

骄成超声 (688392)

2022 年报&2023 一季报点评: 业绩符合市场预期, 超声波焊接持续高增长

买入 (维持)

2023 年 05 月 04 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 岳斯瑶

执业证书: S0600522090009
yuesy@dwzq.com.cn

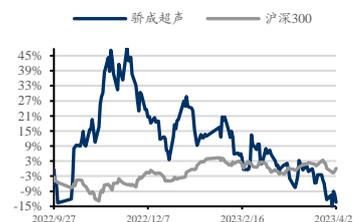
盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	522	736	1,116	1,650
同比	41%	41%	52%	48%
归属母公司净利润 (百万元)	111	168	264	412
同比	60%	51%	57%	56%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	1.35	2.04	3.22	5.03
P/E (现价&最新股本摊薄)	77.71	51.39	32.64	20.88

关键词: #业绩符合预期

投资要点

- **公司年报、一季报符合市场预期。**公司 2022 年实现营收 5.2 亿元, 同比增长 41%; 实现归母净利润 1.1 亿元, 同比增长 60%; 实现扣非净利润 0.8 亿元, 同比增长 36%; 毛利率 52%, 同比提升 2.9pct; 2023Q1 实现营收 1.6 亿元, 同比增长 76%, 归母净利润 0.31 亿元, 同比增长 69%, 扣非净利润 0.29 亿, 同比增长 80%, 毛利率 51.3%, 同比下降 1.9pct, 符合市场预期。
- **传统点焊加速国产替代、滚焊设备放量在即。**2022 年公司动力电池超声波焊设备出货 1727 台, 同比增长 82.4%, 对应营收 3.21 亿元, 同比增长 47.3%, 国内市占率约 40%。滚焊看, 预计公司滚焊设备 23H2 小批量量产, 24 年放量, 预计贡献收入 2-4 亿元。耗材看, 22 年配件收入 0.99 亿元, 同比增长 63.8%, 高损耗滚焊与点焊份额提升支撑高增, 预计 23 年收入 1.5-2 亿元。
- **毛利率维持较高水平、技术溢价助推量利双升。**2022 年公司零部件自供比例进一步提升, 动力电池超声波焊设备自制发生器/换能器占比 30%-40%, 支撑其毛利率同增 4.9pct 至 55.47%, 配件毛利率 59.35%, 同比提升 7.8pct。滚焊设备具备技术溢价, 单 GWh 价值量与毛利率更高, 我们预计单极单 GWh 价值量 400-500 万元, 毛利率 60%+, 有望充分打开公司量、利空间。
- **应收账款回款良好、22 年经营性现金流转正。**2022 年公司期间费用 1.71 亿元, 期间费用率 32.6%, 同比增长 6.0pct。2022 年末存货 2.59 亿元, 较年初增长 38.3%; 应收账款 1.03 亿元, 较年初增长 18.1%; 2022 年经营活动现金流净额 0.04 亿元, 同比转正, 其中 Q4 经营性现金流 0.7 亿元, 同比增长 66.2%。2023Q1 期间费用 0.48 亿元, 期间费用率 29.5%, 同比下降 2.4pct, 经营活动现金流净额-0.32 亿元, 同比收窄 34.5%。
- **盈利预测与投资评级:** 由于复合铜箔因良率等问题进展低于预期, 我们下调公司 23-24 年归母净利润预测至 1.68/2.64 亿元 (原预测 1.82/3.56 亿元), 预计 25 年归母净利 4.12 亿元, 23-25 年归母净利同比增速 +51%/+57%/+56%, 对应 PE 51/33/21x, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 电动车销量不及预期、大客户合作未能顺利推进、零部件国产化不及预期、新技术替代。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	104.98
一年最低/最高价	101.99/186.58
市净率(倍)	4.82
流通 A 股市值(百万元)	1,915.59
总市值(百万元)	8,608.36

