

骄成超声 (688392)

2023 年中报点评: Q2 业绩符合预期, 第二增长曲线轮廓初显

买入 (维持)

2023 年 08 月 28 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

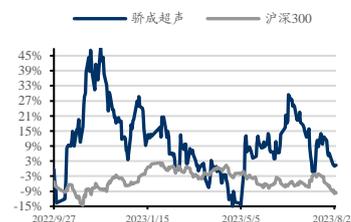
盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	522	681	930	1,504
同比	41%	30%	37%	62%
归属母公司净利润 (百万元)	111	130	200	350
同比	60%	18%	54%	75%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.96	1.13	1.74	3.05
P/E (现价&最新股本摊薄)	90.15	76.70	49.95	28.55

关键词: #业绩符合预期

投资要点

- **23H1 归母净利润同增 16%，业绩符合市场预期。**公司 23H1 营收 3.5 亿元，同增 42%，归母净利 0.6 亿元，同增 16%；Q2 营收 1.9 亿元，同环比+21%/+14%，归母净利 0.3 亿元，同环比-11%/+4%，扣非净利 0.25 亿元，环比-14%，毛利率 52%，同环比+5.5/+0.9pct，归母净利率 17.3%，同环比-6.3/-1.6pct，公司 Q2 毛利率水平维持，主要系 Q2 集中计提 0.08 亿元股权激励费用，若加回，则 Q2 归母净利 0.4 亿元，同环比+10%/29%，业绩符合市场预期。
- **极耳焊收入预计全年增速 20-30%，盈利水平维持。**公司 23H1 极耳焊预计收入 2-2.5 亿元，同增 59%，虽然下游电池厂扩产降速，但公司国内市占率提升至 50%，预计全年贡献收入 4 亿元左右，同增 25%。公司 H1 整体毛利率 52%，其中 Q2 毛利率 52%，环增 0.9pct，毛利率预计维持稳定。此外耗材全年预计贡献收入 1.3 亿元，同增 30%+，毛利率 50-60%，预计将贡献持续现金流。
- **动力电池安全要求趋严，复合集流体滚焊订单有望落地在即。**国内 7 月两部门强调坚决遏制新能源车安全事故发生，欧洲 9 月要求动力电池新定点满足 5 分钟无热扩散要求，动力电池安全要求趋严，复合集流体大势所趋，24 年电池需求或超 50GWh。公司与头部电池厂深度合作，滚焊设备 Q3 有望订单落地，应用于欧洲基地，预计率先应用复合铝箔，焊机单 GWh 单极价值量 400-500 万元，毛利率预计高于点焊设备，24 年开始起量，25 年弹性明显，收入占比预计提升至 20%+。
- **高压线束+IGBT 开始放量，后续预计可连续翻倍增长。**线束/IGBT 新领域国产化率低，单台价格和盈利相比极耳焊更高，耗材用量大、损耗更快。公司已独家突破 120 平焊接技术，在快充/高压端逐渐成熟后，公司产品有望充分收益，目前已获主流线束厂订单，订单总量突破 1 亿元。高压线束+IGBT 今年预计贡献收入超 5 千万元，24 年收入有望达 1 亿元左右，预计可实现连续翻倍增长。
- **费用率环比提升，现金流逐步改善。**23H1 公司期间费用 1.1 亿元，同增 55%，其中股权激励费用影响 0.08 亿元，23Q2 公司期间费用 0.6 亿元，期间费用率 32.7%，同增 6.1pct，其中研发/销售费率分别提升 4.2/2.8pct 至 16.5%/11.1%；23Q2 末存货 1.98 亿元，较年初减少 23.5%；应收账款 1.8 亿，较年初增长 74.1%，合同负债 0.38 亿元，较年初下降 64%；23H1 经营活动净现金流净额-0.08 亿元，同比大幅改善，其中 23Q2 经营性净现金流 0.2 亿元，环比转正。
- **盈利预测与投资评级:**由于下游电池厂扩产速度放缓，我们下调公司 23-25 年归母净利润预测至 1.3/2.0/3.5 亿元 (前值: 1.7/2.6/4.1 亿元)，同增 18%/54%/75%，对应 PE 77/50/29x，维持“买入”评级。
- **风险提示:**新技术进度不及预期、电动车销量不及预期、大客户合作未能顺利推进。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	86.99
一年最低/最高价	83.73/186.58
市净率(倍)	5.73
流通 A 股市值(百万元)	2,222.25
总市值(百万元)	9,986.45

