

家用电器

2025 年 07 月 28 日

和而泰 (002402)

——车载加持，控制器领军轻装再出发

报告原因：首次覆盖

买入 (首次评级)

投资要点：

- 控制器赛道长坡厚雪，我们认为和而泰作为头部控制器公司，其增长逻辑不是存量市场博弈逻辑，中长期仍旧是增量市场增量客户的拓展逻辑：(1) 在较为传统的家用电器和电动工具领域，公司主要客户增长趋于平稳。(2) 公司在传统家电和工具领域的客户实际上也有分化。传统家电和工具大客户往往增速较缓，但其规模可以支撑公司份额持续提升；近年来新兴的以 Arcelik 为代表的小家电企业迎来高速发展机会，公司获得与客户共同成长机会。(3) 智能化和汽车电子领域客户增长较快，该细分赛道成长性较强。
- 全球化运营，海外收入占比超六成。2024 年公司海外客户收入占比达 68%，近五年海外营收占比均在 65%以上。公司以“贴近客户服务、开发高端客户、应对复杂国际形势”为核心推进全球化布局，目前已在海外四个国家部署 5 大生产基地。越南基地、意大利基地已实现规模化量产与独立运营，罗马尼亚基地逐步实现量产，墨西哥基地加速建设。从产能结构看，公司当前海外产能占全球总产能的 30%-40%，我们认为海外工厂的设立能够实现本土市场需求的快速响应，加速产品开发与迭代周期。如公司主要客户伊莱克斯和惠而浦在意大利设有工厂，惠而浦和 Arcelik 在罗马尼亚设有工厂。
- 公司汽车控制器业务技术储备久，并有较多长周期大单，积累至今汽车控制器业务板块已趋于成熟稳定，有望厚积薄发进入订单交付高峰期。公司通过与博格华纳、尼得科等国际 Tier1 供应商合作，逐步拓展至比亚迪、蔚来等国内新能源整车厂，订单规模从早期的 40-60 亿元增长至 2024 年的 90 多亿元。
- 当前我们重点关注公司已经有所突破并取得一定先发优势的两个细分品类：HOD (Hands Off Detection, 离手检测) 和天幕变色玻璃控制。(一) HOD 产品。2024 年全球 HOD 系统市场销售额达到了 4.51 亿美元，预计 2031 年将达到 7.02 亿美元。根据公司 2024 年年报，和而泰 HOD 产品上量迅猛，单品销售收入突破亿元大关，已覆盖蔚来，红旗，长安，赛力斯，奇瑞，广汽等多家车型，未来增速可期。(二) 天幕控制。公司研发的变色天幕控制器可根据当前阳光强度自动调节车内光温，公司目前也正在使用类似融合感知手势控制，和而泰变色天幕控制器已经向比亚迪、沃尔沃、蔚来等供货。
- 首次覆盖，给予“买入”评级。预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 6.9/9.3/11.8 亿元，同比增速为 89.8%/34.2%/27.1%。我们给予和而泰 2026 年可比公司平均 PE 估值 29.2 倍，对应公司当前市值有 24.3%的上涨空间，首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：上游原材料价格波动风险；全球贸易政策和汇兑风险；市场竞争加剧风险；大客户需求不及预期的风险；子公司被实施退市风险警示的风险。

市场数据： 2025 年 07 月 25 日

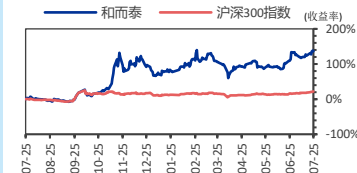
收盘价 (元)	23.56
一年内最高/最低 (元)	25.13/8.66
市净率	4.5
股息率% (分红/股价)	0.42
流通 A 股市值 (百万元)	18,996
上证指数/深证成指	3,593.66/11,168.14

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2025 年 03 月 31 日

每股净资产 (元)	5.25
资产负债率%	53.67
总股本/流通 A 股 (百万)	925/806
流通 B 股/H 股 (百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

证券分析师

刘菁菁 A0230522080003

liujj@swsresearch.com

李国盛 A0230521080003

ligs@swsresearch.com

联系人

刘菁菁

(8621)23297818x

liujj@swsresearch.com

财务数据及盈利预测

	2024	2025Q1	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	9,659	2,585	12,397	15,443	18,966
同比增长率 (%)	28.7	30.4	28.3	24.6	22.8
归母净利润 (百万元)	364	169	691	927	1,179
同比增长率 (%)	9.9	75.4	89.8	34.2	27.1
每股收益 (元/股)	0.40	0.18	0.75	1.00	1.27
毛利率 (%)	18.3	19.5	19.7	20.0	20.1
ROE (%)					
市盈率					

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE



申万宏源研究微信服务号

投资案件

投资评级与估值

预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 6.9/9.3/11.8 亿元，同比增速为 89.8%/34.2%/27.1%。首次覆盖，给予“买入”评级。可比公司 2026 年 PE 平均估值为 29.2 倍，我们给予公司 2026 年行业平均 PE，对应公司当前市值有 24.3% 的上涨空间，首次覆盖，给予“买入”评级。

关键假设点

预计公司 2025-2027 年家用电器智能控制器业务将会稳步增长，对应的业绩增速为 21%、20%、19%，预计 2025-2027 年该项业务毛利率略有提升（摆脱前几年原材料涨价影响等因素），为 17%、17%、17%。

预计公司 2025-2027 年汽车电子智能控制器业务将会高速增长，对应的业绩增速为 80%、50%、40%，基于公司大量在手订单经过储备期，已经到了批量交付的时间窗口，以及 HOD 及天幕控制等细分场景的高速增长机会，我们预计该业务营收占比逐步提升。同时受益于汽车电子板块业务产品型号丰富且进入更多汽车核心零部件，产生规模效应，预计毛利率持续抬升，预计 2025-2027 年该项业务的毛利率为 15%、18%、18%。

有别于大众的认识

市场普遍认为控制器主要下游如家电和工具领域为传统存量市场，和而泰作为上游供应商后续增长可能受限。我们认为其增长逻辑不是存量市场博弈逻辑，中长期仍旧是增量市场增量客户的拓展逻辑，包括近年来新兴的以 Arcelik 为代表的小家电企业迎来高速发展机会，智能化和汽车电子领域客户增长同样较快，公司获得与客户共同成长机会。

市场对和而泰在汽车电子智能控制器行业的储备认知不够充分，对持续性和长期规模存疑。我们认为，和而泰获得汽车电子控制器平台级大单并与博格华纳、尼得科建立合作关系并非一蹴而就，公司在汽车智能控制器领域布局已久，且细分产品 HOD 和天幕控制值得重点关注，有望取得细分赛道市场领先地位。

股价表现的催化剂

汽车电子业务取得新订单和新客户；国际贸易形势变动利好公司成本降低；控费具备显著成效；智能化产品等下游应用领域需求爆发。

核心假设风险

上游原材料价格波动风险；全球贸易政策和汇兑风险；市场竞争加剧风险；大客户需求不及预期的风险。

目录

1. 和而泰：具备长期增长动力的控制器领军	6
1.1 解析增长源：控制器长坡厚雪	6
1.2 下游多元化：业务结构显著优化	10
1.3 面向全球化：海外产能高度匹配需求	13
1.4 板块复盘：关注控制器板块性低位修复机会	15
2. 汽车控制器厚积薄发	17
2.1 潜力品类之一：HOD 产品	19
2.2 潜力品类之二：天幕控制	21
3. 盈利预测和估值	24
4. 风险提示	26

图表目录

图 1：和而泰发展历程	6
图 2：智能控制器行业变迁至今，国内公司长期机会显现	7
图 3：和而泰近年营收情况（单位：亿元）	7
图 4：和而泰近年净利率情况（单位：%）	7
图 5：和而泰主要客户营收和增速一览（单位：亿元人民币，%）	8
图 6：2010 年上市至今，和而泰各业务板块客户拓展复盘	9
图 7：2020-2024 年公司营收结构（单位：亿元）	10
图 8：2022-2024 年和而泰小家电子公司营收增长较快（单位：亿元，%）	11
图 9：2020-2024 年和而泰汽车电子业务高增（单位：亿元，%）	11
图 10：感知计划体感衣	12
图 11：第二代睡眠系统	12
图 12：铖昌科技收入和利润情况（单位：亿元，%）	13
图 13：铖昌科技毛利率高企（单位：%）	13
图 14：2020-2024 年公司海外营收占比维持高位（单位：亿元，%）	14
图 15：海外生产基地布局	14
图 16：公司海外生产基地业务和定位	15
图 17：控制器代表公司和而泰、拓邦股份近十年股价复盘	16
图 18：和而泰近十年单季度营收情况	16
图 19：和而泰近十年单季度归母净利润情况	16
图 20：各“域”相关控制器（DCU+ECU）市场规模（单位：十亿美元）	18
图 21：HOD 电容感应原理	20
图 22：各天窗类型搭载量及渗透率（标配）	21
图 23：全景天窗分类搭载量占比（标配）	21
图 24：2023-2024 年新能源汽车（分价格区间）全景天幕装配率	23
表 1：和而泰汽车电子领域关键进展和获单情况	17
表 2：HOD 各类技术路径优缺点	19
表 3：诸多代表车型配备全景天幕	21
表：全景天幕优缺点一览	

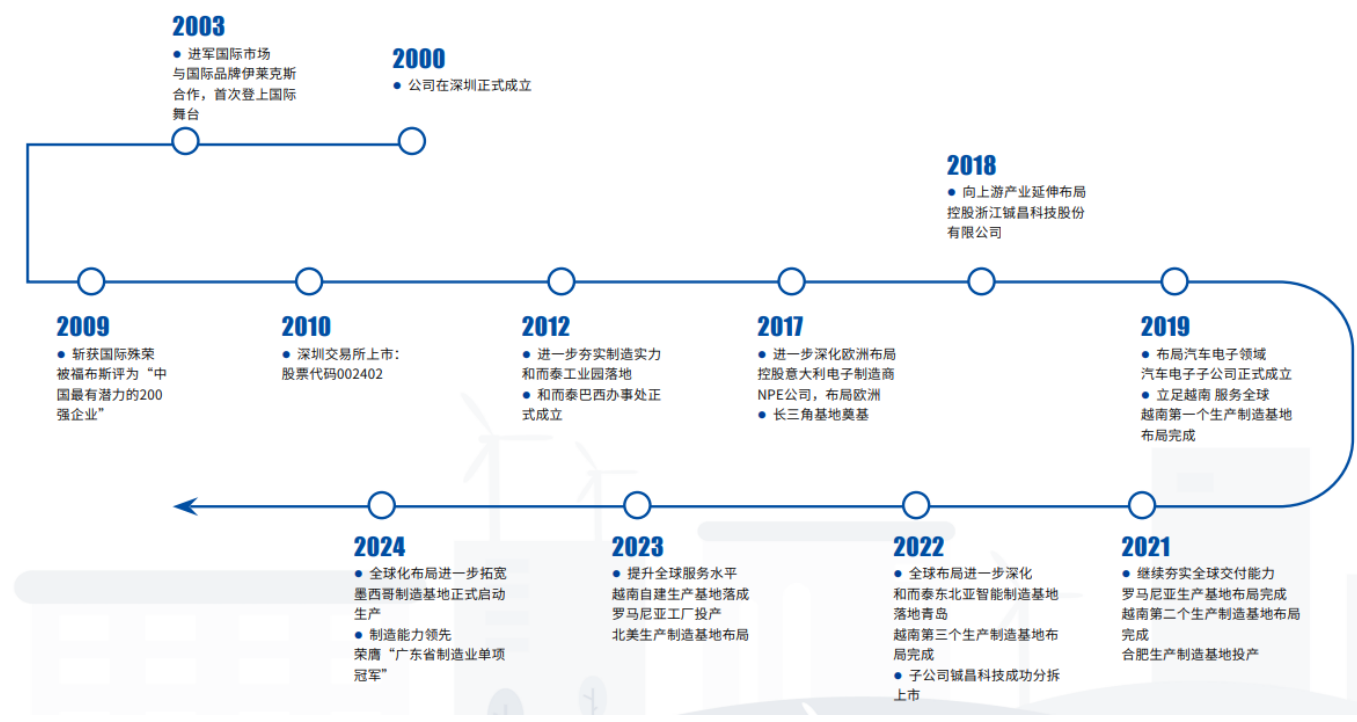
表 5：和而泰收入拆分（单位：百万元）	25
表 6：和而泰盈利预测（单位：百万元）	26
表 7：可比公司估值表	26

