

曼恩斯特 (301325) 深度研究

锂电涂布模头龙头，开展多增长曲线

2023 年 05 月 19 日

【投资要点】

- ◆ 公司计划开拓涂布模头横向应用，开展新增长曲线。公司持续研发并计划开拓涂布技术在周边新领域的应用，如半导体先进封装涂布、钙钛矿太阳能电池涂布、氢燃料电池电极涂布、液晶显示中的薄膜晶体管涂布等，新领域将为公司带来新增长。
- ◆ 公司深耕锂电涂布多年，技术逼近海外，市占率持续提升。曼恩斯特是国内锂电涂布模头行业龙头，公司深耕行业十年，持续研发，当前技术与海外企业相差不大。公司核心产品高精密狭缝式涂布模头 21 年市占率 26%，中国第一，公司也是中国锂电涂布模头行业中中国企业市占率第一。
- ◆ 公司 IPO 后募投项目扩产增研，增长可期。公司过去几年制约成长的因素在于产能受限，募投项目投产后，公司产能迎来增长，研发中心进一步推动技术发展。

【投资建议】

- ◆ 我们预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 7.10/10.88/18.87 亿元，营收增速分别为 45.38%/53.26%/73.38%，毛利率分别为 72.0%/71.5%/70.9%。归母净利润为 3.18/4.99/8.57 亿元。2023-2025 年每股收益分别为 2.65/4.16/7.14 元，锂电涂布模头行业持续国产替代，公司横向拓展多领域，IPO 后募投项目落地支持产能增长，预计未来面对行业空间快速提升，公司在不同领域市占率持续增长，给予“增持”评级。

盈利预测

项目\年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	488.47	710.12	1088.36	1887.04
增长率 (%)	104.06%	45.38%	53.26%	73.38%
EBITDA (百万元)	247.02	430.56	652.55	1095.64
归属母公司净利润 (百万元)	203.14	318.35	499.25	857.34
增长率 (%)	113.45%	56.72%	56.82%	71.72%
EPS (元/股)	2.26	2.65	4.16	7.14
市盈率 (P/E)	/	37.10	23.66	13.78
市净率 (P/B)	/	7.73	5.70	3.92
EV/EBITDA	/	23.30	15.52	8.76

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

【风险提示】

- ◆ 客户集中度较高的风险;
- ◆ 行业竞争剧烈，毛利率下滑风险;
- ◆ 技术研发不及预期的风险。


东方财富证券
Eastmoney Securities

挖掘价值 投资成长

增持 (首次)

东方财富证券研究所

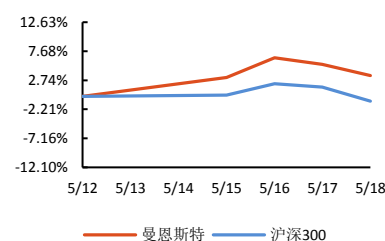
证券分析师: 周旭辉

证书编号: S1160521050001

联系人: 李京波

电话: 13127673698

相对指数表现



基本数据

总市值 (百万元)	11197.20
流通市值 (百万元)	2312.59
52 周最高 / 最低 (元)	106.00/89.07
52 周最高 / 最低 (PE)	47.94/44.99
52 周最高 / 最低 (PB)	21.27/19.96
52 周涨幅 (%)	3.54
52 周换手率 (%)	215.48

相关研究

正文目录

1. 公司概况：新能源风起，中国锂电涂布模头龙头	4
1.1. 10 年研发，乘锂电之风高速扩张.....	4
1.2. 财务数据：满产满销营收快速增长，盈利能力突出	6
2. 锂电涂布模头：25 年国内市场空间 29 亿，23-25 年 CAGR=17%.....	11
2.1. 涂布模头：锂电前道设备核心产品，国产替代进行时	11
2.2. 竞争格局：国产替代下公司市占率持续增长	14
3. 核心看点：横向跨领域布局，持续国产替代	16
3.1. 涂布：工业通用基础需求，横向潜力巨大	16
3.2. 钙钛矿：26 年设备规模超 103 亿，23-25 年 CAGR 62%.....	17
3.3. 其他应用：进入氢燃料电池+OLED+石墨烯领域	19
3.4. 产品壁垒高：技术构筑高壁垒	20
3.5. 技术优势：公司多年深耕打破海外垄断	21
3.6. 募投项目：扩产+研发，发展迎来新篇章	23
4. 营收拆分与盈利预测	25
4.1. 关键假设	25
4.2. 投资建议	26
5. 风险提示	27

图表目录

图表 1：公司发展历程	4
图表 2：公司代表性产品情况	5
图表 3：公司股权结构	6
图表 4：公司营收情况（亿元）	7
图表 5：公司归母净利润情况（亿元）	7
图表 6：公司毛利率与净利率情况	7
图表 7：公司分产品毛利率情况	7
图表 8：公司销售、管理、财务费用（亿元）	8
图表 9：公司研发费用（亿元）	8
图表 10：公司分产品营收情况（亿元）	8
图表 11：公司分产品收入占比	8
图表 12：涂布模头（含增值与改造）产销	9
图表 13：自产产品产能利用率及产销率	9
图表 14：公司分产品销量（配件百个，其余套/台）	10
图表 15：公司分产品单价（配件百元/件，其余万元/件）	10
图表 16：锂电设备制作流程	11
图表 17：锂电涂布模头产业链介绍	12
图表 18：2022 年公司原材料采购成本占比	12
图表 19：公司非核心服务外包降本（亿元）	12
图表 20：国内 21-25 年锂电涂布模头市场规模	13
图表 21：高精密狭缝式锂电池极片涂布模头营收及市占率	14
图表 22：锂电设备涂布模头行业主要玩家对比	15
图表 23：涂布模头应用	16
图表 24：不同领域涂布模头要求	17
图表 25：不同领域涂布模头机械精度指标	17

图表 26: 钙钛矿电池下游应用范围广泛	18
图表 27: 钙钛矿太阳能电池生产流程及相关设备	18
图表 28: 国内 21-25 年钙钛矿涂布模头市场规模	19
图表 29: 中国 OLED 有机材料产量持续增长 (吨)	20
图表 30: 中国石墨烯市场规模持续增长 (亿元)	20
图表 31: 中国氢燃料电池电堆出货量 (兆瓦)	20
图表 32: 涂层出现针孔示意图	21
图表 33: 公司研发费用持续增长 (亿元)	22
图表 34: 公司机械精度理论值仍落后海外, 国内领先	22
图表 35: 公司涂布效率已经和海外企业持平, 国内领先	22
图表 36: 公司客户集中度高 (亿元)	23
图表 37: 公司下游客户	23
图表 38: 募集资金主要用途及数据	24
图表 39: 公司业绩拆分	25
图表 40: 可比公司估值比较	26

1. 公司概况：新能源风起，中国锂电涂布模头龙头

1.1. 10 年研发，乘锂电之风高速扩张

公司简介：公司是专注于高精密狭缝式涂布技术的龙头。曼恩斯特主要从事高精密狭缝式涂布模头、涂布设备及涂布配件的研发、设计、生产、销售。主要产品包括高精密狭缝式涂布模头、涂布模头增值与改造、涂布设备、涂布配件。公司在 2020 年中国新增产品市场占有率排名行业第三，市占率为 21%，本土企业行业排名第一。

发展历程：10 年研发，已进入快速成长期。公司是全国锂电涂布模头领域的龙头企业，公司前身成立于 2014 年。1) 2014-2017 年为产品研发阶段，公司组建涂布模头技术攻关团队，布局高精密可调节涂布模头产品技术、双层涂布模头产品技术以及与模头配套的高精密供料技术；2) 2018-2019 年为业务拓展阶段，公司接受了旭和盛在涂布方面的相关专利，大力培育和扩大售后服务团队，为客户提供定制化、交钥匙服务，截止 2019 年年底，公司与国内外一百多家电池企业建立了业务往来；3) 2020 年至今为快速发展阶段，公司从单一的涂布模头产品和配件供应商成长为可以为客户提供整体涂布解决方案的技术服务商。公司不但在锂电池领域不断拓展业务范围，还在其他领域积极拓展高精密涂布技术，如半导体先进封装涂布、钙钛矿太阳能电池涂布、氢燃料电池电极涂布、液晶显示中的薄膜晶体管涂布等。

图表 1：公司发展历程



资料来源：曼恩斯特招股说明书，东方财富证券研究所

主营产品：多种高精密狭缝式涂布模头。高精密狭缝式涂布模头为锂电池生产涂布机的核心部件，涂布是继制备正负极浆料完成后的下一道工序，也是锂电池生产前段工序的核心环节，目的是将正负极浆料均匀地涂覆在铝铜箔（正极铝箔，负极铜箔）上。

