

伯特利 (603596)

2023 年半年报点评：产能持续扩张，业绩同比高增长！

买入（维持）

2023 年 08 月 29 日

证券分析师 黄细里

执业证书：S0600520010001
021-60199793

huangxl@dwzq.com.cn

证券分析师 谭行悦

执业证书：S0600523070001
tanxy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入（百万元）	5,539	7,509	9,714	12,152
同比	59%	36%	29%	25%
归属母公司净利润（百万元）	699	870	1,190	1,534
同比	38%	25%	37%	29%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	1.70	2.11	2.89	3.73
P/E（现价&最新股本摊薄）	37.05	29.75	21.74	16.87

关键词：#产能扩张

投资要点

- **公告要点：**公司公布 2023 年半年报，业绩略低于我们预期。2023 年 H1 实现营收 30.94 亿元，同比+46.40%，环比-9.66%；实现归母净利润 3.56 亿元，同比+26.76%，环比-14.98%；实现扣非归母净利润 3.26 亿元，同比+51.88%，环比-12.81%。2023 年 Q2 实现营收 15.95 亿元，同比+45.05%，环比+6.36%；实现归母净利润 1.83 亿元，同比+28.93%，环比+6.40%；实现扣非归母净利润 1.68 亿元，同比+63.37%，环比+6.12%。
- **各项业务同比增长，积极拓展国内外新客户。**2023 年 H1，公司智能电控产品（EPB/ESC/ADAS/C-EPS）实现销量 151.3 万套，同比+78%，盘式制动器实现销量 121.6 万套，同比+30.9%，轻量化制动零部件实现销量 380.3 万套，同比+15.8%，转向系统产品实现销量 109 万套。根据公司披露，截至 2023H1 盘式制动器/轻量化产品/EPB 产品在研项目分别达到 146/77/61 项，去年同期分别为 142/36/59 项，轻量化业务在研项目大幅提升。
- **产品结构改变推动毛利率提升，规模效应推动费用率同比下降。**2023 年 Q2 公司实现毛利率 22.8%，环比+1.25pct，同比+0.95pct，核心原因是毛利率较低的盘式制动器增速低于高毛利的 EPB 和轻量化零部件产品。产品结构的优化推动整体毛利率提升。2023Q2 公司实现费用率 9.36%，同比-1.84pct，核心因为公司营收同比+45.1%，营收大幅提升后有效摊薄研发费用率，使得整体费用率同比明显下降。
- **稳步推进产品技术研发，持续加快产能建设。**公司在线控制动/EPB/轻量化零部件的维度持续投入技术研发，致力于实现 WCBS2.0/EMB 的产业化进程，并持续在 EPB 新项目研发及新技术迭代上进行投入。在轻量化领域，公司将进一步拓展品类，包括副车架、铸铝卡钳以及轮房等产品，满足客户的多样化需求。同时，公司基于在手订单持续加快产能建设，进一步提升卡钳/EPB/EPS/轻量化（国内+墨西哥）的产能布局。
- **盈利预测与投资评级：**基于核心产品出货量不及预期，我们下调公司 2023-2025 年营收预测为 75.1/97.1/121.5 亿元（前值为 80.1/107.6/133.7 亿元），同比分别+36%/+29%/+25%；下调 2023-2025 年归母净利润预测为 8.7/11.9/15.3 亿元（前值为 9.6/13.5/17.5 亿元），同比分别+25%/+37%/+29%，对应 PE 分别为 30/22/17 倍，鉴于后续加快产能建设，维持“买入”评级。
- **风险提示：**芯片短缺超出预期；新能源渗透率增长不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	77.30
一年最低/最高价	58.80/106.04
市净率(倍)	7.38
流通 A 股市值(百万元)	31,702.82
总市值(百万元)	31,831.02