1. 和而泰：具备长期增长动力的控制器领军

1.1 解析增长源：控制器长坡厚雪

和而泰是智能控制器解决方案供应商，主营业务涉及家用电器、电动工具及工业自动化、汽车电子、智能化产品等领域智能控制及终端解决方案的研发、生产、销售和智能化产品厂商平台服务；相控阵 T/R 芯片的研发、生产、销售和技术服务。

图 1：和而泰发展历程



资料来源：公司 ESG 报告，申万宏源研究

控制器赛道长坡厚雪，受益于广阔的市场空间/产业链国产转移/专业化分工趋势，国内智能控制器厂商迎来产业机会，同时和而泰实施“三高”经营定位/规模效应/新领域布局领先，实现大客户份额持续提升/新领域开拓。

由于中国本土企业的制造成本优势和管理能力上升等原因，预计以家电智能控制器为代表，中国企业将持续占据更大市场份额，与欧美智能控制器厂商、EMS 企业共同参与控制器行业市场竞争。

图 2：智能控制器行业变迁至今，国内公司长期机会显现

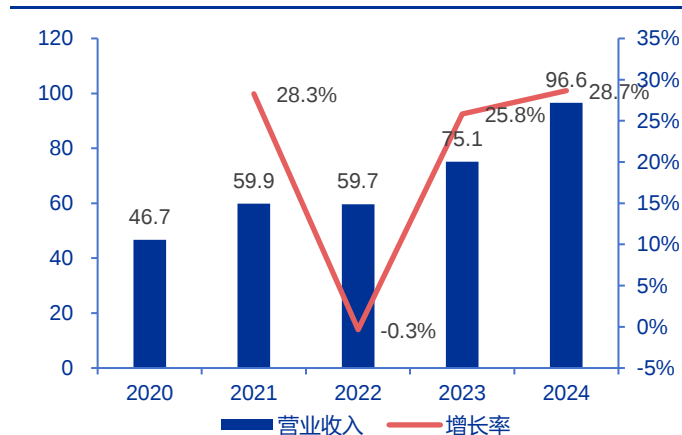


资料来源：公司招股说明书，中投网，申万宏源研究

近年来和而泰整体营收规模处在向上增长的通道中。2024 年公司的营收规模已经达到 96.6 亿元，对应的同比增速为 28.7%，接近百亿收入体量。

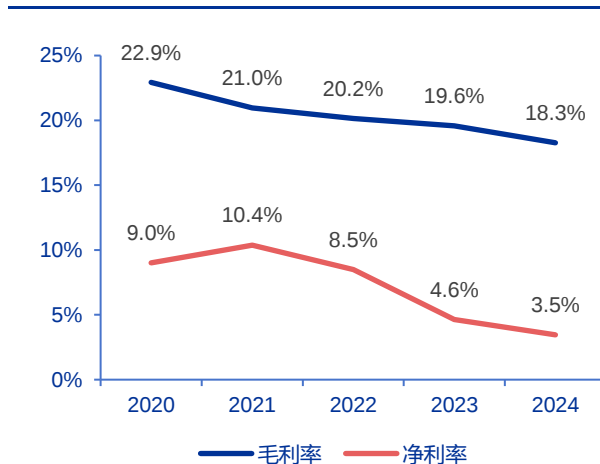
我们认为和而泰作为头部控制器公司，其增长逻辑不是存量市场博弈逻辑，中长期仍旧是增量市场增量客户的拓展逻辑。

图 3：和而泰近年营收情况（单位：亿元）



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 4：和而泰近年净利率情况（单位：%）



资料来源：Wind，申万宏源研究

梳理和而泰各领域客户近十年的业务规模增长情况，我们认为：

(1) 在较为传统的家用电器和电动工具领域，公司主要客户增长趋于平稳，比如家电典型客户过去 3 年、5 年、10 年的平均营收复合增速为 6.3%、7.9%、5.7%。**尤其是规模较大的全球性家电企业（如西门子、伊莱克斯、惠而浦）增速较为平稳，过去 10 年复合增速均不足 10%，**结合全球宏观环境波动，该数据与市场的普遍认知相符，也符合偏存量市场的特征。

(2) **公司在传统家电和工具领域的客户实际上也有分化。**传统家电和工具大客户往往增速较缓，但其规模可以支撑公司份额持续提升；近年来新兴的以 Arcelik 为代表的小家电企业迎来高速发展机会，公司获得与客户共同成长机会。

(3) **智能化和汽车电子领域客户增长较快，该细分赛道成长性较强。**智能化代表客户过去 3 年、5 年、10 年的平均营收复合增速为 12.1%、20.7%、21.0%，汽车电子代表客户过去 3 年、5 年、10 年的平均营收复合增速为 13.8%、13.4%、10.5%。

图 5：和而泰主要客户营收和增速一览（单位：亿元人民币，%）

领域	公司	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	近三年 CAGR	近五年 CAGR	近十年 CAGR
家用电器	惠而浦	1,340	1,419	1,492	1,480	1,518	1,502	1,458	1,389	1,570	1,409	1,389	1,186			
		3.5%	5.9%	5.1%	-0.8%	2.6%	-1.0%	-2.9%	-4.7%	13.0%	-10.3%	-1.4%	-14.6%	-8.9%	-4.0%	-1.8%
	伊莱克斯	810	832	916	898	905	921	883	860	932	1,001	997	1,010			
		-0.8%	2.7%	10.1%	-2.0%	0.8%	1.7%	-4.2%	-2.5%	8.3%	7.4%	-0.3%	1.3%	2.7%	2.7%	2.0%
	西门子	6,316	5,986	6,295	6,629	6,912	6,912	7,228	4,756	5,182	5,991	6,473	6,320			
		-2.0%	-2.1%	6.2%	5.3%	4.3%	0.2%	4.6%	-2.3%	12.7%	15.6%	8.1%	1.4%	8.2%	6.9%	5.5%
	Arcelik	403	404	361	377	412	389	399	407	500	559	1,009	922			
		-	0.4%	-10.8%	4.6%	9.1%	-5.4%	2.6%	1.8%	23.1%	11.7%	80.4%	-8.6%	22.6%	18.2%	8.6%
	海尔	861	884	894	1,184	1,542	1,777	1,981	2,099	2,277	2,436	2,615	2,860			
		-	2.7%	1.1%	32.5%	30.3%	15.2%	11.5%	5.9%	8.5%	7.0%	7.4%	9.4%	7.9%	7.6%	12.5%
电动工具	海信	284	289	301	317	327	349	339	392	466	455	534	583			
		-	1.8%	4.1%	5.2%	3.2%	6.9%	-2.9%	15.6%	19.0%	-2.4%	17.2%	9.3%	7.8%	11.5%	7.3%
	小米	-	-	668	684	1,146	1,750	2,059	2,460	3,286	2,800	2,710	3,659			
		-	-	-	2.4%	67.5%	52.7%	17.7%	19.5%	33.6%	-14.8%	-3.2%	35.0%	3.6%	12.2%	-
	平均增速	0.2%	1.9%	2.6%	6.7%	16.8%	10.0%	3.8%	4.7%	16.9%	2.0%	15.4%	4.7%	6.3%	7.9%	5.7%
	TTI	262	291	327	381	397	482	536	641	843	924	974	1,051			
		-	10.9%	12.5%	16.2%	4.2%	21.6%	11.0%	19.7%	31.5%	9.7%	5.4%	7.9%	7.6%	14.4%	13.7%
	顾家家居	27	32	36	47	66	91	110	126	182	179	191	183			
		-	20.9%	13.6%	30.2%	39.0%	37.8%	21.2%	14.4%	44.8%	-1.8%	6.6%	-3.9%	0.2%	10.7%	19.0%
	恒林家居	11	14	15	17	19	23	29	47	58	65	82	110			
智能化		-	25.4%	9.3%	12.3%	9.8%	22.7%	25.4%	63.7%	21.8%	12.7%	25.8%	34.7%	24.1%	30.6%	22.9%
	平均增速	-	23.1%	11.4%	21.2%	24.4%	30.3%	23.3%	39.0%	33.3%	5.4%	16.2%	15.4%	12.1%	20.7%	21.0%
	博格华纳	531	593	573	648	700	752	727	726	1,060	1,129	1,015	1,007			
		3.5%	11.7%	-3.4%	13.1%	8.0%	7.5%	-3.4%	0.0%	46.0%	33.9%	12.4%	-0.8%	14.3%	16.8%	10.3%
	尼得科	346	426	501	574	584	725	740	748	789	935	1,093	1,144			
		4.0%	23.4%	17.5%	14.6%	1.8%	24.1%	2.0%	4.0%	5.4%	18.6%	16.9%	5.3%	13.4%	9.9%	10.8%
	平均增速	3.7%	17.5%	7.1%	13.8%	4.9%	15.8%	-0.7%	2.0%	25.7%	26.2%	14.7%	2.2%	13.8%	13.4%	10.5%
	汽车电子															

