

业绩稳健增长 智能电动齐驱

伯特利(603596)系列点评三十二

事件概述

公司发布 2023 半年报：2023H1 实现营收 30.9 亿元，同比+46.4%；归母净利 3.6 亿元，同比+26.8%，扣非归母净利 3.3 亿元，同比+51.9%。其中 2023Q2 实现营收 15.9 亿元，同比+45.1%，环比+6.4%；归母净利 1.8 亿元，同比+28.9%，环比+6.4%，扣非归母净利 1.7 亿元，同比+63.4%，环比+6.1%。

分析判断：

► 营收稳健增长 新产品贡献增量

公司 2023H1 营收达 30.9 亿元，同比+46.4%，其中 2023Q2 营收 15.9 亿元，同比+45.1%，环比+6.4%，主要受益于主要客户和新产品放量贡献，具体包括：1) 智能电控产品：2023H1 销量为 151.2 万套，同比+78.2%；2) 盘式制动器：2023H1 销量为 121.6 万套，同比+30.9%；3) 轻量化制动零部件：2023H1 销量为 38.0 万套，同比+15.8%，根据公司半年报，轻量化产品获得多家国外客户及多个平台化项目，我们判断后续增速有望加快；4) 转向系统产品销量为 109.4 万套。2023H1 扣非归母净利 3.3 亿元，同比+51.9%，其中 2023Q2 扣非归母净利 1.7 亿元，同比+63.4%，环比+6.1%，业绩保持较快增长主要受益于毛利率提升和费用合理管控。

► 毛利率同环比提升 费用合理管控

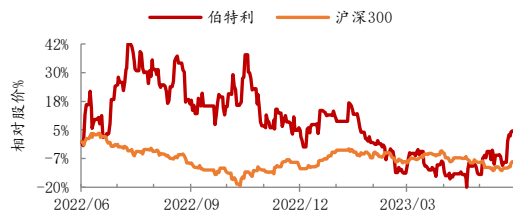
公司 2023Q2 毛利率为 22.8%，同比+0.9pct，环比+1.2pct，我们判断同环比提升主要受益于产品结构变化。费用方面，2023Q2 研发费用率、销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 6.3%、1.1%、3.1%、-1.1%，分别同比-2.2pct、-0.1pct、+0.3pct、+0.2pct，环比+0.1pct、+0.1pct、+0.5pct、-0.9pct，销售费用和管理费用有所增加主要受万达并表以及人员扩招导致工资薪酬增加的影响，财务费用下降则受益于汇兑收益。

► 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-EPS、R-EPS、线控转向系统的研发工作。

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： | 77.3 |
| 股票代码： | 603596 |
| 52 周最高价/最低价： | 106.04/58.8 |
| 总市值(亿) | 318.31 |
| 自由流通市值(亿) | 317.03 |
| 自由流通股数(百万) | 410.13 |



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】大国重车系列分享之十：伯特利线控底盘破局者 20230821
2023.08.20
- 【华西汽车】伯特利(603596)系列点评三十一：墨西哥扩产 全球化加速
2023.06.20
- 【华西汽车】伯特利(603596)系列点评三十：业绩加速增长 智能电动齐驱
2023.05.21

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，新项目持续突破。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，调整盈利预测：预计公司 2023-25 年营收由 90.0/121.5/160.3 亿元调为 80.5/116.0/157.5 亿元，归母净利由 10.1/14.3/19.4 亿元调为 9.7/13.0/19.2 亿元，EPS 由 2.45/3.48/4.70 元调为 2.36/3.15/4.65 元，对应 2023 年 8 月 28 日 77.30 元/股收盘价，PE 分别为 30/22/15 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 | 8,045 | 11,602 | 15,749 |
| YoY (%) | 14.8% | 58.6% | 45.2% | 44.2% | 35.7% |
| 归母净利润(百万元) | 505 | 699 | 971 | 1,299 | 1,915 |
| YoY (%) | 9.3% | 38.5% | 38.9% | 33.8% | 47.4% |
| 毛利率 (%) | 24.2% | 22.4% | 21.8% | 22.2% | 23.3% |
| 每股收益 (元) | 1.23 | 1.70 | 2.36 | 3.15 | 4.65 |
| ROE | 14.4% | 16.6% | 18.3% | 19.2% | 21.5% |
| 市盈率 | 57.56 | 41.56 | 29.92 | 22.36 | 15.16 |

