

非晶产能再扩张，纳米晶+磁粉打造第二增长极

2023 年 04 月 04 日

► **公司公布 2022 年年报：**2022 年公司实现营收 14.47 亿元，同比增加 54.68%；归母净利润 2.27 亿元，同比增加 89.32%；扣非归母净利润 1.99 亿元，同比增加 95.96%。2022Q4 公司实现营收 4.17 亿元，同比增加 55.17%、环比增加 6.80%；归母净利润 0.75 亿元，同比增加 147.23%、环比增加 23.34%；扣非归母净利润 0.69 亿元，同比增加 222.57%、环比增加 25.08%。

► **期间费用稳中有降，高研发投入夯实技术壁垒。**2022 年公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 2.67%/2.49%/5.19%/-0.51%，同比+0.59/-0.38/-0.47/-0.79pct，销售费用增长主要系公司为扩大营业收入，加强业务团队建设、加大市场开拓力度和疫情减轻对市场影响减少所致，期间费率整体变动较少；研发支出方面，2022 年公司研发投入 0.75 亿元，同比增长 41.91%，主要系公司持续加大与高校的合作以及器材投入等所致，2022 年公司获授权发明专利 8 项，实用新型专利 12 项，研发投入上升将进一步稳固公司在软磁材料行业的技术壁垒。

► **非晶带材产销增长，磁粉产品同步发力。**2022 年非晶/纳米晶/磁粉营收分别为 11.01/2.15/1.27 亿元，同比增速分别为 72.93%/1.59%/52.12%，营收占比分别为 76.05%/14.85%/8.81%，毛利占比分别为 86.58%/12.75%/0.57%。三类产品销量分别为 6.92/0.46/0.66 万吨，同比增速分别为 32.05%/0.10%/47.21%。产出方面看，非晶产能新增 3 万吨/年产能，累计达到 9 万吨/年，产销同比增长均在 30%以上，纳米晶产出维持稳定，磁粉产销同样涨幅明显，均在 40%以上；销售方面看，营收高增主要是由于 2022 年非晶带材销售均价及销量涨势明显。

► **非晶带材需求待释放，纳米晶+磁粉开拓新市场。**非晶带材方面，在《变压器能效提升计划（2021-2023）》的推动下，预计 2023 年将会成为行业高景气度确定性的一年，预计变压器采购带来的非晶带材需求将由 2021 年的 7.47 万吨提升至 2026 年的 17.26 万吨，非晶带材市场空间有望进一步提升。纳米晶和磁粉方面，预计我国无线充电、新能源汽车、光伏逆变器和变频空调领域的纳米晶材料总需求量将由 2021 年的 1.07 万吨增长至 2025 年的 3.11 万吨，全球软磁粉芯市场规模预计将从 2021 年的 12.08 万吨增长至 2025 年的 24.94 万吨，未来随着二者产能释放，将提升业绩贡献。

► **盈利预测与投资建议：**公司作为全球非晶合金龙头，技术优势明显，2022 年建成全球最大非晶生产基地，长期将受益于非晶变压器渗透率的提升，同时纳米晶、磁粉芯等领域将打造第二增长极，随着产能逐步扩张，预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 3.13/4.05/4.35 亿元，对应 pe 为 28/22/20X，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**下游需求不及预期；行业竞争格局恶化；项目进度不及预期等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	1,447	1,945	2,228	2,426
增长率 (%)	54.7	34.4	14.5	8.9
归属母公司股东净利润 (百万元)	227	313	405	435
增长率 (%)	89.3	38.2%	29.4%	7.4%
每股收益 (元)	1.89	2.61	3.38	3.63
PE	39	28	22	20
PB	4.4	3.8	3.2	2.8

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 4 月 4 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

73.49 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 年三季度报点评：盈利能力提升，软磁业务增长点多元-2022/10/29

