

业绩略低于预期，电动交通业务加速成长

——2021 年年报&2022 年一季报点评

卧龙电驱 (600580)

事件

事件一

公司 2021 年实现营收 139.99 亿元，同比增长 11.41%，归母净利润 9.88 亿元，同比增长 13.96%，扣非后归母净利润 4.41 亿元，同比减少 34.39%；其中，Q4 单季度实现营收 35.22 亿元，同比增长 5.92%，归母净利润 3.19 亿元，同比增长 30.28%。

事件二

公司 2022 年一季度营业收入 35.27 亿元，同比增长 18.02%；归母净利润 1.98 亿元，同比增长 50.46%；扣非后归母净利润 1.48 亿元，同比增长 14.12%。

简评

电机行业龙头企业，收入增长稳健

2021 年，公司收入实现稳步增长，具体来看：①工业电机及驱动产品 2021 年销量达到 2840 万 kW，同比增长 3.50%，实现收入 78.87 亿元，同比增长 6.62%，得益于下游水泵、风机、压缩机等领域需求稳健；②日用电机及控制产品销量为 5891 万台，同比增长 6.67%，实现收入 35.95 亿元，同比增长 27.87%，主要受益于公司客户结构改善，海外需求较好；③电动交通产品销量达到 673 万 kW，同比增长 61.00%，实现收入 6.67 亿元，同比增长 76.59%，主要受益于采埃孚、宇通客车、宇通重工逐步放量。

成本上涨、产品结构变化导致毛利率承压，费用管控有力和非经损益带来净利率略有提升

2021 年公司毛利率、归母净利率分别为 22.62%、7.06%，分别同比-1.84、+0.16 个 pct。

毛利率下降主要由于：①原材料涨价导致成本压力上升，电机产品成本中原材料占比较大，2021 年工业电机及驱动、日用电机及控制、电动交通业务的成本中原材料占比分别为 75.55%、86.40%、72.14%，同比分别提升 1.89、0.94、8.79 个 pct，其中铜材和钢材是原材料的主要部分，2021 年价格上涨明显；②产品结构变化，日用电机及控制和电动交通业务收入增速较快，但 2021 年毛利率分别为 16.67%、18.35%，低于公司整体毛利率 22.62%。

净利率增加主要由于：①期间费用管控有力，2021 年公司期间费用率为 16.82%，同比下降 1.23 个 pct，其中，销售费用率、管理

维持

买入

吕娟

lyujuan@csc.com.cn

021-68821610

SAC 执证编号：S1440519080001

SFC 中央编号：BOU764

发布日期：2022 年 05 月 06 日

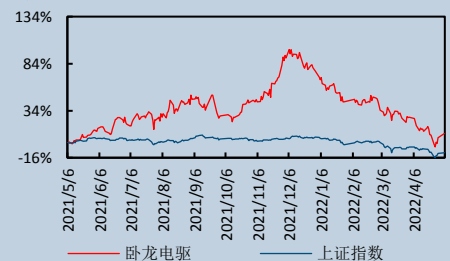
当前股价：11.07 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-13.73/-7.18	-23.54/-14.8	7.97/18.97
12 月最高/最低价 (元)		21.2/9.7
总股本 (万股)		131,526.26
流通 A 股 (万股)		130,535.06
总市值 (亿元)		149.55
流通市值 (亿元)		148.42
近 3 月日均成交量 (万股)		1,345.84
主要股东		
浙江卧龙舜禹投资有限公司		32.15%

股价表现



相关研究报告

21.11.29 【中信建投通用机械】卧龙电驱 (600580):全球电机龙头,充分受益节能减排趋势

费用率、研发费用率和财务费用率分别为 4.21%、6.86%、3.68% 和 2.07%，同比分别-0.47、-0.80、+0.48、-0.45 个 pct。②**非经常性损益大幅增加**，2021 年公司非经常损益达到 5.46 亿元，同比增长 179.80%，其中公司处置南阳、杭州等地区土地获得非流动资产处置受益 4.50 亿元，持有的绍兴银行、中信基金等资产升值带来投资收益 1.83 亿元。

