

Q2 利润环比高增，新能源车业务定点加速

投资要点

- **业绩总结:** 公司 2022 年上半年实现营业收入 71.9 亿元，同比增长 6.6%；实现归母净利润 5 亿元，同比增长 19.1%；实现扣非归母净利润 3.9 亿元，同比增长 12.8%；EPS 为 0.38 元。2022 年二季度实现营业收入 36.7 亿元，同比下降 2.4%；实现归母净利润 3 亿元，同比增长 4.7%，环比增长 51.8%。
- **国内工业电机龙头，充分受益电机节能政策出台。** 根据最新 OMIDA 市场数据，公司在全球中高压电机市场的占有率约为 11%，位列全球第二；低压电机市场占有率位列全球第三。2021 年全球中高压电机市场中石油天然气及电力发电占比最高，分别为 19%。2022H1，受俄乌战争及油气行业需求提升等因素，公司高压电机业务实现快速增长。此外，根据 2021 年 11 月出台的《电机能效提升计划》，2023 年在役高效节能电机占比需达 20% 以上，节能电机市场广阔，公司目前电机基本均为 IE3 及以上级别， $\alpha+\beta$ 双属性利好公司发展。
- **新能源汽车电机快速放量，新增车企定点支撑业务长远发展。** 2022H1，公司子公司卧龙采埃孚实现营收 2.8 亿元，超过 2021 年全年收入(2.6 亿元)，我们预计 2022 年公司电动交通业务全年营收有望同比翻倍增长。上半年公司获小鹏、吉利、五菱 4 个定点项目(吉利 2 个定点)，合计金额超 20 亿元，下半年新增定点有望进一步加快，助推公司持续扩大市场份额。
- **下半年公司有望形成正剪刀差，驱动盈利恢复向上。** 公司主营产品电机的原材料铜和钢成本占比较高，且上半年原材料价格维持高位。公司很多产品的定价策略采取销售价格与主要原材料价格联动的方式，因此上半年公司产品的投标价格较高。工业电机生产交付周期约为 3-6 个月，7 月原材料价格大幅回落，形成售价与采购成本的正剪刀差。此外，公司凭借龙头地位和规模优势，具备强采购议价能力，下半年毛利率有望回升。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司 2022-2024 年营收分别为 160.5 亿元、186.9 亿元、215.9 亿元，未来三年归母净利润将保持 22% 的复合增长率。公司新能源车定点有望加快，打造公司第二增长曲线，维持“买入”评级。
- **风险提示:** 原材料价格上涨的风险；新能源车定点不及预期的风险；汇率波动影响公司海外业务营业收入的风险。

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	13999.16	16048.71	18690.73	21591.17
增长率	11.41%	14.64%	16.46%	15.52%
归属母公司净利润(百万元)	987.82	1178.86	1469.73	1789.09
增长率	13.96%	19.34%	24.67%	21.73%
每股收益 EPS(元)	0.75	0.90	1.12	1.36
净资产收益率 ROE	11.76%	11.70%	13.00%	13.96%
PE	19	16	12	10
PB	2.23	1.86	1.65	1.45

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 韩晨
执业证号: S1250520100002
电话: 021-58351923
邮箱: hch@swsc.com.cn
联系人: 李昂
电话: 021-58351923
邮箱: liang@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	13.15
流通 A 股(亿股)	13.05
52 周内股价区间(元)	9.89-20.63
总市值(亿元)	182.90
总资产(亿元)	223.51
每股净资产(元)	6.08

相关研究

1. 卧龙电驱(600580): 经营业绩稳中有进, 电动交通领域实现突破 (2022-05-01)
2. 卧龙电驱(600580): 新能源车赛道加速拓展, 股权激励彰显信心 (2021-10-31)
3. 卧龙电驱(600580): 业绩符合预期, 电机及控制业务世界领先 (2021-08-31)

关键假设：

假设 1：公司各项业务产销率维持 98%及以上。

假设 2：工业电机及驱动业务贡献公司主要营收，有望维持稳定增长。2022 年上半年受油价上升带动油气投资加码及欧洲传统能源改造等因素影响，公司海外高压电机营收超预期。将 2022 年工业电机产量增速上调至 20%，2023-2024 年维持不变，增速分别为 10%/10%。

假设 3：受宏观经济形势影响，2022 年下游家电行业需求阶段性低迷，下游投资增速低于此前预期，因此公司日用电机业务增速放缓。将 2022 年日用电机产量增速下调至 5%，2023-2024 年维持不变，增速分别为 20%/20%。

假设 4：公司 2022 年新增车企定点速度加快，渗透率持续提升，有望打造成为公司第二增长曲线，预计 2022-2024 年电动交通产量增速分别为 100%/50%/30%。

假设 5：公司各业务毛利率趋稳向上。

基于以上假设，我们预测公司 2022-2024 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
工业电机及驱动	收入	7,886.8	9463.3	10409.6	11450.6
	增速	6.6%	20.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	27.5%	28.0%	28.5%	29.0%
日用电机及控制	收入	3,594.6	3735.8	4483.0	5379.6
	增速	27.9%	3.9%	20.0%	20.0%
	毛利率	16.7%	18.0%	19.0%	20.0%
电动交通	收入	668.0	1397.0	2200.3	3003.3
	增速	79.6%	109.1%	57.5%	36.5%
	毛利率	18.4%	18.5%	20.0%	22.0%
其他主营收入	收入	1,438.4	1000.0	1100.0	1210.0
	增速	680.7%	-30.5%	10.0%	10.0%
	毛利率	14.2%	15.0%	15.0%	15.0%
其他业务	收入	411.4	452.6	497.8	547.6
	增速	-14.2%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	18.6%	20.0%	20.0%	20.0%
合计	收入	13999.2	16048.7	18690.7	21591.2
	增速	11.4%	14.6%	16.5%	15.5%
	毛利率	22.6%	23.8%	24.2%	24.8%

