

信义山证汇通天下

证券研究报告

其他专用机械

骄成超声（688392.SH）

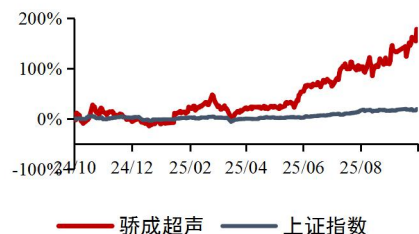
买入-A(维持)

超声波技术平台型企业，多领域布局迎来突破

2025 年 10 月 23 日

公司研究/深度分析

公司近一年市场表现



市场数据：2025 年 10 月 22 日

收盘价（元）：	113.30
总股本（亿股）：	1.16
流通股本（亿股）：	1.16
流通市值（亿元）：	131.13

基础数据：2025 年 6 月 30 日

每股净资产（元）：	15.20
每股资本公积（元）：	13.27
每股未分配利润（元）：	1.82

资料来源：最闻

分析师：

姚健

执业登记编码：S0760525040001

邮箱：yaojian@sxzq.com

投资要点：

➤ 本土超声波技术平台型企业，业务迎来多点开花。公司 2007 年成立以来聚焦超声波技术应用推广，下游场景包括动力电池、半导体、汽车、轮胎等。2025 年上半年实现收入 3.23 亿元，同比增长 32.50%；2025 年上半年实现归母净利润 0.58 亿元，同比大幅增长。公司连续两年研发费用率超过 20%，技术突破下带来业务多点开花。

➤ 锂电业务受益于下游复苏以及技术变革。目前公司锂电业务主要系动力电池多层极耳焊接，单 GWh 需求金额在 100 万以上，绑定宁德时代、比亚迪等国内一线动力电池厂商，终端需求提升以及海外扩产背景下相关业务迎来复苏，公司积极拥抱动力电池新技术发展方向，复合集流体以及固态电池方向均有相关产品储备，且有一定客户进展，后续产业化加速有望带来订单增长。

➤ 半导体以及汽车业务受益于国产化加速推进。2024 年线束业务同比增长 352.37%，半导体业务同比增长 195.66%，两项业务快速的发展抵消了锂电业务 2024 年下滑的压力，展望未来，线束业务在新能源汽车带动行业高压化发展趋势下，公司在莱尼、泰科电子、中航光电、沪光股份等行业内众多知名客户中份额有望逐步提升；半导体业务一方面针对功率器件市场，公司提供超声波键合机、超声波端子焊接机、超声波 Pin 针焊接机、超声波扫描显微镜等整套超声波应用解决方案，受益国产化率提升；另外针对先进封装发展趋势，公司推出先进超声波扫描显微镜、超声波固晶机等产品，且取得了一定订单，打开后续公司成长空间。

➤ 部件自制率高，耗材特征提供稳定现金流。公司通过控制部分关键制造工序，依靠自身的标准化测试流程体系来保证基础部件的技术要求和一致性。制造出高性能的超声波部件（如发生器、换能器、声学工具）等，目前设备部件自制率较高。部件存在耗材特征，随着各行业设备保有量不断增加，公司配件业务规模有望稳定向上，成为现金奶牛业务。

盈利预测、估值分析和投资建议：

➤ 一方面区别于一般专用设备公司，公司坚持以超声波技术为核心平台化发展，逐步拓展在新能源电池、线束连接器、半导体及先进封装等不同领域的应用，业务成长逻辑不断重塑，公司将持续受益于下游新能源、半导体等行业发展和国产化率提高等因素驱动。另外一方面公司商业模式突出，随着锂电业务逐步复苏，汽车、半导体业务进入收获期，耗材配件业务稳健向上，配件业务良好的盈利能力和现金流带来公司经营的稳健性。我们预计公司



请务必阅读最后股票评级说明和免责声明

1

2025-2027 年 归 母 公 司 净 利 润 1.37/2.12/3.05 亿 元 ， 同 比 增 长 59.5%/54.7%/43.8%，EPS 为 1.18/1.83/2.63 元，对应 10 月 22 日收盘价 113.30 元，PE 为 96/62/43 倍，维持“买入-A”评级。

风险提示：

➤ 下游行业需求不及预期风险；技术失密风险；客户集中度高及大客户依赖风险；新产品拓展不及预期风险；减持及解禁相关风险等。

财务数据与估值：

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	525	585	765	1,089	1,506
YoY(%)	0.5	11.3	30.8	42.4	38.3
净利润(百万元)	67	86	137	212	305
YoY(%)	-39.9	29.0	59.5	54.7	43.8
毛利率(%)	57.0	56.9	58.5	58.5	58.6
EPS(摊薄/元)	0.57	0.74	1.18	1.83	2.63
ROE(%)	3.7	5.0	7.5	10.5	13.4
P/E(倍)	197.1	152.7	95.7	61.9	43.0
P/B(倍)	7.5	7.8	7.2	6.6	5.8
净利率(%)	12.7	14.7	17.9	19.5	20.2

资料来源：最闻，山西证券研究所

目录

1. 超声波技术平台型企业，多领域布局.....	6
1.1 深耕超声波领域，打造平台型企业.....	6
1.2 实控人技术背景出身，持续高研发投入.....	6
1.3 多领域布局兑现，2024 年业务向上修复.....	8
2. 锂电业务受益下游复苏以及技术迭代.....	9
2.1 超声波焊接技术优势独特.....	9
2.2 极耳焊接受益下游产能利用率提升.....	10
2.2.1 超声波极耳焊接优势明显.....	11
2.2.2 绑定行业龙头，受益下游产能利用率提升.....	12
2.3 复合集流体以及固态电池产业化带来单 GWh 价值量提升.....	14
3. 半导体业务受益国产化加速，积极拥抱先进封装.....	17
3.1 IGBT 超声波焊接需求持续提升.....	17
3.2 国产化带来相关业务高速增长.....	18
3.3 布局先进封装，引领行业发展.....	19
4. 线束业务受益行业高压化发展趋势.....	20
4.1 新能源汽车带来线束高压化发展趋势.....	20
4.2 存量+新增市场超过 10 亿+，后续增长可期.....	21
5. 配件对应耗材业务带来业务稳定性.....	22
5.1 核心基础部件自制率高.....	22
5.2 配件耗材特征明显，现金奶牛业务.....	24
6. 盈利预测与投资建议.....	24
6.1 盈利预测.....	24
6.2 投资建议.....	26

7. 风险提示.....	27
--------------	----

图表目录

图 1：公司产品下游主要应用领域.....	6
图 2：过去 5 年研发费用投入（亿元）	8
图 3：过去 5 年研发费用率（%）	8
图 4：2021-2025H1 收入以及同比增速.....	8
图 5：2024 年公司收入拆分（亿元）	8
图 6：2021-2025H1 毛利率以及净利率（%）	9
图 7：2021-2025H1 期间费用率（%）	9
图 8：动力电池业务收入 2024 年承压（亿元）	13
图 9：动力电池业务毛利率 2024 年有所下降（%）	13
图 10：2020-2025H1 年全球动力电池装机量（GWh）	14
图 11：2024/25H1 头部动力电池厂商装机量（GWh）	14
图 12：复合集流体示意图.....	14
图 13：中国新能源汽车销量不断提升（万辆）	17
图 14：中国 IGBT 市场规模不断提升（亿元）	17
图 15：半导体收入规模 2024 年提升明显（万元）	19
图 16：半导体毛利率维持相对高位（%）	19
图 17：全球 HBM 市场规模（亿美金）	20
图 18：台积电 CoWoS 月产能大幅提升（万片）	20
图 19：线束业务收入体量 2024 年大幅提升（万元）	22
图 20：线束业务毛利率 2024 年提升明显（%）	22

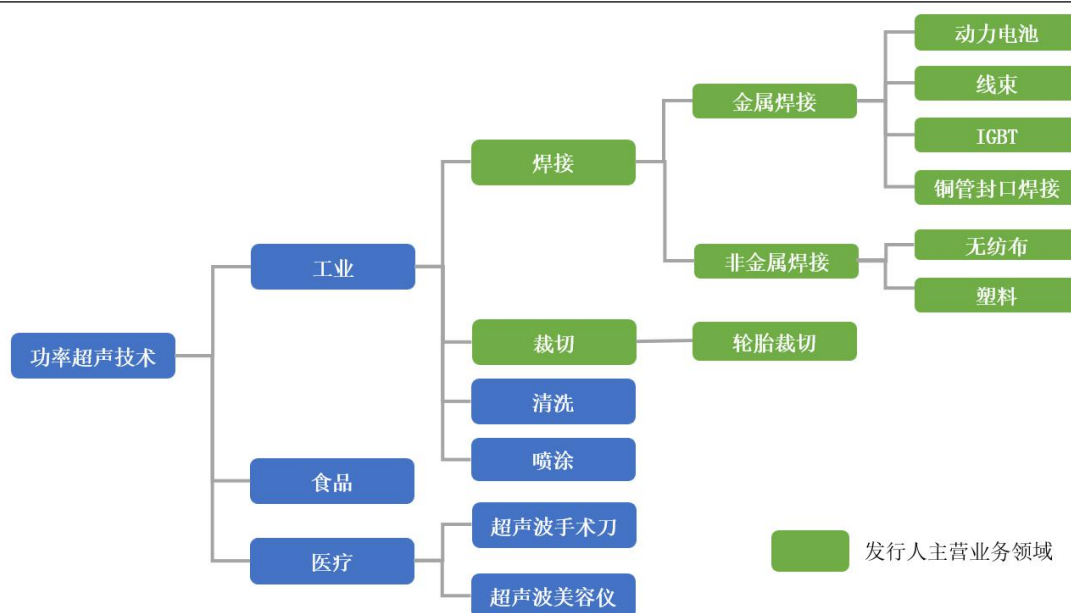
图 21: 超声波焊接设备系统.....	22
图 22: 超声波焊接原理.....	22
图 23: 配件业务收入稳定向上（亿元）	24
图 24: 配件业务毛利率处于高位（%）	24
表 1: 核心技术人员背景介绍.....	7
表 2: 超声波焊接技术同其他焊接技术.....	10
表 3: 公司动力电池超声波焊接设备主要类型.....	11
表 4: 国内头部动力电池厂商部分海外产能规划.....	13
表 5: 单 GWh 各典型传统动力电池客户对超声波焊接设备需求情况.....	16
表 6: 盈利预测（亿元）	25
表 7: 可比公司估值.....	26