图表 2: 公司代表性产品情况

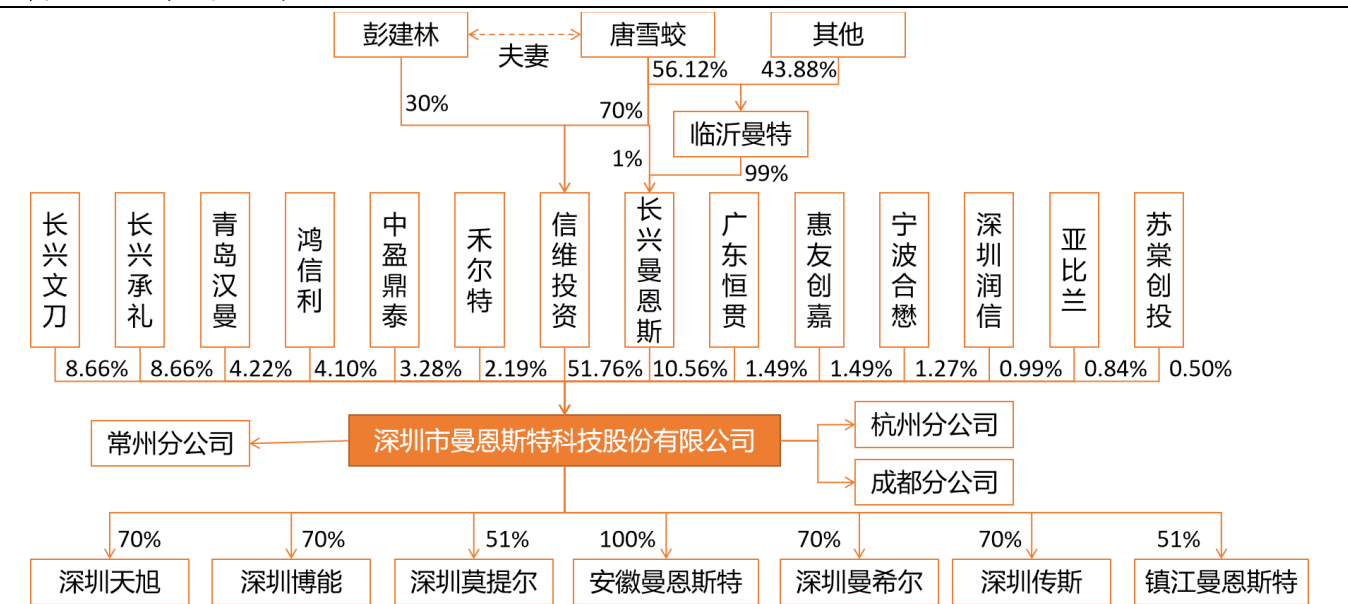
产品类别	产品特点	用途	产品简介	图例
通用类基本款涂布模头	适用于锂离子电池生产常规涂布制造工艺	可定制适用于各种不同主材浆料的锂离子电池涂布生产, 如三元材料、磷酸铁锂材料等。	<ol style="list-style-type: none"> (1) 最大长度规格: 2000mm; (2) 大平面平面度: $\leq 0.003\text{mm}$; (3) 唇口直线度: $\leq 0.003\text{mm}$; (4) 腔体粗糙度 (Ra): ≤ 0.025; (5) 最大可适用涂布速度: 120m/min (6) 涂布涂层厚度均一性 cov 控制目标: $\leq 0.35\%$ 	
安全类基本款涂布模头	适用于绝缘胶和主材浆料共同涂布的特殊锂离子电池生产涂布制造工艺	可定制适用于各种不同主材浆料的锂离子电池涂布生产, 可有效降低电池内部正负极短路风险, 有利于提升电池安全性能。	<ol style="list-style-type: none"> (1) 最大长度规格: 2000mm; (2) 大平面平面度: $\leq 0.003\text{mm}$; (3) 唇口直线度: $\leq 0.003\text{mm}$; (4) 腔体粗糙度 (Ra): ≤ 0.025; (5) 带定制化独立点胶流道; (6) 最大可适用涂布速度: 120m/min; (7) 涂布涂层厚度均一性 cov 控制目标: $\leq 0.35\%$; (8) 可实现正反双层涂胶; (9) 可实现横向间歇涂胶 	
安全类智能款涂布模头	适用于绝缘胶和主材浆料共同涂布的, 且对涂布面密度一致性有更高追求的特殊锂离子电池生产涂布制造工艺, 能根据涂布结果数据反馈实现智能化调节, 为安全类基本款涂布模头的智能化升级产品	可定制适用于各种不同主材浆料的锂离子电池涂布生产, 且可有效提升涂布面密度一致性和涂布调试效率, 降低涂布制程浪费和电池内部短路风险。	<ol style="list-style-type: none"> (1) 最大长度规格: 2000mm; (2) 大平面平面度: $\leq 0.003\text{mm}$; (3) 唇口直线度: $\leq 0.003\text{mm}$; (4) 腔体粗糙度 (Ra): ≤ 0.025; (5) 带定制化独立点胶流道; (6) 最大可适用涂布速度: 120m/min; (7) 流体压力采集精度: 100Pa; (8) 流体温度采集精度: 0.1°C; (9) 采用神经网络、卡尔曼滤波等算法, 搭建自动调节模型; (10) 涂布调节的执行机构采用总线式控制方式; (11) 涂布调节单元可实现精度: $\pm 0.001\text{mm}$; (12) 可实现正反双层涂胶; (13) 可实现横向间歇涂胶; (14) 调节面密度稳定所需时间 $\leq 3\text{min}$ (15) 涂层横向均匀性调节, cov 控制目标 0.2% 以下 (16) 涂层纵向均匀性调节, cov 控制目标 0.2% 以下 	
高倍率基本款涂布模头	适用于薄层涂布特殊的锂离子电池生产涂布制造工艺	可定制适用于各种不同主材浆料的锂离子电池涂布生产, 满足锂电池厂商快充快放电池对薄层涂布制造工艺的需求, 解决了涂布模头在涂布涂层厚度较薄时敷料不均匀的问题, 可有效提升电池倍率性能。	<ol style="list-style-type: none"> (1) 最大长度规格: 2000mm (2) 大平面平面度: $\leq 0.003\text{mm}$ (3) 唇口直线度: $\leq 0.003\text{mm}$ (4) 腔体粗糙度 (Ra): ≤ 0.025 (5) 带真空负压腔/负压箱 (6) 最大可适用涂布速度: 120m/min (7) 负极最薄涂层: $20\text{g}/\text{m}^2$ (8) 正极最薄涂层: $55\text{g}/\text{m}^2$ (9) 涂布涂层厚度均一性 cov 控制目标: $\leq 0.35\%$ 	
高容量基本款涂布模头	适用于厚层涂布且可满足 2-4 种异体系浆料同时涂布特殊的锂离子电池生产涂布制造工艺	可定制适用于各种不同主材浆料的锂离子电池涂布生产, 满足锂电池厂商提升电池能量密度对厚层涂布制造工艺的需求, 有效提高涂布效率及电池的能量密度。	<ol style="list-style-type: none"> (1) 最大长度规格: 2000mm (2) 上中下模大平面平面度: $\leq 0.003\text{mm}$ (3) 上中下模唇口直线度: $\leq 0.003\text{mm}$ (4) 腔体粗糙度 (Ra): ≤ 0.025 (5) 最大可适用涂布速度: 120m/min (6) 可实现 2-4 种异体系浆料同时涂布 (7) 可实现上下层涂布厚度比例: $1:4\sim 4:1$ (8) 整体涂层厚度面密度: 正极 $\geq 600\text{g}/\text{m}^2$ 	

(9) 整体涂层厚度面密度: 负极 $\geq 150\text{g}/\text{m}^2$
 (10) 涂布涂层厚度均一性 cov 控制目标:
 $\leq 0.35\%$

资料来源: 曼恩斯特招股书, 东方财富证券研究所

股权: 高度集中, 员工持股, 全公司利益一致。公司的实际控制人为彭建林、唐雪蛟夫妇, 夫妻合计持股 57.73%, 股权高度集中。公司的员工持股平台上市前实施过一次股权激励, 临沂曼特为股权激励实施主体, 共授予中高层管理人员 4.59% 的股权, 能够有效调动员工的积极性, 吸引并留住人才。

图表 3: 公司股权结构

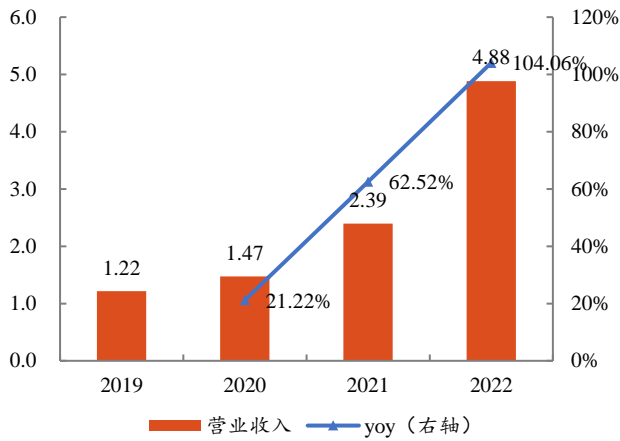


资料来源: 曼恩斯特招股书, 东方财富证券研究所 (截至 22Q4)

1.2. 财务数据: 满产满销营收快速增长, 盈利能力突出

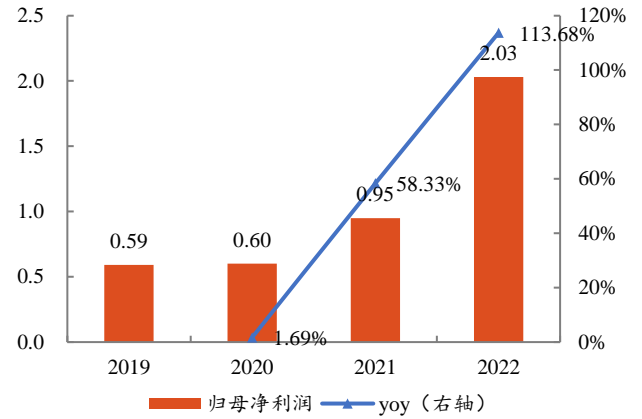
营收快速增长, 净利率整体稳定。公司 2019 年至 2022 年营业收入分别为 1.22、1.47、2.39、4.88 亿元, 2020 年到 2022 年分别同比增长 21.22%、62.52%与 104.06%, 受益于国产替代加速+下游客户需求增长+公司产能扩张, 公司近年营业收入规模快速增长。2019 年至 2022 年度的归母净利润分别为 0.59、0.60、0.95、2.03 亿元, 2020 年至 2022 年同比增长 1.98%、57.96%与 113.45%, 2021 年和 2022 年由于营收增长快速, 公司的净利润快速增长。由于产品结构变化+公司处于开拓阶段费用投放较不稳定, 公司净利率水平略有波动, 整体较为稳定, 2022 年的净利率为 41.95%, 与 2021 年的 39.49%比略有增长。

