

和而泰 (002402)

传统业务焕新机，新业务打开成长天花板 买入（维持）

2023 年 05 月 30 日

证券分析师
陈睿彬

(852) 3982 3212

chenrobin@dwzq.com.hk

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入（百万元）	5,965	7,622	9,687	12,511
同比	-0.34%	28%	27%	29%
归属母公司净利润（百万元）	438	713	953	1,290
同比	-21%	63%	34%	35%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	0.47	0.77	1.02	1.38
P/E（现价&最新股本摊薄）	32.74	20.08	15.03	11.11

关键词：#第二曲线 #困境反转 #新产品、新技术、新客户

投资要点

- **“3+3”产业布局，盈利拐点初显：**公司为国内智控器龙头之一，以家电与工具智控器为基本盘，逐步拓展至汽车电子、智能家居、射频芯片与储能等领域形成“3+3”产业布局。公司 18-21 年业绩保持高增速，营收/归母净利润 CAGR 达 22.4%/25.7%，22 年受到上游原材料及下游需求疲软等影响，公司业绩承压，随着原材料压力缓解、产品结构变化与产能利用率提升，22Q4 毛利率达近十季度最高 24.1%，拐点已现，有望进一步修复改善。
- **智能家居打开增量空间，电动工具客户持续拓展：**家电领域，由于传统家庭用品智能化升级加速，22 年公司智能家居营收为 7.3 亿元，同比+27.4%，占比增至 12.3%，有望带动公司营收规模与毛利水平向上；电动工具领域，伴随“锂电化、无绳化、无刷化”持续渗透与主要客户去库存进入尾声，叠加公司进入 TTI、博世、HILTI、泉峰与大叶等多个头部客户供应体系，公司基本盘业务有望持续稳步增长。
- **汽车电子进展顺利，储能赛道前瞻布局：**汽车电子已成为公司第二曲线，公司与海外著名 Tier1 厂商博格华纳与尼得科等深度合作，国内与比亚迪、蔚来、小鹏、理想等多个整车厂建立项目合作关系以切入车身域等增量市场。22 年实现营收 3 亿元，yoy+84.2%；储能方面，公司 22Q3 开拓 5-6 家新客户后获取 10+新项目，23 年公告 50 万套以上新订单。22 年储能业务收入为 0.6 亿元，实现从零到一的突破，伴随公司研发力度持续加大、客户与产品不断丰富，叠加储能赛道高速增长，该业务近三年有望保持翻倍增速。
- **卫星互联网未来可期，子公司 T/R 芯片领域独树一帜：**预计国内民用相控阵 T/R 芯片市场规模 2029 年达 486 亿元，21-29 CAGR 高达 78%。其中 29 年低轨卫星用相控阵 T/R 芯片占比升至 87%，5G 通信用相控阵 T/R 芯片占比为 13%。控股子公司铖昌科技是国内少数提供相控阵 T/R 芯片完整解决方案的企业之一，营收从 19 年 1.3 亿元增至 22 年 2.8 亿元，CAGR 为 27.9%，有望凭借技术积累与质量优势实现业务高增长。
- **盈利预测与投资评级：**我们看好公司汽车电子与储能业务保持快速增长与子公司铖昌科技在 T/R 芯片自主可控业务能力，维持此前预测，预计 23-25 年归母净利润分别为 7.1/9.5/12.9 亿元，公司当前市值对应 PE 分别为 20/15/11 倍，低于行业平均估值，我们给予公司 23 年 30 倍 PE，对应目标市值约 213 元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**国际局势动荡；智控器业务竞争加剧毛利率超预期降低；汽车电子及储能业务发展不及预期

