

2020年12月14日

# 和而泰 (002402.SZ)

## 公司分析

电子元器件 | 其他元器件 III

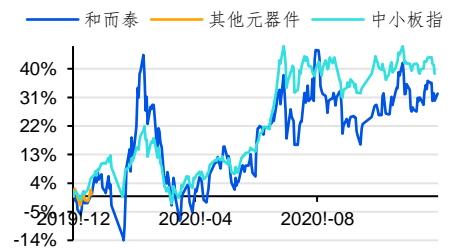
 投资评级 **买入-B(首次)**

 股价(2020-12-14) **17.29 元**

### 交易数据

总市值(百万元)	15,803.35
流通市值(百万元)	13,709.88
总股本(百万股)	914.02
流通股本(百万股)	792.94
12个月价格区间	10.40/19.68 元

### 一年股价表现



资料来源: 贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	0.01	2.58	-4.25
绝对收益	-2.21	6.4	36.81

分析师

曾捷

 SAC 执业证书编号: S0910518110001  
 zengjie@huajinsec.com

### 相关报告

## 智能控制器多面布局，毫米波新贵双轮驱动

### 投资要点

- ◆ **深耕智能控制器二十载，收购铖昌科技进入毫米波领域。**公司于2000年在深圳成立，经过2002-2006年几轮融资和股权转让，于2007年整体变更为股份制公司。公司于2010年在深圳交易所正式上市。2018年，公司收购意大利电子制造商NPE公司，深化全球化布局。2018年，公司收购专注于微波毫米波射频芯片的设计研发、生产和销售的铖昌科技。
- ◆ **公司营业收入和归母净利润保持高速稳定增长，毛利率水平稳中有进。**2019年公司实现营业收入36.49亿元，同比增长36.62%，实现归母净利润3.03亿元，同比增长36.69%。公司营收和净利润增长的主要原因是公司坚持优质大客户战略，深耕现有客户新项目、挖掘开拓新客户，国际客户深度合作、国内客户稳健增长，使得公司行业影响力持续增强。2020年Q1-Q3公司未太受疫情影响，实现营业收入31.91亿元，同比增长20.19%，实现归母净利润2.77亿元，同比增长15.12%。拉长来看，从2015年到2019年公司营收实现CAGR39.44%，归母净利润CAGR36.36%，保持高速稳定增长。
- ◆ **智能控制器市场广阔，毫米波射频快速发展。**公司有两大主营业务分属于智能控制器行业和毫米波射频芯片行业。智能控制器行业规模增速快，行业下游企业“外包化”和“国产化”带动国内智能控制器制造龙头成长。毫米波射频芯片行业下游需求受益于相控阵雷达、航天卫星产业快速发展，并在民用领域应用广泛，能应用于5G、卫星、车载、成像等领域，成长空间广阔。
- ◆ **抢占汽车电子市场，毫米波双轮驱动。**智能控制器市场伴随应用场景的增多，市场空间持续提升，公司优化产业结构布局，深耕细作家电控制领域，布局汽车电子控制领域，扩大电动工具控制市场份额、抢占智能家居控制类市场，实现公司与国内外大客户战略达成，同时坚持自主研发，优化内部管理，有望强化在智能控制器领域的龙头地位。同时，公司微波毫米波射频芯片业务持续发力，推进研发自主可控芯片，进入快速增长期。
- ◆ **投资建议：**公司作为国内控制器龙头之一，战略布局清晰，客户拓展积极，有望强化在智能控制器领域的龙头地位，同时微波毫米波射频芯片业务持续发力，推进研发自主可控芯片，进入快速增长期。我们预计公司2020-2022年净利润分别为3.50/4.83/6.92亿元，EPS分别为0.38/0.53/0.76元/股，20-22年PE分别为44.4/32.2/22.5x，考虑铖昌科技毫米波业务对估值的拉动，整体估值水平合理，首次覆盖，给予“买入-B”投资评级。
- ◆ **风险提示：**智能控制器业务进展不及预期；毫米波射频业务不及预期；上游原材料上涨导致公司盈利下降

## 财务数据与估值

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,671	3,649	4,482	5,730	7,544
YoY(%)	35.0	36.6	22.8	27.8	31.7
净利润(百万元)	222	303	350	483	692
YoY(%)	24.6	36.7	15.3	38.1	43.2
毛利率(%)	20.6	22.2	21.5	22.1	23.0
EPS(摊薄/元)	0.24	0.33	0.38	0.53	0.76
ROE(%)	14.0	14.7	14.8	17.3	20.1
P/E(倍)	70.0	51.2	44.4	32.2	22.5
P/B(倍)	9.7	7.6	6.6	5.6	4.5
净利率(%)	8.3	8.3	7.8	8.4	9.2

