

盈利能力提升，软磁业务增长点多元

2022 年 10 月 29 日

► **公司公布三季度业绩报告。**2022 年前三季度，公司实现营收 10.30 亿元，同比+54%，归母净利润 1.51 亿，同比+69.52%，扣非归母净利润 1.30 亿，同比+61.97%。分季度看，2022Q3 公司实现营收 3.91 亿元，同比+55%，环比+12%；归母净利润 0.61 亿元，同比+118%，环比+18%，扣非归母净利润 0.55 亿，同比+119.46%，环比增加 25%。

► **毛利率继续提升，三费占比下降。**2022Q3 公司毛利率为 29.38%，同比+9.85%，环比+5.40%，毛利率环比继续提升，反映出非晶带材产品需求饱满的市场行情。Q3 原材料中铁矿石和铝均价环比分别-16.05%、-10.78%，原材料价格下行利好公司盈利能力，此外生产规模提升带来单位成本下降。2022Q3 销售/管理/财务费用率分别为 2.43%/2.25%/-1.69%，环比-0.38%/-0.34%/-0.43%，研发费用率为 7.64%，环比+2.4%，随着公司产销规模的扩大，公司三费占比进一步下降，研发费用投入占比有所提升。

► **非晶变压器渗透率提升趋势明确。**《变压器能效提升计划（2021-2023）》+国家对农村电网更新改造力度不减，催生高效变压器存量替换和新增采购需求。《计划》提出，新增高效节能型变压器占比提升至 75%以上，到 2023 年高效节能变压器在网运行比例将提高 10%。此举将拉升国网、南网的变压器采购需求。民用领域中，“新基建”涉及 5G 基站、光伏电网、数据中心、轨道交通等领域的建设，为非晶变压器的应用和推广打开了新的市场。

► **纳米晶、磁粉芯性能优异，需求空间广阔。**纳米晶超薄带和磁性粉末符合电力电子高频化、小型轻量化、节能化发展趋势，新能源车+光伏+手机无线充电带来新的需求增长点。根据我们的预测，纳米晶材料需求预计将由 2021 年的 1.07 万吨增至 2025 年的 3.11 万吨，年均复合增长率达 30.67%；2025 年磁粉芯需求量预计将达到 20.1 万吨，年均复合增长率为 16.12%。

► **技术壁垒深厚，扩产放量可期。**2022 年 Q1-Q3 公司研发投入合计 0.63 亿元，同比+94.21%，主要系公司持续加大与高校科研合作、研发器材等的投入，以支撑公司陆续增长的研发项目所致，持续铸牢企业核心技术壁垒。2020 年底公司拥有非晶合金薄带 6 万吨，纳米晶超薄带 3600 吨，公司募投项目加大立体卷贴铁芯、纳米晶、磁性粉末产能建设，一方面升级非晶铁芯产品，另一方面扩大纳米晶、磁粉业务打造多元的业务增长极。

► **投资建议：**公司作为全球非晶合金龙头，拥有多项核心技术，非晶带材全球市占率第一，纳米晶和磁性粉末业务成长迅速，考虑到下游需求饱满，随着公司产能扩张与升级，预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 2.1/3.4/4.6 亿元，对应 PE 为 53/34/25，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**产能扩张、市场销售不及预期；毛利率下降；人民币汇率升值等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	936	1,483	1,947	2,519
增长率 (%)	30.8	58.5	31.3	29.4
归属母公司股东净利润 (百万元)	120	213	335	460
增长率 (%)	24.9	77.9	57.3	37.2
每股收益 (元)	1.00	1.78	2.79	3.83
PE	95	53	34	25
PB	6.2	5.7	4.9	4.1

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 10 月 28 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

94.78 元



分析师 邱祖学

执业证书：S0100521120001

电话：021-80508866

邮箱：qiuzuxue@mszq.com

分析师 张建业

执业证书：S0100522080006

电话：010-85127604

邮箱：zhangjianye@mszq.com

相关研究

1.云路股份 (688190.SH) 2022 年半年报点评：非晶合金产品提价，磁性粉末产能加速释放-2022/09/01

2.云路股份 (688190.SH) 动态报告：非晶带材全球龙头，软磁材料未来之星-2022/05/19

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	936	1,483	1,947	2,519
营业成本	717	1,075	1,342	1,698
营业税金及附加	5	10	14	18
销售费用	20	30	40	50
管理费用	27	42	54	68
研发费用	53	89	121	164
EBIT	132	237	378	521
财务费用	3	1	3	6
资产减值损失	-1	-2	-2	-2
投资收益	0	0	0	0
营业利润	132	249	392	539
营业外收支	1	1	2	2
利润总额	133	251	394	541
所得税	13	38	59	81
净利润	120	213	335	460
归属于母公司净利润	120	213	335	460
EBITDA	160	281	432	586

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	99	102	212	268
应收账款及票据	351	528	738	1,070
预付款项	46	35	51	76
存货	87	128	154	233
其他流动资产	1,293	1,325	1,376	1,442
流动资产合计	1,876	2,118	2,532	3,088
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	289	464	614	754
无形资产	41	40	38	37
非流动资产合计	422	583	738	883
资产合计	2,298	2,701	3,270	3,971
短期借款	0	50	100	150
应付账款及票据	383	510	649	792
其他流动负债	48	80	105	133
流动负债合计	431	640	854	1,076
长期借款	0	20	40	60
其他长期负债	35	35	35	35
非流动负债合计	35	55	75	95
负债合计	466	695	929	1,171
股本	120	120	120	120
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	1,832	2,005	2,341	2,801
负债和股东权益合计	2,298	2,701	3,270	3,971

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	30.82	58.48	31.29	29.38
EBIT 增长率	16.63	79.51	59.67	38.04
净利润增长率	24.94	77.94	57.30	37.22
盈利能力 (%)				
毛利率	23.37	27.50	31.08	32.60
净利润率	12.80	14.37	17.21	18.26
总资产收益率 ROA	5.21	7.89	10.25	11.58
净资产收益率 ROE	6.54	10.63	14.32	16.42
偿债能力				
流动比率	4.35	3.31	2.96	2.87
速动比率	4.04	3.05	2.72	2.58
现金比率	0.23	0.16	0.25	0.25
资产负债率 (%)	20.29	25.75	28.42	29.48
经营效率				
应收账款周转天数	79.48	85.00	89.74	100.00
存货周转天数	44.19	43.50	42.00	50.00
总资产周转率	0.41	0.55	0.60	0.63
每股指标 (元)				
每股收益	1.00	1.78	2.79	3.83
每股净资产	15.27	16.71	19.51	23.34
每股经营现金流	0.55	1.65	2.45	2.10
每股股利	0.33	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	95	53	34	25
PB	6.2	5.7	4.9	4.1
EV/EBITDA	70.28	40.39	26.16	19.31
股息收益率 (%)	0.35	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	120	213	335	460
折旧和摊销	29	44	54	65
营运资金变动	-82	-61	-99	-280
经营活动现金流	66	198	294	252
资本开支	-28	-205	-209	-209
投资	-1,265	-20	-40	-50
投资活动现金流	-1,293	-225	-249	-259
股权募资	1,307	0	0	0
债务募资	-20	70	70	70
筹资活动现金流	1,241	29	66	63
现金净流量	14	2	111	55

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026