

## 规模效应显现，复合集流体滚焊设备值得期待

### ——锂电设备系列研究

## 核心观点

受益于动力电池产能扩张，公司 2022 年收入大幅增长，规模效应下动力电池焊接设备毛利率提升 4.92pct，业绩符合预期。

展望 2023 年，公司在动力电池极耳焊领域行业地位不断提升；复合集流体超声波滚焊设备国际领先，批量订单值得期待；同时公司具备超声波设备平台型企业属性，IGBT 功率模块焊接、极片裁切等设备不断打开成长空间。

## 事件

公司 2022 年实现营业收入 5.22 亿元，同比增加 40.97%，归母净利润 1.11 亿元，同比增加 59.95%，扣非归母净利润 0.84 亿元，同比增加 36.36%。其中 2022Q4 实现营收 1.34 亿元，同比提高 33.79%，归母净利润 0.25 亿元，同比提高 15.68%，扣非归母净利润 0.12 亿元。

2023Q1 实现营收 1.62 亿元，同比增加 76.46%，归母净利润 0.31 亿元，同比增加 69.01%，扣非归母净利润 0.29 亿元，同比增加 80.29%。

## 简评

### 业绩符合预期，动力电池极耳焊业务放量规模效应体现

受益于动力电池产能扩张，2022 年收入大幅增长，规模效应下动力电池焊接设备毛利率提升 4.92pct。2022 年，受益于国内动力电池产能扩张以及国家政策对国产设备的大力支持，公司动力电池超声波焊接设备销售 1727 台，实现收入 3.21 亿元，同比增长 63.59%，在规模效应下，毛利率提升 4.92pct；随着市场上存量的公司设备增加，与之相配套的配件业务收入同比增长 63.79%，毛利率亦提升 7.77pct，二者合计占整体营收的比重达到 80%。其他业务方面，汽车轮胎超声波裁切设备增长 19.36%，达到 947 万元，动力电池制造自动化系统略下降 6.37%，达到 6135 万元。在动力电池极耳焊业务的强劲拉动下，公司整体收入提高 40.97%，毛利率提升 2.97pct，期间费用率整体平稳，净利率提高 1.33pct，达到 20.98%。

## 骄成超声 (688392. SH)

首次评级

买入

吕娟

lyujuan@csc.com.cn

021-68821610

SAC 编号:s1440519080001

SFC 编号:BOU764

发布日期：2023 年 04 月 26 日

当前股价：103.00 元

### 主要数据

#### 股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-11.44/-11.41	-24.65/-24.65	/
12 月最高/最低价 (元)		179.00/103.00
总股本 (万股)		8,200.00
流通 A 股 (万股)		1,824.72
总市值 (亿元)		84.46
流通市值 (亿元)		18.79
近 3 月日均成交量 (万)		72.86
主要股东		
江苏阳泰企业管理有限公司		19.02%

### 股价表现



### 相关研究报告

所处环节景气持续，2023Q1 业绩维持成长性。公司 2023Q1 收入继续保持较高增速，达到 76.46%，我们认为与公司所处动力电池极耳焊接环节景气度持续，同时持续加大研发投入及市场拓展力度增强产品竞争力有关。

**复合集流体产业趋势愈发明朗，公司超声波滚焊设备处于新增生产环节，有望充分受益**

**从 0 到 1，复合集流体产业趋势愈发明朗，设备环节确定性最高。**复合集流体兼具安全性和经济性，自 2022 年初水电镀加工环节设备取得突破以来，先后经历了由单一膜材料厂商到多家厂商投入研发试制、良率效率大幅提升、由试验线到计划量产线、官宣量产 PET 铜箔（宝明科技）、大批量水电镀设备采购协议、多家膜材料厂送样&生产基地奠基建设等阶段性进展，产业趋势由逐步明朗到显著加速，**设备端率先受益**，为产业链中确定性最高的环节。

公司应用于复合集流体焊接的**超声波滚焊设备国际领先，批量订单值得期待**。由于复合集流体“三明治”的材料结构特性，无法使用传统激光焊接，因此需采用超声波技术。骄成超声研发的超声波滚焊设备，可实现锂电池复合集流体高速焊接的自动化焊接设备，解决箔材断带、纠偏精度、焊后质量检测等问题，获得国内头部动力电池企业的认可。据公司 2023 年 3 月 31 日发布的投资者关系活动记录表，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，同行业未见其他运用于复合集流体电池量产线应用的超声波滚焊设备，且焊接速度可达 80m/min 以上。我们认为，**随着复合集流体产业化的逐步成熟，超声波滚焊设备处于关键新增环节，在较强的竞争优势下批量订单值得期待**。

