

云路股份 (688190)

证券研究报告
2024年09月02日

业绩基本符合预期，静待 H2 非晶新产能释放

中报业绩：24年H1实现营收9.1亿元，yoy+7.4%；归母净利润1.67亿元，yoy+1.6%；扣非净利润1.57亿元，yoy+6%。其中Q2实现营收4.68亿元，yoy+1%，环比+5.7%；实现归母净利润0.91亿元，yoy+0.5%，环比+20.8%。

非晶供需两旺，纳米晶与粉末产品销量齐增

营收端，公司24年H1实现9.1亿元，yoy+7.4%，Q2单季度实现4.7亿元，环比+5.7%。非晶供需两旺，现有产线满产满销，同时纳米晶与软磁粉末产品均实现销量增长。

盈利端，公司24年H1毛利率30.25%，yoy+0.27pct；Q2单季度毛利率30.26%，环比持平，Q2期间原料价格小幅上涨（硼铁环比+4.7%）。H1净利率18.34%，yoy-1.04pct，盈利能力略有回落；Q2单季度净利率19.52%，环比+2.43pct，盈利能力环比改善。24H1公司盈利能力回落，归母净利润增速不及营收增速，主要系公司加大研发投入，期间研发费用上升至0.59亿元，yoy+65.6%，我们认为或侧面印证新产品布局步伐加快。

非晶市场持续拓展，纳米晶&磁粉培育新增长极

非晶板块：非晶变压器较硅钢变压器空载节能60%-80%，替代空间广阔。**国内方面，**受配网变压器能效标准提高提振，非晶变压器加速渗透；**东南亚方面，**电网建设相对落后，电力消费高速增长；**欧美方面，**正积极推进变压器能效提升标准。作为全球最大非晶生产基地，公司设计产能达9万吨，现有产线满产满销。24H1，公司全球化布局再上新台阶，同时**新建“年产1.5万吨非晶产线”**进展顺利，预计**2024年下半年落地达产**，公司有望持续受益。

纳米晶&磁粉板块：AI算力提升需求下一体成型电感趋势明确，叠加智能家电、新能源等板块景气传导，电感材料成长空间广阔。公司持续提升产品的稳定性和可靠性，24H1，**品质驱动磁粉和纳米晶产品销量齐升，同时磁粉和纳米晶产品在光储、新能源汽车等领域取得客户认可，静待产能进一步释放与产品拓展，积蓄持续增长势能。**

投资建议：作为非晶材料行业龙头，伴随产能释放与新产品放量，公司业绩有望保持快速增长。我们预计24-26年归母净利润分别为3.57/4.35/4.99亿元（前值分别为4.03/4.68/5.54亿元，考虑非晶带材拓展仍需时间催化，下调盈利预测），对应9月2日收盘价PE分别为21/17/15X，维持“买入”评级。

风险提示：技术升级迭代的风险；核心技术泄密的风险；核心技术人员不足或流失的风险；下游需求不及预期的风险；原料价格波动的风险。

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,447.38	1,772.04	1,838.33	2,242.99	2,524.99
增长率(%)	54.68	22.43	3.74	22.01	12.57
EBITDA(百万元)	400.86	548.21	452.46	541.57	602.23
归属母公司净利润(百万元)	226.71	332.01	356.61	434.69	498.50
增长率(%)	89.32	46.45	7.41	21.90	14.68
EPS(元/股)	1.89	2.77	2.97	3.62	4.15
市盈率(P/E)	33.45	22.84	21.27	17.45	15.21
市净率(P/B)	3.76	3.32	3.00	2.68	2.39
市销率(P/S)	5.24	4.28	4.13	3.38	3.00
EV/EBITDA	23.12	13.43	14.01	11.20	10.06

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	有色金属/金属与材料
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	63.2元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	120.00
流通A股股本(百万股)	60.82
A股总市值(百万元)	7,584.00
流通A股市值(百万元)	3,843.57
每股净资产(元)	19.56
资产负债率(%)	19.39
一年内最高/最低(元)	89.80/50.50

作者

刘奕町 分析师
SAC 执业证书编号：S1110523050001
liuyiting@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《云路股份-年报点评报告:非晶供需双旺，出口占比持续提升》2024-04-03
- 《云路股份-季报点评:Q3业绩符合预期，非晶合金景气度延续》2023-11-02
- 《云路股份-半年报点评:Q2业绩超预期，非晶盈利能力持续提振》2023-09-02

