

# 云路股份 (688190)

证券研究报告

2022年10月30日

## 业绩符合预期，非晶带材量价齐升盈利环比改善

**业绩:** 2022年10月27日公司发布三季报, 22年前三季度实现营收10.30亿元, yoy+54.48%; 归母净利润1.51亿元, yoy+69.52%, 扣非净利润1.30亿元, yoy+61.97% (非经常性损益包含2165.1万交易性金融资产变动收益)。其中Q3实现营收3.91亿元, yoy+54.98%, 环比+12.29%; 实现归母净利润0.61亿元, yoy+118.03%, 环比+18.01%。

**带材价格传导与磁性粉末放量拉动营收, 原料价格企稳毛利环比改善明显**

**营收端,** 受益于公司非晶合金薄带及其制品价格提升以及磁性粉末板块产能释放, 公司年初至今营收同比+54.48%。

**成本端,** Q3原料均价与Q2基本持平(据百川盈孚, 硼铁环比+0.2%, 金属硅环比+0.96%), 但持续传导的非晶带材价格带来毛利率的大幅改善, Q3录得毛利率29.38%, yoy+9.85pct, 环比+5.40pct。

**利润端,** 产品产能扩张、价格调整、市场拓展、工艺优化及精益管理等举措进一步增厚企业盈利, 费用端或进一步受益美元走强带来的汇兑收益, Q3录得净利率15.64%, yoy+4.52pct, 环比+0.75pct。

### 22年非晶变压器渗透率加速, 非晶带材有望迎来量价齐升

受益于立体卷铁心技术突破, 传统非晶变压器性能及噪音缺陷得到较好解决, 为非晶变大规模产业化奠定基础。截至22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。随着能效提升计划及稳增长主题下电网投资的进一步加大(国网今年预计安排电网投资金额有望突破5000亿元), 非晶带材有望继续迎来量价齐升。公司作为行业内非晶龙头(19年全球市占率约41%), 加速产能布局, 有望迎来高速发展红利期。

### 云路股份: 非晶合金龙头, 合金软磁后起之秀

**短期看:** 非晶变压器行业步入重振上行期, 中电协预测未来2-3年非晶变压器在国、南网招标渗透率有望达40-45%; 公司绑定变压器龙头置信电气, 持续稳固龙头地位, 价格传导与工艺优化有望增厚业绩。**中长期看:** 底层技术互通横向布局纳米晶、合金软磁粉芯, 打造高性能软磁平台, 完成全频段多场景覆盖, 有望为公司打开成长空间。

**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。预计22-24年归母净利润2.2/3.3/4.2亿元, 对应当前股价53/35/27X, 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	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	715.28	935.75	1,308.78	1,740.11	1,947.46
增长率(%)	2.25	30.82	39.86	32.96	11.92
EBITDA(百万元)	174.45	199.16	272.23	395.82	490.27
归属母公司净利润(百万元)	95.85	119.75	215.51	328.74	416.60
增长率(%)	16.25	24.94	79.97	52.54	26.73
EPS(元/股)	0.80	1.00	1.80	2.74	3.47
市盈率(P/E)	118.66	94.98	52.77	34.60	27.30
市净率(P/B)	25.24	6.21	5.65	5.03	4.39
市销率(P/S)	15.90	12.15	8.69	6.54	5.84
EV/EBITDA	0.00	65.44	37.06	24.68	19.53

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	94.78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)	27.45
A股总市值(百万元)	11,373.60
流通A股市值(百万元)	2,601.81
每股净资产(元)	16.20
资产负债率(%)	21.28
一年内最高/最低(元)	147.02/50.00

### 作者

**杨诚笑** 分析师  
SAC执业证书编号: S1110517020002  
yangchengxiao@tfzq.com

**王小芄** 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-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
- 《云路股份-首次覆盖报告:非晶合金全球龙头, 高性能软磁材料全能赛手》 2022-03-17

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	75.27	99.21	205.69	522.00	718.62
应收票据及应收账款	290.84	350.59	587.41	632.56	747.98
预付账款	9.34	45.91	5.21	73.18	4.22
存货	67.25	86.82	146.25	130.19	179.09
其他	24.85	1,293.21	1,196.90	1,244.54	1,224.06
<b>流动资产合计</b>	<b>467.55</b>	<b>1,875.74</b>	<b>2,141.46</b>	<b>2,602.48</b>	<b>2,873.97</b>
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	177.40	289.26	255.89	222.52	189.15
在建工程	83.66	73.48	73.48	73.48	73.48
无形资产	41.25	40.63	39.08	37.53	35.98
其他	12.15	19.05	15.60	17.33	16.47
<b>非流动资产合计</b>	<b>314.46</b>	<b>422.42</b>	<b>384.05</b>	<b>350.86</b>	<b>315.08</b>
<b>资产总计</b>	<b>782.01</b>	<b>2,298.16</b>	<b>2,525.51</b>	<b>2,953.34</b>	<b>3,189.05</b>
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	227.45	382.87	425.00	596.36	509.70
其他	40.51	37.54	51.32	61.73	53.05
<b>流动负债合计</b>	<b>267.96</b>	<b>420.41</b>	<b>476.31</b>	<b>658.09</b>	<b>562.75</b>
长期借款	19.98	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	39.50	35.06	37.28	36.17	36.73
<b>非流动负债合计</b>	<b>59.48</b>	<b>35.06</b>	<b>37.28</b>	<b>36.17</b>	<b>36.73</b>
<b>负债合计</b>	<b>331.38</b>	<b>466.19</b>	<b>513.60</b>	<b>694.26</b>	<b>599.48</b>
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	90.00	120.00	120.00	120.00	120.00
资本公积	141.89	1,403.48	1,403.48	1,403.48	1,403.48
留存收益	218.44	308.19	488.07	735.27	1,065.77
其他	0.30	0.30	0.37	0.33	0.33
<b>股东权益合计</b>	<b>450.63</b>	<b>1,831.96</b>	<b>2,011.92</b>	<b>2,259.07</b>	<b>2,589.58</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>782.01</b>	<b>2,298.16</b>	<b>2,525.51</b>	<b>2,953.34</b>	<b>3,189.05</b>

