

# 云路股份 (688190)

证券研究报告

2023 年 04 月 05 日

## 业绩符合预期，好风凭借力

**事件:** 2023 年 3 月 31 日公司发布年报, 22 年实现营收 14.47 亿元, yoy+54.7%; 归母净利润 2.27 亿元, 同比+89.3%; 扣非净利润 1.99 亿元, 同比+96.0%。Q4 实现营收 4.17 亿元, yoy+55.2%, qoq+6.6%; 归母净利润 0.75 亿元, yoy+147.2%, qoq+23.4%。

### 下游需求向好拉动营收，毛利率提升与汇兑收益贡献利润

**营收端:** 伴随非晶薄带与磁性粉末产能的大幅增长, 22 年公司非晶薄带及制品销量同比增长 32% 达 6.92 万吨, 磁性粉末及制品销量同比增长 47% 达 6065 吨。同时, 非晶制品销售单价同比提升 31% 至 1.59 万/吨, 磁性粉末销售单价同比提升 3.3% 至 2.1 万/吨。量价齐升下, 公司营收增长约 55%。

**利润端:** 非晶板块价格传导通畅推高毛利率。22 年原料成本压力仍存 (硼铁同比+35%, 铈铁同比+12%), 但公司价格传导通畅, 非晶产品销售单价的涨幅 31% 高于单位成本的涨幅 17%, 助使非晶板块毛利率增加 8.27pct 至 30.5%; 但纳米晶、磁性粉末板块或因销售策略价格传导不明显, 毛利率出现下滑。此外, 公司 22 年近三分之一的收入来自海外销售, 22 年受益美元走强汇兑收益大幅增加。最终录得 22 年公司毛利率 26.81%, yoy+3.44pct; 净利率 15.66%, yoy+2.86pct。

### 非晶变压器加速渗透，非晶龙头踏浪前行

立体卷铁心技术的突破较好解决了传统非晶变压器性能及噪音缺陷, 为非晶变压器大规模产业化奠定基础。截至 2022 年 10 月江苏、河北、重庆、湖北等十余个省区非晶变压器渗透率出现明显提升; 22 年非晶箱式变压器也首次实现在光伏领域挂网。伴随能效提升计划及稳增长主题下电网投资的进一步加大 (国网投资 23 年将突破 5200 亿元), 非晶带材有望继续迎来量价齐升, 公司作为行业内最大非晶生产基地, 22 年新增非晶薄带产能 3 万吨, 设计产能达 9 万吨, 正处高速发展红利期。

### AI 算力提升需求下芯片/一体电感趋势明确，电感粉体材料成长空间广阔

一体成型芯片电感采用合金软磁材料, 对比传统铁氧体, 具备小体积+耐大电流+高效率等优势, 匹配 AI 算力需求增长下的对于高功率低损耗的需求。公司磁性粉末产能持续扩张, 在受益智能家电、新能源等板块的景气传导外, AI 算力提升需求带来的电感粉体材料成长空间同样值得期待。

**投资建议:** 公司作为非晶材料行业龙头, 伴随产能释放与新产品放量, 业绩有望保持快速增长。我们维持先前的盈利预测, 预计 23-25 年归母净利润 3.3/4.2/5.2 亿元, 对应当前股价 27/21/17X, 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, 原料价格上涨的风险。

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	935.75	1,447.38	1,947.03	2,267.46	2,560.44
增长率(%)	30.82	54.68	34.52	16.46	12.92
EBITDA(百万元)	199.16	400.86	432.29	539.47	642.38
归属母公司净利润(百万元)	119.75	226.71	328.14	423.09	523.66
增长率(%)	24.94	89.32	44.74	28.94	23.77
EPS(元/股)	1.00	1.89	2.73	3.53	4.36
市盈率(P/E)	73.64	38.90	26.87	20.84	16.84
市净率(P/B)	4.81	4.37	3.85	3.29	2.81
市销率(P/S)	9.42	6.09	4.53	3.89	3.44
EV/EBITDA	65.44	23.12	17.45	12.90	10.50

