

扣非增速超预期 智能电动齐加速

伯特利(603596)系列点评二十九

事件概述

公司发布 2023 一季报：2023Q1 实现营收 15.0 亿元，同比+47.9%，环比-19.1%；归母净利 1.7 亿元，同比+24.5%，环比-21.9%，扣非归母净利 1.6 亿元，同比+41.3%，环比-16.4%，扣非同比增速超我们的预期。

分析判断：

扣非归母增速超预期 新产品增量可期

收入端：公司 2023Q1 营收达 15.0 亿元，同比+47.9%，我们预计万达 2023Q1 并表收入大约为 2.3 亿元，剔除万达后的实际营收约为 12.7 亿元，同比+25.2%，表现显著好于行业，我们判断主要受益于新产品量产爬坡贡献增量叠加老产品份额提升。

毛利率：公司 2023Q1 毛利率为 21.5%，同比-1.0pct，环比-1.8pct，我们预计万达毛利率约 10%，剔除万达后的实际毛利率约为 23.6%，同比+1.1pct，我们判断毛利率同环比下降主要受产品结构变化的影响，低毛利率的转向业务（万达）、还在爬坡的线控制动等新产品占比提升，剔除万达后的毛利率同比提升主要受益于原材料价格回落等。

费用端：公司 2023Q1 销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为 1.0%、2.6%、6.2%、-0.1%，分别同比+0.0pct、+0.6pct、-0.6pct、+0.2pct，分别环比+0.1pct、+0.7pct、-1.0pct、+0.5pct，我们判断管理费用率提升主因折旧摊销增加，新项目增加导致扩产加快。

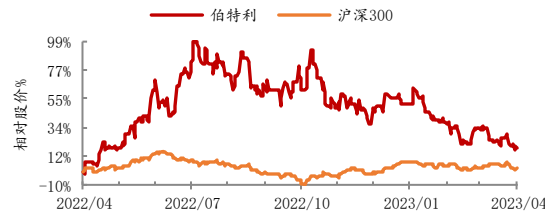
利润端：公司 2023Q1 扣非归母净利为 1.6 亿元，同比+41.3%，环比-16.4%，扣非归母净利同比增速超我们的预期，随着智能电控、轻量化等充沛在手订单逐步量产叠加规模效应显现，预计业绩有望持续加速增长。

轻量化再获海外定点 国际化全面加速

2022 年以来，公司海外定点加速获得突破，包括：1) 轻量化获多个定点：2022 年 10 月，公司获得海外轻量化项目定点 7 个，累计生命周期总销售收入预计 9.5 亿美元（折合人民币 66 亿元），12 月获得某全球著名整车厂的豪华跑车品牌提供前后铸铝转向节，全生命周期（7 年）销售额 0.24 亿美元（折合人民币约 1.7 亿元）；2023 年 3 月初，获得两家全球著名整车厂铸铝轻量化项目定点，总销售收入约 4.1 亿美元（折合人民币约 28 亿元）。3 月中旬再获北美某著名整车厂轻量化平台项目，独家供货，项目车型的生命周期内（2025 年-2031 年）产品销售收入累计预计约 31 亿元人民币，增厚

评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	买入
目标价格：	
最新收盘价：	62.86
股票代码：	603596
52 周最高价/最低价：	111.02/47.83
总市值(亿)	258.85
自由流通市值(亿)	257.75
自由流通股数(百万)	410.03



分析师：崔琰

邮箱：cuiyan@hx168.com.cn
SAC NO: S1120519080006
联系电话：

分析师：郑青青

邮箱：zhengqq@hx168.com.cn
SAC NO: S1120522120001
联系电话：

相关研究

- 【华西汽车】伯特利（603596）系列点评二十八：业绩稳健增长 电控持续加速
2023.03.22
- 【华西汽车】伯特利（603596）系列点评二十七：海外定点持续突破 国际化全面加速
2023.03.18
- 【华西汽车】伯特利（603596）系列点评二十六：业绩逆势增长 国际化全面加速
2023.03.13

公司利润的同时彰显了公司铸铝轻量化产品在全球范围内的较强竞争力。根据 2022 年以来获得的轻量化海外定点，我们测算 2025 年将新增收入约 23 亿元以上。我们预计后续随着墨西哥工厂的量产爬坡，有望获得更多定点；2) EPB 首出海外：2022 年 12 月，公司 EPB 和制动卡钳总成获得某全球著名整车厂的 2 个平台定点，全生命周期（4-7 年）销售额 1.77 亿美元（折合人民币约 12 亿元）。公司将继续深耕国际化，拟发行的 GDR 融资也将助力公司国际化战略的深入推进，目标成为世界汽车零部件百强。

► 整合稳步推进 进击线控底盘

转向布局落地，整合稳步推进。2022 年 5 月，公司收购万达 45% 的股权，成为万达的第一大股东；万达董事会由 5 名董事组成，其中公司有权提名 3 名董事，瑞智联能及万达零部件有权各提名 1 名董事。万达主要生产各类转向器、转向管柱系列产品，主要客户包括德国大众、上汽通用五菱、奇瑞、吉利等。公司正在稳步推进整合，参考 2016 年以前的财务数据，万达的净利率在 7%-10%，我们认为在公司的整合协同下，万达的净利率有望提升至 10% 甚至更高水平，并且也已正式启动了 DP-EPB、R-EPB、线控转向系统的研发工作。

剑指线控底盘，线控制动国产替代加速。本次收购将完善公司在汽车底盘领域的布局，丰富和完善公司在汽车安全系统领域的产品线（制动+转向），后续将逐步完善分布式驱动和悬架，最终成为线控底盘供应商，掘金千亿市场，剑指全球汽车零部件百强。智能电动驱动线控制动 EHB 渗透率加速提升，公司基于 ESP 量产经验，研发出 One-Box 产品 WCBS（集成式线控制动系统），在性能上优于目前主流 Two-Box 产品，紧抓博世 ESP 缺芯的窗口期，2022H1 线控制动新增定点项目数 19 个，未来有望不断加速。同时公司紧跟行业趋势，启动开发具备制动冗余功能线控制动系统 WCBS2.0，并开展对电子机械制动（EMB）的预研工作，国产替代加速。

投资建议

公司客户和产品结构双升级，短期受益于 EPB 和线控制动等智能电控业务渗透率提升，中长期线控底盘有望贡献显著增量，考虑到墨西哥工厂逐步量产等，维持盈利预测：预计公司 2023-25 年营收为 90.0/121.5/160.3 亿元，归母净利为 10.1/14.4/19.4 亿元，EPS 为 2.45/3.49/4.70 元，对应 2023 年 4 月 27 日 62.86 元/股收盘价，PE 分别为 26/18/13 倍。考虑到公司未来的成长性及线控制动等新业务的突破，维持“买入”评级。

风险提示

汽车销量不及预期；竞争加剧；原材料价格上涨；客户拓展不及预期；海外拓展不及预期等。

盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3,492	5,539	8,998	12,148	16,029
YoY (%)	14.8%	58.6%	62.4%	35.0%	31.9%
归母净利润(百万元)	505	699	1,009	1,437	1,935
YoY (%)	9.3%	38.5%	44.5%	42.4%	34.6%
毛利率 (%)	24.2%	22.4%	21.5%	22.3%	22.9%
每股收益 (元)	1.23	1.70	2.45	3.49	4.70
ROE	14.4%	16.6%	18.9%	20.7%	21.3%
市盈率	51.30	37.05	25.64	18.01	13.38

资料来源：公司公告，华西证券研究所

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	5,539	8,998	12,148	16,029	净利润	701	1,030	1,513	2,103
YoY (%)	58.6%	62.4%	35.0%	31.9%	折旧和摊销	163	105	71	70
营业成本	4,296	7,059	9,445	12,364	营运资金变动	-120	29	11	46
营业税金及附加	30	49	67	88	经营活动现金流	785	1,178	1,604	2,227
销售费用	59	108	146	192	资本开支	-605	-384	-284	-299
管理费用	127	229	267	345	投资	170	0	0	0
财务费用	-40	-42	-65	-88	投资活动现金流	-342	-375	-271	-282
资产减值损失	0	0	0	0	股权募资	87	0	0	0
投资收益	7	9	13	17	债务募资	104	0	0	0
营业利润	748	1,139	1,700	2,351	筹资活动现金流	-294	-20	-20	-20
营业外收支	15	0	0	0	现金净流量	146	782	1,313	1,925
利润总额	763	1,139	1,700	2,351	主要财务指标				
所得税	62	109	187	248	2022A	2023E	2024E	2025E	
净利润	701	1,030	1,513	2,103	成长能力 (%)				
归属于母公司净利润	699	1,009	1,437	1,935	营业收入增长率	58.6%	62.4%	35.0%	31.9%
YoY (%)	38.5%	44.5%	42.4%	34.6%	净利润增长率	38.5%	44.5%	42.4%	34.6%
每股收益	1.70	2.45	3.49	4.70	盈利能力 (%)				
资产负债表 (百万元)					毛利率	22.4%	21.5%	22.3%	22.9%
2022A	2023E	2024E	2025E		净利率	12.6%	11.4%	12.5%	13.1%
货币资金	2,287	3,069	4,382	6,306	总资产收益率 ROA	8.1%	8.9%	9.8%	10.2%
预付款项	56	73	100	135	净资产收益率 ROE	16.6%	18.9%	20.7%	21.3%
存货	899	1,286	1,772	2,342	偿债能力 (%)				
其他流动资产	3,243	4,371	5,451	6,807	流动比率	2.13	1.91	1.88	1.90
流动资产合计	6,485	8,799	11,704	15,589	速动比率	1.81	1.61	1.58	1.59
长期股权投资	0	0	0	0	现金比率	0.75	0.67	0.70	0.77
固定资产	1,415	1,687	1,928	2,218	资产负债率	47.2%	49.6%	49.5%	48.8%
无形资产	136	149	156	164	经营效率 (%)				
非流动资产合计	2,160	2,563	2,939	3,368	总资产周转率	0.64	0.79	0.83	0.85
资产合计	8,644	11,363	14,644	18,957	每股指标 (元)				
短期借款	0	0	0	0	每股收益	1.70	2.45	3.49	4.70
应付账款及票据	2,772	4,163	5,617	7,437	每股净资产	10.23	12.98	16.87	22.07
其他流动负债	278	450	598	786	每股经营现金流	1.91	2.86	3.89	5.41
流动负债合计	3,051	4,612	6,216	8,222	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0	0	0	0	估值分析				
其他长期负债	1,027	1,027	1,027	1,027	PE	37.05	25.64	18.01	13.38
非流动负债合计	1,027	1,027	1,027	1,027	PB	7.80	4.84	3.73	2.85
负债合计	4,078	5,640	7,243	9,249					
股本	412	412	412	412					
少数股东权益	356	377	452	620					
股东权益合计	4,567	5,723	7,401	9,708					
负债和股东权益合计	8,644	11,363	14,644	18,957					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。