

骄成超声 (688392)

2024 年三季度报点评：业绩拐点已至，新赛道 拓展，打开增长空间

2024 年 10 月 26 日

买入 (维持)

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 朱家佟

执业证书: S0600524080002
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 | 591.54 | 765.14 | 1,090.24 |
| 同比 (%) | 40.97 | 0.52 | 12.63 | 29.35 | 42.49 |
| 归母净利润 (百万元) | 110.85 | 66.54 | 37.12 | 118.74 | 227.15 |
| 同比 (%) | 60.06 | (39.97) | (44.22) | 219.88 | 91.31 |
| EPS-最新摊薄 (元/股) | 0.97 | 0.58 | 0.32 | 1.03 | 1.98 |
| P/E (现价&最新摊薄) | 47.67 | 79.41 | 142.36 | 44.50 | 23.26 |

投资要点

- **Q3 业绩符合市场预期。**公司 24Q1-3 营收 4.1 亿元，同降 10%，归母净利润 0.2 亿元，同降 73%，毛利率 51.4%，同减 3.2pct，归母净利率 5.0%，同减 11.6pct；其中 24Q3 营收 1.6 亿元，同环比+52.7%/+33.8%，归母净利润 0.2 亿元，同环比+17%/+262%，毛利率 53.6%，同环比-9.9/+9.5pct，归母净利率 9.2%，同环比-2.9/+5.8pct。
- **非金属焊业务占比提升，极耳焊业务占比下降。**根据我们测算，Q3 看，公司非金属焊接收入 4 千万元，配件耗材收入 4 千万元，二者合计占比约 50%，线束+IGBT 收入 4 千万元，极耳焊收入 2-3 千万元，锂电占比降至低位。Q3 整体毛利率 53.6%，同降 9.9pct，由于非金属焊占比提升，产品毛利率相对偏低。全年看，我们预计公司收入增长 10%+至近 6 亿元，极耳焊收入 2 亿元，耗材收入 1.5 亿元，线束+IGBT 收入 1 亿元，同比翻倍增长，非金属焊接收入 5-6 千万元，整体毛利率维持 50-55%。
- **新赛道持续拓展，打开后续增长空间。**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；②复合集流体滚焊机已获头部锂电厂订单，铝箔滚焊设备 24 年开启放量，我们预计出货 2-3gwh，单 gwh 价值量 400 万元，毛利率预计超 50%，25 年我们预计出货 10gwh+，此外铜箔滚焊设备 25 年或开启放量。
- **研发费用持续投入，经营性现金流偏弱。**公司 24Q1-3 期间费用 2 亿元，同增 21%，费用率 50.0%，同+12.8pct，其中 Q3 期间费用 0.7 亿元，同环比+15%/+2%，费用率 42.4%，同环比-14.1/-13.1pct；24Q1-3 经营性净现金流-0.8 亿元，同比转负，其中 Q3 经营性净现金流-0.02 亿元，同环比-117%/-85%；24Q1-3 资本开支 0.3 亿元，同增 29%，其中 Q3 资本开支 0.1 亿元，同环比+2%/-59%；24Q3 末存货 1.7 亿元，较年初下降 24%。
- **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 24-26 年归母净利润至 0.4/1.2/2.3 亿元（此前预期 0.6/1.2/2.3 亿元），同比-44%/+220%/+91%，对应 PE 142/45/23x，维持“买入”评级。
- **风险提示：**下游需求不及预期，技术迭代不及预期，原材料价格波动风险。

股价走势



市场数据

| | |
|---------------|-------------|
| 收盘价(元) | 46.03 |
| 一年最低/最高价 | 27.78/95.31 |
| 市净率(倍) | 3.18 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 3,213.76 |
| 总市值(百万元) | 5,284.24 |

基础数据

| | |
|--------------|--------|
| 每股净资产(元,LF) | 14.46 |
| 资产负债率(% ,LF) | 19.16 |
| 总股本(百万股) | 114.80 |
| 流通 A 股(百万股) | 69.82 |

