

和而泰 (002402)

证券研究报告

2021年03月02日

净利润超预期+30.5%，汽车电子订单持续，低轨卫星芯片小批供货

计提下全净利润仍超预期，受益智能控制器大陆转移+疫情生活方式转变
 公司2月25日发布年报，2020全年营收46.7亿元(同比+27.85%)，归母净利润3.96亿元(同比+30.54%)，研发投入总额2.52亿元(+45.63%)，其中控制器板块毛利率21.36%(+1.22个pct)，海外营收占比超2/3。分板块看：

- **家电智能控制器**：营收29.8亿元(+16.66%)，实现逆疫情平稳增长。
- **电动工具智能控制器**：营收8.20亿元(+60.49%)，我们认为该高增长系受益海外疫情下，欧美地区生活方式的转变。
- **汽车电子智能控制器**：营收0.99亿元(+12.24%)，预计项目订单累计约40-60亿元，项目周期为8-9年，涉及奔驰/宝马/吉利/奥迪/大众等多个终端汽车品牌。
- **健康医疗与护理智能控制器**：营收0.95亿元(+225.88%)，实现快速增长，同受益疫情对生活方式的影响。
- **射频芯片**：营收1.62亿元(+13.09%)，研发投入同比+122.45%，20H2低轨卫星T/R芯片已开始小批量交付，铖昌已完成上市辅导备案登记，浙江证监局已受理并公示。

订单增加推动存货与应收账款增长，长三角基地完成验收扩充产能

报告期末，公司存货10.45亿元(+57.85%)，应收账款10.13亿元(+31.22%)，相应计提减值0.51亿元，主要系客户订单增加及备货所致；固定资产8.89亿元，同比增加2.65亿元，长三角生产运营基地建设项目完成验收，预计2021年公司产能充足，在手订单将有望持续转化为表内收入。

股权激励计划发布，若能完成则23年净利润近9亿，估值具备吸引力，业绩长期成长可期

1月30日公司发布2021年股票期权激励计划，拟向管理人员/核心骨干授予1500万份权益，占当前总股本1.64%，行权价每股19.76元，业绩考核要求以2020年为基数，21-23年公司净利润增长率不低于35%/70%/120%（折合年增长率为35%/26%/29.4%），若能完成，则2023年公司净利润将超8.7亿元（PE 24.7x），预计本计划有望持续推动公司业绩长期成长。

盈利预测与评级：预计公司未来2-3年将受益全球智能控制器向我国大陆地区转移逻辑，如电动工具、汽车电子智能控制器等高毛利产品占业务比重有望增长，射频芯片业务预计将伴随低轨卫星及传统业务等下游多需求释放持续贡献利润，传统低毛利产品家电智能控制器增长或将放缓。将21-22年营收增速从48%/37.96%下调至33.63%/30.13%，毛利率从21.05%/21.18%上调至22.34%/22.70%，预计2023年营收增速为30.37%，毛利率为23.02%，在此假设下21-22年营收从70.22/96.88亿元下调至62.35/81.13亿元，23年营收为105.77亿元，21-22年归母净利润从5.48/7.63亿元上调至5.65/7.81亿元，23年净利润预计为10.23亿元，EPS为0.62/0.85/1.12元/股，PE为39.10/28.28/21.58x，维持“买入”评级。

风险提示：海外新冠病毒变异影响交货，原材料价格波动，铖昌上市放缓。

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3,649.38	4,665.68	6,234.78	8,113.12	10,576.98
增长率(%)	36.62	27.85	33.63	30.13	30.37
EBITDA(百万元)	649.69	915.91	766.81	1,026.16	1,327.61
净利润(百万元)	303.37	396.02	564.51	780.60	1,023.39
增长率(%)	36.69	30.54	42.55	38.28	31.10
EPS(元/股)	0.33	0.43	0.62	0.85	1.12
市盈率(P/E)	72.76	55.74	39.10	28.28	21.57
市净率(P/B)	10.59	7.28	6.33	5.32	4.40
市销率(P/S)	6.05	4.73	3.54	2.72	2.09
EV/EBITDA	16.74	16.19	27.08	19.86	14.90

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	电子/电子制造
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	24.15元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	914.02
流通A股股本(百万股)	801.80
A股总市值(百万元)	22,073.51
流通A股市值(百万元)	19,363.49
每股净资产(元)	3.32
资产负债率(%)	46.69
一年内最高/最低(元)	24.60/11.98

