太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

2021-05-11

公司点评报告

买入/维持

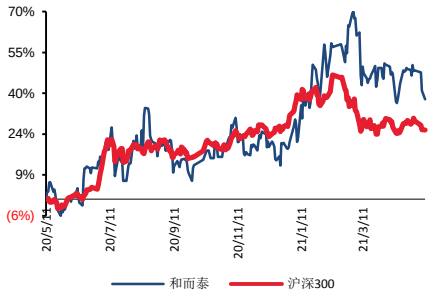
和而泰(002402)

昨收盘：19.45

国防军工

和而泰（002402）：射频芯片赛道持续领跑，智能控制器领域龙头地位凸显

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	914/798
总市值/流通(百万元)	17,778/15,525
12 个月最高/最低(元)	24.23/13.33

相关研究报告：

和而泰（002402）《公司深度：民营射频芯片龙头崭露头角，5G 毫米波业务打开未来想象空间》--2020/03/23

证券分析师：马捷

电话：010-88695137

E-MAIL：majie@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190519070002

证券分析师：刘倩倩

电话：010-88321947

E-MAIL：liuqq@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190514090001

证券分析师：马浩然

电话：010-88321893

E-MAIL：mahr@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517120003

事件：2021 年一季度，公司实现营业收入 12.75 亿元，同比增长 73.16%；归属上市公司股东的净利润 1.08 亿元，同比增长 74.59%；基本每股收益 0.12 元，同比增长 68.38%。

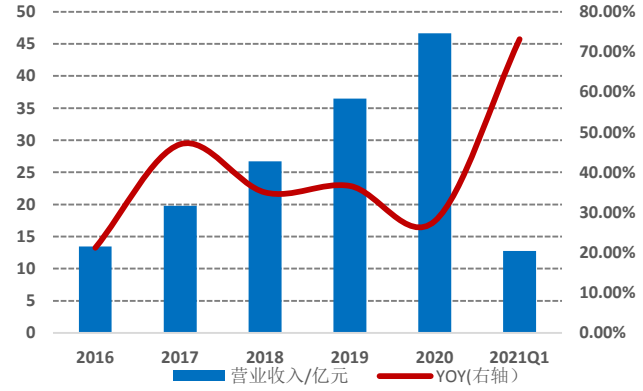
业绩高速增长，产能持续提升。2021 年一季度公司提前进行供应链布局应对上游电子元器件涨价以及货源紧张的问题，使得收入及利润的双增长。目前公司毛利率水平方面实现稳定增长，2020 年公司毛利率同比增长 0.68%，2021 年一季度排除会计政策变更、汇率变动影响后公司毛利率增长超 1%。同时，2021 年开始，杭州、越南、深圳二期工业园三大新产能完全步入正轨，新增产能给公司经营增长提供有力保障。

从客户预订单情况和经营结果来看，我们预计公司今年整体情况向好，各业务均会维持高速增长，后三季度业绩值得期待。

下游卫星行业蓬勃发展，高景气度将维持。子公司铖昌科技微波毫米波射频芯片产品目前广泛应用于航空航天领域，卫星领域的射频产品为公司业绩作出主要贡献，目前卫星产品主要应用于卫星遥感和卫星通信领域。航空航天产业未来将长期保持高景气度，作为国内唯一能够大规模提供相控阵 T/R 芯片的民营企业，将受益于未来航空航天政策的战略推动。根据《中国航天科技活动蓝皮书（2020 年）》，近年来，中国航天发射次数均达到每年 30 次以上，其中 2018 年 39 次、2019 年 34 次，连续两年位列全球各国航天发射次数榜首；2020 年 39 次，仅次于美国；2021 年我国全年发射次数有望首次突破 40 次。**在卫星遥感方面，**4 月 30 日遥感三十四号卫星发射升空，未来 3-5 年内我国将布局 20 颗左右遥感卫星，组建齐鲁卫星星座；发射 5 颗风云卫星，完善全国卫星遥感综合应用体系。**在卫星通信领域，**2018 年航天科工集团启动“虹云工程”，计划发射 156 颗卫星；“鸿雁计划”将发射超过 300 颗低轨卫星；行云工程拟在 2023 年前后建成由 80 颗低轨通信卫星组成的星座。

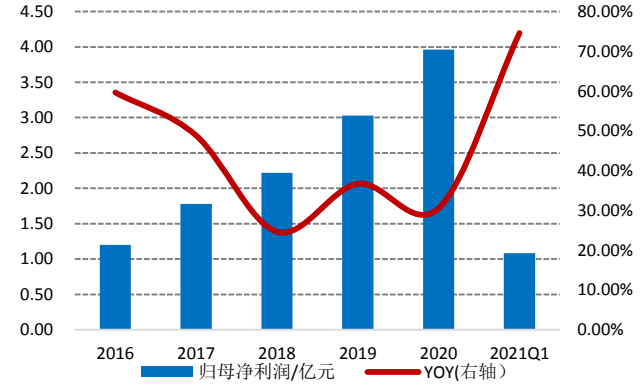
铖昌科技的毫米波组件是卫星发展产业链中的重要元器件，我们认为，随着国家政策和战略发展对产业的驱动，以及卫星互联网整体行业未来抢占轨道的需要，市场对微波毫米波射频芯片的需求必然不断提升，铖昌科技将在蓝海中不断拓展空间。

图表 1 营业收入及同比增速



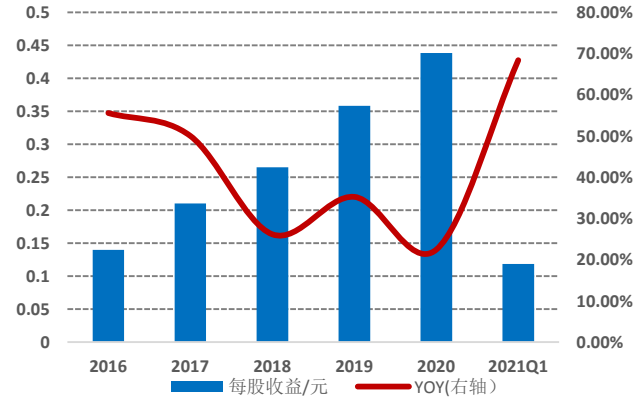
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 2 归母净利润及同比增速



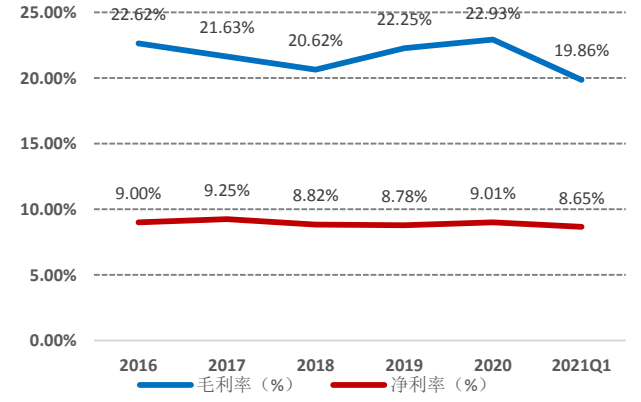
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 3 每股收益及同比增速



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 4 毛利率、净利率保持平稳



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

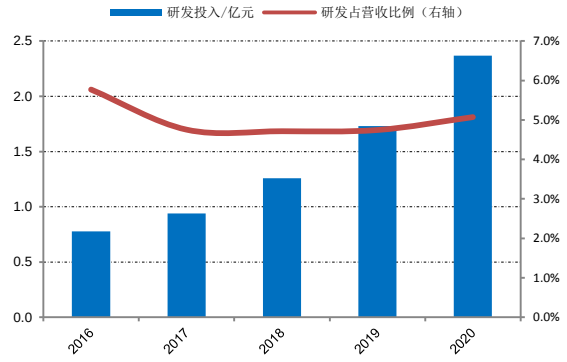
5G 及卫星互联网打开新的机遇大门，公司更上一层楼。2020 年 4 月，我国将卫星互联网首次纳入“新基建”；**2021 年 4 月 28 日，新组建的中国卫星网络集团有限公司列入国务院国有资产监督管理委员会履行出资人职责的企业名单，昭示着中国卫星互联网全面布局进入新的发展征程。**北京市委书记蔡奇 4 月 29 日讲座中指出，未来五至十年将是卫星互联网全面创新、构筑国际竞争优势的战略机遇期，将其打造成北京经济新增长极。“十四五”规划和 2035 年远景目标纲要也提出，建设高速泛在、天地一体、集成互联、安全高效的信息基础设施。加快 5G 网络规模化部署，用户普及率提高到 56%，同时前瞻布局 6G 网络技术储备。国际电信联盟 ITU 官网的公示资料显示，我国 2020 年提交了两个巨型卫星星座，总共 2 阶段 7 组共 12992 颗宽带通信卫星的轨道和无线频段使用申请。铖昌科技凭借自身在有源相控阵、微波毫米波射频芯片方面的充分经验已经进行了研发布局，目前 5G 基站用射频芯片目前已完成芯片研制工作，卫星互联网射频芯片已小批量交付。**我们预计卫星互联网新的机遇大门已经打开，未来市场需求将同比扩大数倍，公司抢抓先机，凭借自身的雄厚研发实力站稳了脚跟。新的发展征程中，公司该项业务需求量未来将大幅增，势必带动公司整体更上一层楼。**

子公司分拆 A 股上市提上日程，发展不可限量。公司 4 月 8 日晚发布分拆公告，分拆完成后，和而泰股权结构不变，仍将维持对铖昌科技的控制权。此举将有利于和而泰公司智能控制器继续朝着高端市场不断发展，深入挖掘市场空间；铖昌科技做精射频芯片业务，把握新的发展态势；

突出公司的主营业务，更好的体现公司价值，并且使得公司关注度和估值大幅提升。

智能控制器龙头地位不断凸显。公司的主营业务智能控制器广泛应用于家电、电动工具、汽车电子设备中，已成为智能控制器行业的龙头企业，占有较高的市场份额，服务高端优质客户，并且在主要客户中的份额稳步提升。截至 2020 年 12 月 31 日，公司及下属子公司累计申请专利 1824 件，当年度公司研发投入总额为 25219.55 万元，同比增长 45.63%，研发人员 977 人，同比增长 27.38%；2021 年度 Q1 公司研发费用为 5876.56 万元，同比上升 65.62%。此外，在人工智能、5G 等技术的推动下，汽车电子在整车中的成本占比持续增长，迎来新的机遇。**目前公司汽车电子方面在手订单充足，**客户涵盖博格华纳、尼得科，终端客户包括奔驰、宝马、吉利、特斯拉等，**汽车电子控制器订单总量超过 70 亿元，标志着公司在汽车电子控制器领域的业务有了质的飞跃。**

图表 5 研发费用大力投入，占比稳步增长



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

我们预计，公司智能控制器业务未来将实现多元发展，为公司业绩增添新动力。同时子公司铖昌科技将受益于卫星遥感、卫星导航产业对微波毫米波射频芯片需求量的不断增长，以及 5G 逐渐落地、6G 抢先布局的红利。我们继续坚定看好公司未来发展前景。

盈利预测和评级。公司射频芯片收入占比将逐渐提升，整体毛利率也将随之增加，市场发展空间大、机会多。2021-2023 年的净利润分别为 5.94 亿元、8.46 亿元、11.72 亿元，EPS 分别为 0.65 元、0.93 元、1.28 元，对应 PE 为 30 倍、21 倍、15 倍，维持“买入”评级。

风险提示：上游元器件缺货及涨价影响超预期； 5G 毫米波业务开拓不及预期。

■ **主要财务指标**

	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	4665.68	6223.08	8458.41	11563.49
净利润(百万元)	396.02	594.07	845.73	1171.62
摊薄每股收益(元)	0.43	0.65	0.93	1.28

