

伯特利 (603596.SH)

增持 (维持评级)

公司点评

证券研究报告

业绩符合预期，布局线控转向打造智能化 底盘供应商

业绩简评

2023年8月28日，公司披露2023年半年报：1H23，公司实现营业收入30.9亿元，同增46%；归母净利润3.6亿元，同增27%；扣非净利润3.3亿元，同增52%。

经营分析

业绩符合预期。23Q2，公司实现营业收入16.0亿元，同比+45%，环比+；归母净利润1.8亿元，同比+29%，环比+；扣非归母净利润1.7亿元，同比+63%，环比+，主要系公司核心客户Q2销量承压。分业务看：

1) 智能电控产品：23H1，产品销量151万套，同比增长78%。其中线控制动系统：在研项目74项（新能源车型53项），新增量产项目5项，其中新能源车型4项；新增定点项目30项，其中新能源车型25项。

2) 盘式制动器：23H1，产品销量122万套，同比增长31%；在研项目146项，其中新能源车型56项；新增量产项目41项，其中新能源车型11项；新增定点项目47项，其中新能源车型19项。

3) 轻量化制动零部件：23H1，产品销量380万件，同比增长16%；在研项目77项，其中新能源车型31项；新增量产项目11项，其中新能源车型5项；新增定点项目21项，其中新能源车型14项。

4) 转向系统：23H1，产品销量109万套。其中电动助力转向系统（EPS）：在研项目10项，其中新能源车型6项；新增量产项目6项，其中新能源车型4项；新增定点项目5项，其中新能源车型3项。

前瞻布局线控转向，进军智能化底盘领域。公司致力于为全球汽车整车企业提供一流的汽车底盘系统产品。通过自主技术创新，公司在汽车机械制动产品、机械转向产品、电控产品、汽车智能驾驶产品和轻量化零部件领域已取得领先的技术优势，掌握了底盘制动系统全系列产品自主知识产权和成熟稳定的量产能力。2022年上半年，通过收购万达转向，伯特利产品拓宽至转向领域，公司汽车底盘系统产品结构逐步完善、产品线更加丰富。

盈利预测、估值与评级

我们预计公司2023-2025年业绩分别为9.1/12.0/15.2亿元，同比分别为+30%/+33%/+26%，2023-2025年PE为35/26/21倍，维持“增持”评级。

风险提示

下游需求不及预期；行业竞争加剧；线控转向业务进度不及预期。

新能源汽车组

分析师：陈传红 (执业 S1130522030001)

chenchuanhong@gjzq.com.cn

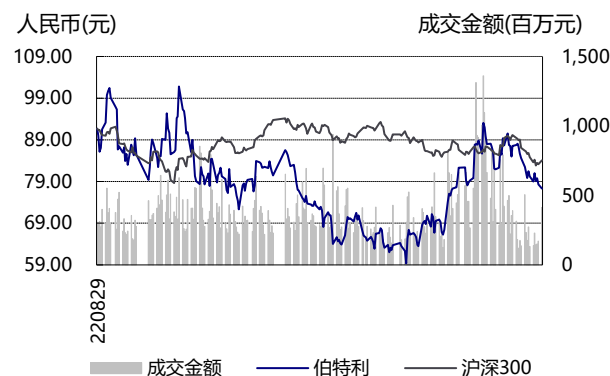
联系人：江莹

jiangying2@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：77.30 元

相关报告：

- 《业绩符合预期，市场开拓顺利-《2022-10-27 公司点评》》，2022.10.28
- 《业绩预告超预期，市场开拓顺利-伯特利三季报业绩点评》，2022.10.20
- 《业绩符合预期，市场开拓顺利-《2022-08-30 公司点评》》，2022.8.30



公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3,492	5,539	7,578	9,400	12,049
营业收入增长率	14.81%	58.61%	36.80%	24.06%	28.17%
归母净利润(百万元)	505	699	906	1,202	1,517
归母净利润增长率	9.33%	38.49%	29.67%	32.63%	26.23%
摊薄每股收益(元)	1.235	1.697	2.200	2.918	3.684
每股经营性现金流净额	1.06	1.91	1.30	2.89	3.72
ROE(归属母公司)(摊薄)	14.43%	16.59%	17.30%	18.74%	19.16%
P/E	56.35	47.03	35.13	26.49	20.98
P/B	8.13	7.80	6.08	4.96	4.02