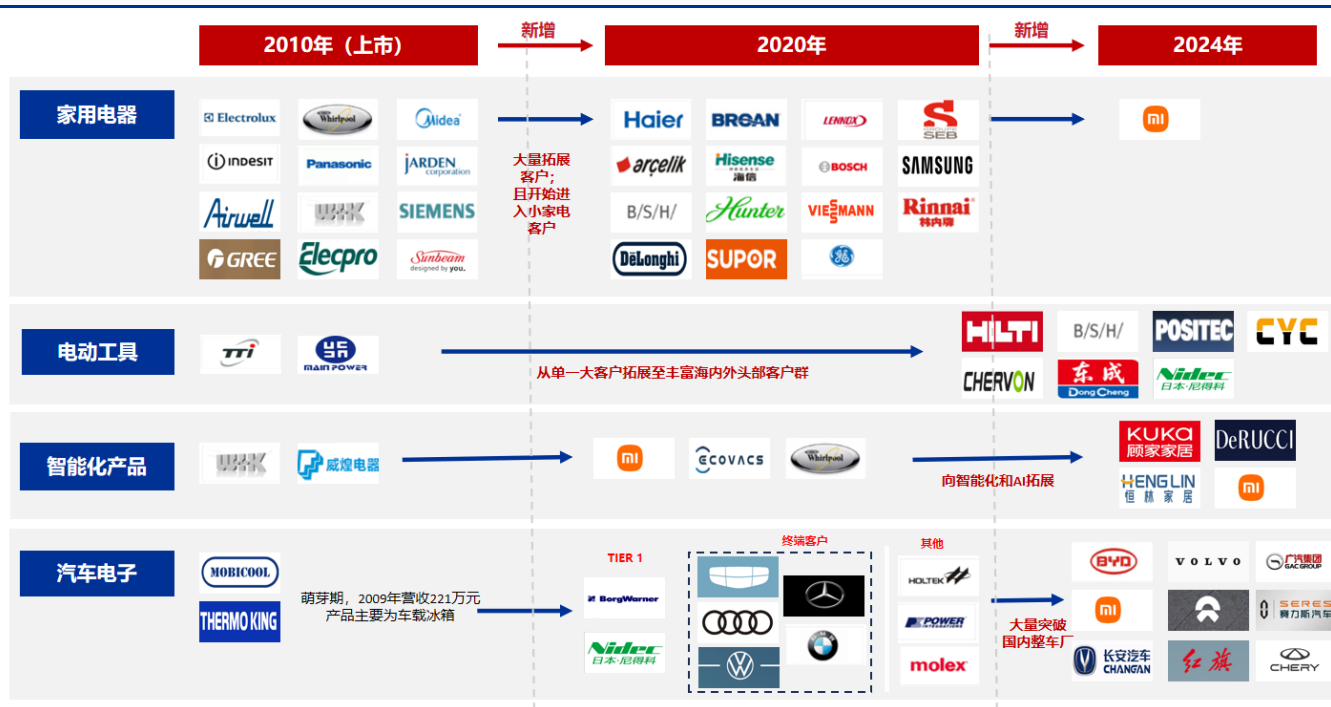
资料来源：Wind，公司官网，申万宏源研究

注：惠而浦、伊莱克斯、西门子、博格华纳、尼得科营收同比增速按照原始值计算，不考虑汇率的影响

除了存量客户的份额提升，公司的新客户拓展近年来成果显著，持续贡献业务增量。公司始终坚持“三高”（高端技术、高端产品、高端市场）经营定位和“以客户为中心”的服务理念，不断开拓新市场、新客户，是伊莱克斯、惠而浦、BSH、ARCELIK、海尔、海信、小米、TTI、HILTI、嗨湃科技、顾家家居、恒林家居、博格华纳、尼得科、沃尔沃、比亚迪、蔚来等全球著名终端品牌厂商在智能控制器领域的全球重要合作伙伴之一。

我们复盘 2010 年公司上市至今，在各个主要业务板块里均能发现不断丰富优质客户的成长逻辑，结合公司年报等公开信息我们看到：（1）**家电领域**：作为公司的基本盘业务，上市以来不断扩展客户群体，目前已覆盖国内外主流家电厂商，包括大小家电等丰富客户群；（2）**电动工具领域**：近年客户拓展显著，已成为 TTI、HILTI、尼得科、宝时得、泉峰、东成、正阳等海内外头部客户的供应商；（3）**智能化产品领域**：结合新技术，高附加值的创新产品和服务市场广阔，公司研发的感知计划体感衣、Wanlrise 智能美妆镜、AI 自适应床垫等产品以及智慧体育平台已实现应用落地与批量交付；（4）**汽车电子领域**：长期储备，早期以国际 Tier1 客户订单为主，当前已广泛拓展比亚迪、吉利、蔚来等国内客户。目前除 Tier1 客户订单交付高速增长，规模持续扩大外，公司自研产品线订单迅速起量，ODM 项目数量过半。

图 6：2010 年上市至今，和而泰各业务板块客户拓展复盘

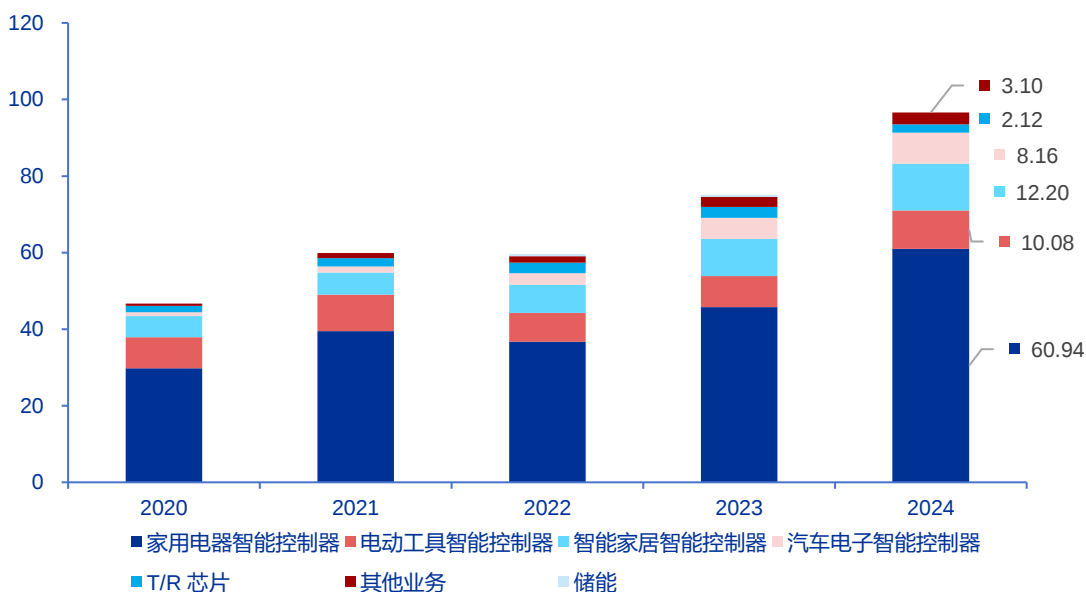


资料来源：公司招股说明书，公司年报，公司投资者关系问答，申万宏源研究

1.2 下游多元化：业务结构显著优化

近年来，深圳和而泰智能控制股份有限公司营收结构稳中有变，往战略重点业务方向逐渐转移。业务涵盖家用电器、电动工具、智能家居（智能化）、汽车电子智能控制器以及 T/R 芯片等多个领域。

图 7：2020-2024 年公司营收结构（单位：亿元）



资料来源：iFind，申万宏源研究

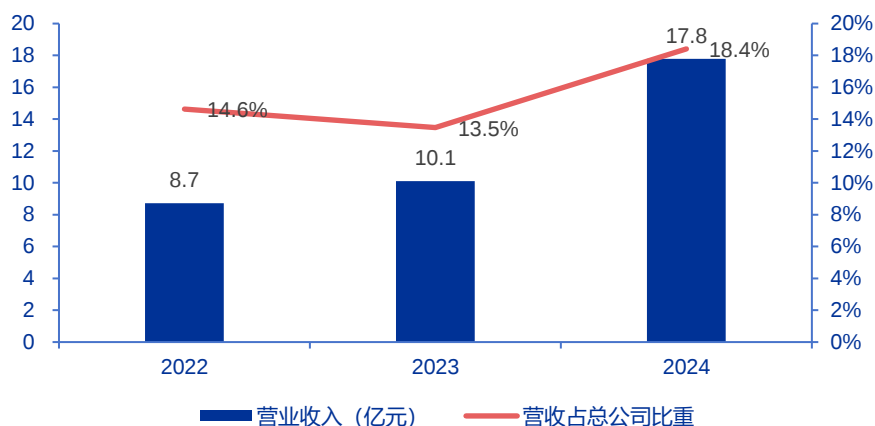
（一）家电控制器：营收基本盘，大小家电齐发力

公司 2020-2024 年家电板块营收增长迅速，2024 年该板块营收已达 60.9 亿元，四年间实现营收翻倍。

当前我国大、小家电市场呈现协同向好发展态势。在消费端对家电高效节能性能诉求持续提升，叠加政策端大力推动节能减排的双重驱动下，国内变频家电市场近年实现快速增长。其中，大家电市场受变频替换需求加速释放的拉动，对智能控制器的需求相应增长；小家电及类家电领域则凭借产品线丰富度高、迭代周期短、智能化渗透率持续提升等特征，推动控制器产品需求快速攀升，且形成“量价齐升”的发展格局。

公司大小家电齐发力，小家电业务增长稳中加速。和而泰于 2016 年设立小家电子公司，专项布局小家电技术研发与市场拓展，实现业绩良好增长。据 2024 年年报显示，小家电子公司营收已达 17.78 亿元，占公司总营收的 18.41%。公司小家电与大家电业务板块协同发展，共同助力公司在家电智能控制器领域的市场竞争力提升。

图 8：2022-2024 年和而泰小家电子公司营收增长较快（单位：亿元，%）



资料来源：iFind，申万宏源研究

（二）汽车电子、智能化产品：构筑新成长曲线

作为重点发展方向之一，汽车电子板块近几年始终保持高速增长。2020-2024 年营收增长率维持在 45%以上。公司通过不断加大汽车电子控制领域核心研发投入占比，持续夯实产品创新及基础技术科研。

公司已构建起覆盖智能座舱及能量管理两大细分领域的产品矩阵。根据公司年报，具体来看，产品线已延伸至触控类、电控类及能量管理类等多维度场景，全面参与汽车核心技术领域的技术孵化与市场竞争。2024 年公司汽车电子业务实现快速增长，核心源于产品与客户的双重突破。一方面，传统 Tier1 客户订单交付规模持续扩大，自研产品线订单同步起量且 ODM 项目占比超半数。另一方面，触控类核心产品 HOD 上量迅猛，单品销售收入突破亿元大关并覆盖蔚来、红旗、长安等多家头部整车厂车型，电控类智能座舱域控关键项目进入预定点阶段，能量管理类压缩机控制器成功获取国内外热系统头部 Tier1 的 ODM 业务合作。

图 9：2020-2024 年和而泰汽车电子业务高增（单位：亿元，%）



资料来源：iFind，申万宏源研究

智能化产品板块是公司顺应 AI 浪潮的新业态，是 AI 时代的破局点。公司智能化产品主要是将传统硬件产品通过人工智能及电子控制等技术手段实现智能化升级，产品应用领域涉及智能家电、智能家居、智能穿戴及健康护理。公司近年来在该板块增长迅速，2020 年该板块营收仅 5.54 亿元，2024 年达 12.20 亿元，实现四年营收翻倍以上增长。

