



## 工业电机盈利修复, “电车+储能”高弹性增长

### 投资要点

- **推荐逻辑:** 1) 公司工业电机迎来利润修复拐点, 22年毛利率同比提升0.96pp, 下游需求受海外高景气+国内逐步复苏, 23年有望进一步上升。2) 新能源乘用车电机斩获多定点, 合同累计金额达86亿元; 商用车领域头部地位稳固, 议价能力强。3) 储能业务牵手头部企业, 22年累计合同额达1GWh, 实现0到1突破, 未来有望持续提供新业绩增量。
- **国内外齐头并进, 工业电机有望恢复向上。** 公司工业电机下游主要应用于油气、钢铁、冶金等行业, 全球高压/低压电机市占率分别为第2/4位。2022年公司海外业务收入占比37%, 主要为工业电机业务, 受俄乌战争油气开支加大及美洲工业投资热度高涨等因素, 海外收入同比增长7.3%。2023年欧美工业指数仍维持高位, 国内经济存在复苏趋势, 公司有望迎来国内外双轮驱动。
- **新能源乘用车在手订单饱满, 商用车头部地位稳固。** 根据测算, 2023-2025年国内新能源车电机市场空间分别约为252/321/377亿元。公司切入采埃孚发力新能源汽车电机, 2022年营收同比增长45%。乘用车斩获吉利、小鹏等多优质定点, 项目累计订单约86亿元。此外, 公司在物流车、客车、重卡电机领域市占率较高, 具备更高议价能力和产品毛利率, 有望率先受益商用车电动化发展。
- **多年技术储备发力储能, 打造第三增长曲线。** 受益新能源发电占比提升及配储政策落地, 行业迎来快速增长期。根据测算, 2023-2025年国内工商业储能市场空间分别约为6/11/18GWh; 大型储能约为23/37/56GWh。公司早期通过子公司龙能电力布局光伏, 利用光储协同优势加大储能系统集成研发, 2022年合资成立卧龙储能, 储能累计订单达1GWh, 为公司长期发展提供新增量。
- **与特斯拉合作多年, 协同效应打开更多可能性。** 公司为特斯拉提供工业机器人生产线, 子公司SIR于23年5月斩获700万欧元订单。公司亦具备伺服等技术储备, 有望凭借客户黏性及墨西哥区域早期布局优势, 打开更多业务增长点。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司2023-2025年营收分别为172.5亿元、196.8亿元、223亿元, 未来三年归母净利润增速分别为41.4%/32.3%/21.4%。公司传统工业电机受益海内外需求共振有望迎业绩拐点, 新兴产业在手订单饱满, 支撑公司中长期发展, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 原材料价格上涨的风险; 储能订单不及预期的风险; 汇率波动影响海外营业收入的风险; 海内外宏观经济形势波动的风险; 产品研发不及预期的风险。

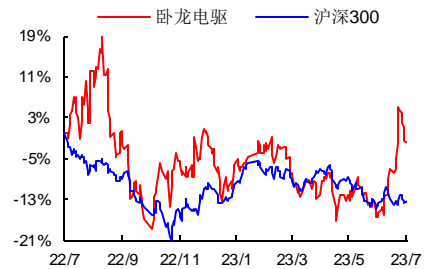
指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	14998.05	17253.77	19680.13	22295.53
增长率	7.14%	15.04%	14.06%	13.29%
归属母公司净利润(百万元)	799.56	1130.67	1495.34	1815.91
增长率	-19.06%	41.41%	32.25%	21.44%
每股收益EPS(元)	0.61	0.86	1.14	1.38
净资产收益率ROE	8.27%	10.21%	12.09%	13.05%
PE	22	16	12	10
PB	1.99	1.71	1.52	1.35

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)	13.11
流通A股(亿股)	13.08
52周内股价区间(元)	11.36-16.55
总市值(亿元)	179.26
总资产(亿元)	222.71
每股净资产(元)	6.39

### 相关研究

- 卧龙电驱(600580): 业绩符合预期, 国内外双轮驱动 (2023-05-03)
- 卧龙电驱(600580): 业绩符合预期, 新能源汽车业务有望迎放量 (2022-11-03)
- 卧龙电驱(600580): Q2利润环比高增, 新能源车业务定点加速 (2022-08-30)

## 目 录

<b>1 工业电机全球领先，并购实现多元布局</b>	<b>1</b>
<b>2 工业电机：重工业领域头部企业，海内外齐头并进</b>	<b>4</b>
2.1 乘制造业复苏东风，工业电机需求高景气	4
2.2 海内外双轮驱动，业绩有望迎拐点	8
<b>3 新能源车：商用车电机龙头，业绩具备高弹性</b>	<b>10</b>
3.1 新能源车维持高景气，驱动电机需求提振	10
3.2 切入采埃孚发力电车，国内定点布局加快	13
3.3 与特斯拉长期合作，协同效应打开更多可能性	15
<b>4 储能：多年积累发力系统集成，打造第三增长曲线</b>	<b>17</b>
4.1 政策持续加码，储能需求维持高景气	17
4.2 牵手储能头部企业，布局节奏加快	19
<b>5 盈利预测与估值</b>	<b>21</b>
5.1 盈利预测	21
5.2 相对估值	22
<b>6 风险提示</b>	<b>23</b>

## 图 目 录

图 1: 卧龙电驱历史沿革.....	1
图 2: 卧龙电驱股权架构.....	2
图 3: 公司营收保持稳定增长态势.....	3
图 4: 2023Q1 公司归母净利润同比+30.1%.....	3
图 5: 公司毛利率/净利率趋稳向上.....	4
图 6: 公司费用率管控较好.....	4
图 7: 工业电机产业链.....	5
图 8: 全球工业电机市场规模.....	5
图 9: 国内高压电机市场规模.....	5
图 10: 欧美工业生产指数维持高位.....	6
图 11: 美国制造业建厂投资额迎来快速增长 (百万美元).....	6
图 12: 2023 年 6 月中美成品油需求同比增长情况.....	6
图 13: 国内化工行业综合景气指数.....	7
图 14: 国内有色金属产业景气指数.....	7
图 15: 中国国内工业电机行业现有品牌梯队.....	7
图 16: 中国各省工业电机行业发展目标.....	8
图 17: 2022 年公司工业电机营收占比约 60%.....	8
图 18: 公司工业电机毛利率趋稳向上.....	8
图 19: 公司工业电机产销齐升.....	9
图 20: 公司工业电机平均单价恢复至 291 元/KW.....	9
图 21: 公司工业电机主要应用于重工业领域.....	9
图 22: 公司在全球拥有 39 个制造工厂和 4 个技术中心.....	10
图 23: 公司海外各区域收入同比增速.....	10
图 24: 预计 2023 年我国新能源汽车销量有望达 900 万辆.....	11
图 25: 电控和电机成本占比分别为 6.5%、5.5%.....	11
图 26: 当前市面上已量产高压车型和 800V+车型的规划.....	11
图 27: 电驱动系统集成化发展方向.....	11
图 28: 2019-2023 年 4 月国内电车电机市场情况.....	12
图 29: 2022 年国内电车电控市场竞争格局.....	12
图 30: 2020-2023 年 4 月国内电车电机市场情况.....	12
图 31: 2022 年国内电车电机市场竞争格局.....	12
图 32: 政策是商用新能源车市场的核心驱动因素.....	13
图 33: 商用车电动化率逐步上升.....	13
图 34: 公司 EV 电机业务发展历程.....	14
图 35: 公司历史 EV 电机收入及增速 (百万元).....	15
图 36: 卧龙 EV 电机历年毛利率及可比公司毛利率.....	15
图 37: 希尔机器人为客户定制机器人切割去毛刺单元.....	16
图 38: 希尔具备全产业链自动化解决方案.....	16
图 39: 公司伺服电机产品展示.....	16

图 40: 人形机器人关节使用伺服电机示意图 .....	16
图 41: 我国新型储能累计装机规模 .....	17
图 42: 2022 年我国储能市场发展状况 .....	17
图 43: 2022 年国内储能系统集成商国内市场储能系统出货量 (GWh) .....	18
图 44: 卧龙储能业务发展历程 .....	20
图 45: 龙能电力历年营收及利润情况 .....	20
图 46: 2022 年龙能电力净利率恢复至 40% .....	20
图 47: 卧龙储能系列产品 .....	21
图 48: 卧龙助力湖北天门申能储能电站投运 .....	21

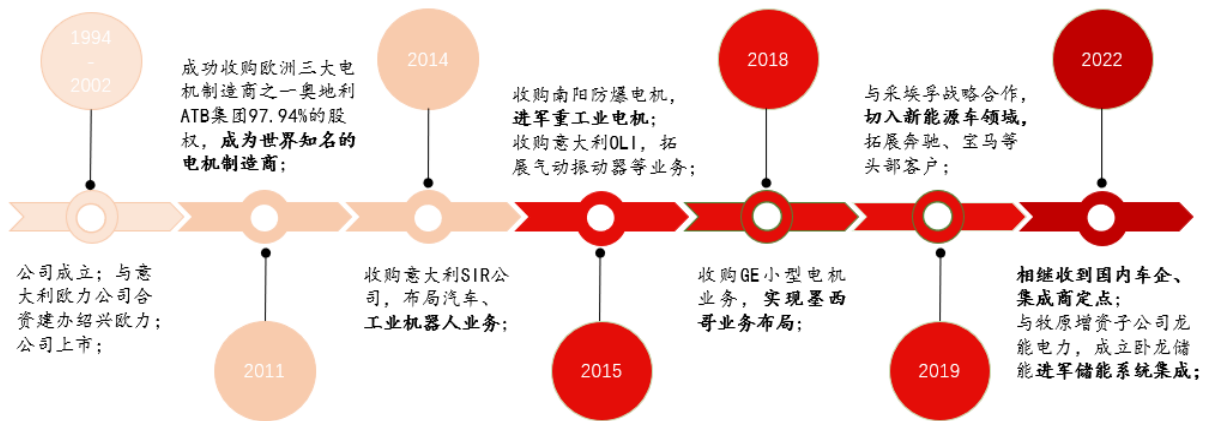
## 表 目 录

表 1: 卧龙电驱并购历程 .....	1
表 2: 公司电机产品系列丰富 .....	2
表 3: 海外石油巨头纷纷上调资本开支规划 .....	6
表 4: 我国新能源汽车行业电机电控市场规模测算 .....	13
表 5: 公司 EV 乘用车电机定点情况 (亿元) .....	14
表 6: 近期新型储能政策文件 .....	18
表 7: 国内储能市场空间测算 .....	19
表 8: 分业务收入及毛利率 .....	22
表 9: 可比公司估值 (截至 2023 年 7 月 10 日) .....	22
附表: 财务预测与估值 .....	24

# 1 工业电机全球领先，并购实现多元布局

卧龙电驱是全球电机驱动领先企业。公司创建于1984年，后于2002年在上交所上市。作为全球主要的电机及驱动解决方案的制造商，公司产品涵盖各类微特、低压、高压电机及控制合计超3000多个品种，高压/低压电机全球市占率均位于前三水平。应用领域方面，公司从重工业电机下游石油石化、天然气、钢铁、冶金等，逐步开拓新能源如光伏电站、新能源汽车、储能系统集成等业务，受益“传统行业复苏+新兴产业高景气”双轮驱动，公司发展驶入快车道。

图 1：卧龙电驱历史沿革



数据来源：公司官网，西南证券整理

业务版图不断扩张，并购实现多元布局。公司早期以电机驱动为核心，先后并购国内多家企业：浙江蓄电池发展电池业务；银川/北京华泰发展变压器；ATB发展家用微特电机；意大利SIR发展工业机器人；南阳防爆炸发展重工业电机；GE发展小型电机。公司并购业务与电机驱动形成战略协同效应，并积极拓展海外市场，实现多品牌、渠道覆盖。2022年公司海外收入占比37%，未来国内外有望齐头并进。

