

# 和而泰 (002402)

证券研究报告

2021年02月05日

## 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

### ● 公司发布股权激励计划，行权条件指向三年连续高复合增速

公司1月30日公告拟以19.76元/股的行权价格向含子公司在内的管理人员和核心骨干等172名对象授予1500万份股票期权。

行权条件指向持续高复合增长。本次激励的行权条件为以2020年净利润为基数，2021-2023年增长率分别不低于35%、70%、120%，未来连续三年将保持高复合增速。预计本次激励的累计摊销费用约3988万元，2021~2025年分别摊销987万、1316万、1047万、538万、100万元。

### ● 单三季度归母净利润+53.98%，控制器业务制造转移有望加速，或进入环比上升趋势

20Q3季报已发布，单三季度营收13.62亿元(+48.88%)，归母净利润1.09亿元(+53.98%)，Q3业绩超预期实现高速增长，疫情后业绩反弹趋势较明确；前三季度营收31.91亿元(+20.19%)，归母净利润2.77亿元(+15.12%)，基本修复了上半年疫情对公司业绩的影响并恢复增长，毛利率22.9%(同比+0.7个百分点)，净利率8.7%(同比-0.9个百分点)，研发费用1.45亿元(+17.91%)，实现逆势增长凸显公司信心。

**从资产负债表看：**公司20Q3存货8.88亿元(+48.7%)，主要系订单增加、备货相应增加所致，我们认为存货主要对应海外客户的订单修复；20Q3预收款项+合同负债0.19亿元(+86.4%)，从一定程度上代表了全年/21年客户订货节奏，我们认为Q4业绩或将伴随客户订单增加/存货交付而持续增长；20Q3在建工程2.98亿元，同比大增132.7%，主要是公司支付浙江长三角基地工程建设款、留仙洞项目地价款所致，我们认为公司当前产能或不足，未来随着公司新产能落地，规模或将持续扩展。

### ● 汽车/智能家居等控制器迎拓展机遇，公司也是卫星互联网赛道“低轨卫星射频芯片”的主要供应商

智能控制器或受益于全球下游需求增长+智能控制器产业链向大陆地区转移，产业有望迎来景气上行阶段，全球新冠疫情或助推该趋势加速。目前智能控制器另一领先企业拓邦股份已于Q3反映业绩，Q1-Q3营收16.0亿元(+28.9%)，扣非归母净利润1.49亿元(+50.16%)，我们认为和而泰作为国内国际市场智能控制器领先企业，或将受益智能控制器产业需求增长+设计生产大陆转移，在Q4有望迎来较好业绩释放。

公司是我国智能控制器龙头企业，产品下游覆盖家电、汽车电子、电动工具、智能家居等多种行业，客户覆盖全球国际化高端客户。高端家电智能控制器订单强持续，19年底公司中标BSH家电智能控制器项目，订单预计将持续为公司贡献利润。18年公司收购铖昌科技部分股权(当前持股比例63%)，铖昌重点聚焦毫米波射频芯片设计。据Wind信息披露，截止8月28日公司已完成“低轨卫星射频芯片”领域首轮套片研制，并完成了部分客户送样需求，预计将开始小批量生产交付。我们认为，下游民用卫星等特种行业有望在“十四五”期间迎来定制化/批量化双种类产品需求增长，卫星互联网行业或带来射频芯片商业大场景需求空间，公司望充分受益。

**盈利预测与评级：**智能控制器产业需求增长+大陆转移趋势在近两年将得到持续加强，汽车电子业务将进入高速发展阶段，公司高毛利产品供应量或增加、低毛利产品供应量或降低，产品结构或将进一步优化。因此，维持我们此前的营收预测，预计公司20-22年营收为47.45/70.22/96.88亿元。同时，考虑到公司股权激励支付款，以及母公司汽车电子+子公司铖昌科技毫米波芯片研发投入或继续加强，我们预计20-22年归母净利润为3.82/5.48/7.63亿元，对应EPS为0.42/0.60/0.84元，PE为51.26/35.76/25.67x，维持“买入”评级。