公司目前在该板块已推出两款明星产品：第一款为感知计划体感衣，通过使用“触感人体屏”技术，实现更沉浸的游戏氛围、更丰富的感官与情绪体验。第二款为第二代睡眠系统，通过睡眠监测与压力监测，可实现基于不同人体、睡姿的睡眠自适应支撑调节。

图 10：感知计划体感衣



△ 感知计划体感衣

资料来源：公司年报，申万宏源研究

图 11：第二代睡眠系统



△ AI 自适应床垫系统

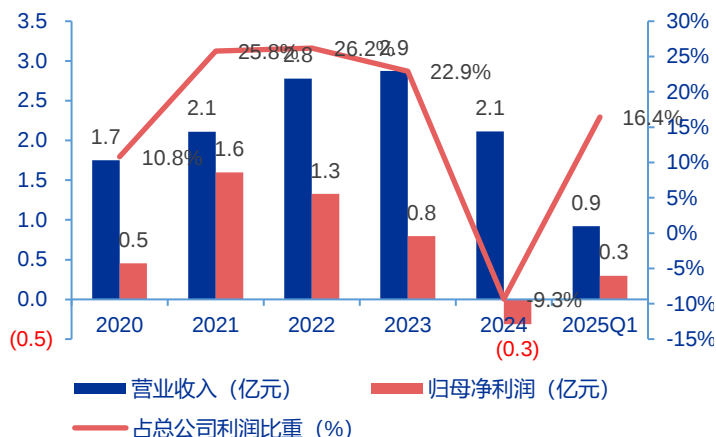
资料来源：公司年报，申万宏源研究

（三）T/R 芯片：子公司铖昌科技对业绩拉动明显

铖昌科技（当前上市公司简称为*ST 铖昌）为和而泰子公司，当前和而泰持股比例为 46.37%，已分拆上市，是国内少数具备 T/R 芯片完整解决方案供应能力的企业，技术布局覆盖全固态微波产品链。公司产品应用于星载、地面、机载相控阵雷达及卫星通信等高端领域，在国内相控阵芯片细分市场占据重要地位。

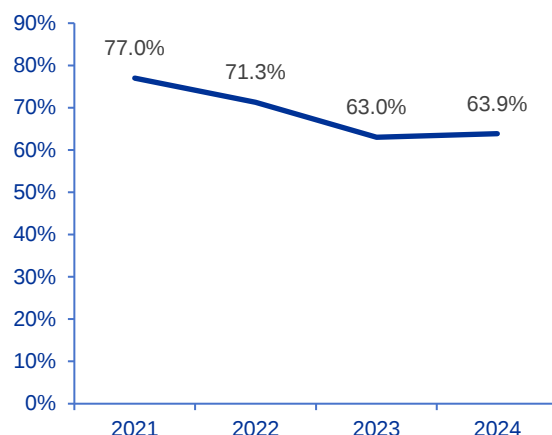
铖昌科技利润率维持高位，对和而泰利润端业绩拉动明显。根据铖昌年报，T/R 芯片板块毛利率长期保持 60%以上，2024 年达 63.90%，铖昌科技对公司利润贡献明显，2021-2023 年铖昌科技贡献的利润占比维持在 22%-27%区间，是公司利润体量的重要影响因素。

图 12：铖昌科技收入和利润情况（单位：亿元，%）



资料来源：iFind，申万宏源研究

图 13：铖昌科技毛利率高企（单位：%）



资料来源：公司年报，申万宏源研究

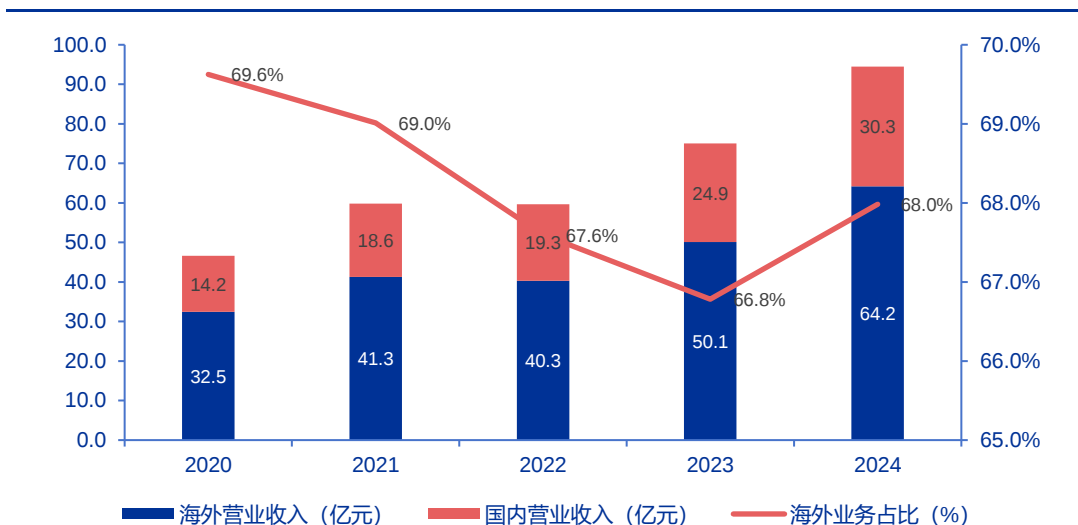
2024 年铖昌业绩承压筑底，被实施退市风险警示。2024 年铖昌实现营业收入 2.12 亿元，实现归母净利润-3112 万元。2024 年公司业绩承压主要受多重外部与内部因素交织影响，包括需求端，下游用户部分项目招标延期、资金计划调整及审批周期延长，导致产品交付验收进度不及预期；回款端，下游客户基于经费预算管理的付款机制及复杂的内部审批流程，导致应收账款账期延长。

2025 年上半年经营数据已显现强劲增长动能，开始带来正向业绩拉动。根据公司公告，2025 年第一季度，公司营收与利润实现强劲增长，实现营业收入 9201 万元，同比大幅增长 365.26%，实现归属于上市公司股东的净利润 2982 万元，成功实现扭亏为盈。公司 2025 年半年报预告显示，2025 年半年度预计实现净利润 4800 万-6600 万元，同比扭亏为盈。行业层面，下游市场需求持续回暖，相控阵技术在星载、地面雷达及卫星通信等领域的渗透率稳步提升，为公司业务扩张提供坚实需求支撑；订单与交付层面，公司在手订单及重大项目数量增长，多个核心业务领域重点项目进入批量交付阶段。

1.3 面向全球化：海外产能高度匹配需求

全球化运营，海外收入占比超六成。2024 年公司海外客户收入占比达 68%，近五年海外营收占比均在 65% 以上。在公司前五大客户中海外客户占比显著较高。头部客户增长动能强劲，以西门子、惠而浦为代表的核心客户收入增速较快。

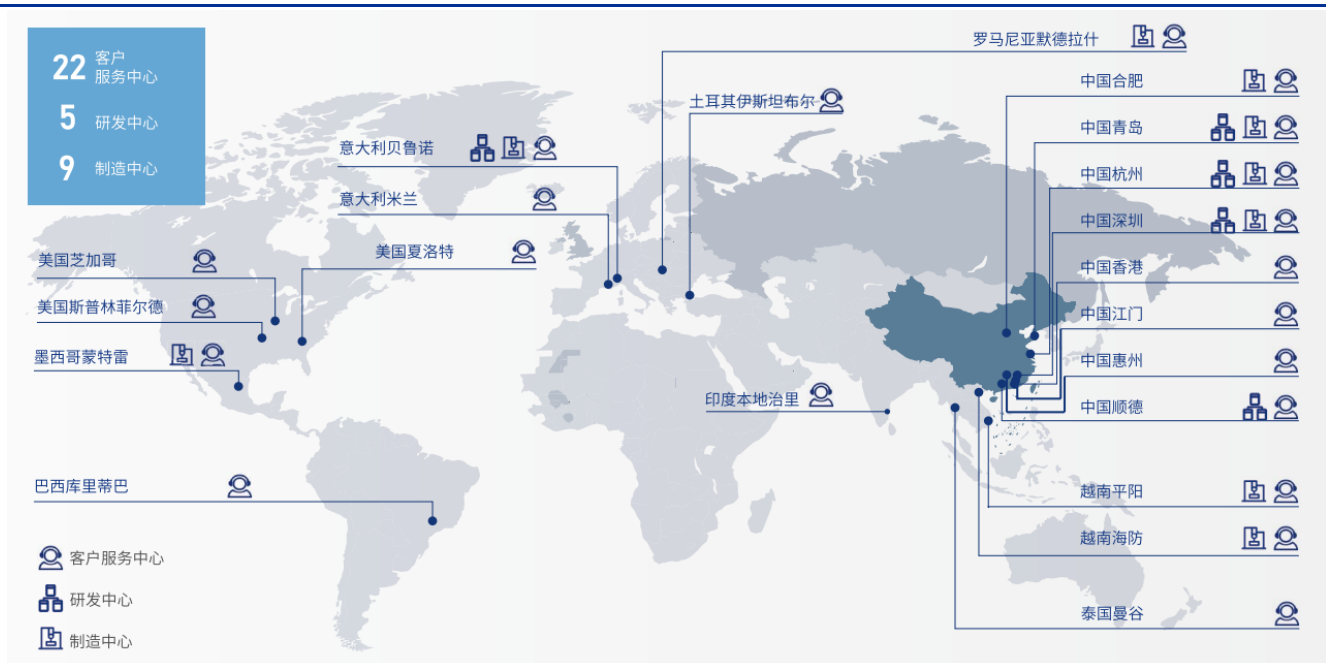
图 14：2020-2024 年公司海外营收占比维持高位（单位：亿元，%）



资料来源：iFind，申万宏源研究

公司以“贴近客户服务、开发高端客户、应对复杂国际形势”为核心推进全球化布局，**目前已在海外四个国家部署 5 大生产基地**。越南基地、意大利基地已实现规模化量产与独立运营，罗马尼亚基地逐步实现量产，墨西哥基地加速建设，同时公司在全球 20 余个国家和地区构建研发及运营网络。

图 15：海外生产基地布局



资料来源：公司 ESG 报告，申万宏源研究

根据公司投资者关系公告，从产能结构看，公司当前海外产能占全球总产能的 30%-40%，已建成投产的越南、意大利、罗马尼亚基地可满足未来 2-3 年的业务发展需求。

公司在越南、意大利、罗马尼亚、墨西哥布局海外工厂，是基于全球化供应链优化与区域市场深耕的战略举措。我们认为海外工厂的设立能够实现对本土市场需求的快速响应，加速产品开发与迭代周期。如公司主要客户伊莱克斯和惠而浦在意大利设有工厂，惠而浦和 Arcelik 在罗马尼亚设有工厂。