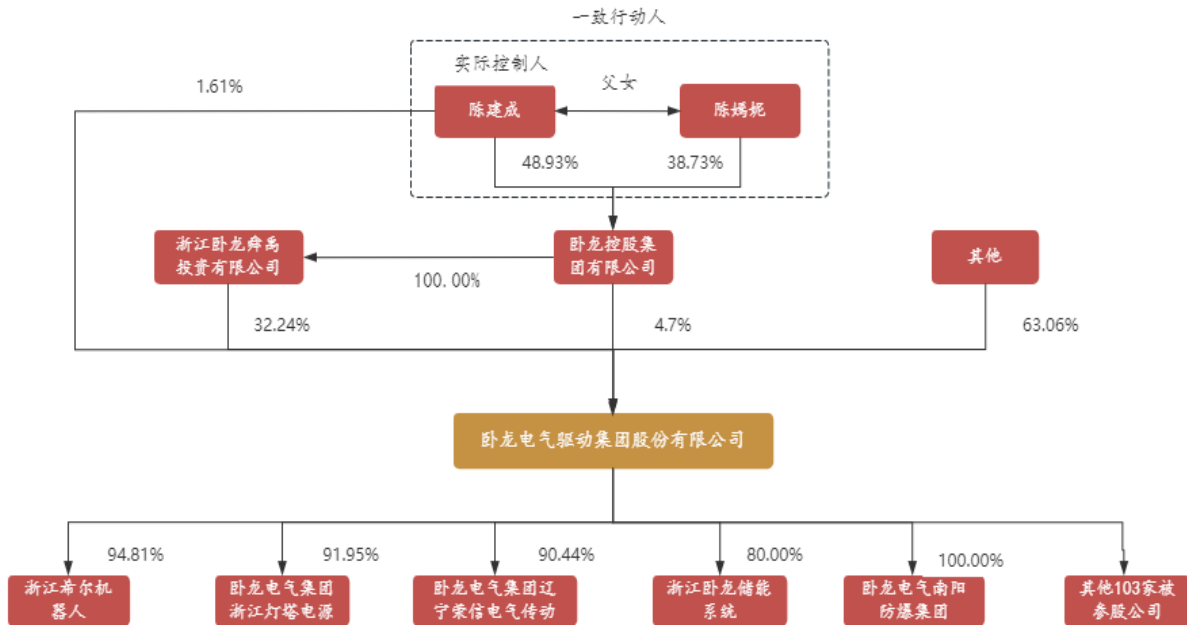
表 1：卧龙电驱并购历程

时间	并购公司	主要领域
2002	浙江蓄电池集团有限公司	电池
2005	银川变压器厂	变压器
2009	北京华泰变压器	变压器
2011	ATB 电机集团	工业和家用电驱动系统领域
2013	江苏清江电机	现代化工业电机制造
2014	章丘海尔电机	电机
2014	意大利 SIR 机器人	工业机器人
2015	南阳防爆集团	防爆电机
2015	意大利 OLI 公司	电动和气动振动器
2016	荣信传动	电子产品、电气设备
2018	GE 小型电机业务	小型电机

数据来源：公司公告，公司官网，西南证券整理

公司实际控制人为前董事长陈建成先生，通过直接和间接合计持股 38.55%。截止报告期，陈建成先生直接持股卧龙电驱 1.61%，并通过实控卧龙控股和卧龙舜禹，间接持股 36.94%，合计持股 38.55%。公司第一、第二大股东分别为浙江卧龙舜禹投资有限公司、卧龙控股集团有限公司，分别持有公司股权比例 32.24%、4.7%。整体来看，公司股权较为集中。



图 2：卧龙电驱股权架构





数据来源：公司公告，西南证券整理

公司深耕电机行业四十载，产品系列丰富。公司电机可分为工业电机（低压/高压）、家用电器电机、新能源车电机三大类。产品矩阵从 5W 的微特电机延伸至 50MW 的高压电机，功率范围广。

表 2：公司电机产品系列丰富

产品分类		产品特点	产品主要应用场景	产品示意图
低压电机	低压标准异步电机	高效率，低损耗，低振动，满足气体和粉尘防爆，适用于变频运行	冶金、油气、化工、电力、煤炭、水泥	
	低压危险区域电机	低振动低噪声，温升裕量大，适用于 dIIB、dIICT4 两种防爆级别，接线空腔大		
	低压变速电机	效率，功率因数高，体积小，重量轻，可以替代常规的电机加速机的传动结构		
高压电机	高压标准异步电机	具有功率密度高、起动电流低、噪声低、振动小、运行可靠、维护方便等特点	水处理、船舶、冶金、水泥、煤炭、化工、电力	
	高压同步电机	具有效率高，过载能力强，启动转矩大，振动小等优点		
	高压危险区域电机	具有中心高更低、功率更大、噪声更低，运行可靠、维护方便等		

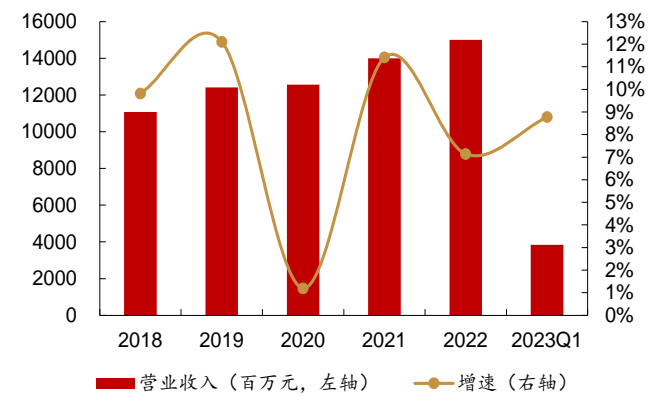
产品分类		产品特点	产品主要应用场景	产品示意图
日用电机	空调/洗衣机等电机	单相电容起动运行异步电机, 采用铁壳(塑封)结构, 高可靠性, 便于安装, 控制简单	家电	
新能源车电机	乘用车/商用车电机	绿色环保, 高效节能	新能源车	

数据来源: 公司公告, 公司官网, 西南证券整理

**经营状况较好, 公司营收规模稳步上升。**2018年至2022年, 公司营收从110.8亿元增长至150亿元, CAGR为7.9%。2023年Q1公司营收为38.4亿元, 同比增长8.8%, 受益海外欧美工业需求旺盛, 公司规模保持进一步增长。展望下半年, 国内经济形势有望进一步复苏, 公司国内工业电机业务有望充分受益。

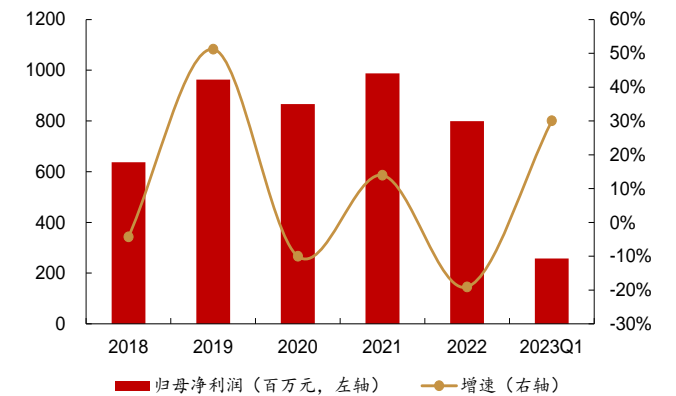
**利润短期承压, 拐点初显。**2018年至2022年, 公司归母净利润从6.4亿元增长至8亿元, CAGR为5.7%。其中2022年受上半年原材料铜、硅钢价格上涨, 以及国内需求减弱影响, 公司利润端有所下滑。2023年Q1公司归母净利润提升至2.6亿元, 同比增长30.1%, 扣非归母净利润同比增长47.9%, 利润端初显拐点。我们认为, 公司本身固定成本较高, 受规模效应影响, 营收端的稳步提升传导至利润端增长更显著, 利润有望实现快速增长。

图 3: 公司营收保持稳定增长态势



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

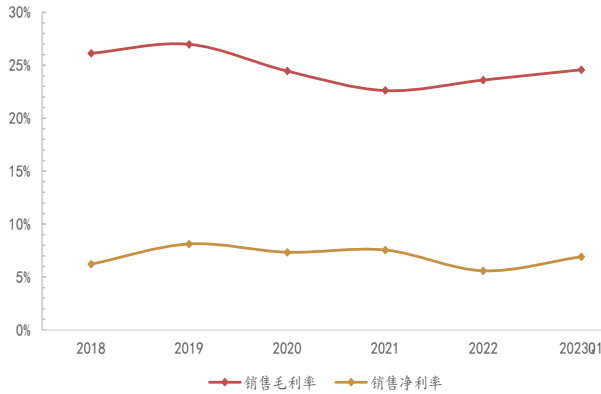
图 4: 2023Q1 公司归母净利润同比+30.1%



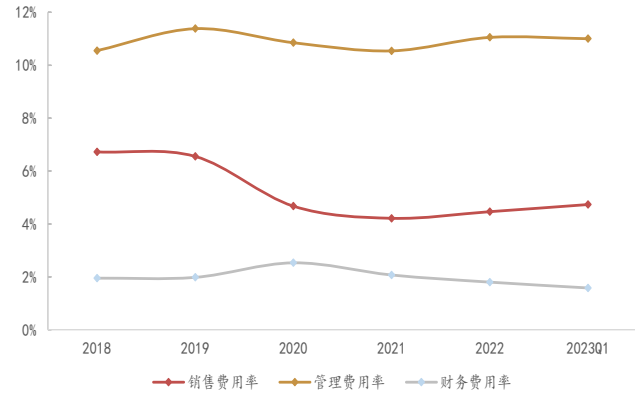
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

**受益下游需求复苏, 盈利能力趋稳向上。**公司主营产品电机的铜和钢成本占比较高, 业务盈利水平受上游原材料价格波动及下游需求影响较大。2019年下游需求旺盛, 公司毛利率与净利率分别达到27%和8.1%。2021年为公司近期毛利率底部, 主要系当年原材料价格大幅上涨。2023年Q1公司销售毛利率提升至24.6%, 同比提升2.6pp; 销售净利率为6.9%, 同比提升1.1pp, 受益海外需求提振及国内经济形势趋稳, 公司盈利水平进一步修复。

期间费用率管控较好，有望受益业务起量带来费用摊薄。2023 年 Q1 公司销售费用率为 4.7%，同比上升 0.5pp；管理费用率为 11%，同比上升 0.5pp；财务费用率为 1.6%，同比下降 0.2pp。整体来看，费用率较为平稳。研发费用率为 3.6%，同比增长 0.08pp，公司研发投入进一步加大。

**图 5：公司毛利率/净利率趋稳向上**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 6：公司费用率管控较好**


数据来源：公司公告，西南证券整理

## 2 工业电机：重工业领域头部企业，海内外齐头并进

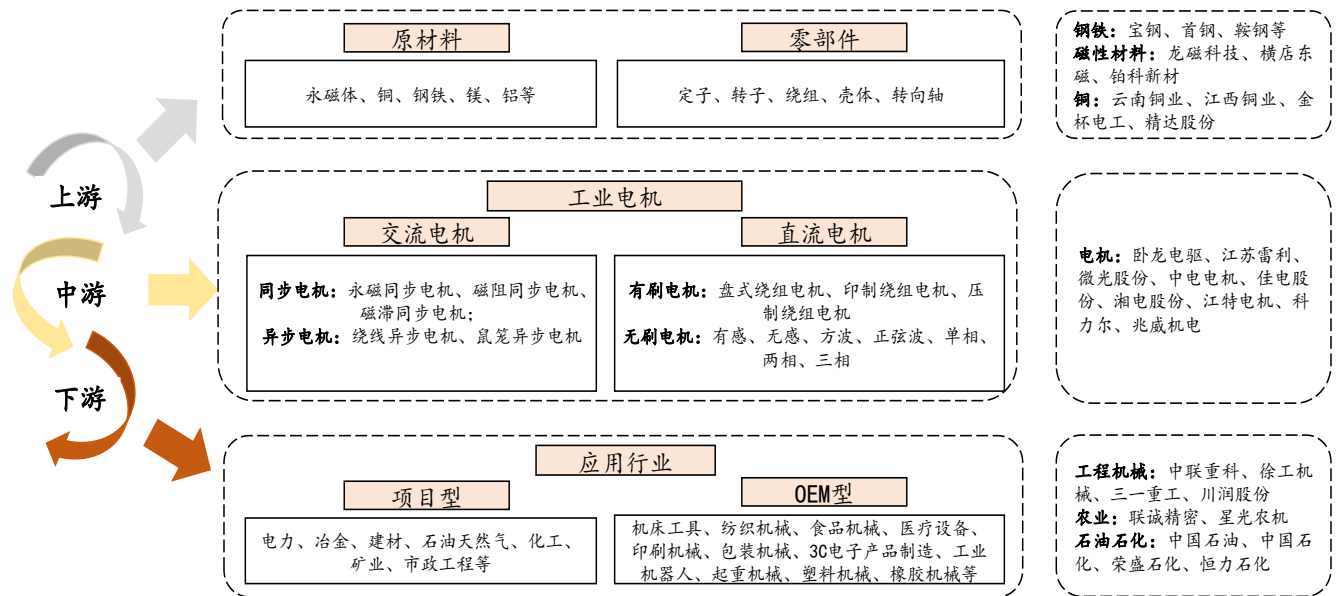
### 2.1 乘制造业复苏东风，工业电机需求高景气

工业电机是指应用于工业领域的电动机，用于工业场景中电能转化为机械能。**上游：**主要包括原材料铜、硅钢以及零部件定转子等，其中永磁同步电机的永磁体和定转子成本合计占比约 75%，交流异步电机的定转子成本占比约 70%。**中游：**根据电流不同分为交流/直流电机，国内知名企业包括卧龙电驱、江苏雷利、大洋电机等。**下游：**项目型市场以资本开支为导向，需求较为平稳；OEM 市场以消费终端为导向，波动较大。

