

2025 年 07 月 03 日

主业复苏向上，半导体业务受益 3D 封装

骄成超声 (688392)

事件概述

公司发布 2025 年一季报，同时公众号发布键合机、超声波扫描显微镜等设备新突破，获得半导体封装头部客户批量订单。

► 半导体、线束等新品放量+主业锂电复苏，看好 2025 年收入端加速增长

2024 年公司实现营收 5.85 亿元，同比+11.30%；其中 Q4 单季度为 1.76 亿元，同比+153%，主业锂电复苏明显，新品线束、半导体开始放量。2025Q1 公司实现营收 1.48 亿元，同比+22.35%，延续向上势头。具体分下游来看：

- 1) 锂电设备：24 年收入为 1.51 亿元，同比-53.48%，下滑明显主要系动力电池扩产放缓，但是今年以来明显恢复；
- 2) 耗材及配件：24 年收入为 1.84 亿元，同比+70.45%，快速增长主要系电池客户稼动率提升，相关需求旺盛。公司超声波焊接设备耗材属性强，随着保有量不断增长，将持续贡献稳定收入。
- 3) 汽车线束：24 年收入为 8134 万元，同比+352%，主要系新能源汽车高低压线束市场规模不断扩张，同时公司客户突破顺利。
- 4) 半导体：24 年收入为 4693 万元，同比+196%，半导体设备实现较大突破，其中超声波端子/Pin 针焊机、超声波键合机等传统封装设备均已实现批量出货；超声波扫描显微镜、固晶机等先进封装领域设备进展较快，其中晶圆级超扫已有少量订单并交付。展望全年，主业锂电持续复苏，线束、半导体等新品快速放量，耗材逻辑强化，结合在手订单饱满，看好全年收入端加速增长。

► 业绩拐点明确，毛利率保持出色水平，看好规模效应下利润弹性释放

2024 年公司实现归母净利润/扣非归母净利润为 0.86/0.40 亿元，分别同比+29.04%/+11.94%；单季度来看，24Q4 分别为 0.65/0.53 亿元，分别同比+804%/+332%，贡献全年利润大头。2024 年公司净利率/扣非净利率为 14.52%/6.79%，其中 Q4 净利率/扣非净利率为 36.81%/30.04%，同比+49.45pct、+62.73pct，环比+27.75pct、+25.36pct，盈利能力大幅改善：

- 1) 毛利端：2024 年公司毛利率为 56.89%，同比-0.09pct，维持较高水平；其中 Q4 毛利率为 69.66%，同比-3.31pct，环比+16.02pct，推测系产能利用率提升，同时高毛利的配件快速放量。具体来看：
 - ①设备端：公司锂电/线束/半导体超声波设备毛利率分别为 48.43%/59.71%/56.65%，分别同比-8.34pct/+11.41pct/-2.08pct，正常波动系产能爬坡等影响。公司设备整体毛利率水平出色，体现所处赛道技术壁垒高，竞争优势明显。
 - ②耗材端：公司配件毛利率高达 75.93%，同比+13.61pct，带动整体毛利率提升，出色盈利水平有望持续贡献稳定利润。
- 2) 费用端：2024 年公司期间费用率为 43.98%，同比-0.47pct，

评级及分析师信息

评级：	增持
上次评级：	首次覆盖
目标价格：	
最新收盘价：	67.81
股票代码：	688392
52 周最高价/最低价：	70.41/27.78
总市值(亿)	80.55
自由流通市值(亿)	49.24
自由流通股数(百万)	70.75



分析师：黄瑞连
邮箱：huangrli@hx168.com.cn
SAC NO：S1120524030001
联系电话：

华西机械&电新联合覆盖

其中销售/管理/研发/财务费用率为 13.81%/10.40%/21.65%/-1.89%，分别同比-0.9pct/+0.8pct/-0.7pct/+1.3pct。2024 年公司研发费用 1.27 亿元，同比+7.78%，自 2021 年以来公司保持高强度研发投入，目前新品陆续发布并兑现收入。展望后续，费用前置投入完毕，预计研发人员及费用将保持稳定，销售、管理并无大额投入，收入快速增长下有望带动费用率持续下降。

2025Q1 公司实现归母净利润/扣非归母净利润为 0.24/0.20 亿元，分别同比+2152%/+1068%。2025Q1 公司净利率/扣非净利率分别为 15.78%/13.40%，同比+15.0pct、+15.1pct，其中毛利率为 64.91%，同比+9.30pct，保持较高水平。公司业绩拐点明确，看好规模效应下利润弹性释放。