1. 超声波技术平台型企业，多领域布局

1.1 深耕超声波领域，打造平台型企业

公司成立于 2007 年，定位为专业提供超声波技术及应用解决方案的供应商，主要从事超声波焊接、裁切及检测设备和配件的研发、设计、生产与销售，并为客户提供配套自动化解决方案。经过多年的研发和技术积累，公司构建了完整的超声波技术平台，可以为不同行业的客户提供超声波工业应用整体解决方案。公司掌握了包括超声波电源、压电换能器、声学工具、控制器、在线监控系统和自动化系统在内的全套超声波设备核心部件的设计、开发和应用能力。公司通过自身的超声波技术平台，依靠以超声波技术为核心的基础研发技术和创新技术，拥有向不同行业应用拓展的能力，可根据下游不同行业的需求开发出满足应用要求的各类超声波设备和配件。公司产品主要应用于新能源动力电池、汽车线束、功率半导体、先进封装、橡胶轮胎、无纺布等领域。

图 1：公司产品下游主要应用领域



资料来源：骄成超声招股说明书，山西证券研究所

1.2 实控人技术背景持续高研发投入

公司实际控制人为周宏建先生，现担任公司董事长、总经理。截止 2025 年 6 月 30 日，周

宏建直接持有公司 14.02%的股份，并通过阳泰企管持有公司 18.87%的股份，合计持有公司 32.89%股份，为公司实际控制人。同时作为公司核心技术人员之一，带领团队开发了第一代超声波裁切系统、第一代超声波焊接系统等核心技术和产品，其中超声波裁切系统获得“国家重点新产品”证书；作为项目负责人的课题“锂电池智能 超声波焊接设备”获得上海市闵行区科学技术委员会重大产业技术攻关立项，课题“用于锂电池基材和金属箔材连续焊接的超声波滚动焊接设备”获得上海市闵行区经济委员会先进制造业专项项目立项，为公司发展做出了巨大的贡献。

表 1：核心技术人员背景介绍

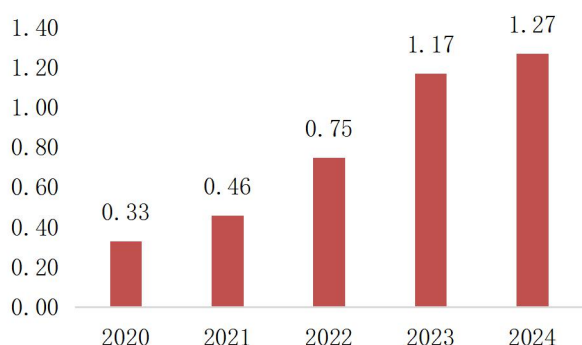
姓名	学历背景	履历介绍
周宏建	上海交通大学机械工程硕士	1970 年出生，中国国籍，无境外永久居留权，上海交通大学机械工程专业硕士，高级工程师。1992 年 7 月至 2003 年 12 月任威墅堰机车车辆厂配件分厂技术室主任；2003 年 12 月至 2006 年 12 月任必能信超声（上海）有限公司应用技术部门主管；2006 年 12 月至 2009 年 6 月任依工测试测量仪器（上海）有限公司质量经理；2009 年 6 月至 2021 年 5 月历任骄成有限总经理、执行董事；2021 年 5 月至今，任骄成超声董事长、总经理。
石新华	上海交通大学机械工程博士	1985 年出生，中国国籍，无境外永久居留权，上海交通大学机械工程专业博士。2010 年 6 月至 2015 年 8 月任上海三菱电梯有限公司工程师；2015 年 9 月至 2021 年 5 月任骄成有限副总经理。2021 年 5 月至今，任骄成超声副总经理。
殷万武	上海交通大学机械工程硕士	1990 年出生，中国国籍，无境外永久居留权，上海交通大学机械工程专业硕士。2017 年 3 月至今，历任骄成有限和骄成超声技术中心电气部高级经理、技术中心总经理助理；2021 年 5 月至 2024 年 5 月，任公司职工代表监事。现任公司监事会主席、职工代表监事。
孙稳	上海交通大学机械制造及其自动化专业硕士	1984 年出生，中国国籍，无境外永久居留权，上海交通大学机械制造及其自动化专业硕士。2009 年 3 月至 2009 年 11 月任上海重型机床厂有限公司设计工程师；2009 年 11 月至 2011 年 5 月任三一重型机器有限公司设计工程师；2011 年 5 月至 2014 年 4 月任上海 ABB 工程有限公司设计工程师；2014 年 4 月至 2019 年 3 月任上海图灵智造机器人有限公司研发主管；2019 年 3 月至今担任骄成有限和骄成超声技术中心机械部高级经理。2024 年 5 月至今，任骄成超声监事。

资料来源：骄成超声 2024 年年报，山西证券研究所

全球市场竞争格局来看，美国、德国、瑞士等发达国家企业存在一定程度上的先发优势，市场前期对欧美厂商的设备依赖程度较高，细分领域来看，新能源电池超声波焊接设备、超声波轮胎裁切设备等领域长期被以必能信为代表的外资品牌垄断，在半导体键合设备领域，美国 K&S、德国 Hesse 等厂商优势突出，在超声波扫描显微镜设备等检测领域，美国 Sonoscan、德国 PVA 公司等占据较高市场份额。近年来，公司持续加大研发费用投入，公司研发支出金

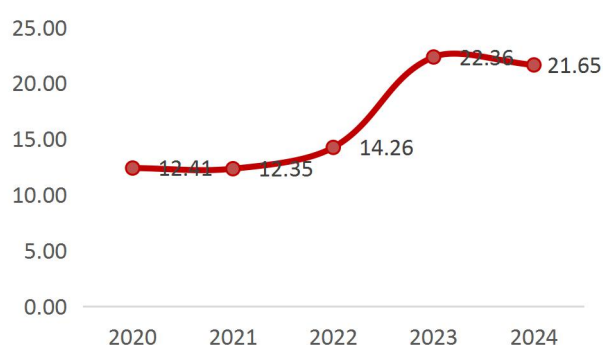
额从 2020 年 0.33 亿元提升至 2024 年的 1.27 亿元，研发费用率 2023-2024 连续两年维持在 20% 以上，公司不断突破技术瓶颈，与国际先进水平的差距不断缩小，竞争力不断增强。同时紧跟国内新能源、半导体、汽车线束等产业升级发展需求和技术发展趋势，逐渐打破行业内外资竞争对手的垄断局面，市场份额呈逐渐上升的趋势。

图 2：过去 5 年研发费用投入（亿元）



资料来源：wind，山西证券研究所

图 3：过去 5 年研发费用率 (%)



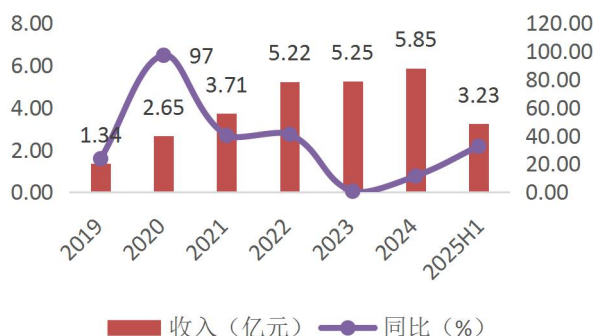
资料来源：wind，山西证券研究所

1.3 多领域布局兑现，2024 年业务向上修复

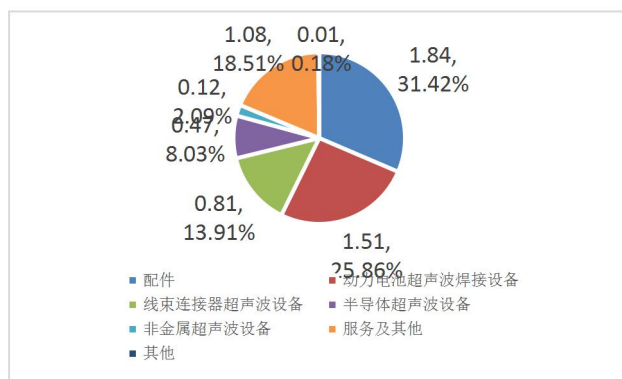
2024 年公司实现收入 5.85 亿元，同比增长 11.30%；2025 年上半年实现收入 3.23 亿元，同比增长 32.50%；2024 年实现归母净利润 0.86 亿元，同比增长 29.04%；2025 年上半年实现归母净利润 0.58 亿元，同比大幅增长。收入占比来看，2024 年配件业务占比 31.42%，同比增长 70.45%；动力电池超声波焊接设备占比 25.86%，同比下滑 53.48%；线束连接器超声波设备占比 13.91%，同比增长 352.37%；半导体超声波设备占比 8.03%，同比增长 195.66%。可以看出，2024 年在动力电池业务大幅下降的背景下，线束连接器、半导体以及配件业务的大幅增长带动了公司整体收入、利润的增长，公司多领域布局兑现，后续有望持续多点开花。