**IGBT 焊接设备等取得积极进展，超声波设备平台型企业扬帆远航**

**超声波技术应用范围广阔，公司凭借强大的研发实力不断开拓新领域。**目前，我国超声波设备整体国产化率还处于较低的水平，尤其是在中高端工业应用领域仍主要依赖进口超声波设备。骄成超声依靠在超声波领域的技术实力，将业务成功拓展到汽车线束焊接、IGBT 功率模块焊接、无纺布焊接等领域。2022 年，公司开发用于锂电池极片裁切的“40K 极片裁切系统”进入中试阶段，用于 4680 及以上大圆柱电池的“大圆柱超声波应用工艺开发”进入样机测试阶段。我们认为，公司已经初步具备超声波设备平台型企业的发展模式，长期发展空间有望不断打开。

## 盈利预测与投资建议

公司在动力电池极耳焊接领域核心客户市占率已达 50% 以上，行业地位不断提升；复合集流体超声波滚焊设备国际领先，批量订单值得期待；同时公司具备超声波设备平台型企业属性，IGBT 功率模块焊接、极片裁切等设备不断打开发展空间。

预计 2023-2025 年公司实现营业收入分别为 7.58、11.23、15.56 亿元，同比分别+45.10%、+48.17%、+38.50%；公司实现归母净利润分别为 1.76、2.48、3.34 亿元，同比分别+58.80%、+41.14%、+34.37%，对应 PE 分别为 48.02、34.02、25.32 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

**表 1:盈利预测简表**

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	370.63	522.49	758.15	1,123.36	1,555.88
YoY(%)	40.10	40.97	45.10	48.17	38.50
归母净利润(百万元)	69.25	110.77	175.90	248.28	333.62
YoY(%)	-22.44	59.95	58.80	41.14	34.37
毛利率(%)	49.15	52.06	52.22	51.09	50.98
净利率(%)	18.68	21.20	23.20	22.10	21.44
ROE(%)	20.29	6.32	9.12	11.41	13.29
EPS(摊薄/元)	0.84	1.35	2.15	3.03	4.07
P/E(倍)	121.96	76.25	48.02	34.02	25.32
P/B(倍)	24.75	4.82	4.38	3.88	3.36

资料来源: Wind, 中信建投证券

## 风险分析

**1) 技术变革及产品研发风险:** 公司产品下游应用行业主要包括动力电池、轮胎制造等行业, 对设备的技术及工艺水平要求较高。动力电池的技术路线及生产工艺更迭速度较快, 相应的动力电池设备企业需根据下游行业的技术发展趋势对产品进行持续的研发投入, 不断更新技术和提升性能, 才能满足电池企业生产效率和制造工艺要求。公司的动力电池超声波焊接设备主要用于锂电池生产中的多层极耳焊接环节, 若未来电池生产工艺出现革命性变化导致对极耳焊接设备需求大幅减少或公司未能通过持续研发满足下游行业技术发展对产品技术升级的要求, 将会对公司的经营产生不利影响。

**2) 存货减值的风险:** 2022 年底, 公司存货的账面价值为 2.59 亿元, 占流动资产的比例为 12.73%, 2021 年度存货的账面价值为 1.87 亿元, 占流动资产的比例为 33.47%。最近一期末存货增长较快。公司产品调试及验收周期较长, 导致期末处于未完工交付或者未验收状态的存货余额较大。随着公司经营规模和业绩的扩大, 公司存货金额可能会持续上升, 将对公司整体运营效率与资产流动性产生不利影响。若未来下游客户经营情况发生重大不利变化, 不能按照合同约定购买公司产品, 将导致公司产品滞销, 进而增加存货跌价风险并对公司经营业绩产生不利影响。

