

## 联合研究 | 公司点评 | 云路股份（688190.SH）

# 下游需求略有波动，毛利率稍显承压

### 报告要点

公司发布 2025 年三季报。公司 2025 前三季度营业收入 14.6 亿元，同比+5.0%；归母净利润 2.5 亿元，同比-5.0%；扣非净利润 2.4 亿元，同比-4.3%。单季度看，公司 2025Q3 营业收入 4.7 亿元，同比-1.2%，环比-16.4%；归母净利润 0.8 亿元，同比-16.2%，环比-11.3%；扣非净利润 0.8 亿元，同比-20.2%，环比-14.0%。

### 分析师及联系人



王鹤涛

SAC: S0490512070002  
SFC: BQT626



邬博华

SAC: S0490514040001  
SFC: BQK482



许红远

SAC: S0490520080021



司鸿历

SAC: S0490520080002  
SFC: BVD284



袁澎

SAC: S0490524010001

云路股份 (688190.SH)

2025-11-17

联合研究 | 公司点评

投资评级 买入 | 维持

## 下游需求略有波动，毛利率稍显承压

### 事件描述

公司发布 2025 年三季报。公司 2025 前三季度营业收入 14.6 亿元，同比+5.0%；归母净利润 2.5 亿元，同比-5.0%；扣非净利润 2.4 亿元，同比-4.3%。单季度看，公司 2025Q3 营业收入 4.7 亿元，同比-1.2%，环比-16.4%；归母净利润 0.8 亿元，同比-16.2%，环比-11.3%；扣非净利润 0.8 亿元，同比-20.2%，环比-14.0%。

### 事件评论

- 收入端，公司三季度收入小幅下滑，预计主要因变压器下游需求节奏稍有变化，影响了非晶的出货量。
- 毛利端，公司 2025 前三季度毛利率达 28.52%，同比-2.26pct；2025Q3 单季度毛利率达 26.84%，同比-4.96pct，环比-2.01pct。我们预计主要因非晶价格受硅钢价格影响，环比有所下降，最终毛利率稍有承压。
- 费用端，公司 2025 前三季度四项费用率达 9.81%，同比-1.16pct，其中销售费率达 1.80%，同比-0.78pct；管理费率达 2.17%，同比+0.10pct；研发费率达 5.86%，同比-0.66pct；财务费率达-0.02%，同比+0.18pct。2025Q3 单季度四项费用率达 10.38%，同比-1.00pct，环比+1.01pct，其中销售费率达 1.74%，同比-1.03pct，环比+0.02pct；管理费率达 2.33%，同比+0.34pct，环比+0.36pct；研发费率达 6.05%，同比-0.48pct，环比+0.47pct；财务费率达 0.27%，同比+0.18pct，环比+0.17pct。公司在费用方面控制成效较为出色，最终缓解了利润下滑的幅度。
- 其他方面，公司 2025Q3 末存货达 2.08 亿元，同比+38.6%，环比上季度末+17.6%。公司 2025Q3 末合同负债达 0.18 亿元，同比+19.9%，环比上季度末+181.6%。公司 2025Q3 末资产负债率达 22.26%，同比+2.10pct，环比+0.75pct。公司 2025 前三季度经营净现金流达 0.31 亿元，同比-84.5%，其中 2025Q3 经营净现金流达 0.66 亿元，同比+68.6%，环比-19.7%。
- 公司作为非晶龙头，产能持续扩张，配电非晶渗透率提升，非晶电机有望从 0 到 1；同时纳米晶未来可能会在 AIDC SST 有所应用。我们预计公司 2025 年归母净利润可达 3.52 亿元，对应 PE 约 36 倍。维持“买入”评级。

### 风险提示

- 1、电网非晶变压器招标量不及预期；
- 2、公司纳米晶产品、磁材粉末产品市场开拓不及预期。

请阅读最后评级说明和重要声明

### 公司基础数据

|               |              |
|---------------|--------------|
| 当前股价(元)       | 106.60       |
| 总股本(万股)       | 12,000       |
| 流通A股/B股(万股)   | 12,000/0     |
| 每股净资产(元)      | 22.34        |
| 近12月最高/最低价(元) | 131.50/75.25 |

注：股价为 2025 年 11 月 14 日收盘价

### 市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

### 相关研究

- 《产能释放促收入增速提升，新应用持续推进》  
2025-09-08
- 《非晶龙头产能提升，2024 年延续增长》2025-05-13
- 《非晶出货平稳，费用管控良好利润同比增加》  
2025-05-08



更多研报请访问  
长江研究小程序

## 风险提示

- 1、电网非晶变压器招标量不及预期：公司主要产品非晶合金下游主要应用在配网变压器中，若电网非晶变压器招标不达预期，可能对公司经营产生一定影响。
- 2、公司纳米晶产品、磁材粉末产品市场开拓不及预期：公司除了非晶合金外，纳米晶和磁性粉末是重要新产品，对未来中长期成长性和持续性影响较大，目前正处于市场开拓阶段，若进度较慢，可能对公司未来成长性产生影响。