数据来源: 贝格数据, 华金证券研究所

## 内容目录

一、公司简介及财务分析.....	4
(一) 公司简介.....	4
(二) 公司财务分析.....	6
1、营收净利高速稳定增长，毛利率水平稳中有进.....	6
2、家用电器智能控制器占比最大，海内外营收分布稳定.....	7
二、智能控制器市场广阔，毫米波射频快速发展.....	9
(一) 智能控制器行业：行业规模增速快，“外包+国内”转移趋势明显.....	9
(二) 毫米波射频芯片：从军用向民用转移，应用广泛、前景广阔.....	10
三、抢占汽车电子市场，毫米波双轮驱动.....	12
(一) 优化产业结构布局，抢占汽车电子市场.....	12
(二) 射频芯片有望实现军民两用双驱动增长.....	13
三、盈利预测及投资建议.....	13
四、风险提示.....	13

## 图表目录

图 1：公司发展历程.....	4
图 2：公司产品一览.....	5
图 3：公司主要股东持股情况.....	6
图 4：公司营业收入及增长率.....	6
图 5：公司净利润及增长率.....	6
图 6：过往 5 年主要盈利能力比率.....	7
图 7：过往 5 年主要费用率变动.....	7
图 8：公司各产品收入趋势.....	8
图 9：2019 年公司产品收入占比.....	8
图 10：公司按地区收入占比.....	8
图 11：公司分产品毛利率情况.....	9
图 12：公司分地区毛利率情况.....	9
图 13：全球智能控制器市场规模.....	9
图 14：全国智能控制器市场规模.....	9
图 15：毫米波芯片的应用.....	10

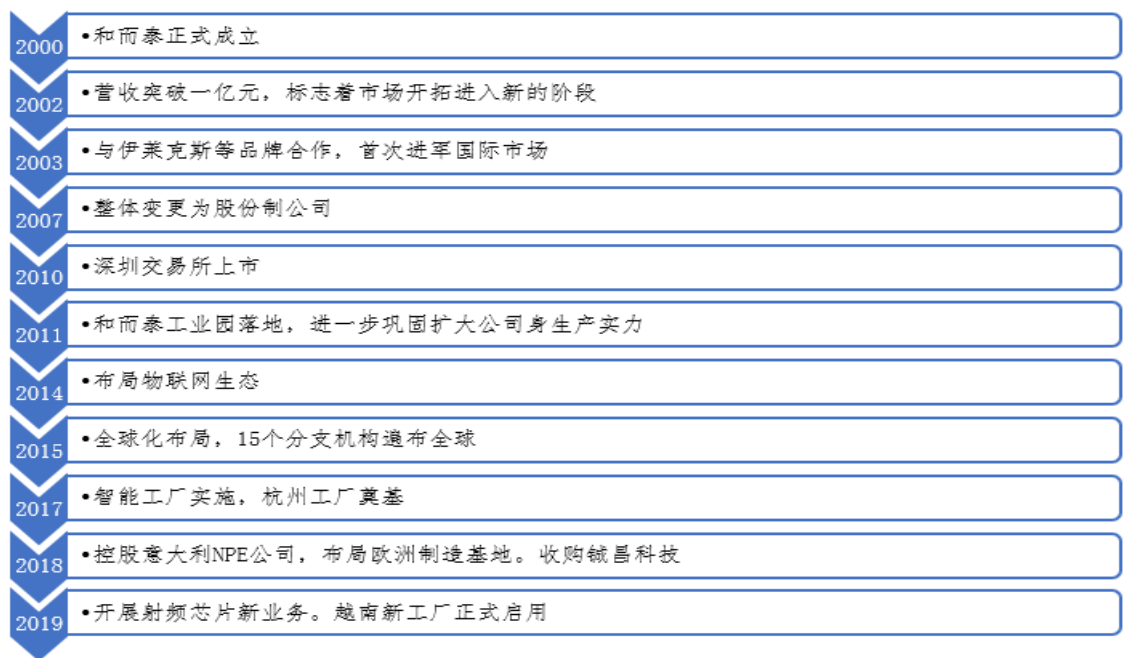
未找到图形项目表。

## 一、公司简介及财务分析

### （一）公司简介

深耕智能控制器二十载，收购铖昌科技进入毫米波领域。公司于2000年在深圳成立，经过2002-2006年几轮增资和股权转让，于2007年整体变更为股份制公司。公司于2010年在深圳交易所正式上市。2018年，公司收购意大利电子制造商NPE公司，深化全球化布局。2018年，公司收购专注于微波毫米波射频芯片的设计研发、生产和销售的铖昌科技。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，公司公告，华金证券研究所

公司主营业务为两大板块，分别为：家庭用品智能控制器、新型智能控制器、智能硬件的研发、生产和销售及厂商服务平台业务；微波毫米波射频芯片设计研发、生产和销售业务。










**智能控制器业务板块：**依托高校技术资源，实施“三高”经营定位。公司以清华大学和哈尔滨工业大学两所著名高校为股东背景与后台技术资源，凭借明显的研发优势及良好的综合运营能力、供应链整合能力等，在智能控制器行业发展二十余年，在全球行业竞争格局中处于龙头地位。公司实施“三高”经营定位，即高端技术、高端客户、高端市场，针对客户的需求动态及策略，与客户群形成全方位的战略伙伴关系，是伊莱克斯、惠而浦、西门子、TTI、ARCELIK、BSH、博格华纳、海信、海尔、苏泊尔等全球著名终端厂商在智能控制器领域的全球主要合作伙伴之一。

