

2025 年 10 月 28 日

Q3 业绩持续高增，半导体设备逻辑不断兑现

骄成超声 (688392)

评级:	增持	股票代码:	688392
上次评级:	增持	52 周最高价/最低价:	122.84/34.7
目标价格:		总市值(亿)	135.73
最新收盘价:	117.28	自由流通市值(亿)	135.73
		自由流通股数(百万)	115.73

事件概述

公司发布 2025 年三季度报。

► 主业持续向好+半导体放量，25Q3 收入持续快速增长

2025Q1-3 公司收入 5.21 亿元，同比+27.53%，其中 Q3 为 1.98 亿元，同比+20.16%，符合预期。分产品来看，1) 锂电设备：受益动力电池扩产向上，订单同比大幅提升，相关收入同比快速增长；2) 耗材及配件：存量设备增加&需求旺盛带来开工率提升，延续高速增长势头，已成公司最大收入来源，占比持续提升；3) 汽车线束：市占率不断提升，推测前三季度收入已经超过 24 年全年收入规模；4) 半导体：推测 Q3 订单加速确认，收入同比大幅提升。25Q3 末合同负债 0.57 亿元，同比+149.69%，我们推测新接订单延续较快的增长势头，基于新能源主业较高景气度，以及线束、半导体等快速放量，我们判断营收端有望延续较快增长势头。

► 毛利率同比大幅提升，Q3 净利润持续兑现高增

2025Q1-3 公司实现归母净利润 0.94 亿元，同比+359.81%，其中 Q3 为 0.36 亿元，环比持续提升，同比+136.81%，符合我们预期；2025Q1-3 扣非归母净利润 0.76 亿元，同比大幅转正，其中 Q3 为 0.30 亿元，同比+288.55%，连续四季度实现业绩高增。2025Q1-3 公司净利率/扣非净利率为 16.71%/14.63%，分别同比+11.82/17.89pct，其中 Q3 为 16.17%/15.12%，分别同比+7.11/+10.44pct，盈利能力持续提升。具体来看：1) 毛利端：25Q3 毛利率 64.74%，同比+11.10pct，推测系高毛利配件占比持续提升；2) 费用端：25Q3 公司期间费用率为 42.16%，同比-0.26pct，规模效应有望进一步降本。

► 先进封装设备不断兑现，固态电池弹性最大铲子股

公司完整构建了从理论层、技术层到产品层的超声波核心技术平台，依托出色平台化能力，从锂电到半导体设备，不断构建全新成长曲线，且能够不断兑现收入。1) 先进封装：①以 3D 超扫（键合后缺陷检测）尤为明显，具备出色的 β 和 α 逻辑：国产 AI 芯片的瓶颈环节已转移到 HBM 等环节；超扫是 3D 封装的增量设备，我们推测 HBM 单位价值量可达 3 亿元。此外，NAND 和 DRAM 同样正朝着 3D 化演进，前道 3D 堆叠制造技术使得超扫的需求大幅提升。②公司超扫已经获得国内头部客户订单，叠加超声波固晶等其他设备，先进封装设备开始进入兑现阶段。2) 固态电池：公司单 Gwh 设备价值量将大幅提升，我们保守预计超过千万元，其中极耳焊接设备已形成小批量订单，材料制备相关设备正在开发，是固态电池核心铲子股。

投资建议

我们维持公司 2025-2027 年营收预测为 7.58、10.44 和 14.46 亿元，分别同比增长 29.6%、37.8%和 38.5%；2025-2027 年归母净利润为 1.40、2.25 和 3.42 亿元，同比增长 63.3%、60.5%和 51.9%；对应 EPS 为 1.21、1.94 和 2.95 元；公司 2025/10/28 收盘价为 117.28 元，对应 PE 为 97、60、40 倍，维持盈利预测和“增持”评级。

风险提示

扩产不及预期、新品研发不及预期、行业竞争加剧等。

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%	7.7%	11.3%	15.0%
市盈率	202.21	154.32	96.78	60.31	39.70

资料来源: Wind, 华西证券研究所

分析师: 黄瑞连

邮箱: huangrli@hx168.com.cn

SAC NO: S1120524030001

联系电话:

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	18	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	-7	-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	-2	0	0
投资收益	32	8	10	14	筹资活动现金流	-166	-14	-36	-55
营业利润	88	148	237	360	现金净流量	-398	-2	-12	33
营业外收支	0	0	0	0	主要财务指标				
利润总额	88	148	237	360	成长能力				
所得税	3	7	12	18	营业收入增长率	11.3%	29.6%	37.8%	38.5%
净利润	85	140	225	342	净利润增长率	29.0%	63.3%	60.5%	51.9%
归属于母公司净利润	86	140	225	342	盈利能力				
YoY (%)	29.0%	63.3%	60.5%	51.9%	毛利率	56.9%	60.4%	59.4%	61.8%
每股收益	0.76	1.21	1.94	2.95	净利率	14.7%	18.5%	21.6%	23.6%
资产负债表 (百万元)					总资产收益率 ROA	3.9%	6.4%	9.4%	12.6%
货币资金	852	850	838	872	净资产收益率 ROE	5.1%	7.7%	11.3%	15.0%
预付款项	7	9	13	17	偿债能力				
存货	174	178	234	274	流动比率	4.42	4.64	4.42	4.36
其他流动资产	840	964	1,184	1,485	速动比率	3.93	4.12	3.84	3.77
流动资产合计	1,873	2,002	2,270	2,647	现金比率	2.01	1.97	1.63	1.43
长期股权投资	0	0	0	0	资产负债率	20.4%	20.0%	21.1%	21.6%
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	0.44	0.53
非流动资产合计	252	261	264	267	每股指标 (元)				
资产合计	2,125	2,262	2,533	2,914	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	15.64	17.27	19.75
应付账款及票据	107	96	135	176	每股经营现金流	-0.47	0.15	0.23	0.75
其他流动负债	107	126	168	221	每股股利	0.35	0.19	0.31	0.48
流动负债合计	424	432	514	608	估值分析				
长期借款	0	0	0	0	PE	154.32	96.78	60.31	39.70
其他长期负债	10	21	21	21	PB	2.77	7.50	6.79	5.94
非流动负债合计	10	21	21	21					
负债合计	434	452	534	628					
股本	115	115	115	115					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	1,691	1,810	1,999	2,286					
负债和股东权益合计	2,125	2,262	2,533	2,914					

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。

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。