图 4：2021-2025H1 收入以及同比增速

图 5：2024 年公司收入拆分（亿元）



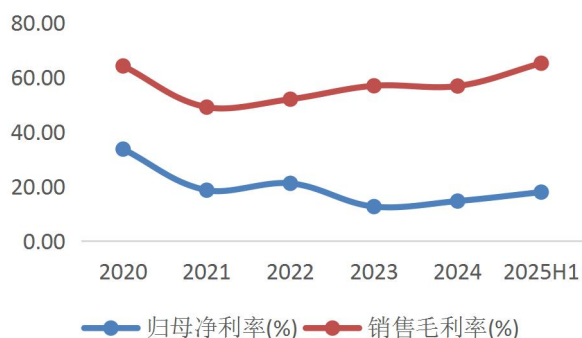
资料来源：wind，山西证券研究所



资料来源：wind，山西证券研究所

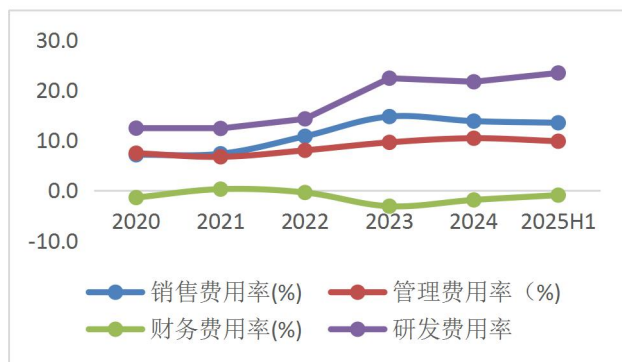
公司近年来盈利能力保持相对高位，毛利率 2022-2024 近三年维持在 50%以上，体现出公司产品在行业内部的竞争力；受研发、销售等费用投入加大影响，公司 2023-2024 年净利率相较于 2022 年有所回落，但仍维持在 10%以上。相较于 2022 年，2023-2024 年各项期间费用率均有所提升，体现出公司平台化布局的决心，后续有望带来公司业绩的持续增长。

图 6：2021-2025H1 毛利率以及净利率（%）



资料来源：wind，山西证券研究所

图 7：2021-2025H1 期间费用率（%）



资料来源：wind，山西证券研究所

2. 锂电业务受益下游复苏以及技术迭代

2.1 超声波焊接技术优势独特

超声波定义来看是一种频率高于 20kHz 的声波。超声波特征明显，具备方向性好，反射能力强，易于获得较集中的声能。分类上超声波技术一般包括功率超声和检测超声，其中功率

超声技术是以物理、机械振动、电子材料等学科为基础，通过超声波能量使物体或物体性质某些状态发生变化的应用技术；而检测超声则是利用超声波技术来进行检测工作。整体上来看，功率超声与检测超声之间存在明显技术差异，可比性较弱。

分类上，根据焊接对象的不同，超声波焊接可分为金属焊接、塑料焊接等。超声波焊接同其他技术路径相比有其独特的技术优势。在金属焊接方面，其一，焊接材料不熔融，近冷态焊接；其二，焊接后导电性好，电阻系数极低；其三，对焊接金属表面要求低，氧化或电镀均可焊接；其四，焊接时间短，不需任何助焊剂、气体、焊料；其五，焊接无火花，环保安全等优点。在塑料焊接方面，具有以下几点优势：其一，焊接速度快，焊接强度高、密封性好；其二，取代传统的焊接、粘接工艺，成本低廉，清洁无污染且不会损伤工件；其三，焊接过程稳定，所有焊接参数均可通过软件系统进行跟踪监控，一旦发现故障很容易进行排除和维护等优点。

表 2：超声波焊接技术同其他焊接技术

焊接方法	材料	热变形	是否产生高温	焊接强度	是否需要助焊剂	焊接条件
超声波焊接	金属、非金属	极小	否	高	否	对焊接金属表面要求低，氧化或电镀均可焊接
激光焊接	金属、非金属	极小	是	高	否	需使用惰性气体以防熔池氧化
电阻焊接	金属	显著	是	低	否	有火花飞溅，需要隔离
电弧焊接	金属	显著	是	低	是	在焊接部位覆有起保护作用的焊剂层
电子束焊接	金属、非金属	极小	是	高	否	需要真空环境和消磁处理

资料来源：骄成超声招股说明书，山西证券研究所

2.2 极耳焊接受益下游产能利用率提升

目前，动力电池焊接最常见的技术路线为激光焊接和超声波焊接，两者的焊接原理、技术特点、优劣势有所不同，分别应用在电池生产的不同环节，其中激光焊接主要用于电池软连接焊接、顶盖焊接、密封钉焊接、模组及 PACK 焊接，超声波焊接主要用于极耳焊接环节。总体而言，在动力电池生产工序中，超声波焊接的应用场景与激光焊接存在较大差异，例如在中段工序中，超声波焊接用于多层极耳焊接，而激光焊接用于软连接焊接（连接片和极柱焊接）和顶盖焊接（方壳电池铝壳和顶盖焊接）。

2.2.1 超声波极耳焊接优势明显

在多层极耳焊接以及多层极耳和连接片的焊接环节，超声波金属焊接相比激光焊工艺有 5 大明显优势，具体如下：

1) 焊接技术原理上，超声波金属焊为固相焊接，可以显著减少熔化焊中常见的冶金缺陷，同时其焊后内阻在所有焊接技术中几乎是最底的，而激光焊为熔化焊，存在一定的焊后内阻，超声波焊接的电流通过能力优于激光焊接；

2) 激光焊接对焊接材料层间空气层有严格要求，若采用激光焊接多层极耳，需要复杂的夹具压紧压实极耳，而超声波焊接则不受此限制，可直接进行焊接；

3) 激光焊接一般需要保护气体，同时焊接时会受材料反射率影响；大功率的激光一般以为红外光为主，铜对红外光的吸收率很低，所以焊接时能量利用率较低，容易造成飞溅，如果用来焊接多层极耳，会给电池的性能和安全带来隐患；

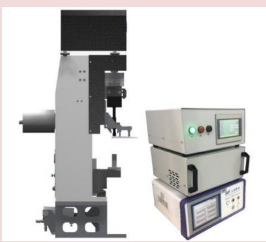
4) 从效率和成本角度而言，大功率的激光焊接设备的投入大于超声波焊接设备，激光焊虽然速度很快，但无法一次性大面积焊接，需要走轨迹焊接保证焊接面积，而超声波焊接是一次性焊出所需的焊接面积，效率上激光焊接并无优势；

5) 超声波焊接多层极耳时，瞬间最高温度远达不到极耳材料的熔点，产热量低，对电芯的潜在风险相较激光焊接更低。以上，在多层极耳焊接工艺上，如果采用激光焊接，其在对电芯的潜在风险和焊后内阻等电池性能参数上，以及对极耳状态焊接成本、焊接效率上，相较超声焊接均存在劣势。因此，超声波焊接在动力电池多层极耳焊接环节中具有难以被取代的地位。

另外配合核心产品，公司在锂电行业推出的超声波焊接监控一体机，能够在完成电芯极耳焊接的同时实时在线评价焊接状态。超声波焊接质量的好坏直接关系到锂电池的整体性能、良品率及电池使用寿命。传统客户企业无法实现对焊接过程实时全检，焊接不良品若流向后道工序，将会直接影响电池模组的效能。公司在行业内推出的超声波焊接监控一体机，将特征提取及智能算法与超声波金属焊接工艺特点相结合，实现在完成焊接的同时对焊接状态进行评估判别，在线识别焊接异常，已在下游锂电池生产线上规模化使用。

公司针对动力电池领域推出各类超声波焊机，具体情况如下：

表 3：公司动力电池超声波焊接设备主要类型

产品名称	产品示意图	产品特点	产品用途
超声波卧式焊机		采用侧向驱动型结构和双侧导轨结构，保证三联组运动的稳定性，具有通用性强，易于拆卸安装的特点，最大可焊接层数可达 100 层	动力电池极耳焊接和 PACK 焊接
超声波楔杆焊机		采用特殊的一体式楔杆焊头设计，可在大压力低振幅以及大振幅低压力环境下进行良好焊接，对工作环境的适应度高，适用于各类焊接场合，最大可焊接层数可达 200 层	动力电池极耳焊接、无齿焊接和巴片焊接
超声波焊接监控一体机		超声波焊接监控一体机，焊机系统与实时检测系统配套，在完成焊接同时实时监控焊接质量	动力电池极耳焊接
超声波滚焊机		采用全波对称式结构的声学设计，具有高稳定性的特点，声学系统空载损耗低于 5%，超声组件在振动的同时进行高速连续旋转，最大焊接速度超过 80m/min。设备集成了焊接质量在线监控系统，在高速连续焊接的同时实时采集焊接过程中的功率、振幅、温度、压力等波形数据，充分保证焊接质量	锂电池复合集流体高速滚焊
高速联动超声波焊机		采用多位置气缸结合浮动焊座的结构，可精确控制焊头焊座到位时序，实现大行程下高速焊接，单机焊接速率可达 20PPM 以上	动力电池极耳高速焊接
20kHz 刚性焊机		采用独特的刚性三联组结构，焊头更换时无需调平，维护时间短，稼动率高	动力电池极耳预焊和终焊

