

云路股份（688190）

2024 年报点评：行稳致远，厚积薄发

业绩点评：公司 2024 年实现营业收入 19.00 亿元（+7.24%），实现归母净利润 3.61 亿元（+8.73%），对应 EPS 为 3.01 元，扣非净利润为 3.44 亿元（+12.59%）。全年累计分红 1.12 亿元，按 2025 年 3 月 28 日收盘价 102.68 元/股计算，股息率为 0.91%。2024Q4 公司实现营业收入 5.12 亿元（同比+9.16%，环比+7.22%），实现归母净利润 0.98 亿元（同比+4.65%，环比+2.33%），实现扣非净利润 0.92 亿元（同比+3.43%，环比-3.15%）；

行稳致远，公司业绩保持稳健：非晶合金行业在电网电力设备建设高增的背景下保持较好的发展态势，国内节能配电变压器的采购量带动了非晶合金带材的需求，与此同时，海外地区如印度、韩国等对非晶合金带材的销量和规模快速增长，公司作为国内最大的非晶合金带材供应商，充分受益于节能变压器的需求增长，2024 年非晶合金板块实现营业收入 14.20 亿元（+3.8%），毛利率 35.68%（+1.48pcts），主要系公司新建产线投放带来的销量的增长 9.62 万吨（+10.27%），与此同时产能利用率的提升摊薄了折旧费用；**纳米晶业务**主要客户所在的家电行业整体仍处于弱复苏阶段，公司产品在家电行业市场份额稳定提升，与此同时，公司与终端客户联动开发，制定新能源汽车用纳米晶材料方案，助推下游技术迭代，报告期内纳米晶板块实现营收 3.05 亿元（+34.71%），毛利率 16.49%（-2.94pcts），我们推测主要系公司 2024 年纳米晶产线达到预定可使用状态，折旧增加较多，公司优先满足产销需求（产量 6926 吨（+31.31%），销量 6875 吨（+35.87%））所致，实现了纳米晶销售额的快速增长；**磁性粉末方面**，公司持续增加对磁性粉末行业的投入，产能逐年提升，已取得终端行业头部企业的合格供方认证，2024 年实现营业收入 1.42 亿元（-0.51%），毛利率 7.25%（-3.91pcts），量增（销量 8771 吨（+20.7%））价减（1.61 万/吨（-17.6%）），主要系公司作为新进入者以价换量，毛利率有所下降。Q4 来看，公司营业收入和净利润均环比有所提升，我们推测主要系公司新产线产能的爬坡以及综合费用率的下降所致；

投资评级

增持

下调评级

2025 年 03 月 31 日

收盘价(元):

102.20

公司基本数据

总股本(百万股)	120.00
总市值(百万)	12,264.00
流通股本(百万股)	120.00
流通市值(百万)	12,264.00
12 月最高/最低价(元)	131.50/58.18
资产负债率(%)	20.26
每股净资产(元)	20.88
市盈率(TTM)	34.00
市净率(PB)	4.90
净资产收益率(%)	14.41

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

2024Q3 点评：业绩保持平稳，结构继续优化
—2024-11-02

2024 年中报点评：业绩稳增，期待产能释放
—2024-09-02

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

财务数据：报告期内，应收款项融资增加 155.90%，主要系银行承兑汇票方式回款较多所致；预付款项增加较多，主要系公司战略性增加备货所致；在建工程变动较大，主要系公司在建产线增加较多所致；

2023 年报点评：盈利性提升，非晶龙头地位稳固 —2024-04-07

夸克电机助力公司开拓新能源汽车电机新空间：根据广汽埃安数据显示，采用非晶合金带材制造的夸克电驱定子件，在电池容量不变的情况下，能够增加续航 50-150 公里，大大助力了电机效率提升。我们判断，夸克电驱的推广将有效的打开公司非晶带材在新能源汽车上的应用空间；

及时调整募投项目，公司新产能规划贡献增量：根据 2025 年 1 月 28 日公告，公司拟对纳米晶带材产业化项目结项，并将适用于合金粉末产业化项目及非晶合金闭口立体卷产业化项目的募集资金变更至“新能源用软磁粉末建设项目”及“新能源用高端软磁粉末产线一期项目”，变更后，公司未来将继续投放 2 条气雾化产线和 2 条非晶合金带材产线（1.5 万吨/线，其中 1 条产线已完成建设），项目建成后将打开公司在新能源领域的增长空间；