2.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

3.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

目录

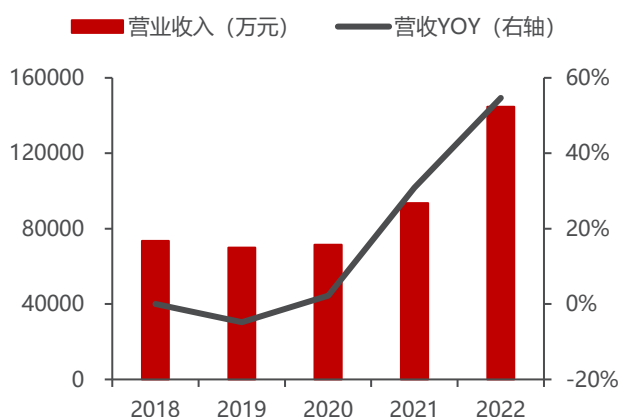
1 业绩大幅增长，期间费用率下降.....	3
2 非晶带材产销增长，产品单价上升	6
3 下游市场需求广阔，软磁产品全面发展	8
4 盈利预测与投资建议	9
5 风险提示	10
插图目录	12
表格目录	12

1 业绩大幅增长，期间费用率下降

公司公布 2022 年年报：2022 年公司实现营收 14.47 亿元，同比增加 54.68%；归母净利润 2.27 亿元，同比增加 89.32%；扣非归母净利润 1.99 亿元，同比增加 95.96%。

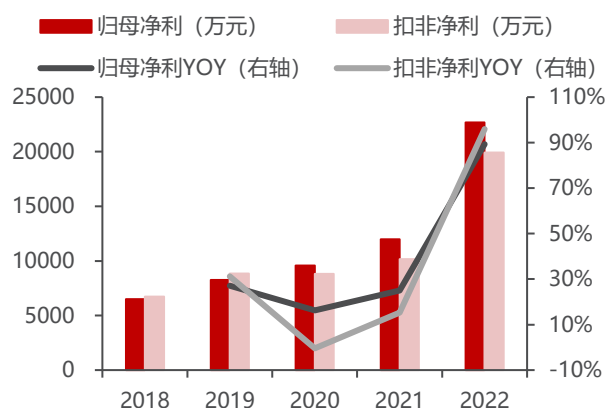
分季度来看，2022Q4，公司实现营收 4.17 亿元，同比增加 55.17%、环比增加 6.80%；归母净利润 0.75 亿元，同比增加 147.23%、环比增加 23.34%；扣非归母净利润 0.69 亿元，同比增加 222.57%、环比增加 25.08%。