基础数据

每股净资产(元,LF)	21.77
资产负债率(% ,LF)	19.26
总股本(百万股)	82.00
流通 A 股(百万股)	18.25

相关研究

《骄成超声(688392): 2022 年业绩快报点评: 业绩符合市场预期, 滚焊设备打开增量空间》

2023-02-28

《骄成超声(688392): 超声波滚焊设备乘风启航, 耗材模式反哺平台化拓扩》

2023-02-12

2022年归母净利润1.11亿元，同比增长59.95%，符合市场预期。2022年公司营收5.22亿元，同比增长40.97%；归母净利润1.11亿元，同比增长59.95%；扣非净利润0.84亿元，同比增长36.36%，符合市场预期。2022年毛利率为52.06%，同比提升2.9pct；净利率为20.98%，同比提升1.3pct。

2022年Q4公司归母净利润0.25亿元，同比增长15.68%。2022年Q4公司实现营收1.35亿元，同比增长33.79%，环比减少5.81%；归母净利润0.25亿元，同比增长15.68%，环比减少19.16%，扣非归母净利润0.12亿元，环比减少58.64%。盈利能力方面，Q4毛利率为53.97%，同比提升8.9pct，环比下滑1.3pct；归母净利率18.77%，同比下滑2.9pct，环比下滑3.1pct；Q4扣非净利率9.19%，环比下滑11.7pct。

2023年Q1公司归母净利润0.31亿元，同比增长69.01%，符合市场预期。2023年Q1公司实现营收1.62亿元，同比增长76.46%，环比增长20.81%；归母净利润0.31亿元，同比增长69.01%，环比增长21.90%，扣非归母净利润0.29亿元，同比增长80%，环比增长130.71%。盈利能力方面，Q1毛利率为51.27%，同比下降1.9pct，环比下降2.7pct；归母净利率18.94%，同比下降0.8pct，环比上升0.2pct；Q1扣非净利率17.55%，环比上升8.4pct。

图1：公司分季度经营情况（百万元）

	2023Q1	2022Q4	2022Q3	2022Q2	2022Q1
营业收入(百万)	162.4	134.5	142.7	153.2	92.0
-同比	76.46%	33.79%	64.37%	-	-
毛利率	51.27%	53.97%	55.30%	-	53.20%
归母净利润(百万)	30.8	25.2	31.2	36.1	18.2
-同比	69.01%	15.68%	103.15%	-	-
归母净利率	18.94%	18.77%	21.86%	23.58%	19.77%
扣非归母净利润(百万)	28.5	12.4	29.87	-	-
扣非归母净利率	17.55%	9.19%	20.92%	-	-

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

图2: 公司盈利能力情况



数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

传统点焊高增、滚焊设备放量在即。传统焊接设备加速国产替代, 22 年公司动力电池超声焊设备出货 1727 台, 同比增长 82.4%, 对应营收 3.21 亿元, 同比增长 47.33%, 我们预计国内市占率约 40%, 其中宁德、比亚迪市占率超 50%, 伴随公司逐步供货二线电池厂商, 预计 23 年市占率提升至 50%。滚焊设备方面, 预计公司滚焊设备 23 年 H2 小批量量产, 24 年大规模放量, 预计贡献收入 2-4 亿元。耗材方面, 22 年公司配件收入 0.99 亿元, 同比增长 63.8%, 高损耗滚焊设备放量与传统点焊份额提升有望支撑配件高增长, 预计 23 年贡献收入 1.5-2 亿元。线束、IGBT 成功扩展比亚迪、沪光、中车、振华等知名客户, 有望打造第二增长曲线。