► 半导体封装产品线持续完善，深度受益先进封装扩产浪潮

公司构建起从理论层、核心部件层到产品层的超声波技术平台，广泛布局动力电池、线束、医疗、复合材料等领域，其中半导体率先进入兑现期：

1) 产品端：①传统封装：超声波端子/Pin 针焊机、超声波键合机等；②先进封装：先进超声波扫描显微镜 (SAM)、超声波固晶机等已有订单，布局超声波倒装键合等。

2) 需求端：①半导体超扫用于 HBM 晶圆键合内部检测，超声波为唯一途径，根据我们测算单万片设备价值量约 3 亿元，随着 3D 堆叠需求提升，头部存储客户积极扩产，市场需求广阔。公司 SAM 已有批量订单，目前验证顺利，有望持续兑现。

②超声波固晶机国内市场需求超百亿元，倒装键合/球焊机等市场同样不小，相较传统热压、回流焊，超声波技术路线具备更低温度和更高效率，将充分受益先进封装发展。

投资建议

我们预计公司 2025-2027 年营收为 7.58、10.44 和 14.46 亿元，同比+30%、38%和 39%；2025-2027 年归母净利润为 1.40、2.25 和 3.42 亿元，同比+63%、61%和 52%；2025-2027 年 EPS 为 1.21、1.94 和 2.95 元，2025/7/2 股价 67.81 元对应 PE 为 56、35、23 倍，考虑公司主业复苏，半导体业务快速兑现，成长性出色，首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示

锂电行业景气度、半导体新品不及预期等。

盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	525	585	758	1,044	1,446
YoY (%)	0.5%	11.3%	29.6%	37.8%	38.5%
归母净利润(百万元)	67	86	140	225	342
YoY (%)	-40.0%	29.0%	63.3%	60.5%	51.9%
毛利率 (%)	55.6%	56.9%	60.4%	59.4%	61.8%
每股收益 (元)	0.58	0.76	1.21	1.94	2.95
ROE	3.8%	5.1%	7.9%	11.9%	16.5%
市盈率	116.91	89.22	55.95	34.87	22.96