基础数据

每股净资产(元,LF)	15.18
资产负债率(%，LF)	18.01
总股本(百万股)	114.80
流通 A 股(百万股)	25.55

相关研究

《骄成超声(688392): 2022 年报 & 23 一季报点评: 业绩符合市场预期, 超声波焊接持续高增长》
2023-05-04

《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

2023年H1归母净利润同增15.6%，业绩符合市场预期。2023年H1公司实现营收3.48亿元，同比增长41.74%；归母净利润0.63亿元，同比增长15.58%；扣非归母净利润0.53亿元，同比增长27.67%。盈利能力方面，2023H1毛利率为51.75%，同比提升2.62pct；归母净利率17.78%，同比下滑3.90pct；扣非净利率15.26%，同比下滑1.7pct。

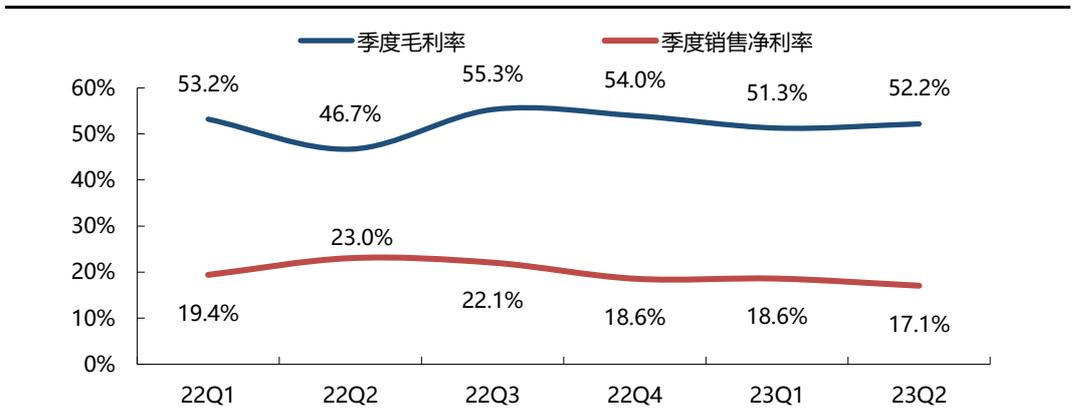
2023年Q2公司归母净利润0.32亿元，同比减少11.33%，符合市场预期。2023年Q2公司实现营收1.85亿元，同比增长20.88%，环比增长14.04%；归母净利润0.32亿元，同比减少11.33%，环比增长4.16%，扣非归母净利润0.25亿元，环比减少13.79%。盈利能力方面，Q2毛利率为52.18%，同比提升5.5pct，环比增长0.9pct；归母净利率17.30%，同比下降6.3pct，环比下降1.6pct；Q2扣非净利率13.26%，环比下降4.3pct。

图1：公司分季度经营情况（百万元）

	2023Q2	2023Q1	2022Q4	2022Q3	2022Q2	2022Q1
营业收入(百万)	185.2	162.4	134.5	142.7	153.2	92.0
-同比	20.88%	76.46%	33.79%	64.37%	-	-
毛利率	52.18%	51.27%	53.97%	55.30%	46.69%	53.20%
归母净利润(百万)	32.0	30.8	25.2	31.2	36.1	18.2
-同比	-11.33%	69.01%	15.68%	103.15%	-	-
归母净利率	17.30%	18.94%	18.77%	21.86%	23.58%	19.77%
扣非归母净利润(百万)	24.6	28.5	12.35	29.87	-	-
扣非归母净利率	13.26%	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