目前市场中工业电机以交流为主，占比约 80%。工业驱动电动机产品按工作电源种类划分可分为交流工业电机与直流工业电机。其中，交流工业电机具有结构简单、制造成本低、性价比高、工艺简单、运行方便等优点以及功率因数滞后、轻载功率滞后、启动性较高等缺点；直流电机具有启动性与调速型良好、转矩大、维修成本低等优点以及制造成本高等缺点。根据 Straits Research 公布的数据，2021 年全球交流工业电机市场规模约为 164.6 亿美元，占比 81%。



图 7：工业电机产业链

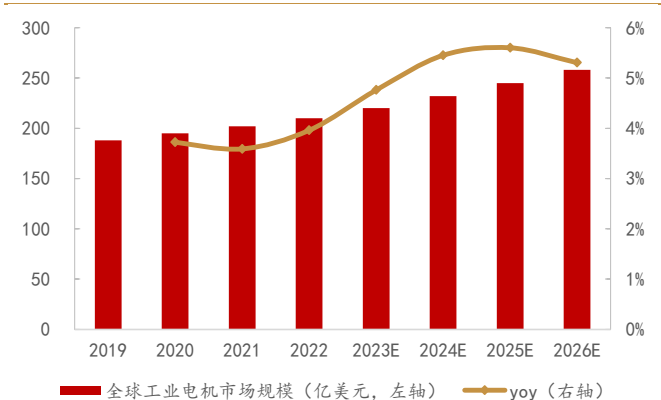


数据来源：前瞻产业研究院，西南证券整理

下游复苏+政策助力下，工业电机市场有望维持稳定增长。近年来，受下游制造行业及新兴市场需求拉动，工业电机市场规模水涨船高。此外，在节能降碳的发展背景下，各国陆续推出了高效节能的相关政策，带动工业电机行业实现快速增长。根据前瞻产业研究院数据，截止 2022 年末，全球工业电机行业市场规模达 210 亿美元，同比增长 4.8%，预计到 2026 年全球工业电机行业市场规模有望达 258 亿元以上，2022-2026 年 CAGR 约为 5.3%，有望维持稳定增长态势。

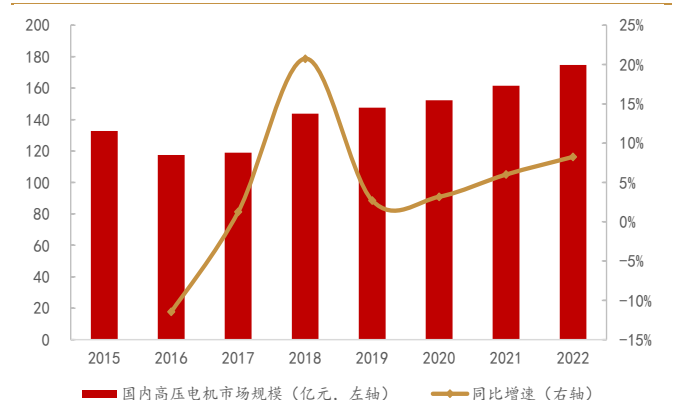
伴随项目型市场资本开支回暖，高压电机规模有望进一步增长。高压电机主要应用于钢铁、冶金、石油、天然气等应用领域，2022 年我国高压电机规模 174.8 亿元，同比增长 8.3%。

图 8：全球工业电机市场规模



数据来源：前瞻产业研究院，西南证券整理

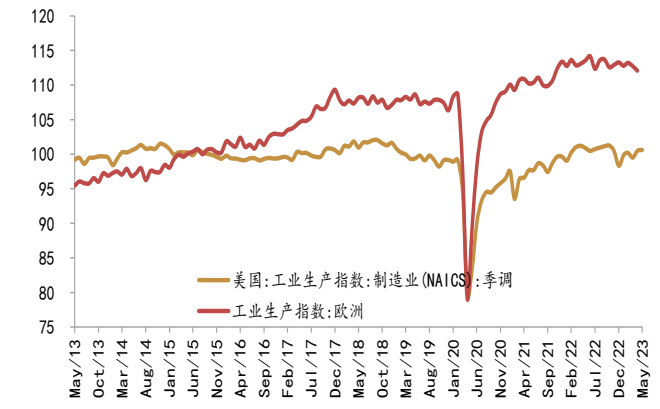
图 9：国内高压电机市场规模



数据来源：智研咨询，西南证券整理

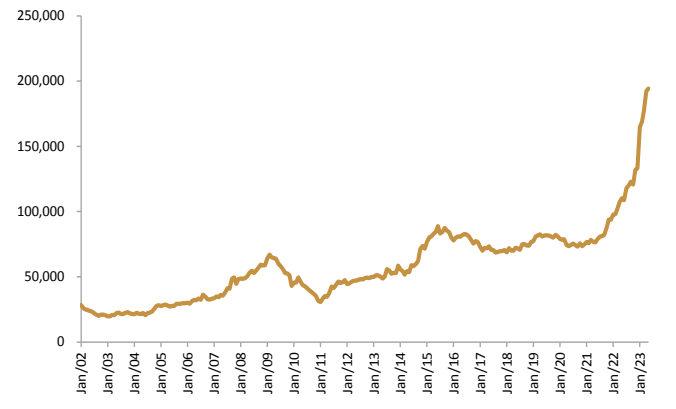
欧美工业生产势头强劲，美国迎此轮制造业投资“超级周期”。从宏观数据层面来看，欧美工业生产指数位居高位。根据 U.S Census Bureau 数据统计，截至 2023 年 5 月美国制造业建厂投资额达 1943 亿美元，同比增长 76.3%，美国制造业建厂投资迎来高峰，工业基建的高景气将进一步带动钢铁、水泥等行业需求提升。

图 10：欧美工业生产指数维持高位



数据来源: Wind, 西南证券整理

图 11：美国制造业建厂投资额迎来快速增长 (百万美元)



数据来源: U.S Census Bureau, 西南证券整理

海外石油巨头上调石油资本开支，全球成品油需求复苏向上。结合各家海外石油巨头规划，2023 年资本开支有望进一步向上，石油产业链迎机遇期。此外在成品油需求方面，2023 年 6 月中、美汽油需求分别同比增长 37、34 万桶/日，柴油及航煤也有不同程度需求恢复。

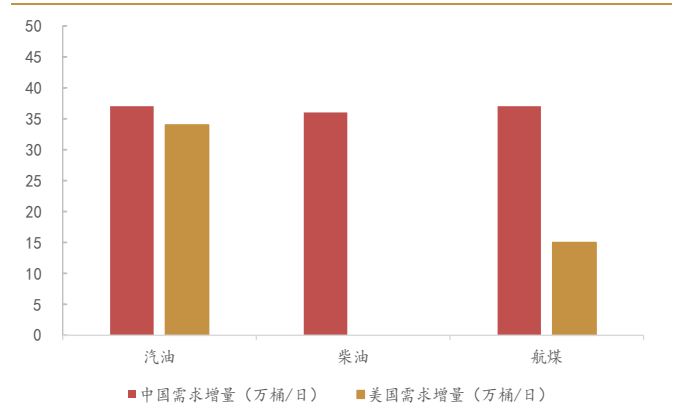
综合以上，我们认为：海外工业侧供需两旺，卧龙电驱的工业电机主要应用于油气、钢铁等领域，有望在这轮周期中充分受益海外下游需求高景气，提振公司业绩。

表 3：海外石油巨头纷纷上调资本开支规划

公司名称	资本开支计划
雪佛龙	2023 财年资本支出预算达到 170 亿美元，较 2022 年预算支出高 25% 以上，处于 150 亿-170 亿美元中等水平的高位
埃森克美孚	2023 年资本支出将接近年度目标 200 亿-250 亿美元的上限，并预计该水平保持到 2027 年
巴西国有石油公司	将在 2022-2026 年预计支出基础上将 2023-2027 年的投资增加 15% 至 780 亿美元
沙特阿美	2023 年资本自由支出预计将高于 2022 年，沙特阿美将继续努力在 2027 年前将其最大可持续产能从 1200 万桶/日提高至 1300 万桶/日

数据来源: Energy Intelligence, 西南证券整理

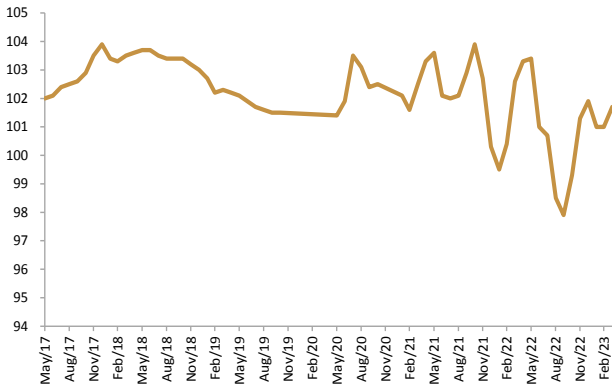
图 12：2023 年 6 月中美成品油需求同比增长情况



数据来源: Platts, EIA, 西南证券整理

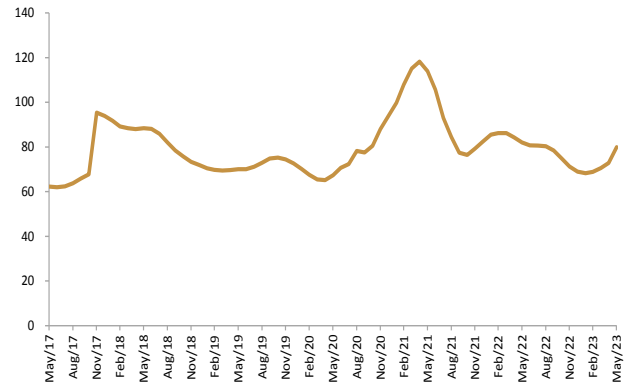
国内项目型市场拐点初显，产业链有望受益。自 2022 年 Q4 以来，化工行业景气指数从 97.9 恢复至 101.7；有色金属行业景气度指数从 78.4 为恢复至 79.9，下游需求存在复苏迹象。下游行业景气度提升带动产业链需求提振，相关领域的生产制造设备有望受益，驱动行业头部设备厂商业绩稳中有进。