**毫米波射频芯片业务板块：**通过子公司铖昌科技为客户提供模拟相控阵 T/R 芯片的全套解决方案。铖昌科技在芯片行业拥有核心技术的自主研发能力，公司产品质量达到了服务于航天、航空的水准。铖昌科技主要产品包括功率放大器芯片、低噪声放大器芯片、模拟波束赋形芯片、

数控移相器芯片、数控衰减器芯片以及 GaN 宽带大功率芯片等，产品应用于国土资源普查、卫星导航和通信等高端领域。

公司研发实力强，是公司的核心竞争力之一。智能控制器属于专门开发的定制产品，针对不同的功能、性能要求，设计方案千差万别，产品的属性特征对企业的技术能力和研发实力提出了更高要求。公司拥有智能控制器领域 700 多位工程师，子公司铖昌科技 50%为研发人员，不断提高自主创新实力。截止 2020 年 6 月 30 日，公司及下属子公司累计申请专利 1708 件，其中申请发明专利 650 件、实用新型 871 件、外观设计 103 件、美国发明 15 件、英国发明 1 件、PCT68 件；公司及下属子公司累计申请软件著作权共计 78 件、商标申请共计 94 件。

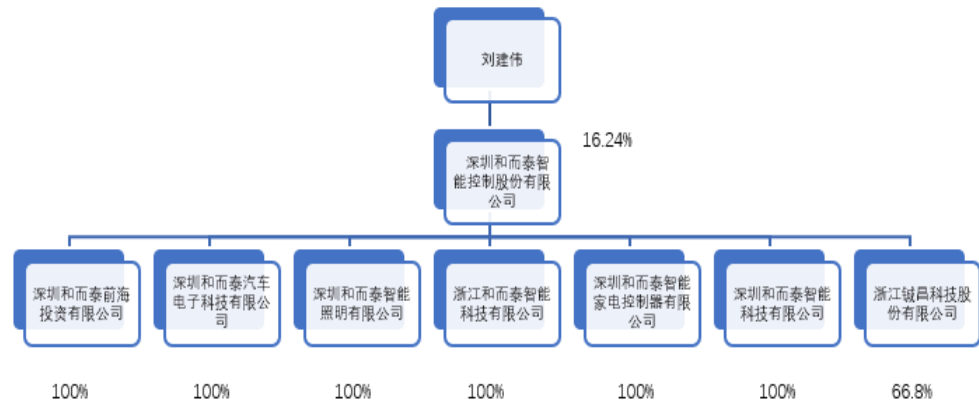
图 2：公司产品一览

产品	示例
家用电器智能控制器	 油烟机控制器
电动工具智能控制器	 角磨机控制器
智能家居智能控制器	 云智控电冰箱
新型智能控制器及智能硬件系列产品	 风扇控制器
LED 应用产品	 LED 火焰灯
智能建筑与家居控制器	 智能卫浴控制器
健康医疗与护理智能控制器	 智能睡眠监测器
汽车电子智能控制器	 电机
射频芯片	

资料来源：公司官网，华金证券研究所

公司股权较为分散，实控人控制权稳定。公司第一大股东及创始人为董事长刘建伟，其曾任哈尔滨工业大学航天学院教授，持有公司 16.24%的股权。刘建伟先生与深圳市创东方和而泰投资企业（有限合伙）签订了《一致行动协议》，构成了一致行动人，掌握公司的实际控制权。公司同时控股数个子公司，包括 100%控股的 6 个子公司，及杭州和而泰智能控制技术有限公司 90.63%、深圳和而泰小家电智能科技有限公司 85%、深圳和而泰智能电子有限公司 85%、佛山市顺德区和而泰电子科技有限公司 76.67%的股权。

图 3：公司主要股东持股情况



资料来源：公司公告，华金证券研究所

## （二）公司财务分析

公司营业收入和归母净利润保持高速稳定增长。2019 年公司实现营业收入 36.49 亿元，同比增长 36.62%，实现归母净利润 3.03 亿元，同比增长 36.69%。2020 年 Q1-Q3 公司实现营业收入 31.91 亿元，同比增长 20.19%，实现归母净利润 2.77 亿元，同比增长 15.12%。从 2015 年到 2019 年公司营收实现 CAGR39.44%，归母净利润 CAGR36.36%，保持高速稳定增长。从地区收入结构来看，中国大陆收入占比更高，且地区收入分布较为稳定。

### 1、营收净利高速稳定增长，毛利率水平稳中有进

营业收入和归母净利润保持高速稳定增长。2019 年公司实现营业收入 36.49 亿元，同比增长 36.62%，实现归母净利润 3.03 亿元，同比增长 36.69%。公司营收和净利润增长的主要原因是公司坚持优质大客户战略，深耕现有客户新项目、挖掘开拓新客户，国际客户深度合作、国内客户稳健增长，使得公司行业影响力持续增强。2020 年 Q1-Q3 公司未太受疫情影响，实现营业收入 31.91 亿元，同比增长 20.19%，实现归母净利润 2.77 亿元，同比增长 15.12%。拉长来看，从 2015 年到 2019 年公司营收实现 CAGR39.44%，归母净利润 CAGR36.36%，保持高速稳定增长。

