

骄成超声 (688392)

超声波滚焊设备乘风启航, 耗材模式反哺平台化拓扩

2023年03月15日

买入 (首次)

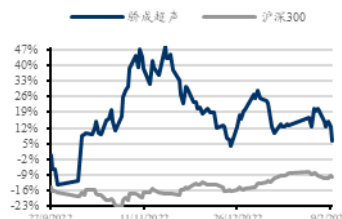
分析师
陈睿彬

(852) 3982 3212

ruiraven@dwzq.com.hk

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	371	519	727	1,286
同比 (%)	40%	40%	40%	77%
归母净利润 (百万元)	69	110	182	356
同比 (%)	-22%	59%	66%	95%
每股收益 (元/股)	0.84	1.34	2.22	4.34
P/E (倍)	151.66	95.52	57.65	29.53

股价走势



投资要点

- **绑定核心大客户, 乘国产替代化之风, 市占率快速上升。**公司主攻超声波焊接、裁切设备和配件领域, 核心骨干来自上交机械系, 技术背景深厚, 战略发展定位精确, 2016年前瞻布局新能源赛道, 引领超声波技术的国产替代。超声波设备技术壁垒高, 对技术、人才、资金等方面要求极高, 早期被国外垄断, 设备报价昂贵, 生产拿货周期长, 响应慢维护难, 而骄成凭借过硬技术研发、更高的产品性价比、优质服务赢得客户广泛认可。公司紧跟客户痛点和需求, 率先开发超声波焊接监控一体机, 赢得核心大客户高度认可。公司产品目前在宁德时代、比亚迪新增产线上采购占比均超 50%, 并已大批量供货中创新航、国轩, 小批量供货亿纬、蜂巢, 签订欣旺达和孚能批量订单, 客户资源丰富优质且黏性强, 产品盈利水平好。我们预计公司超声波焊设备国内市占率 21、22 年在 30%、40% 左右, 23 年升至 40-50%, 市占率快速提升。
- **复合铜箔量产在即, 超声波滚焊设备打开增量空间。**复合集流体理论上兼具安全性、高能量密度、低成本优势, 可部分替代传统铜/铝箔, 23 年下半年预计批量量产, 25 年渗透率有望提升至 10%。但由于高分子层绝缘, 传统焊接不适用于复合集流体。公司首创电池超声波滚焊机, 突破复合集流体焊接瓶颈, 且短期竞争对手实现量产较难, 目前已斩获宁德 24 年底前独供协议。复合铜箔单极滚焊设备单 GWh 价值量约 400-500 万, 焊接站超 1000 万, 我们预计 23、25 年全球复合铜箔需求为 18、258GWh, 测算得超声波滚焊机 23、25 年市场空间 2、15 亿元, 若纯供超声波焊接站, 对应市场空间 3、21 亿元, 若焊铜箔、铝箔双极, 超声波滚焊机价值量有望翻番, 开拓公司新增长空间。
- **耗材模式打造持续现金流, 反哺超声波平台持续发展。**由于超声波高频振动和摩擦的原理, 发生器、换能器、焊头等设备配件损耗高, 需要定期更换。因此耗材模式可以实现长期持续的收益, 反哺超声波平台持续发展。21 年公司营收 3.7 亿, 同增 40%, 其中耗材贡献 0.6 亿元, 占比 16.3%, 我们预计 25 年超声焊设备+配件市场空间达 81 亿元, 其中配件 16 亿元。盈利方面, 21 年公司主营业务毛利率 49.1%, 其中超声焊设备和配件毛利率分别为 50.6% 和 51.6%, 处于行业较高水平, 随零部件自供比例不断提升, 公司毛利率有望进一步上行。耗材模式打造稳定优质的现金流, 反哺“超声波+”平台化发展, IGBT+线束领域已通过核心客户验证, 实现下游订单突破, 同时布局键合机与医美医疗领域, 第二增长曲线轮廓显现。
- **盈利预测与投资评级:** 我们预计 2022-2024 年公司营收 5.19/ 7.27/12.86 亿, 同比 +40.1%/+40.1%/+76.8%; 归母净利润 1.10/1.82/3.56 亿元, 同比 +58.8%/+65.7%/+95.2%, 对应 EPS 1.34/2.22/4.34 元。考虑到公司超声波滚焊设备市场需求前景广阔, 叠加公司独家首创技术加持, 2023-2025 年公司业务确定性较高, 未来线束+IGBT 订单放量助推公司进一步向上, 我们看好公司长期发展, 给予 2024 年 40 倍 PE, 对应目标价 173.5 元, 首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示:** 1) 电动车销量不及预期; 2) 大客户合作未能顺利推进; 3) 重要零部件国产化进度不及预期; 4) 新技术替代。