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	86.27	87.67	148.15	396.67	413.42
应收票据及应收账款	490.49	615.78	711.90	908.04	1,196.12
预付账款	76.89	67.26	82.36	100.43	104.41
存货	123.65	139.01	146.44	201.47	188.88
其他	1,197.90	750.07	785.44	768.97	777.33
流动资产合计	1,975.19	1,659.79	1,874.29	2,375.58	2,680.17
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	441.49	397.15	347.45	297.75	248.05
在建工程	14.25	16.06	86.06	76.06	96.06
无形资产	40.22	69.47	67.15	64.83	62.51
其他	53.81	649.11	600.00	624.55	612.28
非流动资产合计	549.77	1,131.79	1,100.66	1,063.19	1,018.89
资产总计	2,524.96	2,791.58	2,974.95	3,438.77	3,699.06
短期借款	2.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	231.34	228.84	163.66	314.72	222.02
其他	136.91	140.40	180.96	184.46	194.86
流动负债合计	370.24	369.24	344.63	499.18	416.88
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	84.89	115.26	100.07	107.67	103.87
非流动负债合计	84.89	115.26	100.07	107.67	103.87
负债合计	506.19	509.46	444.70	606.84	520.74
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	120.00	120.00	120.00	120.00	120.00
资本公积	1,403.48	1,403.48	1,403.48	1,403.48	1,403.48
留存收益	495.29	758.64	1,006.68	1,308.42	1,654.80
其他	0.00	0.00	0.10	0.03	0.04
股东权益合计	2,018.77	2,282.12	2,530.25	2,831.93	3,178.32
负债和股东权益总计	2,524.96	2,791.58	2,974.95	3,438.77	3,699.06

现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	226.71	332.01	356.61	434.69	498.50
折旧摊销	40.82	54.31	52.02	52.02	52.02
财务费用	(8.77)	(3.45)	(2.01)	(4.64)	(6.89)
投资损失	(32.51)	(39.23)	(35.87)	(37.55)	(36.71)
营运资金变动	(48.01)	(919.35)	(166.92)	(116.56)	(360.97)
其它	(255.35)	795.05	0.00	0.00	0.00
经营活动现金流	(77.11)	219.35	203.85	327.97	145.95
资本支出	83.59	10.65	85.19	33.60	42.80
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	34.33	(154.74)	(119.32)	13.95	(26.09)
投资活动现金流	117.93	(144.09)	(34.13)	47.55	16.71
债权融资	11.69	7.33	(0.76)	6.02	6.20
股权融资	(68.70)	(102.00)	(108.48)	(133.02)	(152.11)
其他	15.00	15.60	0.00	0.00	(0.00)
筹资活动现金流	(42.01)	(79.07)	(109.23)	(127.00)	(145.91)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(1.20)	(3.81)	60.48	248.52	16.75

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	1,447.38	1,772.04	1,838.33	2,242.99	2,524.99
营业成本	1,059.34	1,231.73	1,284.55	1,565.62	1,756.60
营业税金及附加	6.82	12.79	12.87	15.70	17.67
销售费用	38.70	52.69	36.77	51.59	58.07
管理费用	36.08	33.01	40.44	49.35	53.02
研发费用	75.15	95.49	110.30	123.36	138.87
财务费用	(7.34)	(3.81)	(2.01)	(4.64)	(6.89)
资产/信用减值损失	(26.26)	(22.25)	(19.06)	(23.47)	(21.12)
公允价值变动收益	0.82	0.40	0.00	0.00	0.00
投资净收益	32.51	39.23	35.87	37.55	36.71
其他	(20.72)	(51.55)	(17.32)	(21.14)	(23.80)
营业利润	252.28	384.30	389.55	477.23	547.02
营业外收入	1.72	3.40	6.00	4.70	5.35
营业外支出	1.91	13.00	1.50	1.60	1.55
利润总额	252.10	374.70	394.05	480.33	550.82
所得税	25.39	42.69	37.43	45.63	52.33
净利润	226.71	332.01	356.61	434.69	498.50
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	226.71	332.01	356.61	434.69	498.50
每股收益(元)	1.89	2.77	2.97	3.62	4.15

主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	54.68%	22.43%	3.74%	22.01%	12.57%
营业利润	91.61%	52.33%	1.37%	22.51%	14.63%
归属于母公司净利润	89.32%	46.45%	7.41%	21.90%	14.68%
获利能力					
毛利率	26.81%	30.49%	30.12%	30.20%	30.43%
净利率	15.66%	18.74%	19.40%	19.38%	19.74%
ROE	11.23%	14.55%	14.09%	15.35%	15.68%
ROIC	34.04%	45.52%	33.39%	33.30%	37.19%
偿债能力					
资产负债率	20.05%	18.25%	14.95%	17.65%	14.08%
净负债率	-4.05%	-3.49%	-5.65%	-13.77%	-12.82%
流动比率	4.69	4.21	5.44	4.76	6.43
速动比率	4.39	3.86	5.01	4.36	5.98
营运能力					
应收账款周转率	3.44	3.20	2.77	2.77	2.40
存货周转率	13.75	13.49	12.88	12.89	12.94
总资产周转率	0.60	0.67	0.64	0.70	0.71
每股指标(元)					
每股收益	1.89	2.77	2.97	3.62	4.15
每股经营现金流	-0.64	1.83	1.70	2.73	1.22
每股净资产	16.82	19.02	21.09	23.60	26.49
估值比率					
市盈率	33.45	22.84	21.27	17.45	15.21
市净率	3.76	3.32	3.00	2.68	2.39
EV/EBITDA	23.12	13.43	14.01	11.20	10.06
EV/EBIT	25.74	14.91	15.83	12.39	11.02

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、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发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com