**风险提示：**公司存货交付受下游客户疫情影响，新产能扩张节奏低于预期，家电/汽车行业景气度低于预期。

| 财务数据和估值     | 2018     | 2019     | 2020E    | 2021E    | 2022E    |
|-------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元)   | 2,671.11 | 3,649.38 | 4,744.70 | 7,022.29 | 9,687.99 |
| 增长率(%)      | 35.00    | 36.62    | 30.01    | 48.00    | 37.96    |
| EBITDA(百万元) | 371.46   | 649.69   | 554.17   | 760.31   | 1,001.78 |
| 净利润(百万元)    | 221.94   | 303.37   | 382.27   | 547.97   | 763.45   |
| 增长率(%)      | 24.61    | 36.69    | 26.01    | 43.35    | 39.32    |
| EPS(元/股)    | 0.24     | 0.33     | 0.42     | 0.60     | 0.84     |
| 市盈率(P/E)    | 88.30    | 64.60    | 51.26    | 35.76    | 25.67    |
| 市净率(P/B)    | 12.25    | 9.40     | 7.98     | 6.71     | 5.49     |
| 市销率(P/S)    | 7.34     | 5.37     | 4.13     | 2.79     | 2.02     |
| EV/EBITDA   | 13.74    | 16.74    | 34.74    | 24.86    | 18.54    |

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  | 20.74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)  | 18,956.71   |
| 流通A股市值(百万元) | 16,629.35   |
| 每股净资产(元)    | 2.96        |
| 资产负债率(%)    | 50.41       |
| 一年内最高/最低(元) | 22.73/11.23 |

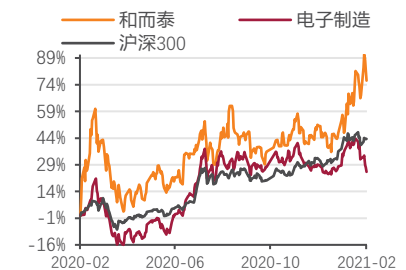
### 作者

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

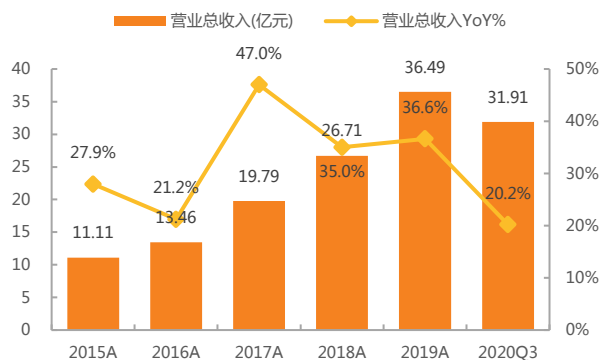


资料来源：贝格数据

### 相关报告

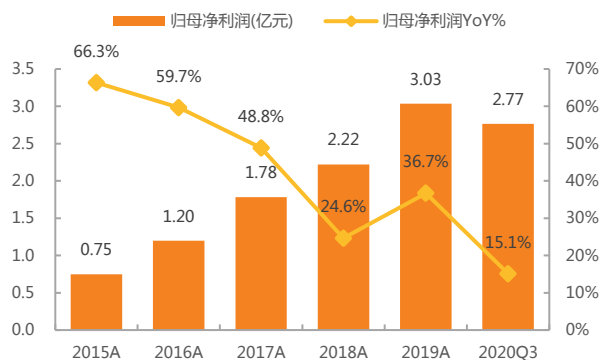
- 《和而泰-季报点评:Q3净利润54%高速增长超预期，智能控制器龙头受益产业向大陆转移》2020-10-22
- 《和而泰-半年报点评:控制器业务多重影响下逆势增长35%，半导体业务板块完成重大激励》2020-08-29
- 《和而泰-季报点评:Q1盈利超预期增长，海外复工推动公司进入预期修复阶段》2020-04-28

图 1：2015-2020Q3 公司营业总收入及其增速



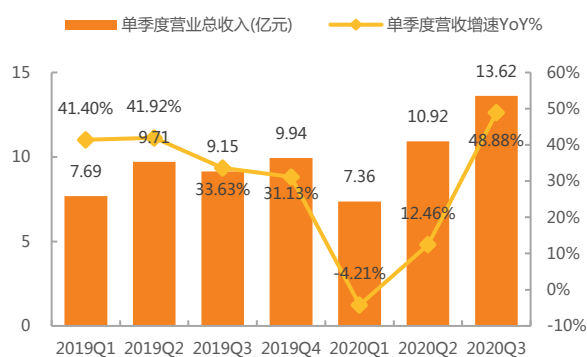
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：2015-2020Q3 公司归母净利润及其增速