资料来源：骄成超声招股说明书，山西证券研究所

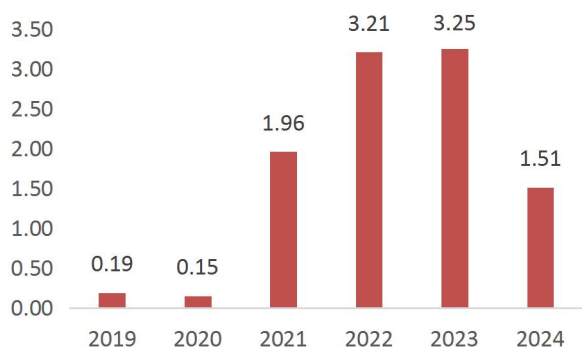
2.2.2 绑定行业龙头，受益下游产能利用率提升

在国内动力电池领域，公司的技术实力和产品性能得到宁德时代和比亚迪等龙头企业的一致认可。目前来看，在动力电池极耳焊接超声波焊接设备领域，公司是宁德时代和比亚迪新增产线的主要供应商，打破了高端动力电池极耳焊接市场前期由外资厂商垄断的局面。宁德时代、比亚迪作为全球动力电池领域的龙头企业，对供应商资质、产品质量、设备技术指标的要求极高，前期提到锂电池极耳焊接环节作为锂电池生产过程中直接影响电池性能的关键环节之一，下游动力电池厂商客户对其供应商及技术路线的选用有严格的要求，公司作为其生产线中极耳焊接环节的主要设备供应商，体现了公司产品的竞争力。除了直接对接终端电池厂商客户，另

外公司也通过利元亨、海目星、联赢激光、赢合科技等整线设备集成商将产品应用在国轩高科、中创新航、亿纬锂能、蜂巢能源等公司的动力电池生产线中，公司客户覆盖的广度和深度行业内相对领先。

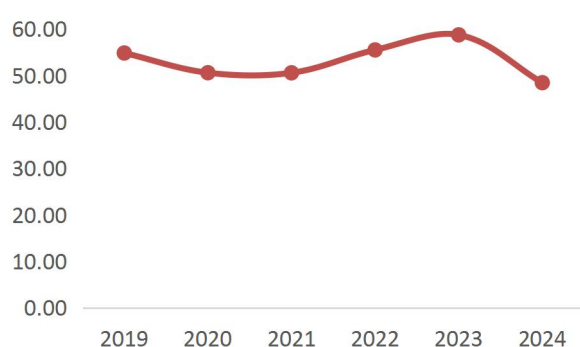
受益于终端新能源汽车销量增长带动，国内电池行业 2021 开始呈现产能扩张加速态势，根据中商情报网数据，2020 年中国动力锂电池销量仅为 65.9GWh，2021-2024 年延续增长趋势，2024 年销量达 791.3 GWh，公司作为锂电设备供应商之一也是深度受益，动力电池相关业务从 2020 年的 0.15 亿元增长到 2023 年 3.25 亿元，收入占比达到 61.92%。2024 年特别是上半年在行业前期产能大幅提升背景下行业扩产放缓，公司相关业务收入以及盈利能力也承压明显。

图 8：动力电池业务收入 2024 年承压（亿元）



资料来源：wind，山西证券研究所

图 9：动力电池业务毛利率 2024 年有所下降（%）



资料来源：wind，山西证券研究所

在新能源汽车持续增长，储能需求释放，海外产能布局等推动下，2024 年下半年以来，下游头部锂电池厂商陆续恢复扩产计划，锂电设备公司业务呈现复苏态势，预计公司 2025 年以来相关业务也呈现一定程度增长，预计该轮扩产将更为理性，绑定行业龙头的设备厂商更为受益。

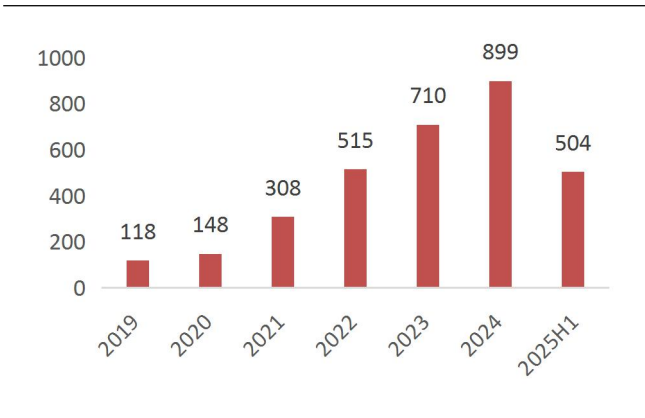
表 4：国内头部动力电池厂商部分海外产能规划

公司名称	海外产能规划
宁德时代	海外产能布局包括德国图林根、匈牙利德布勒森市、西班牙、美国密歇根、墨西哥、印度尼西亚，规划产能超过 164GWh。
国轩高科	海外产能布局包括德国哥廷根、越南、美国密歇根/伊利诺伊州、泰国、摩洛哥、阿根廷、印度尼西亚、马来西亚，规划产能超过 103GWh。

公司名称	海外产能规划
亿纬锂能	海外产能布局包括美国、匈牙利德布勒森市、泰国、马来西亚等，规划产能超过 27GWh。
中创新航	海外产能布局包括葡萄牙、德国，规划产能 35GWh。
蜂巢能源	海外产能布局包括德国萨尔州、德国勃兰登堡州、泰国、芬兰，规划产能超过 90GWh。
孚能科技	海外产能布局包括土耳其、德国、美国，规划产能超过 20Wh。

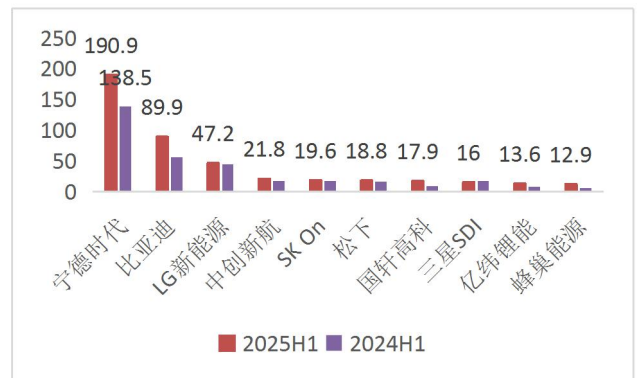
资料来源：24 潮微信公众号，产业研究院（TTIR），山西证券研究所

图 10：2020-2025H1 年全球动力电池装机量(GWh)



资料来源：SNE Research，盖世汽车，山西证券研究所

图 11：2024/25H1 头部动力电池厂商装机量(GWh)



资料来源：SNE Research，盖世汽车，山西证券研究所

2.3 复合集流体以及固态电池产业化带来单 GWh 价值量提升

复合集流体是一种“三明治”结构的新型集流体材料。它不同于传统采用纯金属箔（如铜箔、铝箔）的集流体，而是在一层高分子塑料薄膜（如 PET、PP、PI）的上下两面，通过先进的工艺（如磁控溅射、电镀/蒸镀）沉积上薄薄的金属层（铜或铝）。

图 12：复合集流体示意图



资料来源：金属加工，山西证券研究所

复合集流体相较于传统集流体的优势体现在高安全性、高能量密度、长循环寿命、强兼容以及低成本五大方面。具体来看，

1) 高安全性：复合铜箔中间的高分子基材具有阻燃特性，且其金属导电层较薄，短路时会如保险丝般熔断，在热失控前快速融化，电池损坏仅局限于刺穿位点形成“点断路”；另外经受力断裂后毛刺较少，可有效防止内短路。

2) 高能量密度：复合铜箔中间层采用轻量化高分子材料，随着重量占比降低、电池内活性物质占比增加，能量密度可提升 5%-10%。

3) 长循环寿命：高分子材料围绕电池内活性物质层形成层状环形海绵结构，在充放电过程中，可吸收极片活性物质层锂离子嵌入脱出产生的膨胀-收缩应力，从而保持极片界面长期完整性，使循环寿命提升约 5%。

4) 强兼容：传统铜箔直接升级为复合铜箔不会影响原有电池内部电化学反应，因此复合铜箔可运用于各种规格、不同体系的锂（钠）电池。

5) 低成本：复合铜箔用成本更低的高分子材料对原来部分铜材料进行替代，减少铜的用量，从而降低生产成本。

公司基于超声波高速滚动焊接系统技术开发的超声波滚焊机，以复合集流体替代传统的铜箔和铝箔，锂电池在前段工序将多出一道采用超声波高速滚焊技术的极耳转印焊工序，**单条产线对滚焊设备的需求数量是极耳超声焊接设备的 3 倍左右**，未来若复合集流体电池大面积推广，则将对超声波滚焊机带来庞大的市场需求，目前公司的滚焊设备技术指标行业领先，相较竞争对手具有明显优势，目前公司的超声波滚焊机已经为宁德时代供货，若未来该项技术在行业内

