

## 和而泰 (002402.SZ)

强烈推荐 (维持)

### 控制器业务利润率环比改善, 汽车电子及储能进展顺利

**事件:** 公司10月28日晚发布《2022年第三季度报告》, 公司实现营业收入44.21亿元, 同比上升1.0%; 归属上市公司股东的净利润3.32亿元, 同比下降24.3%; 归属上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润3.03亿元, 同比下降21.0%。公司实现EPS(基本)0.36元。

#### 1、营业收入实现正向增长, 控制器业务利润率环比改善

2022Q1-Q3, 公司实现营业收入、归母净利润和扣非归母净利润分别为44.21亿元、3.32亿元和3.03亿元, 同比分别上升1.0%、下降24.3%和下降21.0%。在全球经济环境不确定性加大的情况下公司积极开拓国内外市场, 营业收入仍实现正向增长, 利润率阶段性下滑预计主要是受原材料价格上涨、收入结构调整影响。

单季度来看, 2022Q3, 公司实现营业收入15.38亿元, 同比上升0.9%, 环比下降6.4%; 归母净利润1.30亿元, 同比下降19.7%, 环比下降0.2%; 扣非归母净利润1.20亿元, 同比下降17.2%, 环比下降4.0%。2022Q3, 控制器业务利润率环比改善, 毛利率环比增长1.12%, 归母净利率环比增长1.38%。我们预计, 随着原材料供应恢复、射频芯片进入产销旺季, 第四季度利润率环比有望继续改善。

#### 2、积极拓新应对风险挑战, 汽车电子及储能进展顺利

2022Q1-Q3, 汽车电子智能控制器业务实现营业收入同比增长74.72%, 且前期客户项目整体推动顺利; 储能业务前三季度实现营业收入对比半年度增长66.60%。同时, 公司积极开拓储能业务新客户新项目, 在三季度开拓新客户5-6家, 获取新项目十几个, 为储能业务后续发展加强动力支撑。

我们认为, 尽管近期经济形势多变, 但公司不断开拓汽车电子及储能业务新客户和新项目, 并积极提升现有客户内市场份额, 保证了公司业务的长期发展。

□ **风险提示:** 智能控制器需求不及预期、原材料价格上涨、毓昌业绩不及预期。

#### 财务数据与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	4666	5986	6212	7650	9475
同比增长	28%	28%	4%	23%	24%
营业利润(百万元)	484	662	664	853	1106
同比增长	38%	37%	0%	28%	30%
归母净利润(百万元)	396	553	554	703	899
同比增长	31%	40%	0%	27%	28%
每股收益(元)	0.43	0.61	0.61	0.77	0.98
PE	33.6	24.0	24.0	18.9	14.8
PB	4.4	3.7	3.3	2.8	2.4

资料来源: 公司数据、招商证券

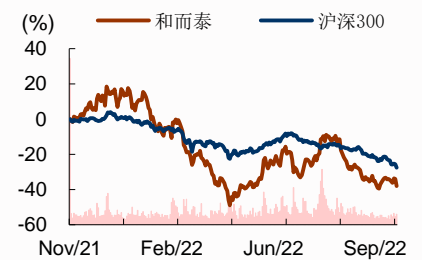
TMT及中小盘/通信  
目标估值: NA  
当前股价: 14.55元

#### 基础数据

总股本(万股)	91402
已上市流通股(万股)	80180
总市值(亿元)	133
流通市值(亿元)	117
每股净资产(MRQ)	4.4
ROE(TTM)	11.2
资产负债率	42.7%
主要股东	刘建伟
主要股东持股比例	16.24%

#### 股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-9	11	-35
相对表现	-1	21	-7



资料来源: 公司数据、招商证券

#### 相关报告

- 《和而泰(002402)——首次披露储能业务收入, 下半年整体业绩有望加速》2022-08-19
- 《和而泰(002402)——拟向控股股东定增, 加速汽车电子、储能第二、第三条曲线拓展》2022-08-03
- 《和而泰(002402)——促进绿色智能家电消费, 公司家电智能控制器核心受益》2022-07-31