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 | 8,045 | 11,602 | 15,749 | 净利润 | 701 | 985 | 1,353 | 2,044 |
| YoY(%) | 58.6% | 45.2% | 44.2% | 35.7% | 折旧和摊销 | 163 | 105 | 71 | 70 |
| 营业成本 | 4,296 | 6,290 | 9,029 | 12,082 | 营运资金变动 | -120 | 2 | 34 | 17 |
| 营业税金及附加 | 30 | 44 | 64 | 87 | 经营活动现金流 | 785 | 1,066 | 1,429 | 2,076 |
| 销售费用 | 59 | 97 | 139 | 189 | 资本开支 | -605 | -384 | -284 | -299 |
| 管理费用 | 127 | 205 | 371 | 470 | 投资 | 170 | 0 | 0 | 0 |
| 财务费用 | -40 | -39 | -57 | -81 | 投资活动现金流 | -342 | -336 | -233 | -221 |
| 资产减值损失 | 0 | 0 | 0 | 0 | 股权募资 | 87 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 7 | 48 | 51 | 78 | 债务募资 | 104 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 748 | 1,090 | 1,520 | 2,284 | 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 | 710 | 1,176 | 1,835 |
| 利润总额 | 763 | 1,090 | 1,520 | 2,284 | 主要财务指标 | | | | |
| 所得税 | 62 | 105 | 167 | 241 | 成长能力 (%) | | | | |
| 净利润 | 701 | 985 | 1,353 | 2,044 | 营业收入增长率 | 58.6% | 45.2% | 44.2% | 35.7% |
| 归属于母公司净利润 | 699 | 971 | 1,299 | 1,915 | 净利润增长率 | 38.5% | 38.9% | 33.8% | 47.4% |
| YoY(%) | 38.5% | 38.9% | 33.8% | 47.4% | 盈利能力 (%) | | | | |
| 每股收益 | 1.70 | 2.36 | 3.15 | 4.65 | 毛利率 | 22.4% | 21.8% | 22.2% | 23.3% |
| 资产负债表 (百万元) | | | | | 净利率 | 12.6% | 12.2% | 11.7% | 13.0% |
| 货币资金 | 2,287 | 2,997 | 4,173 | 6,008 | 总资产收益率 ROA | 8.1% | 9.0% | 9.2% | 10.3% |
| 预付款项 | 56 | 65 | 96 | 132 | 净资产收益率 ROE | 16.6% | 18.3% | 19.2% | 21.5% |
| 存货 | 899 | 1,146 | 1,694 | 2,288 | 偿债能力 (%) | | | | |
| 其他流动资产 | 3,243 | 4,045 | 5,264 | 6,710 | 流动比率 | 2.13 | 2.01 | 1.89 | 1.88 |
| 流动资产合计 | 6,485 | 8,252 | 11,227 | 15,139 | 速动比率 | 1.81 | 1.71 | 1.59 | 1.58 |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 现金比率 | 0.75 | 0.73 | 0.70 | 0.75 |
| 固定资产 | 1,415 | 1,687 | 1,928 | 2,218 | 资产负债率 | 47.2% | 47.5% | 49.2% | 49.0% |
| 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 | 0.74 | 0.82 | 0.85 |
| 资产合计 | 8,644 | 10,816 | 14,166 | 18,506 | 每股指标 (元) | | | | |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 每股收益 | 1.70 | 2.36 | 3.15 | 4.65 |
| 应付账款及票据 | 2,772 | 3,709 | 5,370 | 7,267 | 每股净资产 | 10.23 | 12.89 | 16.44 | 21.59 |
| 其他流动负债 | 278 | 401 | 572 | 768 | 每股经营现金流 | 1.91 | 2.59 | 3.47 | 5.04 |
| 流动负债合计 | 3,051 | 4,110 | 5,942 | 8,036 | 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 | 41.56 | 29.92 | 22.36 | 15.16 |
| 非流动负债合计 | 1,027 | 1,027 | 1,027 | 1,027 | PB | 7.80 | 5.47 | 4.29 | 3.27 |
| 负债合计 | 4,078 | 5,138 | 6,970 | 9,063 | | | | | |
| 股本 | 412 | 412 | 412 | 412 | | | | | |
| 少数股东权益 | 356 | 371 | 425 | 554 | | | | | |
| 股东权益合计 | 4,567 | 5,678 | 7,196 | 9,444 | | | | | |
| 负债和股东权益合计 | 8,644 | 10,816 | 14,166 | 18,506 | | | | | |

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。