图 16：公司海外生产基地业务和定位

	生产基地	主要业务	主要建设目的
试产	墨西哥	家用电器智能控制器、电动工具智能控制器、汽车电子智能控制器	扩大北美市场份额
逐步实现量产	罗马尼亚	家庭用品智能控制器	加强与家电行业巨头合作
规模化量产	越南	家庭用品智能控制器	借助越南优惠政策降低成本
	意大利	家庭用品智能控制器	加强与家电行业巨头合作

资料来源：公司年报，投资者关系，申万宏源研究

1.4 板块复盘：关注控制器板块性低位修复机会

控制器板块此前超跌较为显著，且基本面边际向好显著，有望实现业绩修复和估值修复双击。选取和而泰及行业头部可比公司拓邦股份作为代表，复盘历史十年控制器板块代表公司股价表现，我们认为：

（1）控制器板块股价表现对业绩敏感度较高，业绩对原材料价格变动敏感度高。

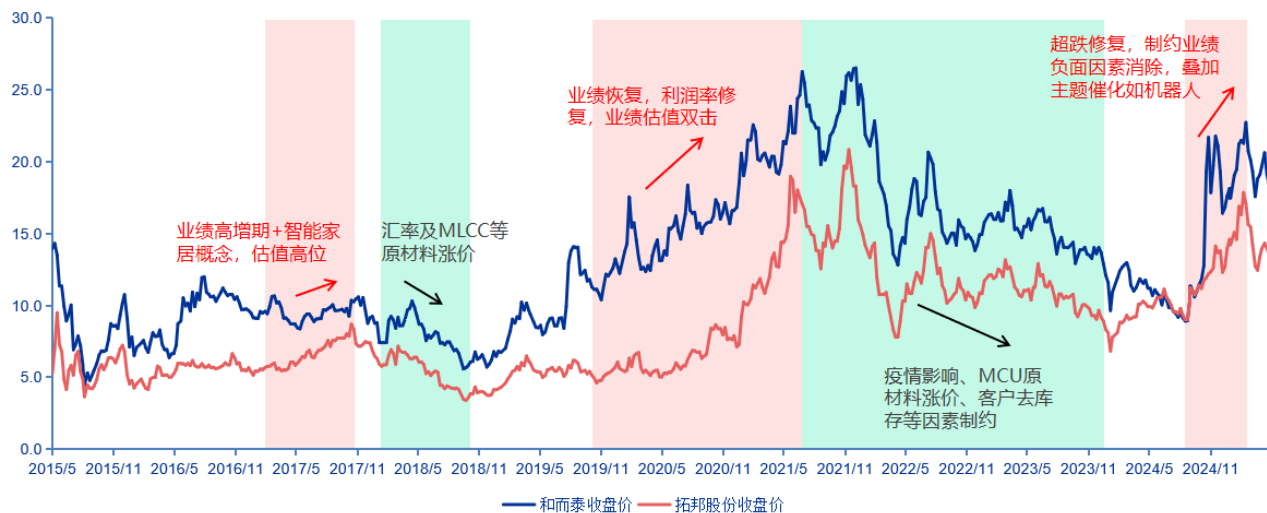
原材料价格上涨时，企业采购成本大幅增加，对于中游控制器环节厂商，若无法及时将成本压力传导至下游，自行消化将直接导致毛利率下滑，进而拖累业绩表现。在 18 年、21-23 年期间，控制器部分原材料（包括 MCU 芯片、容阻件、PCB、金属等）价格因全球宏观经济形势、供需失衡等因素频繁波动，使得控制器企业在成本控制上面临巨大挑战。反之，原材料价格下降时，企业成本压力得到缓解，若下游需求稳定，业绩有望快速修复。这种紧密的价格传导机制，使得控制器板块业绩与原材料价格变动高度绑定，进而成为影响股价走势的关键因素。

（2）近年较多外部因素影响，业绩修复基础上，估值弹性较大。

板块经历 21-24 年较长调整期,除原材料问题影响外,这期间经历疫情影响生产交付、下游去库存、宏观经济不确定性影响等一系列问题,今年有望回归稳健增长,业绩稳健增长的同时,板块估值有望同步迎来修复。

(3) 对于一些热点事件和主题行情往往股价表现有一定弹性。当市场出现与控制器应用领域相关的热点事件时,如智能家居概念兴起、新能源汽车产业快速发展、机器人应用开始落地等。

图 17: 控制器代表公司和而泰、拓邦股份近十年股价复盘



资料来源: Wind, 公司公告, 申万宏源研究

就和而泰而言,2025 年 Q1 业绩已呈现修复态势,可乐观展望后续季度业绩表现。和而泰 2025 年一季度实现总营业收入 25.85 亿元,同比增长 30.44%;实现归母净利润 1.69 亿元,同比增长 75.41%。根据公司公告,收入增长主要得益于公司聚焦高价值客户、强化市场拓展及技术创新,新项目 and 客户订单持续增加。其中,控制器板块实现营业收入 24.93 亿元,同比增长 27.06%。

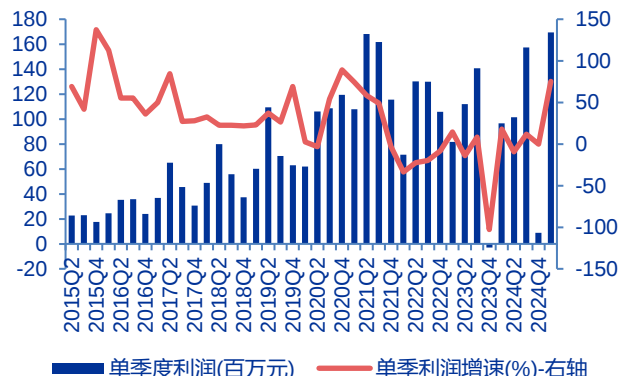
利润端大幅增长的主要原因是公司持续推进降本增效措施,通过全面预算管理、研发效率提升、供应链优化及外汇管理,整体费用率得到有效控制,经营质量显著提升。

图 18: 和而泰近十年单季度营收情况



资料来源: Wind, 申万宏源研究

图 19: 和而泰近十年单季度归母净利润情况



资料来源: Wind, 申万宏源研究

2. 汽车控制器厚积薄发

公司汽车控制器业务技术储备久，并有较多长周期大单，积累至今汽车控制器业务板块已趋于成熟稳定，有望厚积薄发进入订单交付高峰期。

和而泰储备汽车电子已有多年时间，自 2020 年正式进入汽车电子领域并获得订单以来，通过与博格华纳、尼得科等国际 Tier1 供应商合作，逐步拓展至比亚迪、蔚来等国内新能源整车厂，订单规模从早期的 40-60 亿元增长至 2024 年的 90 多亿元，交付周期普遍在 6-8 年。公司以自研技术为核心竞争力，产品覆盖热管理、车身控制、智能座舱等多个领域，订单结构持续优化，为长期业绩增长提供支撑。

市场拓展方面，公司与全球知名汽车电子零部件厂商博格华纳、东方久乐、艾凯、光突、银轮、尼得科、富奥等形成了战略合作伙伴关系，并获取了多个平台级项目；与汽车整车厂沃尔沃、比亚迪、蔚来、上汽通用五菱、广汽、零跑等建立了紧密的业务合作关系；同时，与部分国际主流整车企业的合作接洽顺利推进。公司所开发生产的汽车电子终端产品已广泛服务于奔驰、宝马、奥迪、大众、沃尔沃、比亚迪、吉利、蔚来、红旗、奇瑞、长城、广汽、小米、赛力斯等国内外知名客户，业务布局已逐步形成规模（根据公司 2024 年年报，下同）。

表 1：和而泰汽车电子领域关键进展和获单情况

时间	关键事件	订单金额 (元)	主要客户	信息来源
2010 年	通过 ISO/TS16949 汽车供货商质量体系认证	-	-	和而泰官网
2018 年	汽车电子子公司正式成立	-	-	和而泰官网
2019 年	投资成立子公司深圳和而泰汽车电子科技有限公司，注册资本 1000 万元	-	-	和而泰官网
2020 年	中标博格华纳、尼得科等客户的多个平台级项目订单，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、大众等终端汽车品牌	40-60 亿	博格华纳、尼得科	和而泰公告
2021 年 8 月	公司中标汽车电子项目订单累计约 80 亿元，平均项目周期约为 6-8 年，涉及宝马、奔驰、奥迪、吉利、大众等终端整车厂	80 亿	博格华纳、尼得科等	和而泰公告
2022 年 7 月	公司获得整车厂客户包括车座椅的控制、气泵的控制、方向盘离手监测（HOD）、BMS 控制、天幕控制等项目的新订单	-	比亚迪、蔚来等	和而泰投资者关系活动记录
2023 年 3 月	与博格华纳签订供应合同，向其提供液体加热控制器产品，合同总金额 2.46 亿欧元（折合人民币约 18.18 亿元），分 9 年履行完毕	18.18 亿	博格华纳	和而泰公告
2024 年 12 月	汽车电子在手订单约 90 多亿元，交付周期平均 - 年	90 亿+	博格华纳、尼得科、比亚迪、沃尔沃、蔚来、赛力斯等	和而泰投资者关系活动记录

2025 年 6 月

汽车电子业务订单交付和客户拓展顺利，在手订单多为长周期订单，同时积极布局智能座舱、能量管理等新技术领域

国际 Tier1 博格华纳、尼得科、富奥、马勒和整车厂蔚来、红旗、长安、赛力斯、奇瑞、广汽等多家企业
和而泰投资者关系活动记录

资料来源：公司官网，公司公告，申万宏源研究

就汽车电子控制器市场空间而言，为千亿美元的巨大市场，细分领域机会众多。麦肯锡预计 2025 年 ECU（Electronic Control Unit，电控单元）+DCU（Domain Control Unit，域控制器）总体市场规模预计为 1290 亿美元。

座舱域和辅助驾驶/自动驾驶（ADAS）域属于性能域控制器，动力域、底盘域和车身域属于集成型域控制器。其实，座舱域和辅助驾驶/自动驾驶（ADAS）域是由中控系统升级而来，而动力域、底盘域和车身域则是传统功能的集成。

图 20：各“域”相关控制器（DCU+ECU）市场规模（单位：十亿美元）



资料来源：麦肯锡，申万宏源研究

在汽车控制器这样一个空间巨大、细分品类众多、产品技术和安全性要求高的市场里，供应商的切入必定是一个由点及面的渐进式过程。

对于和而泰而言，已经通过多年储备得到“从零到一”进入汽车控制器市场并成为主流玩家的机会，在技术产品上、客户资源上、在手订单上均有持续突破。

大行业选优势细分赛道。公司目前主要覆盖热管理、车身控制、智能座舱等多个领域，我们认为部分细分领域具有爆发性增长的产业机会，值得重点关注。根据公司 2024 年年报，按照具体品类区分：

(1) **触控类产品**，核心竞争产品 HOD 上量迅猛，单品销售收入突破亿元大关，且覆盖了蔚来，红旗，长安，赛力斯，奇瑞，广汽等多家整车厂客户的车型，未来增速可期；

