

云路股份 (688190)

2024Q3 点评：业绩保持平稳，结构继续优化

业绩概要：2024年前三季度公司实现营业收入13.9亿元(+6.5%)，实现归母净利润2.6亿元(+10.3%)，对应EPS为2.2元，扣非归母净利润2.5亿元(+16.4%)。2024Q3公司实现营业收入4.8亿元(同比+5.0%，环比+2.1%)，实现归母净利润0.96亿元(同比+29.7%，环比+5.0%)，扣非归母净利润0.95亿元(同比+38.9%，环比+7.0%)；

业绩保持稳定，盈利能力进一步改善：根据《2024年三季度全国电力供需形势分析预测报告》，前三季度国内电网完成投资3982亿元(+21.1%)，呈现较快增长态势。因此非晶合金需求整体呈现出良好态势。纳米晶及磁性粉末受到下游行业需求不振影响，整体保持平缓。综合来看，**收入层面**，公司前三季度保持了收入的稳健增长(+6.5%)，2024Q3公司实现收入4.8亿元，环比增加2.1%，我们推测主要系报告期内公司新增一条1.5万吨产线带来产量上升的同时，非晶合金价格略微下降所致；**盈利能力方面**，公司前三季度毛利率逐季提升(30.25%→30.26%→31.8%)，我们推测主要系公司非晶合金产品产销量逐渐提升、收入结构有所优化的同时，精益管理带来的盈利能力有所提升所致，体现出公司较强的产品竞争力和管理能力；

财务数据：公司报告期内持续投入研发，研发费用同比增长50.0%；财务费用三季度由负转正，推测与人民币升值带来的汇兑损益有关；截止报告期末，在建工程有所减少，而固定资产有所提升，我们判断是由于8月公司将非晶合金产线转固所致；应付票据逐季增加，体现出公司较强的议价能力；

产能持续投放，未来依然可期：随着公司三季度1.5万吨非晶合金产线的投产，公司产能已达10.5万吨，是国内头部非晶合金生产基地。而随着公司产量的提升，公司业绩也将迎来新的增长。随着新能源、电气化、AI算力带来的上网和用电需求持续对电网建设提出新的挑战，目前国内电网投资将依然保持较快增速，供给依然保持紧平衡状态，随着非晶合金立体卷变压器等一系列节能变压器在电网渗透率的进一步提升，我们判断公司仍有能力建设新产能以满足下游旺盛的需求。因此公司未来依然可期；

投资评级

买入

维持评级

2024年10月30日

收盘价(元): 76.42

公司基本数据

总股本(百万股)	120.00
总市值(百万)	9,170.40
流通股本(百万股)	60.82
流通市值(百万)	4,647.56
12月最高/最低价(元)	99.00/50.50
资产负债率(%)	20.16
每股净资产(元)	20.36
市盈率(TTM)	25.71
市净率(PB)	3.75
净资产收益率(%)	10.76

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 分析师
SAC执业证书: S0640524090001
邮箱: wangyjsh@avicsec.com

相关研究报告

2024年中报点评：业绩稳增，期待产能释放 — 2024-09-02

2023年报点评：盈利性提升，非晶龙头地位稳固 — 2024-04-07

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

海外需求值得关注：目前欧洲、美国等发达国家纷纷发布自己的电网投资计划，印度、越南以及其他不发达国家和地区依然需要大量的电网建设以满足经济发展的需求，与此同时，海外竞争对手在成本管控、市场拓展、技术服务等方面与国内头部企业存在一定差距，因此，我们认为云路股份作为非晶合金龙头，将进一步拓展其在海外市场的市占率；