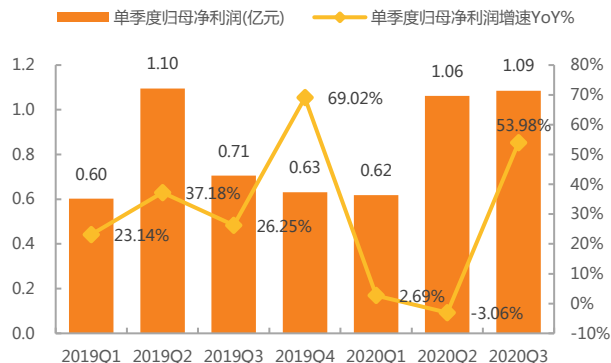
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 3：20Q3 单季度营业总收入及其增速情况



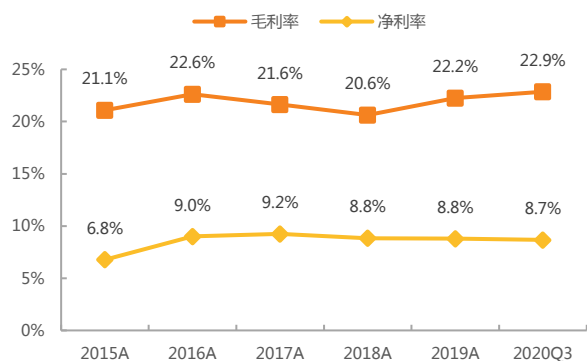
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 4：20Q3 单季度归母净利润及其增速情况



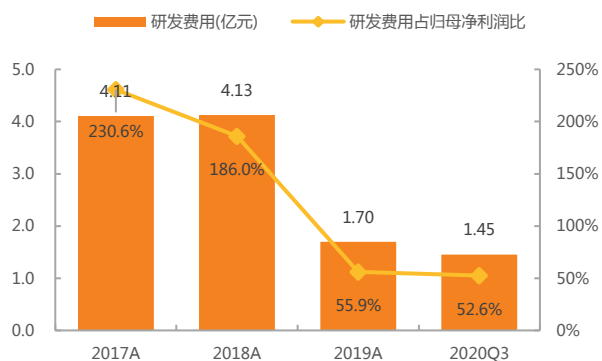
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 5：2015-2020Q3 公司毛利率及净利率变化情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 6：研发费用及其占归母净利润的比重



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)       | 2018            | 2019            | 2020E           | 2021E           | 2022E           |
|------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 货币资金             | 438.52          | 689.75          | 711.71          | 702.23          | 968.80          |
| 应收票据及应收账款        | 943.58          | 944.43          | 1,559.72        | 1,873.40        | 2,701.49        |
| 预付账款             | 6.05            | 16.84           | 18.29           | 29.45           | 38.43           |
| 存货               | 571.84          | 661.86          | 981.14          | 1,328.91        | 1,810.37        |
| 其他               | 67.55           | 361.39          | 380.60          | 401.41          | 423.10          |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>2,027.54</b> | <b>2,674.27</b> | <b>3,651.45</b> | <b>4,335.39</b> | <b>5,942.18</b> |
| 长期股权投资           | 54.64           | 54.22           | 54.22           | 54.22           | 54.22           |
| 固定资产             | 357.71          | 624.07          | 683.06          | 718.01          | 724.89          |
| 在建工程             | 268.75          | 166.39          | 159.84          | 137.90          | 106.74          |
| 无形资产             | 205.92          | 217.65          | 210.67          | 211.34          | 214.17          |
| 其他               | 704.92          | 805.86          | 804.34          | 814.34          | 824.34          |
| <b>非流动资产合计</b>   | <b>1,591.93</b> | <b>1,868.19</b> | <b>1,912.13</b> | <b>1,935.81</b> | <b>1,924.36</b> |
| <b>资产总计</b>      | <b>3,619.47</b> | <b>4,542.64</b> | <b>5,563.64</b> | <b>6,271.28</b> | <b>7,866.65</b> |
| 短期借款             | 218.26          | 330.35          | 745.92          | 369.68          | 274.38          |
| 应付票据及应付账款        | 983.11          | 1,177.20        | 1,674.79        | 2,175.28        | 3,127.55        |
| 其他               | 144.96          | 132.20          | 172.31          | 238.35          | 278.83          |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>1,346.33</b> | <b>1,639.74</b> | <b>2,593.02</b> | <b>2,783.31</b> | <b>3,680.76</b> |
| 长期借款             | 117.61          | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| 应付债券             | 0.00            | 350.33          | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| 其他               | 476.54          | 375.05          | 400.00          | 420.00          | 425.00          |
| <b>非流动负债合计</b>   | <b>594.15</b>   | <b>725.38</b>   | <b>400.00</b>   | <b>420.00</b>   | <b>425.00</b>   |
| <b>负债合计</b>      | <b>1,940.48</b> | <b>2,365.13</b> | <b>2,993.02</b> | <b>3,203.31</b> | <b>4,105.76</b> |
| 少数股东权益           | 79.23           | 92.44           | 114.47          | 146.04          | 190.03          |
| 股本               | 855.76          | 872.21          | 914.02          | 914.02          | 914.02          |
| 资本公积             | 183.58          | 329.95          | 329.95          | 329.95          | 329.95          |
| 留存收益             | 792.84          | 1,217.20        | 1,542.13        | 2,007.90        | 2,656.83        |
| 其他               | (232.42)        | (334.30)        | (329.95)        | (329.95)        | (329.95)        |
| <b>股东权益合计</b>    | <b>1,678.99</b> | <b>2,177.51</b> | <b>2,570.62</b> | <b>3,067.97</b> | <b>3,760.89</b> |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>3,619.47</b> | <b>4,542.64</b> | <b>5,563.64</b> | <b>6,271.28</b> | <b>7,866.65</b> |