资料来源：Wind，华西证券研究所

正文目录

1. 本土超声波焊接设备稀缺龙头，平台化布局持续完善	4
2. 超声波技术下游应用广泛，具备明显替代优势	5
3. 盈利预测与投资建议	6
4. 风险提示	8

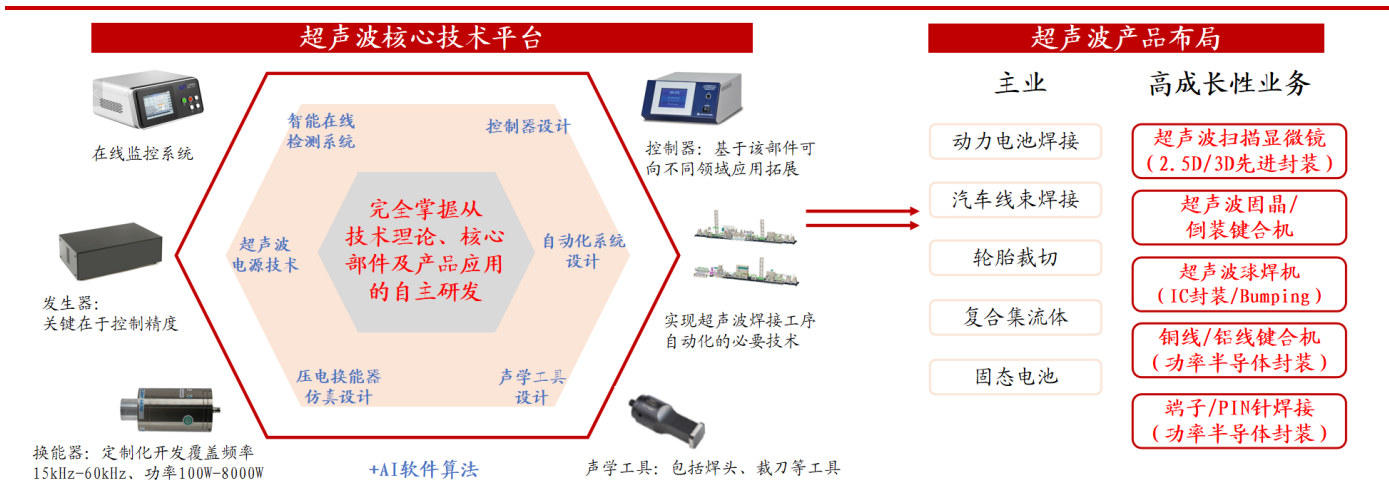
图表目录

图 1 公司依托完整的超声波技术平台能力，持续拓展应用下游	4
图 2 公司设立三个员工持股平台，深度绑定核心人才（截至 2025Q1）	5
图 3 超声波焊接分别在动力电池、IGBT 等领域替代优势	5
图 4 公司盈利预测表	7
图 5 可比公司估值表	8

1. 本土超声波焊接设备稀缺龙头，平台化布局持续完善

公司为本土超声波焊接设备龙头，依托领先的超声波技术平台能力，不断拓展动力电池、汽车线束、IGBT、先进封装等领域。公司成立于 2007 年，以超声波裁切设备起家，进入橡胶轮胎领域；2015 年研发动力电池超声波焊接设备，进入新能源领域，2021 年起批量供货宁德时代、比亚迪，后续持续受益于复合集流体/固态电池新技术迭代；2020 年起拓展汽车线束、IGBT 焊接领域，2024 年相关收入快速增长；公司陆续完成了半导体超扫（SAM）、固晶机、键合机等样机研发，后续订单有望持续兑现。

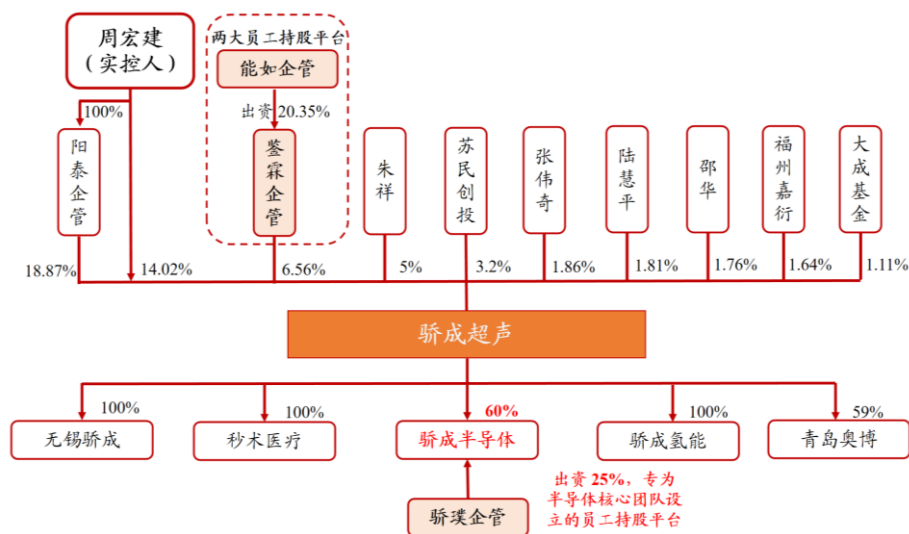
图 1 公司依托完整的超声波技术平台能力，持续拓展应用下游



资料来源：招股说明书，骄成超声公众号，公司公告，华西证券研究所

公司高度重视人才激励，战略聚焦半导体业务。实控人周总技术出身，合计持股约 33%，长期持有稳定。核心团队背靠上海交大，管理层高度重视人才激励，已设立三个员工持股平台，并于 2024 年完成最新一期股权激励。尤其我们注意到，骄璞企管专为半导体核心人才设立，类似在控股子公司层面实施股权激励，充分激发积极性。此外，2021 年起公司持续保持高强度研发投入，主要投向半导体业务，2024 年研发费用为 1.27 亿元，研发费用率为 21.65%，同比 2021 年提高 9.3pct，持续高位。不难看出半导体业务为发展重心，随着产品持续验证，有望进入快速兑现期。

图 2 公司设立三个员工持股平台，深度绑定核心人才（截至 2025Q1）



资料来源：Wind，公司公告，华西证券研究所

2. 超声波技术下游应用广泛，具备明显替代优势

超声波具有能量和信号特性，焊接利用其能量特性，检测利用其信号特性。超声波技术相比其他技术有其独特优势，在多个细分行业成为最佳解决方案，具体以半导体领域为例：

1) 引线键合：相较传统热压键合，热超声/热超声球焊机键合温度显著更低，热损伤风险更低，同时具备更高的键合强度（10%-30%以上），应用场景更加广泛。

2) 固晶/倒装键合：先进封装中固晶（Die Attach）与倒装键合（FC）工序紧密，不再明显区分。主流技术主要包括热超声、回流焊和热压三种工艺，超声核心优势同样是焊接温度低、稳定、效率提升。