图1：2022 年，公司实现营收 14.47 亿元



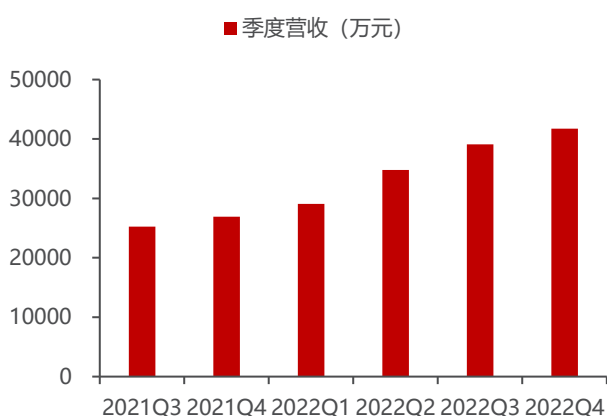
资料来源：wind，民生证券研究院

图2：2022 年，公司实现扣非归母净利润 1.99 亿元



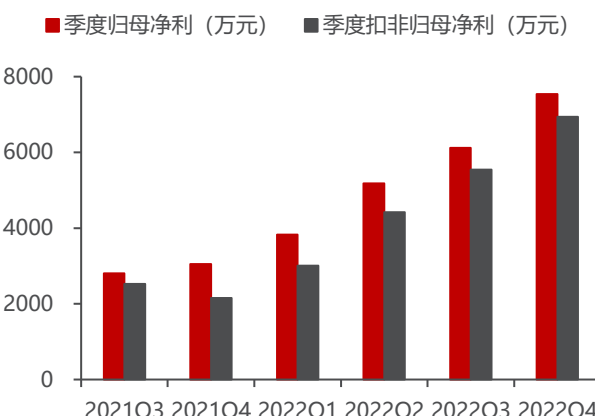
资料来源：wind，民生证券研究院

图3：2022Q4，公司实现营收 4.17 亿元



资料来源：wind，民生证券研究院

图4：2022Q4，公司实现扣非归母净利润 0.69 亿元

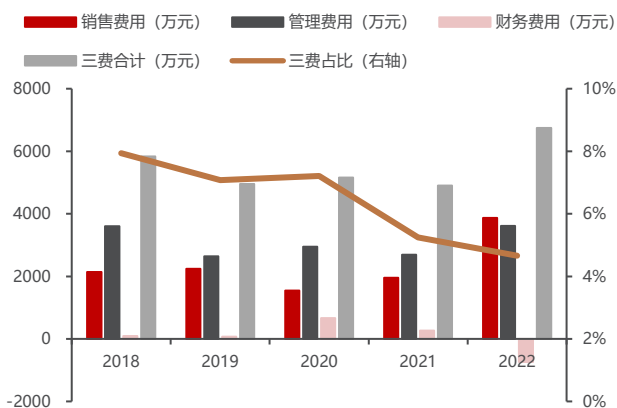


资料来源：wind，民生证券研究院

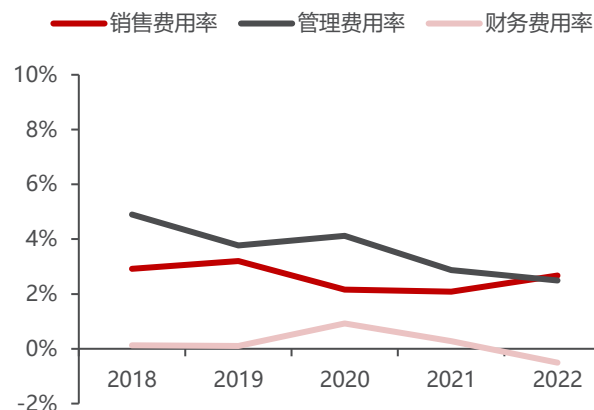
从期间费用率来看，2022 年公司期间费用率依旧保持较低水平。近年来公司期间费用率基本保持缓慢下降的趋势，由 2018 年的 7.9% 降低至 2022 年的 4.7%。

年度同比来看：销售费用同比+0.19 亿元，主要是公司为扩大营收，加强团队建设、加大市场开拓力度和疫情减轻对市场影响减少所致；管理费用同比+0.09 亿元，主要是公司经营规模扩大带来的人力成本；财务费用同比-0.1 亿元，主要为美元汇率上升汇兑收益增加导致。

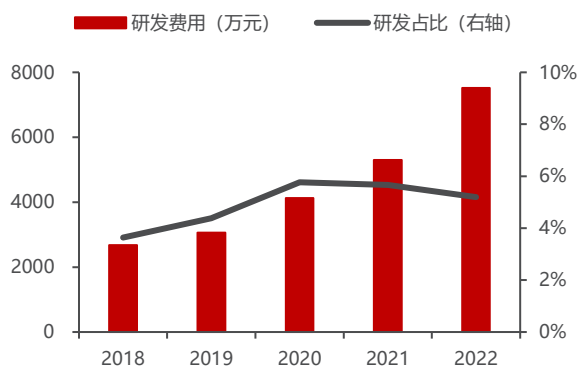
研发费用增势不减，技术壁垒愈发稳固。2022年，公司研发投入0.75亿元，同比增长41.91%，主要系公司持续加大与高校的合作以及器材投入等所致。2022年公司获授权发明专利8项，实用新型专利12项，目前已累计取得专利175项，其中发明专利105项，实用新型专利70项。研发投入持续上升将进一步稳固公司在软磁材料行业的技术壁垒，提高产品竞争力。