极耳焊收入预计全年增速20-30%，盈利水平维持。公司23H1极耳焊预计收入2-2.5亿元，同增59%，虽然下游电池厂扩产降速，但公司国内市占率提升至50%，预计全年贡献收入4亿元左右，同增25%。公司H1整体毛利率52%，其中Q2毛利率52%，环增0.9pct，毛利率预计维持稳定。此外耗材全年预计贡献收入1.3亿元，同增30%+，毛利率50-60%，预计将贡献持续现金流。

动力电池安全要求趋严，复合集流体滚焊订单有望落地在即。国内7月两部门强调坚决遏制新能源车安全事故发生，欧洲9月要求动力电池新定点满足5分钟无热扩散要求，动力电池安全要求趋严，复合集流体大势所趋，24年电池需求或超50GWh。公司与头部电池厂深度合作，滚焊设备Q3有望订单落地，应用于欧洲基地，预计率先应用复合铝箔，焊机单GWh单极价值量400-500万元，毛利率预计高于点焊设备，24年开始起量，25年弹性明显，收入占比预计提升至20%+。

高压线束+IGBT开始放量，后续预计可连续翻倍增长。线束/IGBT新领域国产化率低，单台价格和盈利相比极耳焊更高，耗材用量大、损耗更快。公司已独家突破120平焊接技术，在快充/高压端逐渐成熟后，公司产品有望充分收益，目前已获主流线束厂订单，订单总量突破1亿元。高压线束+IGBT今年预计贡献收入超5千万元，24年收入有望达1亿元左右，预计可实现连续翻倍增长。

2023年H1公司期间费用合计1.09亿元，同比增长54.62%，费用率为31.23%，同比增长2.6pct。2023年H1销售费用0.37亿元，销售费用率10.56%，同比增长1.6pct；管理费用0.24亿元，管理费用率6.93%，同比增长0.1pct；财务费用-0.06亿元，财务费用率-1.82%（2022年H1为31.2万元）；研发费用0.54亿元，研发费用率15.55%，同比增长2.8pct。2023年H1计提资产减值损失0.08亿元，计提信用减值损失0.06亿元。

2023年Q2公司期间费用合计0.61亿元，同比增长48.59%，费用率为32.73%，同比提升6.1pct。2023年Q2销售费用0.21亿元，销售费用率11.09%，同比提升2.8pct，环比提升1.1pct；管理费用0.13亿元，管理费用率7.04%，同比提升1.0pct，环比提升0.2pct；财务费用-0.03亿元，财务费用率-1.87%，同比由正转负，环比提升2.0pct；研发费用0.31亿元，研发费用率16.5%，同比提升4.2pct，环比提升2.0pct。公司2023年Q2计提资产减值损失0.05亿元，计提信用减值损失0.04亿元。

图3：公司分季度费用率

单位：百万元	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2
销售费用	9.27	12.72	13.95	20.44	16.18	20.54
-销售费用率	10.07%	8.30%	9.77%	15.20%	9.96%	11.09%
管理费用	7.46	9.22	9.65	15.42	11.06	13.05
-管理费用率	8.11%	6.02%	6.76%	11.47%	6.81%	7.04%
研发费用	12.50	18.73	20.49	22.81	23.56	30.50
-研发费用率	13.58%	12.22%	14.35%	16.97%	14.50%	16.47%
财务费用	0.18	0.13	0.87	-3.33	-2.85	-3.473
-财务费用率	0.20%	0.08%	0.61%	-2.48%	-1.76%	-1.87%
期间费用	29.41	40.80	44.96	55.35	47.94	60.62
-期间费用率	31.95%	26.62%	31.50%	41.17%	29.52%	32.73%
资产减值损失	-2.33	-0.88	-2.62	-2.71	-2.85	-5.07
信用减值损失	-0.66	-2.37	0.82	-1.95	-2.35	-3.69

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

经营活动净现金流逐步改善。2023年H1末公司存货为1.98亿元，较23年初减少23.52%；应收账款1.80亿元，较23年初增长74.06%；合同负债0.38亿元，较23年初

减少 64.34%。2023 年 H1 公司经营活动净现金流净额为-0.08 亿元，同比收窄 72.89%；投资活动净现金流净额为-0.29 亿元，支出同比增加 173%；账面现金为 9.13 亿元，较年初减少 4.84%，短期借款 2.16 亿元，较年初增长 53.88%。

盈利预测与投资评级：由于下游电池厂扩产速度放缓，我们下调公司 23-25 年归母净利润预测至 1.3/2.0/3.5 亿元（前值：1.7/2.6/4.1 亿元），同增 18%/54%/75%，对应 PE 77/50/29x，维持“买入”评级。

风险提示：新技术进度不及预期、电动车销量不及预期、大客户合作未能顺利推进。

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	2,178	2,525	3,149	营业总收入	522	681	930	1,504
货币资金及交易性金融资产	1,523	1,682	1,684	1,828	营业成本(含金融类)	250	320	432	696
经营性应收款项	221	230	378	612	税金及附加	2	3	5	8
存货	259	230	423	641	销售费用	56	72	88	128
合同资产	22	20	28	45	管理费用	42	48	60	90
其他流动资产	9	16	12	24	研发费用	75	104	137	224
非流动资产	111	134	165	192	财务费用	(2)	(2)	(2)	2
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	28	7	9	15
固定资产及使用权资产	59	80	106	130	投资净收益	2	14	14	23
在建工程	0	2	2	2	公允价值变动	1	0	0	0
无形资产	20	21	26	29	减值损失	(13)	(18)	(18)	(18)
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	139	215	376
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	2,313	2,690	3,341	利润总额	119	139	215	376
流动负债	371	492	669	971	减:所得税	9	10	15	26
短期借款及一年内到期的非流动负债	140	240	330	430	净利润	110	129	200	350
经营性应付款项	64	105	150	252	减:少数股东损益	(1)	(1)	0	0
合同负债	108	64	86	139	归属母公司净利润	111	130	200	350
其他流动负债	60	82	102	150	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.96	1.13	1.74	3.05
非流动负债	18	20	20	20	EBIT	112	149	225	381
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	124	161	240	399
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	52.06	52.99	53.54	53.71
租赁负债	13	15	15	15	归母净利率(%)	21.20	19.11	21.50	23.25
其他非流动负债	5	5	5	5	收入增长率(%)	40.97	30.38	36.53	61.76
负债合计	389	512	689	990	归母净利润增长率(%)	59.95	17.54	53.56	74.93
归属母公司股东权益	1,752	1,801	2,000	2,350					
少数股东权益	2	1	1	1					
所有者权益合计	1,754	1,801	2,001	2,351					
负债和股东权益	2,143	2,313	2,690	3,341					

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	169	(45)	81	每股净资产(元)	21.37	15.68	17.43	20.47
投资活动现金流	(553)	178	(32)	(22)	最新发行在外股份(百万股)	115	115	115	115
筹资活动现金流	1,411	13	79	85	ROIC(%)	9.12	6.99	9.51	13.79
现金净增加额	863	360	2	144	ROE-摊薄(%)	6.32	7.23	9.99	14.88
折旧和摊销	12	12	15	17	资产负债率(%)	18.14	22.12	25.61	29.64
资本开支	(34)	(36)	(46)	(44)	P/E(现价&最新股本摊薄)	90.15	76.70	49.95	28.55
营运资本变动	(127)	16	(276)	(296)	P/B(现价)	4.07	5.55	4.99	4.25

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>