  

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	95.85	119.75	215.51	328.74	416.60
折旧摊销	24.64	28.48	34.92	34.92	34.92
财务费用	8.99	(0.16)	(1.45)	(3.47)	(5.91)
投资损失	4.03	(0.35)	1.84	0.74	1.29
营运资金变动	0.72	(296.55)	(110.58)	35.33	(169.36)
其它	(44.61)	214.98	0.00	0.00	0.00
<b>经营活动现金流</b>	<b>89.61</b>	<b>66.14</b>	<b>140.23</b>	<b>396.26</b>	<b>277.54</b>
资本支出	50.36	133.98	(2.22)	1.11	(0.56)
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(77.53)	(1,426.84)	0.38	(1.85)	(0.74)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(27.17)</b>	<b>(1,292.86)</b>	<b>(1.84)</b>	<b>(0.74)</b>	<b>(1.29)</b>
债权融资	(53.73)	(27.02)	3.65	2.37	6.46
股权融资	(0.21)	1,251.98	(35.56)	(81.58)	(86.09)
其他	15.96	15.93	0.00	0.00	0.00
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(37.99)</b>	<b>1,240.89</b>	<b>(31.91)</b>	<b>(79.21)</b>	<b>(79.63)</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>24.45</b>	<b>14.17</b>	<b>106.48</b>	<b>316.31</b>	<b>196.61</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	<b>715.28</b>	<b>935.75</b>	<b>1,308.78</b>	<b>1,740.11</b>	<b>1,947.46</b>
营业成本	514.38	717.02	929.43	1,187.34	1,279.11
营业税金及附加	5.24	4.50	5.89	9.74	10.13
销售费用	15.46	19.51	26.18	35.54	39.36
管理费用	29.52	26.90	32.72	46.76	50.51
研发费用	41.25	52.96	75.91	99.70	112.27
财务费用	6.61	2.65	(1.45)	(3.47)	(5.91)
资产/信用减值损失	(2.34)	(0.99)	(1.66)	(1.32)	(1.49)
公允价值变动收益	2.94	1.75	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(4.03)	0.35	(1.84)	(0.74)	(1.29)
其他	0.12	(20.57)	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>106.13</b>	<b>131.66</b>	<b>236.61</b>	<b>362.42</b>	<b>459.21</b>
营业外收入	2.42	1.22	1.82	1.52	1.67
营业外支出	0.34	0.25	0.30	0.27	0.28
<b>利润总额</b>	<b>108.21</b>	<b>132.63</b>	<b>238.13</b>	<b>363.67</b>	<b>460.60</b>
所得税	12.37	12.88	22.62	34.93	44.00
<b>净利润</b>	<b>95.85</b>	<b>119.75</b>	<b>215.51</b>	<b>328.74</b>	<b>416.60</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>95.85</b>	<b>119.75</b>	<b>215.51</b>	<b>328.74</b>	<b>416.60</b>
每股收益(元)	0.80	1.00	1.80	2.74	3.47

  

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入	2.25%	30.82%	39.86%	32.96%	11.92%
营业利润	7.75%	24.06%	79.71%	53.17%	26.71%
归属于母公司净利润	16.25%	24.94%	79.97%	52.54%	26.73%
<b>获利能力</b>					
毛利率	28.09%	23.37%	28.99%	31.77%	34.32%
净利率	13.40%	12.80%	16.47%	18.89%	21.39%
ROE	21.27%	6.54%	10.71%	14.55%	16.09%
ROIC	28.23%	31.28%	32.89%	44.68%	62.67%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	42.38%	20.29%	20.34%	23.51%	18.80%
净负债率	-11.27%	-5.41%	-10.11%	-23.05%	-27.68%
流动比率	1.72	4.35	4.50	3.95	5.11
速动比率	1.47	4.15	4.19	3.76	4.79
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	2.67	2.92	2.79	2.85	2.82
存货周转率	9.70	12.15	11.23	12.59	12.59
总资产周转率	0.95	0.61	0.54	0.64	0.63
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.80	1.00	1.80	2.74	3.47
每股经营现金流	0.75	0.55	1.17	3.30	2.31
每股净资产	3.76	15.27	16.77	18.83	21.58
<b>估值比率</b>					
市盈率	118.66	94.98	52.77	34.60	27.30
市净率	25.24	6.21	5.65	5.03	4.39
EV/EBITDA	0.00	65.44	37.06	24.68	19.53
EV/EBIT	0.00	76.36	42.51	27.07	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