图5：销售费用在三费结构中占比最大


资料来源：wind，民生证券研究院

图6：2018-2022年公司费用率


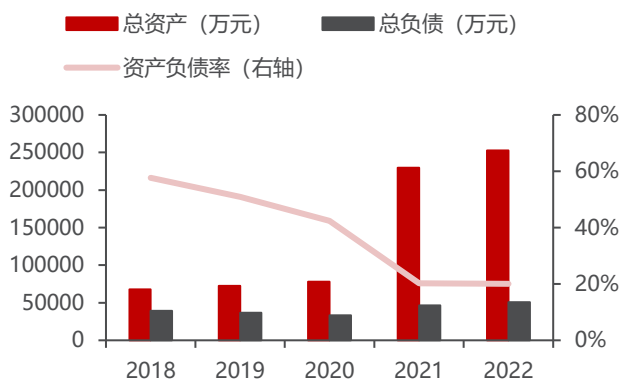
资料来源：wind，民生证券研究院

图7：公司研发费用逐年提升


资料来源：wind，民生证券研究院

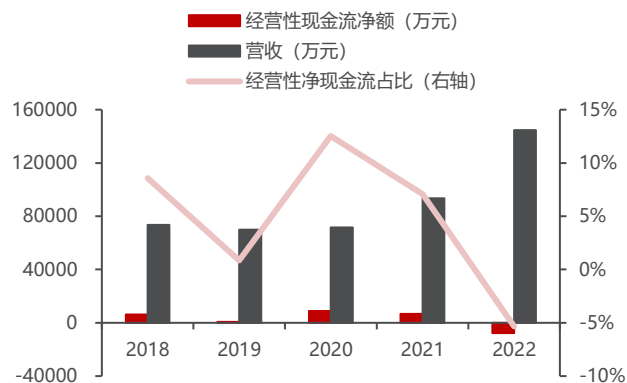
从资金能力的角度来看，2022年公司实现经营活动现金流量净额为-0.77亿元，同比减少1.43亿元，主要系公司为降低综合采购成本，将部分贷款结算从票据结算变更为资金结算所致；投资活动产生的现金流量净额为1.18亿元，同比增加14.11亿元，主要是由于收回到期闲置募集资金；筹资活动产生的现金流量净额为-0.42亿元，同比减少12.83亿元，主要是上期收到了募集资金。截至2022年12月31日，公司账面现金(包括货币现金+交易性金融资产+其他流动资产)约为12.31亿元，资产负债率仅为20.05%。公司具有较强的资金实力，且可采取多种方式开辟资金渠道，可以为科研创新及市场开拓提供强大支撑。