图 3 超声波焊接分别在动力电池、IGBT 等领域替代优势

	传统方法	超声波焊接技术优势
动力电池极耳	激光焊接	导电性最好；大面积焊接，降低成本，效率高。 非直接竞争，应用于不同生产环节
复合集流体	由于高分子材料与金属材料熔点差异大，激光焊接没有可行性，且 超声波滚焊相较于点焊节省5倍时间，为复合集流体首选和唯一应用	
汽车线束	扩散焊接、高频焊接、冷压焊接	过程快速、熔合强度高、导电性好
IGBT PIN针	钎焊	焊接强度高，全自动上针效率高，电阻发热少

资料来源：公司公众号，《封装工艺简介及元器件级封装设备》，微纳研究院，华西证券研究所

3. 盈利预测与投资建议

核心假设：

1) 动力电池焊接设备：锂电扩产恢复，后续有望受益于复合集流体/固态电池等技术迭代，我们预计 2025-2027 年公司此业务营收分别为 1.97、2.55、2.94 亿元，同比提升 30%/30%/15%，毛利率稳定为 48%。

2) 半导体超声波设备：公司先进封装产品线持续丰富，超声波键合机、固晶机、扫描显微镜快速放量。我们预计 2025-2027 年公司此业务营收分别为 0.99、1.97、3.94 亿元，同比增速为 110%/100%/100%，毛利率稳定为 55%。

3) 汽车线束焊接设备：随着新能源高压线束渗透率提升，市场规模持续扩容。我们预计 2025-2027 年公司此业务营收分别为 1.46、1.90、2.47 亿元，同比提升 80%/30%/30%，毛利率为 58%、60%、60%。

4) 轮胎裁剪设备：我们预计该业务规模稳步提升，2025-2027 年公司此业务营收分别为 0.50、0.55、0.61 亿元，毛利率稳定为 60%。

5) 配件：公司超声波设备具有很强的耗材属性，随着存量设备不断增长，后市场收入持续稳定。我们预计 2025-2027 年公司此业务营收分别为 2.66、3.46、4.50 亿元，同比提升 45%/30%/30%，毛利率分别为 73%/70%/78%。

图 4 公司盈利预测表

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总营业收入（百万元）	525	585	758	1044	1446
yoy	0.52%	11.30%	29.64%	37.78%	38.49%
营业成本（百万元）	226	252	300	424	552
毛利（百万元）	299	333	458	621	894
毛利率	56.98%	56.89%	60.42%	59.44%	61.80%
动力电池焊接设备					
营业收入（百万元）	325	151	197	255	294
yoy	1.27%	-53.48%	30.00%	30.00%	15.00%
毛利（百万元）	191	73	94	123	141
毛利率	58.71%	48.43%	48.00%	48.00%	48.00%
半导体超声波设备					
营业收入（百万元）	0	47	99	197	394
yoy			110.00%	100.00%	100.00%
毛利（百万元）	0	27	54	108	217
毛利率		56.65%	55.00%	55.00%	55.00%
汽车线束焊接设备					
营业收入（百万元）	0	81	146	190	247
yoy			80.00%	30.00%	30.00%
毛利（百万元）	0	49	85	114	148
毛利率		59.71%	58.00%	60.00%	60.00%
轮胎裁剪设备					
营业收入（百万元）	6	0	50	55	61
yoy	-35.71%	-100.00%		10.00%	10.00%
毛利（百万元）	5	0	30	33	36
毛利率	82.66%		60.00%	60.00%	60.00%
配件					
营业收入（百万元）	108	184	266	346	450
yoy	8.96%	70.45%	45.00%	30.00%	30.00%
毛利（百万元）	67	139	194	242	351
毛利率	62.33%	75.93%	73.00%	70.00%	78.00%
其他					
营业收入（百万元）	86	121			