图 13: 国内化工行业综合景气指数



数据来源: Wind, 西南证券整理

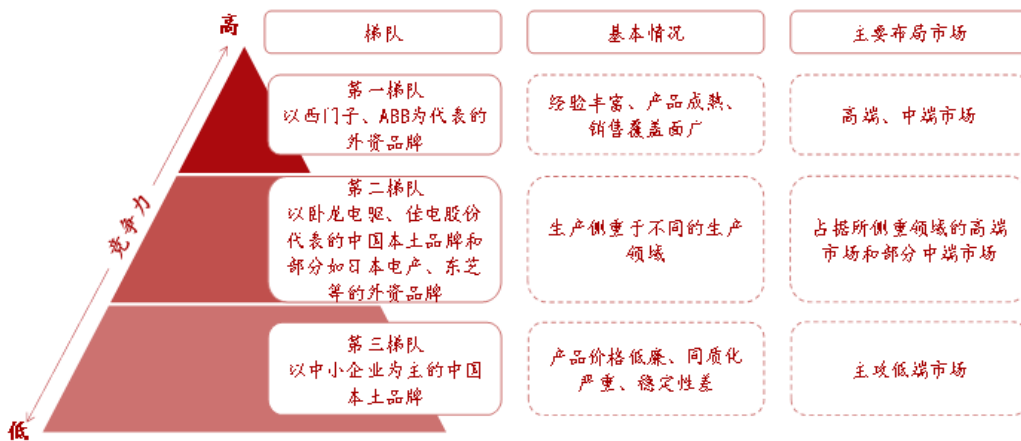
图 14: 国内有色金属产业景气指数



数据来源: Wind, 西南证券整理

国内高端工业电机市场国产化水平较低, 本土企业仍需加快提升实力。目前国内工业电机产能仍主要集中在以一般中小型工业电机为主的低端市场领域, 产品附加值较低, 主要依赖于性价比优势占据全球市场份额。微特电机、大型大功率工业电机等高端工业电机产品仍依赖于进口, 整体市场呈现出中低端国产化程度高、高端国产化程度低局面。具体来看, **第一梯队:** 以西门子、ABB、安川等为代表的外资品牌形成其工业电机产品凭借成熟的技术和完善的生产线占据了绝大部分的中高端市场。**第二梯队:** 国产品牌中, 以汇川、卧龙电驱等为代表的电机生产商形成。这类企业大多侧重不同的领域, 专注于某一细分行业里开辟新的增量市场。**第三梯队:** 以国内中小企业为主, 由于该类企业电机产品价格相对较低, 同质化现象较为严重, 在产品技术向更高端发展的趋势下, 后续可能存在尾部出清。

图 15: 中国国内工业电机行业现有品牌梯队

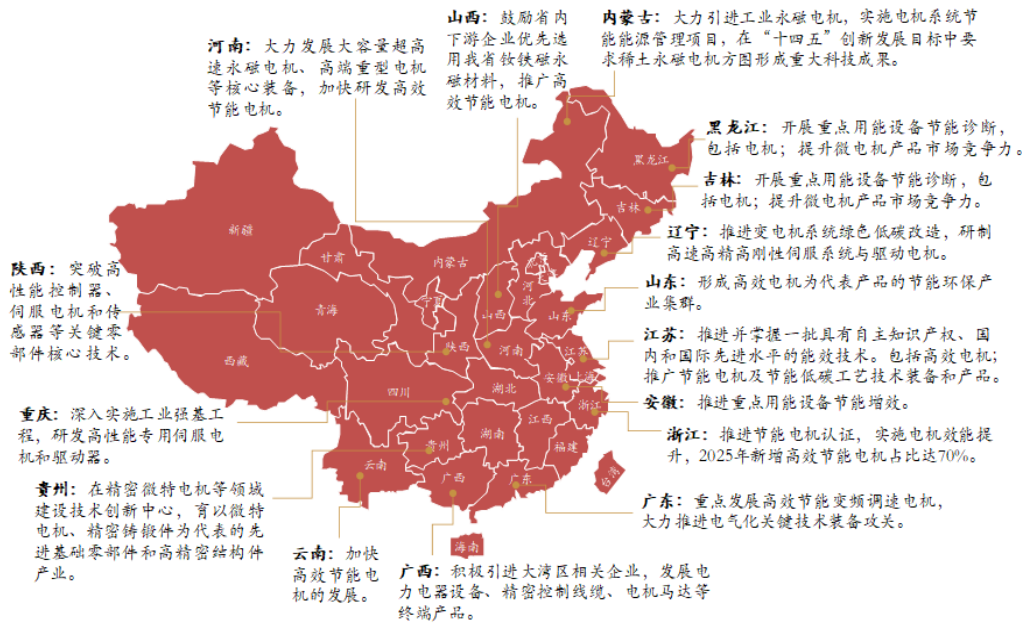


数据来源: 前瞻产业研究院, 西南证券整理

各省出台相关政策, 高效工业电机迭代加速替换需求。2022年6月, 国家工信部、发改委等联合发布了《工业能效提升行动计划》, 提出到2025年, 规模以上工业单位增加值能耗比2020年下降13.5%; 并且结合产业发展实际, 还提出到2025年, 新增高效节能电机占比达到70%以上等。此外, 各省市对工业电机行业的发展发布明确文件指示, 黑龙江、吉林、山东等多省提出要大力发展高效节能电机, 可见在工业电机发展中, 低碳节能环保等特

性成为首要发展目标。但高效节能电机在我国市场的占有率不高，市占率不足 10%，政策推动下，高效工业电机市场需求有望持续放量。

图 16：中国各省工业电机行业发展目标

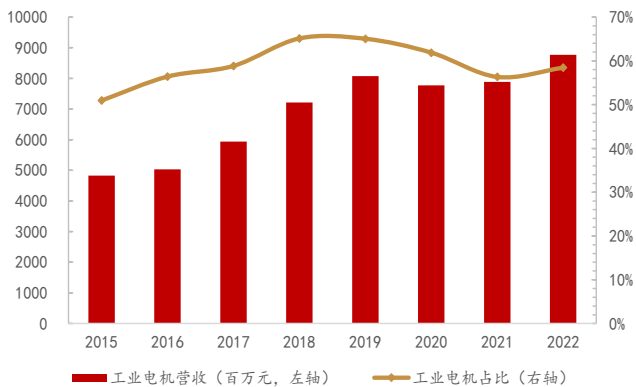


数据来源：工信部，发改委，前瞻产业研究院，西南证券整理

## 2.2 海内外双轮驱动，业绩有望迎拐点

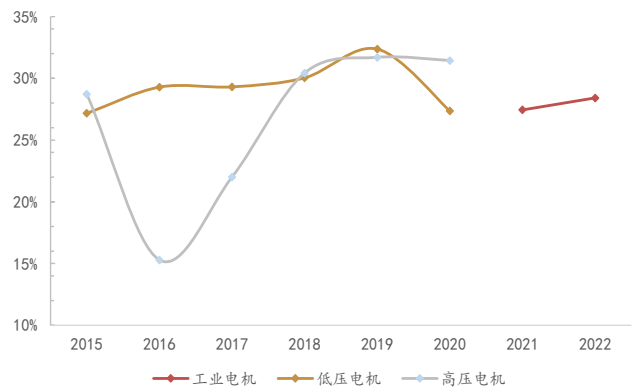
公司工业电机业务逐步恢复，盈利能力趋稳向上。公司目前工业电机业务占整体收入约 60%，是公司核心板块。2015-2019 年公司工业电机体量快速增长，CAGR 为 13.7%。2020 年受国内外经济形势走弱影响，工业电机下游需求疲软；2021 年受电机原材料铜、硅钢等价格大幅上涨，工业电机毛利率受损；2022 年欧美工业建设需求旺盛，公司工业电机实现营收 87.7 亿元，同比增长 11.1%，毛利率为 28.4%，同比增长 0.96pp。

图 17：2022 年公司工业电机营收占比约 60%



数据来源：公司公告，西南证券整理

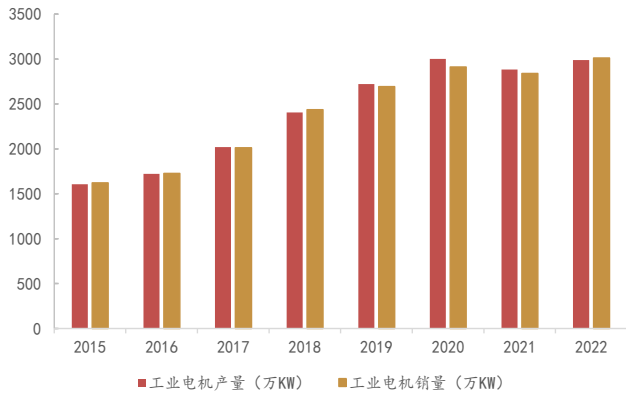
图 18：公司工业电机毛利率趋稳向上



数据来源：公司公告，西南证券整理。注：2020 年及之前的工业电机拆分成低压电机和高压电机口径

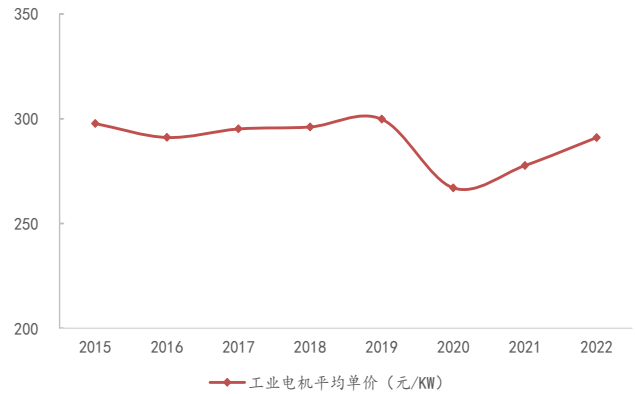
公司工业电机实现量价齐升。近年来，由于海内外宏观经济及原材料价格波动，公司产品需求及价格短期承压，但伴随各因素逐步趋稳，工业电机业务发展趋势向上。2022 年公司工业电机销量 2988 万 KW，同比增长 3.6%；平均单价约为 291 元/KW，同比增长 4.8%。

图 19：公司工业电机产销齐升



数据来源：公司公告，西南证券整理

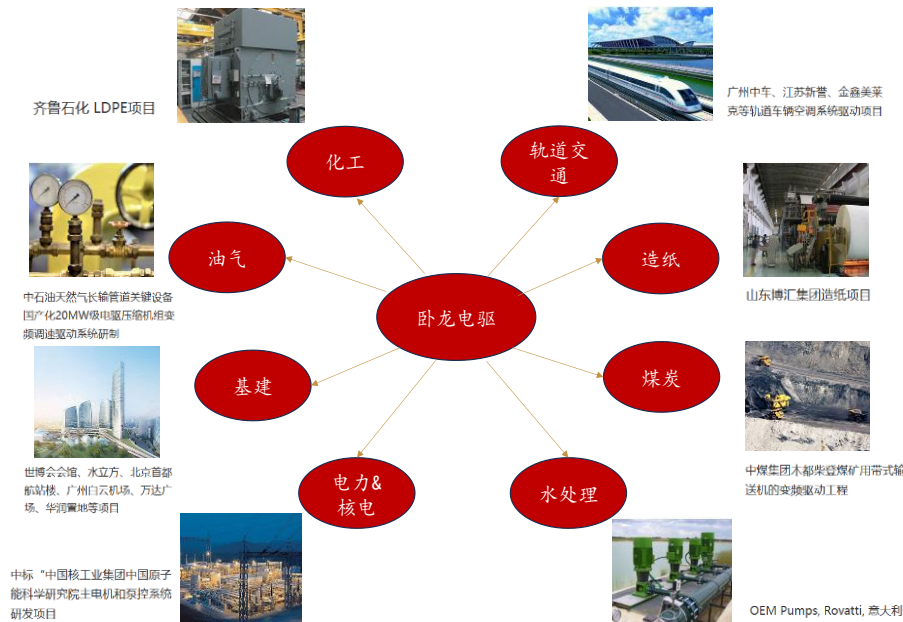
图 20：公司工业电机平均单价恢复至 291 元/KW



数据来源：公司公告，西南证券整理

公司工业电机主要应用于重工业领域，已实现多项目合作。根据 HIS 数据，2020 年全球高压电机下游 24%为油气产业链，23%为发电，14%为冶金。公司通过并购南阳防爆开展高压电机业务，同时融合国内外公司品牌和技术优势，大幅提升市场竞争力。公司聚焦于石油石化、天然气、钢铁、冶金等项目型市场，实现多个大型项目顺利交付，受益下游资本开支回暖，有望带动量利双增。

图 21：公司工业电机主要应用于重工业领域

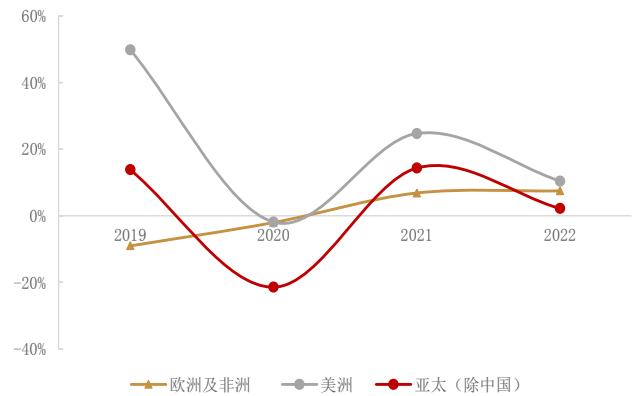


数据来源：公司官网，西南证券整理

公司生产基地遍布全球多地，实现国内外业务双轮驱动。截至 2022 年末，公司在全球拥有 39 个制造工厂，分布在亚非、美洲、欧洲等区域，并在杭州、日本、荷兰等地拥有技术研究机构。海外市场战略方面，公司相继收购了欧洲三大著名电机制造商之一的奥地利 ATB 集团、欧洲顶尖的机器人集成应用制造商意大利 SIR 公司、全球最大的振动电机企业意大利 OLI 公司，加强全球一体化布局。具体来看，2022 年受俄乌战争带来的海外油气开支需求旺盛，公司海外业务增速较快。此外，美国工业投资保持高景气态势，带动公司 2022 年美国区域收入同比增长 10.4%。预计 2023 年海外业务仍可以维持较高增长态势，伴随下半年国内有望进一步复苏，全年有望实现国内外齐头并进。