2022 年报点评：非晶量价齐升，产能打开新局面 —2023-04-03

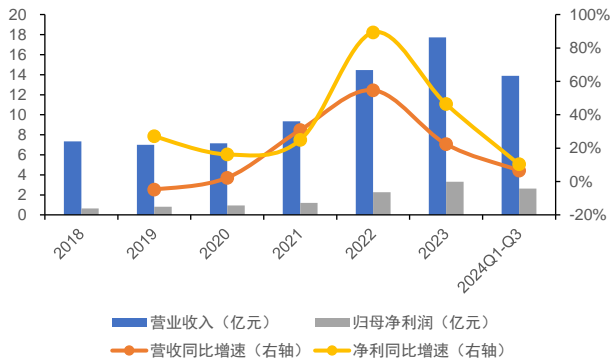
投资建议：公司作为非晶合金、纳米晶及磁粉芯生产企业，紧紧抓住新能源革命和 AI 浪潮中对于节能变压器的需求，在电网投资快速增长的背景下，业绩增长稳定。8 月份内延外伸的新规划产线投产，产能打开天花板，预计公司业绩将保持稳健增长。我们预计公司 2024-2026 年实现收入 18.6 亿元、20.4 亿元、23.7 亿元，同比增长 5.1%、9.9%、15.6%，实现归母净利润 3.7 亿元、4.4 亿元、5.4 亿元，同比增长 11.4%、20.0%、21.4%，对应 PE 25X、21X、17X，维持“买入”评级。

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

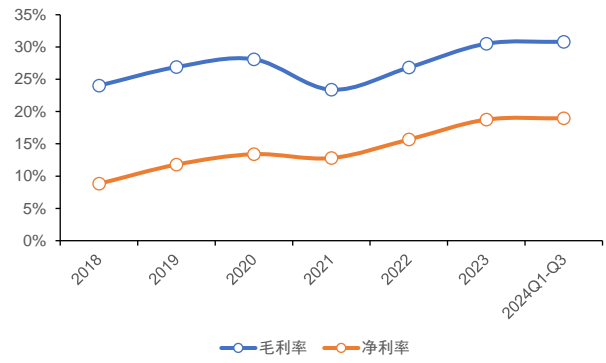
盈利预测

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	1,447	1,772	1,863	2,047	2,366
增速（%）	54.68%	22.43%	5.14%	9.85%	15.62%
归母净利润（百万元）	227	332	370	444	539
增速（%）	89.32%	46.45%	11.43%	20.04%	21.41%
每股收益（元）	1.89	2.77	3.08	3.70	4.49
市盈率（倍）	40.45	27.62	24.79	20.65	17.01

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

	2024Q3	2024Q2	2024Q1	2023Q4	2023Q3	2023Q2	2023Q1	2022Q4
营业收入(百万元)	478	468	443	469	455	463	385	417
营业成本(百万元)	326	326	309	319	319	321	273	298
销售费用率	2.8%	2.7%	2.3%	3.4%	2.7%	3.3%	2.3%	3.0%
管理费用率	2.0%	1.8%	2.5%	2.0%	1.6%	1.9%	2.0%	1.7%
财务费用率	0.1%	-0.5%	-0.2%	-0.1%	-0.1%	-1.4%	0.8%	0.8%
研发费用率	6.5%	6.9%	6.1%	7.5%	5.4%	4.9%	3.4%	3.0%
资产减值损失(百万元)	0.00	0.18	8.36	-3.06	14.55	0.18	0.80	5.80
利润总额(百万元)	107	101	85	103	84	104	83	85
所得税费用(百万元)	11	10	10	10	10	13	10	10
归母净利润(百万元)	96	91	76	94	74	91	73	75
扣非归母净利润(百万元)	95	89	69	89	68	83	65	69
EPS(元)	0.80	0.76	0.63	0.78	0.62	0.76	0.61	0.63
毛利率	31.8%	30.3%	30.2%	32.0%	29.9%	30.7%	29.1%	28.7%
期间费用率	11.4%	10.9%	10.6%	12.8%	9.7%	8.7%	8.5%	8.5%
所得税率	10.5%	9.9%	11.2%	9.4%	11.5%	12.8%	12.0%	11.2%
净利润率	20.1%	19.5%	17.1%	20.0%	16.3%	19.6%	19.1%	18.1%