图 4：公司营业收入及增长率

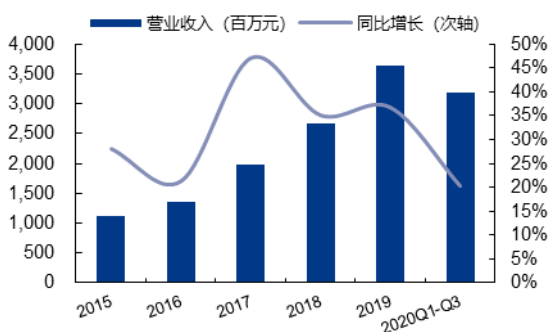
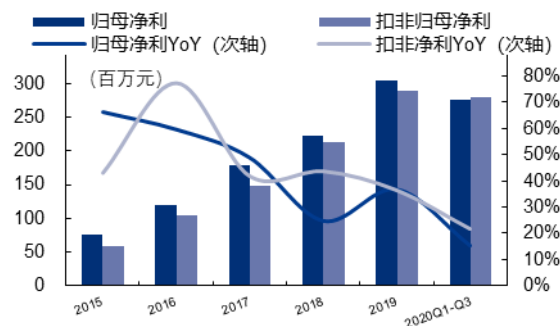


图 5：公司净利润及增长率



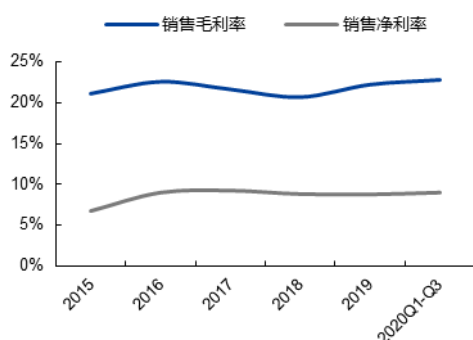
资料来源: wind, 华金证券研究所

资料来源: wind, 华金证券研究所

**净利率保持稳定, 成本控制有效带动毛利率上涨。**公司在加大元器件替代力度上有显著成效, 将产、供、销、人、财、物等有机、高效的协调组织起来, 以有限的人工支出、合理的设备配置以及精益制造与精细化管理保证了制造环节的综合成本优势, 同时利用全球化供应链优势降低采购成本, 自 2017 年以来公司毛利率呈稳定增长态势, 2019 年为 20.6%, 公司近 4 年净利率始终保持在 9% 左右。

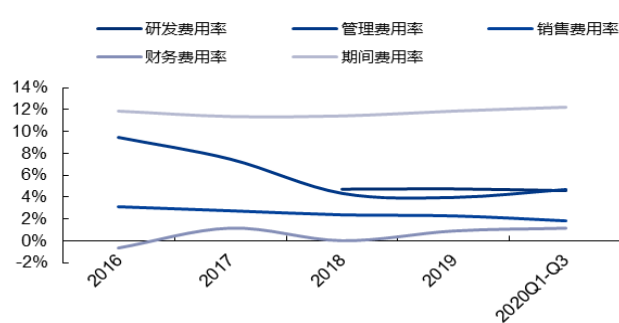
**费用率保持稳定, 管理费用率下降明显。**公司主要费用来自于管理、研发费用, 其他费用率较低。公司注重管理效率的提升, 近五年期间费用率整体维持在 12% 的水平。

图 6: 过往 5 年主要盈利能力比率



资料来源: wind, 华金证券研究所

图 7: 过往 5 年主要费用率变动



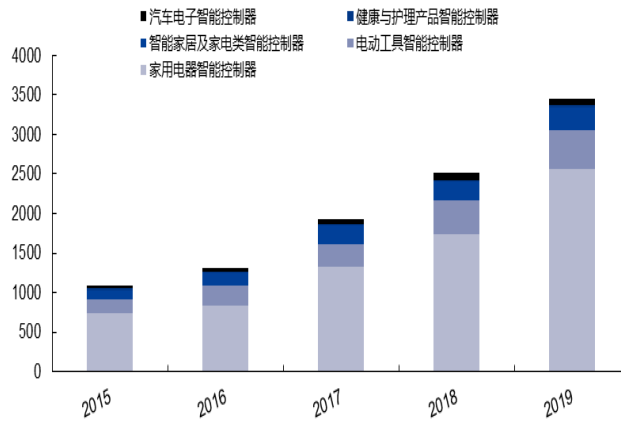
资料来源: wind, 华金证券研究所

## 2、家用电器智能控制器占比最大, 海内外营收分布稳定

从产品收入结构来看, 2019 年家用电器智能控制器收入占比最高, 达 70.98%。其次为电动工具智能控制器和智能家具及家电类智能控制器, 分别占 14.03% 和 7.76%。从分产品收入趋势上来看, 公司所有产品营收都稳定增长, 其中汽车电子智能控制器增长最快, CAGR 达 47.59%。主要系汽车电子行业处在高速增长期, 公司将汽车电子类产品划为业务重心, 发力打造。

