

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

伯特利中报点评：业绩符合预期，智能电控产品销量维持高增

2023年8月31日

事件：公司于8月28日发布2023年半年度报告，23年H1实现营业收入30.94亿元，同比+46.40%，归母净利润3.56亿元，同比+26.76%，扣非归母净利润3.26亿元，同比+51.88%。

点评：

- **产销两旺，业绩实现良好增长。**随着产能释放+新客户开拓，公司收入实现较快增长，低毛利率转向业务并表导致盈利能力有所下滑。2023年Q2实现营业收入15.95亿元（同比+45%），归母净利润1.83亿元（同比+29%），销售毛利率22.8%（同比+1.0pct），销售净利率11.8%（同比-1.1pct）。
- **产能建设有序进行，智能电控产品销量维持高增。**产能方面，墨西哥年产400万件轻量化零部件建设项目产线有望于2023年9月投产使用，新增年产50万套电子驻车制动系统（EPB）卡钳生产线开始筹建，二期轻量化项目建设顺利推进中；线控制动产品第四、五条产线于2023年上半年投产，第六条产线有望于下半年建设完成；新增年产20万套固定式卡钳生产线开始建设，新增30万套EPS产线、30万套EPS-ECU产线有望于下半年开始建设。**销售方面**，2023年H1公司智能电控产品销量151万套，同比+78%；盘式制动器销量122万套，同比+31%；轻量化制动零部件销量380万套，同比+16%；机械转向系统销售109万套。
- **积极开拓国内外客户，持续研发新产品新技术。**市场开拓方面，2023年H1公司在研项目总数409项，新增定点137项，新增量产96项。**产品研发方面**，针对新能源车型自主研发的新一代双控电子驻车制动系统（D-EPB）在原有SmartEPB基础升级，提升新能源车辆驻车可靠性的同时又大大降低了整车厂零部件采购成本，目前已成熟应用在多款新能源车型上；高级驾驶辅助系统（ADAS）产线已在2022年4月投产，累计已有13个项目批量交付，预计下半年还将有8个项目陆续量产；具备制动冗余的下一代线控制动系统（WCBS 2.0）、DP-EPS、R-EPS转向系统、线控转向系统的研发工作顺利推进中。
- **盈利预测与投资评级：**公司是国内领先的汽车底盘厂商，有望持续受益于智能底盘、轻量化行业的高景气度，实现业绩的良好增长。**我们预计公司2023-2025年归母净利润为9.58、13.75、17.91亿元，对应PE分别为33、23、18倍，维持“买入”评级。**
- **风险因素：**原材料价格波动、汇率波动、客户开拓不及预期、配套车型销量不及预期。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	3,492	5,539	8,026	9,924	11,907
增长率 YoY	14.8%	58.6%	44.9%	23.6%	20.0%
归属母公司净利润 (百万元)	505	699	958	1,375	1,791
增长率 YoY	9.3%	38.5%	37.1%	43.5%	30.2%
毛利率	24.2%	22.4%	21.5%	23.3%	24.0%
净资产收益率 ROE	14.4%	16.6%	18.8%	21.6%	22.4%
EPS(摊薄)(元)	1.23	1.70	2.33	3.34	4.35
市盈率 P/E(倍)	62.11	44.85	32.72	22.79	17.50
市净率 P/B(倍)	8.96	7.44	6.16	4.93	3.92

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2023 年 08 月 30 日收盘价

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	7,457	9,037	10,861	
货币资金	2,076	2,287	2,344	2,734	3,645	
应收票据	122	0	0	0	0	
应收账款	993	1,939	2,310	2,943	3,359	
预付账款	17	56	82	99	117	
存货	425	899	1,042	1,305	1,482	
其他	1,324	1,304	1,679	1,956	2,258	
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	10,146	12,270	14,607	
流动负债	1,773	3,051	3,671	4,527	5,218	
短期借款	130	0	0	0	0	
应付票据	588	1,264	1,450	1,833	2,066	
应付账款	760	1,508	1,816	2,204	2,570	
其他	295	278	405	490	582	
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	4,699	5,554	6,245	
少数股东权益	0	356	359	363	368	
归属母公司股东权益	3,496	4,211	5,088	6,353	7,994	
负债和股东权益	6,252	8,644	10,146	12,270	14,607	

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	8,026	9,924	11,907	
同比(%)	14.8%	58.6%	44.9%	23.6%	20.0%	
归属母公司净利润	505	699	958	1,375	1,791	
同比(%)	9.3%	38.5%	37.1%	43.5%	30.2%	
毛利率(%)	24.2%	22.4%	21.5%	23.3%	24.0%	
ROE(%)	14.4%	16.6%	18.8%	21.6%	22.4%	
EPS(摊薄)(元)	1.23	1.70	2.33	3.34	4.35	
P/E	62.11	44.85	32.72	22.79	17.50	
P/B	8.96	7.44	6.16	4.93	3.92	
EV/EBITDA	40.01	36.08	22.76	16.04	12.13	

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	8,026	9,924	11,907	
营业成本	2,648	4,296	6,297	7,615	9,044	
营业税金及附加	24	30	44	54	65	
销售费用	28	59	92	104	119	
管理费用	82	127	184	227	272	
研发费用	239	378	522	615	691	
财务费用	-12	-40	-17	-18	-28	
减值损失合计	9	0	0	0	0	
投资净收益	-3	7	2	4	5	
其他	85	52	139	172	206	
营业利润	575	748	1,046	1,501	1,955	
营业外收支	2	15	0	0	0	
利润总额	576	763	1,046	1,501	1,955	
所得税	49	62	85	122	160	
净利润	527	701	960	1,379	1,796	
少数股东损益	23	2	3	4	5	
归属母公司净利润	505	699	958	1,375	1,791	
EBITDA	681	866	1,304	1,825	2,338	
EPS(当年)(元)	1.24	1.71	2.33	3.34	4.35	

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	981	1,426	2,025	
净利润	527	701	960	1,379	1,796	
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	-5	
营运资金变动	-183	-120	-294	-335	-222	
其它	-10	71	1	2	3	
投资活动现金流	-890	-342	-804	-886	-924	
资本支出	-282	-605	-801	-883	-922	
长期投资	-644	170	-5	-6	-7	
其他	36	93	2	4	5	
筹资活动现金流	1,076	-294	-120	-150	-190	
吸收投资	0	87	0	0	0	
借款	130	104	0	0	0	
支付利息或股息	-55	-156	-120	-150	-190	
现金净增加额	616	146	57	390	911	

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。

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。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：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。