**3) 公司新业务盈利能力不及预期风险:** 公司作为超声波设备平台型企业, 具备较强的研发能力, 在复合集流体滚焊设备保持领先。若将来竞争格局恶化, 假设 2023-2025 年公司毛利率分别降低 2pct, 则同期公司实现归母净利润分别为 1.61、2.18、2.65 亿元, 同比分别+45.59%、+35.01%、+21.69%。

**报表预测**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	<b>558.86</b>	<b>2,032.11</b>	<b>2,289.71</b>	<b>2,768.94</b>	<b>3,367.41</b>
现金	101.31	959.28	1,028.11	1,158.37	1,351.88
应收票据及应收账款合计	196.08	235.48	300.59	445.39	616.88
其他应收款	1.55	2.09	6.36	9.43	13.06
预付账款	14.57	6.81	16.19	23.99	33.23
存货	187.05	258.65	361.59	548.36	761.23
其他流动资产	58.29	569.81	576.87	583.39	591.12
<b>非流动资产</b>	<b>72.72</b>	<b>110.99</b>	<b>100.77</b>	<b>90.54</b>	<b>82.95</b>
长期投资	0.00	0.00	5.00	10.00	15.00
固定资产	41.90	59.23	49.98	40.73	31.48
无形资产	12.90	19.74	16.45	13.16	9.87
其他非流动资产	17.92	32.03	29.34	26.65	26.61
<b>资产总计</b>	<b>631.57</b>	<b>2,143.10</b>	<b>2,390.48</b>	<b>2,859.48</b>	<b>3,450.36</b>
<b>流动负债</b>	<b>273.05</b>	<b>371.09</b>	<b>445.72</b>	<b>668.95</b>	<b>927.76</b>
短期借款	7.51	135.13	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款合计	95.95	63.69	133.19	201.98	280.39
其他流动负债	169.59	172.28	312.54	466.96	647.36
<b>非流动负债</b>	<b>14.14</b>	<b>17.70</b>	<b>13.66</b>	<b>9.91</b>	<b>6.68</b>
长期借款	10.89	13.10	9.06	5.31	2.08
其他非流动负债	3.25	4.60	4.60	4.60	4.60
<b>负债合计</b>	<b>287.19</b>	<b>388.79</b>	<b>459.39</b>	<b>678.86</b>	<b>934.44</b>
少数股东权益	3.15	2.00	2.88	4.13	5.81
股本	61.50	82.00	82.00	82.00	82.00
资本公积	218.04	1,497.85	1,497.85	1,497.85	1,497.85
留存收益	61.69	172.46	348.37	596.64	930.25
归属母公司股东权益	341.23	1,752.31	1,928.21	2,176.49	2,510.09
<b>负债和股东权益</b>	<b>631.57</b>	<b>2,143.10</b>	<b>2,390.48</b>	<b>2,859.48</b>	<b>3,450.35</b>

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,531.32</b>	<b>470.31</b>	<b>3,504.45</b>	<b>2,703.58</b>	<b>2,900.22</b>
净利润	2,080.15	1,281.79	1,656.31	2,099.78	2,514.30
折旧摊销	412.49	539.78	1,041.42	1,051.47	915.64
财务费用	157.09	-108.37	171.65	74.64	11.93
<b>经营活动现金流</b>	<b>-30.57</b>	<b>4.04</b>	<b>205.43</b>	<b>127.98</b>	<b>189.97</b>
净利润	72.83	109.62	176.79	249.53	335.29
折旧摊销	6.64	11.69	15.22	15.23	12.59
财务费用	0.96	-2.15	0.00	-3.48	-4.21
投资损失	-1.38	-2.31	-5.00	-5.00	-5.00
营运资金变动	-118.91	-130.52	20.98	-125.74	-146.14
其他经营现金流	9.30	17.72	-2.56	-2.56	-2.56
<b>投资活动现金流</b>	<b>-50.16</b>	<b>-552.73</b>	<b>2.56</b>	<b>2.56</b>	<b>2.56</b>
资本支出	10.80	32.91	0.00	0.00	0.00
长期投资	-42.61	-522.08	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	-18.34	-63.56	2.56	2.56	2.56
<b>筹资活动现金流</b>	<b>128.87</b>	<b>1,411.22</b>	<b>-139.16</b>	<b>-0.28</b>	<b>0.99</b>
短期借款	-15.01	127.62	-135.13	0.00	0.00
长期借款	10.89	2.21	-4.04	-3.76	-3.23