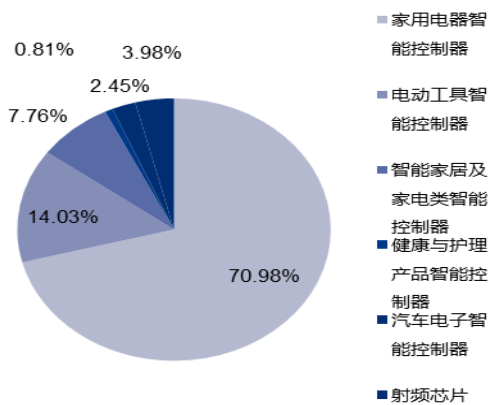
从地区收入结构来看, 中国大陆收入占比高, 且地区收入分布较为稳定。从 2016 年到 2019 年中国大陆营收分别占比 63.79%、67.24%、56.96%、66.56%。中国大陆收入和海外收入均稳定增长。

图 8：公司各产品收入趋势



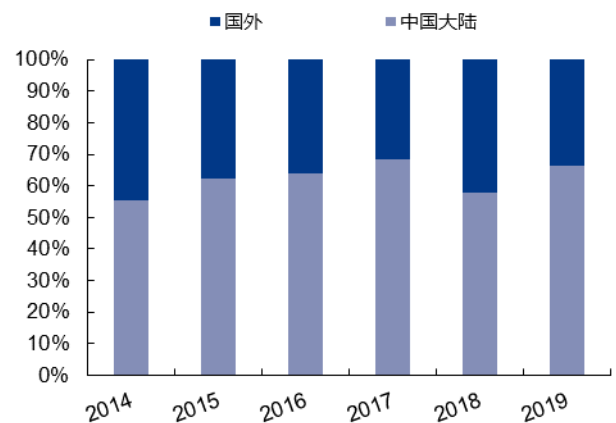
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 9：2019 年公司产品收入占比



资料来源：公司公告，华金证券研究所

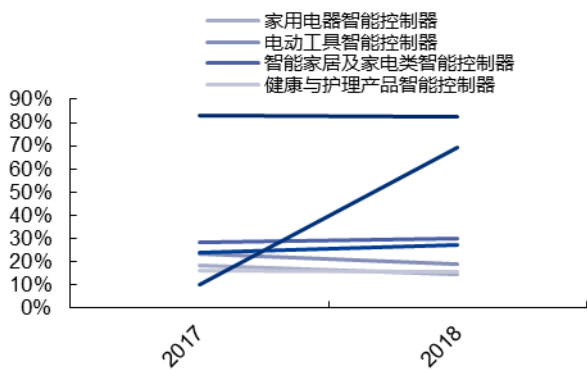
图 10：公司按地区收入占比



资料来源：wind,华金证券研究所

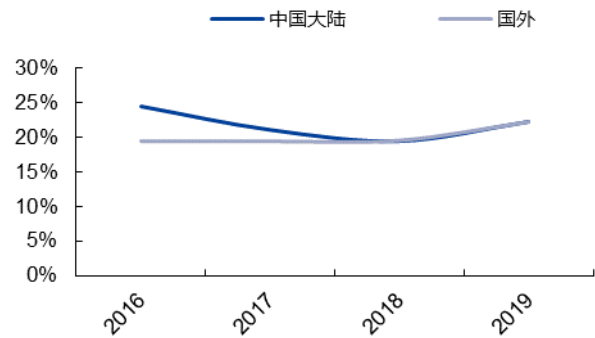
毛利率方面：分产品看，公司智能家居及家电类智能控制器毛利率水平较高，稳定在 30% 左右，其次是汽车电子智能控制器，毛利率从 2018 年的 23.9% 提升到 2019 年的 27.2%。家用电器和电动工具智能控制器毛利率相对较低，2019 年均在 20% 以下。从地区来看，中国大陆和海外毛利率几乎相同并呈上升趋势。

图 11：公司分产品毛利率情况



资料来源：wind, 华金证券研究所

图 12：公司分地区毛利率情况



资料来源：wind, 华金证券研究所

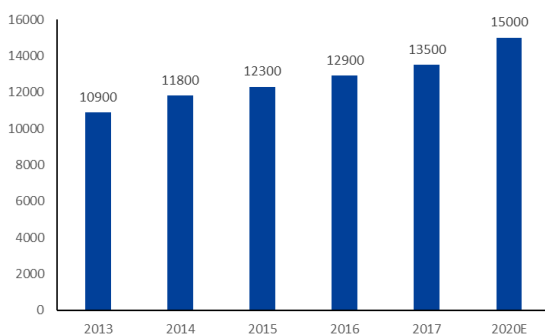
## 二、智能控制器市场广阔，毫米波射频快速发展

公司有两大主营业务分属于智能控制器行业和毫米波射频芯片行业。智能控制器行业规模增速快，行业下游企业“外包化”和“国产化”带动国内智能控制器制造龙头成长。毫米波射频芯片行业下游需求受益于相控阵雷达、航天卫星产业快速发展，并在民用领域应用广泛，能应用于 5G、卫星、车载、成像等领域，成长空间广阔。