| 现金流量表(百万元)     | 2018            | 2019            | 2020E           | 2021E           | 2022E           |
|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 净利润            | 235.70          | 320.50          | 382.27          | 547.97          | 763.45          |
| 折旧摊销           | 43.96           | 74.50           | 69.54           | 81.32           | 91.45           |
| 财务费用           | 2.57            | 34.34           | 46.91           | 48.78           | 24.75           |
| 投资损失           | 5.33            | 2.23            | (9.00)          | (15.00)         | (12.00)         |
| 营运资金变动         | 492.90          | (358.83)        | (378.33)        | (112.09)        | (347.72)        |
| 其它             | (488.87)        | 398.92          | 32.64           | 37.09           | 49.69           |
| <b>经营活动现金流</b> | <b>291.59</b>   | <b>471.66</b>   | <b>144.02</b>   | <b>588.07</b>   | <b>569.62</b>   |
| 资本支出           | 566.79          | 347.10          | 90.05           | 75.00           | 65.00           |
| 长期投资           | 49.10           | (0.41)          | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| 其他             | (1,138.20)      | (1,026.11)      | (219.04)        | (165.02)        | (133.03)        |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>(522.31)</b> | <b>(679.41)</b> | <b>(128.99)</b> | <b>(90.02)</b>  | <b>(68.03)</b>  |
| 债权融资           | 335.88          | 680.68          | 745.92          | 369.68          | 274.38          |
| 股权融资           | 79.32           | 175.53          | (0.75)          | (48.78)         | (24.75)         |
| 其他             | (214.43)        | (447.40)        | (738.25)        | (828.43)        | (484.64)        |
| <b>筹资活动现金流</b> | <b>200.77</b>   | <b>408.81</b>   | <b>6.92</b>     | <b>(507.52)</b> | <b>(235.02)</b> |
| 汇率变动影响         | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>(29.95)</b>  | <b>201.06</b>   | <b>21.95</b>    | <b>(9.48)</b>   | <b>266.57</b>   |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