图表 4：公司营收情况（亿元）



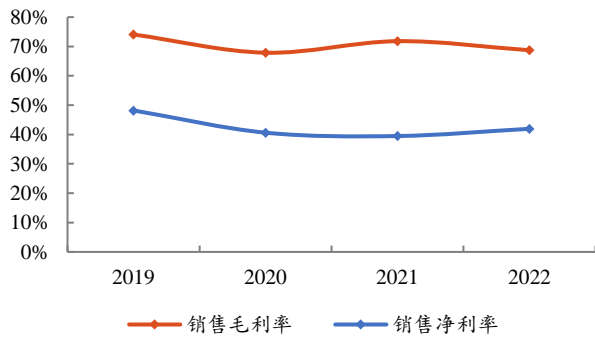
资料来源：曼恩斯特招股书，东方财富证券研究所

图表 5：公司归母净利润情况（亿元）



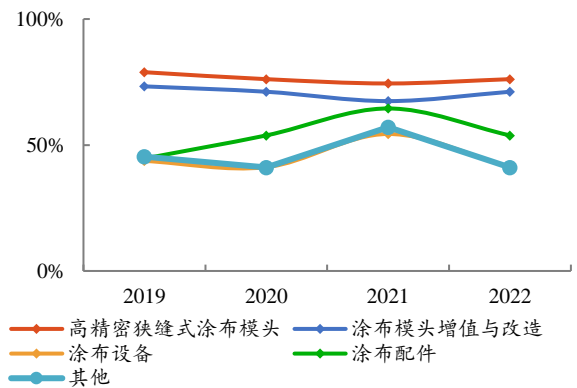
资料来源：曼恩斯特招股书，东方财富证券研究所

图表 6：公司毛利率与净利率情况



资料来源：曼恩斯特招股书，东方财富证券研究所

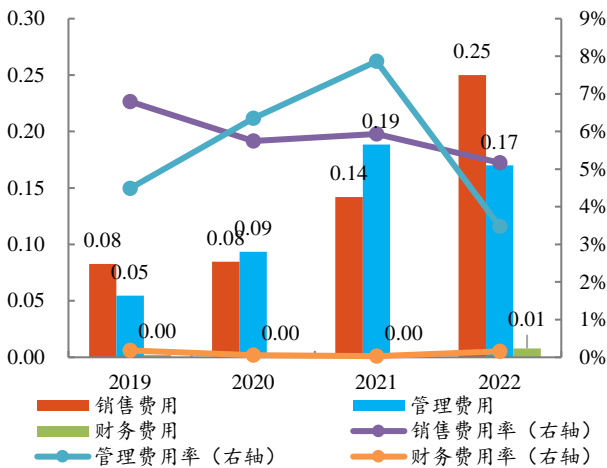
图表 7：公司分产品毛利率情况



资料来源：曼恩斯特招股书，东方财富证券研究所

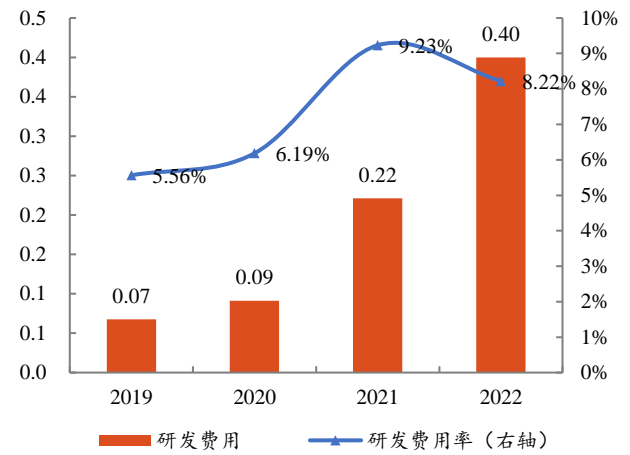
销售+管理费率较为稳定，公司始终注重研发。公司 2019 年至 2022 销售费用率分别为 6.80%、5.74%、5.93%和 5.17%，管理费用率分别为 4.48%、6.35%、7.87%和 3.48%，销售和管理费用率 2021 年略有上升原因在于股份支付。公司 2019 年至 2022 年研发费用率分别为 5.56%、6.19%、9.23%和 8.22%，研发费用及研发费用率持续上升，主要原因系公司坚持以技术驱动发展，且公司下游锂电池行业技术更新迭代较快，为满足客户对产品的功能及形态需求，增强公司市场竞争力，公司日益重视技术研发。截至招股书签署日，公司共拥有发明专利共 18 项，实用新型专利 140 项，外观设计专利 13 项，软件著作权和多项专有技术 15 项。

图表 8: 公司销售、管理、财务费用 (亿元)



资料来源: 曼恩斯特招股书, 东方财富证券研究所

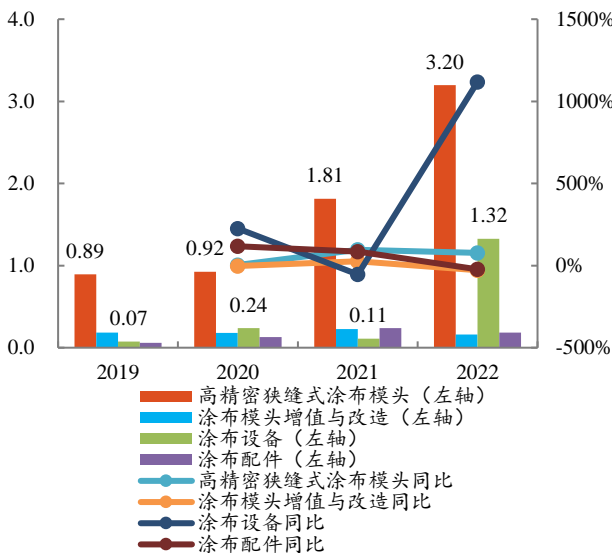
图表 9: 公司研发费用 (亿元)



资料来源: 曼恩斯特招股书, 东方财富证券研究所

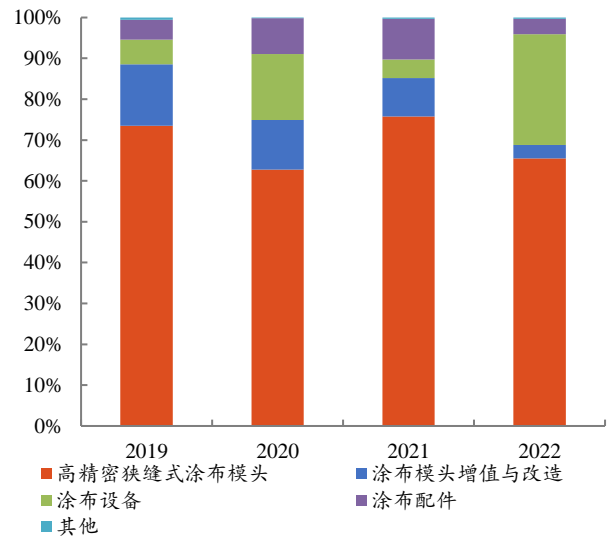
营收结构: 涂布模头营收占比常年在 70%左右, 公司尝试拓展下游涂布设备。分产品来看, 2022 年, 公司的高精密狭缝式涂布模头/涂布模头增值与改造收入分别为 3.20/0.16 亿元, 同比变化 76.31%/-28.29%。高精密狭缝式涂布模头在主营收入中占比最多, 22 年达 65.43%, 主要得益于国产模头替代加速以及下游客户需求增长。关联较大的涂布模头增值与改造随着模头保有量增加, 部分客户使用的涂布模头进入维修、改造期, 公司承接相应订单增加, 收入稳定增长; 公司尝试发展涂布模头下游涂布设备, 涂布设备收入占比从 2019 年的 6.02%提升至 2022 年的 27.12%。

图表 10: 公司分产品营收情况 (亿元)



资料来源: 曼恩斯特招股书, 东方财富证券研究所

图表 11: 公司分产品收入占比



资料来源: 曼恩斯特招股书, 东方财富证券研究所

公司 19-21 年产能利用率维持在 95%左右 (22 年疫情等因素下较低), 模头产品量价齐升带来增长。为了更好地满足下游的需求, 公司持续研发拓展技术, 模头产品价格亦有所增长。

2019-2022 年高精密锂电涂布模头单价分别是 28.3、26.1、31.7 和 38.7

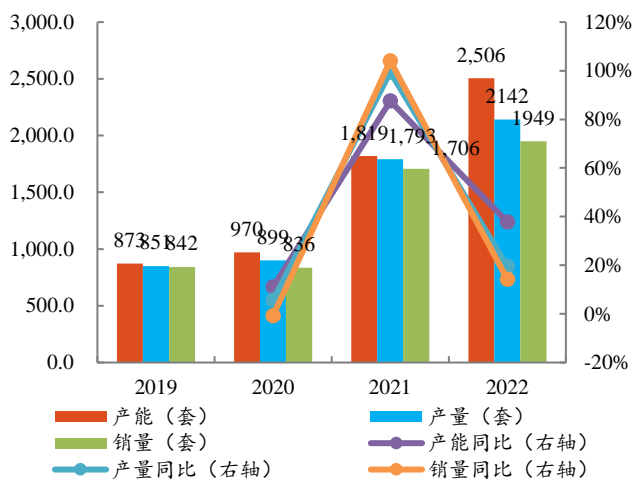
万元/套，20 年单价下滑原因在于受国际贸易环境和“新冠疫情”影响全球新能源汽车、3C 数码电子产品出货量明显下滑，市场竞争加剧，公司主动承接了较多中低端产品订单以及进入成熟供货期产品降价；21 年单价上升原因在于单价较高的安全智能类、大容量类涂布模头占比提升；22 年单价上升原因在于单价较高的大容量类涂布模头销售占比增加。

涂布模头增值与改造单价 19-22 年处于稳定状态，少许波动原因在于产品结构变化。

2019-2022 年涂布设备单价分别是 11.25、20.29、22.19 和 30.95 万元/套，20 年单价上升原因在于销售单价较高的小型涂布机销售占比大幅提升；21 年单价上升的原因在于销售单价较高的双罐式涂布点胶系统占比提升以及点胶系统罐体尺寸增大；22 年单价增加的原因在于单价较高的双罐式涂布点胶系统占比提升。