图8: 2022 年公司资产负债率为 20.05%



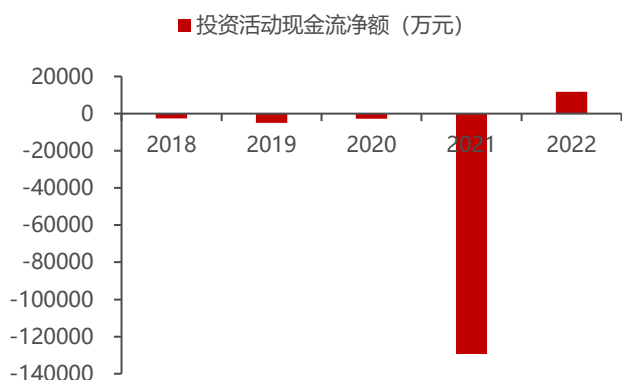
资料来源: wind, 民生证券研究院

图9: 公司经营活动净现金流



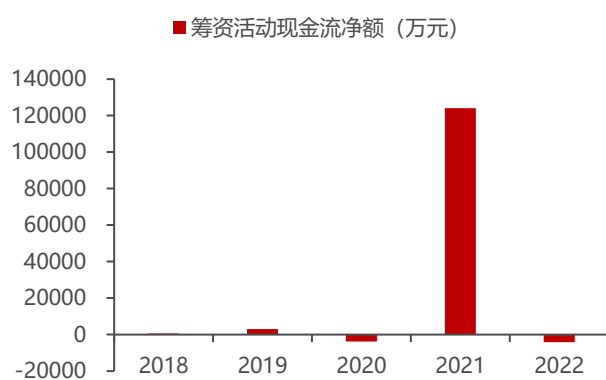
资料来源: wind, 民生证券研究院

图10: 投资活动现金流净额 (万元)



资料来源: wind, 民生证券研究院

图11: 筹资活动现金流净额 (万元)



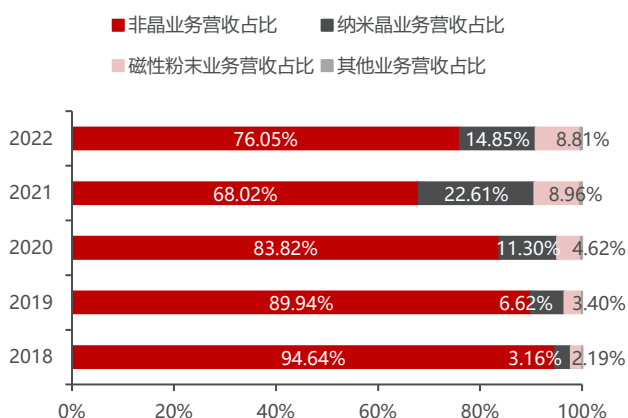
资料来源: wind, 民生证券研究院

2 非晶带材产销增长，产品单价上升

公司为军工央企中国航发下属的新材料研发平台，自设立以来专注于先进磁性金属材料的设计研发与生产销售，主营业务完整覆盖三大新型软磁材料，产品包括非晶合金及铁心、纳米晶超薄带、磁性粉末及其制品。

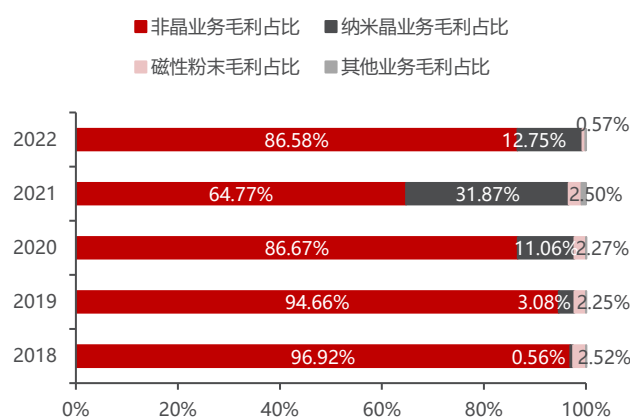
非晶、磁粉业务高速增长。2022 年公司三大类产品非晶/纳米晶/磁粉芯营收分别为 11.01/2.15/1.27 亿元，增速分别为 72.93%/1.59%/52.12%，营收占比分别为 76.05%/14.85%/8.81%，毛利占比分别为 86.58%/12.75%/0.57%。目前非晶带材产品仍然贡献主要毛利，非晶带材和磁粉业务均保持高速增长。

图12：公司主要产品营收占比



资料来源：wind，民生证券研究院

图13：公司主要产品毛利占比



资料来源：wind，民生证券研究院

非晶、磁粉产品销量大增，纳米晶维持稳定。2022 年公司非晶产品销量 6.92 万吨，同比增长 32.05%，公司 2022 年非晶新增产能 3 万吨，目前年设计产能达到 9 万吨；纳米晶销量 0.46 万吨，基本维持稳定，磁性粉末销量 0.66 万吨，销量增速 47.21%，产量 0.66 万吨，产量增速 44.31%，产销较上年均增长明显。