作者

李鲁靖 分析师
 SAC执业证书编号：S1110519050003
 lilujing@tfzq.com

邹润芳 分析师
 SAC执业证书编号：S1110517010004
 zourunfang@tfzq.com

许利天 分析师
 SAC执业证书编号：S1110520080006
 xulitian@tfzq.com

股价走势

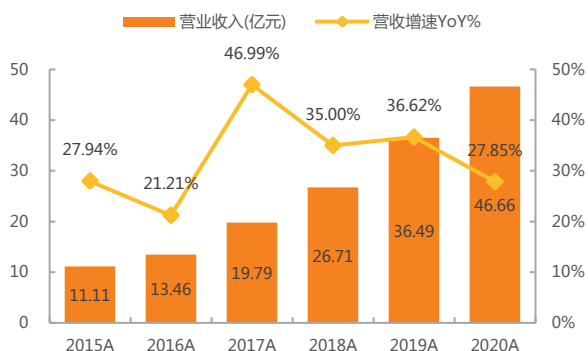


资料来源：贝格数据

相关报告

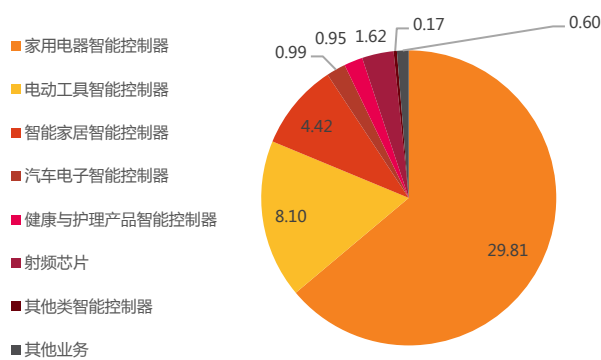
- 1 《和而泰-公司点评:公司强效股权激励计划发布，汽车电子+星载功率芯片双轮驱动高速发展》 2021-02-05
- 2 《和而泰-季报点评:Q3净利润54%高增长超预期，智能控制器龙头受益产业向大陆转移》 2020-10-22
- 3 《和而泰-半年报点评:控制器业务多重影响下逆势增长35%，半导体业务板块完成重大激励》 2020-08-29

图 1：2015-2020 年公司营收及其增速



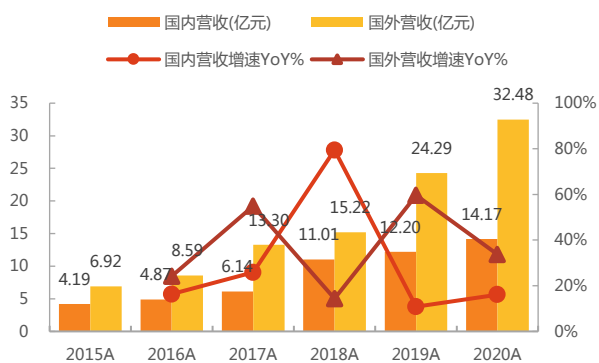
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：2015-2020 年公司营收结构情况（单位：亿元）



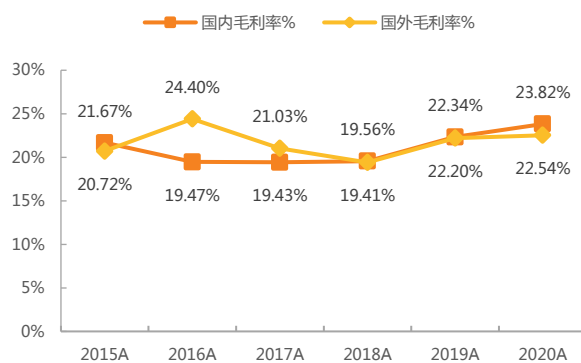
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 3：2015-2020 年和而泰国内外营收及其增速情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 4：2015-2020 年和而泰国内外毛利率情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	689.75	1,237.45	1,513.97	1,957.12	2,612.33
应收票据及应收账款	944.43	1,088.88	1,474.30	1,951.23	2,455.84
预付账款	16.84	17.72	28.01	25.99	46.39
存货	661.86	1,044.74	1,161.07	1,382.23	1,874.83
其他	361.39	553.94	555.78	574.29	602.41
流动资产合计	2,674.27	3,942.73	4,733.13	5,890.86	7,591.80
长期股权投资	54.22	6.98	6.98	6.98	6.98
固定资产	624.07	888.58	904.35	929.92	938.14
在建工程	166.39	167.98	152.59	121.55	102.93
无形资产	217.65	222.73	214.09	212.97	213.86
其他	805.86	966.17	956.29	957.96	965.42
非流动资产合计	1,868.19	2,252.43	2,234.29	2,229.38	2,227.33
资产总计	4,542.64	6,195.17	6,967.48	8,120.32	9,819.18
短期借款	330.35	495.59	500.00	510.00	520.00
应付票据及应付账款	1,177.20	1,886.70	2,175.21	2,562.98	3,227.35
其他	132.20	360.60	352.85	346.35	437.95
流动负债合计	1,639.74	2,742.89	3,028.07	3,419.33	4,185.30
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	350.33	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	375.05	149.55	150.00	200.00	200.00
非流动负债合计	725.38	149.55	150.00	200.00	200.00
负债合计	2,365.13	2,892.44	3,178.07	3,619.33	4,385.30
少数股东权益	92.44	270.16	304.92	352.98	416.00
股本	872.21	914.02	914.02	914.02	914.02
资本公积	329.95	861.70	861.70	861.70	861.70
留存收益	1,217.20	2,090.64	2,570.48	3,233.99	4,103.87
其他	(334.30)	(833.80)	(861.70)	(861.70)	(861.70)
股东权益合计	2,177.51	3,302.73	3,789.42	4,500.99	5,433.88
负债和股东权益总计	4,542.64	6,195.17	6,967.48	8,120.32	9,819.18

