

## 云路股份 (688190)

### 2024年中报点评：业绩稳增，期待产能释放

**业绩概要：**2024H1 公司实现营业收入 9.1 亿元 (+7.4%)，实现归母净利润 1.7 亿元 (+1.6%)，对应 EPS 为 1.39 元，扣非归母净利润 1.57 亿元 (+6.0%)。2024Q2 公司实现营业收入 4.7 亿元 (同比+1.0%，环比+5.7%)，实现归母净利润 0.91 亿元 (同比+0.5%，环比+20.8%)，扣非归母净利润 0.89 亿元 (同比+6.8%，环比+29.4%)；

**电网加速招标，需求持续旺盛：**2024 年上半年，非晶合金板块下游需求保持旺盛，根据国网英大公告，2024 年上半年全国电网工程完成投资 2540 亿元 (+23.7%)，国家电网超额完成上半年电网建设里程碑计划。根据国家电网招标公告数据统计，2024 年 1-6 月变压器累计招标 12.5 万台 (+48.9%)，非晶立体卷变压器国网中标额保持领先；

**公司营收保持稳定：**公司上半年实现营收 9.1 亿元 (+7.4%)，2024Q2 实现营收 4.7 亿元 (环比+5.7%)，我们推测主要系非晶合金领域需求旺盛，公司通过挖潜增效，在价格保持稳定的情况下实现了收入的增长；纳米晶板块主要客户来源为家电领域，在需求不振的情况下公司保持了板块业务的稳定；磁粉芯领域，受益于光伏逆变器需求有所恢复，公司销量保持增长。分地区看，从历史数据来看，海外收入具有较大比例，报告期内形成了 453.7 万元的汇兑损益，同比增长 12.7%，体现出海外较强的需求；

**盈利能力保持高位：**公司 2024 年上半年毛利率 30.3%，2024Q2 实现毛利率 30.26% (环比+0.01pcts)，基本保持稳定，我们推测主要系非晶合金需求保持旺盛，公司强势产品具有较强的议价能力；纳米晶业务主要受到需求不振影响；磁粉芯业务公司为新进入者，在价格等方面处于弱势。Q2 净利率 19.5% (环比+2.4pcts)，虽然公司二季度加大了研发投入比例 (环比+0.8pcts)，但通过优化管理降低了管理费用率 (2.5%→1.8%)，此外，资产减值损失和财务费用的降低共同带来了净利率环比进一步提升；

**财务数据：**报告期内，应收票据下降 48.8%，应收款项融资增加 42.7%，主要系公司加强现金管理，部分应收票据到期及银行承兑汇票增加所致；在建工程增加较多，主要系公司扩产、增加投资项目所致；存货明细中，虽然报告期末总体与期初持平，但结构上看，原材料、易耗品、在产品、发出商品均有所增长，其中原材料账面价值大幅提升，而库存商品大幅下降，体现出下游需求旺盛，公司备料以面对扩产需求；

**非晶领域需求旺盛：**变压器方面，国家发布配电网高质量发展指导意见，明确指出 2025 年，全社会节能变压器占比较 2021 年提高超 10%，海外变压器方面，美国能源部能效标准中非晶变压器占比预计达到 25%，欧盟将投入近 6000 亿欧元实现电网现代化；数

投资评级

买入

维持评级

2024年08月29日

收盘价(元): 63.46

#### 公司基本数据

总股本(百万股)	120.00
总市值(百万)	7,615.20
流通股本(百万股)	60.82
流通市值(百万)	3,859.38
12月最高/最低价(元)	89.80/50.50
资产负债率(%)	19.39
每股净资产(元)	19.56
市盈率(TTM)	22.75
市净率(PB)	3.24
净资产收益率(%)	7.11

#### 股价走势图



#### 作者

邓轲 分析师  
SAC 执业证书: S0640521070001  
邮箱: dengke@avicsec.com  
王勇杰 研究助理  
SAC 执业证书: S0640122070026  
邮箱: wangyjsh@avicsec.com

#### 相关研究报告

2023 年报点评: 盈利性提升, 非晶龙头地位稳固 —2024-04-07  
2022 年报点评: 非晶量价齐升, 产能打开新局面 —2023-04-03

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦中航证券有限公司  
公司网址: www.avicsec.com  
联系电话: 010-59219558 传真: 010-59562637

1

据中心方面，随着 AI 领域高速增长，将带动数据中心市场规模保持高速增长，牵引更多非晶合金需求增长；

**内延延伸提高产能：**根据公司公告，2024 年以来公司非晶合金产品持续保持满产满销态势。产能遭遇瓶颈之下，公司挖潜增效，通过突破连续喷铸时间，实现了单条线产能的提升。此外公司预计在 2024 年下半年实现年产 1.5 万吨非晶产线落地达产，总体建成“10 万吨非晶带材生产基地”。新产线的投产将进一步打开公司产能天花板，提升公司市场份额，为非晶合金业务增长提供动力；