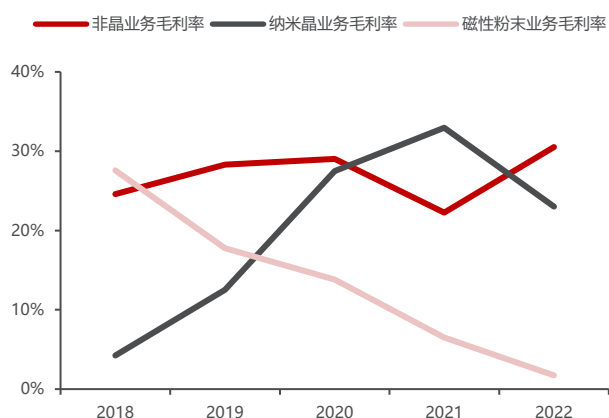
表1：公司历年主要产品产销量

年份	项目 (万吨)	非晶合金薄带及制品	纳米晶产品	磁性粉末及制品
2018	产量	6.31	-	0.09
	销量	5.70	-	0.06
2019	产量	6.27	0.05	0.11
	销量	4.85	0.04	0.11
2020	产量	6.12	0.22	0.16
	销量	4.71	0.18	0.15
2021	产量	5.13	0.50	0.46
	销量	5.24	0.46	0.41
2022	产量	7.13	0.46	0.66
	销量	6.92	0.46	0.61

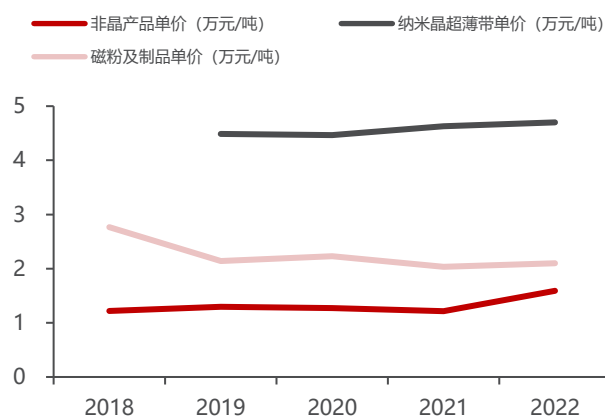
资料来源：公司公告，云路股份招股说明书，民生证券研究院

非晶产品价格抬升带动毛利率上涨。2022 年全年公司非晶产品毛利率

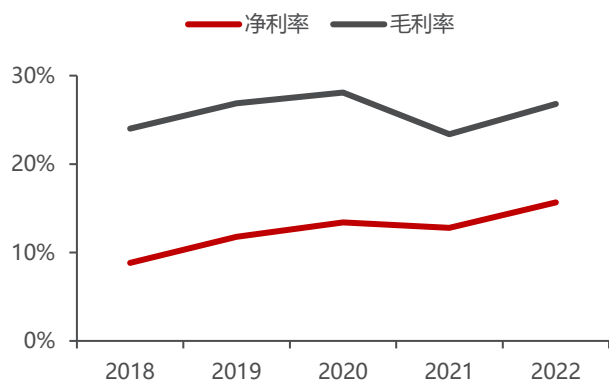
30.52%，同比上升 8.26pct，单价 1.6 万元/吨，全年均价预计同比增长 31.0%，涨势明显，带动营收及毛利增长；纳米晶毛利率 23.01%，同比下降 9.95pct，单价 4.7 万元/吨，较去年有些许上涨，但成本端原材料价格及人工成本或受疫情影响涨幅较高，毛利率下降较多；磁粉及制品业务毛利率 1.73%，同比下降 4.79pct，单价 2.1 万元/吨虽然较去年虽有所上升，但成本上涨更多。2022 年公司整体毛利率为 26.81%，同比上升 3.44pct，稳中有升。