毛利率维持较高水平, 技术溢价助推量利双升。盈利来看, 22 年公司零部件自供比例进一步提升, 动力电池超声焊设备自制发生器/换能器占比 30%-40%, 支撑其毛利率同比增长 4.9pct 至 55.47%, 配件毛利率 59.35%, 同比增长 7.8pct。伴随公司零部件自主化程度加深, 公司高毛利率有望维持。滚焊设备技术壁垒高、验证周期久, 短期竞争对手实现量产较难, 具备技术溢价, 单 GWh 价值量与毛利率更高, 我们预计单极单 GWh 价值量 400-500 万元, 毛利率 60%+, 有望充分打开公司量、利空间。耗材方面, 专属配件客户粘性高, 铸就长期优质现金流, 零部件自主化降本增效, 维持较高盈利水平。

2022 年公司期间费用合计 1.71 亿元, 同比增长 72.82%, 费用率为 32.64%, 同比增长 6.0pct。2022 年销售费用 0.56 亿元, 销售费用率 10.79%, 同比增长 3.5pct; 管理费用 0.42 亿元, 管理费用率 7.99%, 同比增长 1.3pct; 财务费用 -0.02 亿元, 财务费用率 -0.41% (2021 年同期为 0.96 亿元); 研发费用 0.75 亿元, 研发费用率 14.26%, 同比增长 1.9pct。公司 2022 年计提资产减值损失 0.09 亿元, 计提信用减值损失 0.04 亿元。

2023 年 Q1 公司期间费用合计 0.48 亿元, 同比增长 62.99%, 费用率为 29.52%, 同比减少 2.4pct。2023 年 Q1 销售费用 0.16 亿元, 销售费用率 9.96%, 同比减少 0.1pct, 环比减少 5.2pct; 管理费用 0.11 亿元, 管理费用率 6.81%, 同比减少 1.3pct, 环比减少

4.7pct; 财务费用-0.03 亿元, 财务费用率-1.76%, 同比由正转负, 环比减少 0.7pct; 研发费用 0.24 亿元, 研发费用率 14.5%, 同比增长 0.9pct。环比减少 2.5pct。公司 2023 年 Q1 计提资产减值损失 0.03 亿元, 计提信用减值损失 0.02 亿元。

图3: 公司分季度费用率

单位: 百万元	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1
销售费用	11.27	6.06	9.27	12.72	13.95	20.44	16.18
-销售费用率	12.98%	6.03%	10.07%	8.30%	9.77%	15.20%	9.96%
管理费用	6.22	8.50	7.46	9.22	9.65	15.42	11.06
-管理费用率	7.17%	8.46%	8.11%	6.02%	6.76%	11.47%	6.81%
研发费用	11.23	15.16	12.50	18.73	20.49	22.81	23.56
-研发费用率	12.93%	15.09%	13.58%	12.22%	14.35%	16.97%	14.50%
财务费用	0.32	0.19	0.18	0.13	0.87	-3.33	-2.851
-财务费用率	0.37%	0.19%	0.20%	0.08%	0.61%	-2.48%	-1.76%
期间费用	29.04	29.91	29.41	40.80	44.96	55.35	47.94
-期间费用率	33.44%	29.76%	31.95%	26.62%	31.50%	41.17%	29.52%
资产减值损失	-2.60	1.81	-2.33	-0.88	-2.62	-2.71	-2.855
信用减值损失	-0.19	-0.52	-0.66	-2.37	0.82	-1.95	-2.35

数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

2022 年公司存货为 2.59 亿元, 较年初增长 38.28%; 应收账款 1.03 亿元, 较年初增长 18.11%; 期末公司合同负债 1.08 亿元, 较年初增长 2.36%。2022 年公司经营活动净现金流净额为 0.04 亿元, 同比由负转正; 投资活动净现金流净额为-5.53 亿元, 支出同比增加, 系公司利用自有资金及闲置募集资金进行理财投资所致; 账面现金 9.59 亿元, 较年初增长 847%, 短期借款 1.35 亿元, 较年初增长 1700%, 主要为短期信用借款。

2023 年 Q1 公司存货为 2.32 亿元, 较 23 年初减少 10.47%; 应收账款 1.30 亿元, 较 23 年初增长 26.22%; 合同负债 0.80 亿元, 较 23 年初减少 25.50%。2023 年 Q1 公司经营活动净现金流净额为-0.3 亿元, 同比收窄 34.5%; 投资活动净现金流净额为-2.40 亿元, 支出同比增加; 账面现金为 7.57 亿元, 较年初减少 21.13%, 短期借款 2.12 亿元, 较年初增长 51.66%。

盈利预测与投资评级: 由于复合铜箔因良率等问题进展低于预期, 我们下调公司 23-24 年归母净利预测至 1.68/2.64 亿元 (原预测 1.82/3.56 亿元), 预计 25 年归母净利 4.12 亿元, 23-25 年归母净利同比增速+51%/+57%/+56%, 对应 PE 51/33/21x, 维持“买入”评级。

风险提示: 电动车销量不及预期、大客户合作未能顺利推进、零部件国产化不及预期、新技术替代。

骄成超声三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	2,032	2,440	2,824	3,600	营业总收入	522	736	1,116	1,650
货币资金及交易性金融资产	1,523	1,692	1,663	1,965	营业成本(含金融类)	250	358	531	772
经营性应收款项	221	375	561	807	税金及附加	2	3	4	7
存货	259	332	550	753	销售费用	56	66	95	140
合同资产	22	22	33	50	管理费用	42	50	73	99
其他流动资产	9	19	16	26	研发费用	75	92	146	213
非流动资产	111	151	206	255	财务费用	-2	2	5	9
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	28	26	22	33
固定资产及使用权资产	59	93	139	180	投资净收益	2	1	1	2
在建工程	0	5	10	15	公允价值变动	1	0	0	0
无形资产	20	21	26	29	减值损失	-13	-11	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	5	5	5	5	营业利润	118	179	285	446
其他非流动资产	26	26	26	26	营业外净收支	1	0	0	0
资产总计	2,143	2,591	3,030	3,856	利润总额	119	179	285	446
流动负债	371	651	826	1,240	减:所得税	9	13	21	33
短期借款及一年内到期的非流动负债	140	199	268	344	净利润	110	166	264	412
经营性应付款项	64	185	173	347	减:少数股东损益	-1	-2	0	0
合同负债	108	179	266	386	归属母公司净利润	111	168	264	412
其他流动负债	60	88	119	162	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.35	2.04	3.22	5.03
非流动负债	18	20	20	20	EBIT	112	196	289	453
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	124	210	308	476
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	52.06	51.32	52.41	53.25
租赁负债	13	15	15	15	归母净利率(%)	21.20	22.76	23.63	24.98
其他非流动负债	5	5	5	5	收入增长率(%)	40.97	40.88	51.60	47.90
负债合计	389	671	846	1,259	归母净利润增长率(%)	59.95	51.22	57.42	56.34
归属母公司股东权益	1,752	1,920	2,184	2,596					
少数股东权益	2	0	0	0					
所有者权益合计	1,754	1,920	2,184	2,596					
负债和股东权益	2,143	2,591	3,030	3,856					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	4	170	-14	312	每股净资产(元)	21.37	23.41	26.63	31.66
投资活动现金流	-553	-154	-73	-71	最新发行在外股份(百万股)	82	82	82	82
筹资活动现金流	1,411	53	58	61	ROIC(%)	9.12	8.99	11.63	15.46
现金净增加额	863	70	-29	302	ROE-摊薄(%)	6.32	8.73	12.08	15.88
折旧和摊销	12	14	19	23	资产负债率(%)	18.14	25.90	27.92	32.66
资本开支	-34	-54	-74	-72	P/E(现价&最新股本摊薄)	77.71	51.39	32.64	20.88
营运资本变动	-127	-28	-307	-137	P/B(现价)	4.91	4.48	3.94	3.32

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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。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。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

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>

