

# 曼恩斯特 (301325)

## 2024 年年报&2025 年一季报点评：业绩基本符合预期，新业务逐步开启放量

买入（维持）

2025 年 04 月 30 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 朱家佟

执业证书：S0600524080002  
zhujt@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	795.04	1,698.96	2,333.10	3,031.72	3,702.39
同比（%）	62.76	113.70	37.32	29.94	22.12
归母净利润（百万元）	341.37	30.70	119.76	209.49	339.75
同比（%）	67.98	(91.01)	290.12	74.92	62.18
EPS-最新摊薄（元/股）	2.37	0.21	0.83	1.46	2.36
P/E（现价&最新摊薄）	20.55	228.55	58.58	33.49	20.65

### 投资要点

■ **24 年年报&25 年一季报业绩基本符合预期。**公司 24 年营收 17 亿元，同增 114%，归母净利润 0.3 亿元，同降 91%，毛利率 22.3%，同降 46.5pct，归母净利率 1.8%，同降 41.1pct；其中 24Q4 营收 6.7 亿元，同环比+186%/-1.5%，归母净利润-0.3 亿元，同比转亏，环比扩大 44%，毛利率 13.6%，同环比-53/+0.2pct，归母净利率-5%，同环比-43.7/-3.8pct。公司 25 年 Q1 营收 4.4 亿元，同环比+139%/-35%，归母净利润 0.1 亿元，同比-90.2%，环比转正，毛利率 26.5%，同环比-28.8/+12.9pct，归母净利率 1.3%，同环比-30/+6.3pct。

■ **核心部件盈利维持稳定，储能业务占比大幅提升。**收入端看，24 年涂布应用类收入 4.7 亿，同降 40%，系锂电扩产放缓影响，毛利率 52%，同降 17pct，系智能装备占比提升，但涂布模头毛利率预计稳定，能源系统类收入 12.2 亿，同比高增，毛利率 10%。25 年 Q1 涂布应用类收入 0.9 亿，占比 20%，能源系统类收入 3.5 亿，占比 80%，随着锂电恢复扩产，钙钛矿等泛半导体领域放量，我们预计 25 年涂布应用类收入 5 亿，同增 5%，能源系统类收入 15-20 亿，同增 50%，合计贡献 1-1.5 亿利润。

■ **新业务逐步开启放量，横向布局机器人领域。**公司 24 年进行战略调整，涂布类实现横向布局，泛半导体领域开启突破，面板与京东方等客户密切合作，订单有望后续持续落地，钙钛矿开始进入收获期，24 年预计收入小几千万，25 年新业务有望实现收入 1 亿元。此外，公司横向布局机器人领域，通过子公司蓝方科技（控股 67%）的传统微型伺服电机优势，布局机器人灵巧手、夹爪、关节等核心零部件，已与宇树科技签署战略合作协议，后续预计推出系列产品。

■ **研发费用持续增长，经营性现金流承压。**公司 24 年期间费用 3.3 亿元，同增 99%，费用率 19.2%，同-1.4pct，25 年 Q1 期间费用 0.8 亿元，同环比+52%/-20%，费用率 19%，同环比-10.9/+3.4pct；24 年经营性净现金流-1.1 亿元，同比扩大 39%，其中 Q1 经营性净现金流-1.4 亿元，同比扩大 42%，环比转负；24 年资本开支 3 亿元，同增 183%，其中 Q1 资本开支 0.4 亿元，同环比-77%/+37%；25 年 Q1 末存货 8.4 亿元，较年初增长 23%。

■ **盈利预测与投资评级：**由于下游需求不及预期，我们调整 25-26 年归母净利润至 1.2/2.1 亿元（此前预测 1.8/3.1 亿元），同比+290%/+75%，新增 27 年归母净利润预期 3.4 亿元，同增 62%，对应 PE 为 59/33/21x，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**下游需求放缓、新产品不及预期。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	49.92
一年最低/最高价	29.75/85.69
市净率(倍)	2.50
流通 A 股市值(百万元)	2,890.10
总市值(百万元)	7,183.12

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	20.00
资产负债率(% ,LF)	40.36
总股本(百万股)	143.89
流通 A 股(百万股)	57.89

### 相关研究

《曼恩斯特(301325): 2024 年三季报点评: Q3 业绩低于预期, 储能占比大幅提升》

2024-10-30

## 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)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	<b>3,633</b>	<b>6,362</b>	<b>6,995</b>	<b>7,709</b>	<b>营业总收入</b>	<b>1,699</b>	<b>2,333</b>	<b>3,032</b>	<b>3,702</b>
货币资金及交易性金融资产	1,701	2,514	3,296	3,237	营业成本(含金融类)	1,320	1,775	2,295	2,772
经营性应收款项	904	1,367	1,776	2,167	税金及附加	8	13	12	15
存货	684	2,188	1,572	1,899	销售费用	102	128	159	167
合同资产	122	187	243	296	管理费用	92	124	152	176
其他流动资产	222	106	108	110	研发费用	120	163	182	185
<b>非流动资产</b>	<b>982</b>	<b>1,100</b>	<b>1,204</b>	<b>1,301</b>	财务费用	12	(17)	(41)	(49)
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	22	23	30	37
固定资产及使用权资产	557	650	731	805	投资净收益	31	23	30	37
在建工程	132	152	172	192	公允价值变动	2	0	10	10
无形资产	127	131	135	139	减值损失	(76)	(83)	(108)	(129)
商誉	51	51	51	51	资产处置收益	2	0	0	0
长期待摊费用	22	22	21	20	<b>营业利润</b>	<b>25</b>	<b>111</b>	<b>236</b>	<b>393</b>
其他非流动资产	93	93	93	93	营业外净收支	(4)	(2)	5	(2)
<b>资产总计</b>	<b>4,616</b>	<b>7,462</b>	<b>8,199</b>	<b>9,010</b>	<b>利润总额</b>	<b>21</b>	<b>109</b>	<b>241</b>	<b>391</b>
<b>流动负债</b>	<b>1,626</b>	<b>2,041</b>	<b>2,586</b>	<b>3,086</b>	减:所得税	(2)	(5)	31	51
短期借款及一年内到期的非流动负债	523	100	100	100	<b>净利润</b>	<b>23</b>	<b>114</b>	<b>209</b>	<b>340</b>
经营性应付款项	666	896	1,158	1,399	减:少数股东损益	(8)	(6)	0	0
合同负债	306	887	1,147	1,386	<b>归属母公司净利润</b>	<b>31</b>	<b>120</b>	<b>209</b>	<b>340</b>
其他流动负债	131	159	181	201	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.21	0.83	1.46	2.36
非流动负债	107	107	107	107	EBIT	6	130	232	388
长期借款	48	48	48	48	EBITDA	76	155	268	432
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	22.30	23.93	24.30	25.13
租赁负债	40	40	40	40	归母净利率(%)	1.81	5.13	6.91	9.18
其他非流动负债	18	18	18	18	收入增长率(%)	113.70	37.32	29.94	22.12
<b>负债合计</b>	<b>1,733</b>	<b>2,148</b>	<b>2,693</b>	<b>3,192</b>	归母净利润增长率(%)	(91.01)	290.12	74.92	62.18
归属母公司股东权益	2,894	5,331	5,523	5,834					
少数股东权益	(11)	(17)	(17)	(17)					
<b>所有者权益合计</b>	<b>2,883</b>	<b>5,314</b>	<b>5,507</b>	<b>5,818</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>4,616</b>	<b>7,462</b>	<b>8,199</b>	<b>9,010</b>					

  

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	(110)	(949)	898	69	每股净资产(元)	20.11	30.65	31.76	33.55
投资活动现金流	(175)	(121)	(105)	(105)	最新发行在外股份(百万股)	144	144	144	144
筹资活动现金流	84	1,882	(21)	(33)	ROIC(%)	0.19	3.04	3.61	5.77
现金净增加额	(202)	813	772	(69)	ROE-摊薄(%)	1.06	2.25	3.79	5.82
折旧和摊销	71	25	36	44	资产负债率(%)	37.54	28.79	32.84	35.43
资本开支	(307)	(142)	(135)	(142)	P/E(现价&最新股本摊薄)	228.55	58.58	33.49	20.65
营运资本变动	(241)	(1,159)	588	(401)	P/B(现价)	2.42	1.59	1.54	1.45

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>