资料来源：Wind，华西证券研究所

综上，我们预计公司 2025-2027 年营收为 7.58、10.44 和 14.46 亿元，同比 +30%、38%和 38%；2025-2027 年归母净利润为 1.40、2.25 和 3.42 亿元，同比 +63%、61%和 52%；2025-2027 年 EPS 为 1.21、1.94 和 2.95 元。我们选取同为本土锂电和半导体设备公司的先导智能、利元亨、中科飞测作为可比公司，2025-2027 年平均 PE 分别为 89、45 和 33；2025/7/2 股价 67.81 元对应 PE 为 56、35、23 倍，与可比公司相比处于较低水平，首次覆盖，给予“增持”评级。

图 5 可比公司估值表

代码	公司	收盘价 (元)	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE		
		2025/7/22		2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
300450.SZ	先导智能	23.9	374.3	14.6	20.1	24.9	25.7	18.6	15.0
688499.SH	利元亨	39.1	65.9	0.6	1.3	1.6	116.6	51.6	40.2
688361.SH	中科飞测	81.6	262.5	2.1	4.0	6.1	123.4	65.5	43.3
	平均值						88.6	45.2	32.8
688392.SH	骄成超声	67.8	78.5	1.4	2.3	3.4	56.0	34.9	23.0

资料来源：Wind，华西证券研究所（可比公司盈利预测均来自 Wind 一致盈利预测，最新收盘日为 2025/7/2）

4.风险提示

行业复苏不及预期，新品放量不及预期等。

财务报表和主要财务比率

利润表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	585	758	1,044	1,446	净利润	85	140	225	342
YoY (%)	11.3%	29.6%	37.8%	38.5%	折旧和摊销	22	10	10	10
营业成本	252	300	424	552	营运资金变动	-173	-166	-257	-350
营业税金及附加	5	8	10	14	经营活动现金流	-54	21	27	87
销售费用	81	91	104	145	资本开支	-134	-13	-13	-13
管理费用	61	76	94	130	投资	-59	0	0	0
财务费用	-11	0	0	0	投资活动现金流	-177	-9	-3	1
研发费用	127	121	136	174	股权募资	1	0	0	0
资产减值损失	-26	-30	-30	-50	债务募资	-6	0	0	0
投资收益	32	8	10	14	筹资活动现金流	-166	-65	-104	-157
营业利润	88	148	237	360	现金净流量	-398	-53	-79	-69
营业外收支	0	0	0	0					
利润总额	88	148	237	360	主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
所得税	3	7	12	18	成长能力				
净利润	85	140	225	342	营业收入增长率	11.3%	29.6%	37.8%	38.5%
归属于母公司净利润	86	140	225	342	净利润增长率	29.0%	63.3%	60.5%	51.9%
YoY (%)	29.0%	63.3%	60.5%	51.9%	盈利能力				
每股收益	0.76	1.21	1.94	2.95	毛利率	56.9%	60.4%	59.4%	61.8%
					净利率	14.7%	18.5%	21.6%	23.6%
资产负债表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E	总资产收益率 ROA	3.9%	6.5%	9.7%	13.4%
货币资金	852	800	721	652	净资产收益率 ROE	5.1%	7.9%	11.9%	16.5%
预付款项	7	9	13	17	偿债能力				
存货	174	178	234	274	流动比率	4.42	4.50	4.17	3.98
其他流动资产	840	964	1,184	1,485	速动比率	3.93	3.98	3.60	3.40
流动资产合计	1,873	1,951	2,152	2,427	现金比率	2.01	1.84	1.40	1.07
长期股权投资	0	0	0	0	资产负债率	20.4%	20.1%	21.8%	23.0%
固定资产	59	62	65	68	经营效率				
无形资产	125	125	125	125	总资产周转率	0.27	0.35	0.45	0.57
非流动资产合计	252	259	262	265	每股指标（元）				
资产合计	2,125	2,211	2,414	2,693	每股收益	0.76	1.21	1.94	2.95
短期借款	210	210	210	210	每股净资产	14.73	15.27	16.32	17.92
应付账款及票据	107	96	135	176	每股经营现金流	-0.47	0.18	0.23	0.75
其他流动负债	107	128	170	223	每股股利	0.35	0.56	0.89	1.36
流动负债合计	424	434	516	610	估值分析				
长期借款	0	0	0	0	PE	89.22	55.95	34.87	22.96
其他长期负债	10	10	10	10	PB	2.77	4.44	4.16	3.79
非流动负债合计	10	10	10	10					
负债合计	434	443	526	619					
股本	115	115	115	115					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	1,691	1,767	1,889	2,073					
负债和股东权益合计	2,125	2,211	2,414	2,693					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资 评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。