**图 22：公司在全球拥有 39 个制造工厂和 4 个技术中心**


数据来源：公司官网，西南证券整理

**图 23：公司海外各区域收入同比增速**


数据来源：公司公告，西南证券整理

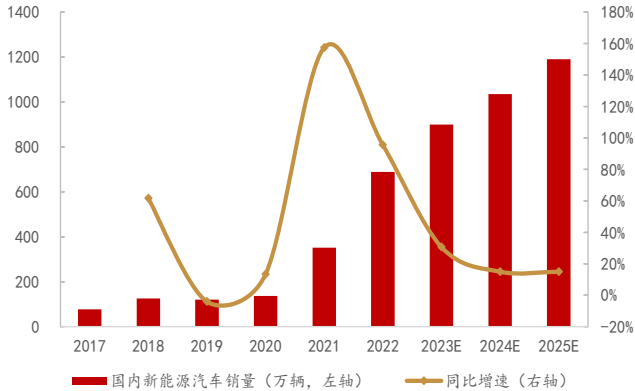
### 3 新能源车：商用车电机龙头，业绩具备高弹性

#### 3.1 新能源车维持高景气，驱动电机需求提振

2019 年退补导致新能源汽车销辆衰退，补贴政策重启后行业逐步恢复。从下游需求端来看，2017 年至 2022 年，我国电动汽车销售量由 77.7 万台增长至 688.7 万台，CAGR 约为 54.7%，实现了跨越式的发展。2009 年新能源汽车工业大力推广以来，仅有 2019 年因为退补导致销量减少，目前为了新能源汽车行业的持续性及减排任务，政府已将补贴政策延续至 2023 年底，行业发展也正逐步恢复。根据中汽协预测，2023 年我国新能源汽车销量有望达 900 万辆，同比增长约 30%。

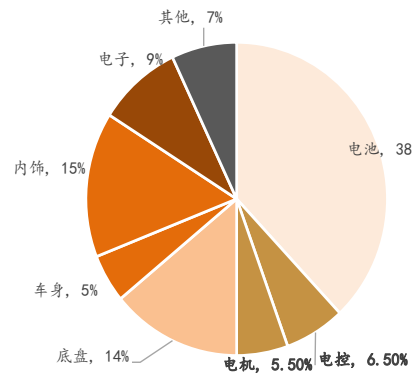
新能源汽车的驱动电机是车辆的核心部件，车辆的最高车速、加速时间、爬坡能力等整车性能，与驱动电机有着密切的关系。根据高工锂电数据，新能源汽车电控成本约占汽车成本的 6.5%，电机成本约占汽车成本的 5.5%。

图 24: 预计 2023 年我国新能源汽车销量有望达 900 万辆



数据来源: 中汽协, 工信部, 西南证券整理

图 25: 电控和电机成本占比分别为 6.5%、5.5%



数据来源: 高工锂电, 西南证券整理

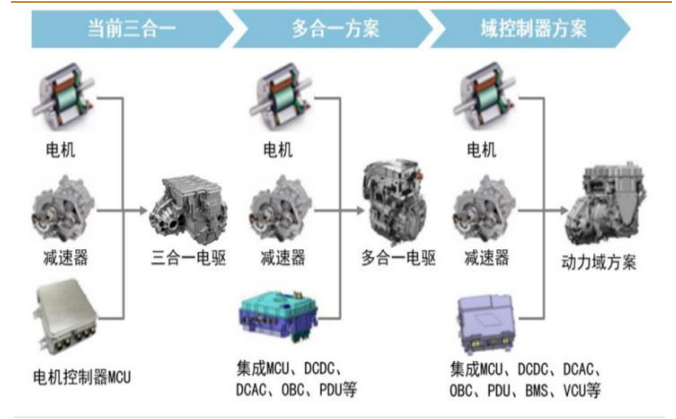
电动化趋势下，电驱动系统高压化、集成化发展成为必然。随着新能源汽车市场化的发展，电动汽车整车要求是高安全性、高性能、低电耗、低成本、小尺寸和轻量化，对应的电驱动系统整体方向向高压化、集成化发展。**高压化**：高压化可减少同功率电驱动系统内阻损耗，提高系统效率，继而进一步减少达成相同续航里程的电池电量，以提高充电效率、增加续航里程。根据投资者交流平台，公司目前已具备 **800V 产品研发平台**，并于 **2022 年收到车企 800V 量产项目定点**，充分受益行业趋势发展。**集成化**：主要为“电机+电控+减速器”集成的三合一系统及五合一等，继而节省空间，以降低成本、提高功率密度及扭矩密度。公司目前以供应电机为主，但机电一体化技术同源，未来有望受行业发展拓展为系统集成，提高附加值。

图 26: 当前市面上已量产高压车型和 800V+车型的规划

800V+规划	800V规划	800V规划	800V规划
Lucid Air 900V	HUMMER	Audi A6 e-Tron	Mercedes
IONIQ5	KIA CV	小鹏	VW Trinity
比亚迪汉 569.6V	极狐αS 800V		
保时捷Taycan 800V			
2019-2020	2021-2022	2023-2024	2025-2026

数据来源: 驱动世界, 西南证券整理

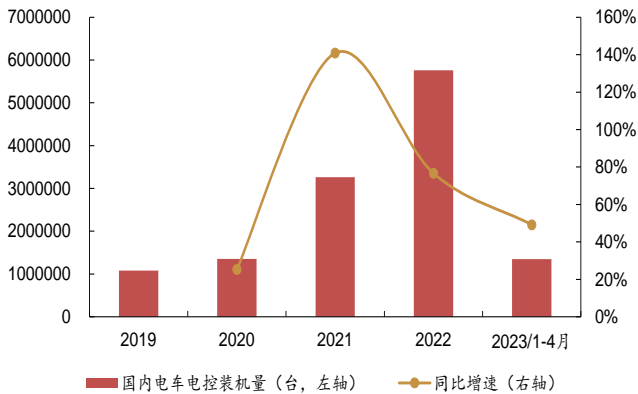
图 27: 电驱动系统集成化发展方向



数据来源: 电动新世界, 西南证券整理

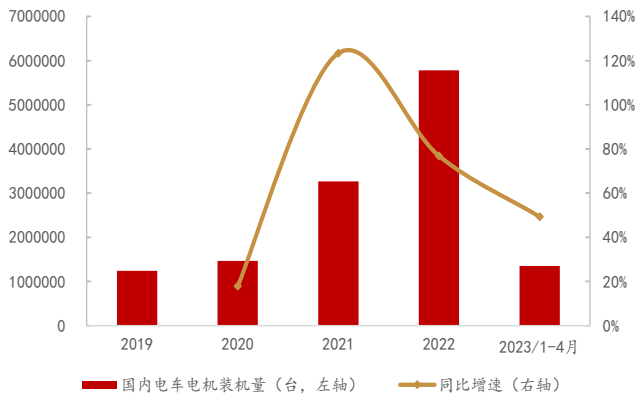
新能源车电机电控行业增速有所放缓，2023 年 1-4 月同比增速约 50%。行业集中度较高，2022 年电控/电机 CR5 分别为 58%/57%。

图 28：2019-2023 年 4 月国内电车电机市场情况



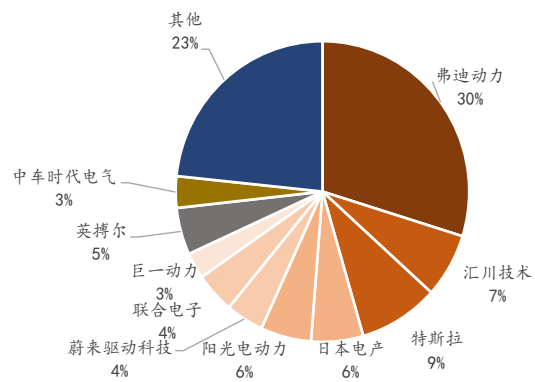
数据来源：NE 时代新能源，西南证券整理注：未披露 2023 年 3 月/4 月销量数据

图 30：2020-2023 年 4 月国内电车电机市场情况



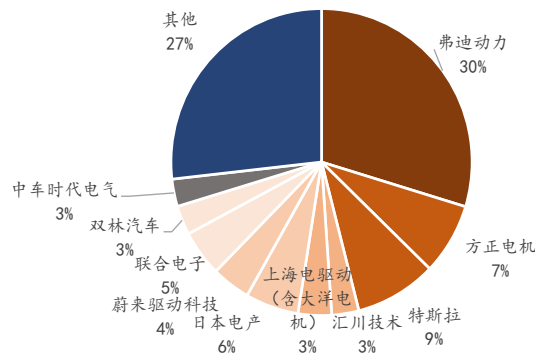
数据来源：NE 时代新能源，西南证券整理注：未披露 2023 年 3 月/4 月销量数据

图 29：2022 年国内电车电控市场竞争格局



数据来源：NE 时代新能源，西南证券整理

图 31：2022 年国内电车电机市场竞争格局



数据来源：NE 时代新能源，西南证券整理

**政策助力商用车电动化发展，渗透率有望持续攀升。**根据中汽数据，2021 年汽车领域直接碳排放量约 7.7 亿吨，商用车占比超一半。“双碳”背景下，商用车电动化利好政策频出。2023 年 1 月工信部提出，2023-2025 年在全国范围内启动公共领域车辆全面电动化先行区试点工作，并提出“城市公交、出租、环卫、邮政快递、城市物流配送领域新能源化率力争达到 80%”。根据中国汽车协数据，2022 商用车电动化率为 10.2%，同比增长 6.3pp，虽然实现快速增长，但渗透率仍然较低。其中，货车电动化率 10%，客车电动化率 16%。政策利好驱动下，商用车电动化率有望持续增长，根据罗兰贝格预测，2030 年重卡纯电动渗透率或达 28%，轻微卡、客车纯电动渗透率或超 30%。

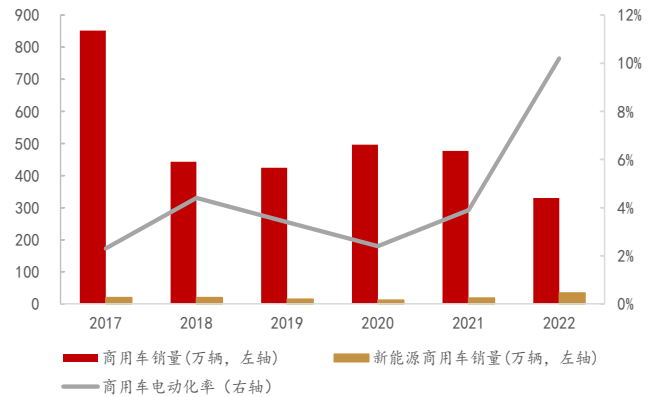


图 32: 政策是商用新能源车市场的核心驱动因素



数据来源: 智能汽车观察, 西南证券整理

图 33: 商用车电动化率逐步上升



数据来源: 亿欧智库, 中汽协, 乘联会, 西南证券整理

我国新能源汽车行业电机电控市场规模测算:

- 假设 1: 2023-2025 年, 国内新能源汽车产量增速分别为 30%/30%/20%。
- 假设 2: 参考巨一科技招股书, 2019-2021 年公司电控销售单价约为 3400/3100/2900 元/台; 电机销售单价约为 3000/2900/2700 元/台; 2021 年电驱动单价约为 5500 元/台。假设 2022-2025 年各产品单价年降 3%。
- 假设 3: 伴随比亚迪、特斯拉等车企逐步推出“双电机四驱”的新能源汽车车型, 2023-2025 年双电机渗透率有望逐步提升至 9%/10%/11%。