### （一）智能控制器行业：行业规模增速快，“外包+国内”转移趋势明显

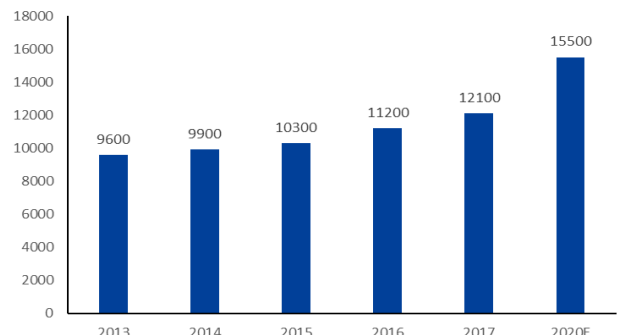
全球智能控制器市场增速稳定，国内市场快速增长，预计 2020 年实现市场规模 1.55 万亿元。根据前瞻产业研究院，2017 年，全球智能控制器市场实现规模 1.3 万亿美元，并且增幅稳定，预计在 2020 年达到 1.5 万亿美元的市场规模。2017 年国内市场实现规模 1.21 万亿元，并且预计在 2020 年实现 1.55 万亿元市场规模。与全球智能控制器市场相比，国内市场起步较晚，在全球占比不高，受益于全球经济一体化增速较快，待发掘潜力大。

图 13：全球智能控制器市场规模



资料来源：前瞻产业研究院，华金证券研究所

图 14：全国智能控制器市场规模



资料来源：前瞻产业研究院，华金证券研究所制作

随着家电行业成熟，家电厂商竞争加大，家电厂商需要投入更多在产品核心科技方面，智能控制器逐渐外包化。智能控制器的技术要求和生产成本随着客户需求的提升不断增加，工业生产专业化不断细分。为了在控制成本的同时实现智能控制器专业化，许多家电厂商选择将智能控制器业务外包，自己专注于核心技术投入。例如美的电器已经实现 70%自主研发，30%外包化。海尔 50%外包化。外包化已成未来趋势，下游客户能给智能控制器行业带来更多订单，拉动智能控制器厂家的营收。

相比较欧美，中国在人力资源与产业链上的优势使海外订单向国内转移，智能控制器“国产化”趋势较为明显。TTI、伊莱克斯等公司已逐渐成为国内智能控制器厂商最大客户之一，但中国企业在产业链协同、人工成本等方面具备比较优势，智能控制器订单向国内转移的趋势明显。2019 年，行业内拓邦股份、和而泰、朗科智能等公司的海外收入快速增长，充分体现此项趋势。随着国产智能控制器在全球的竞争力的提升，未来各细分市场将继续增长。

在当前行业格局分散、国产化趋势明显的背景下，我们看好国内智能控制器行业规模和集中度的进一步提升。国内智能控制器龙头企业靠近终端需求，不断投入参与到下游客户产品的研发、设计中，根据客户需求快速作出反应，有望凭借资金、人才、研发、服务，不断提高市场份额。

## （二）毫米波射频芯片：从军用向民用转移，应用广泛、前景广阔

毫米波(mmWave)严格意义上是指波长在 1 到 10 毫米之间、频率范围是 30GHz-300GHz 的电磁波。毫米波射频芯片广泛应用于通信、雷达、成像、卫星等专业领域。行业下游需求受益于相控阵雷达、航天卫星产业快速发展，并在民用领域应用广泛，能应用于 5G、卫星、车载、成像等领域，成长空间广阔。

图 15: 毫米波芯片的应用



资料来源：铖昌科技官网，华金证券研究所

在航天领域，商业卫星产业发展将助推毫米波相控阵芯片的增长。我国航天科工集团主导建设“行云工程”和“虹云工程”两项商业卫星通信项目。“行云工程”计划发射 80 颗行云小卫星，用来建设我国首个低轨窄带通信卫星星座，打造最终覆盖全球的天基物联网；“虹云工程”计划发射 156 颗卫星，构建一个天基宽带互联网，提供低轨宽带通信、导航增强、实时遥感服务。“虹云工程”计划于 2020 年完成业务试验系统，于 2022 年部署、运营整个星座。未来卫星发射需求明显增长，拉动内部核心相控阵芯片需求的增长。

毫米波频段是 5G 通信技术实现的核心技术之一，随着 5G 逐渐普及，相控阵毫米波芯片市场未来可期。与其他频段相比，毫米波频段频谱资源丰富，载波带宽可达 400MHz/800MHz，无线传输速率可达 10Gbps 以上；波束窄，方向性好，有极高的空间分辨能力；元器件的尺寸小，相对于 Sub-6GHz 设备，更易小型化；子载波间隔较大，单 SLOT 周期(120KHz)是低频 Sub-6GHz (30KHz) 的 1/4，空口时延降低。毫米波不仅能满足 5G 高频段要求，更是未来 6G 通信、卫星空联网的核心技术。