工业电机及驱动和日用电机及控制业务增长稳健，电动交通业务快速放量

工业电机及驱动业务有望保持稳健增长：①根据国际 IEC 标准，公司目前在售电机产品均符合 IE3-IE5 标准。随着电机能效提升计划的逐步落地和企业自身节能减排需求的增长，高效节能电机有望带动公司的工业电机产品需求长期稳健增长；②不符合国家高效节能标准的电机产品面临生产禁令，电机行业竞争格局有望迎来优化。

日用电机及控制业务客户和产品结构不断改善：①2021 年国内暖通空调、洗衣机、冰箱等行业出口外销增速分别为 11%、9.9%、4.8%，明显高于内销增速 5.5%、3.9%、-0.1%，公司的下游客户也由海尔、格力等国产头部企业逐步切入三星、惠而浦、伊莱克斯等全球龙头厂商，客户结构不断优化；②公司继续强化驱控一体化产品的渗透率，逐步升级产品技术和工艺，提高家电产品节能功效，预计未来增长稳健，毛利率有望持续改善。

电动交通业务快速放量：①**新能源乘用车领域**，公司成功突破小鹏、吉利、五菱、纬湃等重点客户，重要定点加速落地，采埃孚内部项目也已经全面量产，产品已经在欧美豪华车型上大批量装机；②**新能源商用车领域**，公司与宇通、三一、潍柴、吉利商用等细分领域头部厂商的业务持续拓展；③**在电动航空领域**，公司获得了某央企客户的首批订单，实现了新产品、新市场的突破，并且公司牵头编写了电动飞机电推进系统适航标准。

2022Q1 扣非后归母净利润实现稳步增长，费用管控效果持续体现

2022Q1，公司实现营业收入、归母净利润、扣非后归母净利润 35.27、1.98、1.48 亿元，同比分别增长 18.02%、50.46%、14.12%。毛利率、净利率分别为 22.03%、5.61%，同比分别-2.38、+1.21 个 pct。

在毛利率由于原材料成本继续下降的情况下，公司归母净利润实现较快增长主要由于：①期间费用率 16.59%，同比减少 1.91 个 pct，其中，销售费用率、管理费用率、财务费用率、研发费用率分别为 4.27%、7.07%、1.78%、3.47%，同比分别-0.73、-0.57、-0.98，+0.37 个 pct；②出售上海矿业和获得政府补助推动非经常性收益增加。

盈利预测与投资建议

预计 2022-2024 年，公司实现归母净利润分别为 11.11、13.59、16.58 亿元，同比分别增长 12.48%、22.31%、22.03%，对应 PE 分别为 13.07、10.68、8.76 倍，维持“买入”评级。

风险提示：市场竞争激烈风险；下游需求不及预期风险；产品研发不及预期风险。

图表：重要财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	12,565	13,999	15,980	18,737	21,933
增长率(%)	1.2	11.4	14.1	17.3	17.1
净利润(百万元)	867	988	1,111	1,359	1,658
增长率(%)	-10.0	14.0	12.5	22.3	22.0
毛利率(%)	24.5	22.6	23.0	23.1	23.2
净利率(%)	6.9	7.1	7.0	7.3	7.6
ROE(%)	11.3	11.8	11.9	12.9	13.8
EPS(摊薄/元)	0.66	0.75	0.84	1.03	1.26
P/E(倍)	16.8	14.7	13.1	10.7	8.8

资料来源：Wind，中信建投

分析师介绍

吕娟：董事总经理，上海区域总监，高端制造组组长&首席分析师，机械行业首席分析师。复旦大学经济学硕士，法国 EDHEC 商学院金融工程交换生，河海大学机械工程及自动化学士，2007.07-2016.12 曾就职于国泰君安证券研究所任机械首席分析师，2017.01-2019.07 曾就职于方正证券研究所任董事总经理、副所长、机械首席分析师。曾获新财富、金牛、IAMAC、水晶球、第一财经、WIND 最佳分析师第一名。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)本人不曾因,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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投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,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。

本报告由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。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。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

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。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 东城区朝内大街2号凯恒中心B座12层
 电话:(8610) 8513-0588
 联系人:李祉瑶
 邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2106室
 电话:(8621) 6882-1600
 联系人:翁起帆
 邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区益田路6003号荣超商务中心B座22层
 电话:(86755) 8252-1369
 联系人:曹莹
 邮箱:caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
 中环交易广场2期18楼
 电话:(852) 3465-5600
 联系人:刘泓麟
 邮箱:charleneliu@csci.hk