用权资产	198	291	373	446	投资净收益	14	10	4	5
在建工程	56	76	96	116	公允价值变动	7	0	10	10
无形资产	13	17	21	25	减值损失	(28)	(18)	(30)	(36)
商誉	51	51	51	51	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	15	15	14	13	营业利润	385	465	594	769
其他非流动资产	75	75	75	75	营业外净收支	0	(2)	5	(2)
资产总计	3,733	6,649	7,356	8,251	利润总额	385	463	599	767
流动负债	675	893	1,124	1,409	减:所得税	48	56	78	100
短期借款及一年内到期的非流动负债	94	100	100	100	净利润	336	408	521	668
经营性应付款项	263	400	533	696	减:少数股东损益	(5)	0	0	0
合同负债	131	189	251	328	归属母公司净利润	341	408	521	668
其他流动负债	188	204	240	286	每股收益-最新股本摊薄(元)	2.84	3.40	4.34	5.56
非流动负债	68	68	68	68	EBIT	354	425	531	698
长期借款	5	5	5	5	EBITDA	379	449	567	742
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	68.81	62.54	60.58	59.99
租赁负债	45	45	45	45	归母净利率(%)	42.94	40.47	40.89	40.74
其他非流动负债	19	19	19	19	收入增长率(%)	62.76	26.68	26.45	28.69
负债合计	744	961	1,192	1,478	归母净利润增长率(%)	67.98	19.40	27.77	28.20
归属母公司股东权益	2,996	5,694	6,170	6,779					
少数股东权益	(6)	(6)	(6)	(6)					
所有者权益合计	2,990	5,688	6,164	6,773					
负债和股东权益	3,733	6,649	7,356	8,251					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	(79)	794	717	643	每股净资产(元)	24.97	37.96	41.13	45.20
投资活动现金流	(1,260)	(134)	(131)	(137)	最新发行在外股份(百万股)	120	120	120	120
筹资活动现金流	2,014	2,293	(47)	(60)	ROIC(%)	16.75	8.33	7.61	9.18
现金净增加额	674	2,953	539	446	ROE-摊薄(%)	11.40	7.16	8.44	9.85
折旧和摊销	25	25	36	44	资产负债率(%)	19.92	14.45	16.20	17.91
资本开支	(108)	(142)	(135)	(142)	P/E(现价&最新股本摊薄)	22.28	18.66	14.60	11.39
营运资本变动	(445)	351	150	(91)	P/B(现价)	2.54	1.67	1.54	1.40

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），北交所基准指数为北证 50 指数），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>