

云路股份（688190）

行业竞争加剧影响利润，仍看好非晶电机新场景成长空间

三季报业绩：25 年前三季度实现营收 14.58 亿元，yoy+5.03%；归母净利润 2.50 亿元，yoy-4.96%；扣非净利润 2.41 亿元，yoy-4.27%。其中，Q3 实现营收 4.72 亿元，yoy-1.2%，环比-16.4%；归母净利润 0.8 亿元，yoy-16.2%，环比-11.3%；扣非归母净利润 0.76 亿元，yoy-20.2%，环比-14%。

产能释放进展良好，竞争加剧下业绩受影响

营收端，25 年前三季度实现营收 14.58 亿元，yoy+5.03%，Q3 单季度实现 4.72 亿元，yoy-1.2%，环比-16.4%。**盈利端，**公司 25Q3 毛利率 26.84%，同环比-4.96/-2.01pct；期间费用率 10.4%，环比+1.0pct，主要系研发费用率上升；最终录得净利率 17.01%，同环比-3.06/+0.97pct。全球电气化进程带动软磁材料市场需求扩大、行业景气度不断攀升，但向好态势也吸引众多参与者入局，导致行业市场竞争日趋激烈，公司依托产能释放实现营收增长，但因竞争加剧下毛利率下降，导致利润增幅低于收入增幅。

非晶电机打开成长空间，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。公司国际化战略成效显著，非晶产品已远销印度、韩国等 30 余个国家，非晶合金产品境外销量和规模快速增长。在工业、建筑、轨道交通、数据中心等领域，公司实现非晶规模化应用突破，非晶干式变压器市场销售量同比+50%以上。**新应用领域方面，**广汽昊铂 HL 搭载非晶电机，据非晶中国大数据中心显示，这是全球第一款量产上路的非晶驱动电机，有望成为非晶增长新引擎。目前，公司已成为全球最大的非晶合金薄带供应商，年设计产能达到 10.5 万吨，全球化布局逐步完善，有望充分受益非晶成长空间。

纳米晶&磁粉板块：公司持续增加纳米晶、磁粉在新产品领域的产能布局，在全球家电市场份额稳定提升的同时，新产品在光储、新能源汽车等领域的客户认证、市场开拓有序推进。24 年纳米晶和磁粉产量大幅提升，静待产能进一步释放与产品拓展带来盈利提升。

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 25-27 年归母净利润分别为 3.64/3.99/4.35 亿元（前值为 4.31/4.81/5.16 亿元，考虑行业竞争加剧和公司经营情况调整盈利预测），对应最新收盘价 PE 分别为 34/31/29X，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	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	1,772.04	1,900.25	2,047.18	2,194.68	2,358.18
增长率(%)	22.43	7.24	7.73	7.21	7.45
EBITDA(百万元)	548.21	593.03	491.89	535.59	578.32
归属母公司净利润(百万元)	332.01	360.98	364.31	398.89	434.90
增长率(%)	46.45	8.73	0.92	9.49	9.03
EPS(元/股)	2.77	3.01	3.04	3.32	3.62
市盈率(P/E)	37.46	34.45	34.14	31.18	28.60
市净率(P/B)	5.45	4.96	4.51	4.10	3.73
市销率(P/S)	7.02	6.54	6.08	5.67	5.27
EV/EBITDA	13.43	16.41	22.27	20.16	18.16

资料来源：wind，天风证券研究所

证券研究报告

2025 年 11 月 04 日

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	103.64 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)	120.00
A 股总市值(百万元)	12,436.80
流通 A 股市值(百万元)	12,436.80
每股净资产(元)	22.34
资产负债率(%)	22.26
一年内最高/最低(元)	131.50/75.25

作者

刘奕町	分析师
SAC 执业证书编号：S1110523050001	
liuyiting@tfzq.com	
吴亚宁	联系人
wuyanning@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 1 《云路股份-年报点评报告:业绩符合预期，看好非晶电机新场景成长空间》
2025-04-04
- 2 《云路股份-季报点评:Q3 营收利润双增长，非晶新产线贡献增量》
2024-11-01
- 3 《云路股份-半年报点评:业绩基本符合预期，静待 H2 非晶新产能释放》
2024-09-02

