

骄成超声 (688392)

2023 年年报&2024 年一季报点评: 极耳焊业务大幅放缓, 业绩低于市场预期

买入 (维持)

2024 年 04 月 29 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

研究助理 朱家佟

执业证书: S0600122080076
zhujt@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	522.49	525.19	572.52	767.01	1,128.61
同比 (%)	40.97	0.52	9.01	33.97	47.14
归母净利润 (百万元)	110.85	66.54	64.96	124.82	225.35
同比 (%)	60.06	(39.97)	(2.38)	92.15	80.54
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.97	0.58	0.57	1.09	1.96
P/E (现价&最新摊薄)	49.82	82.98	85.01	44.24	24.50

投资要点

- **业绩低于市场预期。**23 年公司营收 5.3 亿元, 同增 0.5%; 归母净利 0.7 亿元, 同减 40%; 23 年毛利率 57%, 同增 4.9pct; 其中 Q4 营收 0.7 亿元, 同环比-48%/-35%; 归母净利-0.1 亿元, 同环比-137%/-171%, 23Q4 毛利率 73%, 同环比+19pct/+9pct; 24 年 Q1 营收 1.2 亿元, 同环比-26%/+73%; 归母净利 0.01 亿元, 同环比-97%/-111%; 毛利率为 56%, 同环比+4.3pct/-17pct, 业绩低于市场预期。
- **极耳焊业务增速放缓, 盈利水平维持高位。**23 年看, 公司极耳焊业务收入 3.3 亿元, 毛利率 59%, 耗材收入 1.1 亿元, 毛利率 62%, 二者收入同比持平微增, 自动化业务收入大幅下降, 线束+IGBT 新业务收入 0.36 亿元, 毛利率 52%, 整体毛利率 57%。24 年看, Q1 我们预计极耳焊收入 4 千万元, 耗材收入 2 千万元, 线束+IGBT 4 千万元, 其他收入 2 千万元, 整体毛利率 56%, 盈利能力保持稳定, 全年我们预计极耳焊收入 2.5 亿元, 同降 20%+, 耗材收入 1.5 亿元, 同增 40%+, 滚焊设备开启放量, 我们预计贡献收入 0.2 亿元+, 线束+IGBT 收入 1 亿元, 同比翻倍增长。
- **线束+IGBT 高速增长, 滚焊设备开启放量。**新业务看, ①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 24 年毛利率超 60%, 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, 24-26 年预计翻倍增长; ②24 年 1 月, 公司复合集流体超声波滚焊机已获头部锂电厂订单, 我们预计对应 1gwh 左右, 对应价值量 800 万元, 预计毛利率超 50%, 24 年我们预计出货 3-5gwh, 开始贡献利润, 对冲极耳焊下滑, 25-26 年我们预计开启高速增长。
- **研发费用持续投入, 经营性现金流转负。**24 年 Q1 期间费用合计 0.7 亿元, 同增 38%, 环增 12%; 期间费用率 55%, 同增 25pct, 环降 30pct; 24 年 Q1 末公司存货 2.1 亿元, 较年初下降 6.3%; 经营活动现金流净额为-0.7 亿元, 由正转负; 资本开支 0.05 亿元, 同比下降 25%; 在手现金为 8.6 亿元, 较年初减少 31%; 在建工程 0.03 亿元, 较年初增长 95%。
- **盈利预测与投资评级:**考虑到下游需求不及市场预期, 我们下修公司 24-25 年归母净利润至 0.6/1.2 亿元 (此前预期 1.2/2.0 亿元), 新增 26 年归母净利润预测 2.3 亿元, 同比-2%/+92%/+81%, 对应 PE 85/44/25x, 考虑新业务开启高速增长, 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。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	48.10
一年最低/最高价	39.33/142.60
市净率(倍)	3.27
流通 A 股市值(百万元)	2,829.43
总市值(百万元)	5,521.88

基础数据

每股净资产(元,LF)	14.71
资产负债率(% ,LF)	19.32
总股本(百万股)	114.80
流通 A 股(百万股)	58.82

相关研究

《骄成超声(688392): 2023 年业绩快报点评: Q4 业绩低于预期, 超声龙头重整再起航》

2024-02-27

《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》

2023-10-30

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)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	2,051	2,155	2,442	2,843	营业总收入	525	573	767	1,129
货币资金及交易性金融资产	1,516	1,889	1,688	2,098	营业成本(含金融类)	226	241	316	457
经营性应收款项	279	101	392	340	税金及附加	4	3	4	6
存货	227	134	328	353	销售费用	77	86	107	147
合同资产	22	17	23	34	管理费用	50	57	69	90
其他流动资产	8	14	11	18	研发费用	117	132	169	226
非流动资产	121	136	150	162	财务费用	(17)	(1)	(3)	3
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	17	29	31	34
固定资产及使用权资产	64	77	87	96	投资净收益	17	17	23	34
在建工程	1	2	2	2	公允价值变动	2	0	0	0
无形资产	20	22	26	29	减值损失	(36)	(37)	(23)	(23)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	6	6	6	6	营业利润	67	64	136	245
其他非流动资产	30	30	30	30	营业外净收支	5	5	0	0
资产总计	2,172	2,291	2,592	3,005	利润总额	72	69	136	245
流动负债	407	514	691	879	减:所得税	7	6	11	20
短期借款及一年内到期的非流动负债	232	332	433	532	净利润	64	63	125	225
经营性应付款项	62	65	108	138	减:少数股东损益	(2)	(2)	0	0
合同负债	63	48	63	91	归属母公司净利润	67	65	125	225
其他流动负债	51	69	86	117	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.58	0.57	1.09	1.96
非流动负债	13	16	16	16	EBIT	32	90	141	245
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	51	105	158	265
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	56.98	57.83	58.78	59.50
租赁负债	8	10	10	10	归母净利率(%)	12.67	11.35	16.27	19.97
其他非流动负债	6	6	6	6	收入增长率(%)	0.52	9.01	33.97	47.14
负债合计	421	530	706	894	归母净利润增长率(%)	(39.97)	(2.38)	92.15	80.54
归属母公司股东权益	1,751	1,762	1,887	2,112					
少数股东权益	0	(2)	(2)	(2)					
所有者权益合计	1,751	1,761	1,885	2,111					
负债和股东权益	2,172	2,291	2,592	3,005					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	10	358	(278)	328	每股净资产(元)	15.26	15.35	16.44	18.40
投资活动现金流	281	192	(9)	2	最新发行在外股份(百万股)	115	115	115	115
筹资活动现金流	0	23	86	80	ROIC(%)	1.48	4.05	5.84	9.05
现金净增加额	290	573	(201)	410	ROE-摊薄(%)	3.80	3.69	6.61	10.67
折旧和摊销	18	15	17	20	资产负债率(%)	19.38	23.14	27.25	29.76
资本开支	(34)	(25)	(32)	(32)	P/E(现价&最新股本摊薄)	82.98	85.01	44.24	24.50
营运资本变动	(97)	253	(436)	74	P/B(现价)	3.15	3.13	2.93	2.61

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>