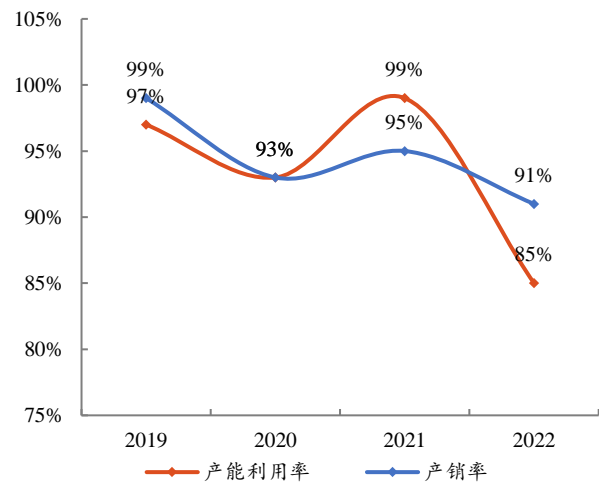
未来随着产能的持续投放以及持续研发，公司有望持续量价齐升，业绩稳定增长。

图表 12：涂布模头（含增值与改造）产销



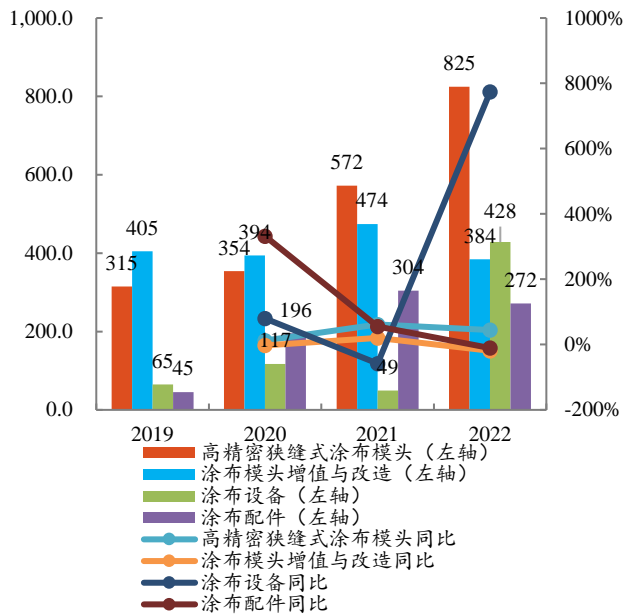
资料来源：曼恩斯特招股书，东方财富证券研究所

图表 13：自产产品产能利用率及产销率



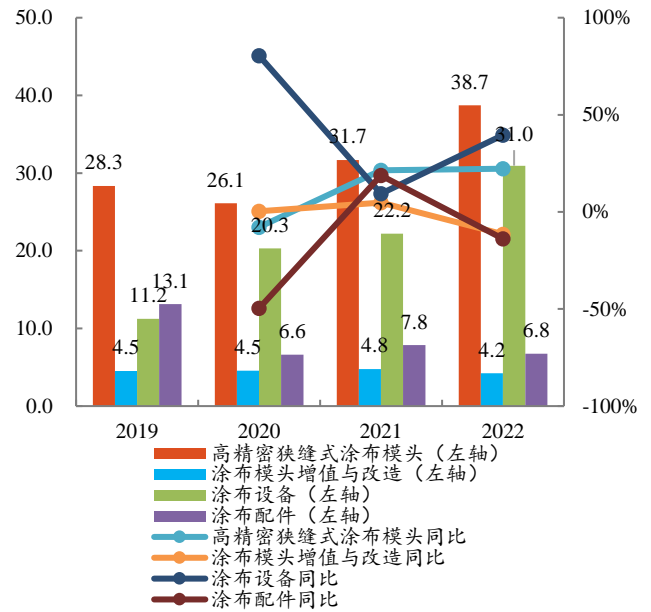
资料来源：曼恩斯特招股书，东方财富证券研究所

图表 14: 公司分产品销量 (配件百个, 其余套/台)



资料来源: 曼恩斯特招股书, 东方财富证券研究所

图表 15: 公司分产品单价 (配件百元/件, 其余万元/件)



资料来源: 曼恩斯特招股书, 东方财富证券研究所

2. 锂电涂布模头： 25 年国内市场空间 29 亿，23-25 年 CAGR=17%

2.1. 涂布模头：锂电前道设备核心产品，国产替代进行时

2.1.1. 涂布模头：锂电前道设备核心产品

锂电池制作工艺分为极片制作、电芯组装、电化学环节、模组与 PACK 以及辅助设备。涂布环节是前段极片制作的核心环节，公司产品涉及极片制作的上料系统、浆料搅拌和极片涂布等设备。

狭缝式涂布是极片制作方式之一，活性物质浆料通过涂布模头直接喷涂在金属箔上。在锂电领域，涂布是继制备正负极浆料（非牛顿流体）完成后的下一道工序，目的是将正负极浆料均匀地涂覆在铝铜箔（正极铝箔，负极铜箔）上。

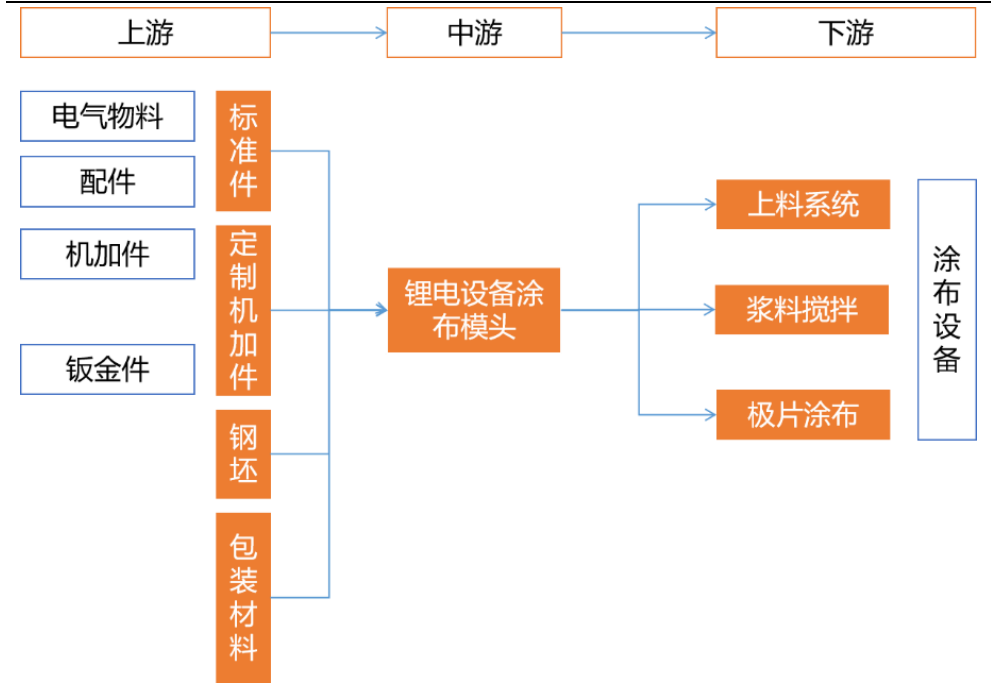
图表 16：锂电设备制作流程



资料来源：曼恩斯特招股书，东方财富证券研究所

锂电设备涂布模头的上游零部件主要包括标准件、定制机加件、钢坯、包装材料；中游为锂电设备涂布模头；下游为涂布设备，而涂布设备为锂电设备的前端环节的核心设备。

图表 17：锂电涂布模头产业链介绍

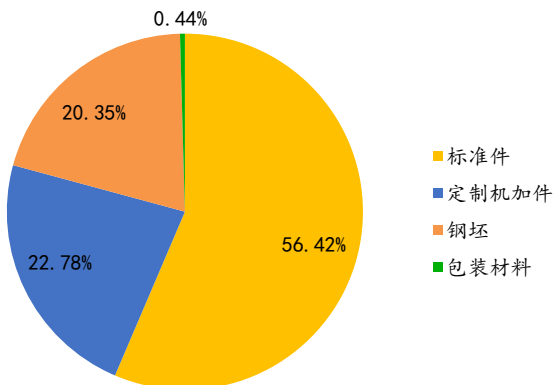


资料来源：曼恩斯特招股书，东方财富证券研究所

2.1.2. 锂电涂布模头：上游议价能力低

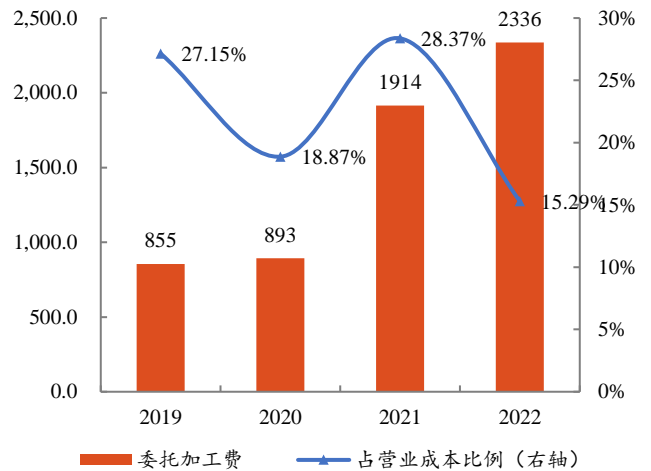
上游：原材料市场供应充足。锂电设备涂布模头行业的上游零部件供应商主要集中在国内，钢坯供应商主要包括深圳市龙岗区兴盟五金营业部、惠州市米维特钢科技有限公司等，定制机加件供应商有德盛昌精密、瑞铭昌精密等。除原材料外，公司与生产直接相关的主要服务采购为精密涂布模头生产所涉非核心环节的热处理、数控加工、PVD 涂层的服务采购和配件的外协，22 年委托加工费占营业成本 15.29%。

图表 18：2022 年公司原材料采购成本占比



资料来源：曼恩斯特招股书，东方财富证券研究所

图表 19：公司非核心服务外包降本（亿元）



资料来源：曼恩斯特招股书，东方财富证券研究所

2.1.3. 市场空间： 25 年国内市场空间 29 亿， 23-25 年 CAGR=17%

我们预计，2025 年中国锂电涂布模头需求市场规模 29.3 亿元，23-25 年 CAGR=17%。

核心假设：

- 1) 中汽协预测 23 年汽车销量增加 3%，假设 24 和 25 年分别增长 3%；
- 2) 采用摩根大通预测 25 年渗透率 46.3%数据，反推 23-25 年新能源车销量增速并计算销量；
- 3) 22 年单车装机量减少 1KWh/辆，原因在于乘用车装车量增速快于客车及专用车以及插混汽车装车量增速高于纯电动，假设该趋势不变，23-25 年单车装机分别减少 1KWh
- 4) 消费电池出货量采用 GGII（高工产业研究院）预测值
- 5) 小动力锂电池出货量 GGII 预测 26 年 30GWh，假设 24-25 年增速采用 21-26 年 CAGR，23 年出货量为 21 年出货量 * (1+21-26 年 CAGR) ^ 2
- 6) 新型储能装机量采用 CNESA（中关村储能产业技术联盟）保守预测；
- 7) 假设锂电设备价格 23-25 年不变；
- 8) 根据智研咨询，涂布设备具有较高的技术壁垒，为前段价值量最高的设备，占锂电设备价值量 15-18%，公司招股书提及涂布设备价值量为前端价值量的 35%，而根据智研咨询，前端价值量在整个锂电设备价值量占比约为 44%，交叉验证下数值合理，因此假设 22-25 年价值量为 16.5%；
- 9) 根据 GGII 数据，2019 和 2020 年高精度涂布模头在涂布设备价值量占比为 18-19%，假设 21-25 年价值量占比为 19%；