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	87.67	120.51	509.49	594.33	926.19
应收票据及应收账款	615.78	694.01	650.54	826.54	741.43
预付账款	67.26	142.83	59.64	172.29	66.76
存货	139.01	125.77	177.60	140.34	202.03
其他	750.07	511.44	513.69	513.84	513.13
流动资产合计	1,659.79	1,594.56	1,910.95	2,247.33	2,449.54
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	397.15	494.59	527.75	555.91	531.57
在建工程	16.06	55.28	75.28	85.28	75.28
无形资产	69.47	72.18	84.78	90.29	98.48
其他	649.11	924.79	791.15	860.07	825.61
非流动资产合计	1,131.79	1,546.83	1,478.96	1,591.55	1,530.94
资产总计	2,791.58	3,141.39	3,389.91	3,838.88	3,980.47
短期借款	0.00	0.00	80.00	80.00	80.00
应付票据及应付账款	228.84	370.33	236.31	440.65	265.97
其他	165.37	122.28	187.00	148.75	167.82
流动负债合计	394.20	492.61	503.31	669.40	513.79
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	115.26	143.68	129.47	136.58	133.02
非流动负债合计	115.26	143.68	129.47	136.58	133.02
负债合计	509.46	636.29	632.78	805.98	646.82
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	758.64	981.62	1,233.65	1,509.42	1,810.18
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	2,282.12	2,505.10	2,757.13	3,032.90	3,333.66
负债和股东权益总计	2,791.58	3,141.39	3,389.91	3,838.88	3,980.47

现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	332.01	360.98	364.31	398.89	434.90
折旧摊销	54.31	58.27	70.21	75.68	78.81
财务费用	(3.45)	2.88	(6.14)	(6.58)	(7.07)
投资损失	(39.23)	(38.56)	(38.90)	(38.73)	(38.81)
营运资金变动	(919.35)	(532.29)	121.34	(146.57)	4.61
其它	795.05	292.79	0.00	0.00	0.00
经营活动现金流	219.35	144.08	510.82	282.69	472.43
资本支出	10.65	169.20	150.19	112.23	56.21
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(154.74)	(153.22)	(247.27)	(192.85)	(70.06)
投资活动现金流	(144.09)	15.98	(97.08)	(80.61)	(13.85)
债权融资	7.33	3.91	87.52	5.89	7.42
股权融资	(102.00)	(111.60)	(112.28)	(123.13)	(134.14)
其他	15.60	(37.22)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(79.07)	(144.92)	(24.76)	(117.23)	(126.72)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(3.81)	15.14	388.98	84.84	331.86

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	1,772.04	1,900.25	2,047.18	2,194.68	2,358.18
营业成本	1,231.73	1,319.24	1,465.70	1,559.71	1,666.74
营业税金及附加	12.79	13.50	14.54	15.59	16.75
销售费用	52.69	45.01	47.09	50.48	54.24
管理费用	33.01	36.43	39.25	42.07	45.21
研发费用	95.49	113.79	110.55	118.51	127.34
财务费用	(3.81)	(6.67)	(6.14)	(6.58)	(7.07)
资产/信用减值损失	(22.25)	(18.03)	(20.14)	(19.09)	(19.61)
公允价值变动收益	0.40	(2.88)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	39.23	38.56	38.90	38.73	38.81
其他	16.79	6.59	11.93	9.54	10.73
营业利润	384.30	403.19	406.88	444.08	484.90
营业外收入	3.40	7.36	5.38	6.37	5.88
营业外支出	13.00	2.52	2.00	2.26	2.13
利润总额	374.70	408.03	410.26	448.19	488.65
所得税	42.69	47.05	45.95	49.30	53.75
净利润	332.01	360.98	364.31	398.89	434.90
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	332.01	360.98	364.31	398.89	434.90
每股收益（元）	2.77	3.01	3.04	3.32	3.62

主要财务比率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	22.43%	7.24%	7.73%	7.21%	7.45%
营业利润	52.33%	4.91%	0.92%	9.14%	9.19%
归属于母公司净利润	46.45%	8.73%	0.92%	9.49%	9.03%
获利能力					
毛利率	30.49%	30.58%	28.40%	28.93%	29.32%
净利率	18.74%	19.00%	17.80%	18.18%	18.44%
ROE	14.55%	14.41%	13.21%	13.15%	13.05%
ROIC	45.52%	33.40%	29.78%	30.59%	30.50%
偿债能力					
资产负债率	18.25%	20.26%	18.67%	21.00%	16.25%
净负债率	-3.49%	-4.60%	-15.34%	-16.76%	-25.19%
流动比率	4.21	3.24	3.80	3.36	4.77
速动比率	3.86	2.98	3.44	3.15	4.37
营运能力					
应收账款周转率	3.20	2.90	3.05	2.97	3.01
存货周转率	13.49	14.35	13.50	13.81	13.78
总资产周转率	0.67	0.64	0.63	0.61	0.60
每股指标（元）					
每股收益	2.77	3.01	3.04	3.32	3.62
每股经营现金流	1.83	1.20	4.26	2.36	3.94
每股净资产	19.02	20.88	22.98	25.27	27.78
估值比率					
市盈率	37.46	34.45	34.14	31.18	28.60
市净率	5.45	4.96	4.51	4.10	3.73
EV/EBITDA	13.43	16.41	22.27	20.16	18.16
EV/EBIT	14.91	18.19	25.97	23.48	21.02

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