5G 毫米波频段将陆续在全球使用，将带动毫米波芯片需求的增加。目前，全球范围内已经有 22 家运营商部署了毫米波 5G 系统，超过 120 家运营商正在投资毫米波，中国移动研究院无线技术研究所副所长李男表示，国内预计在 2022 年实现毫米波商用。

毫米波雷达在汽车领域应用前景广阔。毫米波雷达探测性能稳定，不易受探测对象表面形状、颜色以及大气流的影响，成为汽车领域当前最主流的视觉传感方案。据 Reportlinker 研究表示，毫米波雷达在汽车上的安装量在 2019 年达到 517 万台，同比增长了 44.37%，并且预计未来持续这个趋势。毫米波雷达需求量增加会拉动上游产业营利增长，而毫米波雷达最核心的两个上游产业为 MMIC 芯片和天线 PCB 板。雷达核心芯片来自国外厂商，几乎被垄断。

多家国内企业已经在 5G 毫米波产业链上深入布局，“国产化”成为未来趋势。2020 年，南京网络通讯与安全紫金山实验室已研制出 CMOS 毫米波全集成 4 通道相控阵芯片，并完成了芯片封装和测试，每通道成本由 1000 元降至 20 元，打破了美国在毫米波 5G 技术上的垄断。

图 15: 国内企业 5G 毫米波产业链研发进度情况

国内企业	主要产品	研发进度
盛路通信	5G 毫米波天线	主要用于 5G 承载网和传输网，已逐步进入生产阶段
亚光科技	毫米波射频功率放大器	已成功研发 5G 毫米波射频功率放大器
海思半导体	毫米波频段 5G 终端芯片	已推出支持毫米波频段 5G 终端芯片，已经在毫米波小基站领域开始销售
和而泰	5G 毫米波相控阵芯片	基于公司在毫米波雷达领域的成熟经验，参与毫米波 5G 芯片的研发
瑞迪威	5G 毫米波相控阵芯片	基于公司在毫米波雷达领域的成熟经验，参与毫米波 5G 芯片的研发
格赛科技	5G 毫米波相控阵芯片	基于公司在毫米波雷达领域的成熟经验，参与毫米波 5G 芯片的研发
中兴	5G 毫米波天线	研发 5G 毫米波基站天线设备，提供承载网服务，已完成全球首个基站射频 OTA 测试

资料来源：公开新闻报道,华金证券研究所

### 三、抢占汽车电子市场，毫米波双轮驱动

智能控制器市场伴随应用场景的增多，市场空间持续提升，公司优化产业结构布局，深耕细作家电控制领域，布局汽车电子控制领域，扩大电动工具控制市场份额、抢占智能家居控制类市场，实现公司与国内外大客户战略达成，同时坚持自主研发，优化内部管理，有望强化在智能控制器领域的龙头地位。同时，公司微波毫米波射频芯片业务持续发力，推进研发自主可控芯片，进入快速增长期。

#### （一）优化产业结构布局，抢占汽车电子市场

**优化产业布局，扩大智能控制器应用市场。**在实现主业稳步发展的前提下，加强对智能控制器、智能化家电控制器、智能硬件系列产品及厂商服务平台业务板块的协同管理，不断融合发展。一方面，公司优化产业结构布局，深耕家电控制领域、布局汽车电子控制领域、扩大电动工具控制市场份额、抢占智能家居控制类市场。另一方面，公司完善全球布局，形成全局协同效应，实现公司与国内外大客户战略达成。

**汽车电子控制器发展潜力大，公司加快推动汽车电子智能控制器业务发展。**随着汽车产业的电动化、智能化、网联化需求日益增长，汽车电子作为汽车产业中最为重要的基础支撑，在政策驱动、技术引领、环保助推以及消费牵引的共同作用下，汽车电子市场持续稳定增长，市场前景广阔。目前全球 ADAS（自动驾驶）相关 ECU 市场规模逐步扩大，2019 年全球市场规模达 148.5 亿美元，预计到 2025 年，全球 ADAS 相关 ECU 市场规模将突破 198 亿美元。公司投资设立了子公司和而泰汽车电子科技有限公司，加快推动汽车电子智能控制器细分领域业务发展。目前

公司已与全球高端知名汽车零部件公司博格华纳建立合作，主要产品涉及汽车冷却液加热器智能控制器等。公司目标进入主流的汽车电子零部件供应市场，建立面向全球汽车市场的供货能力和业务平台。

**公司在产能、客户上积极布局。**目前公司有四个生产基地，深圳光明生产基地、杭州生产基地、意大利 NPE 以及越南市场基地。为了持续释放汽车电子类产品产能，公司拟在越南、意大利、杭州、深圳单独增加产线，而公司在客户和业务领域的拓展将有效保证公司新增产能的投放。

## （二）射频芯片有望实现军民两用双驱动增长

**客户合作关系稳定，在手订单充沛并具备持续获得订单的能力。**铖昌科技是国内除了少数科研院所外唯一具有相控阵雷达 T/R 组件研制能力的民营企业，研发生产体系完善，目前产品广泛应用于国土资源普查、卫星导航和通信等领域。公司与主要客户合作关系稳定，在手订单不断增加，目前已与多个大客户签订重大型号项目的技术协议，具备持续获得相关订单的能力，已经进入快速发展期。

