2025 年 05 月 15 日

证券研究报告•2025 年一季报点评

卧龙电驱（600580）电力设备

当前价：24.94 元

目标价：——元（6 个月）

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

业绩重回正轨，低空、机器人催化长期发展

投资要点

- **事件：**公司 2024 年实现营收 162.47 亿元，同比增长 4.4%；实现归母净利润 7.93 亿元，同比增长 49.6%；扣非归母净利润 6.35 亿元，同比增长 33.1%。Q4 单季度实现营收 40.53 亿元，同比增长 15.8%，环比变化-3.9%；实现归母净利润 1.55 亿元，同比增长 139.2%，环比变化-37.0%；扣非归母净利润 0.64 亿元，同比增长 125.4%，环比变化-71.6%。

  公司 2025 年 Q1 实现营收 40.39 亿元，同比增长 7.9%，环比变化-0.3%；实现归母净利润 2.68 亿元，同比增长 20.4%，环比增长 73.4%；扣非归母净利润 2.35 亿元，同比增长 18.5%，环比增长 269.4%。

- **盈利逐步恢复，费用率控制良好。**盈利方面，公司 2024 年销售毛利率/净利率分别为 24.0%/5.1%，分别同比变化-1.1pp/1.6pp。公司 2025 年 Q1 销售毛利率/净利率分别为 24.4%/6.9%，分别同比变化-1.1pp/1.0pp。费用方面，公司 2024 年销售/管理/研发/财务费用率分别为 4.8%/8.0%/4.0%/1.2%，分别同比变化-0.1pp/-0.5pp/0.4pp/-0.1pp。

- **国际化布局完成，盈利持续增长。**2024 年，公司三大海外战区总部人员配置已基本完成，海外管控体系已有效建立。2024 年公司工业电机实现收入 90.7 亿元，同比变化-6%，毛利率为 29.9%，同比增长 0.3pp。公司为全球工业电机头部企业，国际化业务布局完善，受益电机节能降耗需求，异步电机搭配变频器比例逐步提升，公司具备高、低压变频器全覆盖，伴随变频器销售占比提升，产品结构优化有望驱动整体毛利率持续向上。

- **布局机器人、低空经济，先发优势显著。**2024 年机器人、低空行业催化不断，公司凭借主业电机电驱的积累，深度布局两大新兴产业。公司旗下希尔机器人是全球领先的工业机器人集成商，目前已于智元机器人形成股权合作，拟在柔性制造、工业自动化、AI 清洁方案等场景中，落地一系列示范项目。此外，公司还与其他各大人形、仿生机器人品牌展开了深入的合作。在低空邻域，公司已拥有先进的电机技术。目前，与中国商飞、沃飞长空、山河星航等主机厂客户达成深入合作，共同推进产品研发。

- **盈利预测。**预计公司 2025-2027 年营收分别为 172.5 亿元、186.1 亿元、199.6 亿元。公司为全球工业电机头部企业，国际化布局加快，低空经济产品技术平台及先发优势明显，有望充分受益于行业发展。

- **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；低空经济产业发展不及预期的风险。

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	16247.04	17252.65	18605.57	19962.54
增长率	4.37%	6.19%	7.84%	7.29%
归属母公司净利润（百万元）	792.83	1036.96	1229.16	1434.13
增长率	49.63%	30.79%	18.54%	16.68%
每股收益 EPS（元）	0.61	0.80	0.94	1.10
净资产收益率 ROE	7.30%	8.66%	9.45%	10.10%
PE	41	31	26	23
PB	3.24	2.92	2.67	2.43

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究院

分析师：韩晨

执业证号：S1250520100002

电话：021-58351923

邮箱：hch@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)	13.03
流通 A 股(亿股)	13.03
52 周内股价区间(元)	10.0-30.81
总市值(亿元)	324.87
总资产(亿元)	245.39
每股净资产(元)	7.94

相关研究

1. 卧龙电驱（600580）：减值影响短期业绩，低空经济催化长期发展 (2024-05-06)

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 2025-2027 年公司工业电机销量每年增长 5%，产品平均单价维持稳定。

假设 2：日用电机向高效率、节能化方向发展，下游需求有望恢复向上，预计 2025-2027 年公司日用电机销量每年增长 5%，产品平均单价维持稳定。

假设 3：公司新能源乘用车斩获多定点，商用车市场份额较高，预计 2025-2027 年公司新能源汽车电机销量增速分别为 20%/25%/20%，产品平均单价受行业竞争激烈影响，增速分别为-3%/-3%/0%。

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2024A	2025E	2026E	2027E
工业电机及驱动	收入	9065.8	9519.1	9995.1	10494.8
	增速	-6.00%	5.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	29.9%	30.0%	30.0%	30.0%
日用电机及控制	收入	3934.1	4130.8	4337.4	4554.3
	增速	26.5%	5.00%	5.0%	5.0%
	毛利率	16.8%	17.0%	17.0%	17.0%
电动交通	收入	808.0	940.5	1140.3	1368.4
	增速	-16.9%	16.40%	21.3%	20.0%
	毛利率	13.4%	13.0%	13.0%	13.0%
其他主营业务收入	收入	2048.0	2287.0	2720.1	3091.1
	增速	36.7%	11.67%	18.9%	13.6%
	毛利率	16.5%	17.0%	18.0%	19.0%
其他业务	收入	391.1	375.1	412.7	453.9
	增速	14.7%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	23.1%	26.0%	26.0%	26.0%
合计	收入	16247.0	17252.6	18605.6	19962.5
	增速	4.4%	6.2%	7.8%	7.3%
	毛利率	24.0%	24.1%	24.1%	24.1%