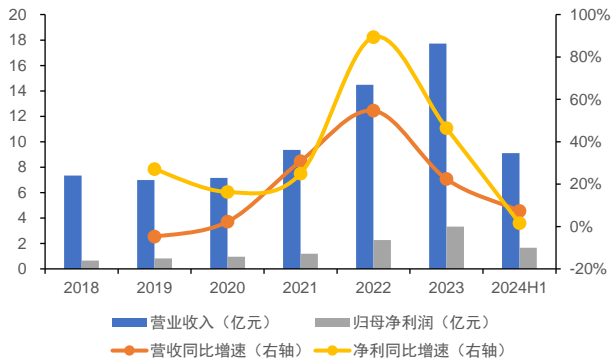
**投资建议：**公司作为非晶合金、纳米晶及磁粉芯生产企业，紧紧抓住新能源革命和 AI 浪潮中对于节能变压器的需求，在电网投资加速的背景下，业绩增长稳定。随着下半年内延外伸的新规划产线投产，产能打开天花板，预计公司业绩将保持较高增长。我们预计公司 2024-2026 年实现收入 18.5 亿元、20.6 亿元、23.8 亿元，同比增长 4.6%、11.3%、15.2%，实现归母净利润 3.8 亿元、4.5 亿元、5.5 亿元，同比增长 13.7%、19.3%、22.1%，对应 PE 20X、17X、14X，给予“买入”评级。

**风险提示：**需求恢复不及预期、竞争格局恶化、毛利率大幅波动等

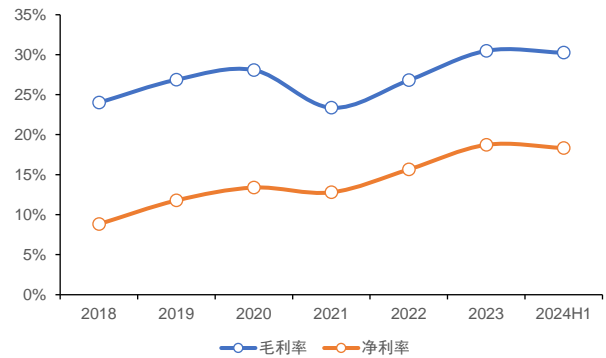
#### 盈利预测

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	1,447	1,772	1,853	2,063	2,377
增速（%）	54.68%	22.43%	4.57%	11.34%	15.23%
归母净利润（百万元）	227	332	377	450	550
增速（%）	89.32%	46.45%	13.70%	19.30%	22.11%
每股收益（元）	1.89	2.77	3.15	3.75	4.58
市盈率（倍）	33.59	22.94	20.17	16.91	13.85

资料来源：iFinD，中航证券研究所

**图1 营业收入、利润及同比增速**


资料来源: iFinD, 中航证券研究所

**图2 销售毛利率及净利率**


资料来源: iFinD, 中航证券研究所

**图3 分季度财务数据**

	2024Q2	2024Q1	2023Q4	2023Q3	2023Q2	2023Q1	2022Q4	2022Q3
营业收入(百万元)	468	443	469	455	463	385	417	391
营业成本(百万元)	326	309	319	319	321	273	298	276
销售费用率	2.7%	2.3%	3.4%	2.7%	3.3%	2.3%	3.0%	2.4%
管理费用率	1.8%	2.5%	2.0%	1.6%	1.9%	2.0%	1.7%	2.2%
财务费用率	-0.5%	-0.2%	-0.1%	-0.1%	-1.4%	0.8%	0.8%	-1.7%
研发费用率	6.9%	6.1%	7.5%	5.4%	4.9%	3.4%	3.0%	7.6%
资产减值损失(百万元)	0.18	8.36	-3.06	14.55	0.18	0.80	5.80	11.33
利润总额(百万元)	101	85	103	84	104	83	85	67
所得税费用(百万元)	10	10	10	10	13	10	10	6
归母净利润(百万元)	91	76	94	74	91	73	75	61
扣非归母净利润(百万元)	89	69	89	68	83	65	69	55
EPS(元)	0.76	0.63	0.78	0.62	0.76	0.61	0.63	0.51
毛利率	30.3%	30.2%	32.0%	29.9%	30.7%	29.1%	28.7%	29.4%
期间费用率	10.9%	10.6%	12.8%	9.7%	8.7%	8.5%	8.5%	10.6%
所得税率	9.9%	11.2%	9.4%	11.5%	12.8%	12.0%	11.2%	8.6%
净利润率	19.5%	17.1%	20.0%	16.3%	19.6%	19.1%	18.1%	15.6%

资料来源: iFinD, 中航证券研究所

**图4 财务报表预测及比率分析 (百万元)**

资产负债表							利润表						
会计年度	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	99.21	86.27	87.67	741.20	825.24	950.89	营业收入	935.75	1447.38	1772.04	1853.00	2063.10	2377.23
应收票据及账款	366.48	542.09	658.41	733.59	791.89	944.38	营业成本	717.02	1059.34	1231.73	1286.64	1410.86	1608.53
预付账款	45.91	76.89	67.26	76.15	84.78	97.69	税金及附加	4.50	6.82	12.79	8.34	9.28	10.70
其他应收款	1.39	1.38	2.65	5.08	3.39	4.95	销售费用	19.51	38.70	52.69	51.88	56.53	64.66
存货	86.82	123.65	139.01	153.87	170.54	178.75	管理费用	26.90	36.08	33.01	37.06	37.96	42.55
其他流动资产	1275.94	1144.92	704.79	370.60	371.36	380.36	研发费用	52.96	75.15	95.49	100.06	111.41	128.37
<b>流动资产总计</b>	<b>1875.74</b>	<b>1975.19</b>	<b>1659.79</b>	<b>3130.48</b>	<b>3247.21</b>	<b>3497.25</b>	财务费用	2.65	-7.34	-3.81	13.59	22.65	16.15
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	-0.76	-20.26	-12.46	-1.85	-1.03	-1.19
固定资产	289.41	474.09	450.45	466.47	529.65	543.92	信用减值损失	-0.23	-6.00	-9.79	-1.85	-2.06	-0.95
在建工程	73.48	14.25	16.06	113.39	85.71	83.03	其他经营损益	0.00	0.00	-0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	40.63	40.22	69.47	95.39	151.31	192.24	投资收益	0.35	32.51	39.23	40.00	54.00	69.00
长期待摊费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	公允价值变动损益	1.75	0.82	0.40	1.00	2.00	1.00
其他非流动资产	18.90	21.20	595.81	63.90	64.10	65.00	资产处置收益	-0.03	0.06	0.08	0.00	0.00	0.00
<b>非流动资产合计</b>	<b>422.42</b>	<b>549.77</b>	<b>1131.79</b>	<b>739.15</b>	<b>830.78</b>	<b>884.19</b>	其他收益	18.36	6.53	16.70	25.00	32.00	35.00
<b>资产总计</b>	<b>2298.16</b>	<b>2524.96</b>	<b>2791.58</b>	<b>3869.63</b>	<b>4077.98</b>	<b>4381.44</b>	营业利润	131.66	252.28	384.30	417.72	499.31	609.13
短期借款	0.00	2.00	0.00	617.08	503.25	346.24	营业外收入	1.22	1.72	3.40	1.70	1.04	1.88
应付票据及账款	382.87	231.34	228.84	282.00	328.56	361.37	营业外支出	0.25	1.91	13.00	0.00	0.00	0.00
其他流动负债	48.26	187.97	165.37	207.36	236.47	252.32	其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>流动负债合计</b>	<b>431.13</b>	<b>421.31</b>	<b>394.20</b>	<b>1106.45</b>	<b>1068.27</b>	<b>959.93</b>	利润总额	132.63	252.10	374.70	419.42	500.35	611.01
长期借款	0.03	28.06	43.60	23.15	18.97	13.32	所得税	12.88	25.39	42.69	41.94	50.04	61.10
其他非流动负债	35.03	56.82	71.65	205.00	154.00	203.00	净利润	119.75	226.71	332.01	377.48	450.32	549.91
<b>非流动负债合计</b>	<b>35.06</b>	<b>84.89</b>	<b>115.26</b>	<b>228.15</b>	<b>172.97</b>	<b>216.32</b>	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>负债合计</b>	<b>466.19</b>	<b>506.19</b>	<b>509.46</b>	<b>1334.60</b>	<b>1241.24</b>	<b>1176.26</b>	归属母公司股东净利润	119.75	226.71	332.01	377.48	450.32	549.91
股本	120.00	120.00	120.00	120.00	120.00	120.00	EBITDA	163.76	285.58	425.20	538.75	671.57	814.65
资本公积	1403.48	1403.48	1403.48	1403.48	1403.48	1403.48	NOPLAT	119.71	219.49	337.74	387.28	467.97	561.85
留存收益	308.49	495.29	758.64	1011.55	1313.27	1681.70	EPS(元)	1.00	1.89	2.77	3.15	3.75	4.58
归属母公司权益	1831.96	2018.77	2282.12	2535.03	2836.74	3205.18							
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00							
<b>股东权益合计</b>	<b>1831.96</b>	<b>2018.77</b>	<b>2282.12</b>	<b>2535.03</b>	<b>2836.74</b>	<b>3205.18</b>							
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>2298.16</b>	<b>2524.96</b>	<b>2791.58</b>	<b>3869.63</b>	<b>4077.98</b>	<b>4381.44</b>							
<b>现金流量表</b>							<b>主要财务比率</b>						
会计年度	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度						
税后经营利润	119.75	226.71	332.01	316.55	370.18	453.71	<b>成长能力</b>						
折旧与摊销	28.48	40.82	54.31	105.73	148.57	187.49	营收增长率	30.82%	54.68%	22.43%	4.57%	11.34%	15.23%
财务费用	2.65	-7.34	-3.81	13.59	22.65	16.15	营业利润增长率	24.06%	91.61%	52.33%	8.70%	19.53%	21.99%
投资损失	-0.35	-32.51	-39.23	-40.00	-54.00	-69.00	EBIT增长率	17.82%	80.93%	51.53%	16.75%	20.78%	19.92%
营运资金变动	-81.83	-326.46	-160.61	-176.48	-6.53	-134.99	营业利润增长率	17.42%	74.39%	48.89%	26.70%	24.65%	21.30%
其他经营现金流	-2.69	20.42	31.76	66.70	87.04	105.88	归母净利润增长率	24.94%	89.32%	46.45%	13.70%	19.30%	22.11%
<b>经营性现金净流量</b>	<b>66.01</b>	<b>-78.37</b>	<b>214.44</b>	<b>286.10</b>	<b>567.91</b>	<b>559.24</b>	经营现金流增长率	-26.34%	-218.72%	373.63%	33.42%	98.50%	-1.53%
资本支出	32.34	18.79	49.51	156.65	291.00	191.00	<b>盈利能力</b>						
长期投资	-1265.00	158.43	-79.85	0.00	0.00	0.00	毛利率	23.37%	26.81%	30.49%	30.56%	31.61%	32.34%
其他投资现金流	4.48	-21.71	-14.72	-84.38	146.40	67.68	净利率	12.80%	15.66%	18.74%	20.37%	21.83%	23.13%
<b>投资性现金净流量</b>	<b>-1292.86</b>	<b>117.93</b>	<b>-144.09</b>	<b>-241.04</b>	<b>-144.60</b>	<b>-123.32</b>	营业利润率	14.07%	17.43%	21.69%	22.54%	24.20%	25.62%
短期借款	0.00	2.00	-2.00	617.08	-113.83	-157.01	ROE	6.54%	11.23%	14.55%	14.89%	15.87%	17.16%
长期借款	-19.94	28.03	15.54	-20.45	-4.18	-5.64	ROA	5.21%	8.98%	11.89%	9.75%	11.04%	12.55%
普通股增加	30.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	ROIC	25.44%	28.68%	37.27%	21.25%	22.00%	23.81%
资本公积增加	1261.58	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>估值倍数</b>						
其他筹资现金流	-30.75	-72.04	-92.61	11.84	-221.25	-147.62	P/E	63.59	33.59	22.94	20.17	16.91	13.85
<b>筹资性现金净流量</b>	<b>1240.89</b>	<b>-42.01</b>	<b>-79.07</b>	<b>608.47</b>	<b>-339.27</b>	<b>-310.27</b>	P/S	8.14	5.26	4.30	4.11	3.69	3.20
<b>现金流量净额</b>	<b>14.29</b>	<b>7.14</b>	<b>-3.27</b>	<b>653.53</b>	<b>84.04</b>	<b>125.65</b>	P/B	4.16	3.77	3.34	3.00	2.68	2.38
							股息率	0.52%	0.90%	1.34%	1.64%	1.95%	2.38%
							EV/EBIT	-7.89	-4.55	-1.24	16.64	13.65	11.22
							EV/EBITDA	-6.51	-3.90	-1.08	13.38	10.63	8.64
							EV/NOPLAT	-8.91	-5.07	-1.36	18.61	15.25	12.52

资料来源: iFinD, 中航证券研究所

### 公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。  
持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%之间。  
卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

### 行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。  
中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。  
减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

### 研究团队介绍汇总:

中航证券新材料团队: 擅长新材料和宏观周期研究, 依托中航工业集团强大产业背景, 研究体系重点围绕航空新材料, 并逐步拓展至新能源材料、轻量化材料等, 形成赛道型产业链覆盖和跟踪, 注重投研一体, 形成业务层面一二级市场协同。

### 销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012  
李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001  
曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

### 分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。  
风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

### 免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图发送或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复本给任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引起。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传 真: 010-59562637