股价走势



市场数据

收盘价(元)	15.37
一年最低/最高价	12.90/22.49
市净率(倍)	3.25
流通 A 股市值(百万元)	12,327.83

基础数据

每股净资产(元,LF)	4.72
资产负债率(%LF)	39.80
总股本(百万股)	931.94
流通 A 股(百万股)	802.07

相关研究

《和而泰(002402): 2023 年一季度报点评: 营收略超预期, 毛利率持续修复向好》

2023-04-27

《和而泰(002402): 2022 年年报点评: 业绩符合预期, 汽车电子&储能业务高速增长》

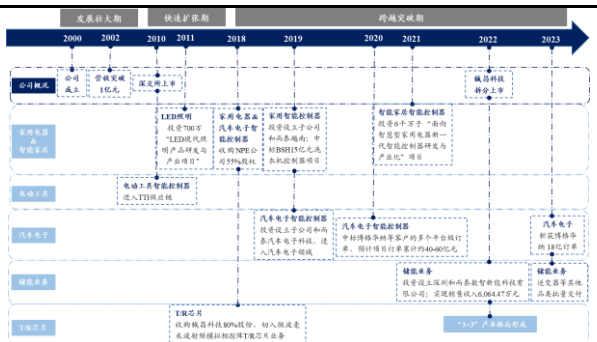
2023-03-29

特此致谢东吴证券研究所对本报告专业研究和分析的支持, 尤其感谢马天翼、唐权喜和金晶的指导。

1. 智控器龙头多元发展，跃进第三个十年

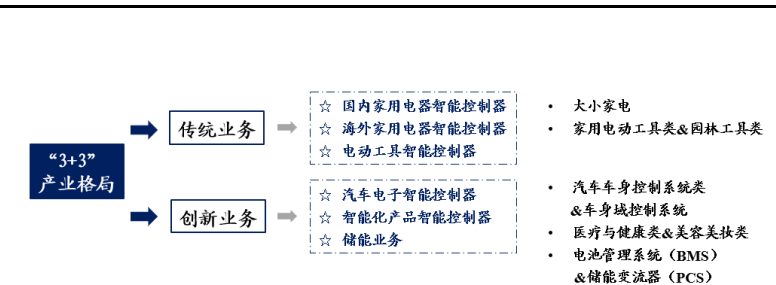
控制器龙头企业，深耕行业二十载，当前处于跨越突破期。多领域拓展，“3+3”产业格局焕新机。

图1：和而泰历史沿革



数据来源：公司公告，东吴证券（香港）

图2：和而泰“3+3”产业格局



数据来源：公司公告，东吴证券（香港）

图3：和而泰增长逻辑



数据来源：公司官网，东吴证券（香港）

2. 智控器龙头引领同业，智能家居点燃新增量

智能控制器空间广阔，公司处于行业领先地位，17-21 年国内智控器市场规模由 16251 亿元增长到 31813 亿元，CAGR 达到 18.3%，远高于同期全球 6.6% 的增速水平。

智能家居应用领域日趋广泛，公司依托先发优势深度布局。1）家电智能化浪潮打开新空间：据 Omdia 预测，预计到 2026 年全球智能家居设备市场规模将增长至超 2790 亿美元，2022E-2026E 年 CAGR 高达 21.7%，呈快速发展态势。2）智能化需求景气度回归，家电市场将迎来消费修复。

电动工具智能控制器：下游集中度高，出口增长龙头受益。电动工具无绳化、锂电化、无刷化势头强劲。电动园林工具需求增长，OPE 打开电动工具新空间。全球电动工具智控器市场 2026 年预计可达 280 亿元，前景广阔。

3. 汽车电子：聚焦增量市场强势增长，将开启公司第二增长曲线

把握汽车电子电气架构转型机遇，域控制器成为新增长点。

表1：和而泰汽车电子领域业务布局

产品领域	业务布局
车身域控制	在车身域控制方面，公司进行统一的配置管理和综合功能域架构及区域架构的研发，采用平台化的设计理念以适应产品升级和快速迭代，在灯光系统、智能进入系统、空调控制系统、雨刮洗涤控制系统、记忆系统、车窗/天窗、背门控制系统/脚踢、门锁/儿童锁系统、无线充电和隐藏式把手等不同区域实现功能的任意组合和可选；公司主要聚焦增量市场，比如运用在自动驾驶方面的离手检测（HOD）、座椅的舒适系统，提高消费者驾驶体验的新产品以及无钥匙进入系统（UWB）等产品。
热管理控制	在热管理控制方面，公司从集成式热管理控制技术、热泵技术和厚膜加热技术三个方向进行研究，既能提供集成控制方案及其控制器生产，又能提供部件的设计及其组装，为新能源车的热管理控制提供全套解决方案。

数据来源：公司公告，东吴证券（香港）

4. 前瞻式布局储能赛道，第三增长线趋势明晰

公司聚焦大储中温控系统和 PCS 细分领域。其中电池占比最高达 67%，主要企业有宁德时代、比亚迪、派能科技等；其次 PCS 占比为 10%，主要企业有阳光电源、古瑞瓦特、固德威等；温控部分占比为 3%，主要企业有英维克、申凌环境、高澜股份等。公司拓展布局户外大型储能设备的控制系统以及户储 BMS（成本占比 5%）和 PCS（成本占比 20%）业务，重点关注大储中 PCS 和温控系统细分领域。

5. 卫星互联网未来可期，T/R 芯片领域独树一帜

铖昌科技成立于 2010 年 11 月，于 2018 年 5 月被和而泰收购股权成为其控股子公司，再于 2022 年 6 月 6 日独立拆分上市。主营业务为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，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。有源相控阵雷达渗透率尚低，T/R 芯片前景广阔；卫星互联网市场未来可期，5G 通信领域空间广阔；子公司业绩稳步增长，民营企业市场份额较低。

6. 盈利预测及投资建议

我们看好公司汽车电子与储能业务保持快速增长与子公司铖昌科技在 T/R 芯片自主可控业务能力，预计 23-25 年归母净利润分别为 7.1/9.5/12.9 亿元，公司当前市值对应 PE 分别为 20/15/11 倍，维持“买入”评级。

7. 风险提示

国际局势动荡；智控器业务竞争加剧毛利率超预期降低；汽车电子及储能业务发展不及预期。

和而泰三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	5,364	6,034	7,928	10,118	营业总收入	5,965	7,622	9,687	12,511
货币资金及交易性金融资产	1,299	1,589	2,858	3,906	营业成本(含金融类)	4,763	5,960	7,542	9,713
经营性应收款项	1,881	2,148	2,590	3,112	税金及附加	21	27	34	44
存货	2,089	2,195	2,374	2,983	销售费用	115	145	184	238
合同资产	0	0	0	0	管理费用	227	290	363	463
其他流动资产	95	102	107	117	研发费用	322	381	484	626
非流动资产	3,127	3,340	3,527	3,687	财务费用	0	15	8	-18
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	40	38	48	63
固定资产及使用权资产	1,335	1,536	1,719	1,884	投资净收益	12	38	48	63
在建工程	85	92	89	79	公允价值变动	33	0	0	0
无形资产	273	279	285	290	减值损失	-57	-30	-30	-30
商誉	545	545	545	545	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	47	47	47	47	营业利润	545	852	1,138	1,541
其他非流动资产	842	842	842	842	营业外净收支	0	0	0	0
资产总计	8,491	9,373	11,455	13,805	利润总额	545	852	1,138	1,541
流动负债	3,250	3,438	4,466	5,383	减:所得税	38	60	80	108
短期借款及一年内到期的非流动负债	531	531	531	531	净利润	507	792	1,059	1,433
经营性应付款项	2,402	2,564	3,511	4,314	减:少数股东损益	69	79	106	143
合同负债	28	30	38	49	归属母公司净利润	438	713	953	1,290
其他流动负债	288	313	386	489	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.47	0.77	1.02	1.38
非流动负债	324	319	314	314	EBIT	510	868	1,138	1,500
长期借款	200	200	200	200	EBITDA	696	1,005	1,291	1,669
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	20.15	21.81	22.14	22.36
租赁负债	15	10	5	5	归母净利率(%)	7.33	9.36	9.84	10.31
其他非流动负债	110	110	110	110	收入增长率(%)	-0.34	27.77	27.08	29.16
负债合计	3,574	3,757	4,780	5,697	归母净利润增长率(%)	-20.93	62.99	33.61	35.37
归属母公司股东权益	4,176	4,796	5,749	7,038					
少数股东权益	741	820	926	1,070					
所有者权益合计	4,917	5,616	6,675	8,108					
负债和股东权益	8,491	9,373	11,455	13,805					

现金流量表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	重要财务与估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	-9	737	1,602	1,352	每股净资产(元)	4.57	5.15	6.17	7.55
投资活动现金流	-445	-312	-292	-267	最新发行在外股份(百万股)	932	932	932	932
筹资活动现金流	605	-135	-41	-36	ROIC(%)	9.15	13.44	15.37	17.17
现金净增加额	183	290	1,269	1,048	ROE-摊薄(%)	10.48	14.87	16.58	18.33
折旧和摊销	186	137	153	169	资产负债率(%)	42.09	40.09	41.73	41.27
资本开支	-375	-350	-340	-330	P/E(现价&最新股本摊薄)	32.74	20.08	15.03	11.11
营运资本变动	-730	-221	372	-254	P/B(现价)	3.37	2.99	2.49	2.04

数据来源:Wind,东吴证券(香港),全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券(香港)预测。

分析师声明:

本人以勤勉、独立客观之态度出具本报告，报告所载所有观点均准确反映本人对于所述证券或发行人之个人观点；本人于本报告所载之具体建议或观点于过去、现在或将来，不论直接或间接概与本人薪酬无关。过往表现并不可视作未来表现之指标或保证，亦概不会对未来表现作出任何明示或暗示之声明或保证。

利益披露事项:

刊发投资研究之研究分析员并不直接受投资银行或销售及交易人员监督，并不直接向其报告。

研究分析员之薪酬或酬金并不与特定之投资银行工作或研究建议挂钩。

研究分析员或其联系人并未从事其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之证券或衍生产品的买卖活动。

研究分析员或其联系人并未担任其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之董事职务或其他职务。

东吴证券国际经纪有限公司（下称「东吴证券国际」或「本公司」）或其集团公司并未持有本报告所评论的发行人的市场资本值的 1% 或以上的财务权益。

东吴证券国际或其集团公司并非本报告所分析之公司证券之市场庄家。

东吴证券国际或其集团公司与报告中提到的公司在最近的 12 个月内没有任何投资银行业务关系。

东吴证券国际或其集团公司或编制该报告之分析师与上述公司没有任何利益关系。

免责声明

本报告由东吴证券国际编写，仅供东吴证券国际的客户使用，本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。如任何司法管辖区的法例或条例禁止或限制东吴证券国际向收件人提供本报告，收件人并非本报告的目标发送对象。本研究报告的编制仅供一般刊发，并不考虑接收本报告之任何特定人士之特定投资对象、财政状况、投资目标及特别需求，亦非拟向有意投资者作出特定证券、投资产品、交易策略或其他金融工具的建议。阁下须就个别投资作出独立评估，于作出任何投资或订立任何交易前，阁下应征求独立法律、财务、会计、商业、投资和/或税务意见并在做出投资决定前使其信纳有关投资符合自己的投资目标和投资界限。本报告应受香港法律管辖并据其解释。

本报告所载资料及意见均获自或源于东吴证券国际可信之数据源，但东吴证券国际并不就其准确性或完整性作出任何形式的声明、陈述、担保及保证（不论明示或默示），于法律及 / 或法规准许情况下，东吴证券国际概不会就本报告所载之资料引致之损失承担任何责任。本报告不应倚赖以取代独立判断。

本报告所发表之意见及预测为于本报告日的判断，并可予更改而毋须事前通知。除另有说明外，本报告所引用的任何业绩数据均代表过往表现，过往表现亦不应作为日后表现的可靠预示。在不同时期，东吴证券国际可能基于不同假设、观点及分析方法发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。分析中所做的预测收益可能基于相应的假设，任何假设的改变可能会对本报告预测收益产生重大影响，东吴证券国际并不承诺或保证任何预测收益一定会实现。

东吴证券国际的销售人员、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表达与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观

点，本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。东吴证券国际及其集团公司的各业务部门，如有投资于本报告内所涉及的任何公司之证券或衍生产品时，其所作出的投资决策可能与本报告所述观点并不一致。

本报告及其所载内容均属机密，仅限指定收件人阅览。本报告版权归东吴证券国际所有，未经本公司同意，不得以任何方式复制、分发或使用本报告中的任何资料。本报告仅作参考用途，任何部分不得在任何司法管辖权下的地方解释为提呈或招揽购买或出售任何于报告或其他刊物内提述的任何证券、投资产品、交易策略或其他金融工具。东吴证券国际毋须承担因使用本报告所载数据而可能直接或间接引致之任何责任，损害或损失。

特别声明

东吴证券国际可能在法律准许的情况下参与及投资本报告所述证券发行人之融资交易，也可能为有关发行人提供投资银行业务服务或招揽业务，及/或于有关发行人之证券或期权或其他有关投资中持仓或持有权益或其他重大权益或进行交易。阁下应考虑到东吴证券国际及/或其相关人员可能存在影响本报告及所载观点客观性的潜在利益冲突，请勿将本报告视为投资或其他决策的唯一信赖依据。

本报告及其所载信息并非针对或意图发送给任何就分派、刊发、可得到或使用此报告而导致东吴证券国际违反当地法律或规例或可致使东吴证券国际受制于相关法律或规例的任何地区、国家或其他司法管辖区域的公民或居民。接收者须自行确保使用本报告符合当地的法律及规例。

评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券国际经纪有限公司

Level 17, Three Pacific Place, 1 Queen's Road East, Hong Kong

香港皇后大道东 1 号太古广场 3 座 17 楼

Tel 电话：(852) 3983 0888(公司) (852) 3983 0808(客户服务)

公司网址：<http://www.dwzq.com.hk/>