图14：公司主要产品毛利率


资料来源：wind，民生证券研究院

图15：公司各产品的单价变化


资料来源：wind，民生证券研究院

图16：公司整体毛利率与净利率


资料来源：wind，民生证券研究院

3 下游市场需求广阔，软磁产品全面发展

非晶带材下游需求潜力大，公司市占率全球第一。非晶合金电阻率低，具有节能优势，同容量非晶变压器空载损耗比硅钢变压器低 50%，非晶变压器在农村电网及“新基建”用户工程等低负载率领域节能效果尤其明显。1) 配电变压器：变压器能效提升计划+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；2) 用户工程变压器：5G 基站、光伏发电、轨道交通等“新基建”领域用电量，运行负载率低，采用非晶变压器可有效降低电力损耗。

综合配电端和用户工程端，根据我们已发布的非晶行业报告《高性能软磁材料，充分受益于节能减排和需求升级》，预计变压器采购带来的非晶带材需求将由 2021 年的 7.47 万吨提升至 2026 年的 17.26 万吨，GAGR 达 18.23%。公司作为非晶带材龙头，2022 年再次扩大产能，带材产能达 9 万吨，2021 年全球市占率超 40%，将充分受益于下游需求的高景气度。

纳米晶业务发展迅速，渠道拓宽夯实扩张基础。公司纳米晶超薄带主要应用于无线充电、光伏逆变器、变频空调、新能源汽车等领域，具有高饱和磁感、高磁导率、高频损耗低等特性，符合电力电子元件高频化、小型轻量、节能化发展趋势，预计我国无线充电、新能源汽车、光伏逆变器和变频空调领域的纳米晶材料总需求量将由 2021 年的 1.07 万吨增长至 2025 年的 3.11 万吨，CAGR 达 30.67%。公司纳米晶产线 19 年年中投产，20 年纳米晶全球和国内市占率分别快速提升至 7.97% 和 18.36%。

公司依托对行业洞察能力及行业需求获取能力，为国内外汽车客户提供从磁性材料设计方案到核心器件系统应用的综合解决方案，顺利在国内外知名车企推广，未来随着产能释放，将提升业绩贡献。

磁粉下游需求快速增长，已通过知名光伏企业认证。磁性粉末主要用来制作电感，终端应用包括充电桩、光伏发电系统中的升压电感、交流逆变电感等新能源领域。随着光伏、储能、新能源车及配套充电桩等下游快速发展，都将为磁粉芯带来新的市场空间。

据我们发布的铂科新材深度报告《合金软磁粉芯佼佼者，坐享需求高景气》，全球软磁粉芯市场规模预计将从 2021 年的 12.08 万吨增长至 2025 年的 24.94 万吨，2021-2025 年的 CAGR 为 19.87%。公司依托磁粉的积累，向下游元器件延伸，已取得知名光伏企业的认证，市场空间进一步拓展。

4 盈利预测与投资建议

公司作为全球非晶合金龙头，技术优势明显，2022 年建成全球最大非晶生产基地，长期将受益于非晶变压器渗透率的提升，同时纳米晶、磁粉芯等领域将打造第二增长极，随着产能逐步扩张，预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 3.13/4.05/4.35 亿元，对应 pe 为 28/22/20X，维持“推荐”评级。

5 风险提示

1) 下游需求不及预期。如果未来下游行业需求发生重大不利波动，例如配电变压器投资总量持续下降、硅钢变压器采购占比增加等，将导致非晶合金产品的需求量降低。

2) 行业竞争格局恶化。随着非晶带材生产企业数量的增加，行业竞争或逐渐加剧，若行业整体新产能释放过多，企业将面临盈利能力下滑风险。

3) 项目进展不及预期。公司首次公开发行募集的资金计划投向三个主营产品项目，若投产进度不及预期，会影响公司产品的市场占有率。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	1,447	1,945	2,228	2,426
营业成本	1,059	1,371	1,513	1,647
营业税金及附加	7	14	16	17
销售费用	39	40	45	49
管理费用	36	54	61	66
研发费用	75	117	138	158
EBIT	222	350	455	491
财务费用	-7	1	1	3
资产减值损失	-20	-2	-2	-2
投资收益	33	0	0	0
营业利润	252	367	475	511
营业外收支	-0	1	2	2
利润总额	252	369	477	512
所得税	25	55	72	77
净利润	227	313	405	435
归属于母公司净利润	227	313	405	435
EBITDA	264	404	519	565