数据来源：Wind，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	13999.16	16048.71	18690.73	21591.17	净利润	1057.23	1254.70	1567.20	1907.72
营业成本	10832.33	12227.58	14167.60	16242.82	折旧与摊销	498.00	851.15	851.15	851.15
营业税金及附加	64.61	77.90	88.82	148.98	财务费用	290.22	320.97	373.81	431.82
销售费用	589.05	641.95	700.90	809.67	资产减值损失	-42.04	-23.90	-25.99	-27.97
管理费用	960.53	1444.38	1635.44	1835.25	经营营运资本变动	176.90	651.93	-435.04	-558.34
财务费用	290.22	320.97	373.81	431.82	其他	-499.98	-151.89	-215.26	-108.69
资产减值损失	-42.04	-23.90	-25.99	-27.97	经营活动现金流净额	1480.32	2902.97	2115.87	2495.69
投资收益	3.50	18.64	21.00	22.40	资本支出	-525.27	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	183.49	154.85	142.57	153.48	其他	98.20	173.49	163.57	175.88
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-427.07	173.49	163.57	175.88
营业利润	1344.09	1533.33	1913.73	2326.49	短期借款	270.09	-2274.93	-366.61	0.00
其他非经营损益	-58.75	-39.88	-43.31	-44.74	长期借款	-1157.48	0.00	0.00	0.00
利润总额	1285.34	1493.45	1870.42	2281.75	股权融资	15.97	0.00	0.00	0.00
所得税	228.11	238.74	303.22	374.03	支付股利	-195.30	-197.56	-235.77	-293.95
净利润	1057.23	1254.70	1567.20	1907.72	其他	166.76	-1337.60	-373.81	-431.82
少数股东损益	69.41	75.84	97.47	118.63	筹资活动现金流净额	-899.96	-3810.09	-976.20	-725.77
归属母公司股东净利润	987.82	1178.86	1469.73	1789.09	现金流量净额	81.15	-733.62	1303.25	1945.80
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	2338.50	1604.87	2908.12	4853.92	成长能力				
应收和预付款项	4798.65	5476.00	6362.78	7371.87	销售收入增长率	11.41%	14.64%	16.46%	15.52%
存货	2998.55	3397.62	4027.01	4577.94	营业利润增长率	22.95%	14.08%	24.81%	21.57%
其他流动资产	1474.35	155.35	180.93	209.01	净利润增长率	14.59%	18.68%	24.91%	21.73%
长期股权投资	1164.85	1164.85	1164.85	1164.85	EBITDA 增长率	10.96%	26.88%	16.01%	15.00%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	4568.82	3923.93	3279.03	2634.14	毛利率	22.62%	23.81%	24.20%	24.77%
无形资产和开发支出	3071.30	2870.91	2670.53	2470.15	三费率	13.14%	15.00%	14.50%	14.25%
其他非流动资产	1597.63	1591.76	1585.88	1580.00	净利率	7.55%	7.82%	8.38%	8.84%
资产总计	22012.65	20185.29	22179.14	24861.88	ROE	11.76%	11.70%	13.00%	13.96%
短期借款	2641.54	366.61	0.00	0.00	ROA	4.80%	6.22%	7.07%	7.67%
应付和预收款项	4838.10	5435.47	6324.84	7244.44	ROIC	11.85%	14.37%	18.87%	22.82%
长期借款	1800.12	1800.12	1800.12	1800.12	EBITDA/销售收入	15.23%	16.86%	16.79%	16.72%
其他负债	3739.09	1858.20	1997.85	2147.23	营运能力				
负债合计	13018.85	9460.40	10122.82	11191.79	总资产周转率	0.65	0.76	0.88	0.92
股本	1315.26	1314.89	1314.89	1314.89	固定资产周转率	3.41	4.15	5.80	8.38
资本公积	1974.42	1974.79	1974.79	1974.79	应收账款周转率	3.94	4.01	4.03	4.02
留存收益	5733.49	6714.79	7948.75	9443.89	存货周转率	3.69	3.73	3.77	3.76
归属母公司股东权益	8201.36	9856.62	11090.58	12585.72	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	85.15%	—	—	—
少数股东权益	792.43	868.28	965.74	1084.37	资本结构				
股东权益合计	8993.80	10724.89	12056.32	13670.09	资产负债率	59.14%	46.87%	45.64%	45.02%
负债和股东权益合计	22012.65	20185.29	22179.14	24861.88	带息债务/总负债	34.12%	22.90%	17.78%	16.08%
					流动比率	1.13	1.59	1.84	2.02
					速动比率	0.84	1.08	1.29	1.48
					股利支付率	19.77%	16.76%	16.04%	16.43%
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E	每股指标				
EBITDA	2132.30	2705.45	3138.69	3609.46	每股收益	0.75	0.90	1.12	1.36
PE	18.52	15.52	12.44	10.22	每股净资产	6.24	7.50	8.43	9.57
PB	2.23	1.86	1.65	1.45	每股经营现金	1.13	2.21	1.61	1.90
PS	1.31	1.14	0.98	0.85	每股股利	0.15	0.15	0.18	0.22
EV/EBITDA	9.64	6.40	4.98	3.79					
股息率	1.07%	1.08%	1.29%	1.61%					

数据来源: Wind, 西南证券

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注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于恒生指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于恒生指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于恒生指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路166号中国保险大厦20楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街35号国际企业大厦A座8楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道6023号创建大厦4楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路32号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理/销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	高宇乐	销售经理	13263312271	13263312271	gylyf@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrif@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	郑龔	广州销售负责人/销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyrif@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn