

投资评级 买入

上次评级 买入

陆嘉敏 汽车行业首席分析师

执业编号: S1500522060001

联系电话: 13816900611

邮箱: lujiamin@cindasc.com

曹子杰 汽车行业研究助理

联系电话: 13522702936

邮箱: caozijie@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

# 伯特利 (603596. SH) : 毛利率显著提升, Q4 业绩维持高增

2023年3月23日

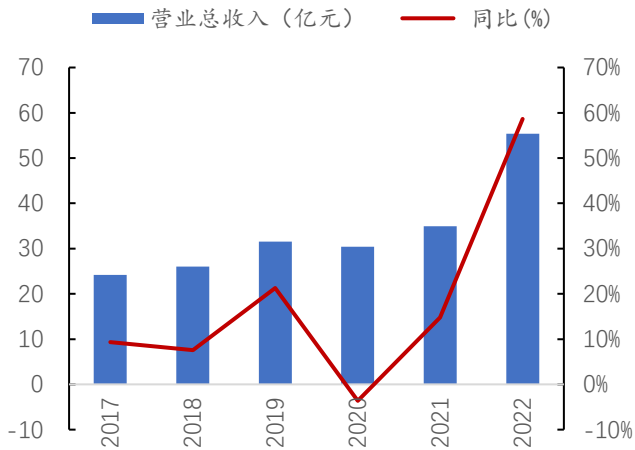
**事件:**公司发布2022年年报,2022年实现营业收入55.39亿元,同比+58.61%,归母净利润6.99亿元,同比+38.49%,扣非归母净利润5.88亿元,同比+36.47%。

## 点评:

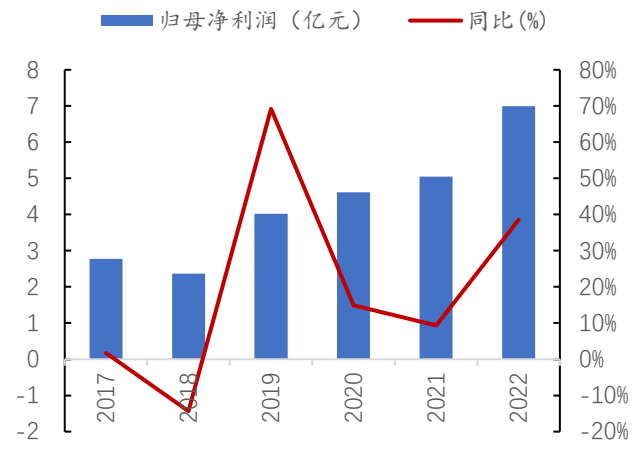
- **毛利率显著提升, Q4 业绩维持高增。**公司 Q4 实现营业收入 18.55 亿元,同比+59%,环比+18%,归母净利润 2.21 亿元,同比+62%,环比+12%;销售毛利率 23.34%,同比+1.21pct,环比+1.56pct,销售净利率 11.95%,同比+0.27pct,环比-0.75pct。业绩大幅提高的原因主要系智能电控产品、盘式制动器、轻量化零部件等业务收入保持高增长。
- **产销两旺,智能电控产品销量同比+90%。**产能方面,年产 5 万吨铸铁汽车配件及 1 万吨铸铝汽车配件项目、年产 40 万套电子驻车制动系统 (EPB) 项目、线控制动第二、三条产线、新增一条 ESC620 产线已实现投产;墨西哥年产 400 万件轻量化零部件建设项目、线控制动第四、五、六条产线、国内轻量化生产基地三期项目有望于 2023 年投产。**销售方面**,2022 年公司智能电控产品销量 250 万套,同比+86%;盘式制动器销量 225 万套,同比+22%;轻量化制动零部件销量 776 万套,同比+32%;6-12 月机械转向系统销售 151 万套。
- **再获大客户定点,全生命周期有望贡献 31 亿元收入。**市场开拓方面,2022 年公司新增定点 368 项,其中盘式制动器 156 项,轻量化产品 46 项,电子电控产品 141 项,智能驾驶产品 8 项,机械转向系统产品 17 项;2023 年 3 月公司与北美著名整车厂签署供货合同,包含铸铝前转向节、铸铝后转向节产品,生命周期销售收入累计有望达 31 亿元。**技术研发方面**,2022 年公司正式启动 DP-EPS、R-EPS 转向系统、线控转向系统的研发,并实现 ADAS 系统的量产,公司预计 2023 年完成 EMB A 轮样机开发工作,2024 年上半年量产 WCBS2.0。
- **盈利预测与投资评级:**公司是线控制动的领先厂商,有望持续受益于智能底盘行业的高景气度,实现业绩的良好增长。**我们预计公司 2023-2025 年归母净利润为 10.05、13.51、17.73 亿元,对应 PE 分别为 29、22、16 倍,维持“买入”评级。**
- **风险因素:**原材料价格波动、产能释放不及预期、客户开拓不及预期、疫情缓解不及预期。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	3,492	5,539	8,076	10,252	12,828
增长率 YoY	14.8%	58.6%	45.8%	26.9%	25.1%
归属母公司净利润 (百万元)	505	699	1,005	1,351	1,773
增长率 YoY	9.3%	38.5%	43.8%	34.5%	31.2%
毛利率	24.2%	22.4%	22.5%	23.0%	23.4%
净资产收益率ROE	14.4%	16.6%	19.5%	21.1%	22.1%
EPS(摊薄)(元)	1.23	1.70	2.44	3.28	4.31
市盈率 P/E(倍)	57.79	41.73	29.03	21.58	16.45
市净率 P/B(倍)	8.34	6.92	5.66	4.56	3.64