投资建议：公司作为非晶合金、纳米晶以及磁性粉末均有涉足的龙头企业，紧抓新能源行业发展机遇，在高效变压器、夸克电驱以及无线充电等领域积极拓展市场空间。公司在建产能投产将打开市场空间，预计 2025-2027 年实现营业收入 20.60 亿元、23.66 亿元、25.05 亿元，同比增长 8.38%、14.85%、5.89%，实现归母净利润 4.44 亿元、5.40 亿元、5.54 亿元，同比增长 22.99%、21.60%、2.57%，对应 PE 为 28X、23X、22X，给予“增持”评级。

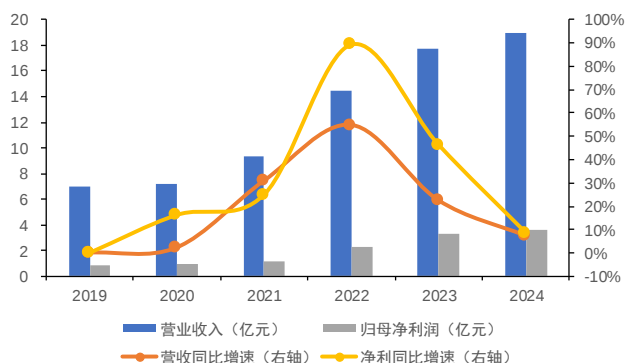
风险提示：上游原材料价格波动风险，下游需求放缓风险，产能投放不及预期风险。

盈利预测

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	1,772	1,900	2,060	2,366	2,505
增速（%）	22.43%	7.24%	8.38%	14.85%	5.89%
归母净利润（百万元）	332	361	444	540	554
增速（%）	46.45%	8.73%	22.99%	21.60%	2.57%
每股收益（元）	2.77	3.01	3.70	4.50	4.61
市盈率（倍）	36.94	33.97	27.62	22.72	22.15

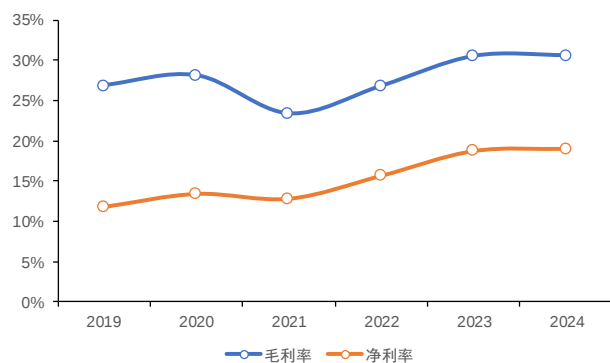
数据来源：iFinD，中航证券研究所

图1 营业收入、归母净利润及其同比增速



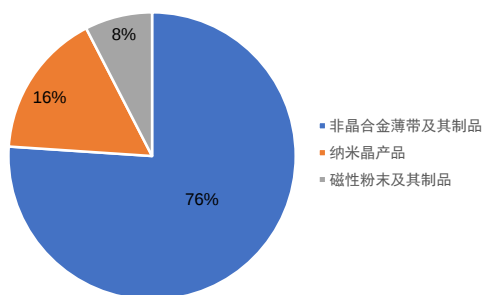
资料来源：iFinD，中航证券研究所

图2 销售毛利率和净利率



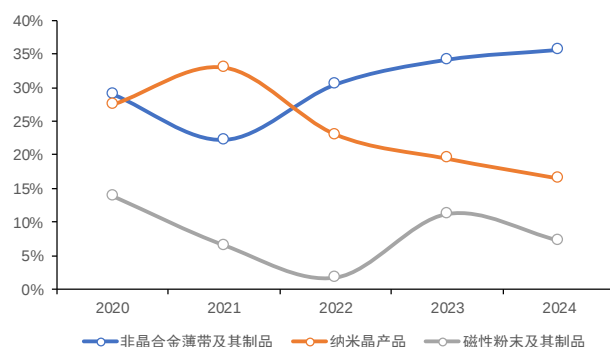
资料来源：iFinD，中航证券研究所

图3 各业务收入结构占比



资料来源：iFinD，中航证券研究所

图4 各业务毛利率情况



资料来源：iFinD，中航证券研究所

图5 项目变更情况

原项目名称	产能规划	原项目建设情况	变更后项目名称	现项目产能规划	项目建设情况
高性能超薄纳米晶带材及其器材产业化项目	5000吨级年生产规模	两条新建，预计2025年6月达到预定可使用状态	/	一条新建+一条改造	已结项
高品质合金粉末制品产业化项目	2条气雾化粉末生产线，3条水雾化生产线	已完成2条气雾化线+1条水雾化线，预计2025年6月达到预定可使用状态	新能源领域高性能软磁粉末建设项目	新增2条气雾化粉末产线，50000吨	建设期1.5年
万吨级新一代高性能高可靠非晶合金闭口立体卷产业化项目	万吨级	终止建设	新能源领域用高端软磁材料及器材生产线一期建设项目	两条非晶合金带材生产线，年设计产能1.5万吨/年	已完成1条产线建设，建设期2年