(2) **电控类产品**，智能座舱域控的关键项目已经进入预定点阶段，预计未来会有里程碑式突破，并较大程度上推动了和客户的战略合作；

(3) **能量管理类产品**，压缩机控制器已经获得国内外热系统头部 Tier1 的 ODM 业务合作。

当前我们重点关注公司已经有所突破并取得一定先发优势的两个细分品类：HOD (Hands Off Detection, 离手检测) 和天幕变色玻璃控制。

2.1 潜力品类之一：HOD 产品

HOD (Hands Off Detection, 离手检测) 是向高阶自动驾驶演进过程中，与安全性直接相关的一项重要技术。由于越来越多的汽车引入自动驾驶技术，对 L2+以上的自动驾驶车，有要求加入 HOD 的检测功能。HOD 技术能够通过传感器检测驾驶员是否将手放在方向盘上，如果驾驶员的手离开方向盘超过一定时间，系统会发出警告，提醒驾驶员注意。HOD 技术可以有效提高驾驶员在自动驾驶过程中紧急避险能力，从而增加驾驶安全性。

据电子工程专辑报道，汽车行业对 HOD 技术的需求主要来自以下几个方面：(1) 自动驾驶的要求，如进行车道保持辅助驾驶；(2) 标准和法规的要求，根据联合国 79 号条例规定,提供车道保持辅助系统 (LKAS) 的所有新车必须配备方向盘离手检测 (HOD) 功能,欧盟也对 2021 年 4 月 1 日起生产的新车采纳了该条例；(3) 公共安全要求，例如防止被乘客抢夺方向盘。同时 HOD 技术可以提醒驾驶员注意道路情况，避免因分心驾驶而引发事故。

HOD 目前主流的技术实现方式包括扭矩感应、光学感应、压力感应和电容感应。其中扭矩感应通过测量驾驶员作用在方向盘上的力矩大小和方向来进行判定，成本较低但无法识别手部姿势也不具备防骗功能；光学感应借助光学传感设备对驾驶员进行状态监测，具有较高的测量精度，但是实施的成本和对算法的要求也较高；压力感应综合成本较低但手部姿势识别精确度较低。

表 2：HOD 各类技术路径优缺点

HOD 感应方式	硬件成本	算法要求	用户体验	误判概率	鲁棒性	综合评估
扭矩感应	★	★★★	★	★★★★★	★	★★
光学感应	★★★★★	★★★★★	★★★	★★★	★★☆	★★
压力感应	★★	★★★	★★★	★★★	★★★★	★★☆
电容感应	★☆	★★★★★	★★★★★	★★	★★★★★	★★★★★

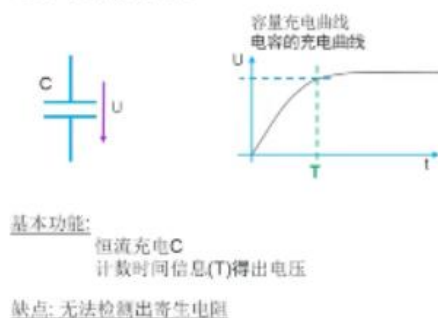
资料来源：与非网、曦华科技、申万宏源研究

电容感应因其性价比高、鲁棒性好、用户体验佳、误判概率低而成为主要的检测方式之一。方向盘电容感应的原理是通过检测人体（手掌）与方向盘内置电容检测传感器的寄生电容变化，来判别驾驶人员是否有双手离开方向盘的行为。

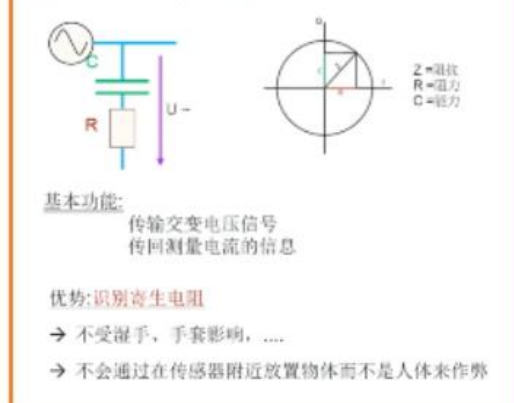
图 21：HOD 电容感应原理

电容传感原理

基于时间的解决方案



阻抗计量解决方案(I&Q测量)



资料来源：艾迈斯欧司朗，申万宏源研究

根据 QYR（恒州博智）的统计及预测，2024 年全球方向盘离手检测(HOD)系统市场销售额达到了 4.51 亿美元, 预计 2031 年将达到 7.02 亿美元, 年复合增长率 (CAGR) 为 6.8% (2025-2031)。除和而泰之外，行业主要厂商以国际头部汽车零部件供应商为主，包括 Bosch、ZF、Valeo、Nexteer、IEE SA、均胜汽车、航天科技、广州立功科技。

和而泰 HOD 产品技术储备充足，预计将取得市场领先地位。根据公司 2024 年年报，和而泰 HOD 产品上量迅猛，单品销售收入突破亿元大关，且覆盖了蔚来，红旗，长安，赛力斯，奇瑞，广汽等多家整车厂客户的车型，未来增速可期。

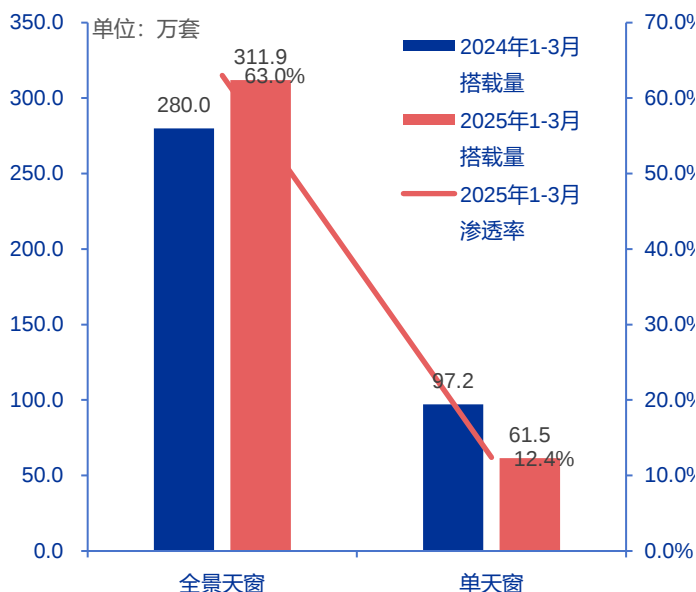
根据和而泰 2 月 17 日在投资者互动平台问答，公司研发的 HOD（离手检测）结合了电容和阻抗感应技术，能够实现更精准的感应检测，是目前主流的研发方向。目前公司第一代 HOD 产品已在蔚来汽车上实现量产，并获得多个客户合作邀请。公司第二代 HOD 产品打破传统产品设计限制，保证产品性能的同时价格也更具竞争力，目前也已获得整车企业的新项目合作；同时，公司不断进行技术研发和创新，已启动了第三代 HOD 产品的预研工作，为客户提供更加先进、更加智能的 HOD 产品和服务。

2.2 潜力品类之二：天幕控制

乘用车天窗配置正从“高端选项”向“标配属性”演变。根据盖世汽车统计，2024 年 1 月-2025 年 3 月，国内乘用车天窗渗透率持续稳定在 70%以上。2025 年 1-3 月，国内乘用车全景天窗渗透率达 63%，三个月搭载量超 300 万套。

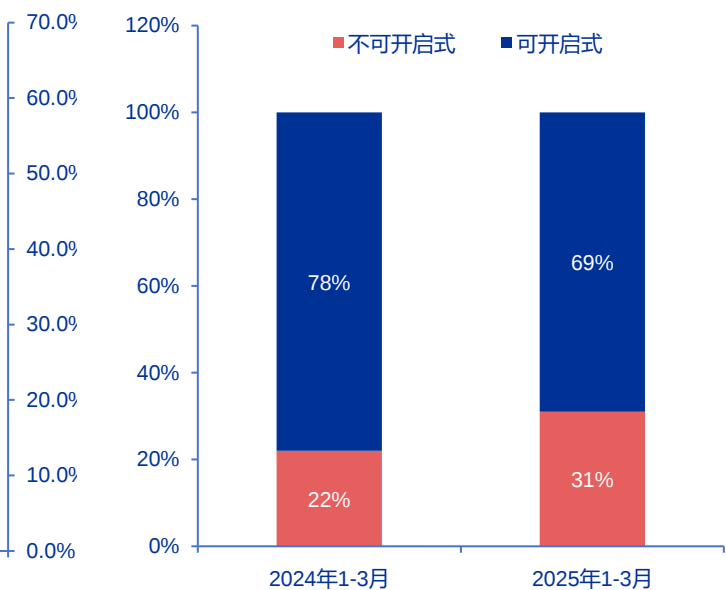
当前可开启式全景天窗是主流配置方案，不可开启式天窗包括全景天幕渗透率正在提升。从全景天窗分类型搭载量占比来看，可开启式天窗占比从 2024 年 1-3 月的 78%降至 2025 年同期的 69%，不可开启式天窗（如全景天幕）占比则从 22%升至 31%。

图 22：各天窗类型搭载量及渗透率（标配）



资料来源：盖世汽车，申万宏源研究

图 23：全景天窗分类搭载量占比（标配）



资料来源：盖世汽车，申万宏源研究

根据佐思汽研统计，2024 年国内乘用车全景天幕标配装配率达到 14.4%，较上年同期增加 7.7 个百分点，其中新能源汽车标配装配率为 28.6%，增幅达 11.6 个百分点。主要拉动车型为 Model Y/3、理想 L6、小米 SU7 等新能源车。

表 3：诸多代表车型配备全景天幕

代表车型	全景天幕特点
Model Y	采用固定的整体玻璃，从车头延伸至车尾 材质为钢化玻璃，并进行了 tinted 和 polarised 处理，阻挡紫外线和红外线
理想 L6	采用高强度半钢化双层隔音玻璃，中间有 PVB 胶层 抗冲击性和耐压性强，通透防晒，紫外线阻隔率 99.8%
小米 SU7	天幕玻璃采用双层镀银工艺 防紫外线率高达 99.9%