得到大规模应用，公司的超声波滚焊机将拥有庞大的市场空间。

另外，固态电池产业化推进也有望给公司带来新的产业机遇。固态电池用固态电解质取代了传统锂离子电池中的液态电解液和隔膜，这一根本性的变化带来了极致安全以及能量密度提升等优势。液态电解质易燃、易挥发，分解温度约 200℃（隔膜 160℃），并存在腐蚀和泄露的安全隐患。而固态电解质具有不可燃、无腐蚀、无挥发等特性，分解温度大幅提升，可在更高倍率和更高温度运行，同时内部无液体不流动，电池可承受穿钉、切开、剪开、折弯，从而大幅降低热失控风险。另外液态电池中，锂枝晶的生长容易刺破隔膜，从而造成短路，而固态电解质具备高机械强度，锂枝晶生长缓慢且难刺透，进而提升电池安全性能。固态电池在兼顾安全性的基础上，可实现能量密度的突破，液态电池可达 250Wh/kg+，半固态可达 350Wh/kg+，准固态可实现 400Wh/kg+，全固态可突破 500Wh/kg，从而提升续航水平，有望解决电动车里程、安全两大核心痛点。

所以长期来看，固态电池产业方向明确，单 GWh 超声波设备需求量相较于传统液态电池也有望大幅提升，前文描述传统液态动力电池超声波技术主要用于极耳焊接环节，公司招股说明书披露单 GWh 设备投资金额处于 100-200 万之间。对于固态电池而言，一方面考虑到固态电池采用软包封装形式后，单个电芯容量小、数量多，因此极耳数量增加，焊接点大幅提升，超声波极耳焊接设备单 GWh 投资大幅提升；另外一方面固态电池中道环节往往采用叠片工艺，传统 X 光穿透性差，检测质量差，超声波穿透性较好，有望新增超声波检测设备需求；另外固态电池对于生产环境要求较高，超声波除尘设备也有望引进。综上，无论是传统极耳焊接的需求量还是其他环节都对超声波技术应用提出了增量需求。

公司密切关注新能源领域前沿技术发展趋势，在固态电池领域推出了超声波极耳焊接、超声波检测等多款设备，延伸超声技术应用场景，打开更广阔的市场空间。公司用于固态电池极耳焊接的超声波设备已有小批量订单并实现交付。

表 5：单 GWh 各典型传统动力电池客户对超声波焊接设备需求情况

序号	客户名称	每 GWh 对超声波焊接设备的需求情况
1	宁德时代	100-130 万
2	比亚迪	100-130 万
3	蜂巢能源	100-160 万
4	中创新航	110-190 万
5	国轩高科	100-180 万
6	亿纬锂能	100-160 万

序号	客户名称	每 GWh 对超声波焊接设备的需求情况
7	孚能科技	120-200 万

资料来源：骄成超声招股说明书，山西证券研究所

3. 半导体业务受益国产化加速，积极拥抱先进封装

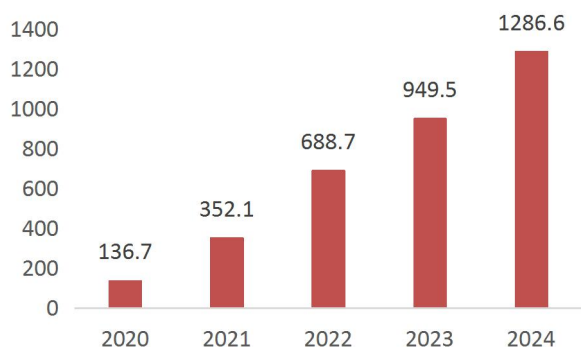
3.1 IGBT 超声波焊接需求持续提升

在新能源汽车市场，IGBT（绝缘栅双极型晶体管）是新能源汽车电控系统中最核心的电子器件之一，国内来看新能源汽车销量逐年提升，未来 IGBT 市场拥有广阔的发展空间。参考中商产业研究院数据，2024 年全球 IGBT 的市场规模约为 75 亿美元，较上年增长 5.6%，受益于新能源汽车、风光储、工业控制等领域需求的爆发式增长，2025 年全球 IGBT 市场规模将达到 80 亿美元。国内市场方面，2024 年中国 IGBT 市场规模达到 223.3 亿元，较上年增长 10.7%；预计 2025 年中国 IGBT 市场规模将达到 244.9 亿元。此外，国内新能源汽车 IGBT 市场一直以来由国外厂商占据主导地位，但随着中国已逐渐成为全球最大的 IGBT 市场，IGBT 国产化需求逐渐提升，国内 IGBT 生产企业扩张需求持续增强，将带动我国 IGBT 产线设备需求量大幅增长。

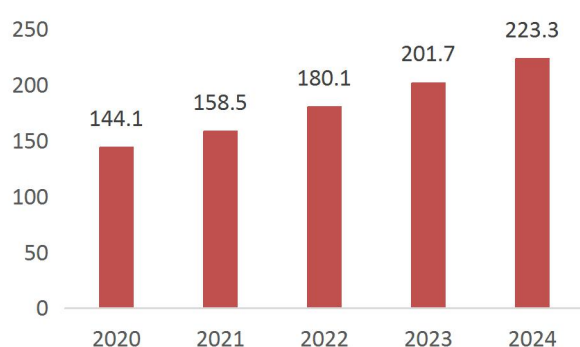
工艺流程上来看，1 个 IGBT 模块通常需要经过贴片、焊接、等离子清洗、X 光检测、键合、灌胶固化、成型、测试、打标共 9 道工艺后才能投放到市场。其中焊接工艺中焊接质量直接影响功率模块的可靠性及使用寿命。传统的锡焊工艺虽然工艺简单，操作简便，但存在易氧化，且焊接过程中释放有毒气体，环保性差等缺点。超声波焊接是一种很适合 IGBT 导电端子焊接的工艺，由于超声波焊接采用高频超声能量使金属原子在两种材料界面间相互扩散，最终形成一种高强度键合界，工艺简单快捷、接触电阻低、键合强度较高，更好的满足了 IGBT 导电端子对低电阻、高强度的要求。

图 13：中国新能源汽车销量不断提升（万辆）

图 14：中国 IGBT 市场规模不断提升（亿元）



资料来源：车乾信息，山西证券研究所



资料来源：中商情报网，中商产业研究院，山西证券研究所

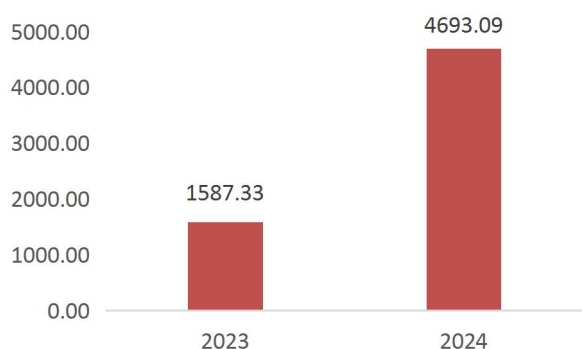
根据公司对于 IGBT 超声波焊接设备的市场需求测算，IGBT 封装工艺中涉及超声波金属焊接技术，对于车规级的 IGBT 模块，单块 IGBT 模块上的端子一般几个到几十个不等，IGBT 焊接设备焊接单块 IGBT 模块一般在 90 秒左右，单台设备每年满产产能可达 9.6 万套。根据集邦咨询预测 2025 年国内市场金额测算的 IGBT 总需求将超过 26,000 万只。目前，在封装工艺中采用超声波焊接技术的比例在逐步增大，假设到 2025 年在封装工艺中采用超声波金属焊接技术的比例分别为 30%、50%和 70%三种情形，2025 年 IGBT 超声波焊接设备（不考虑配件）的存量市场规模分别为 7-10 亿元、12-16 亿元和 17-23 亿元左右。同时假设下游行业以匀速扩产且设备寿命按 3-5 年计算，IGBT 超声波焊接设备至 2025 年每年的新增设备需求（不考虑配件）分别大约为 1.5-3 亿元、2.5-5 亿元、3.5-7.5 亿元。

3.2 国产化带来相关业务高速增长

在半导体领域，针对 IGBT 市场，公司提供超声波键合机、超声波端子焊接机、超声波 Pin 针焊接机、超声波扫描显微镜（C-SAM/SAT）等整套超声波应用解决方案，其中公司第三代超声波扫描显微镜结合 AI 智能算法，借助人工智能算法实现优秀的特征提取能力，可以自适应提取并识别缺陷、自动计算缺陷尺寸（如自动计算空洞率）、筛选合格或不合格产品，有效解决传统检测方式的局限性，提升了检测缺陷的准确性和效率。客户方面，2025 年半年报显示，公司与上汽英飞凌、中车时代、振华科技、宏微科技、士兰微、芯联集成、智新半导体、安世半导体、长飞半导体等行业内知名企业保持良好合作，并成功拓展了捷捷微电、华润微、奕斯伟集团等知名客户，进一步扩大了市场份额。