**推进研发自主可控芯片，5G、卫星互联网领域扩大市场。**5G 基站用毫米波射频芯片市场前景较大，铖昌科技利用其在有源相控阵、微波毫米波射频集成电路方面十多年研发产业经验，积极推进 5G 芯片研发，并与意向合作方进行了多轮的技术沟通，积极推进 5G 方向技术成果转化。随着卫星互联网的商用，将提升对核心技术毫米波射频芯片的需求，铖昌科技的市场空间将进一步拓展。

## 三、盈利预测及投资建议

公司作为国内控制器龙头之一，战略布局清晰，客户拓展积极，有望强化在智能控制器领域的龙头地位，同时微波毫米波射频芯片业务持续发力，推进研发自主可控芯片，进入快速增长期。我们预计公司 2020-2022 年收入分别为 44.82/57.30/75.4 亿元，增速分别为 22.8%/27.8%/31.7%。2020-2022 年净利润分别为 3.50/4.83/6.92 亿元，EPS 分别为 0.38/0.53/0.76 元/股。

相对估值方面，根据我们盈利预测，公司 20-22 年 PE 分别为 44.4/31.9/22.3x，考虑铖昌科技毫米波业务对估值的拉动，整体估值水平合理，首次覆盖，给予“买入-B”投资评级。

## 四、风险提示

智能控制器业务进展不及预期；毫米波射频业务不及预期；上游原材料上涨导致公司毛利率下降

## 财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	2028	2674	3331	3837	5170	<b>营业收入</b>	2671	3649	4482	5730	7544
现金	439	690	894	926	1118	营业成本	2120	2837	3519	4462	5811
应收票据及应收账款	944	944	1374	1590	2313	营业税金及附加	16	21	26	33	44
预付账款	6	17	1	24	11	营业费用	64	84	105	132	175
存货	572	662	873	1070	1462	管理费用	115	144	188	235	317
其他流动资产	68	362	189	227	266	研发费用	99	170	222	286	385
<b>非流动资产</b>	1592	1868	1982	2227	2543	财务费用	-1	32	16	13	20
长期投资	55	54	78	89	107	资产减值损失	20	-19	12	10	-1
固定资产	358	624	835	1064	1306	公允价值变动收益	0	-0	-0	-0	-0
无形资产	206	218	220	225	228	投资净收益	-5	-2	5	-1	1
其他非流动资产	974	972	849	848	902	<b>营业利润</b>	248	351	398	556	794
<b>资产总计</b>	3619	4543	5313	6065	7714	营业外收入	1	6	3	4	4
<b>流动负债</b>	1346	1640	2068	2436	3445	营业外支出	1	2	1	2	1
短期借款	218	330	274	302	526	<b>利润总额</b>	249	355	400	559	796
应付票据及应付账款	983	1177	1543	1880	2595	所得税	13	34	30	48	64
其他流动负债	145	132	250	253	324	<b>税后利润</b>	236	320	371	511	732
<b>非流动负债</b>	594	725	708	626	583	少数股东损益	14	17	21	28	40
长期借款	118	350	282	225	170	<b>归属母公司净利润</b>	222	303	350	483	692
其他非流动负债	477	375	426	400	413	EBITDA	300	452	487	663	928
<b>负债合计</b>	1940	2365	2775	3062	4029						
少数股东权益	79	92	113	141	182	<b>主要财务比率</b>					
股本	856	872	914	914	914	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
资本公积	184	330	330	330	330	<b>成长能力</b>					
留存收益	609	887	1197	1623	2234	营业收入(%)	35.0	36.6	22.8	27.8	31.7
归属母公司股东权益	1600	2085	2424	2862	3503	营业利润(%)	19.4	41.5	13.4	39.6	42.7
<b>负债和股东权益</b>	3619	4543	5313	6065	7714	归属于母公司净利润(%)	24.6	36.7	15.3	38.1	43.2
						<b>获利能力</b>					
						毛利率(%)	20.6	22.2	21.5	22.1	23.0
						净利率(%)	8.3	8.3	7.8	8.4	9.2
						ROE(%)	14.0	14.7	14.8	17.3	20.1
						ROIC(%)	10.1	10.9	11.0	13.4	15.8
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率(%)	53.6	52.1	52.2	50.5	52.2
						流动比率	1.5	1.6	1.6	1.6	1.5
						速动比率	1.0	1.1	1.1	1.1	1.0
						<b>营运能力</b>					
						总资产周转率	0.9	0.9	0.9	1.0	1.1
						应收账款周转率	3.4	3.9	3.9	3.9	3.9
						应付账款周转率	2.5	2.6	2.6	2.6	2.6
						<b>估值比率</b>					
						P/E	70.0	51.2	44.4	32.2	22.5
						P/B	9.7	7.6	6.6	5.6	4.5
						EV/EBITDA	53.2	34.9	32.3	23.6	16.8

资料来源: 贝格数据华金证券研究所

## 公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 分析师声明

曾捷声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

### 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

### 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn