

骄成超声（688392）

2023 年三季报点评：极耳焊增速放缓，新业务开始放量

买入（维持）

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入（百万元）	522	626	788	1,062
同比	41%	20%	26%	35%
归属母公司净利润（百万元）	111	103	140	221
同比	60%	-7%	36%	58%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	0.96	0.90	1.22	1.93
P/E（现价&最新股本摊薄）	78.14	83.87	61.72	39.15

关键词：#业绩不及预期

投资要点

- **23Q3 业绩低于预期，但毛利率表现亮眼。**23 年前三季度公司营收 4.6 亿元，同增 17%，归母净利润 0.8 亿元，同减 11%，扣非净利润 0.6 亿元，同减 18%。其中 Q3 公司营收 1.1 亿元，同减 24.5%，环减 42%，归母净利润 0.1 亿元，同减 58%，环减 59%，扣非归母净利润 0.05 亿元，同减 83%，环减 79%；Q3 毛利率为 63.5%，同增 8pct，环增 11pct，归母净利率 12%，同减 9.8pct，环减 5.2pct，营收增速放缓，业绩低于市场预期。
- **极耳焊业务增速放缓，盈利水平基本维持。**我们预计公司 Q3 极耳焊及耗材收入 0.85 亿左右，占比近 80%，受下游电池厂扩产降速影响，营收环比有所下降；Q4 极耳焊业务营收环比预计稳定，全年预计贡献收入 4.5-5 亿元，同比增长 10%+，其中耗材预计贡献收入 1-1.3 亿元，同比增长近 30%，毛利率预计 50-60%，持续贡献优质现金流。明年看，我们预计极耳焊业务贡献收入 6 亿元，同比增长 25%，耗材贡献主要增量，且极耳焊国内市占率有望进一步提升。
- **线束+IGBT 开始放量，后续预计可连续翻倍增长，盈利水平超市场预期。**公司 Q3 新业务收入超 2 千万，占比超 20%，开始放量。高压线束+IGBT 国产化率低，单台价格和盈利相比极耳焊更高，我们预计毛利率超 65%，且耗材用量大、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，我们预计 Q3 新增订单超 4 千万元，总量突破 1 亿元。线束+IGBT 23 年预计贡献收入超 5 千万，24 年有望达 1 亿元，未来几年预计可实现连续翻倍增长。
- **复合集流体逐步成熟，滚焊设备后续有望落地。**国内+欧洲动力电池安全要求趋严，复合集流体需求日益迫切，目前复合铝箔已量产，大幅提升电池安全性，主用于高端车型。24 年伴随复合铝箔产能逐步提升+复合铜箔开始量产，公司滚焊设备订单后续有望落地，主要应用于头部电池厂欧洲基地，首批订单有望以焊接站模式，单 gwh 价值量 1000 万元，毛利率 40-50%，预计 24 年开始贡献利润，25 年弹性有望升至 15-20%。
- **23Q3 费用率环比大幅增加，经营性现金流环比下滑。**23 年前三季度公司费用率为 37.2%，同增 7.5pct，主要由于研发投入增加及股权激励费用影响，其中 Q3 期间费用 0.6 亿元，同增 35%，环增 0.5%，费用率 56.5%，同环比+25/+24pct，销售费用率环增 6.1pct，研发费用率环增 15.5pct；Q3 末存货 2.11 亿元，较年初减少 18.4%，环增 6.7%；Q3 公司经营活动净现金流 0.13 亿元，环减 46%。
- **盈利预测与投资评级：**考虑下游需求放缓，我们下调公司 23-25 年归母净利润预测至 1.0/1.4/2.2 亿元（前值：1.3/2.0/3.5 亿元），同比-7%/+36%/+58%，对应 PE 84/62/39x，考虑复合集流体放量在即，维持“买入”评级。
- **风险提示：**原材料价格波动超市场预期，销量及政策不及预期。

2023 年 10 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

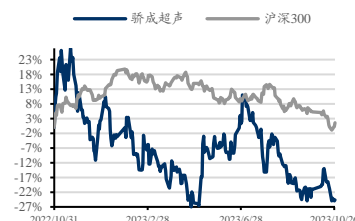
ruanqy@dwzq.com.cn

证券分析师 岳斯瑶

执业证书：S0600522090009

yuesy@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	75.40
一年最低/最高价	73.00/186.58
市净率(倍)	4.92
流通 A 股市值(百万元)	3,538.22
总市值(百万元)	8,655.92

基础数据

每股净资产(元,LF)	15.33
资产负债率(%，LF)	18.11
总股本(百万股)	114.80
流通 A 股(百万股)	46.93

相关研究

《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》

2023-08-28

《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

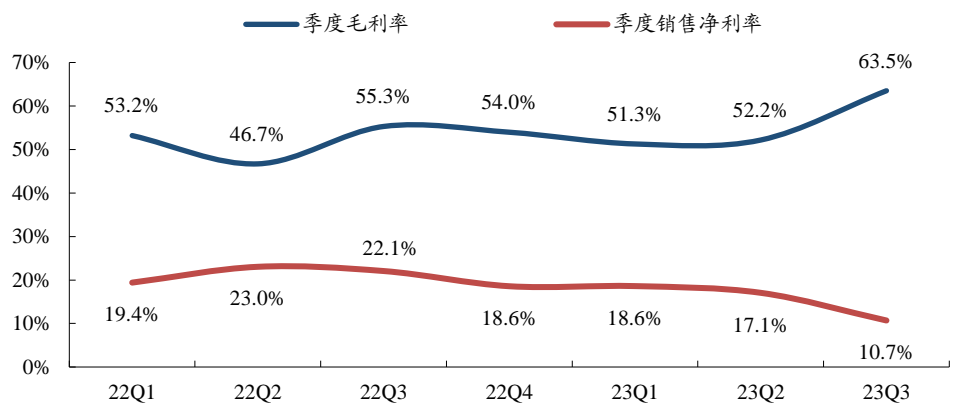
23Q3 业绩低于预期，但毛利率表现亮眼。2023 年前三季度公司营收 4.55 亿元，同比增长 17.36%；归母净利润 0.76 亿元，同比减少 11.35%；扣非净利润 0.58 亿元，同比减少 18.42%；23 年前三季度毛利率为 54.53%，同比提升 3.13pct；销售净利率为 16.10%，同比下滑 5.72pct。2023 年 Q3 公司实现营收 1.08 亿元，同比减少 24.52%，环比减少 41.83%；归母净利润 0.13 亿元，同比减少 58.22%，环比减少 59.30%，扣非归母净利润 0.05 亿元，同比减少 82.56%，环比减少 78.79%。盈利能力方面，23 年 Q3 毛利率为 63.51%，同比增长 8.21pct，环比增长 11.33pct；归母净利率 12.10%，同比下降 9.76pct，环比下降 5.19pct；23 年 Q3 扣非净利率 4.84%，同比下降 16.09pct，环比下降 8.43pct。

图1：公司分季度经营情况（百万元）

	2023Q3	2023Q2	2023Q1	2022Q4	2022Q3	2022Q2	2022Q1
营业收入(百万)	107.7	185.2	162.4	134.5	142.7	153.2	92.0
-同比	-24.52%	20.88%	76.46%	33.79%	64.37%		
毛利率	63.51%	52.18%	51.27%	53.97%	55.30%	46.69%	53.20%
归母净利润(百万)	13.0	32.0	30.8	25.2	31.2	36.1	18.2
-同比	-58.22%	-11.33%	69.01%	15.68%	103.15%		
归母净利率	12.10%	17.30%	18.94%	18.77%	21.86%	23.58%	19.77%
扣非归母净利润(百万)	5.2	24.6	28.50	12.35	29.87		
-同比	-82.56%						
扣非归母净利率	4.84%	13.26%	17.55%	9.19%	20.92%		

数据来源：Wind，东吴证券研究所

图2：公司分季度盈利情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

极耳焊业务增速放缓，盈利水平基本维持。我们预计公司 Q3 极耳焊及耗材收入 0.85 亿左右，占比近 80%，受下游电池厂扩产降速影响，营收环比有所下降；Q4 极耳焊业务营收环比预计稳定，全年预计贡献收入 4.5-5 亿元，同比增长 10%+，其中耗材预计贡献收入 1-1.3 亿元，同比增长近 30%，毛利率预计 50-60%，持续贡献优质现金流。明年看，我们预计极耳焊业务贡献收入 6 亿元，同比增长 25%，耗材贡献主要增量，且极耳焊国内市占率有望进一步提升。

线束+IGBT 开始放量，后续预计可连续翻倍增长，盈利水平超市场预期。公司 Q3 新业务收入超 2 千万，占比超 20%，开始放量。高压线束+IGBT 国产化率低，单台价格和盈利相比极耳焊更高，我们预计毛利率超 65%，且耗材用量大、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，Q3 新增订单超 4 千万元，总量突破 1 亿元。线束+IGBT 23 年预计贡献收入超 5 千万，24 年有望达 1 亿元，未来几年预计可实现连续翻倍增长。

复合集流体逐步成熟，滚焊设备后续有望落地。国内+欧洲动力电池安全要求趋严，复合集流体需求日益迫切，目前复合铝箔已量产，大幅提升电池安全性，主用于高端车型。24 年伴随复合铝箔产能逐步提升+复合铜箔开始量产，公司滚焊设备订单后续有望落地，主要应用于头部电池厂欧洲基地，首批订单有望以焊接站模式，单 gwh 价值量 1000 万元，毛利率 40-50%，预计 24 年开始贡献利润，25 年弹性有望升至 15-20%。

Q3 费用率环比大幅增加，经营性现金流环比下滑。2023Q3 期间费用合计 0.61 亿元，同比增长 35.49%，环比增长 0.49%，期间费用率为 56.54%，同比提升 25.04pct，环比提升 23.81pct；销售费用 0.19 亿元，销售费用率 17.23%，同比提升 7.45pct，环比提升 6.14pct；管理费用 0.14 亿元，管理费用率 12.68%，同比提升 5.92pct，环比提升 5.64pct；财务费用-0.03 亿元，财务费用率-3.20%（22Q3：0.61%，23Q2：-3.47%）；研发费用 0.32 亿元，研发费用率 29.83%，同比提升 15.47pct，环比提升 13.36pct。公司 2023Q3 计提资产减值损失 0.05 亿元；计提信用减值损失 0.001 亿元。

图3：公司费用情况

单位：百万元	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3
销售费用	9.27	12.72	13.95	20.44	16.18	20.54	18.56
-销售费用率	10.07%	8.30%	9.77%	15.20%	9.96%	11.09%	17.23%
管理费用	7.46	9.22	9.65	15.42	11.06	13.05	13.66
-管理费用率	8.11%	6.02%	6.76%	11.47%	6.81%	7.04%	12.68%
研发费用	12.50	18.73	20.49	22.81	23.56	30.50	32.14
-研发费用率	13.58%	12.22%	14.35%	16.97%	14.50%	16.47%	29.83%
财务费用	0.18	0.13	0.87	-3.33	-2.85	-3.47	-3.44
-财务费用率	0.20%	0.08%	0.61%	-2.48%	-1.76%	-1.87%	-3.20%
期间费用	29.41	40.80	44.96	55.35	47.94	60.62	60.92
-期间费用率	31.95%	26.62%	31.50%	41.17%	29.52%	32.73%	56.54%
资产减值损失	-2.33	-0.88	-2.62	-2.71	-2.85	-5.07	-5.44
信用减值损失	-0.66	-2.37	0.82	-1.95	-2.35	-3.69	-0.14

数据来源：Wind，东吴证券研究所

截至 2023 年 Q3 期末公司存货为 2.11 亿元，较年初下降 18.41%，较 Q2 末增加 6.68%；应收账款 1.86 亿元，较年初增长 79.80%；期末公司合同负债 0.35 亿元，较年初减少 67.66%。23 年前三季度公司经营活动净现金流净额为 0.05 亿元，同比转正，Q3 经营性净现金流 0.13 亿元，环比下降 46.16%；前三季度投资活动净现金流净额为-2.51 亿元，支出同比增长 59.09%，前三季度资本开支为 0.2 亿元，同比增长 8.49%；Q3 末账

面现金为 7.13 亿元，较年初减少 25.62%，短期借款 2.31 亿元，较年初增长 64.77%。

盈利预测和投资评级：考虑下游需求放缓，我们下调公司 23-25 年归母净利预测至 1.0/1.4/2.2 亿元（前值：1.3/2.0/3.5 亿元），同比-7%/+36%/+58%，对应 PE 84/62/39x，考虑复合集流体放量在即，维持“买入”评级。

风险提示：原材料价格波动超市场预期，销量及政策不及预期。

骄成超声三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	2,032	2,121	2,388	2,745	营业总收入	522	626	788	1,062
货币资金及交易性金融资产	1,523	1,712	1,670	1,962	营业成本(含金融类)	250	291	368	478
经营性应收款项	221	196	320	384	税金及附加	2	3	4	5
存货	259	178	364	349	销售费用	56	69	75	96
合同资产	22	19	24	32	管理费用	42	50	63	74
其他流动资产	9	15	11	18	研发费用	75	113	134	184
非流动资产	111	137	168	194	财务费用	(2)	(2)	(2)	2
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	28	4	5	6
固定资产及使用权资产	59	83	109	133	投资净收益	2	16	20	27
在建工程	0	1	1	1	公允价值变动	1	0	0	0
无形资产	20	21	26	29	减值损失	(13)	(23)	(23)	(23)
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	99	148	233
其他非流动资产	26	26	26	26	营业外净收支	1	5	0	0
资产总计	2,143	2,258	2,556	2,939	利润总额	119	104	148	233
流动负债	371	465	623	785	减:所得税	9	4	7	12
短期借款及一年内到期的非流动负债	140	240	330	430	净利润	110	101	140	221
经营性应付款项	64	90	128	148	减:少数股东损益	(1)	(3)	0	0
合同负债	108	58	74	96	归属母公司净利润	111	103	140	221
其他流动负债	60	77	91	112	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.96	0.90	1.22	1.93
非流动负债	18	20	20	20	EBIT	112	113	157	239
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	124	125	172	257
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	52.06	53.61	53.27	55.00
租赁负债	13	15	15	15	归母净利率(%)	21.20	16.48	17.80	20.82
其他非流动负债	5	5	5	5	收入增长率(%)	40.97	19.86	25.80	34.80
负债合计	389	485	643	805	归母净利润增长率(%)	59.95	(6.82)	35.87	57.66
归属母公司股东权益	1,752	1,774	1,914	2,135					
少数股东权益	2	(1)	(1)	(1)					
所有者权益合计	1,754	1,773	1,913	2,134					
负债和股东权益	2,143	2,258	2,556	2,939					

现金流量表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	重要财务与估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	4	196	(95)	226	每股净资产(元)	21.37	15.45	16.67	18.60
投资活动现金流	(553)	182	(26)	(18)	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	5.52	6.94	9.39
现金净增加额	863	390	(43)	292	ROE-摊薄(%)	6.32	5.82	7.33	10.36
折旧和摊销	12	13	16	18	资产负债率(%)	18.14	21.48	25.15	27.38
资本开支	(34)	(34)	(46)	(44)	P/E(现价&最新股本摊薄)	78.14	83.87	61.72	39.15
营运资本变动	(127)	72	(265)	(25)	P/B(现价)	3.53	4.88	4.52	4.05

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>