资料来源: wind, 天风证券研究所

### 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	73.49 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)	55.12
A 股总市值(百万元)	8,818.80
流通 A 股市值(百万元)	4,050.47
每股净资产(元)	16.82
资产负债率(%)	20.05
一年内最高/最低(元)	104.70/50.00

### 作者

王小芾	分析师
SAC 执业证书编号: S1110517060003	wangxp@tfzq.com
曾先毅	联系人
	zengxianyi@tfzq.com

### 股价走势



资料来源: 聚源数据

### 相关报告

- 《云路股份-季报点评:业绩符合预期, 非晶带材量价齐升盈利环比改善》 2022-10-30
- 《云路股份-半年报点评:业绩符合预期, 市场产能双增非晶龙头蓄势待发》 2022-08-31
- 《云路股份-季报点评:盈利进入上行期, 非晶龙头增速不减》 2022-04-30

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	99.21	86.27	155.76	676.24	893.94
应收票据及应收账款	350.59	490.49	742.55	634.25	953.86
预付账款	45.91	76.89	56.05	110.03	64.51
存货	86.82	123.65	161.26	155.77	196.87
其他	1,293.21	1,197.90	1,288.68	1,239.51	1,269.57
<b>流动资产合计</b>	<b>1,875.74</b>	<b>1,975.19</b>	<b>2,404.32</b>	<b>2,815.79</b>	<b>3,378.75</b>
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	289.26	441.49	394.32	347.15	299.97
在建工程	73.48	14.25	14.25	14.25	14.25
无形资产	40.63	40.22	38.45	36.68	34.91
其他	19.05	53.81	36.43	45.12	40.77
<b>非流动资产合计</b>	<b>422.42</b>	<b>549.77</b>	<b>483.45</b>	<b>443.20</b>	<b>389.91</b>
<b>资产总计</b>	<b>2,298.16</b>	<b>2,524.96</b>	<b>2,887.77</b>	<b>3,258.99</b>	<b>3,768.66</b>
短期借款	0.00	2.00	58.55	0.00	0.00
应付票据及应付账款	382.87	231.34	381.06	313.99	451.47
其他	37.54	136.91	95.33	191.63	111.38
<b>流动负债合计</b>	<b>420.41</b>	<b>370.24</b>	<b>534.94</b>	<b>505.62</b>	<b>562.84</b>
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	35.06	84.89	59.97	72.43	66.20
<b>非流动负债合计</b>	<b>35.06</b>	<b>84.89</b>	<b>59.97</b>	<b>72.43</b>	<b>66.20</b>
<b>负债合计</b>	<b>466.19</b>	<b>506.19</b>	<b>594.91</b>	<b>578.05</b>	<b>629.04</b>
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	308.19	495.29	769.18	1,157.30	1,616.02
其他	0.30	0.00	0.20	0.17	0.12
<b>股东权益合计</b>	<b>1,831.96</b>	<b>2,018.77</b>	<b>2,292.86</b>	<b>2,680.94</b>	<b>3,139.62</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>2,298.16</b>	<b>2,524.96</b>	<b>2,887.77</b>	<b>3,258.99</b>	<b>3,768.66</b>

  