余俊 S1090518070002

✉ yujun@cmschina.com.cn

梁程加 S1090522060001

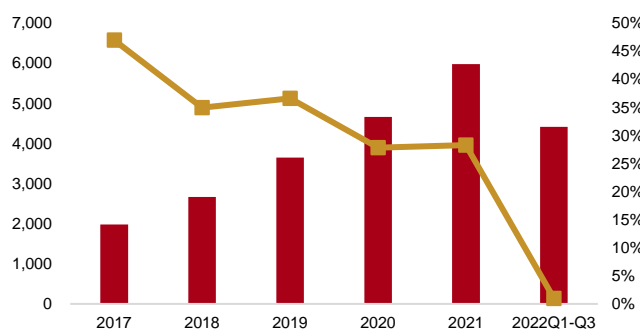
✉ liangchengjia@cmschina.com.cn

李哲瀚 S1090522020002

✉ lizhehan@cmschina.com.cn

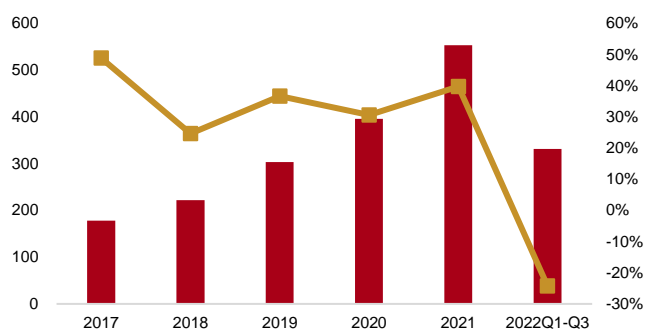
### 3、加强内部管理，综合费用率保持平稳

图 1：和而泰营业总收入（单位：亿元）



资料来源：Wind、招商证券

图 2：和而泰归母净利润（单位：亿元）

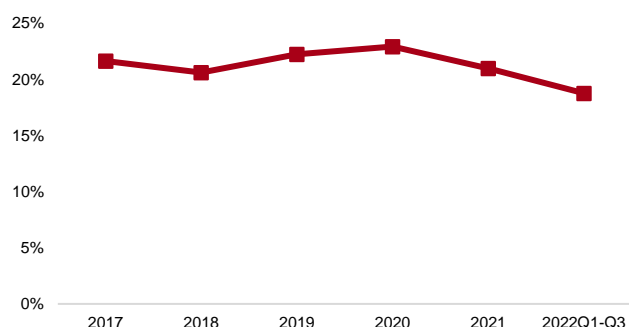


资料来源：Wind、招商证券

毛利率方面，2022Q1-Q3，公司销售毛利率为 18.77%，同比下降 1.48 个百分点。单季度来看，2022Q1/Q2/Q3 公司毛利率分别为 16.98%、20.01%和 18.90%。2022Q3 销售毛利率同比下降 1.08 个百分点，环比下降 1.11 个百分点，其中控制器业务板块毛利率及净利润率持续提升，毛利率环比增长 1.12%，归属于母公司净利润率环比增长 1.38%。

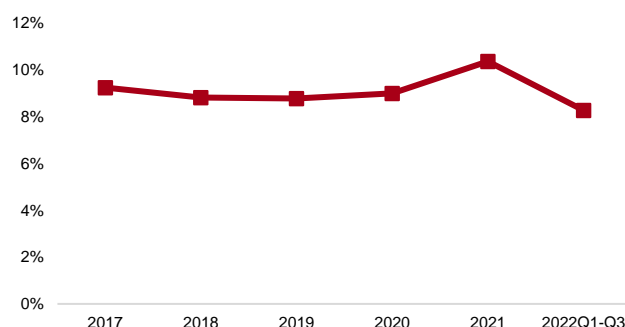
净利率方面，2022Q1-Q3，公司归母净利率为 7.50%，同比下降 2.50 个百分点。单季度来看，2022Q1/Q2/Q3 公司归母净利率分别为 5.76%、7.93%和 8.45%。2022Q3 归母净利率同比下降 2.17 个百分点，环比上升 0.52 个百分点。

图 3：和而泰销售毛利率



资料来源：Wind、招商证券

图 4：和而泰销售净利率



资料来源：Wind、招商证券

2022Q1-Q3，公司综合费用率（销售+管理+研发+财务）为 9.94%，同比上升 0.70 个百分点。其中，①销售费用为 0.81 亿元，同比上升 42.8%，销售费用率为 1.82%，同比上升 0.53 个百分点，主要原因是本报告期新项目及市场拓展，销售人员增加，薪酬费用增加以及计提股票期权费用所致；②管理费用为 1.60 亿元，同比上升 3.5%，管理费用率为 3.62%，同比上升 0.09 个百分点；③研发费用为 2.06 亿元，同比上升 11.8%，研发费用率为 4.65%，同比上升 0.45 个百分点；④财务费用为-0.07 亿元，同比转负，财务费用率为-0.15%，同比下降 0.38 个百分点，主要原因是本报告期美元升值，产生汇兑收益增加所致。

### 5、IoT 需求旺盛基本盘稳固，汽车电子开启公司第二增长曲线

IoT 需求兴起，智能控制器作为核心零部件需求保持高景气，各场景智能化渗透率的提升打开市场空间。和而泰是国内智能控制器龙头企业，在家电、电动工具等领域已实现良好卡位，市场份额迅速提升。未来，和而泰将进一步扩大智能控制器市场，持续深耕家电智能控制器业务，通过现有客户纵向做深做透，推进横向扩宽产品品类的策略，提升市场占有率。和而泰汽车电子业务与客户合作进展顺利，部分项目已经开始小批量产：①公司与全球知名汽车电子零部件厂商博格华纳、尼得科等形成了战略合作伙伴关系，获取了多个平台级项目，终端品牌包括宝马、奔驰、奥迪、吉利、大众等整车厂。其中，公司与博格华纳的合作包括加热控制器、厚膜加热板、点火线圈；公司与尼得科的合作包括卡车上的电机控制模块。②公司与海拉、斯坦雷、马瑞利和法雷奥等其他全球 TIER1 建立了项目合作，在车灯

控制器和车身控制器领域进行积极的业务开拓。③公司与国内新势力蔚来、小鹏和理想等整车厂的合作取得了实质性进展，座椅控制、HOD（方向盘离手检测）、前后车灯控制、车灯控制、门锁控制、汽车散热器、冷却液加热器、加热线圈、引擎风扇、门控制马达、汽车逆变器、天窗控制和充电桩等部分项目已进入试产或量产阶段。其中，公司与小鹏汽车合作的充电桩的控制器已经交付，比亚迪、蔚来的部分产品在试产中。④公司获得国内整车厂多个自主研发项目的订单，是研发模式上的突破，是公司从 OEM 到 ODM 的重要转折，为公司汽车电子业务后续获取更多优质自主研发项目订单奠定了坚实基础，并具有持续推动作用。

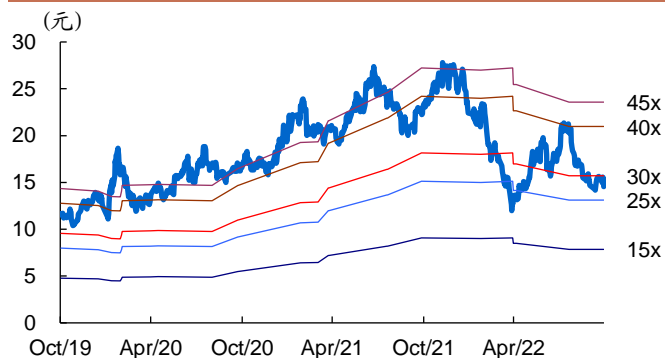
## 6、子公司铖昌科技资产稀缺，直接受益于军工、卫星互联网与 5G 发展

铖昌科技主营微波毫米波模拟相控阵 T/R 芯片的研发、生产、销售和技术服务，目前已拥有可覆盖 L 波段至 W 波段的各类相控阵 T/R 芯片产品，是国内少数能够提供相控阵 T/R 芯片完整解决方案的企业之一。T/R 芯片面向国防工业，进入门槛高，而公司产品先进、受认可度高、毛利率高企，资产稀缺属性重。预计铖昌科技 2022 年上市后盈利能力和综合竞争力将快速提升，并将受益于军工信息化、卫星互联网及 5G 发展实现快速扩张。