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	86	512	766	821
应收账款及票据	490	693	795	1,030
预付款项	77	44	58	74
存货	124	163	174	226
其他流动资产	1,198	1,203	1,251	1,309
流动资产合计	1,975	2,616	3,043	3,460
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	441	603	741	869
无形资产	40	39	38	36
非流动资产合计	550	700	846	981
资产合计	2,525	3,316	3,889	4,442
短期借款	2	52	102	152
应付账款及票据	231	650	731	769
其他流动负债	188	177	193	204
流动负债合计	421	879	1,027	1,124
长期借款	0	20	40	60
其他长期负债	85	85	85	85
非流动负债合计	85	105	125	145
负债合计	506	984	1,152	1,269
股本	120	120	120	120
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	2,019	2,332	2,737	3,173
负债和股东权益合计	2,525	3,316	3,889	4,442

资料来源:公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	54.68	34.40	14.55	8.88
EBIT 增长率	68.02	57.50	30.15	7.77
净利润增长率	89.32	38.17	29.38	7.44
盈利能力 (%)				
毛利率	26.81	29.54	32.12	32.13
净利率	15.66	16.10	18.19	17.95
总资产收益率 ROA	8.98	9.45	10.42	9.80
净资产收益率 ROE	11.23	13.43	14.81	13.72
偿债能力				
流动比率	4.69	2.98	2.96	3.08
速动比率	4.21	2.74	2.74	2.81
现金比率	0.20	0.58	0.75	0.73
资产负债率 (%)	20.05	29.67	29.61	28.57
经营效率				
应收账款周转天数	82.98	85.00	82.49	100.00
存货周转天数	42.60	43.50	42.00	50.00
总资产周转率	0.57	0.59	0.57	0.55
每股指标 (元)				
每股收益	1.89	2.61	3.38	3.63
每股净资产	16.82	19.43	22.81	26.44
每股经营现金流	-0.64	4.85	3.65	2.10
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	39	28	22	20
PB	4.4	3.8	3.2	2.8
EV/EBITDA	33.17	20.82	15.84	14.59
股息收益率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	227	313	405	435
折旧和摊销	42	54	64	74
营运资金变动	-326	213	-35	-265
经营活动现金流	-77	581	438	252
资本开支	-41	-205	-209	-209
投资	158	-20	-40	-50
投资活动现金流	118	-225	-249	-259
股权募资	0	0	0	0
债务募资	2	70	70	70
筹资活动现金流	-42	68	66	63
现金净流量	8	425	254	55

插图目录

图 1: 2022 年, 公司实现营收 14.47 亿元.....	3
图 2: 2022 年, 公司实现扣非归母净利润 1.99 亿元.....	3
图 3: 2022Q4, 公司实现营收 4.17 亿元.....	3
图 4: 2022Q4, 公司实现扣非归母净利润 0.69 亿元.....	3
图 5: 销售费用在三费结构中占比最大.....	4
图 6: 2018-2022 年公司费用率.....	4
图 7: 公司研发费用逐年提升.....	4
图 8: 2022 年公司资产负债率为 20.05%.....	5
图 9: 公司经营活动净现金流.....	5
图 10: 投资活动现金流净额 (万元).....	5
图 11: 筹资活动现金流净额 (万元).....	5
图 12: 公司主要产品营收占比.....	6
图 13: 公司主要产品毛利占比.....	6
图 14: 公司主要产品毛利率.....	7
图 15: 公司各产品的单价变化.....	7
图 16: 公司整体毛利率与净利率.....	7

表格目录

盈利预测与财务指标.....	1
表 1: 公司历年主要产品产销量.....	6
公司财务报表数据预测汇总.....	11

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。	公司评级	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