市场数据

收盘价(元)	128.08
一年最低/最高价	102.05/186.58
市净率(倍)	6.08
流通 A 股市值(百万元)	2,234.66

基础数据

每股净资产(元,LF)	21.05
资产负债率(% ,LF)	18.94
总股本(百万股)	82.00
流通 A 股(百万股)	17.45

相关研究

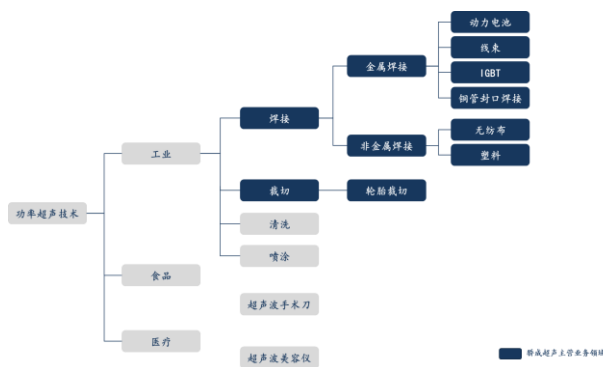
特此致谢东吴证券研究所对本报告专业研究和分析的支持, 尤其感谢曾朵红, 阮巧燕和岳斯瑶的指导。

1. 超声技术应用广泛，行业竞争格局优越

功率超声应用广泛，下游可应用至动力电池、橡胶轮胎、无纺布、汽车线束、功率半导体等领域。超声波设备行业内主要外资企业有必能信、泰索尼克、Sonics，国内企业有新栋力、科普等。其中必能信是行业内实力较强的外资企业，拥有应用于各类领域的超声波系列产品；泰索尼克和 Sonics 为外资超声波设备厂商，在国内动力电池金属焊接和裁切设备领域拥有一定的市场份额；新栋力和科普为国内超声波设备企业，业务涵盖动力电池金属焊接、消费类锂电池的焊接等领域。

高端超声波工业运用领域玩家较少，孕育较好竞争格局。1) 动力电池极耳终焊焊成超声、必能信国内市占率合计超九成：截至 2022 年，国内动力电池极耳终焊市场中，骄成与必能信市占率合计达 95%，美国 Sonics < 5%，形成优异且稳定的双寡头竞争格局。2) 汽车轮胎超声波裁切新进者少，行业毛利率高：骄成超声所定位的中高端轮胎裁切设备技术门槛较高，加之轮胎裁切市场已较为稳定且规模较小，除现有设备厂商必能信及骄成超声外，新进市场参与者较少，行业整体毛利率较高。

图1：功率超声领域应用方向



数据来源：公司公告，东吴证券（香港）

图2：超声波焊接技术与其他焊接技术的对比

焊接方法	材料	热变形	是否产生高温	焊接硬度	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

数据来源：公司招股说明书，东吴证券（香港）

2. 切入高景气动力电池赛道，强技术+优服务铸就业务护城河

预计 2025 年动力电池超声波焊接设备市场空间约 50 亿元。从头部电池企业的扩产规划来看，我们预计 2025 年全球动力电池行业总产能有望超 3.5TWh。若按照单 GWh 价值量的均值测算，我们测算 2025 年全球动力电池超声波焊接设备总市场空间将达 50 亿元。复合铜箔迎来行业爆发增长在即，2025 年超声波滚焊设备市场有望突破 15 亿。我们测算复合铜箔有望于 2023 年最先开始产业化，预计行业产量有望达到 2 亿平，对应 18GWh 电池需求，2024 年有望达到 8 亿平左右，2025 年全球需求预计 28 亿平，渗透率提升到 10%。结合滚焊需求与超声波滚焊设备价值量，测算可得 2023-2025 年超声波滚焊机市场空间为 2、8 和 15 亿元，远期 2030 年可达 47 亿元，若纯供超声波焊接站，对应 2023-2025 年市场空间为 3、11 和 21 亿元。