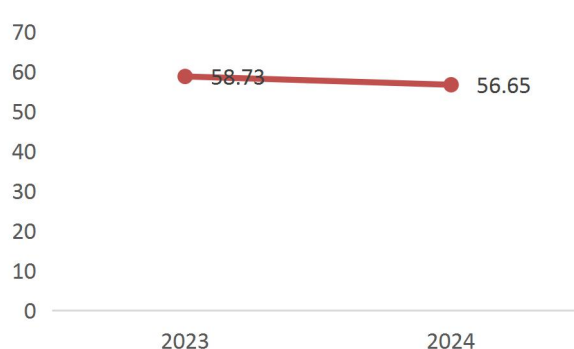
公司 2024 年半导体业务迎来突破，2024 年公司半导体超声波设备实现营业收入 4,693.09 万元，较上年同期增长了 195.66%，客户覆盖群体不断扩大，参考 3.1 部分描述 50%超声波金属焊接技术渗透假设下年新增设备需求（不考虑配件）为 2.5-5 亿元，以行业中位数测算公司 2024 年市占率为 12.5%,仍处于较低状态，后续国产化背景下公司相关业务有望维持较高增长。

图 15：半导体收入规模 2024 年提升明显（万元）



资料来源：骄成超声 2024 年年报，山西证券研究所

图 16：半导体毛利率维持相对高位（%）



资料来源：骄成超声 2024 年年报，山西证券研究所

3.3 布局先进封装，引领行业发展

传统的“摩尔定律”依赖于通过光刻技术缩小晶体管尺寸，从而在单位面积上集成更多晶体管来提升性能、降低成本。但随着工艺节点进入纳米尺度（如 3nm、2nm），物理极限、量子效应、以及呈指数级增长的研发和制造成本使得进一步微缩变得极其困难且不经济。

“超越摩尔”理念应运而生，工艺上不再执着于将所有功能都做一个单一的、巨大的芯片上，而是通过先进封装技术，将多个不同工艺、不同功能、甚至不同材质的芯片（如 CPU、GPU、内存、传感器等）像搭积木一样集成在一起，形成一个高性能的系统。这相当于从“二维”的平面缩放，走向了“三维”的立体堆叠，极大地提高了集成密度，系统性能和能效也得到大幅提升。

AI 时代，大模型发展对于数据处理效率的要求不断提升，也催化了诸如 HBM（High Bandwidth Memory，即通过将多个存储芯片堆叠在一起，并通过硅通孔进行垂直互联，从而实现极高的数据传输带宽和能）、CoWoS（Chip on Wafer on Substrate，将处理器芯粒和 HBM 等组件先安装到一个硅中介层上，再将这个整体封装到基板上）等先进封装工艺的需求，相关市

场规模迅速扩大，参考集邦咨询数据，2023 年全球 HBM 市场规模约 43.56 亿美元，2024 年预计将达 169.14 亿美元，同比增长约 288.29%；全球晶圆代工厂龙头台积电 CoWos 月产能预计从 2024 年年底 3.5 万片提升到 2025 年年底 6 万片；但目前全球来看先进封装领域头部玩家仍以海外传统大厂为主，国内存储厂商长鑫科技、封测厂商通富微电、长电科技等处于追赶状态。

图 17：全球 HBM 市场规模（亿美金）

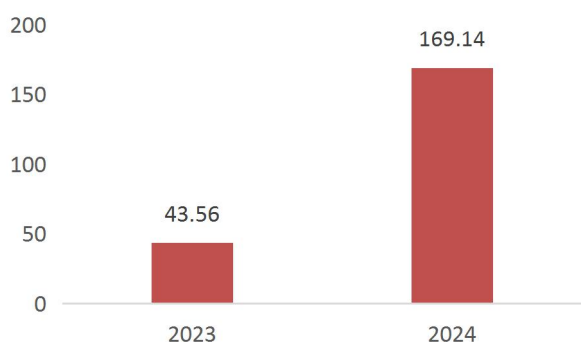
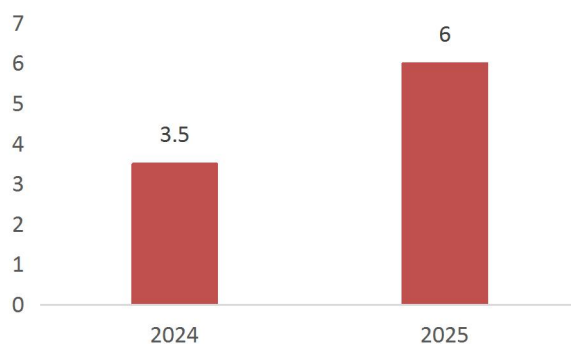


图 18：台积电 CoWos 月产能大幅提升（万片）



资料来源：立鼎产业研究网，TrendForce 集邦咨询，
山西证券研究所

资料来源：AI 芯天下，新浪财经，山西证券研究所

半导体先进封装领域，公司目前已推出可应用于半导体晶圆、2.5D/3D 封装、面板级封装等产品检测的先进超声波扫描显微镜，并成功获得了国内知名客户正式订单并完成交付；超声波固晶机（超声热压焊机）已获得客户正式订单。公司先进封装相关业务正持续突破技术与市场边界，加速向规模化应用迈进。

4. 线束业务受益行业高压化发展趋势

线束是指电路中连接各电器设备的接线部件，多用在各种精密电子设备，如汽车电路，电脑主板电路，家用电器电路等，其中汽车线束是线束的重要应用领域之一。超声波焊接利用高频振动波传递到两个需焊接的线束工件表面，在加压的情况下，使两个线束工件表面相互摩擦固相连接在一起，具有快速、节能、熔合强度高、导电性好、无火花、接近冷态加工等特点。

4.1 新能源汽车带来线束高压化发展趋势

生产工艺上目前汽车线束焊接目前主要有压接和超声波焊接两类。其中压接技术利用端子

将多股电线压在一起形成接头，由于压接工艺存在金属冲压反弹风险且易在线束内部形成空洞，恶劣工况下还存在氧化和生锈风险，导致压接位置的电阻系数提升、导电性降低，使线路中信号与电流的传输受到影响，从而使电子设备以及汽车中其他电器无法正常运行。

超声波焊接是利用超声波振动所产生的物理效应将线头结合起来，提升了焊接位置的密实度，有利于防止截面空洞问题，保证线束的导电性，使整个电器系统的运行更顺畅、更稳定。其次，超声波焊接电阻系数接近于零，具有非常强的导电性的同时还能减少与电阻接触过程中导致的热量堆积，从而防止线束局部位置温度过高引起线束烧毁。

高压线束焊接壁垒高，趋势上来看，汽车电动化和智能化带来汽车线束进一步高压化。汽车低压线束焊接功率较小，国内外均有企业参与竞争。高压线束由于线径很大，对功率的需求甚至超过锂电池极耳焊接的需求，在高压线束焊接领域，公司的系统功率、焊接线径等技术指标与国外竞争对手（德国雄克等）相当。从电动化角度来看，传统燃油汽车主要采用低压线束，而新能源汽车中线束作为重要的能量传输通道，主要使用高压线束。随着新能源车的快速发展渗透和快充技术的不断提升和应用，大线径的高压线束渗透率将进一步提升，未来高压线束市场将伴随新能源汽车市场同步增长。从智能化角度来看，智能化会增加汽车内智能电子设备的使用量，随着科技的不断进步发展，未来自动驾驶和娱乐等功能的丰富将会是汽车线束需求增长的重要驱动力。

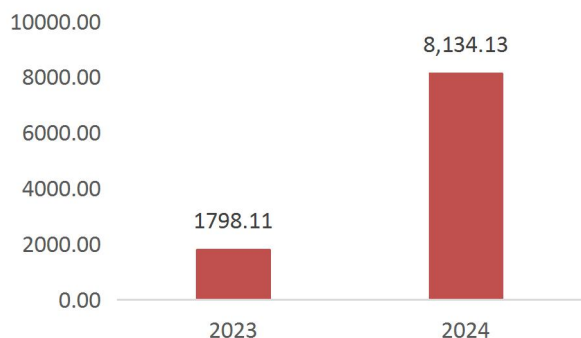
4.2 存量+新增市场超过 10 亿+，后续增长可期

由于新能源车对于高压线束的需求较大，新能源车的线束市场空间预计将不断提升，且高压线束超声波焊机单价远大于低压线束焊机，公司预计 2025 年汽车线束超声波焊接机的存量市场规模大约在 10 亿元以上。假设下游行业以匀速扩产且设备寿命按 3-5 年计算，汽车线束超声波焊接设备至 2025 年的每年新增市场需求可达 2-3 亿元，若考虑焊头、底模等耗材配件的市场需求，2025 年 10 亿元以上的存量市场规模将带来 1-2 亿元的配件需求，2025 年当年线束焊接设备及主要配件的新增市场需求可达 3-5 亿元。

在线束连接器领域，公司线束连接器超声波设备可以实现 185 平方毫米以上的铜铝线大线径线束焊接，产品广泛应用于新能源汽车高低压线束、充电桩、储能等领域。在该领域，公司与莱尼、泰科电子、安波福、安费诺、住友及比亚迪、中航光电、沪光股份、均胜电子、永贵电器、华丰科技、立讯精密、沃尔核材、长春捷翼、天海电器等行业内众多知名客户保持良好合作。

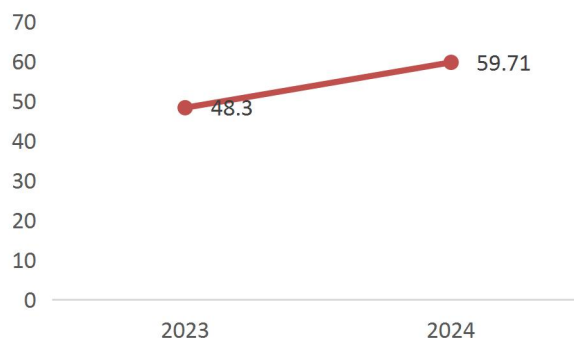
2024 年公司线束业务实现营业收入 8,134.13 万元，较上年同期增长了 352.37%，体现出公司业务的突破，后续在客户份额中有望持续提升。