资料来源: 公司公告, 中信建投

**利润表 (百万元)**

会计年度	0	0	0	0	0
<b>营业收入</b>	<b>370.63</b>	<b>522.49</b>	<b>758.15</b>	<b>1,123.36</b>	<b>1,555.88</b>
营业成本	188.47	250.47	362.26	549.39	762.66
营业税金及附加	3.82	2.04	5.98	8.87	12.28
销售费用	27.09	56.38	61.41	84.25	116.69
管理费用	24.85	41.75	49.28	73.02	101.13
研发费用	45.78	74.53	98.63	146.13	202.40
财务费用	0.96	-2.15	0.00	-3.48	-4.21
资产减值损失	-3.15	-8.54	-3.79	-5.62	-7.78
信用减值损失	-4.42	-4.16	-3.49	-5.17	-7.16
其他收益	8.44	27.68	13.80	13.80	13.80
公允价值变动收益	0.87	1.19	0.00	0.00	0.00
投资净收益	1.38	2.31	5.00	5.00	5.00
资产处置收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>82.79</b>	<b>117.94</b>	<b>192.11</b>	<b>273.19</b>	<b>368.79</b>
营业外收入	0.12	1.15	5.52	5.52	5.52
营业外支出	1.27	0.44	0.57	0.57	0.57
利润总额	81.64	118.64	197.06	278.14	373.74
所得税	8.81	9.03	20.27	28.61	38.44
<b>净利润</b>	<b>72.83</b>	<b>109.62</b>	<b>176.79</b>	<b>249.53</b>	<b>335.29</b>
少数股东损益	3.58	-1.15	0.89	1.25	1.68
<b>归属母公司净利润</b>	<b>69.25</b>	<b>110.77</b>	<b>175.90</b>	<b>248.28</b>	<b>333.62</b>
EBITDA	89.23	128.19	212.28	289.89	382.11
EPS (元)	0.84	1.35	2.15	3.03	4.07
<b>会计年度</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	40.10	40.97	45.10	48.17	38.50
营业利润(%)	-16.67	42.45	62.89	42.20	34.99
归属于母公司净利润(%)	-22.44	59.95	58.80	41.14	34.37
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	49.15	52.06	52.22	51.09	50.98
净利率(%)	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
ROE(%)	20.29	6.32	9.12	11.41	13.29
ROIC(%)	79.17	42.76	40.82	58.37	57.73
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	45.47	18.14	19.22	23.74	27.08
净负债比率(%)	-24.08	-46.23	-52.77	-52.88	-53.65
流动比率	2.05	5.48	5.14	4.14	3.63
速动比率	1.28	4.74	4.26	3.25	2.74
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.59	0.24	0.32	0.39	0.45
应收账款周转率	3.08	3.31	3.89	3.89	3.89
应付账款周转率	2.50	5.09	3.31	3.31	3.31
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.84	1.35	2.15	3.03	4.07
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.37	0.05	2.51	1.56	2.32
每股净资产(最新摊薄)	4.16	21.37	23.51	26.54	30.61
<b>估值比率</b>					
P/E	121.96	76.25	48.02	34.02	25.32

## 分析师介绍

吕娟

董事总经理，高端制造组组长，机械&建材首席分析师。复旦大学经济学硕士，法国 EDHEC 商学院金融工程交换生，河海大学机械工程及自动化学士，2007.07-2016.12 曾就职于国泰君安证券研究所，2017.01-2019.07 曾就职于方正证券研究所。曾获新财富、金牛、IAMAC、水晶球、第一财经、WIND 最佳分析师第一名。

**评级说明**

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

**分析师声明**

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）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而直接或间接收到任何形式的补偿。

**法律主体说明**

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

**一般性声明**

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

**中信建投证券研究发展部**

北京  
 东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层  
 电话：（8610） 8513-0588  
 联系人：李祉瑶  
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海  
 上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室  
 电话：（8621） 6882-1600  
 联系人：翁起帆  
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳  
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼  
 电话：（86755） 8252-1369  
 联系人：曹莹  
 邮箱：caoying@csc.com.cn

**中信建投（国际）**

香港  
 中环交易广场 2 期 18 楼  
 电话：（852） 3465-5600  
 联系人：刘泓麟  
 邮箱：charleneliu@csci.hk