表 4: 我国新能源汽车行业电机电控市场规模测算

	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
国内新能源汽车产量(万辆)	124.2	145.6	367.7	700.3	910.39	1183.51	1420.21
电机控制器单价(元/台)	3400	3100	2900	2813.00	2728.61	2646.75	2567.35
<b>电机控制器市场空间</b>	<b>42.23</b>	<b>45.14</b>	<b>106.63</b>	<b>196.99</b>	<b>248.41</b>	<b>313.25</b>	<b>364.62</b>
电机单价(元/台)	3000	2900	2700	2619.00	2540.43	2464.22	2390.29
双电机渗透率	5%	6%	7%	8%	9%	10%	11%
<b>电机市场空间(亿元)</b>	<b>39.12</b>	<b>44.76</b>	<b>106.23</b>	<b>198.08</b>	<b>252.09</b>	<b>320.81</b>	<b>376.81</b>
电驱动系统单价(元/台)	-	-	5500	5335.00	5174.95	5019.70	4869.11
<b>电驱动市场空间(亿元)</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>202.24</b>	<b>373.61</b>	<b>471.12</b>	<b>594.09</b>	<b>691.52</b>

数据来源: 巨一科技招股书, 国家统计局, 西南证券整理

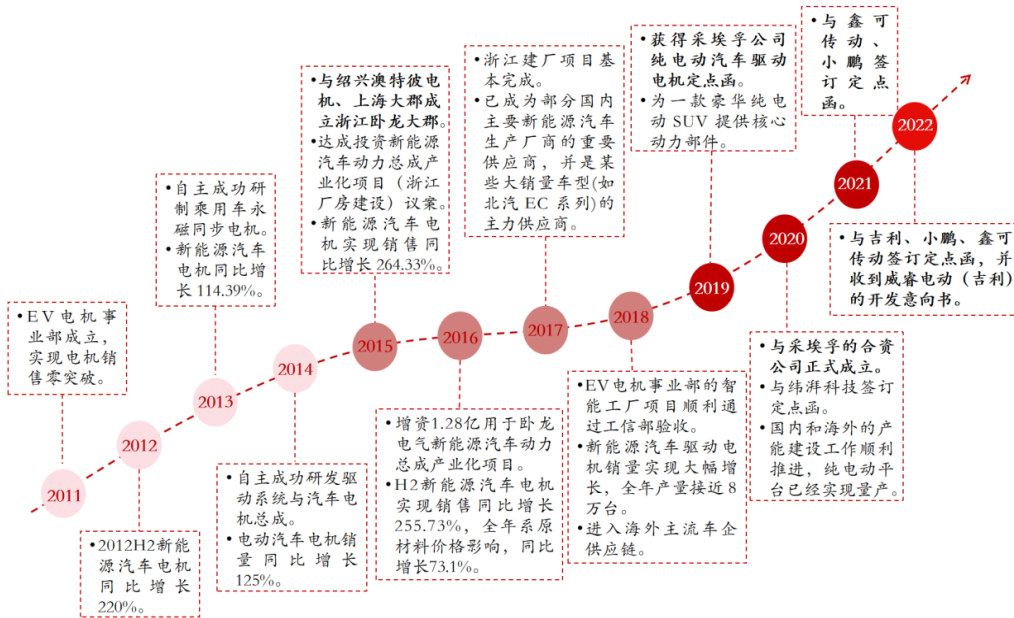
3.2 切入采埃孚发力电车, 国内定点布局加快

深耕布局十逾载, 驱动电机业务迎来快速增长期:

- 2011-2015 年, 卧龙 EV 电机事业部成立, 新能源汽车电机销售实现快速增长。
- 2016-2017 年, 受短期原材料、补贴等影响, 销售有所下滑。但在 2017 年取得某世界知名汽车零部件企业第一期 50 万辆新能源汽车驱动电机及零部件定点, 实现进入全球主流车企供应链的突破

- 2018-2022年,公司新厂房产能释放,新能源汽车驱动电机销量实现大幅增长。2019年公司成为德国采埃孚新能源汽车电机的零部件供应商,实现了国际品牌零的突破。并陆续获得纬湃科技、鑫可传动、小鹏、吉利汽车及其全资子公司威睿电动定点函。

图 34: 公司 EV 电机业务发展历程



数据来源: 公司年报, 西南证券整理

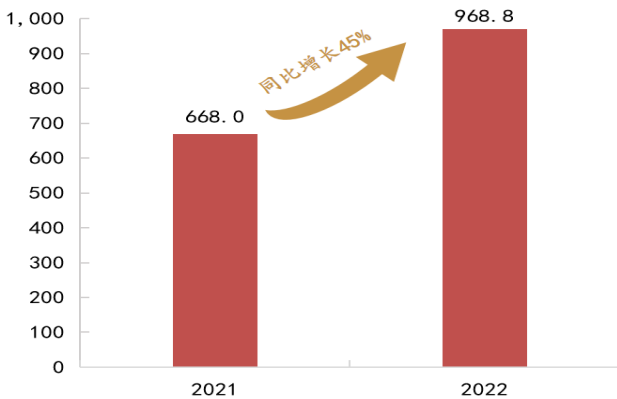
公司新能源车业务累计合同金额约 86.4 亿元, 在手订单饱满。国外: 公司主要客户为采埃孚。采埃孚为全球顶尖汽车零部件供应商, 其产品已配套宝马、奔驰、戴姆勒通用等品牌。公司凭借客户的资源优势, 陆续拓展海外高端整车厂。此外, 公司凭借与采埃孚合作优势陆续收到国内车企及系统集成商定点函, 支撑业绩长期增长。国内: 乘用车配套五菱、小鹏、吉利等国内重点客户; 商用车涵盖国内大多数一线客户如宇通、三一、潍柴、吉利商用车等, 公司维持较高市占率, 有望受益商用车电动化发展带动出货量提升。

表 5: 公司 EV 乘用车电机定点情况 (亿元)

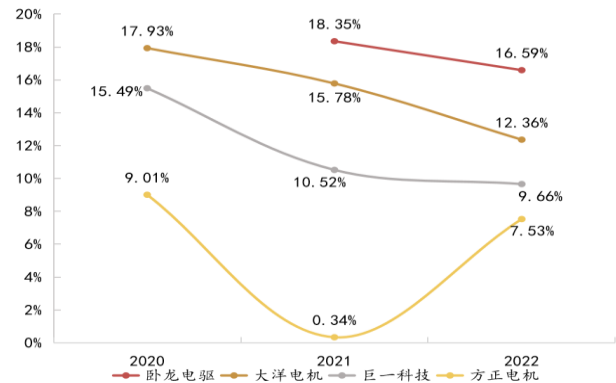
时间	合作方	合作方简介	合作标的	合作金额	合同履行期限
2019-06-11	德国采埃孚	2022 年全球汽车零部件供应商排名第三	新能源汽车电机及其零部件	22.59	2020-2026
2020-12-23	德国纬湃科技	2022 年全球汽车零部件供应商排名第 26	新能源汽车电机	21.11	2021-2028
2021-01-05	浙江鑫可传动	国内领先的新能源汽车变速箱生产企业	新能源汽车电机	14	2021-2029
2021-10-22	广州小鹏汽车	中国领先智能电动汽车设计及制造商之一	新能源汽车电机及其零配件	1.44	2022-2028
2022-03-11	浙江吉利汽车	2023 全球汽车品牌价值排名第 22, 国内第二	新能源汽车扁线驱动电机及其零配件	12.66	2022-2028
2022-03-30	广州小鹏汽车	中国领先智能电动汽车设计及制造商之一	新能源汽车电机及其零配件	4.56	2022-2031
2022-07-08	浙江鑫可传动	国内领先的新能源汽车变速箱生产企业	新能源汽车电机零配件	2.816	2023-2025
2022-11-09	浙江吉利汽车	2023 全球汽车品牌价值排名第 22, 国内第二	新能源汽车电机零配件	7.19	2023-2031

数据来源: 公司公告, 公司官网, 西南证券整理

新能源车电机业务快速增长，行业内盈利优势显著。公司新能源汽车电机业务自 2021 年开始起量，2022 年实现营收 9.7 亿元，同比增长 45%，在采埃孚品牌与技术溢价助力下，EV 电机业务有望保持高景气。**盈利方面**，与同行业中专注新能源汽车电机的大洋电机与巨一科技，以及传统电机生产企业方正电机进行比较，公司在毛利率上稳居前列，占据优势。除公司自身实力、客户资源优势外，公司作为商用车电机龙头，产品溢价能力强且商用车电机毛利率普遍更高。同时，公司与下游细分领域头部客户持续合作，有望受益下游需求提振+公司自身份额提升，带动公司商用车业务快速增长，保障盈利水平。

**图 35：公司历史 EV 电机收入及增速（百万元）**


数据来源：各公司公告，西南证券整理

**图 36：卧龙 EV 电机历年毛利率及可比公司毛利率**


数据来源：各公司公告，西南证券整理

### 3.3 与特斯拉长期合作，协同效应打开更多可能性

借力子公司 SIR 切入特斯拉产业链，客户黏性优势助力更多增长点。公司于 2014 年收购意大利 SIR (89% 收购，18 年增持后 94%)，布局工业机器人领域。SIR 成立于 1984 年，为意大利顶尖的自动化产线供应商，专注于汽车电子、航空航天、机器人等新兴产业，客户包括特斯拉、戴姆勒、法拉利等头部终端。根据投资者互动平台披露，近年来希尔机器人营收维持 3 亿元左右，且 2023 年 6 月在手订单达到历史新高。公司近期又斩获国际头部新能源车企自动化产线 700 万欧元订单，新能源成为 SIR 发展主赛道。此外，SIR 在北美市场订单从被卧龙收购时的零销售，到 2022 年大幅跃升至公司订单总额的 30%，2023 年预计北美市场的份额还将不断提升。

我们认为，卧龙通过收购 SIR 实现与特斯拉长期合作，目前位于特斯拉产业链中，且具备一定的订单份额。电力电子技术同源，公司凭借客户黏性等优势，未来有望受益人形机器人产业趋势，打开更高增长空间。

图 37: 希尔机器人为客户定制机器人切割去毛刺单元



数据来源: 公司官网, 西南证券整理

图 38: 希尔具备全产业链自动化解决方案



数据来源: 公司官网, 西南证券整理

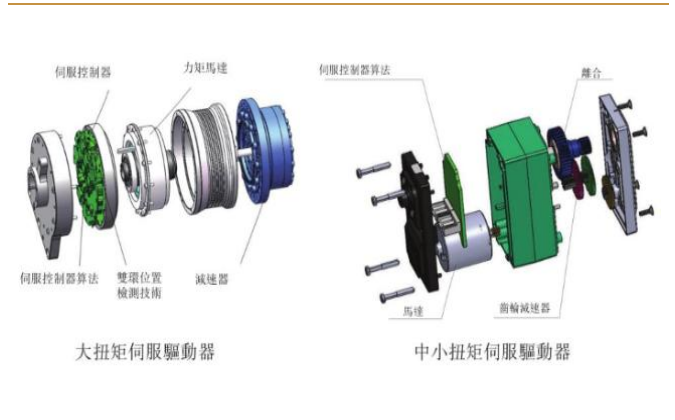
公司电机品类齐全, 较早实现伺服系统布局。公司布局伺服电机近 20 年, 目前下设卧龙伺服系统子公司, 并于 2020 年重新引进伺服新团队拓展市场, 整合了伺服驱动、电主轴、工业机器人等业务板块, 未来伺服产品有望逐步放量。目前方案中, 特斯拉人形机器人关节部位旋转/线性执行方案为伺服无框电机+谐波减速器/滚珠丝杠, 公司未来有望产生业务协同。

图 39: 公司伺服电机产品展示



数据来源: 公司官网, 西南证券整理

图 40: 人形机器人关节使用伺服电机示意图



数据来源: 优必选招股书, 西南证券整理

公司具备墨西哥基地生产能力, 有望与特斯拉多业务加强合作。公司于 2018 年并购墨西哥蒙特雷通用电气工业电机的主厂区, 本土化服务经验丰富, 已经从工业应用开拓到日用类产品线, 并有意拓展包括电动汽车驱动电机和机器人在内的新业务, 为各类客户提供区域化配套。结合特斯拉在 2023 年 3 月宣布计划在墨西哥建设超级工厂, 希望供应商实现相应配套, 我们认为卧龙具备本土生产、服务、渠道等先发优势, 有望受益特斯拉业务扩张。