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	3,042	3,492	5,539	7,578	9,400	12,049
增长率		14.8%	58.6%	36.8%	24.1%	28.2%
主营业务成本	-2,238	-2,648	-4,296	-5,856	-7,064	-8,998
%销售收入	73.6%	75.8%	77.6%	77.3%	75.1%	74.7%
毛利	804	845	1,243	1,722	2,337	3,051
%销售收入	26.4%	24.2%	22.4%	22.7%	24.9%	25.3%
营业税金及附加	-22	-24	-30	-42	-52	-66
%销售收入	0.7%	0.7%	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%
销售费用	-27	-28	-59	-83	-113	-157
%销售收入	0.9%	0.8%	1.1%	1.1%	1.2%	1.3%
管理费用	-80	-82	-127	-174	-226	-301
%销售收入	2.6%	2.4%	2.3%	2.3%	2.4%	2.5%
研发费用	-175	-239	-378	-523	-658	-855
%销售收入	5.7%	6.9%	6.8%	6.9%	7.0%	7.1%
息税前利润 (EBIT)	501	471	649	899	1,289	1,671
%销售收入	16.5%	13.5%	11.7%	11.9%	13.7%	13.9%
财务费用	12	12	40	37	-6	-26
%销售收入	-0.4%	-0.3%	-0.7%	-0.5%	0.1%	0.2%
资产减值损失	0	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	-1	-3	7	15	8	8
%税前利润	n.a	n.a	0.9%	1.5%	0.6%	0.5%
营业利润	565	575	748	1,002	1,331	1,683
营业利润率	18.6%	16.5%	13.5%	13.2%	14.2%	14.0%
营业外收支	-1	2	15	5	4	2
税前利润	564	576	763	1,007	1,335	1,685
利润率	18.5%	16.5%	13.8%	13.3%	14.2%	14.0%
所得税	-71	-49	-62	-101	-134	-169
所得税率	12.7%	8.5%	8.2%	10.0%	10.0%	10.0%
净利润	492	527	701	906	1,202	1,517
少数股东损益	31	23	2	0	0	0
归属于母公司的净利润	461	505	699	906	1,202	1,517
净利率	15.2%	14.4%	12.6%	12.0%	12.8%	12.6%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	492	527	701	906	1,202	1,517
少数股东损益	31	23	2	0	0	0
非现金支出	107	116	206	213	293	385
非经营收益	-19	-27	-2	14	50	86
营运资金变动	-6	-183	-120	-600	-354	-457
经营活动现金净流	575	433	785	533	1,190	1,531
资本开支	-172	-282	-605	-873	-1,206	-1,358
投资	0	-644	170	0	0	0
其他	23	36	93	15	8	8
投资活动现金净流	-149	-890	-342	-858	-1,198	-1,350
股权募资	3	0	87	0	20	40
债权募资	-167	122	-160	257	508	376
其他	-45	954	-220	81	-114	-151
筹资活动现金净流	-209	1,076	-294	337	414	266
现金净流量	217	619	149	13	407	447

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,437	2,076	2,287	2,298	2,704	3,150
应收款项	1,734	1,867	2,764	3,399	4,216	5,404
存货	322	425	899	914	1,103	1,405
其他流动资产	51	589	534	539	556	581
流动资产	3,545	4,957	6,485	7,150	8,579	10,540
%总资产	75.9%	79.3%	75.0%	71.8%	69.8%	69.2%
长期投资	67	88	73	73	73	73
固定资产	897	998	1,718	2,462	3,328	4,254
%总资产	19.2%	16.0%	19.9%	24.7%	27.1%	27.9%
无形资产	64	71	138	192	243	292
非流动资产	1,128	1,295	2,160	2,803	3,720	4,695
%总资产	24.1%	20.7%	25.0%	28.2%	30.2%	30.8%
资产总计	4,672	6,252	8,644	9,953	12,299	15,235
短期借款	14	152	2	323	831	1,208
应付款项	1,333	1,393	2,886	2,899	3,497	4,456
其他流动负债	127	228	162	196	244	311
流动负债	1,474	1,773	3,051	3,418	4,573	5,974
长期贷款	20	0	0	0	0	0
其他长期负债	234	983	1,027	942	957	988
负债	1,728	2,756	4,078	4,359	5,530	6,962
普通股股东权益	2,694	3,496	4,211	5,238	6,414	7,917
其中：股本	409	408	412	412	412	412
未分配利润	1,462	1,877	2,520	3,368	4,504	5,947
少数股东权益	250	0	356	356	356	356
负债股东权益合计	4,672	6,252	8,644	9,953	12,299	15,235

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	1.129	1.235	1.697	2.200	2.918	3.684
每股净资产	6.594	8.558	10.224	12.720	15.575	19.225
每股经营现金净流	1.408	1.060	1.905	1.295	2.891	3.717
每股股利	0.060	0.100	0.118	0.140	0.160	0.180
回报率						
净资产收益率	17.13%	14.43%	16.59%	17.30%	18.74%	19.16%
总资产收益率	9.88%	8.07%	8.08%	9.10%	9.77%	9.96%
投入资本收益率	14.52%	9.71%	11.23%	12.21%	13.96%	14.76%
增长率						
主营业务收入增长率	-3.63%	14.81%	58.61%	36.80%	24.06%	28.17%
EBIT 增长率	-5.63%	-5.98%	37.84%	38.53%	43.27%	29.67%
净利润增长率	14.93%	9.33%	38.49%	29.67%	32.63%	26.23%
总资产增长率	7.99%	33.80%	38.27%	15.14%	23.57%	23.87%
资产管理能力						
应收账款周转天数	121.6	105.8	96.6	97.0	97.0	97.0
存货周转天数	53.9	51.5	56.2	57.0	57.0	57.0
应付账款周转天数	131.9	108.3	96.3	95.0	95.0	95.0
固定资产周转天数	100.8	89.6	93.2	87.1	86.4	80.3
偿债能力						
净负债/股东权益	-47.63%	-48.48%	-44.23%	-30.57%	-23.75%	-20.28%
EBIT 利息保障倍数	-41.4	-38.6	-16.2	-24.5	216.7	64.3
资产负债率	36.99%	44.09%	47.17%	43.80%	44.96%	45.70%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-04-17	增持	56.43	76.00~80.00
2	2022-08-30	增持	92.10	N/A
3	2022-10-20	增持	85.56	N/A
4	2022-10-28	增持	91.10	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街26号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号	新闻大厦8层南侧	地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心
紫竹国际大厦7楼		18楼1806