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	320.50	420.53	564.51	780.60	1,023.39
折旧摊销	74.50	81.13	73.26	81.58	89.50
财务费用	34.34	8.57	7.59	3.34	(3.19)
投资损失	2.23	(33.84)	(10.00)	(40.00)	(50.00)
营运资金变动	(358.83)	(481.16)	(98.14)	(280.31)	(292.04)
其它	398.92	569.40	84.36	53.38	67.84
经营活动现金流	471.66	564.64	621.59	598.60	835.50
资本支出	347.10	525.76	64.55	25.00	80.00
长期投资	(0.41)	(47.24)	0.00	0.00	0.00
其他	(1,026.11)	(861.59)	(219.06)	(70.02)	(119.97)
投资活动现金流	(679.41)	(383.07)	(154.51)	(45.02)	(39.97)
债权融资	680.68	620.39	550.00	560.00	570.00
股权融资	175.53	539.36	(35.49)	(3.34)	3.19
其他	(447.40)	(771.35)	(705.07)	(667.09)	(713.51)
筹资活动现金流	408.81	388.41	(190.56)	(110.43)	(140.32)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	201.06	569.98	276.52	443.15	655.21

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	3,649.38	4,665.68	6,234.78	8,113.12	10,576.98
营业成本	2,837.48	3,595.90	4,842.01	6,271.13	8,142.64
营业税金及附加	21.23	18.66	28.06	36.51	47.60
营业费用	83.52	76.53	124.70	154.15	211.54
管理费用	143.93	215.19	268.10	324.52	423.08
研发费用	169.59	236.64	317.97	397.54	528.85
财务费用	31.78	66.45	7.59	3.34	(3.19)
资产减值损失	(18.60)	(38.41)	20.00	30.00	40.00
公允价值变动收益	(0.20)	7.94	49.60	5.32	4.83
投资净收益	(2.23)	33.84	10.00	40.00	50.00
其他	31.43	(31.20)	(119.20)	(90.64)	(109.66)
营业利润	351.45	484.14	685.96	941.24	1,241.30
营业外收入	5.52	1.11	1.50	2.00	2.30
营业外支出	1.98	4.18	1.79	1.57	2.00
利润总额	355.00	481.07	685.67	941.67	1,241.60
所得税	34.50	60.54	86.39	113.00	155.20
净利润	320.50	420.53	599.27	828.67	1,086.40
少数股东损益	17.12	24.52	34.76	48.06	63.01
归属于母公司净利润	303.37	396.02	564.51	780.60	1,023.39
每股收益(元)	0.33	0.43	0.62	0.85	1.12

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	36.62%	27.85%	33.63%	30.13%	30.37%
营业利润	41.49%	37.75%	41.69%	37.22%	31.88%
归属于母公司净利润	36.69%	30.54%	42.55%	38.28%	31.10%
获利能力					
毛利率	22.25%	22.93%	22.34%	22.70%	23.02%
净利率	8.31%	8.49%	9.05%	9.62%	9.68%
ROE	14.55%	13.06%	16.20%	18.82%	20.39%
ROIC	24.42%	28.57%	29.15%	38.14%	44.20%
偿债能力					
资产负债率	52.07%	46.69%	45.61%	44.57%	44.66%
净负债率	-0.42%	-18.68%	-25.44%	-31.04%	-37.59%
流动比率	1.63	1.44	1.56	1.72	1.81
速动比率	1.23	1.06	1.18	1.32	1.37
营运能力					
应收账款周转率	3.87	4.59	4.86	4.74	4.80
存货周转率	5.92	5.47	5.65	6.38	6.49
总资产周转率	0.89	0.87	0.95	1.08	1.18
每股指标(元)					
每股收益	0.33	0.43	0.62	0.85	1.12
每股经营现金流	0.52	0.62	0.68	0.65	0.91
每股净资产	2.28	3.32	3.81	4.54	5.49
估值比率					
市盈率	72.76	55.74	39.10	28.28	21.57
市净率	10.59	7.28	6.33	5.32	4.40
EV/EBITDA	16.74	16.19	27.08	19.86	14.90
EV/EBIT	18.77	17.67	29.95	21.57	15.98

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	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com