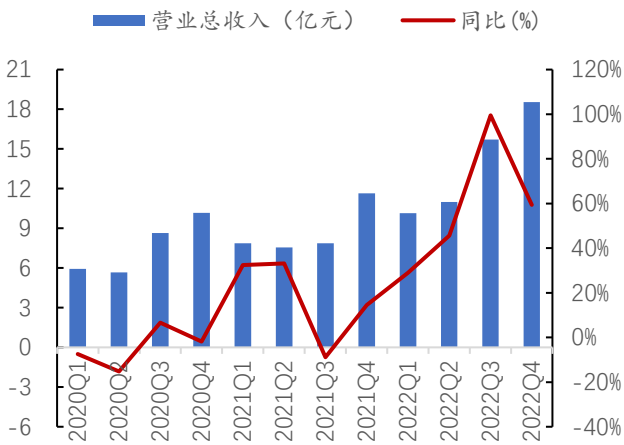
资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为 2023 年 3 月 22 日收盘价

**图 1：公司历年收入&同比增速**


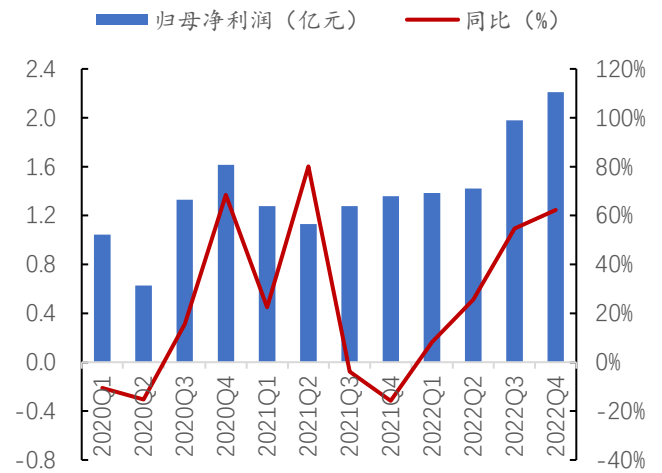
资料来源：Wind，信达证券研发中心

**图 2：公司历年归母净利润&同比增速**


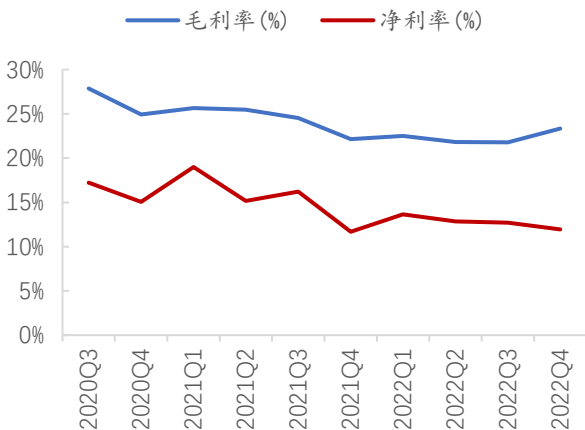
资料来源：Wind，信达证券研发中心

**图 3：公司分季度营收&同比增速**


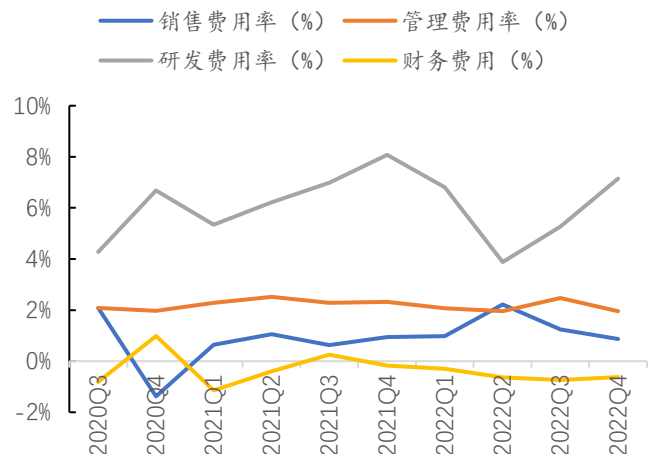
资料来源：Wind，信达证券研发中心

**图 4：公司分季度归母净利润&同比增速**


资料来源：Wind，信达证券研发中心

**图 5：公司季度毛利率&净利率**


资料来源：Wind，信达证券研发中心

**图 6：公司季度费用率**


资料来源：Wind，信达证券研发中心

## 财务模型

资产负债表		单位：百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
流动资产	4,957	6,485	7,480	9,398	11,374	
货币资金	2,076	2,287	2,345	2,796	3,527	
应收票据	122	0	0	0	0	
应收账款	993	1,939	2,336	3,091	3,699	
预付账款	17	56	81	102	128	
存货	425	899	1,030	1,404	1,625	
其他	1,324	1,304	1,687	2,005	2,396	
非流动资产	1,295	2,160	2,689	3,233	3,745	
长期股权投资	0	0	0	0	0	
固定资产(合计)	858	1,415	1,902	2,396	2,858	
无形资产	69	136	172	214	258	
其他	368	609	615	623	630	
资产总计	6,252	8,644	10,169	12,631	15,119	
流动负债	1,773	3,051	3,634	4,852	5,712	
短期借款	130	0	0	0	0	
应付票据	588	1,264	1,435	1,971	2,266	
应付账款	760	1,508	1,796	2,373	2,815	
其他	295	278	403	508	631	
非流动负债	983	1,027	1,027	1,027	1,027	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	983	1,027	1,027	1,027	1,027	
负债合计	2,756	4,078	4,662	5,879	6,739	
少数股东权益	0	356	359	363	368	
归属母公司股东权益	3,496	4,211	5,149	6,390	8,012	
负债和股东权益	6,252	8,644	10,169	12,631	15,119	

重要财务指标		单位：百万元				
主要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	3,492	5,539	8,076	10,252	12,828	
同比(%)	14.8%	58.6%	45.8%	26.9%	25.1%	
归属母公司净利润	505	699	1,005	1,351	1,773	
同比(%)	9.3%	38.5%	43.8%	34.5%	31.2%	
毛利率(%)	24.2%	22.4%	22.5%	23.0%	23.4%	
ROE(%)	14.4%	16.6%	19.5%	21.1%	22.1%	
EPS(摊薄)(元)	1.23	1.70	2.44	3.28	4.31	
P/E	57.79	41.73	29.03	21.58	16.45	
P/B	8.34	6.92	5.66	4.56	3.64	
EV/EBITDA	40.01	36.08	19.95	14.83	11.22	

利润表		单位：百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	3,492	5,539	8,076	10,252	12,828	
营业成本	2,648	4,296	6,260	7,899	9,828	
营业税金及附加	24	30	44	56	70	
销售费用	28	59	93	108	128	
管理费用	82	127	185	235	293	
研发费用	239	378	533	656	802	
财务费用	-12	-40	6	5	-2	
减值损失合计	9	0	0	0	0	
投资净收益	-3	7	2	4	6	
其他	85	52	140	177	222	
营业利润	575	748	1,097	1,475	1,936	
营业外收支	2	15	0	0	0	
利润总额	576	763	1,097	1,475	1,936	
所得税	49	62	89	120	158	
净利润	527	701	1,007	1,355	1,778	
少数股东损益	23	2	3	4	5	
归属母公司净利润	505	699	1,005	1,351	1,773	
EBITDA	681	866	1,378	1,823	2,345	
EPS(当年)(元)	1.24	1.71	2.44	3.28	4.31	

现金流量表		单位：百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
经营活动现金流	433	785	969	1,487	1,844	
净利润	527	701	1,007	1,355	1,778	
折旧摊销	116	163	275	344	414	
财务费用	-20	-23	40	40	40	
投资损失	3	-7	-2	-4	-6	
营运资金变动	-183	-120	-353	-251	-384	
其它	-10	71	1	2	3	
投资活动现金流	-890	-342	-804	-886	-923	
资本支出	-282	-605	-801	-883	-923	
长期投资	-644	170	-5	-6	-7	
其他	36	93	2	4	6	
筹资活动现金流	1,076	-294	-107	-150	-190	
吸收投资	0	87	-67	0	0	
借款	130	104	0	0	0	
支付利息或股息	-55	-156	-40	-150	-190	
现金净增加额	616	146	58	451	731	

## 研究团队简介

**陆嘉敏**，信达证券汽车行业首席分析师，上海交通大学机械工程学士&车辆工程硕士，曾就职于天风证券，2018 年金牛奖第 1 名、2020 年新财富第 2 名、2020 新浪金麒麟第 4 名团队核心成员。4 年汽车行业研究经验，擅长自上而下挖掘投资机会。汽车产业链全覆盖，重点挖掘特斯拉产业链、智能汽车、自主品牌等领域机会。

**王欢**，信达证券汽车行业研究员，吉林大学汽车服务工程学士、上海外国语大学金融硕士。曾就职于丰田汽车技术中心和华金证券，一年车企工作经验+两年汽车行业研究经验。主要覆盖整车、特斯拉产业链、电动智能化等相关领域。

**曹子杰**，信达证券汽车行业研究助理，北京理工大学经济学硕士、工学学士，主要覆盖智能汽车、车联网、造车新势力等。

**丁泓婧**，墨尔本大学金融硕士，主要覆盖智能座舱、电动化、整车等领域。

## 机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华北区销售	赵岚琦	15690170171	zhaolanqi@cindasc.com
华北区销售	张斓夕	18810718214	zhanglanxi@cindasc.com
华北区销售	王哲毓	18735667112	wangzheyu@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	sunrong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjiali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华东区销售	王赫然	15942898375	wangheran@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	nierzhenkun@cindasc.com
华南区销售	宋王飞逸	15308134748	songwangfeiyi@cindasc.com

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，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或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）；  时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~20%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。