## 7、投资建议

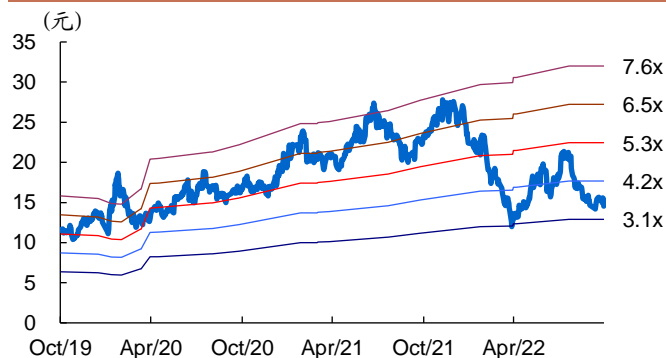
和而泰是国内智能控制器龙头企业，在家电、电动工具领域已实现良好卡位，市场份额持续提升。公司汽车电子领域在手订单储备丰富，即将迎来放量期，勾画出公司第二增长曲线。公司积极布局大型储能设备的控制业务，深入挖掘储能智能控制器产业，打造储能成为公司第三增长曲线。在毫米波射频芯片领域，子公司铖昌科技毫米波 T/R 芯片广泛应用于军用市场，目前已逐步开拓至卫星互联网、5G 网络等民用领域，业绩有望保持快速增长。预计 2022-2024 年公司归母净利润分别为 5.54 亿元、7.03 亿元和 8.99 亿元，对应 PE 分别为 24.0 倍、18.9 倍和 14.8 倍，维持“强烈推荐”投资评级。

图 5：和而泰历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 6：和而泰历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	3943	4393	4456	5533	6949
现金	1237	905	1071	1491	2008
交易性投资	185	223	223	223	223
应收票据	76	100	104	128	159
应收款项	1013	1313	1315	1619	2006
其它应收款	56	13	13	16	20
存货	1045	1537	1416	1671	2057
其他	330	301	313	385	476
<b>非流动资产</b>	2252	2749	2863	2971	3072
长期股权投资	7	2	2	2	2
固定资产	889	1197	1406	1599	1776
无形资产商誉	768	868	781	703	633
其他	589	682	673	666	661
<b>资产总计</b>	<b>6195</b>	<b>7143</b>	<b>7319</b>	<b>8504</b>	<b>10021</b>
<b>流动负债</b>	2743	3066	2712	3201	3825
短期借款	496	655	300	300	300
应付账款	1887	2103	2184	2666	3282
预收账款	23	28	29	35	43
其他	338	280	199	200	200
<b>长期负债</b>	150	130	130	130	130
长期借款	0	0	0	0	0
其他	150	130	130	130	130
<b>负债合计</b>	<b>2892</b>	<b>3196</b>	<b>2842</b>	<b>3330</b>	<b>3955</b>
股本	914	914	914	914	914
资本公积金	862	882	882	882	882
留存收益	1257	1813	2276	2887	3669
少数股东权益	270	338	405	491	601
归属于母公司所有者权益	3033	3609	4072	4683	5465
<b>负债及权益合计</b>	<b>6195</b>	<b>7143</b>	<b>7319</b>	<b>8504</b>	<b>10021</b>

现金流量表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	565	166	935	764	886
净利润	421	621	622	788	1008
折旧摊销	81	124	190	197	203
财务费用	9	27	23	8	4
投资收益	(34)	(34)	(86)	(59)	(55)
营运资金变动	45	(600)	191	(191)	(304)
其它	44	29	(5)	21	30
<b>投资活动现金流</b>	(383)	(581)	(218)	(245)	(249)
资本支出	(289)	(393)	(304)	(304)	(304)
其他投资	(94)	(188)	86	59	55
<b>筹资活动现金流</b>	388	88	(551)	(99)	(120)
借款变动	540	209	(436)	0	0
普通股增加	42	0	0	0	0
资本公积增加	515	20	0	0	0
股利分配	(52)	(73)	(91)	(92)	(116)
其他	(655)	(68)	(23)	(8)	(4)
<b>现金净增加额</b>	<b>570</b>	<b>(327)</b>	<b>167</b>	<b>419</b>	<b>517</b>

利润表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业总收入</b>	4666	5986	6212	7650	9475
营业成本	3596	4731	4913	5997	7383
营业税金及附加	19	21	22	27	33
营业费用	77	97	112	138	171
管理费用	215	227	236	291	360
研发费用	237	286	297	366	453
财务费用	66	22	23	8	4
资产减值损失	(51)	(40)	(30)	(30)	(20)
公允价值变动收益	8	(4)	6	7	7
其他收益	37	70	70	42	38
投资收益	34	34	10	10	10
<b>营业利润</b>	484	662	664	853	1106
营业外收入	1	7	7	7	7
营业外支出	4	2	2	4	6
<b>利润总额</b>	481	666	669	856	1107
所得税	61	45	47	68	99
少数股东损益	25	68	68	86	110
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>396</b>	<b>553</b>	<b>554</b>	<b>703</b>	<b>899</b>

主要财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>年成长率</b>					
营业总收入	28%	28%	4%	23%	24%
营业利润	38%	37%	0%	28%	30%
归母净利润	31%	40%	0%	27%	28%
<b>获利能力</b>					
毛利率	22.9%	21.0%	20.9%	21.6%	22.1%
净利率	8.5%	9.2%	8.9%	9.2%	9.5%
ROE	15.4%	16.7%	14.4%	16.0%	17.7%
ROIC	14.7%	14.8%	13.5%	15.5%	17.1%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	46.7%	44.7%	38.8%	39.2%	39.5%
净负债比率	10.0%	10.3%	4.1%	3.5%	3.0%
流动比率	1.4	1.4	1.6	1.7	1.8
速动比率	1.1	0.9	1.1	1.2	1.3
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.9	0.9	0.9	1.0	1.0
存货周转率	4.2	3.7	3.3	3.9	4.0
应收账款周转率	4.6	4.8	4.4	4.8	4.8
应付账款周转率	2.3	2.4	2.3	2.5	2.5
<b>每股资料(元)</b>					
EPS	0.43	0.61	0.61	0.77	0.98
每股经营净现金	0.62	0.18	1.02	0.84	0.97
每股净资产	3.32	3.95	4.45	5.12	5.98
每股股利	0.08	0.10	0.10	0.13	0.16
<b>估值比率</b>					
PE	33.6	24.0	24.0	18.9	14.8
PB	4.4	3.7	3.3	2.8	2.4
EV/EBITDA	25.6	20.2	17.6	14.6	11.8

资料来源：公司数据、招商证券

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

**余俊 招商证券通信行业首席分析师** 东南大学微电子学硕士，7年民航空管通信导航方向技术及管理经验，民航局通信导航专家库成员。曾分别获得2020及2019年wind“金牌分析师”第一和第三名，2020年21世纪“金牌分析师”第三名，2020及2019年新浪金麒麟“新锐分析师”第一名和“最佳分析师”第五名；2017年金牛奖第一名，新财富第四名，保险资管最佳分析师第二重要团队成员；2016年新财富第三，水晶球第二重要团队成员。

**梁程加 招商证券通信行业联席首席分析师** 北京邮电大学电路与系统硕士，曾就职于中国移动、长江证券、中信证券、红杉资本，2022年加入招商证券。

**李哲瀚 招商证券通信行业分析师** 中国科学技术大学理学学士，香港大学金融硕士，2022年初加入招商证券通信团队，专注于泛物联网板块等相关领域研究；曾任职于中国银河国际，3.5年港股TMT行业研究经历。

## 评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后6-12个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A股市场以沪深300指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。具体标准如下：

### 股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数5%以上

### 行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。