埃安 S Plus	1.9 平方米面积，且无横梁遮挡 紫外线隔绝率大于 99.9%，亮度低于 1.5% 采用第三代柔性电致变色技术，可调 10 档亮度，最亮到最暗变化时间小于 100 秒 可通过语音指令或者中控屏幕手势操作 可与 540 度全景影像搭配，营造出科幻级全透明悬浮体验 可通过投影仪在天幕上打游戏、看电影等
东道 L60	采用 Low-e 技术的天幕玻璃 可隔绝 99.99%紫外线，防晒指数 SPF130+ 后排天幕可电动调节
极氪 001	采用 JIAIGLASS 智能纳米调光天幕玻璃 遮光率能达到 83.5%-99.5%，隔热能力暗态≥87%，亮态≥76%，紫外线阻隔率≥99.9% 可通过 15.05 英寸 2.5K 柔性 OLED 向日葵中控屏以及 6 英寸后排多功能触控屏，自行设定驾驶舱与乘坐舱的天幕玻璃分区
问界 M5	采用建筑级微米镀银 low-e 隔热玻璃，能隔绝 99.99%紫外线 可配合 RGB128 色氛围灯，随音乐和语音指令变化营造氛围
阿维塔 12	采用“内层玻璃+镀银层 2+PVB 层 2+EC 膜+外层玻璃”7 层夹层玻璃隔热玻璃 采用光感变色技术，通过 EC 膜等实现玻璃的光感变色调节 紫外线防御力达 99.99%，支持多种调节方式；可在锁车状态下自动变暗，并能与休憩模式、观影模式等其他车内功能实现联动 支持手动、自动和语音控制等调节方式，可与车内多种功能联动
蔚来 ET5T	采用 1.35 平方米天幕玻璃；有基础版和智能调光版，其中智能调光天幕有通透、自动和遮光三种模式 基础版天幕可隔绝 80%以上热量，紫外线隔绝率达 99%；智能调光天幕能隔绝 99.99%的紫外线和 87.8%的热量，防晒指数达到 SPF100+ 可通过 NOMI、中控屏等调节透光模式等
宝马 X3 长轴距版	采用双层玻璃设计，隔绝 99%的紫外线 天幕色彩可随 7 种 My Modes 主题模式自由变换配备电动遮阳帘，可一键开合

资料来源：佐思汽研，申万宏源研究

全景天幕相较于传统全景天窗在功能、体验、成本、结构设计等方面均有明显优势，预计装配率有望进一步提升。全景天幕的突出优势包括功能高度集成化、交互能力强可与智能座舱融合、娱乐性和个性化体验感增强等，其缺点主要体现在隔热效果较差，或增加车内空调负担和能耗。

表 4：全景天幕优缺点一览

优点	
1	功能集成化 ，集成隔热、隔音、调光功能。如蔚来 EC6 的智能调光天幕，可阻挡 99.99%紫外线和 87.8%热量，支持语音或中控屏切换调光模式。
2	交互能力强 ，与智能座舱融合，支持语音、手势、中控屏控制。如广汽埃安 AION S Plus，手势可无级调光，语音可唤醒控制天幕透光率。
3	娱乐性增强 ，与氛围灯、音响联动，营造沉浸式体验。如宝马 X3 长轴距版的全景星轨天幕，可随 7 种主题模式变换色彩；部分车型支持天幕投影，可打游戏、看电影。
4	个性化、专属化体验增强 。如路特斯 EMEYA 繁花全景天幕，支持多种模式切换，分区模式下 10 个智能分区可独立调节，还具备记忆功能。
	提升车内空间感和采光效果，使车内更明亮开阔，增强驾乘舒适感。
6	增强车辆的科技感和豪华感，提升档次和吸引力。

- 7 成本低、结构简单，制造成本比传统天窗低，且降低售后维护成本。
- 8 降低风阻，可降低风阻系数，提高车辆续航里程。
- 9 节省车内空间，相比传统天窗，全景天幕无需额外空间容纳机械结构。

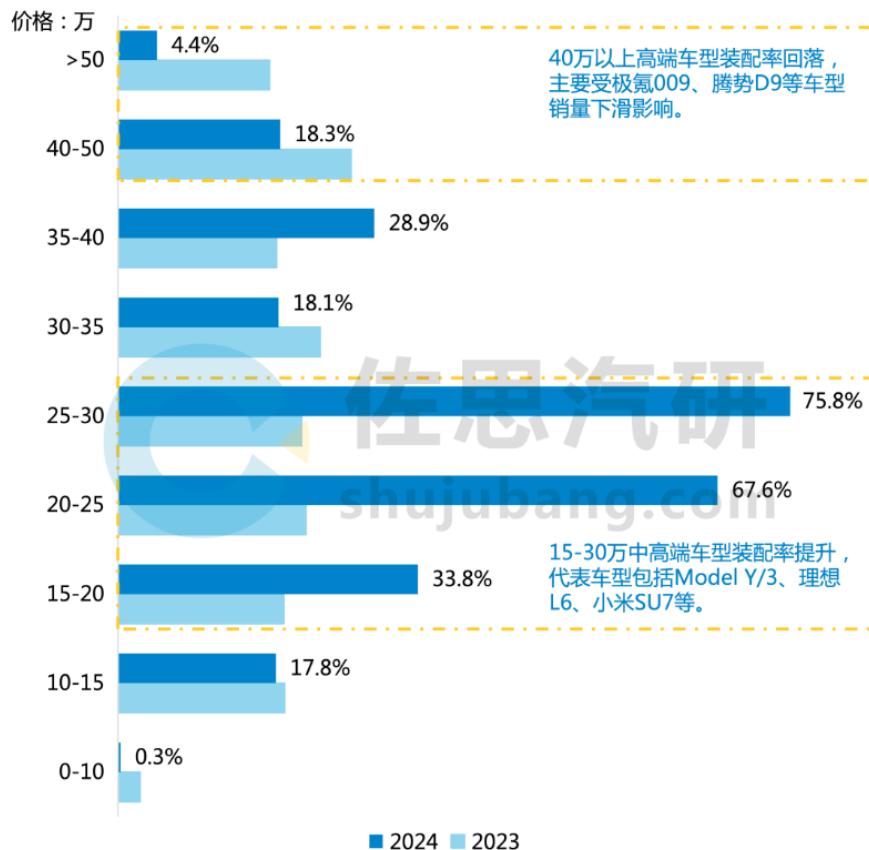
缺点

- 1 隔热效果较差，可能使车内温度升高，增加空调负担和能耗。
- 2 对于追求传统天窗换气功能的用户，全景天幕无法开启，可能降低使用体验。
- 3 在雨天或寒冷天气，车顶水滴或冰霜可能影响视线，增加驾驶风险。
- 4 清洁和维护麻烦，大面积玻璃清洁费时费力，且易留水印和污渍，影响美观。

资料来源：佐思汽研，申万宏源研究

从分价格段的全景天幕装配情况来看：2024 年国内新能源汽车中，15-30 万区间（如 ModelY/3、理想 L6、小米 SU7 等）装配率显著增加；15 万以下新能源车为提升竞争力，部分也搭载了全景天幕，如哪吒 S 猎装版、小鹏 MONA M03、零跑 C10、长安启源 A07 等。其中，哪吒 S 猎装版在同级别车型中较为突出，覆盖前后排乘客头顶位置，面积达 1.47 平方米，具备 99.9%紫外线隔绝和 87.5%隔热能力。

图 24：2023-2024 年新能源汽车（分价格区间）全景天幕装配率



资料来源：佐思汽研，申万宏源研究

和而泰变色天幕控制器已经向比亚迪、沃尔沃、蔚来等供货，具备较好的技术储备和量产前景。根据和而泰 2 月 17 日在投资者互动平台问答，公司研发的变色天幕控制器可根据当前阳光强度自动调节车内光温，公司目前也正在使用类似融合感知手势控制，实现玻

璃明暗状态的控制技术进行量产项目开发。公司在汽车电子智能控制器领域拥有充分的技术储备，具备较好的市场前景，未来公司会密切关注新技术、新趋势的发展，围绕主营业务进行合理布局，提升市场竞争力。根据和而泰 5 月 10 日在投资者互动平台问答，公司变色天幕控制器产品目前有向比亚迪、沃尔沃、蔚来等公司供货。

3. 盈利预测和估值

和而泰主要产品包括：家用电器智能控制器、电动工具智能控制器、汽车电子智能控制器、智能化产品控制器、射频芯片（即子公司铖昌科技）和其他。目前传统家用电器智能控制器、电动工具智能控制器及智能化产品占收入比重居高，预计未来汽车电子智能控制器的营收占比将持续提升。

1. 预计公司 2025-2027 年家用电器智能控制器业务将会稳步增长，对应的业绩增速为 21%、20%、19%，基于全球家电控制器巨大的存量市场空间（大小家电共振），及公司头部客户储备和拓展能力，预计该业务将持续为公司贡献主要利润来源。预计 2025-2027 年该项业务毛利率略有提升（摆脱前几年原材料涨价影响等因素），为 17%、17%、17%。

2. 预计公司 2025-2027 年电动工具智能控制器业务将会稳步增长，对应的业绩增速为 21%、18%、17%。预计 2025-2027 年该项业务毛利率略有提升（摆脱前几年原材料涨价影响等因素），为 22%、22%、22%。

3. 预计公司 2025-2027 年汽车电子智能控制器业务将会高速增长，对应的业绩增速为 80%、50%、40%，基于公司大量在手订单经过储备期，已经到了批量交付的时间窗口，以及 HOD 及天幕控制等细分场景的高速增长机会，我们预计该业务营收占比逐步提升。同时受益于汽车电子板块业务产品型号丰富且进入更多汽车核心零部件，产生规模效应，预计毛利率持续抬升，预计 2025-2027 年该项业务的毛利率为 15%、18%、18%。

4. 预计公司 2025-2027 年智能化产品控制器业务将会稳步增长，对应的业绩增速为 26%、25%、24%。预计 2025-2027 年该项业务毛利率维持稳定，为 20%、20%、20%。

5. 预计公司 2025-2027 年射频芯片业务将会高速增长（即子公司铖昌科技业务，已分拆上市，收入预测与万得一致预期保持一致），对应的收入为 4.26、5.84、7.50 亿元。预计 2025-2027 年该项业务毛利率为 65%、60%、60%。

6. 预测公司 2025-2027 年其他业务将会稳步增长（包括云平台和新兴场景等，潜在成长性较好），对应的业绩增速为 20%、20%、20%，对应的毛利率为 30%、30%、30%。

费用率预测：预计 25-27 年公司费用率保持整体稳健，销售费用率维持在 2.2%，管理费用率维持在 4.0%，研发费用率维持在 6.0%。

综上，预计公司 2025-2027 年实现总营收分别为 124.0/154.4/189.7 亿元，同比增速为 28.3%/24.6%/22.8%。预计 2025-2027 年归母净利润分别为 6.9/9.3/11.8 亿元，同比增速为 89.8%/34.2%/27.1%。