“剃须刀+刀片”商业模式下，发生器、换能器、焊头为超声波焊接设备的核心耗材。超声波焊接设备组件发生自然损耗需定时更换，设备企业则将通过耗材和服务获取长期持续的收益。2025年超声波焊接设备配件市场空间累计达16.2亿元。如果以2025年行业内总产能达到3TWh为例，我们测算，2025年动力电池极耳焊接的超声波点焊设备配件累计市场空间为7.4亿元，超声波滚焊设备配件累计市场空间8.8亿元，超声波焊接设备配件市场空间合计为16.2亿元。

图3: 超声波焊接设备市场空间测算（传统点焊，不含滚焊业务）

	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
纯电动车用锂电池产能规划 (GWh)						
宁德时代	142	243	436	617	755	892
比亚迪	44	80	125	187	248	299
蜂巢能源	12	18	55	101	165	218
中创新航	33	33	44	100	162	237
国轩高科	29	50	99	154	180	196
亿纬锂能	18	64	127	232	290	310
孚能科技	6	10	36	54	74	82
其他	191	388	577	757	1010	1315
合计	475	886	1499	2202	2884	3549
每 GWh 对超声波焊接需求 (均值, 万元)						
宁德时代	135	128	115	115	115	115
比亚迪	135	128	115	115	115	115
蜂巢能源	152	144	130	130	130	130
中创新航	170	161	145	145	145	145
国轩高科	164	156	140	140	140	140
亿纬锂能	152	144	130	130	130	130
孚能科技	175	167	150	150	150	150
其他	155	147	132	132	132	132
HEV 电池产能规划 (GWh)	-	-	-	-	-	95
每 GWh 对超声波焊接需求 (均值, 万元)	-	-	-	-	-	488
动力电池超声波焊接设备市场空间 (亿元)	7	12	19	28	37	50
蔚来超声波主要客户超声波设备需求 (亿元)	4	7	11	18	23	28

数据来源：公司公告，东吴证券（香港）

图4: PET 复合铜箔及超声波滚焊未来市场空间测算（设备提前半年）

	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
动力电池									
全球动力+储能锂电池需求 (GWh)	788	1,210	1,763	2,576	3,457	4,489	5,711	7,199	8,943
复合铜箔									
复合铜箔渗透率 (%)	0.1%	1.5%	4.0%	10.0%	15.0%	18.0%	20.0%	21.0%	22.0%
电池复合铜箔需求量 (GWh)	0.4	18	71	258	519	808	1,142	1,512	1,967
复合铜箔需求量 (亿平)	0.0	2	8	28	54	81	114	151	197
yoy		4504.3%	272.3%	240.5%	92.2%	48.4%	41.4%	32.3%	30.1%
复合铜箔产能 (亿平)	0.2	6	21	47	73	102	136	174	216
yoy		2365.9%	253.6%	122.5%	56.5%	39.3%	33.0%	28.2%	24.4%
单位面积复合铜箔价格 (元/平)	7.0	5.6	5.0	4.8	4.5	4.4	4.3	4.2	4.0
复合铜箔市场空间 (亿元)	0.3	12	41	136	248	357	489	628	792
yoy		3583.4%	235.1%	232.0%	82.6%	43.9%	37.1%	28.4%	26.2%
超声波滚焊设备									
滚焊需求 (GWh)	9	35	129	259	404	571	756	983	1,157
滚焊机单 GWh 价值量 (万元)	500	450	428	406	386	367	348	331	314
焊接站单 GWh 价值量 (万元)	1,000	900	855	812	772	733	696	662	629
超声波滚焊机市场空间 (亿元)	0.7	2	8	15	22	29	36	44	47
yoy		240.3%	249.6%	84.5%	46.2%	31.4%	24.0%	20.9%	7.6%
超声波焊接站市场空间 (亿元)	0.9	3	11	21	31	42	53	65	73