图表 20：国内 21-25 年锂电涂布模头市场规模

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
中国汽车销量-万辆	2627.5	2686.4	2767.0	2850.0	2935.5
YoY		2.2%	3.0%	3.0%	3.0%
新能源渗透率	13.4%	25.6%	31.2%	38.0%	46.3%
中国新能源汽车销量-万辆	352.1	688.7	863.9	1083.6	1359.1
YoY		95.6%	25.4%	25.4%	25.4%
单车装机量-kwh/辆	43.9	42.8	41.8	40.8	39.8
动力电池装车量-GWh	154.5	294.6	360.9	441.8	540.6
YoY		90.7%	22.5%	22.4%	22.4%
消费电池出货量-GWh	54.0	48.0	59.0	66.0	75.0
YoY		-11.1%	22.9%	11.9%	13.6%
小动力锂电池出货量-GWh	10.5	8.2	16.0	19.7	24.3
YoY		-21.9%	94.9%	23.4%	23.4%
新型储能总装机量-GWh	5.9	13.1	23.5	35.0	52.3
YoY		120.9%	79.4%	49.3%	49.3%
锂电总需求-GWh	224.9	363.9	459.3	562.6	692.2
YoY		61.8%	26.2%	22.5%	23.0%
新增锂电需求-GWh	102.1	139.0	95.4	103.2	129.7
YoY		36.1%	-31.3%	8.2%	25.6%
锂电设备价格-元/Wh	0.58	0.72	0.72	0.72	0.72
中国锂电设备市场规模-亿元	588	1000	687	743	933
锂电涂布设备价值量占比	15.6%	16.5%	16.5%	16.5%	16.5%
锂电涂布设备市场规模-亿元	92	165	113	123	154
YoY		79%	-31%	8%	26%

涂布模头在涂布设备价值量占比	19%	19%	19%	19%	19%
锂电涂布模头市场规模-亿元	17.5	31.4	21.5	23.3	29.3
YoY	150%	79%	-31%	8%	26%

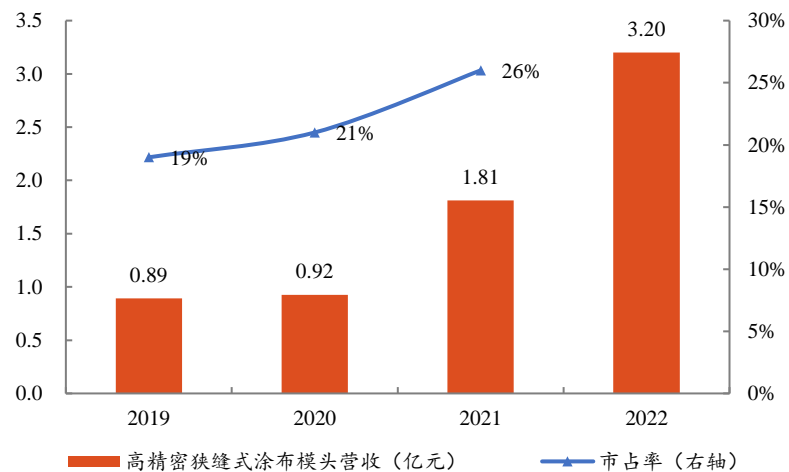
资料来源：中汽协、摩根大通、动力电池产业创新联盟公众号、GGII、公司公告、CNESA、智研咨询、东方财富证券研究所（风险提示：锂电新增需求不及预期、锂电设备价格下滑、价值量占比下降）

2.2. 竞争格局：国产替代下公司市占率持续增长

2.2.1. 竞争格局：国内企业市占率提升

公司随下游企业快速成长，有望成为新龙头。根据 GGII 数据，在锂电涂布模头领域，公司在 2020 年中国新增产品市场占有率排名行业第三。GGII 预计，随着宁德时代、比亚迪、中创新航等主流电池企业新一轮扩产潮来临，作为宁德时代、比亚迪等最主要模头供应商的发行人有望跃居中国锂电涂布模头市场第一的位置，进一步推动我国涂布模头国产化进程。根据中国电池工业协会证明，公司主导产品高精度狭缝式锂电池极片涂布模头已经连续三年市占率行业第一且持续增长。

图表 21：高精度狭缝式锂电池极片涂布模头营收及市占率



资料来源：曼恩斯特招股书，东方财富证券研究所

对标海外，国内技术赶上，服务领先。相比于国内其他相关企业，具有明显的先发优势、技术优势与客户优势，公司随下游客户不断成长，市场份额持续提升；相对于海外企业，公司技术逐渐看齐，并具备本土化优势，高效的售后服务能力。

图表 22：锂电设备涂布模头行业主要玩家对比

名称	成立时间	涂布模头布局	市场地位
曼恩斯特	2014 年	公司产品可应用于锂离子电池涂布、半导体先进封装涂布、钙钛矿太阳能电池涂布、氢燃料电池电极涂布、液晶显示中的薄膜晶体管涂布等	中国高精度狭缝式锂电池极片涂布模头行业第一
日本三菱	1871 年	1981 年首次开发出带硬质合金刀头的狭缝涂布模头，2000 年打入液晶电视及个人电脑 FPD，随着大型液晶面板以及锂离子电池等领域产品需求的变化而不断实施改进	早期在中国涂布模头市场份额占据第一位置，最近几年受中国涂布模头企业的兴起，市场份额有所下降
日本松下	1918 年	涂布模头以千分尺结构为主	依托自身强大的研发实力，目前已经成为锂电池涂布模头领域中的行业领先者，ATL 是日本松下模头的客户之一。
美国 EDI	1954 年	累计推出 11 款不同容量的便携储能产品，产品容量涵盖 99~2000Wh，最大重量达 28KG，此外还推出 1 款大容量储能产品，容量 5100Wh，重量达 83KG	美国 EDI 挤出模头公司是板材、薄膜、挤出涂层、缝口模头涂层及切粒用平模头的国际领先供应商。
东莞海翔	2013 年	整合了一套机床再造、技术升级、自动化改造的先进技术。可以为客户提供普通机床升级数控和数控机床升级自动化的技术服务。	机床+自动化系统和设备产销一体的企业，致力于做专业的工厂自动化加工方案
东莞施立曼	2016 年	主营产品有挤压涂布头（双层模头/宽幅模头），全自动调节涂布头、涂布头维修/垫片，新宇宙 NMP 浓度检测仪等	在精密制造方面具有坚实的技术和丰富的工程应用经验

资料来源：曼恩斯特招股书，东方财富证券研究所

2.2.2. 未来格局判断：公司有望成为行业龙头

公司在中国锂电涂布模头市占率在下游客户带动下将成为行业龙头。GGII 预计，随着宁德时代、比亚迪、中创新航等主流电池企业新一轮扩产潮来临，作为宁德时代、比亚迪等最主要模头供应商的发行人有望保持中国锂电涂布模头市场龙头的位置，进一步推动我国涂布模头国产化进程。

严格来说，产品中有涂布机的国内上市企业和公司没有竞争关系，赢合科技、先导智能和璞泰来均为公司客户，与公司有竞争关系的主要为海外企业。

3. 核心看点：横向跨领域布局，持续国产替代

3.1. 涂布：工业通用基础需求，横向潜力巨大

高精度狭缝式涂布模头是涂布技术在各个新兴技术领域应用发展而逐步兴起的产品，采用精密狭缝式涂布技术的下游行业多为发展较快、对自动化水平和产品品质要求较高的行业。

涂布技术为工业通用技术，可应用于多个领域，且每个领域有一个或多个应用场景。狭缝式涂布属于精密涂布技术，一切需要把活性浆料喷涂到金属箔上的领域均可以应用公司的精密涂布技术。

图表 23：涂布模头应用



资料来源：曼恩斯特招股书，东方财富证券研究所

不同领域不同应用场景，涂布模头设计要求有所不同，区别会体现在系统上、结构上、材料上、机械精度上等。从机械精度来看，锂离子电池正负极极片涂布要求精度最低，氢燃料电池电极涂布和半导体领域面板级扇出型封装涂布相当，钙钛矿太阳能电池和薄膜晶体管涂布相当。

目前公司已经横向拓展至新领域，未来将拥有多个新增长曲线。依托在锂电行业涂布技术的积累，公司已经在氢燃料电池电极、钙钛矿太阳能电池、有机发光二极管（OLED）等非锂电领域其他应用场景。

图表 24：不同领域涂布模头要求

项目	锂离子电池正负极极片涂布	氢燃料电池电极涂布	太阳能钙钛矿太阳能电池	液晶显示薄膜晶体管涂布	半导体先进封装面板级扇出型封装涂布
基材	卷材类	卷材类	平板类	平板类	平板类
基材平整度	优	优	良	良	良
安装方式	水平居多	水平居多	垂直向下	垂直向下	垂直向下
恒温要求	中	稍严	稍严	严格	苛刻
粉尘要求	中	稍严	稍严	严格	苛刻
气泡要求	中	严格	严格	严格	苛刻
异物要求	中	严格	严格	严格	苛刻
涂层均匀性	严格	严格	严格	严格	严格
涂布方式	连续/间歇	连续/间歇	每片	每片	每片
共挤涂层	有	无	无	无	无
磨损要求	高	一般	一般	一般	一般
耐腐要求	化学腐蚀/电化学腐蚀	化学腐蚀	化学腐蚀	化学腐蚀	化学腐蚀
涂布速度（目前水平）	10-120 (m/min)	1-10 (m/min)	10-50 (m/min)	50-200 (m/min)	10-50 (m/min)
涂布宽度（目前水平）	500-1600 mm	200-350 mm	320-1950 mm	1-10.5 代线 320-2940mm	300-600 mm
流体特性	非牛顿流体	非牛顿流体	非牛顿流体	非牛顿流体	非牛顿流体
流体种类	很多	较少	较少	多	较少
涂层厚度（干膜）	40-150 μm	5-15 μm	0.5-1.5 μm	1-10 μm	5-80 μm

资料来源：曼恩斯特招股书，东方财富证券研究所

图表 25：不同领域涂布模头机械精度指标

项目	锂离子电池正负极极片涂布	氢燃料电池电极涂布	太阳能钙钛矿太阳能电池	液晶显示薄膜晶体管涂布	半导体先进封装面板级扇出型封装涂布
涂布宽度	500-1600mm	200-350mm	320-1950mm	1-10.5 代线 320-2940mm	300-600mm
平面度（要求）	≤5 μm	≤1 μm	≤3 μm	≤3 μm	≤1 μm
直线度（要求）	≤5 μm	≤1 μm	≤3 μm	≤3 μm	≤1 μm
表面粗糙度	≤Ra0.025	≤Ra0.01	≤Ra0.01	≤Ra0.01	≤Ra0.01
关键尺寸公差	IT0-IT1	IT0	IT0-IT1	IT0-IT1	IT0
其他关键形位公差	1-2 级	1-2 级	1-2 级	1-2 级	1-2 级

资料来源：曼恩斯特招股书，东方财富证券研究所

3.2. 钙钛矿：26 年设备规模超 103 亿，23-25 年 CAGR 62%

钙钛矿太阳能电池低成本+高转换效率下，是未来太阳能电池的必然趋势。广义钙钛矿指具有 ABX₃ 型化学组成的化合物，钙钛矿太阳能电池经过多年的发展，单节转换效率已经提升至 25.7%（经认证），单节钙钛矿太阳能电池理论最高转换效率为 31%，高于晶硅电池的 29.4%；叠层（多层）钙钛矿太阳能电池理论极限转换效率为 45%。

钙钛矿太阳能电池成本较低，约为硅电池的十分之一。钙钛矿低成本主要体现在四方面：原材料成本低，钙钛矿层原材料储量丰富且价格较低，原材料用量少（钙钛矿膜具有较高光吸收系数，约为传统太阳能电池材料的 100

倍，因此其电池膜层可以薄化，理论而言，只需使用 1 / 100 的厚度，即可产生与晶硅相同的能量输出)；提纯要求低（硅基太阳能电池需要使用 99.9999% 高纯硅 vs 钙钛矿太阳能电池纯度 90%左右就能制备 20%转换效率电池)；制备过程能耗低，(晶硅材料 600°C+vs 钙钛矿生产工艺 100°C左右)；钙钛矿太阳能电池整个制备流程仅需要 45 分钟，生产效率较高。

钙钛矿电池下游应用范围广泛。除了常见的光伏应用外，钙钛矿太阳能电池轻质和柔性特点（钙钛矿厚度 500 纳米左右 vs 传统晶硅电池 150 微米）使其可以应用于 BIPV、汽车光伏等；带隙可调性使其可以应用在弱光及室内光伏，进而可以应用于工业物联网、智能家居和智能出行等领域。

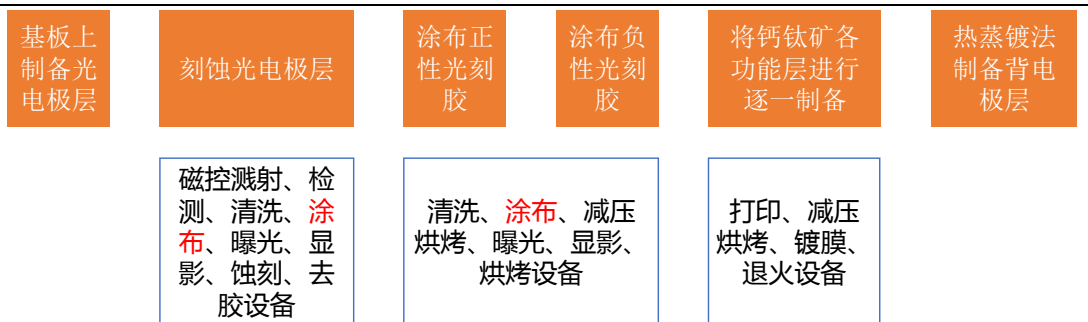
图表 26：钙钛矿电池下游应用范围广泛



资料来源：德光源集团，libtech（新西兰公司），《2021 年智能家居行业发展研究报告》、东方财富证券研究所

以 CN 115472748 A 申请号为例，钙钛矿太阳能电池制备工艺包括制备光电极层、刻蚀光电极层、涂布正性和负性光刻胶、将钙钛矿各功能层进行逐一制备与制备背电极层。其中涂布设备应用于核心工艺的刻蚀光电极层与涂布正性和负性光刻胶。

图表 27：钙钛矿太阳能电池生产流程及相关设备



资料来源：国家知识产权局发明专利申请（申请公布号 CN 115472748 A，申请公布日 2022.12.13），东方财富证券研究所

公司在钙钛矿太阳能涂布工艺领域已拥有初代产品，终端客户为杭州纤纳光电科技有限公司。纤纳光电成立于 2015 年，注册资本 5408 万元，相关产品包括大面积高效钙钛矿组件、钙钛矿彩色光伏组件、钙钛矿轻质组件和叠层组件等多个产品系列，应用范围覆盖地面电站、工商业电站、建筑光伏一体化等集中式、分布式和低碳多能互补场景。纤纳光电当前融资轮次已至 D 轮，参投者众多，包括 30 余家投资公司以及 9 位自然人。公司核心人员为姚冀众

和颜步一两位海归博士，拥有狭缝涂布机在内的 223 项专利。

我们预计，2026 年中国钙钛矿设备需求市场规模 103 亿元，23-26 年 CAGR 62%。

核心假设：

- 1) 钙钛矿组件产能为复盘多家公司产能规划得出；
- 2) 产线建设到真正产出需要 1 年左右，而招投标时间早一些，招投标后要进行设备生产和到厂后的设备调试，而调试设备大概需要 3-4 个月，因此开始建设距离构成确认收入时间约为 3 个季度，理解成设备到厂的时候，钙钛矿设备才能确认收入（如果 24 年计划建设，则将确认收入时间放在 25 年）
- 3) 假设单 GW 钙钛矿设备投资额随着规模增长逐渐降低，根据智博睿咨询，按照参考公司规划，单 GW 投资额 8 亿元，假设为 24 年数据，未来几年每年下降 0.5 亿元/GW；

图表 28：国内 21-25 年钙钛矿涂布模头市场规模

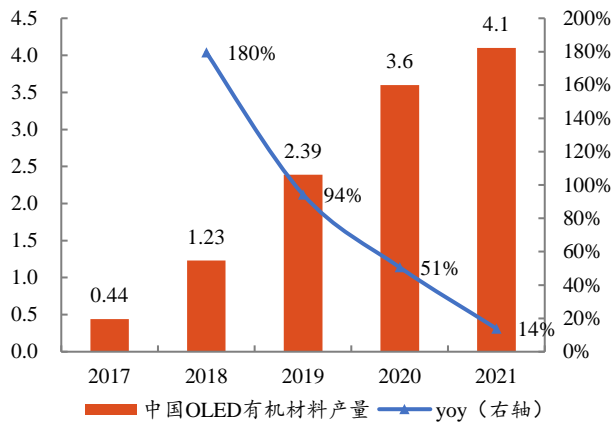
	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E
协鑫光电产能-GW	0.1	0.1	0.1	1.1	8.6
纤纳光电产能-GW	0.1	0.1	0.1	1.1	1.1
极光电能产能-GW	0.15	0.15	1.15	3.15	10.15
众能光电产能-GW	/	0.2	0.2	0.2	0.2
仁烁光能产能-GW	/	0.15	0.15	0.15	0.3
合特光电产能-GW	/	0.1	0.1	0.1	0.1
无限光能产能-GW	/	/	0.1	0.1	0.1
万度光能产能-GW	0.2	0.9	1.5	2.2	2.2
大正微纳产能-GW	0.01	0.1	0.1	0.1	0.1
鑫磊半导体产能-GW	/	1	1	1	1
脉络能源产能-GW	/	0.1	0.1	0.1	0.1
光晶能源产能-GW	/	0.1	0.1	0.1	0.1
钙钛矿组价产能-GW	0.56	2.97	4.73	9.40	24.05
YoY	/	430%	60%	99%	156%
新增钙钛矿产能-GW	/	2.41	1.77	4.67	14.65
YoY	/	/	-27%	164%	214%
单 GW 钙钛矿设备投资额-亿元	/	10	8	7.5	7
钙钛矿设备市场规模-亿元	/	24	14	35	103
YoY	/	/	-41%	148%	193%

资料来源：太阳能光伏网、中国能源网、上海证券报、极电光能官微、爱企查、天工网、中国能源产业发展网、华夏能源网、大众证券报、智博睿投资咨询（风险提示：列出公司产线建设不及预期、单 GW 钙钛矿设备投资额不及预期）

3.3. 其他应用：进入氢燃料电池+OLED+石墨烯领域

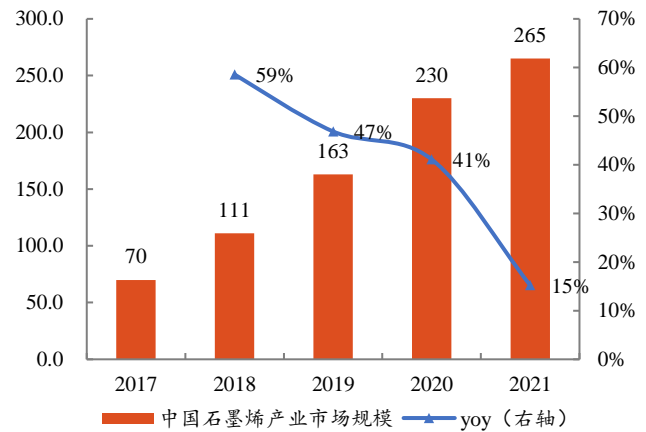
公司当前已有产品进入氢燃料电池、OLED 和石墨烯领域。氢燃料电池领域，搭载了发行人涂布模头的小型涂布机实现了对阜阳攀业氢能源科技有限公司的销售；在 OLED 领域，公司产品实现了对拓米（成都）应用技术研究有限公司的销售，在石墨烯领域，公司实现了对云南云天墨睿科技有限公司的销售。随着公司渗透进这三个板块更多企业叠加三个领域的持续发展，预计未来公司涂布模头在这三个领域会进入快速发展阶段。

图表 29：中国 OLED 有机材料产量持续增长（吨）



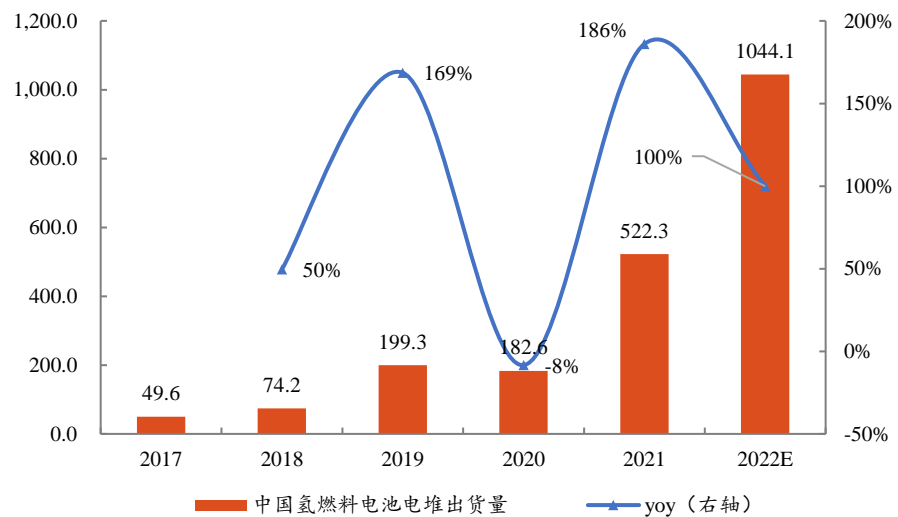
资料来源：DSCC 咨询、华经产业研究院，东方财富证券研究所

图表 30：中国石墨烯市场规模持续增长（亿元）



资料来源：深圳市电子商会、中商产业研究院，东方财富证券研究所

图表 31：中国氢燃料电池电堆出货量（兆瓦）



资料来源：弗若斯特沙利文，中商产业研究院、深圳市电子商会、东方财富证券研究所

3.4. 产品壁垒高：技术构筑高壁垒

涂布模头高技术壁垒。根据不完全统计，因极片涂布工艺引起的电池失效占全部原因引起的锂电池失效的比例超过 10%，涂布过程中减少涂布缺陷，提高涂布质量和良品率，降低成本是涂布工艺的核心壁垒，涂布的效果对电池容量、内阻、循环寿命以及安全性有重要影响，保证极片均匀涂布，对锂电池的容量、一致性、安全性等具有重要的意义，具体表现指标包括机械精度（平面度、直线度、粗糙度等）、涂布效率（宽度、速度等）和涂布效果（面密度、尺寸、外观等）等。

从负面案例看，涂布过程涂料的流动性不良，流平性差，涂料释放气泡性差会导致涂层出现针孔，加大电池失效可能性。

图表 32：涂层出现针孔示意图



资料来源：汽车工艺师公众号，东方财富证券研究所

具体而言，做涂布模头难点有三：第一，涂布模头定制化设计难度大，涂布模头企业会从客户端获取浆料粘度、密度、流量、固含量、流变曲线等宏观参数，首先需要对于涂布模头腔体进行定制化设计以满足涂布模头腔体与浆料特性匹配性的问题，其次需要对于涂布模头唇部进行定制化设计以满足涂布尺寸稳定性及涂布外观一致性问题，最后需要结合客户对涂布尺寸及上述涂布模头腔体设计参数进行匹配垫片定制化设计；第二，熟悉锂电池特性及加工工艺，定制化需要根据产品工艺进行研发；第三，高品质生产能力，需要机械指标、流体、设备等参数相互制约关系，仿真分析使用方程选择与优化，专用编译器开发、各类参数设定及数据库模型建立等。

高品质生产能力中以涂布效率中的宽度和机械精度中的横向均匀性为例，一般情况下，基材宽度越大，横向均匀性就越难控制，当基材宽度在 800mm 以下时，横向均匀性通常都很容易保障；当基材宽度在 1300~1800mm 时，横向均匀性常常能控制好但有一定的难度，需要相当专业的水准；而当基材宽度在 2000mm 以上时，横向均匀性的控制在有非常大的难度。

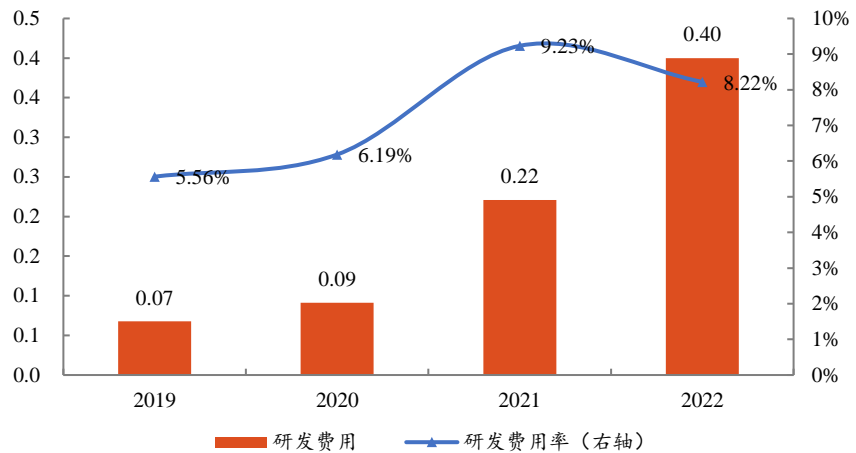
攻克涂布模头技术难点，形成产业化需要三点结合。其一，流体力学、材料学、机械设计与制造、精密机械加工等多学科融合，这需要研发人员的积累以及长期的研发投入；其二，熟悉锂电池特性及加工工艺，需要长期与客户深度合作下经验的积累才能达成；其三，工艺技术、材料技术、机械设计技术的融合创新，需要长期的研发投入与经验的结合。

3.5. 技术优势：公司多年深耕打破海外垄断

研发投入节节攀升，专利数量丰富。公司重视产品的研发投入，2022 年，公司的研发费用达 4013 万元，同比增长 81.61%，22 年研发人员数量为 177 人，占员工总人数的 33.97%。截至招股书签署日，公司共拥有发明专利共 18 项，

实用新型专利 140 项，外观设计专利 13 项，软件著作权和多项专有技术 15 项。

图表 33：公司研发费用持续增长（亿元）



资料来源：曼恩斯特招股书，东方财富证券研究所

高研发投入下，公司技术和海外企业已经差距不大。目前公司产品的综合性能已优于国外竞争对手（面密度一致性指标优于海外企业），公司涂布效率已经不低于海外企业，只有机械精度理论值目前仍旧落后于海外企业。公司高精度涂布模头技术在国内执牛耳。

图表 34：公司机械精度理论值仍落后海外，国内领先

技术指标	曼恩斯特	日本三菱	日本松下	东莞创风达
最大长度规格 (越长表明机械加工能力越强)	2,000mm	3,800mm	3,000mm	800mm
流道粗糙度 (越小表明机械加工能力越强)	≤Ra0.025	≤Ra0.025	≤Ra0.01	
平面度 (越小表明机械加工能力越强)	≤3 μm	未披露	≤3 μm	
直线度 (越小表明机械加工能力越强)	≤3 μm	≤2 μm	≤2.5 μm	
硬度	HRA≥92	HRA≥92	未披露	HRA≥91

资料来源：曼恩斯特招股书，东方财富证券研究所

图表 35：公司涂布效率已经和海外企业持平，国内领先

技术指标	曼恩斯特	日本三菱	日本松下	东莞创风达
最大涂布速度 (锂离子极片)	120m/min	120m/min	120m/min	60m/min
当前应用最大涂布宽度	1,600mm	1,600mm	1,600mm	800mm

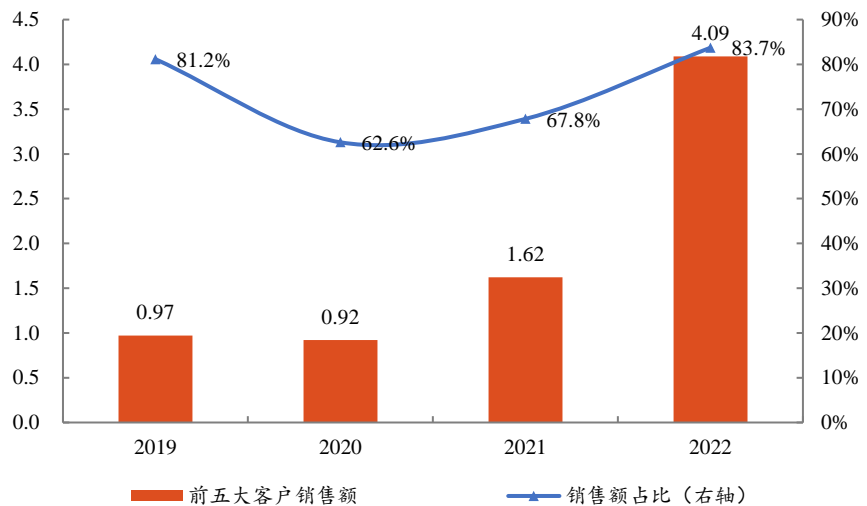
资料来源：曼恩斯特招股书，东方财富证券研究所

公司持续迭代产品，维持竞争优势。公司针对多个方向自主研发，如提升电池安全性能的安全类基本款涂布模头，可实现 2-4 种异体系浆料同时涂布，有效提高了涂布效率及电池的能量密度的高容量基本款涂布模头，可以自动调节，提升涂布面密度一致性和涂布调试效率的安全类智能款涂布模头等。公司高技术产品加深与大客户的合作，加快国产替代。

公司客户集中度高，随大客户快速增长。公司秉承“客户至上、质量为先、合作共赢”的经营理念面向市场开拓业务，公司下游大客户较为优质且集中度较高，优质客户业务发展迅速，公司也借助这些优质客户扩大了在行业的影响力、强化了公司的品牌优势。

公司客户遍布各大领域。公司下游客户包括动力和储能锂电池领域客户（宁德时代、LG 新能源、比亚迪等），消费锂电池领域（冠宇、ATL 等）与锂电设备领域（璞泰来、赢合科技等）。

图表 36：公司客户集中度高（亿元）



资料来源：曼恩斯特招股书，东方财富证券研究所

图表 37：公司下游客户



资料来源：曼恩斯特招股书，东方财富证券研究所

3.6. 募投项目：扩产+研发，发展迎来新篇章

公司募资主要应用于三个项目。安徽涂布技术产业化建设项目为新建涂

布模头生产基地，将引进一批先进的 CNC 加工设备、精密数控磨床、真空镀膜炉，测量仪，智能仓储设备和 CAD 软件等生产设备和软硬件以及办公软硬件，以扩大产能，提高公司的加工工艺能力、生产效率。安徽涂布技术产业化建设项目预计总投资额为 1.51 亿元，建设期 2 年，投资回收期为 5.56 年，IRR 为 28.19%。涂布技术产业化总部基地建设项目为在深圳总部建设的生产基地，预计总投资额 1.43 亿元，建设期 1 年，投资回收期为 4.27 年，IRR 为 49.82%。研发中心建设项目通过新建研发中心，进一步完善研发部门职能，建设先进研发环境，加大研发设备及优秀研发人才的投入，预计总投资额 1.55 亿元，建设期 1 年。