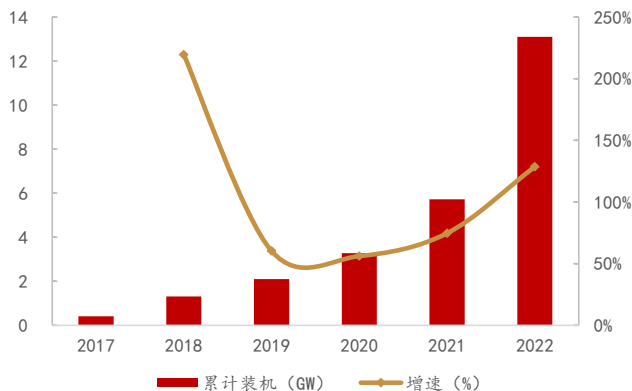
## 4 储能：多年积累发力系统集成，打造第三增长曲线

### 4.1 政策持续加码，储能需求维持高景气

**新型储能维持高增速，2022 年装机量高增。**近年来，受益于市场需求和政策导向双重驱动，我国新型储能累计装机规模高速增长。我国新型储能累计装机规模从 2017 年的 0.4GW 增长到 2022 年的 13.1GW，CAGR 为 99.9%。截止 2022 年底，中国新型储能累计装机占比首次高于 20%，新型储能累计装机规模达 13.1GW，新增规模创历史新高，达到 7.3GW。新增新型储能中，锂离子电池占据绝对主导地位，比重达 97%，此外，压缩空气储能、液流电池、钠离子电池、飞轮等其它技术路线的项目，在规模上有所突破，应用模式逐渐增多。

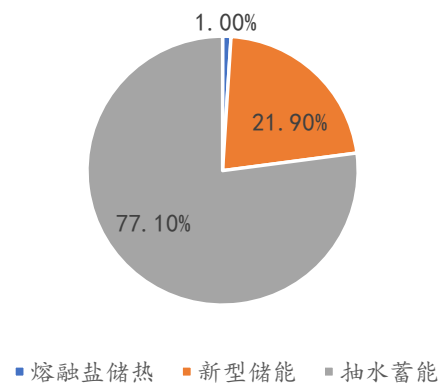
《储能产业研究白皮书》对未来 5 年我国新型储能市场进行预测：在保守场景（定义为政策执行、成本下降、技术改进等因素未达预期的情形）下预计，2027 年新型储能累计装机规模将达到 97GW，年均新增储能装机为 16.8GW，2023-2027 年 CAGR 为 49.3%；理想场景（定义为各省份储能规划目标顺利实现的情形）下则累计达到 138.4GW，年均新增 25.1GW，2023-2027 年 CAGR 为 60.3%。

图 41：我国新型储能累计装机规模



数据来源：2023 年储能产业研究白皮书，西南证券整理

图 42：2022 年我国储能市场发展状况



数据来源：2023 年储能产业研究白皮书，CNESA，西南证券整理

**政策红利助推储能市场高速增长。**新型储能是构建新型电力系统的重要技术和基础装备，是实现碳达峰碳中和目标的重要支撑，也是抢占国际战略新高地的重要领域。近几年来，我国陆续出台各项产业政策，为新型储能行业的发展提供了良好的环境。其中在《关于加快推动新型储能发展的指导意见》中明确提出到 2025 年实现新型储能从商业化初期向规模化发展转变，装机规模达到 30GW 以上的目标。政策驱动下新型储能规划规模进一步超预期。

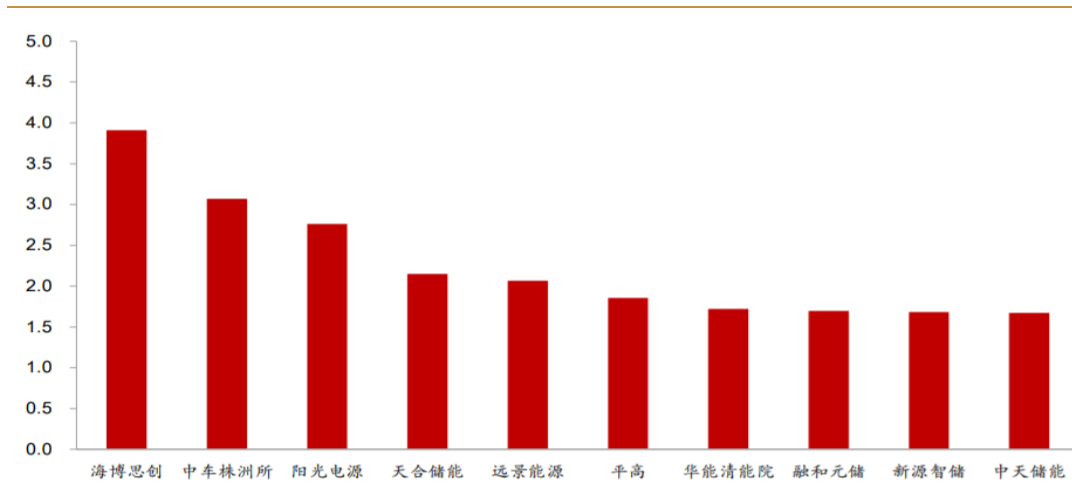
**中国各省“十四五”储能规划落地，提高储能增长确定性。**截至 2023 年 4 月，已有 24 个省份提出“十四五”新型储能发展规划。其中在储能装机方面，青海、甘肃、山西储能规模最大，2025 年新型储能预计分别装机 6GW，各省市 2025 年新型储能装机目标合计达到 65.85GW。我国对发展储能态度积极，有望进一步推动相关政策和机制，提高储能经济型，促进其市场化发展。

**表 6：近期新型储能政策文件**

时间	文件名称	发布部门	政策内容
2022 年 10 月	《能源碳达峰碳中和标准化提升行动计划》	国家能源局	加快完善新型储能技术标准、细化储能电站接入电网和应用场景类型、结合新型储能技术创新和应用场景拓展，及时开展相关标准制修订
2022 年 6 月	《关于进一步推动新型储能参与电力市场和调度运用的通知》	国家发改委	鼓励新型储能自主选择参与电力市场、适度拉大峰谷价差，为用户侧储能发展创造空间
2022 年 4 月	《“十四五”能源领域科技创新规划》	国家能源局	发布了先进可再生能源发电及综合利用技术、新型电力系统及其支撑技术、能源系统数字化智能化技术等 5 大技术路线图
2022 年 3 月	《“十四五”新型储能发展实施方案》	国家发改委、国家能源局	提出明确新型储能独立市场主体地位，推动新型储能参与各类电力市场，完善与新型储能相适应的电力市场机制。
2021 年 9 月	《新型储能项目管理规范(暂行)》	国家能源局	明确各级能源主管部门组织开展本地区电力系统安全高效运行的新型储能发展规模与布局研究，科学合理引导新型储能项目建设。
2021 年 7 月	《关于加快推动新型储能发展的指导意见》	国家发改委、国家能源局	至 2025 年实现新型储能从商业化初期向规模化发展转变，装机规模达 30GW 以上，到 2030 年实现新型储能全面市场化发展。

数据来源：国务院，西南证券整理

国内储能系统集成放量确定性高，海外壁垒较强有望突破打开空间。储能需求的增长源自于能源结构转型和新型电力系统建设，目前国内大储大多以电源侧强制配储为主，确定性较高，占据地方客户资源的集成商有望实现稳定放量。2022 年国内储能系统集成出货量前五名分别是海博思创、中车株洲所、阳光电源、天合储能、远景能源。储能系统出海由于海外电芯质量安全标准等因素，具备较高出口壁垒，为量利双增长长期发展路线。

**图 43：2022 年国内储能系统集成商国内市场储能系统出货量 (GWh)**


数据来源：CNESA，西南证券整理

**储能系统市场空间测算：**

- 假设 1：2023-2025 年，国内集中式光伏新增装机 55/65/75GW；分布式光伏新增装机 75/105/135GW；风电新增装机 60/80/100GW。
- 假设 2：2023-2025 年，工商业新增配储渗透率分别为 40%/45%/50%；大储新增渗透率 50%/55%/60%。

**表 7：国内储能市场空间测算**

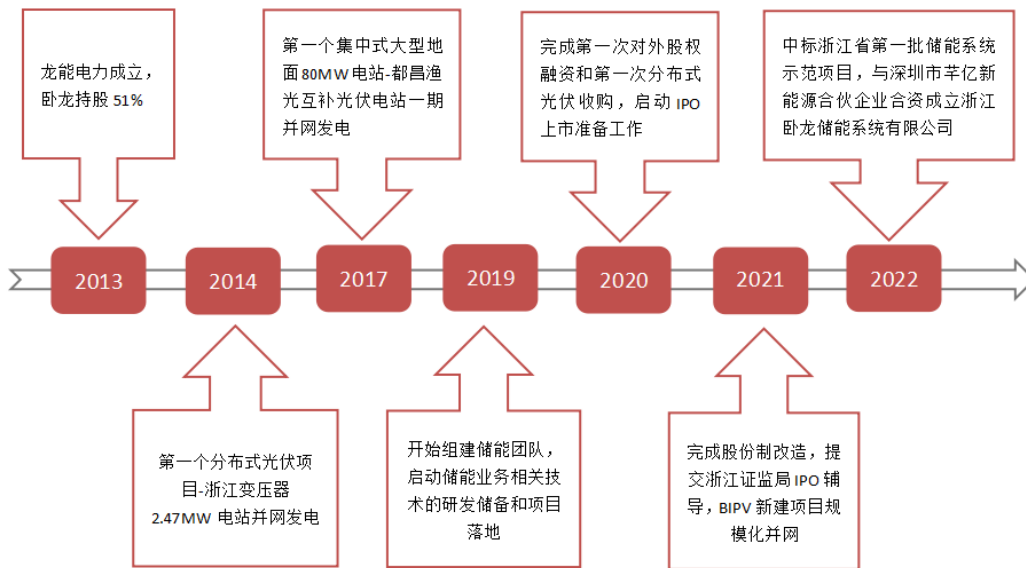
	2021	2022	2023E	2024E	2025E
新增分布式光伏装机 (GW)	29.3	51.1	75	105	135
新增装机工商业与户用比例	1: 1	1: 1	1: 1	1: 1	1: 1
新增工商业分布式光伏装机 (GW)	14.7	25.6	37.5	52.5	67.5
新增配储渗透率 (%)	22.7%	34.5%	40%	45%	50%
功率配比 (%)	15%	17%	19%	21%	23%
新增工商业光伏储能装机功率 (GW)	0.5	1.5	2.9	5.0	7.8
配储时长 (h)	2	2	2.1	2.2	2.3
<b>新增工商业光伏储能装机量 (GWh)</b>	<b>1.0</b>	<b>3.0</b>	<b>6.1</b>	<b>11.0</b>	<b>17.9</b>
新增集中式光伏装机 (GW)	24	36.3	55	65	75
新增风电装机 (GW)	47.6	37.6	60	80	100
新增配储渗透率 (%)	23.2%	46.2%	50%	55%	60%
功率配比 (%)	15%	17%	19%	21%	23%
新增大型储能装机功率 (GW)	2.4	5.8	10.9	16.7	24.2
配储时长 (h)	2	2	2.1	2.2	2.3
<b>新增大型储能装机量 (GWh)</b>	<b>4.8</b>	<b>11.6</b>	<b>22.9</b>	<b>36.7</b>	<b>55.7</b>

数据来源：国家能源局，wind，GGII，西南证券整理

## 4.2 牵手储能头部企业，布局节奏加快

较早布局光储业务，加大业务投资。2013 年 10 月，龙能电力由卧龙电气集团和龙柏集团合资成立。龙能电力基于浙江省产业结构以及用电需求适合大力发展分布式光伏发电的优势，提前布局，大规模投资建设分布式光伏电站，光伏电站持有量 300+MW，累计集成服务光伏电站容量约 1000MW，形成了以光伏电站运营为主，光伏电站 EPC 业务为辅的经营模式，目前公司已开拓了江西、山东、安徽等地市场，积极推进业务向全国范围发展。