数据来源：公司公告，东吴证券（香港）

3. 盈利预测与投资评级

综合来看，我们预计公司 2022-2024 年实现营收 5.19 亿元、7.27 亿元和 12.86 亿元，同比增长 40.1%、40.1%和 76.8%；实现归母净利润 1.10 亿元、1.82 亿元和 3.56 亿元，同比增长 58.8%、65.7%和 95.2%，对应 EPS 1.34 元、2.22 元、4.34 元。考虑到公司超声波滚焊设备市场需求前景广阔，叠加公司独家首创技术加持，2023-2025 年公司业务确定性较高，未来线束+IGBT 订单放量助推公司进一步向上，我们看好公司长期发展，给予 2024 年 40 倍 PE，对应目标价 173.5 元，首次覆盖给予“买入”评级。

4. 风险提示

- 1) 电动车销量不及预期；
- 2) 大客户合作未能顺利推进；
- 3) 重要零部件国产化进度不及预期；
- 4) 新技术替代。

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)				
	2021	2022E	2023E	2024E		2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	559	1,964	2,232	2,794	营业收入	371	519	727	1,286
现金	152	1,463	1,507	1,438	减:营业成本	188	260	351	585
应收账款	203	229	384	666	营业税金及附加	4	2	3	5
存货	187	240	305	624	销售费用	27	47	62	109
其他流动资产	17	32	36	66	管理费用	25	35	47	77
非流动资产	73	103	146	184	研发费用	46	65	91	160
长期股权投资	0	0	0	0	财务费用	1	0	-8	-8
固定资产	42	66	100	129	资产减值损失	8	11	0	0
在建工程	0	5	10	15	加:投资净收益	1	0	1	1
无形资产	13	15	19	22	其他收益	9	18	15	26
其他非流动资产	18	17	17	18	资产处置收益	0	0	0	0
资产总计	632	2,066	2,378	2,977	营业利润	83	118	197	385
流动负债	273	301	430	674	加:营业外净收支	-1	0	0	0
短期借款	11	9	5	0	利润总额	82	118	197	385
应付账款	96	85	157	248	减:所得税费用	9	9	15	29
其他流动负债	166	207	268	426	少数股东损益	4	-1	0	0
非流动负债	14	16	16	16	归属母公司净利润	69	110	182	356
长期借款	0	0	0	0	EBIT	81	132	188	375
其他非流动负债	14	16	16	16	EBITDA	88	139	200	391
负债合计	287	317	446	690					
少数股东权益	3	2	2	2	重要财务及估值指标	2021	2022E	2023E	2024E
归属母公司股东权益	341	1,748	1,930	2,285	每股收益(元)	0.84	1.34	2.22	4.34
负债和股东权益	632	2,066	2,378	2,977	每股净资产(元)	5.55	21.31	23.53	27.87
					发行在外股份(百万股)	82	82	82	82
					ROIC(%)	29.52	11.44	9.37	16.32
					ROE(%)	20.29	6.29	9.44	15.56
					毛利率(%)	49.15	49.86	51.76	54.52
					销售净利率(%)	18.68	21.17	25.04	27.65
					资产负债率(%)	45.47	15.33	18.75	23.17
					收入增长率(%)	40.1	40.12	40.08	76.81
					净利润增长率(%)	-22.44	58.78	65.68	95.23
					P/E	151.66	95.52	57.65	29.53
					P/B	23.08	6.01	5.44	4.6

注: 货币单位为人民币元

数据来源: Wind, 东吴证券(香港)

分析师声明:

本人以勤勉、独立客观之态度出具本报告，报告所载所有观点均准确反映本人对于所述证券或发行人之个人观点；本人于本报告所载之具体建议或观点于过去、现在或将来，不论直接或间接概与本人薪酬无关。过往表现并不可视作未来表现之指标或保证，亦概不会对未来表现作出任何明示或暗示之声明或保证。

利益披露事项:

刊发投资研究之研究分析员并不直接受投资银行或销售及交易人员监督，并不直接向其报告。

研究分析员之薪酬或酬金并不与特定之投资银行工作或研究建议挂钩。

研究分析员或其联系人并未从事其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之证券或衍生产品的买卖活动。