相关研究

《骄成超声(688392): 2023 年年报 & 2024 年一季度报点评: 极耳焊业务大幅放缓, 业绩低于市场预期》

2024-04-29

《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 | 2,079 | 2,349 | 2,773 | 营业总收入 | 525 | 592 | 765 | 1,090 |
| 货币资金及交易性金融资产 | 1,516 | 1,769 | 1,608 | 1,989 | 营业成本(含金融类) | 226 | 262 | 336 | 490 |
| 经营性应收款项 | 279 | 113 | 381 | 329 | 税金及附加 | 4 | 3 | 4 | 5 |
| 存货 | 227 | 165 | 327 | 405 | 销售费用 | 77 | 89 | 99 | 125 |
| 合同资产 | 22 | 18 | 23 | 33 | 管理费用 | 50 | 59 | 69 | 76 |
| 其他流动资产 | 8 | 14 | 10 | 18 | 研发费用 | 117 | 157 | 161 | 185 |
| 非流动资产 | 121 | 136 | 150 | 162 | 财务费用 | (17) | (1) | (2) | 4 |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 加:其他收益 | 17 | 30 | 31 | 33 |
| 固定资产及使用权资产 | 64 | 77 | 87 | 96 | 投资净收益 | 17 | 18 | 23 | 33 |
| 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 | 35 | 129 | 247 |
| 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 | 2,215 | 2,499 | 2,935 | 利润总额 | 72 | 39 | 129 | 247 |
| 流动负债 | 407 | 532 | 697 | 906 | 减:所得税 | 7 | 3 | 10 | 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 | 36 | 119 | 227 |
| 经营性应付款项 | 62 | 76 | 108 | 156 | 减:少数股东损益 | (2) | (1) | 0 | 0 |
| 合同负债 | 63 | 52 | 67 | 98 | 归属母公司净利润 | 67 | 37 | 119 | 227 |
| 其他流动负债 | 51 | 73 | 89 | 120 | 每股收益-最新股本摊薄(元) | 0.58 | 0.32 | 1.03 | 1.98 |
| 非流动负债 | 13 | 16 | 16 | 16 | EBIT | 32 | 60 | 135 | 249 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | EBITDA | 51 | 75 | 153 | 269 |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 毛利率(%) | 56.98 | 55.78 | 56.12 | 55.10 |
| 租赁负债 | 8 | 10 | 10 | 10 | 归母净利率(%) | 12.67 | 6.27 | 15.52 | 20.84 |
| 其他非流动负债 | 6 | 6 | 6 | 6 | 收入增长率(%) | 0.52 | 12.63 | 29.35 | 42.49 |
| 负债合计 | 421 | 548 | 713 | 922 | 归母净利润增长率(%) | (39.97) | (44.22) | 219.88 | 91.31 |
| 归属母公司股东权益 | 1,751 | 1,668 | 1,787 | 2,014 | | | | | |
| 少数股东权益 | 0 | (1) | (1) | (1) | | | | | |
| 所有者权益合计 | 1,751 | 1,667 | 1,786 | 2,013 | | | | | |
| 负债和股东权益 | 2,172 | 2,215 | 2,499 | 2,935 | | | | | |

| 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 | 304 | (239) | 300 | 每股净资产(元) | 15.26 | 14.53 | 15.56 | 17.54 |
| 投资活动现金流 | 281 | 193 | (9) | 1 | 最新发行在外股份(百万股) | 115 | 115 | 115 | 115 |
| 筹资活动现金流 | 0 | (43) | 86 | 80 | ROIC(%) | 1.48 | 2.76 | 5.87 | 9.57 |
| 现金净增加额 | 290 | 453 | (161) | 381 | ROE-摊薄(%) | 3.80 | 2.23 | 6.65 | 11.28 |
| 折旧和摊销 | 18 | 15 | 17 | 20 | 资产负债率(%) | 19.38 | 24.74 | 28.53 | 31.41 |
| 资本开支 | (34) | (25) | (32) | (32) | P/E(现价&最新股本摊薄) | 79.41 | 142.36 | 44.50 | 23.26 |
| 营运资本变动 | (97) | 227 | (390) | 43 | P/B(现价) | 3.02 | 3.17 | 2.96 | 2.62 |

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>