现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	119.75	226.71	328.14	423.09	523.66
折旧摊销	28.48	40.82	48.94	48.94	48.94
财务费用	(0.16)	(8.77)	3.87	(1.65)	(14.17)
投资损失	(0.35)	(32.51)	(16.43)	(24.47)	(20.45)
营运资金变动	(296.55)	(48.01)	(308.91)	141.42	(289.63)
其它	214.98	(255.35)	0.00	0.00	0.00
<b>经营活动现金流</b>	<b>66.14</b>	<b>(77.11)</b>	<b>55.61</b>	<b>587.33</b>	<b>248.35</b>
资本支出	133.98	83.59	24.91	(12.46)	6.23
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(1,426.84)	34.33	(8.48)	36.93	14.22
<b>投资活动现金流</b>	<b>(1,292.86)</b>	<b>117.93</b>	<b>16.43</b>	<b>24.47</b>	<b>20.45</b>
债权融资	(27.02)	11.69	51.51	(56.31)	13.88
股权融资	1,251.98	(0.30)	(54.06)	(35.01)	(64.98)
其他	15.93	(53.40)	0.00	0.00	0.00
<b>筹资活动现金流</b>	<b>1,240.89</b>	<b>(42.01)</b>	<b>(2.55)</b>	<b>(91.32)</b>	<b>(51.10)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>14.17</b>	<b>(1.20)</b>	<b>69.50</b>	<b>520.48</b>	<b>217.70</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	<b>935.75</b>	<b>1,447.38</b>	<b>1,947.03</b>	<b>2,267.46</b>	<b>2,560.44</b>
营业成本	717.02	1,059.34	1,377.89	1,563.87	1,722.28
营业税金及附加	4.50	6.82	8.76	12.70	13.31
销售费用	19.51	38.70	38.94	52.99	55.52
管理费用	26.90	36.08	48.68	56.60	63.96
研发费用	52.96	75.15	112.93	124.62	144.61
财务费用	2.65	(7.34)	3.87	(1.65)	(14.17)
资产/信用减值损失	(0.99)	(26.26)	(10.20)	(13.93)	(16.07)
公允价值变动收益	1.75	0.82	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.35	32.51	16.43	24.47	20.45
其他	(20.57)	(20.72)	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>131.66</b>	<b>252.28</b>	<b>362.20</b>	<b>468.89</b>	<b>579.30</b>
营业外收入	1.22	1.72	1.47	1.60	1.53
营业外支出	0.25	1.91	1.08	1.50	1.29
<b>利润总额</b>	<b>132.63</b>	<b>252.10</b>	<b>362.59</b>	<b>468.99</b>	<b>579.55</b>
所得税	12.88	25.39	34.45	45.90	55.89
<b>净利润</b>	<b>119.75</b>	<b>226.71</b>	<b>328.14</b>	<b>423.09</b>	<b>523.66</b>
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>119.75</b>	<b>226.71</b>	<b>328.14</b>	<b>423.09</b>	<b>523.66</b>
每股收益(元)	1.00	1.89	2.73	3.53	4.36

  

主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入	30.82%	54.68%	34.52%	16.46%	12.92%
营业利润	24.06%	91.61%	43.57%	29.46%	23.55%
归属于母公司净利润	24.94%	89.32%	44.74%	28.94%	23.77%
<b>获利能力</b>					
毛利率	23.37%	26.81%	29.23%	31.03%	32.74%
净利率	12.80%	15.66%	16.85%	18.66%	20.45%
ROE	6.54%	11.23%	14.31%	15.78%	16.68%
ROIC	31.28%	34.04%	44.73%	41.41%	62.36%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	20.29%	20.05%	20.60%	17.74%	16.69%
净负债率	-5.41%	-4.05%	-4.18%	-25.15%	-28.42%
流动比率	4.35	4.69	4.49	5.57	6.00
速动比率	4.15	4.39	4.19	5.26	5.65
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	2.92	3.44	3.16	3.29	3.22
存货周转率	12.15	13.75	13.67	14.30	14.52
总资产周转率	0.61	0.60	0.72	0.74	0.73
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	1.00	1.89	2.73	3.53	4.36
每股经营现金流	0.55	-0.64	0.46	4.89	2.07
每股净资产	15.27	16.82	19.11	22.34	26.16
<b>估值比率</b>					
市盈率	73.64	38.90	26.87	20.84	16.84
市净率	4.81	4.37	3.85	3.29	2.81
EV/EBITDA	65.44	23.12	17.45	12.90	10.50
EV/EBIT	76.36	25.74	19.68	14.18	11.36

### 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
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	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 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com