基础数据

每股净资产(元,LF)	10.47
资产负债率(% ,LF)	46.53
总股本(百万股)	411.79
流通 A 股(百万股)	410.13

相关研究

《伯特利(603596)：2023 年一季报业绩点评：智能电控产品高增长，客户结构持续优化》

2023-04-28

《伯特利(603596)：2022 年报点评：新项目加速落地，业绩同比高增长》

2023-03-22

伯特利三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	6,485	8,727	10,974	14,097	营业总收入	5,539	7,509	9,714	12,152
货币资金及交易性金融资产	2,688	2,489	3,441	4,079	营业成本(含金融类)	4,296	5,923	7,630	9,494
经营性应收款项	2,806	4,973	5,667	7,715	税金及附加	30	60	58	61
存货	899	1,077	1,682	2,016	销售费用	59	90	112	140
合同资产	0	0	0	0	管理费用	127	191	233	292
其他流动资产	92	188	184	287	研发费用	378	436	544	681
非流动资产	2,160	2,187	2,213	2,237	财务费用	(40)	(40)	(33)	(66)
长期股权投资	0	5	10	15	加:其他收益	97	111	97	122
固定资产及使用权资产	1,421	1,279	1,127	965	投资净收益	7	15	29	12
在建工程	303	403	503	603	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	136	200	272	352	减值损失	(43)	12	16	20
商誉	2	2	3	4	资产处置收益	(2)	(15)	15	24
长期待摊费用	1	0	0	0	营业利润	748	972	1,327	1,730
其他非流动资产	297	297	297	297	营业外净收支	15	(1)	1	1
资产总计	8,644	10,914	13,187	16,333	利润总额	763	971	1,328	1,731
流动负债	3,051	4,447	5,524	7,130	减:所得税	62	97	133	190
短期借款及一年内到期的非流动负债	2	2	2	2	净利润	701	874	1,195	1,541
经营性应付款项	2,772	3,973	4,843	6,233	减:少数股东损益	2	3	5	6
合同负债	18	13	17	22	归属母公司净利润	699	870	1,190	1,534
其他流动负债	258	458	661	874	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.70	2.11	2.89	3.73
非流动负债	1,027	1,027	1,027	1,027	EBIT	703	910	1,220	1,591
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	866	1,171	1,493	1,876
应付债券	665	665	665	665	毛利率(%)	22.44	21.12	21.46	21.87
租赁负债	6	6	6	6	归母净利率(%)	12.61	11.59	12.26	12.63
其他非流动负债	356	356	356	356	收入增长率(%)	58.61	35.56	29.37	25.09
负债合计	4,078	5,474	6,551	8,158	归母净利润增长率(%)	38.49	24.54	36.81	28.89
归属母公司股东权益	4,211	5,080	6,271	7,805					
少数股东权益	356	359	364	370					
所有者权益合计	4,567	5,440	6,635	8,176					
负债和股东权益	8,644	10,914	13,187	16,333					

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	重要财务与估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	785	131	1,246	949	每股净资产(元)	9.89	12.01	14.90	18.62
投资活动现金流	(342)	(290)	(254)	(272)	最新发行在外股份 (百万股)	412	412	412	412
筹资活动现金流	(294)	(40)	(40)	(40)	ROIC(%)	13.40	14.42	16.36	17.53
现金净增加额	146	(199)	952	638	ROE-摊薄(%)	16.59	17.13	18.98	19.66
折旧和摊销	163	261	273	285	资产负债率(%)	47.17	50.16	49.68	49.95
资本开支	(605)	(300)	(278)	(279)	P/E (现价&最新股本摊薄)	37.05	29.75	21.74	16.87
营运资本变动	(120)	(1,033)	(202)	(859)	P/B (现价)	6.35	5.24	4.22	3.38

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)),具体如下:

公司投资评级:

买入:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上;

增持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间;

中性:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间;

减持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级:

增持:预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5% 以上;

中性:预期未来 6 个月内,行业指数相对基准 -5% 与 5%;

减持:预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>