图表 38：募集资金主要用途及数据

项目名称	项目总投资（万元）	使用本次募集资金的金额（亿元）	建设期	IRR
安徽涂布技术产业化建设项目	15,146.23	14,330.19	24 个月	28.19%
涂布技术产业化建设总部基地项目	14,345.73	14,345.73	12 个月	49.82%
涂布技术产业化研发中心建设项目	15,543.44	15,543.44	12 个月	
补充流动资金项目	8,874.15	8,874.15		
合计	53,909.55	53,093.51		

资料来源：曼恩斯特招股书，东方财富证券研究所

4. 营收拆分与盈利预测

4.1. 关键假设

高精度狭缝式涂布模头业务：高精度狭缝式涂布模头销售数量逐年上升，主要是下游锂电行业需求旺盛。假设随着基数增加，每年销量增速下滑 5%，24 年年中其中一个项目投产，25 年 2 个募投项目投产，假设 25 年销量增速和 22 年相同，我们预计公司 2023/2024/2025 年高精度狭缝式涂布模头的销量将达到 1149/1542/2224 套；过去单价上升原因在于产品结构优化，假设 23 年单价变化与 22 年相同，按照投产速度，24 年有募投新项目建成，不过考虑年中投产且基数较大，增速降低 5%，25 年 2 个募投项目全部投产进一步优化产品结构，假设单价增速和 22 年相同，平均单价将达到 47.35/55.52/67.86 万元/台；考虑前几年的毛利率均小于 22 年，假设 23-25 年每年毛利率下滑 1%。

涂布模头增值与改造：随着涂布模头保有量增加，预计维修及增至改造将快速增加，锂电设备寿命在 5-10 年，锂电涂布模头为易耗品，因此假设为 5 年，23-25 年增速假设为行业 2018-2020 年增速（20.0%，8.3%和 7.7%）；维修服务单价较低，预计未来占比不会下降较多，假设单价不变；近四年毛利率较为稳定，假设毛利率不变。

涂布设备业务：23-25 年增速为我们预测的锂电涂布模头行业增速，23-25 年分别为-31.3%、8.2%和 25.6%，我们预计公司 2023/2024/2025 年涂布设备的销量将达到 294/318/399 台，在双罐式涂布点胶系统占比提升下，平均单价将达到 43.2/60.2/84.0 万元/台；除 21 年外，毛利率均较为稳定，假设毛利率不变。

图表 39：公司业绩拆分

分业务情况		单位	2022A	2023E	2024E	2025E
高精度狭缝式涂布模头	营业收入	亿元	3.20	5.44	8.56	15.09
	营业成本	亿元	0.62	1.10	1.82	3.36
	毛利	亿元	2.58	4.34	6.74	11.73
	毛利率	%	80.7%	79.7%	78.7%	77.7%
涂布模头增值与改造	营业收入	亿元	0.16	0.19	0.21	0.23
	营业成本	亿元	0.05	0.06	0.06	0.07
	毛利	亿元	0.11	0.13	0.15	0.16
	毛利率	%	69.5%	69.5%	69.5%	69.5%
涂布设备	营业收入	亿元	1.32	1.27	1.91	3.35
	营业成本	亿元	0.79	0.75	1.14	1.99
	毛利	亿元	0.54	5.27	8.29	14.25
	毛利率	%	40.6%	40.6%	40.6%	40.6%
合计	营业收入	亿元	4.88	7.10	10.88	18.87
	营业成本	亿元	1.53	1.99	3.10	5.50
	毛利	亿元	3.36	5.11	7.79	13.37
	毛利率	%	68.7%	71.96%	71.54%	70.87%

资料来源：曼恩斯特招股书，东方财富证券研究所测算（风险提示：各板块销量及增速不及预期，毛利率下滑）

4.2. 投资建议

我们预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 7.10/10.88/18.87 亿元，营收增速分别为 45.38%/53.26%/73.38%，毛利率分别为 72.0%/71.5%/70.9%。归母净利润为 3.18/4.99/8.57 亿元。2023-2025 年每股收益分别为 2.65/4.16/7.14 元，锂电涂布模头行业持续国产替代，公司横向拓展多领域，IPO 后募投项目落地支持产能增长，预计未来面对行业空间快速提升，公司在不同领域市占率持续增长，给予“增持”评级。

图表 40：可比公司估值比较

代码	简称	总市值 (亿元)	EPS (元/股)			PE(倍)			评级
			2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E	
300457.SZ	赢合科技	119.1	0.75	1.30	1.77	23.55	14.11	10.36	未评级
300450.SZ	先导智能	567.9	1.48	2.09	4.13	27.20	17.35	8.78	未评级
603659.SH	璞泰来	754.4	2.24	3.22	3.94	23.17	15.52	12.66	增持
	平均	480.5				24.64	15.66	10.60	
301325.SZ	曼恩斯特	118.1	2.26	2.65	4.16	/	23.66	13.78	增持

资料来源：未评级的源于 Chioce 一致预期，东方财富证券研究所（股价截至 2023 年 05 月 19 日）

5. 风险提示

客户集中度较高的风险；

行业竞争剧烈，毛利率下滑风险；

技术研发不及预期的风险。

资产负债表 (百万元)

至 12 月 31 日	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	878.12	1638.02	2254.84	3667.45
货币资金	70.88	806.73	709.88	1240.35
应收及预付	451.59	451.49	923.24	1483.12
存货	185.67	185.46	387.40	629.14
其他流动资产	169.99	194.35	234.32	314.84
非流动资产	143.26	334.27	547.91	578.92
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	50.32	128.77	238.71	315.27
在建工程	44.12	162.01	271.05	230.83
无形资产	3.52	3.06	2.60	2.14
其他长期资产	45.30	40.43	35.55	30.68
资产总计	1021.39	1972.29	2802.75	4246.37
流动负债	460.09	550.80	877.70	1456.59
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付及预收	137.23	146.65	294.93	488.65
其他流动负债	322.86	404.15	582.77	967.94
非流动负债	17.94	17.94	17.94	17.94
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	17.94	17.94	17.94	17.94
负债合计	478.03	568.74	895.64	1474.53
实收资本	90.00	120.00	120.00	120.00
资本公积	147.69	656.79	656.79	656.79
留存收益	304.16	622.52	1121.77	1979.11
归属母公司股东权益	541.86	1399.31	1898.56	2755.90
少数股东权益	1.50	4.25	8.55	15.95
负债和股东权益	1021.39	1972.29	2802.75	4246.37

利润表 (百万元)

至 12 月 31 日	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	488.47	710.12	1088.36	1887.04
营业成本	152.81	199.15	309.78	549.69
税金及附加	3.86	5.61	8.60	14.92
销售费用	25.25	36.71	56.27	97.56
管理费用	17.02	24.74	37.92	65.75
研发费用	40.13	58.34	89.42	155.04
财务费用	0.78	-0.47	-11.51	-10.06
资产减值损失	-2.85	-2.89	-6.03	-9.80
公允价值变动收益	0.25	0.00	0.00	0.00
投资净收益	2.47	3.59	5.51	9.55
资产处置收益	0.00	0.00	0.00	-0.01
其他收益	3.81	5.54	8.48	14.71
营业利润	235.88	375.85	589.42	1012.18
营业外收入	0.13	0.00	0.00	0.00
营业外支出	0.06	0.00	0.00	0.00
利润总额	235.95	375.85	589.42	1012.18
所得税	31.05	54.75	85.86	147.45
净利润	204.89	321.10	503.56	864.73
少数股东损益	1.75	2.75	4.31	7.40
归属母公司净利润	203.14	318.35	499.25	857.34
EBITDA	247.02	430.56	652.55	1095.64

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

现金流量表 (百万元)

至 12 月 31 日	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	85.62	407.80	153.16	612.96
净利润	204.89	321.10	503.56	864.73
折旧摊销	11.46	23.04	41.28	60.43
营运资金变动	-144.33	47.35	-409.21	-329.46
其它	13.60	16.31	17.54	17.26
投资活动现金流	-89.26	-210.46	-249.42	-81.89
资本支出	-41.92	-214.05	-254.93	-91.44
投资变动	-50.00	0.00	0.00	0.00
其他	2.66	3.59	5.51	9.55
筹资活动现金流	-16.65	538.50	-0.59	-0.59
银行借款	0.00	0.00	0.00	0.00
债券融资	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	0.00	539.10	0.00	0.00
其他	-16.65	-0.59	-0.59	-0.59
现金净增加额	-19.99	735.85	-96.85	530.48
期初现金余额	83.55	63.56	799.41	702.56
期末现金余额	63.56	799.41	702.56	1233.04

主要财务比率

至 12 月 31 日	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长	104.06%	45.38%	53.26%	73.38%
营业利润增长	111.52%	59.34%	56.82%	71.72%
归属母公司净利润增长	113.45%	56.72%	56.82%	71.72%
获利能力 (%)				
毛利率	68.72%	71.96%	71.54%	70.87%
净利率	41.95%	45.22%	46.27%	45.82%
ROE	37.49%	22.75%	26.30%	31.11%
ROIC	36.14%	24.41%	27.06%	31.65%
偿债能力				
资产负债率 (%)	46.80%	28.84%	31.96%	34.72%
净负债比率	-	-	-	-
流动比率	1.91	2.97	2.57	2.52
速动比率	1.36	2.47	1.97	1.93
营运能力				
总资产周转率	0.48	0.36	0.39	0.44
应收账款周转率	1.76	2.64	1.94	2.09
存货周转率	2.63	3.83	2.81	3.00
每股指标 (元)				
每股收益	2.26	2.65	4.16	7.14
每股经营现金流	0.71	3.40	1.28	5.11
每股净资产	4.52	11.66	15.82	22.97
估值比率				
P/E	/	33.97	21.66	12.61
P/B	/	7.73	5.70	3.92
EV/EBITDA	/	25.61	17.05	9.67

东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师申明：

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地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，特此声明。

投资建议的评级标准：

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。

股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

免责声明：

本研究报告由东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。