表 5：和而泰收入拆分（单位：百万元）

	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	5,986	5,965	7,507	9,659	12,397	15,443	18,966
(+/-%)	28.3%	-0.3%	25.8%	28.7%	28.3%	24.6%	22.8%
营业成本	4,731	4,763	6,037	7,895	9,959	12,357	15,163
毛利率	21.0%	20.2%	19.6%	18.3%	19.7%	20.0%	20.1%
1 家用电器智能控制器							
营业收入	3,948	3,673	4,579	6,094	7,374	8,849	10,530
(+/-%)	32.5%	-7.0%	24.7%	33.1%	21.0%	20.0%	19.0%
占销售收入比重	66.0%	61.6%	61.0%	63.1%	59.5%	57.3%	55.5%
营业成本	3,316	3,138	3,812	5,165	6,120	7,344	8,740
毛利率	16.0%	14.6%	16.8%	15.3%	17.0%	17.0%	17.0%
2 电动工具智能控制器							
营业收入	953	752	811	1,008	1,219	1,439	1,683
(+/-%)	17.6%	-21.0%	7.8%	24.3%	21.0%	18.0%	17.0%
占销售收入比重	15.9%	12.6%	10.8%	10.4%	9.8%	9.3%	8.9%
营业成本	721	593	646	840	951	1,122	1,313
毛利率	24.3%	21.2%	20.4%	16.6%	22.0%	22.0%	22.0%
3 汽车电子智能控制器							
营业收入	164	302	552	816	1,469	2,203	3,085
(+/-%)	66.2%	83.9%	82.5%	48.0%	80.0%	50.0%	40.0%
占销售收入比重	2.7%	5.1%	7.3%	8.4%	11.8%	14.3%	16.3%
营业成本(部分披露不全)	132	269	491	710	1,249	1,807	2,529
毛利率	19.6%	11.0%	11.0%	13.0%	15.0%	18.0%	18.0%
4 智能化产品控制器							
营业收入	576	734	966	1,220	1,537	1,921	2,382
(+/-%)	30.4%	27.4%	31.6%	26.3%	26.0%	25.0%	24.0%
占销售收入比重	9.6%	12.3%	12.9%	12.6%	12.4%	12.4%	12.6%
营业成本	449	570	738	916	1,230	1,537	1,906
毛利率	22.1%	22.3%	23.6%	24.9%	20.0%	20.0%	20.0%
5 射频芯片（即子公司铖昌科技）							
营业收入	211	278	287	212	426	584	750
(+/-%)	30.2%	31.7%	3.5%	-26.4%	101.4%	37.1%	28.4%
占销售收入比重	3.5%	4.7%	3.8%	2.2%	3.4%	3.8%	4.0%
营业成本	49	80	108	76	149	234	300
毛利率	77.0%	71.3%	62.3%	63.9%	65.0%	60.0%	60.0%
6 其他业务							
营业收入	133	226	312	310	372	447	536
(+/-%)	-22.5%	69.6%	38.1%	-0.7%	20.0%	20.0%	20.0%
占销售收入比重	2.2%	3.8%	4.2%	3.2%	3.0%	2.9%	2.8%
营业成本(部分披露不全)	65	113	243	188	261	313	375
毛利率	51.6%	49.9%	22.1%	39.4%	30.0%	30.0%	30.0%

资料来源：Wind，申万宏源研究

注：汽车电子智能控制器业务部分年度营业成本和毛利率披露不全，为预测值

表 6：和而泰盈利预测（单位：百万元）

	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用	97	115	174	212	273	340	417
%营收	1.60%	1.90%	2.30%	2.20%	2.20%	2.20%	2.20%
管理费用	227	227	344	392	496	618	759
%营收	3.80%	3.80%	4.58%	4.06%	4.00%	4.00%	4.00%
研发费用	286	322	505	576	744	927	1,138
%营收	4.80%	5.40%	6.70%	6.00%	6.00%	6.00%	6.00%
归母净利润	553	438	331	364	691	927	1,179

资料来源：Wind，申万宏源研究

采用 PE 估值法对公司进行估值，我们选取拓邦股份、麦格米特、豪恩汽电作为公司可比公司。拓邦股份、麦格米特主营业务均为智能控制器及电机电源类产品，拓邦股份应用领域主要为工具、家电、数字能源和智能汽车等，麦格米特应用领域主要为智能家电、新能源、工业等，均与公司具备较强可比性；豪恩汽电主营业务为汽车智能驾驶感知系统，已自行研发 AVM 控制器、APS 控制器和高性能域控制器，在汽车电子业务板块与公司可比性较强，且生产模式和成本结构与公司接近，考虑到汽车电子业务是和而泰战略发展方向和重要增长驱动来源，选取豪恩汽电作为可比公司。

表 7：可比公司估值表

证券代码	证券简称	2025/7/25		Wind 一致预期净利润（亿元）			PE		
		收盘价(元)	总市值（亿元）	2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E
002139.SZ	拓邦股份	14.35	178.9	6.7	8.4	10.4	26.6	21.2	17.2
002851.SZ	麦格米特	53.79	294.6	4.4	7.2	9.7	67.6	40.8	30.5
301488.SZ	豪恩汽电	75.60	69.6	1.0	1.4	1.7	68.9	50.8	40.0
	平均值						54.4	37.6	29.2
002402.SZ	和而泰	23.56	217.9	3.6	6.9	9.3	59.8	31.5	23.5

资料来源：Wind，申万宏源研究

首次覆盖，给予“买入”评级。由于当前已处于 2025 年下半年，且预计 2026 年公司成长型业务营收占比形成一定规模（预计汽车电子智能控制器和智能化产品控制器营收占比超过 25%），更能体现公司整体经营状态，我们选用可比公司 2026 年 PE 估值。可比公司 2026 年 PE 平均估值为 29.2 倍，我们给予公司 2026 年行业平均 29.2 倍 PE，对应公司当前市值有 24.3% 的上涨空间，首次覆盖，给予“买入”评级。

4. 风险提示

上游原材料价格波动风险。公司上游原材料包括 IC、PCB、继电器、二极管、三极管等，原材料价格上涨将对公司利润端造成不利影响。

全球贸易政策和汇兑风险。由于公司出口业务比例较大，全球贸易政策变化及汇率波动将对公司业绩带来一定影响。当前全球贸易环境复杂多变，贸易政策可能进一步推高跨境贸易成本，对企业的业务拓展及供应链稳定性提出挑战。

市场竞争加剧风险。智能控制器行业竞争如进一步加剧，尤其是国内竞争如进一步加剧的话，将对行业市场格局带来一定不确定性，对公司跟进市场动态发展带来新的风险。

大客户需求不及预期的风险。若家电、电动工具、汽车电子等智能控制器下游大客户需求不及预期，将对公司业绩造成负面影响。

公司子公司铖昌科技被实施退市风险警示，后续可能被终止上市的风险。2024 年，受到下游用户项目计划、相关项目审批周期延长导致交付验收延迟等因素的影响，铖昌科技产品交付验收进度低于预期。同时公司作为一个技术密集型企业研发投入规模较大，因此对公司收入规模及净利润造成了一定的影响。

财务摘要

合并损益表

百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	7,507	9,659	12,397	15,443	18,966
营业收入	7,507	9,659	12,397	15,443	18,966
营业总成本	7,096	9,171	11,602	14,414	17,703
营业成本	6,037	7,895	9,959	12,357	15,163
税金及附加	30	46	59	73	90
销售费用	174	212	273	340	417
管理费用	344	392	496	618	759
研发费用	505	576	744	927	1,138
财务费用	5	50	72	100	136
其他收益	27	82	63	64	99
投资收益	-20	-16	-16	-16	-16
净敞口套期收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	25	0	0	0	0
信用减值损失	-29	-70	-10	-12	-14
资产减值损失	-54	-115	-65	-63	-65
资产处置收益	0	-2	-2	-2	-2
营业利润	361	366	764	1,000	1,265
营业外收支	-4	0	0	0	0
利润总额	357	366	764	1,000	1,265
所得税	9	32	55	71	90
净利润	348	334	710	929	1,175
少数股东损益	16	-30	18	1	-3
归母净利润	331	364	691	927	1,179

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

合并现金流量表

百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	348	334	710	929	1,175
加：折旧摊销减值	312	451	346	420	515
财务费用	44	47	72	100	136
非经营损失	-15	1	18	18	18
营运资本变动	-445	-340	-414	-766	-944
其它	117	137	-9	-12	-15
经营活动现金流	361	630	724	689	886
资本开支	658	827	1,046	1,226	1,496
其它投资现金流	142	-267	-166	-118	-118
投资活动现金流	-515	-1,094	-1,212	-1,345	-1,615
吸收投资	142	74	0	0	0
负债净变化	362	663	556	906	993
支付股利、利息	154	184	72	100	136
其它融资现金流	-45	-173	0	0	0
融资活动现金流	305	381	484	806	856
净现金流	150	-86	-5	150	127

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

合并资产负债表

百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	6,222	7,364	8,854	11,005	13,505
现金及等价物	1,249	1,245	1,240	1,390	1,518
应收款项	2,744	3,550	4,459	5,603	6,916
存货净额	2,119	2,377	2,963	3,819	4,879
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	109	193	193	193	193
长期投资	738	1,017	1,164	1,264	1,364
固定资产	1,787	2,214	2,786	3,436	4,244
无形资产及其他资产	1,218	1,376	1,581	1,812	2,064
资产总计	9,965	11,971	14,386	17,517	21,177
流动负债	4,495	5,798	6,958	8,614	10,555
短期借款	842	1,056	1,067	1,427	1,875
应付款项	3,289	4,229	5,379	6,675	8,168
其它流动负债	364	512	512	512	512
非流动负债	186	780	1,326	1,871	2,417
负债合计	4,681	6,578	8,284	10,486	12,972
股本	932	925	925	925	925
其他权益工具	0	0	0	0	0
资本公积	1,047	984	984	984	984
其他综合收益	227	210	210	210	210
盈余公积	249	283	348	436	547
未分配利润	2,089	2,280	2,906	3,746	4,813
少数股东权益	740	710	729	730	727
股东权益	5,284	5,392	6,102	7,031	8,206
负债和股东权益合计	9,965	11,971	14,386	17,517	21,177

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

重要财务指标

报告期	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标(元)					
每股收益	0.36	0.39	0.75	1.00	1.27
每股经营现金流	0.39	0.68	0.78	0.74	0.96
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股净资产	4.91	5.06	5.81	6.81	8.08
关键运营指标(%)					
ROIC	8.2	7.7	12.8	13.3	13.5
ROE	7.3	7.8	12.9	14.7	15.8
毛利率	19.6	18.3	19.7	20.0	20.1
EBITDA Margin	7.9	7.0	8.9	9.4	9.7
EBIT Margin	4.8	4.3	6.7	7.1	7.4
营业总收入同比增长	25.8	28.7	28.3	24.6	22.8
归母净利润同比增长	-24.3	9.9	89.8	34.2	27.1
资产负债率	47.0	55.0	57.6	59.9	61.3
净资产周转率	1.65	2.06	2.31	2.45	2.54
总资产周转率	0.75	0.81	0.86	0.88	0.90
有效税率	2.5	8.4	7.0	7.0	7.0
估值指标(倍)					
P/B	4.8	4.7	4.1	3.5	2.9
EV/Sale	3.1	2.5	2.0	1.7	1.4
EV/EBITDA	39.8	35.8	22.5	17.9	14.6
股本	932	925	925	925	925

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。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。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swwhysc.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swwhysc.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swwhysc.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swwhysc.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swwhysc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swwhysc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	： 相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	： 相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	： 相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	： 相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	： 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	： 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	： 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售索取。

本报告采用的基准指数： 沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。