资料来源：Wind，太平洋证券

资产负债表(百万)

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	616	1056	343	1710	1818
应收和预付款项	977	1163	2108	2337	3740
存货	662	1045	1077	1805	2144
其他流动资产	294	275	275	275	275
流动资产合计	**2549**	**3538**	**3802**	**6128**	**7977**
长期股权投资	54	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0	0
固定资产	624	889	923	789	655
在建工程	166	168	0	0	0
无形资产开发支出	177	186	187	151	115
长期待摊费用	3	19	10	0	0
其他非流动资产	67	96	96	96	96
资产总计	**4226**	**5485**	**5570**	**7716**	**9396**
短期借款	330	496	0	0	0
应付和预收款项	1235	1947	1964	3306	3872
长期借款	350	0	0	0	0
其他负债	328	199	197	197	197
负债合计	**2243**	**2641**	**2161**	**3503**	**4069**
股本	872	914	914	914	914
资本公积	305	862	862	862	862
留存收益	907	1257	1782	2530	3566
归母公司股东权益	2085	3033	3558	4306	5342
少数股东权益	92	270	310	366	444
股东权益合计	**2178**	**3303**	**3868**	**4672**	**5786**
负债和股东权益	**4420**	**5944**	**6029**	**8175**	**9855**

现金流量表(百万)

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营性现金流	475	623	(158)	1434	196
投资性现金流	(679)	(383)	7	8	8
融资性现金流	409	388	(562)	(75)	(96)
现金增加额	202	602	(713)	1367	108

利润表(百万)

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	3649.4	4665.7	6223.1	8458.4	11563.5
营业成本	2837.5	3595.9	4732.0	6428.4	8810.2
营业税金及附加	21.23	18.66	24.89	33.83	46.25
销售费用	83.52	76.53	130.91	177.93	243.24
管理费用	143.93	215.19	267.07	363.00	496.25
研发费用	169.59	236.64	283.96	369.15	479.90
财务费用	31.78	66.45	15.83	1.92	(5.48)
资产减值损失	(18.60)	(38.41)	(12.28)	(12.28)	(12.28)
投资收益	(2.23)	33.84	0.00	0.00	0.00
公允价值变动	(0.20)	7.94	8.00	8.00	8.00
营业利润	504.03	683.59	1028.26	1429.24	1948.90
其他非经营损益	3.54	(3.07)	(3.07)	(3.07)	(3.07)
利润总额	507.57	680.52	1025.19	1426.17	1945.84
所得税	31.19	51.18	107.60	154.97	216.31
净利润	337.99	443.88	741.23	1057.02	1465.94
少数股东损益	17.12	24.52	39.56	56.31	78.01
归母股东净利润	303.37	396.02	594.07	845.73	1171.62

预测指标

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	22.2%	22.9%	24.0%	24.0%	23.8%
销售净利率	8.4%	8.4%	10.2%	10.7%	10.8%
销售收入增长率	36.6%	27.8%	33.4%	35.9%	36.7%
EBIT 增长率	49.8%	23.6%	40.2%	40.0%	37.9%
净利润增长率	36.7%	30.5%	40.2%	42.4%	38.5%
ROE	14.5%	13.1%	16.7%	19.6%	21.9%
ROA	7.2%	7.2%	10.7%	11.0%	12.5%
ROIC	21.1%	19.2%	24.0%	25.8%	42.3%
EPS(X)	0.33	0.43	0.65	0.93	1.28
PE(X)	58.60	44.89	29.93	21.02	15.17
PB(X)	8.53	5.86	5.00	4.13	3.33
PS(X)	4.87	3.81	2.86	2.10	1.54
EV/EBITDA(X)	38.45	32.52	18.94	13.33	10.16

资料来源：WIND，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平－5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售副总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafl@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com

研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话：(8610)88321761

传真：(8610)88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。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。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。我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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。