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	869.41	976.32	1139.90	营业收入	935.75	1447.38	1772.04	1863.12	2046.60	2366.25
应收票据及账款	366.48	542.09	658.41	737.59	785.56	940.01	营业成本	717.02	1059.34	1231.73	1317.68	1429.55	1633.45
预付账款	45.91	76.89	67.26	76.57	84.11	97.24	税金及附加	4.50	6.82	12.79	8.38	9.21	10.62
其他应收款	1.39	1.38	2.65	5.10	3.36	4.93	销售费用	19.51	38.70	52.69	50.30	54.44	61.52
存货	86.82	123.65	139.01	157.58	172.80	181.52	管理费用	26.90	36.08	33.01	37.26	37.66	41.41
其他流动资产	1275.94	1144.92	704.79	372.62	368.39	378.60	研发费用	52.96	75.15	95.49	102.47	110.52	127.78
流动资产总计	1875.74	1975.19	1659.79	2518.87	2740.54	3142.20	财务费用	2.65	-7.34	-3.81	-0.06	-2.21	-2.92
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	-1.86	-1.02	-1.18
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	-1.86	-2.05	-0.92
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
非流动资产合计	422.42	549.77	1131.79	739.15	830.78	884.19	其他收益	18.36	6.53	16.70	25.00	32.00	35.00
资产总计	2298.16	2524.96	2791.58	3258.02	3571.32	4026.38	营业利润	131.66	252.28	384.30	409.35	492.37	597.18
短期借款	0.00	2.00	0.00	0.00	0.00	0.00	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	288.81	332.91	366.98	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	211.09	232.94	254.35	其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	431.13	421.31	394.20	499.89	570.85	621.33	利润总额	132.63	252.10	374.70	411.05	493.41	599.00
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	41.10	49.34	59.91
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	369.94	444.07	539.15
非流动负债合计	35.06	84.89	115.26	228.15	172.97	216.32	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
负债合计	466.19	506.19	509.46	728.04	743.82	837.65	归属母公司股东净产	119.75	226.71	332.01	369.94	444.07	539.15
股本	120.00	120.00	120.00	120.00	120.00	120.00	EBITDA	163.76	285.58	425.20	516.73	639.77	783.62
资本公积	1403.48	1403.48	1403.48	1403.48	1403.48	1403.48	NOPLAT	119.71	219.49	337.74	367.46	439.34	533.92
留存收益	308.49	495.29	758.64	1006.50	1304.03	1665.26	EPS(元)	1.00	1.89	2.77	3.08	3.70	4.45
归属母公司权益	1831.96	2018.77	2282.12	2529.98	2827.50	3188.73							
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00							
股东权益合计	1831.96	2018.77	2282.12	2529.98	2827.50	3188.73							
负债和股东权益合计	2298.16	2524.96	2791.58	3258.02	3571.32	4026.38							
							主要财务比率						
							会计年度	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
							成长能力						
							营收增长率	30.82%	54.68%	22.43%	5.14%	9.85%	15.62%
							营业利润增长率	24.06%	91.61%	52.33%	6.52%	20.28%	21.29%
							EBIT增长率	17.82%	80.93%	51.53%	10.81%	19.52%	21.36%
							EBITDA增长率	17.42%	74.39%	48.89%	21.52%	23.81%	22.49%
							归母净利润增长率	24.94%	89.32%	46.45%	11.43%	20.04%	21.41%
							经营现金流增长率	-26.34%	-218.72%	373.63%	23.70%	107.36%	-4.13%
							盈利能力						
							毛利率	23.37%	26.81%	30.49%	29.28%	30.15%	30.97%
							净利率	12.80%	15.66%	18.74%	19.86%	21.70%	22.79%
							营业利润率	14.07%	17.43%	21.69%	21.97%	24.06%	25.24%
							ROE	6.54%	11.23%	14.55%	14.62%	15.71%	16.91%
							ROA	5.21%	8.98%	11.89%	11.35%	12.43%	13.39%
							ROIC	25.44%	28.68%	37.27%	20.16%	20.62%	22.82%
							估值倍数						
							P/E	76.58	40.45	27.62	24.79	20.65	17.01
							P/S	9.80	6.34	5.18	4.92	4.48	3.88
							P/B	5.01	4.54	4.02	3.62	3.24	2.88
							股息率	0.43%	0.75%	1.11%	1.33%	1.60%	1.94%
							EV/EBIT	-7.89	-4.55	-1.24	21.34	17.68	14.41
							EV/EBITDA	-6.51	-3.90	-1.08	16.97	13.57	10.90
							EV/NOPLAT	-8.91	-5.07	-1.36	23.87	19.76	16.05

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。
增持: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 5%~10%之间。
持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~+5%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送发或为任何就送发、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、内容或其复印本给予任何其他人。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。

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致。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