资料来源：iFinD，中航证券研究所

图6 分季度数据

	2024Q4	2024Q3	2024Q2	2024Q1	2023Q4	2023Q3	2023Q2	2023Q1
营业收入(百万元)	512	478	468	443	469	455	463	385
营业成本(百万元)	358	326	326	309	319	319	321	273
销售费用率	1.8%	2.8%	2.7%	2.3%	3.4%	2.7%	3.3%	2.3%
管理费用率	1.5%	2.0%	1.8%	2.5%	2.0%	1.6%	1.9%	2.0%
财务费用率	-0.8%	0.1%	-0.5%	-0.2%	-0.1%	-0.1%	-1.4%	0.8%
研发费用率	4.6%	6.5%	6.9%	6.1%	7.5%	5.4%	4.9%	3.4%
资产减值损失(百万元)	4.46	0.00	0.18	8.36	-3.06	14.55	0.18	0.80
利润总额(百万元)	114	107	101	85	103	84	104	83
所得税费用(百万元)	16	11	10	10	10	10	13	10
归母净利润(百万元)	98	96	91	76	94	74	91	73
扣非归母净利润(百万元)	92	95	89	69	89	68	83	65
EPS(元)	0.82	0.80	0.76	0.63	0.78	0.62	0.76	0.61
毛利率	30.0%	31.8%	30.3%	30.2%	32.0%	29.9%	30.7%	29.1%
期间费用率	7.1%	11.4%	10.9%	10.6%	12.8%	9.7%	8.7%	8.5%
所得税率	14.2%	10.5%	9.9%	11.2%	9.4%	11.5%	12.8%	12.0%
净利润率	19.2%	20.1%	19.5%	17.1%	20.0%	16.3%	19.6%	19.1%

资料来源: iFinD, 中航证券研究所

图7 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	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	会计年度	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	86.27	87.67	120.51	823.83	946.20	1001.93	营业收入	1447.38	1772.04	1900.25	2059.57	2365.51	2504.83
应收票据及账款	542.09	658.41	803.11	818.18	965.65	981.35	营业成本	1059.34	1231.73	1319.24	1418.88	1616.02	1717.82
预付账款	76.89	67.26	142.83	152.35	162.02	157.84	税金及附加	6.82	12.79	13.50	14.42	16.32	17.03
其他应收款	1.38	2.65	3.18	5.64	3.89	5.22	销售费用	38.70	52.69	45.01	47.78	53.22	57.61
存货	123.65	139.01	125.77	132.17	146.11	150.60	管理费用	36.08	33.01	36.43	39.13	43.76	47.09
其他流动资产	1144.92	704.79	399.16	123.57	165.59	177.84	研发费用	75.15	95.49	113.79	119.46	131.29	140.27
流动资产总计	1975.19	1659.79	1594.56	2325.75	2689.45	2804.78	财务费用	-7.34	-3.81	-6.67	10.50	22.04	18.48
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	-20.26	-12.46	-13.00	-2.06	0.00	-1.25
固定资产	474.09	450.45	533.70	642.06	778.01	737.82	信用减值损失	-6.00	-9.79	-5.03	-2.06	0.00	-1.00
在建工程	14.25	16.06	55.28	227.64	75.00	75.00	其他经营损益	0.00	-0.00	-0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	40.22	69.47	72.18	97.65	153.12	193.59	投资收益	32.51	39.23	38.56	45.00	55.00	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	0.82	0.40	-2.88	3.00	2.00	1.00
其他非流动资产	21.20	595.81	885.68	845.00	945.00	1045.00	资产处置收益	0.06	0.08	-0.56	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	549.77	1131.79	1546.83	1812.35	1951.13	2051.41	其他收益	6.53	16.70	7.15	30.00	45.00	35.00
资产总计	2524.96	2791.58	3141.39	4138.10	4640.58	4856.19	营业利润	252.28	384.30	403.19	483.29	584.85	609.28
短期借款	2.00	0.00	0.00	508.32	600.16	367.08	营业外收入	1.72	3.40	7.36	10.00	15.00	6.00
应付票据及账款	231.34	228.84	370.33	396.51	460.46	498.87	营业外支出	1.91	13.00	2.52	0.00	0.00	0.00
其他流动负债	187.97	165.37	122.28	144.02	174.01	175.47	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	421.31	394.20	492.61	1048.85	1234.63	1041.42	利润总额	252.10	374.70	408.03	493.29	599.85	615.28
长期借款	28.06	43.60	35.89	36.70	31.70	24.49	所得税	25.39	42.69	47.05	49.33	59.98	61.53
其他非流动负债	56.82	71.65	107.80	250.00	210.00	255.00	净利润	226.71	332.01	360.98	443.96	539.86	553.75
非流动负债合计	84.89	115.26	143.68	286.70	241.70	279.49	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
负债合计	506.19	509.46	636.29	1335.55	1476.32	1320.92	归属母公司股东净利	226.71	332.01	360.98	443.96	539.86	553.75
股本	120.00	120.00	120.00	120.00	120.00	120.00	EBITDA	285.58	425.20	459.63	642.59	823.11	873.48
资本公积	1403.48	1403.48	1403.48	1403.48	1403.48	1403.48	NOPLAT	219.49	337.74	353.84	441.71	544.40	564.08
留存收益	495.29	758.64	981.62	1279.07	1640.78	2011.79	EPS(元)	1.89	2.77	3.01	3.70	4.50	4.61
归属母公司权益	2018.77	2282.12	2505.10	2802.55	3164.26	3535.27	主要财务比率						
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	会计年度	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
股东权益合计	2018.77	2282.12	2505.10	2802.55	3164.26	3535.27	成长能力						
负债和股东权益合计	2524.96	2791.58	3141.39	4138.10	4640.58	4856.19	营收增长率	54.68%	22.43%	7.24%	8.38%	14.85%	5.89%
现金流量表							营业利润增长率	91.61%	52.33%	4.91%	19.87%	21.01%	4.18%
会计年度	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	EBIT增长率	80.93%	51.53%	8.21%	25.52%	23.44%	1.91%
税后经营利润	226.71	332.01	360.98	364.76	434.56	453.85	EBITDA增长率	74.39%	48.89%	8.10%	39.81%	28.09%	6.12%
折旧与摊销	40.82	54.31	58.27	138.81	201.22	239.72	归母净利增长率	89.32%	46.45%	8.73%	22.99%	21.60%	2.57%
财务费用	-7.34	-3.81	-6.67	10.50	22.04	18.48	经营现金流增长率	-218.72%	373.63%	-35.90%	316.51%	4.96%	27.11%
投资损失	-32.51	-39.23	-38.56	-45.00	-55.00	-69.00	盈利能力						
营运资金变动	-326.46	-160.61	-271.45	18.45	-116.89	10.78	毛利率	26.81%	30.49%	30.58%	31.11%	31.68%	31.42%
其他经营现金流	20.42	31.76	34.88	85.00	115.00	110.00	净利率	15.66%	18.74%	19.00%	21.56%	22.82%	22.11%
经营性现金流量	-78.37	214.44	137.45	572.51	600.93	763.83	营业利润率	17.43%	21.69%	21.22%	23.47%	24.72%	24.32%
资本支出	18.79	49.51	12.79	347.80	280.00	195.00	ROE	11.23%	14.55%	14.41%	15.84%	17.06%	15.66%
长期投资	158.43	-79.85	64.91	0.00	0.00	0.00	ROA	8.98%	11.89%	11.49%	10.73%	11.63%	11.40%
其他投资现金流	-21.71	-14.72	-36.14	-23.52	-35.20	-121.60	ROIC	28.68%	37.27%	19.41%	19.45%	17.68%	16.13%
投资性现金净流量	117.93	-144.09	15.98	-371.31	-315.20	-316.60	估值倍数						
短期借款	2.00	-2.00	0.00	508.32	91.84	-233.08	P/E	54.10	36.94	33.97	27.62	22.72	22.15
长期借款	28.03	15.54	-7.71	0.81	-5.00	-7.20	P/S	8.47	6.92	6.45	5.95	5.18	4.90
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	P/B	6.07	5.37	4.90	4.38	3.88	3.47
资本公积增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	股息率	0.56%	0.83%	0.29%	1.19%	1.45%	1.49%
其他筹资现金流	-72.04	-92.61	-137.20	-7.01	-250.20	-151.22	EV/EBIT	-4.55	21.94	26.92	24.89	20.26	19.45
筹资性现金净流量	-42.01	-79.07	-144.92	502.12	-163.36	-391.50	EV/EBITDA	-3.90	19.14	23.51	19.52	15.30	14.11
现金流量净额	7.14	-3.27	18.30	703.32	122.38	55.73	EV/NOPLAT	-5.07	24.09	30.54	28.39	23.14	21.85

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:

陈艺丹, 18611188969, chenyd@avicsec.com, S0640125020003

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

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