图 19：线束业务收入体量 2024 年大幅提升（万元）



资料来源：骄成超声 2024 年年报，山西证券研究所

图 20：线束业务毛利率 2024 年提升明显（%）



资料来源：骄成超声 2024 年年报，山西证券研究所

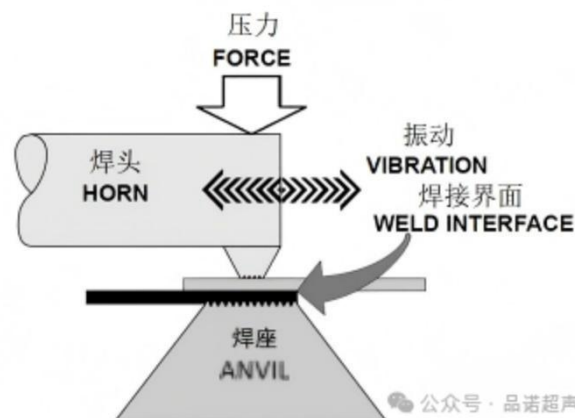
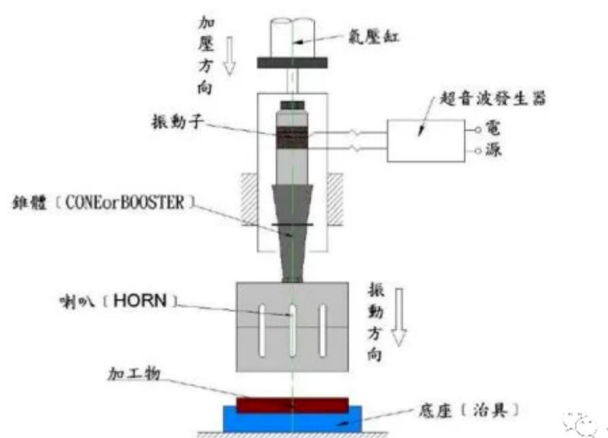
5. 配件对应耗材业务带来业务稳定性

5.1 核心基础部件自制率高

从公司产品主要应用场景来看，一套典型的超声波焊接系统包括：发生器（将工频交流电转换为超声频电信号）、换能器（将超声频电信号转换为机械振动）、调幅器（将换能器端输出的振幅进行调整）、焊头（将调幅器端的振幅进一步放大，传递到焊件表面）、底模（即焊座，支撑焊件）。

图 21：超声波焊接设备系统

图 22：超声波焊接原理



资料来源：卓博自动化微信公众号，山西证券研究

资料来源：品诺超声微信公众号，山西证券研究所

所

原理上，超声波焊接是通过超声波发生器将 50/60 赫兹电流转换成 15、20、30 或 40 kHz 电能。被转换的高频电能通过换能器再次被转换成同等频率的机械运动，随后机械运动通过一套可以改变振幅的变幅杆装置传递到焊头。焊头将接收到的振动能量传递到待焊接工件的接合部，在该区域，振动能量被通过摩擦方式转换成热能，将需要焊接的部件区域熔化。

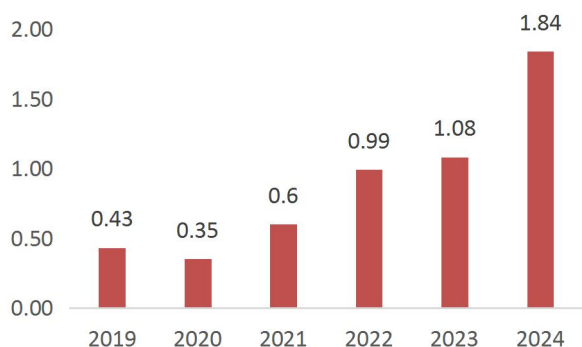
对核心基础部件以及主要整机产品，公司已经形成完整的从技术设计、关键制造工序到性能及稳定性测试的标准化技术体系。公司通过控制部分关键制造工序，依靠自身的标准化测试流程体系来保证基础部件的技术要求和一致性。制造出高性能的超声波部件（如发生器、换能器、声学工具）需要掌握机械、电气、电子、声学、材料、软件等多学科应用原理，并非通过加工图纸就能制造出性能参数符合要求且一致性好的部件。

参考公司招股说明书信息，2022 当年公司预计全年销售的动力电池超声波焊接设备中，使用自主生产的发生器和换能器的设备数量占比将达到 30%-40%。而对于其余超声波设备，除超声波塑料焊接机和线束端子超声波焊接设备未来可能存在少量使用进口发生器和换能器的设备外，超声波裁切系统、超声波口罩焊接机、铜管封口焊接机会保持使用全自产的发生器和换能器。公司的自产发生器和换能器已广泛运用在公司的产品中，2022 年仅动力电池领域存在着较大比例使用进口发生器和换能器的情形，且正在加速自主替代的进程，其余领域的超声波设备已基本实现使用自主品牌的发生器和换能器，另外从图 24 中看到，配件业务毛利率从 2019 年的 56.75% 提升至 2024 年的 75.93%，某种程度上反映近年来公司部件自制率的提升。

5.2 配件耗材特征明显，现金奶牛业务

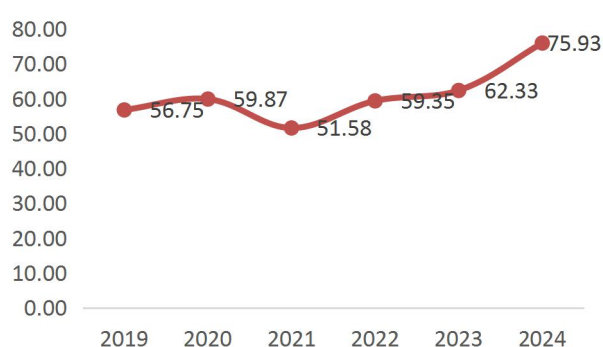
超声波各部件使用寿命与相关应用场景、工况等息息相关，2025 年 9 月 24 日公司披露的投资者交流活动记录表显示，一般情况下焊头及底模使用周期为 1-2 个月左右，换能器使用周期为 1 年左右。以焊接头为例，它的寿命用“焊接次数”来衡量，是设备中最需要定期检查和更换的部件，应定期使用专业方法（如汽油浸泡法或染色渗透检测）检查其是否有微观裂纹。公司配件业务历史业务稳定向上，2024 年实现相关收入 1.84 亿元，收入占比达到 31.42%，同比增速为 70.45%；毛利率为 75.93%，随着公司相关设备在各个行业保有量增加，公司配件业务预计稳定向上，给公司提供稳定的现金流。

图 23：配件业务收入稳定向上（亿元）



资料来源：wind，山西证券研究所

图 24：配件业务毛利率处于高位（%）



资料来源：wind，山西证券研究所

6. 盈利预测与投资建议

6.1 盈利预测

结合上述分析，根据公司下游产品方向，我们预计：

1)、配件业务，产品耗材属性特征，历史业务增速稳健，24 年增长主要系锂电行业下半年开工率提升所致，毛利率改善主要系工艺改进带来成本下降；考虑到后续多领域设备投放增加，我们预计 25-27 年收入同比增速分别为 25%、30%、30%，毛利率维持高位稳定；

2)、动力电池超声波焊接设备，目前产品主要应用场景为动力电池极耳焊接，暂不考虑复合集流体以及固态电池产业化加速带来公司相关设备需求量大幅提升，考虑到下游开工率提升

以及国内头部动力电池厂商海外建厂大趋势，公司绑定宁德时代、比亚迪等一线大厂，预计 25-27 年收入同比增速 50%、40%、30%；毛利率随着需求回升也维持高位稳定；

3)、线束连接器超声波设备，在多年产品研发以及客户使用背景下公司 2024 年相关业务增长迅速，考虑到汽车电动化以及智能化趋势带来的线束高压化趋势，以及前期市场规模 10 亿+测算，公司目前市场占有率仍偏低，客户端群体覆盖广，包括莱尼、泰科电子、安波福、安费诺、住友及比亚迪、中航光电、沪光股份、均胜电子、永贵电器、华丰科技、立讯精密、沃尔核材、长春捷翼等国内外大厂，相关份额有望稳步提升，预计 25-27 年收入同比增速 50%、40%、30%；毛利率维持高位稳定；

4)、半导体超声波设备，公司在 IGBT 市场推出超声波键合机、超声波端子焊接机、超声波 Pin 针焊接机、超声波扫描显微镜等整套超声波应用解决方案，新能源市场拉动 IGBT 市场不断扩容，公司有望持续受益国产化推进，另外针对半导体行业先进封装发展趋势，公司推出超声波固晶、晶圆超声波显微镜等产品，且取得一定客户突破，预计 25-27 年收入同比增速 130%、100%、80%；毛利率维持高位稳定；

5)、非金属超声波设备，主要系汽车轮胎超声波裁切设备等，公司布局时间较早，预计后续相关业务相对稳定，25-27 年收入同比增速 10%、10%、10%；毛利率维持稳定；

6)、服务及其他，主要系自动化产业业务以及在线监控系统销售等，非业务重心，25 年自动化业务压力较大，预计后续相关业务相对稳定，25-27 年收入同比增速-40%、10%、10%；毛利率维持稳定。