数据来源：Wind，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	16247.04	17252.65	18605.57	19962.54
营业成本	12339.82	13086.07	14124.54	15156.64
营业税金及附加	93.77	101.72	109.43	137.74
销售费用	780.32	776.37	790.74	798.50
管理费用	1294.29	1897.79	1953.58	1996.25
财务费用	198.84	207.03	204.66	199.63
资产减值损失	-107.87	-140.14	-148.36	-138.87
投资收益	12.19	-43.17	-47.46	-36.43
公允价值变动损益	122.81	84.23	94.72	95.90
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	1005.79	1364.86	1618.24	1872.12
其他非经营损益	-15.25	-7.42	-9.19	-9.61
利润总额	990.53	1357.45	1609.05	1862.51
所得税	158.28	271.26	321.44	359.70
净利润	832.26	1086.19	1287.61	1502.81
少数股东损益	39.43	49.23	58.45	68.68
归属母公司股东净利润	792.83	1036.96	1229.16	1434.13

资产负债表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	3187.22	1834.13	3206.41	4909.51
应收和预付款项	6244.45	6585.31	7083.30	7621.87
存货	3616.96	3864.92	4303.37	4553.60
其他流动资产	1309.73	533.61	561.18	588.84
长期股权投资	454.37	454.37	454.37	454.37
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	6074.81	5719.00	5363.19	5007.38
无形资产和开发支出	3729.75	3404.90	3080.05	2755.19
其他非流动资产	1700.00	1696.30	1692.60	1688.90
资产总计	26317.30	24092.54	25744.47	27579.67
短期借款	2315.96	1000.00	1000.00	1000.00
应付和预收款项	5939.21	6344.78	6835.21	7332.65
长期借款	2313.59	2313.59	2313.59	2313.59
其他负债	4349.02	1888.34	1969.62	2050.40
负债合计	14917.78	11546.70	12118.42	12696.64
股本	1302.62	1302.62	1302.62	1302.62
资本公积	1898.51	1898.51	1898.51	1898.51
留存收益	7112.36	7990.75	9012.52	10200.82
归属母公司股东权益	10034.79	11131.87	12153.64	13341.94
少数股东权益	1364.73	1413.96	1472.41	1541.09
股东权益合计	11399.52	12545.83	13626.05	14883.03
负债和股东权益合计	26317.30	24092.54	25744.47	27579.67

业绩和估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E
EBITDA	1929.96	2756.26	3007.26	3256.11
PE	40.98	31.33	26.43	22.65
PB	3.24	2.92	2.67	2.43
PS	2.00	1.88	1.75	1.63
EV/EBITDA	17.75	11.65	10.23	8.92
股息率	0.40%	0.49%	0.64%	0.76%

现金流量表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	832.26	1086.19	1287.61	1502.81
折旧与摊销	725.34	1184.36	1184.36	1184.36
财务费用	198.84	207.03	204.66	199.63
资产减值损失	-107.87	-140.14	-148.36	-138.87
经营营运资本变动	-446.41	304.61	-327.39	-353.56
其他	335.50	106.81	36.19	194.72
经营活动现金流净额	1537.65	2748.86	2237.08	2589.09
资本支出	-923.70	-500.00	-500.00	-500.00
其他	-781.18	41.06	47.26	59.47
投资活动现金流净额	-1704.88	-458.94	-452.74	-440.53
短期借款	1118.30	-1315.96	0.00	0.00
长期借款	-1167.86	0.00	0.00	0.00
股权融资	-78.45	0.00	0.00	0.00
支付股利	-129.84	-158.57	-207.39	-245.83
其他	650.36	-2168.49	-204.66	-199.63
筹资活动现金流净额	392.53	-3643.01	-412.05	-445.46
现金流量净额	217.63	-1353.09	1372.28	1703.11

财务分析指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
销售收入增长率	4.37%	6.19%	7.84%	7.29%
营业利润增长率	30.66%	35.70%	18.56%	15.69%
净利润增长率	50.53%	30.51%	18.54%	16.71%
EBITDA 增长率	18.51%	42.81%	9.11%	8.27%
获利能力				
毛利率	24.05%	24.15%	24.08%	24.07%
三费率	13.99%	16.70%	15.85%	15.00%
净利率	5.12%	6.30%	6.92%	7.53%
ROE	7.30%	8.66%	9.45%	10.10%
ROA	3.16%	4.51%	5.00%	5.45%
ROIC	7.31%	9.05%	10.90%	12.71%
EBITDA/销售收入	11.88%	15.98%	16.16%	16.31%
营运能力				
总资产周转率	0.64	0.68	0.75	0.75
固定资产周转率	3.09	3.36	4.35	5.84
应收账款周转率	2.82	2.79	2.85	2.84
存货周转率	3.39	3.38	3.41	3.40
销售商品提供劳务收到现金/营业收入	82.87%	—	—	—
资本结构				
资产负债率	56.68%	47.93%	47.07%	46.04%
带息债务/总负债	31.03%	28.70%	27.34%	26.10%
流动比率	1.22	1.53	1.69	1.86
速动比率	0.91	1.07	1.21	1.38
股利支付率	16.38%	15.29%	16.87%	17.14%
每股指标				
每股收益	0.61	0.80	0.94	1.10
每股净资产	7.70	8.55	9.33	10.24
每股经营现金	1.18	2.11	1.72	1.99
每股股利	0.10	0.12	0.16	0.19

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
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。

西南证券研究院

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	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	资深销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jyj@swsc.com.c
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
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	资深销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn

	郑龑	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	杨举	销售经理	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzr@swsc.com.cn