研究分析员或其联系人并未担任其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之董事职务或其他职务。

东吴证券国际经纪有限公司（下称「东吴证券国际」或「本公司」）或其集团公司并未持有本报告所评论的发行人的市场资本值的 1% 或以上的财务权益。

东吴证券国际或其集团公司并非本报告所分析之公司证券之市场庄家。

东吴证券国际或其集团公司与报告中提到的公司在最近的 12 个月内没有任何投资银行业务关系。

东吴证券国际或其集团公司或编制该报告之分析师与上述公司没有任何利益关系。

免责声明

本报告由东吴证券国际编写，仅供东吴证券国际的客户使用，本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。如任何司法管辖区的法例或条例禁止或限制东吴证券国际向收件人提供本报告，收件人并非本报告的目标发送对象。本研究报告的编制仅供一般刊发，并不考虑接收本报告之任何特定人士之特定投资对象、财政状况、投资目标及特别需求，亦非拟向有意投资者作出特定证券、投资产品、交易策略或其他金融工具的建议。阁下须就个别投资作出独立评估，于作出任何投资或订立任何交易前，阁下应征求独立法律、财务、会计、商业、投资和/或税务意见并在做出投资决定前使其信纳有关投资符合自己的投资目标和投资界限。本报告应受香港法律管辖并据其解释。

本报告所载资料及意见均获自或源于东吴证券国际可信之数据源，但东吴证券国际并不就其准确性或完整性作出任何形式的声明、陈述、担保及保证（不论明示或默示），于法律及/或法规准许情况下，东吴证券国际概不会就本报告所载之资料引致之损失承担任何责任。本报告不应倚赖以取代独立判断。

本报告所发表之意见及预测为于本报告日的判断，并可予更改而毋须事前通知。除另有说明外，本报告所引用的任何业绩数据均代表过往表现，过往表现亦不应作为日后表现的可靠预示。在不同时期，东吴证券国际可能基于不同假设、观点及分析方法发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。分析中所做的预测收益可能基于相应的假设，任何假设的改变可能会对本报告预测收益产生重大影响，东吴证券国际并不承诺或保证任何预测收益一定会实现。

东吴证券国际的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面表达与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观

点, 本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。东吴证券国际及其集团公司的各业务部门, 如有投资于本报告内所涉及的任何公司之证券或衍生产品时, 其所作出的投资决策可能与本报告所述观点并不一致。

本报告及其所载内容均属机密, 仅限指定收件人阅览。本报告版权归东吴证券国际所有, 未经本公司同意, 不得以任何方式复制、分发或使用本报告中的任何资料。本报告仅作参考用途, 任何部分不得在任何司法管辖权下的地方解释为提呈或招揽购买或出售任何于报告或其他刊物内提述的任何证券、投资产品、交易策略或其他金融工具。东吴证券国际毋须承担因使用本报告所载数据而可能直接或间接引致之任何责任, 损害或损失。

特别声明

东吴证券国际可能在法律准许的情况下参与及投资本报告所述证券发行人之融资交易, 也可能为有关发行人提供投资银行业务服务或招揽业务, 及/或于有关发行人之证券或期权或其他有关投资中持仓或持有权益或其他重大权益或进行交易。阁下应考虑到东吴证券国际及/或其相关人员可能存在影响本报告及所载观点客观性的潜在利益冲突, 请勿将本报告视为投资或其他决策的唯一信赖依据。

本报告及其所载信息并非针对或意图发送给任何就分派、刊发、可得到或使用此报告而导致东吴证券国际违反当地法律或规例或可致使东吴证券国际受制于相关法律或规例的任何地区、国家或其他司法管辖区域的公民或居民。接收者须自行确保使用本报告符合当地的法律及规例。

评级标准:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券国际经纪有限公司

Level 17, Three Pacific Place, 1 Queen's Road East, Hong Kong

香港皇后大道东 1 号太古广场 3 座 17 楼

Tel 电话: (852) 3983 0888 (公司) (852) 3983 0808 (客户服务)

公司网址: <http://www.dwzq.com.hk/>