## 财务报表及预测指标

| 利润表（百万元）        |       |       |       |       | 资产负债表（百万元）  |       |       |       |       |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------------|-------|-------|-------|-------|
|                 | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |             | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
| 营业总收入           | 1900  | 2087  | 2287  | 2693  | 货币资金        | 121   | 195   | 540   | 684   |
| 营业成本            | 1319  | 1511  | 1645  | 1916  | 交易性金融资产     | 270   | 270   | 270   | 270   |
| 毛利              | 581   | 576   | 642   | 777   | 应收账款        | 558   | 536   | 657   | 747   |
| %营业收入           | 31%   | 28%   | 28%   | 29%   | 存货          | 126   | 167   | 143   | 222   |
| 营业税金及附加         | 13    | 15    | 16    | 19    | 预付账款        | 143   | 164   | 178   | 207   |
| %营业收入           | 1%    | 1%    | 1%    | 1%    | 其他流动资产      | 377   | 456   | 433   | 558   |
| 销售费用            | 45    | 42    | 43    | 51    | 流动资产合计      | 1595  | 1788  | 2221  | 2689  |
| %营业收入           | 2%    | 2%    | 2%    | 2%    | 长期股权投资      | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 管理费用            | 36    | 39    | 40    | 47    | 投资性房地产      | 0     | 0     | 0     | 0     |
| %营业收入           | 2%    | 2%    | 2%    | 2%    | 固定资产合计      | 495   | 543   | 559   | 519   |
| 研发费用            | 114   | 115   | 123   | 143   | 无形资产        | 72    | 77    | 81    | 86    |
| %营业收入           | 6%    | 6%    | 5%    | 5%    | 商誉          | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 财务费用            | -7    | -2    | -4    | -11   | 递延所得税资产     | 32    | 32    | 32    | 32    |
| %营业收入           | 0%    | 0%    | 0%    | 0%    | 其他非流动资产     | 948   | 937   | 928   | 921   |
| 加：资产减值损失        | -13   | -15   | -15   | -15   | 资产总计        | 3141  | 3377  | 3821  | 4246  |
| 信用减值损失          | -5    | -5    | -6    | -7    | 短期贷款        | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 公允价值变动收益        | -3    | 0     | 0     | 0     | 应付款项        | 150   | 170   | 179   | 227   |
| 投资收益            | 39    | 42    | 46    | 54    | 预收账款        | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 营业利润            | 403   | 398   | 455   | 569   | 应付职工薪酬      | 22    | 25    | 28    | 32    |
| %营业收入           | 21%   | 19%   | 20%   | 21%   | 应交税费        | 30    | 33    | 36    | 43    |
| 营业外收支           | 5     | 0     | 0     | 0     | 其他流动负债      | 290   | 218   | 326   | 289   |
| 利润总额            | 408   | 398   | 455   | 569   | 流动负债合计      | 493   | 447   | 569   | 591   |
| %营业收入           | 21%   | 19%   | 20%   | 21%   | 长期借款        | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 所得税费用           | 47    | 46    | 52    | 66    | 应付债券        | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 净利润             | 361   | 352   | 403   | 503   | 递延所得税负债     | 22    | 22    | 22    | 22    |
| 归属于母公司所有者的净利润   | 361   | 352   | 403   | 503   | 其他非流动负债     | 121   | 121   | 121   | 121   |
| 少数股东损益          | 0     | 0     | 0     | 0     | 负债合计        | 636   | 590   | 713   | 735   |
| EPS（元）          | 3.01  | 2.93  | 3.36  | 4.19  | 归属于母公司所有者权益 | 2505  | 2786  | 3109  | 3511  |
| 现金流量表（百万元）      |       |       |       |       | 少数股东权益      | 0     | 0     | 0     | 0     |
|                 | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E | 股东权益        | 2505  | 2786  | 3109  | 3511  |
| 经营活动现金流净额       | 144   | 231   | 486   | 246   | 负债及股东权益     | 3141  | 3377  | 3821  | 4246  |
| 取得投资收益收回现金      | 0     | 42    | 46    | 54    | 基本指标        |       |       |       |       |
| 长期股权投资          | 0     | 0     | 0     | 0     |             | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
| 资本性支出           | -49   | -128  | -106  | -56   | 每股收益        | 3.01  | 2.93  | 3.36  | 4.19  |
| 其他              | 65    | 0     | 0     | 0     | 每股经营现金流     | 1.20  | 1.93  | 4.05  | 2.05  |
| 投资活动现金流净额       | 16    | -86   | -60   | -2    | 市盈率         | 30.59 | 36.37 | 31.76 | 25.42 |
| 债券融资            | 0     | 0     | 0     | 0     | 市净率         | 4.41  | 4.59  | 4.11  | 3.64  |
| 股权融资            | 0     | 0     | 0     | 0     | EV/EBITDA   | 25.29 | 27.52 | 23.54 | 19.37 |
| 银行贷款增加（减少）      | 0     | 0     | 0     | 0     | 总资产收益率      | 11.5% | 10.4% | 10.5% | 11.9% |
| 筹资成本            | -138  | -70   | -81   | -101  | 净资产收益率      | 14.4% | 12.6% | 13.0% | 14.3% |
| 其他              | -7    | 0     | 0     | 0     | 净利率         | 19.0% | 16.9% | 17.6% | 18.7% |
| 筹资活动现金流净额       | -145  | -70   | -81   | -101  | 资产负债率       | 20.3% | 17.5% | 18.7% | 17.3% |
| 现金净流量（不含汇率变动影响） | 15    | 74    | 345   | 144   | 总资产周转率      | 0.64  | 0.64  | 0.64  | 0.67  |

资料来源：公司公告，长江证券研究所

## 投资评级说明

|       |                                                             |
|-------|-------------------------------------------------------------|
| 行业评级  | 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：  |
| 看好    | 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数                                         |
| 中性    | 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平                                        |
| 看淡    | 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数                                         |
| 公司评级  | 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：      |
| 买入    | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%                                     |
| 增持    | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间                                 |
| 中性    | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间                                  |
| 减持    | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%                                      |
| 无投资评级 | 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。 |

**相关证券市场代表性指数说明：**A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

## 办公地址

### 上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层  
P.C / (200080)

### 武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼  
P.C / (430023)

### 北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层  
P.C / (100020)

### 深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼  
P.C / (518048)

## 分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

## 法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

## 其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。