| 利润表(百万元)         | 2018            | 2019            | 2020E           | 2021E           | 2022E           |
|------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| <b>营业收入</b>      | <b>2,671.11</b> | <b>3,649.38</b> | <b>4,744.70</b> | <b>7,022.29</b> | <b>9,687.99</b> |
| 营业成本             | 2,120.25        | 2,837.48        | 3,719.99        | 5,544.10        | 7,636.07        |
| 营业税金及附加          | 15.61           | 21.23           | 27.52           | 40.73           | 56.19           |
| 营业费用             | 63.62           | 83.52           | 108.89          | 162.21          | 217.98          |
| 管理费用             | 115.35          | 143.93          | 185.04          | 280.89          | 372.99          |
| 研发费用             | 98.71           | 169.59          | 232.02          | 333.56          | 506.68          |
| 财务费用             | (0.68)          | 31.78           | 46.91           | 48.78           | 24.75           |
| 资产减值损失           | 20.18           | (18.60)         | 6.00            | 2.00            | 5.00            |
| 公允价值变动收益         | 0.00            | (0.20)          | 10.39           | 5.19            | 5.26            |
| 投资净收益            | (5.33)          | (2.23)          | 9.00            | 15.00           | 12.00           |
| 其他               | (4.99)          | 31.43           | (38.78)         | (40.39)         | (34.52)         |
| <b>营业利润</b>      | <b>248.39</b>   | <b>351.45</b>   | <b>437.72</b>   | <b>630.21</b>   | <b>885.58</b>   |
| 营业外收入            | 0.69            | 5.52            | 8.00            | 8.00            | 8.00            |
| 营业外支出            | 0.56            | 1.98            | 1.20            | 1.00            | 0.90            |
| <b>利润总额</b>      | <b>248.51</b>   | <b>355.00</b>   | <b>444.52</b>   | <b>637.21</b>   | <b>892.68</b>   |
| 所得税              | 12.82           | 34.50           | 40.01           | 57.35           | 84.81           |
| <b>净利润</b>       | <b>235.70</b>   | <b>320.50</b>   | <b>404.52</b>   | <b>579.86</b>   | <b>807.88</b>   |
| 少数股东损益           | 13.76           | 17.12           | 22.25           | 31.89           | 44.43           |
| <b>归属于母公司净利润</b> | <b>221.94</b>   | <b>303.37</b>   | <b>382.27</b>   | <b>547.97</b>   | <b>763.45</b>   |
| 每股收益(元)          | 0.24            | 0.33            | 0.42            | 0.60            | 0.84            |

| 主要财务比率         | 2018   | 2019   | 2020E  | 2021E   | 2022E   |
|----------------|--------|--------|--------|---------|---------|
| <b>成长能力</b>    |        |        |        |         |         |
| 营业收入           | 35.00% | 36.62% | 30.01% | 48.00%  | 37.96%  |
| 营业利润           | 19.44% | 41.49% | 24.55% | 43.97%  | 40.52%  |
| 归属于母公司净利润      | 24.61% | 36.69% | 26.01% | 43.35%  | 39.32%  |
| <b>获利能力</b>    |        |        |        |         |         |
| 毛利率            | 20.62% | 22.25% | 21.60% | 21.05%  | 21.18%  |
| 净利率            | 8.31%  | 8.31%  | 8.06%  | 7.80%   | 7.88%   |
| ROE            | 13.87% | 14.55% | 15.56% | 18.75%  | 21.38%  |
| ROIC           | 30.88% | 24.42% | 26.18% | 29.27%  | 37.00%  |
| <b>偿债能力</b>    |        |        |        |         |         |
| 资产负债率          | 53.61% | 52.07% | 53.80% | 51.08%  | 52.19%  |
| 净负债率           | -6.11% | -0.42% | 1.33%  | -10.84% | -18.46% |
| 流动比率           | 1.51   | 1.63   | 1.41   | 1.56    | 1.61    |
| 速动比率           | 1.08   | 1.23   | 1.03   | 1.08    | 1.12    |
| <b>营运能力</b>    |        |        |        |         |         |
| 应收账款周转率        | 3.43   | 3.87   | 3.79   | 4.09    | 4.24    |
| 存货周转率          | 5.76   | 5.92   | 5.78   | 6.08    | 6.17    |
| 总资产周转率         | 0.93   | 0.89   | 0.94   | 1.19    | 1.37    |
| <b>每股指标(元)</b> |        |        |        |         |         |
| 每股收益           | 0.24   | 0.33   | 0.42   | 0.60    | 0.84    |
| 每股经营现金流        | 0.32   | 0.52   | 0.16   | 0.64    | 0.62    |
| 每股净资产          | 1.75   | 2.28   | 2.69   | 3.20    | 3.91    |
| <b>估值比率</b>    |        |        |        |         |         |
| 市盈率            | 88.30  | 64.60  | 51.26  | 35.76   | 25.67   |
| 市净率            | 12.25  | 9.40   | 7.98   | 6.71    | 5.49    |
| EV/EBITDA      | 13.74  | 16.74  | 34.74  | 24.86   | 18.54   |
| EV/EBIT        | 15.44  | 18.77  | 39.72  | 27.84   | 20.40   |

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