在上述假设下，我们预计公司 25-27 年营业收入分别为 7.65、10.89、15.06 亿元，同比增长 30.81%、42.39%、38.33%，毛利率分别为 58.5%、58.48%、58.6%。

表 6：盈利预测（亿元）

拆分	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
配件（亿元）	1.08	1.84	2.30	2.98	3.88
YOY	8.96%	70.45%	25%	30%	30%
动力电池超声波焊接设备（亿元）	3.25	1.51	2.27	3.17	4.13
YOY		-53.48%	50%	40%	30%
线束超声波设备（亿元）	0.18	0.81	1.22	1.71	2.22
YOY		352.37%	50%	40%	30%
半导体超声波设备（亿元）	0.16	0.47	1.08	2.16	3.89
YOY		195.66%	130%	100%	80%
非金属超声波设备（亿元）	0.11	0.12	0.13	0.15	0.2

拆分	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
YOY		11.61%	10%	10%	10%
服务及其他（亿元）	0.47	1.08	0.65	0.71	0.8
YOY		128.80%	-40%	10%	10%
收入合计（亿元）	5.24	5.85	7.65	10.89	15.06
YOY	0.46%	11.58%	30.81%	42.39%	38.33%
毛利率	56.98%	56.89%	58.50%	58.48%	58.60%

资料来源：wind，山西证券研究所

6.2 投资建议

一方面区别于一般专用设备公司，公司坚持以超声波技术为核心平台化发展，逐步拓展在新能源电池、线束连接器、半导体及先进封装等不同领域的应用，业务成长逻辑不断重塑，公司将持续受益于下游新能源、半导体等行业发展和国产化率提高等因素驱动。另外一方面公司商业模式突出，随着锂电业务逐步复苏，汽车、半导体业务进入收获期，耗材配件业务稳健向上，配件业务良好的盈利能力和现金流带来公司经营的稳健性。

可比估值方面，A股不存在完全对标公司，我们选取游锂电、半导体设备板块头部公司对标，公司25-27年PE略高于可比公司均值，但考虑到公司目前的盈利预测未考虑到未来复合集流体、固态电池、先进封装等产品方向的放量，我们看好公司后续业绩的爆发性。我们预计公司2025-2027年归母公司净利润1.37/2.12/3.05亿元，同比增长59.5%/54.7%/43.8%，EPS为1.18/1.83/2.63元，对应10月22日收盘价113.30元，PE为96/62/43倍，维持“买入-A”评级。

表 7：可比公司估值

公司代码	公司简称	总市值 (亿元)	归母净利润（亿元）				PE		
			2024A	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
300450.SZ	先导智能	851.21	2.86	16.19	21.73	26.66	52.57	39.17	31.93
688006.SH	杭可科技	193.84	3.26	6.03	7.57	9.87	32.16	25.60	19.64
688518.SH	联赢激光	83.86	1.66	2.86	4.27	5.73	29.35	19.64	14.64
688037.SH	芯源微	252.36	2.03	2.51	4.16	6.35	100.57	60.64	39.75
688700.SH	东威科技	110.26	0.69	1.71	2.57	2.84	64.42	42.94	38.82
平均		-	2.10	5.86	8.06	10.29	55.81	37.60	28.96
688392.SH	骄成超声	131.13	0.86	1.37	2.12	3.05	95.71	61.85	42.99

资料来源：wind 一致预期，山西证券研究所，骄成超声盈利预测来自于山西证券研究所，数据截止 20251022

7. 风险提示

1) 下游行业需求不及预期风险：公司设备收入来源于动力电池行业占整体收入比例较高，2024年下半年开始头部厂商恢复扩产，不断提升电池产能，带动上游电池制造设备市场需求的快速增长。未来如果动力电池行业增速放缓或下滑，公司动力电池领域产品的市场需求将受到影响，若同时公司其他领域的业务未能取得良好的效益，将会对公司业绩造成不利影响。

2) 技术失密的风险：随着公司研发成果的不断积累和经营规模的持续扩张，公司在超声波领域拥有的技术创新优势已经成为公司最重要的核心竞争力之一。尽管公司制定了严格的内控制度保护核心技术机密，但仍存在相关技术人员流失或泄密而导致的技术失密的风险，将导致公司核心技术泄露，对公司业务发展造成不利影响。

3) 客户集中度高及大客户依赖风险：鉴于动力电池产业的现有格局，在未来一段时间内，公司仍不可避免地存在客户集中度较高和大客户依赖的风险。行业龙头企业宁德时代对其供应商的技术及工艺水平、技术更新迭代能力存在较高要求，若公司的产品质量、稳定性或技术参数未能达到其标准，或公司竞争对手的超声波焊接设备在性能、性价比上有所提升而更具竞争力，进而导致客户更换供应商，将会对公司动力电池焊接领域业务带来不利影响；

4) 新产品拓展不及的风险：超声波设备在单一行业的市场空间相对有限，公司目前平台化战略不断推进，销售端也将不断突破自我边际，在汽车、半导体等新兴市场，公司目前市场占有率较低，在头部大客户份额能否持续提升存在一定风险。

5) 减持及解禁相关风险等：公司 2025 年 9 月 29 日迎来首发原股东限售股份解禁，本次解禁 4386.12 万股，占总股本比例达到 37.9%，后续存在减持风险。

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	2051	1873	2057	2204	2500
现金	1249	852	1024	1106	1357
应收票据及应收账款	242	427	446	461	543
预付账款	5	7	10	13	19
存货	227	174	210	220	300
其他流动资产	327	413	374	405	381
非流动资产	121	252	257	276	295
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	52	59	63	67	71
无形资产	20	125	137	152	169
其他非流动资产	49	68	57	57	55
资产总计	2172	2125	2315	2480	2795
流动负债	407	424	487	491	570
短期借款	226	210	215	214	214
应付票据及应付账款	62	107	120	125	172
其他流动负债	119	107	157	153	208
非流动负债	13	10	10	10	10
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	13	10	10	10	10
负债合计	421	434	497	501	580
少数股东权益	-0	0	-0	-3	-7
股本	115	115	116	116	116
资本公积	1479	1490	1523	1523	1523
留存收益	157	220	293	404	564
归属母公司股东权益	1751	1691	1818	1982	2223
负债和股东权益	2172	2125	2315	2480	2795

现金流量表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	10	-54	149	133	281
净利润	64	85	137	209	300
折旧摊销	12	17	17	20	17
财务费用	-17	-11	-18	-22	-30
投资损失	-17	-32	-13	-16	-19
营运资金变动	-112	-180	28	-47	27
其他经营现金流	78	67	1	-3	-1
投资活动现金流	281	-177	12	-32	-10
筹资活动现金流	-0	-166	11	-19	-18
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.57	0.74	1.18	1.83	2.63
每股经营现金流(最新摊薄)	0.08	-0.47	1.29	1.15	2.42
每股净资产(最新摊薄)	15.13	14.61	15.74	17.23	19.44

利润表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	525	585	765	1089	1506
营业成本	226	252	317	452	624
营业税金及附加	4	5	6	9	12
营业费用	77	81	99	133	173
管理费用	50	61	73	98	120
研发费用	117	127	161	218	301
财务费用	-17	-11	-18	-22	-30
资产减值损失	-36	-39	-15	-22	-30
公允价值变动收益	2	2	1	2	2
投资净收益	17	32	13	16	19
营业利润	67	88	146	219	318
营业外收入	5	0	2	2	2
营业外支出	0	0	1	0	0
利润总额	72	88	147	220	320
所得税	7	3	10	11	19
税后利润	64	85	137	209	300
少数股东损益	-2	-1	-0	-3	-4
归属母公司净利润	67	86	137	212	305
EBITDA	61	92	145	213	297

主要财务比率

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	0.5	11.3	30.8	42.4	38.3
营业利润(%)	-43.1	31.5	65.4	49.9	45.2
归属于母公司净利润(%)	-39.9	29.0	59.5	54.7	43.8
获利能力					
毛利率(%)	57.0	56.9	58.5	58.5	58.6
净利率(%)	12.7	14.7	17.9	19.5	20.2
ROE(%)	3.7	5.0	7.5	10.5	13.4
ROIC(%)	2.2	3.8	5.8	8.3	10.8
偿债能力					
资产负债率(%)	19.4	20.4	21.5	20.2	20.7
流动比率	5.0	4.4	4.2	4.5	4.4
速动比率	4.3	3.8	3.6	3.8	3.8
营运能力					
总资产周转率	0.2	0.3	0.3	0.5	0.5
应收账款周转率	2.5	1.7	1.8	2.4	3.0
应付账款周转率	3.6	3.0	2.8	3.7	4.2
估值比率					
P/E	197.1	152.7	95.7	61.9	43.0
P/B	7.5	7.8	7.2	6.6	5.8
EV/EBITDA	195.2	132.9	57.3	38.5	26.8

资料来源：最闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：**——公司评级**

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明:

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息,但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险,投资需谨慎。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。在任何情况下,公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期,公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权,本报告的任一部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则,公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明,禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构;禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定,且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人,提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所:

上海

上海市浦东新区
陆家嘴滨江中心3楼

太原

太原市府西街69号国贸中心A座28层
电话:0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区金田路3086号大
百汇广场43层

北京

北京市丰台区金泽西路2号院1号楼丽
泽平安金融中心A座25层