图 44: 卧龙储能业务发展历程



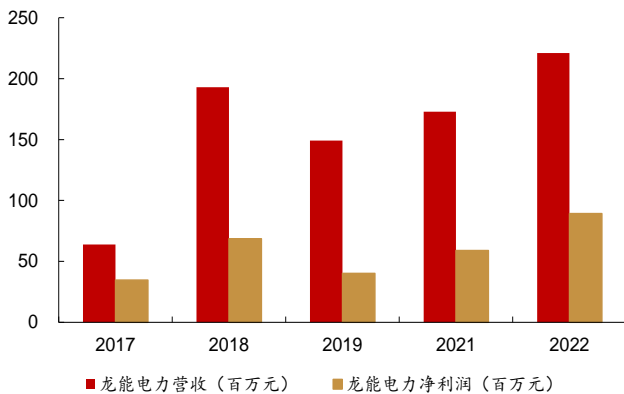
数据来源：公司公告，西南证券整理

进一步加码光储，业务放量在即：

- 2022 年 6 月，公司对龙能电力增资，并引入战略合作伙伴牧原股份；2022 年下半年，公司与牧原股份合资新设 9 家光伏发电公司，光储布局进一步提速。2020 年龙能电力收入/归母净利润同比增长
- 2022 年 10 月，公司与深圳芊亿合资成立浙江卧龙储能系统有限公司，出资 1 亿元，公司持股 80%。

我们认为，公司原先具备光伏电站等项目技术经验，且自 2022 年开始储能布局速度加快，先后与行业巨头达成合作，蓄势待发。目前受新能源发电侧占比及调峰调频需求提升，下游仍维持高景气度。公司切入储能领域，业绩增长受益行业高弹性。

图 45: 龙能电力历年营收及利润情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 46: 2022 年龙能电力净利率恢复至 40%



数据来源：公司公告，西南证券整理



公司储能已实现具体方案应用，产品技术得到认可。公司储能系列产品涵盖集中式大型储能、分布式工商业储能和户用储能等。2023年6月卧龙储能为湖北天门申能风光储一体化项目提供储能系统综合解决方案，一期工程12MW/24MWh已顺利通过验收并正式投运，标志着卧龙储能进军储能市场取得的重大突破。此外，公司依托卧龙强大的品牌背景，以及行业领先的创新技术，迅速在业内收获广泛认可，近期荣获“2023年度中国储能产业最佳新型储能技术创新奖”。据投资者交流平台显示，卧龙储能2022年累计合同额达到了1GWh，出货量达500MWh，实际交付项目已达300MWh。2023年公司储能业务将实现0到1的突破，在手订单饱满，未来具备可持续性增长，打开新增长空间。

图 47：卧龙储能系列产品



数据来源：公司公众号，西南证券整理

图 48：卧龙助力湖北天门申能储能电站投运



数据来源：公司公众号，西南证券整理

## 5 盈利预测与估值

### 5.1 盈利预测

关键假设：

**假设 1：**公司工业电机海外业务需求强劲，国内有望逐步复苏，预计 2023-2025 年公司工业电机销量分别为 10%/10%/8%，产品单价增速分别为 3%/0%/0%。

**假设 2：**2022 年公司新能源车斩获多定点，2023-2025 年公司新能源汽车电机销量增速分别为 70%/50%/30%，产品单价增速分别为 0%/-3%/-3%。

**假设 3：**储能为公司新增业务，下游需求高景气。2023-2025 年公司储能交付订单有望分别达 700/1400/1900MWh。

**假设 4：**受益规模效应，公司各业务毛利率稳步增长。

**表 8：分业务收入及毛利率**

单位：百万元		2022A	2023E	2024E	2025E
工业电机及驱动	收入	8766.0	9931.9	10925.0	11799.0
	增速	11.15%	13.30%	10.00%	8.00%
	毛利率	28.4%	30.0%	30.5%	30.5%
日用电机及控制	收入	3240.4	3337.6	3437.7	3609.6
	增速	-9.9%	3.0%	3.0%	5.0%
	毛利率	16.0%	17.0%	18.0%	19.0%
电动交通	收入	968.8	1647.0	2396.4	3021.8
	增速	45.0%	70.0%	45.5%	26.1%
	毛利率	16.6%	18.0%	20.0%	21.0%
其他主营业务收入	收入	1624.7	1899.3	2439.2	3335.1
	增速	12.9%	16.9%	28.4%	36.7%
	毛利率	13.7%	15.0%	16.0%	17.0%
其他业务	收入	398.2	438.0	481.8	530.0
	增速	-3.2%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	37.2%	38.0%	38.0%	38.0%
合计	收入	14998.1	17253.8	19680.1	22295.5
	增速	7.1%	15.0%	14.1%	13.3%
	毛利率	23.6%	24.9%	25.4%	25.5%

数据来源：Wind, 西南证券

## 5.2 相对估值

我们选取与公司主营业务相关的 6 家可比公司，其中佳电股份、湘电股份对标公司传统工业电机业务；大洋电机、巨一科技对标新能源车业务；盛弘股份、科陆电子对标储能系统集成业务。2023 年-2025 年可比公司平均 PE 分别为 30.8、20.6、16.1 倍。

公司工业电机将迎海内外双轮驱动，有望盈利恢复向上，新能源车商用车龙头优势稳固，维持高速增长态势，叠加 2023 年 0 到 1 新增储能业务带来业绩高弹性，预计未来三年公司归母净利润增速分别为 41.4%/32.3%/21.4%，维持“买入”评级。

**表 9：可比公司估值（截至 2023 年 7 月 10 日）**

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E
000922.SZ	佳电股份	0.59	0.75	0.93	1.11	21.25	16.72	13.48	11.30	12.54
600416.SH	湘电股份	18.68	0.19	0.37	0.57	0.77	98.32	50.49	32.77	24.26
工业电机业务平均值							<b>57.52</b>	<b>31.99</b>	<b>22.04</b>	<b>18.40</b>
002249.SZ	大洋电机	5.62	0.18	0.26	0.33	0.39	31.22	21.62	17.03	14.41
688162.SH	巨一科技	41.30	1.08	1.81	2.78	3.48	38.24	22.82	14.86	11.87
新能源车业务平均值							<b>34.73</b>	<b>22.22</b>	<b>15.95</b>	<b>13.14</b>
300693.SZ	盛弘股份	41.20	1.09	1.07	1.51	2.06	37.80	38.50	27.28	20.00

证券代码	可比公司	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E
002121.SZ	科陆电子	7.21	-0.07	0.19	0.36	0.54	--	37.94	20.03	13.35
储能业务平均值							<b>37.80</b>	<b>38.22</b>	<b>23.66</b>	<b>16.68</b>
平均值							<b>43.35</b>	<b>30.81</b>	<b>20.55</b>	<b>16.07</b>

数据来源: Wind, 西南证券整理

## 6 风险提示

- 1) 原材料价格上涨的风险;
- 2) 储能订单不及预期的风险;
- 3) 汇率波动影响海外营业收入的风险;
- 4) 海内外宏观经济形势波动的风险;
- 5) 产品研发不及预期的风险。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	14998.05	17253.77	19680.13	22295.53	净利润	838.56	1196.76	1580.79	1917.92
营业成本	11457.61	12959.02	14676.56	16608.05	折旧与摊销	546.21	928.54	928.54	928.54
营业税金及附加	84.85	88.92	102.97	153.84	财务费用	207.26	207.05	216.48	222.96
销售费用	682.50	776.42	836.41	891.82	资产减值损失	-9.26	-18.67	-19.43	-17.48
管理费用	1082.45	1897.91	2066.41	2229.55	经营营运资本变动	-501.62	388.14	-655.84	-621.99
财务费用	207.26	207.05	216.48	222.96	其他	110.95	-39.85	-89.70	44.44
资产减值损失	-9.26	-18.67	-19.43	-17.48	<b>经营活动现金流净额</b>	1192.11	2661.96	1960.85	2474.38
投资收益	90.88	42.51	47.49	48.20	资本支出	-582.39	-400.00	-400.00	-400.00
公允价值变动损益	-3.07	63.61	61.36	51.37	其他	-50.81	106.12	108.86	99.57
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	-633.20	-293.88	-291.14	-300.43
<b>营业利润</b>	992.92	1449.24	1909.59	2306.36	短期借款	-812.68	-1809.12	-19.74	0.00
其他非经营损益	6.00	-20.37	-17.97	-14.77	长期借款	1038.96	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	998.93	1428.88	1891.61	2291.59	股权融资	16.49	0.00	0.00	0.00
所得税	160.36	232.12	310.82	373.67	支付股利	-196.28	-159.91	-226.13	-299.07
净利润	838.56	1196.76	1580.79	1917.92	其他	-725.63	-978.71	-216.48	-222.96
少数股东损益	39.00	66.09	85.45	102.01	<b>筹资活动现金流净额</b>	-679.14	-2947.74	-462.35	-522.02
归属母公司股东净利润	799.56	1130.67	1495.34	1815.91	<b>现金流量净额</b>	-48.54	-579.66	1207.35	1651.92
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	2305.04	1725.38	2932.73	4584.65	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	5735.28	6287.71	7252.22	8224.17	销售收入增长率	7.14%	15.04%	14.06%	13.29%
存货	3267.70	3709.38	4291.86	4816.55	营业利润增长率	-26.13%	45.96%	31.76%	20.78%
其他流动资产	1242.97	260.56	296.44	335.11	净利润增长率	-20.68%	42.72%	32.09%	21.33%
长期股权投资	1189.90	1189.90	1189.90	1189.90	EBITDA 增长率	-18.10%	48.01%	18.17%	13.20%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	4897.16	4606.13	4315.09	4024.06	毛利率	23.61%	24.89%	25.42%	25.51%
无形资产和开发支出	3248.78	3015.77	2782.76	2549.74	三费率	13.15%	16.70%	15.85%	15.00%
其他非流动资产	1558.80	1554.30	1549.81	1545.31	净利率	5.59%	6.94%	8.03%	8.60%
<b>资产总计</b>	23445.64	22349.14	24610.80	27269.48	ROE	8.27%	10.21%	12.09%	13.05%
短期借款	1828.86	19.74	0.00	0.00	ROA	3.58%	5.35%	6.42%	7.03%
应付和预收款项	5284.90	5897.81	6692.98	7584.87	ROIC	8.36%	11.33%	14.73%	17.12%
长期借款	2839.08	2839.08	2839.08	2839.08	EBITDA/销售收入	11.64%	14.98%	15.52%	15.51%
其他负债	3351.67	1874.54	2006.10	2154.05	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	13304.51	10631.17	11538.17	12578.00	总资产周转率	0.66	0.75	0.84	0.86
股本	1314.70	1311.37	1311.37	1311.37	固定资产周转率	3.51	4.31	5.94	8.51
资本公积	1991.48	1994.81	1994.81	1994.81	应收账款周转率	3.30	3.32	3.38	3.35
留存收益	6336.77	7307.53	8576.74	10093.57	存货周转率	3.56	3.63	3.63	3.63
归属母公司股东权益	8990.16	10500.91	11770.12	13286.96	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	80.91%	—	—	—
少数股东权益	1150.97	1217.06	1302.51	1404.52	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	10141.13	11717.97	13072.63	14691.48	资产负债率	56.75%	47.57%	46.88%	46.12%
负债和股东权益合计	23445.64	22349.14	24610.80	27269.48	带息债务/总负债	35.09%	26.89%	24.61%	22.57%
					流动比率	1.31	1.73	1.89	2.03
					速动比率	0.97	1.20	1.34	1.48
					股利支付率	24.55%	14.14%	15.12%	16.47%
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E	<b>每股指标</b>				
EBITDA	1746.40	2584.83	3054.61	3457.86	每股收益	0.61	0.86	1.14	1.38
PE	22.42	15.85	11.99	9.87	每股净资产	6.86	8.01	8.98	10.13
PB	1.99	1.71	1.52	1.35	每股经营现金	0.91	2.03	1.50	1.89
PS	1.20	1.04	0.91	0.80	每股股利	0.15	0.12	0.17	0.23
EV/EBITDA	11.52	6.79	5.34	4.24					
股息率	1.09%	0.89%	1.26%	1.67%					

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

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 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。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -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 21 世纪大厦 10 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：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 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	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	刘中一	销售经理	19821158911	19821158911	lzhongy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrif@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362
张岚		销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
杨薇		高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
王一菲		销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
姚航		销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
徐铭婉		销售经理	15204539291	15204539291	xumw@swsc.com.cn
胡青璇		销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
王宇飞		销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
路漫天		销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
巢语欢		销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
马冰竹		销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn

**西南证券机构销售团队**

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn