

EPB 发展提速 线控再获突破

伯特利 (603596)

事件概述

公司公告 2021 半年报：2021H1 实现营收 15.4 亿元，同比增长 32.8%，归母净利 2.4 亿元，同比增长 44.1%，扣非归母净利 2.2 亿元，同比增长 56.7%。其中 2021Q2 实现营收 7.6 亿元，同比增长 33.1%；归母净利 1.1 亿元，同比增长 80.0%，扣非归母净利 1.1 亿元，同比增长 124.5%。

分析判断：

► 业绩创单二季度新高 EPB 销量翻倍增长

公司 2021H1 实现营收 15.4 亿元，同比+32.8%，其中 2021Q2 营收 7.6 亿元，同比+33.1%，环比-3.9%，具体包括：

- 1) 电控产品：a. 电子驻车制动 EPB: 2021H1 销量达 55.3 万个，同比+101.8%，对应收入为 4.9 亿元，同比+81.5%，预计随着新项目的逐步量产，2021 全年销量有望突破 130 万套（同比+57%），收入突破 11 亿元（同比+57%）。展望 2022 年之后，EPB 定点持续突破，市占率有望加速提升；b. 线控制动 WCBS: 首个项目 6 月量产，目前稳定爬坡，2021H1 新增一个定点，预计 2021 全年出货量有望达 1-2 万套，明年突破 10 万套。
- 2) 轻量化：2021H1 销量达 311.9 万件，同比+22.1%，对应收入为 4.1 亿元，同比+26.3%，主要客户通用部分受缺芯影响，预计全年收入有望突破 10 亿元（同比+22%）；
- 3) 盘式制动器：2021H1 销量达 82.0 万套，同比+25.3%，对应收入为 5.8 亿元，同比+20.9%，表现相对平稳。

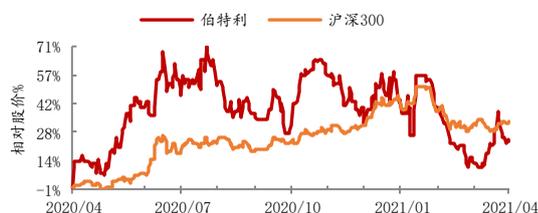
2021H1 扣非归母净利达 2.2 亿元，同比+56.7%，其中 2021Q2 扣非归母净利 1.1 亿元，创单二季度新高，同比+124.5%，环比-4.4%，表现显著优于行业。展望 2021H2，虽然缺芯影响尚存不确定性，但公司增量项目有望抵消该影响实现逆势增长，中长期看 EPB 和轻量化业务均有望实现份额的持续提升，维持高成长。

► 毛利率同比提升 研发持续投入

公司 2021Q2 毛利率为 25.5%，同比+0.6pct，环比-0.2pct，降幅显著低于行业主因高毛利率的 EPB 和轻量化业务占比提升，同时价格转嫁能力也比较强。费用方面，2021Q2 研发费用 0.5 亿元，同比+28.4%，环比+12.5%，对应研发费用率为 6.3%，同比-0.2pct，环比+0.9pct，主因 ADAS 系统和下一代线控制动系统（WCBS 2.0）研发投入加大；销售费用率、管理费用率、财务费用率分别达 1.0%、2.6%、-0.4%，分别环比+0.4pct、+0.3pct、+0.7pct。受毛利率下滑和费用率增加的影响，叠加政府补助环比减少 2,492 万元，2021Q2 净利率环比-2.8pct 至 15.2%。

评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	买入
目标价格：	52.69
最新收盘价：	40.38
股票代码：	603596
52 周最高价/最低价：	45.86/26.6
总市值(亿)	164.98
自由流通市值(亿)	164.20
自由流通股数(百万)	406.63



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

相关研究

1. 【华西汽车】伯特利 (603596) 事件点评：员工持股计划绑定人才 可转债助力转型
2021.06.26
2. 【华西汽车】伯特利 (603596) 2021 一季报点评报告：业绩如期成长 线控量产在即
2021.04.28
3. 【华西汽车】伯特利 (603596) 2020 年报点评报告：业绩符合预期 线控量产在即
2021.04.09

► 线控制动量产在即 智能电动崛起

EHB 量产在即，有望实现国产替代突破。线控制动 EHB 将取代车身稳定系统 ESP 成为智能驾驶执行层的主流产品，渗透率有望加速提升。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，目前已量产，一期产能 30 万套，成为国内首家量产的厂商。公司该产品从新能源车市场发力，逐步向燃油车渗透，有望实现国产替代突破。

电控产品拓展性强，智能电动崛起。新品电动尾门开闭系统集成双控 EPB，具备成本优势，成长空间大，预计公司将凭借成熟的汽车电控系统 ECU 开发能力和车用电机控制技术开发车身控制相关的更多产品，提升系统集成化。同时公司目前在研基于前视摄像系统和前向毫米波雷达的 ADAS 技术，中长期看公司有望成为 ADAS 系统集成供应商，打开公司新的成长通道。

投资建议

公司客户和产品结构双升级，短期受益于轻量化放量和 EPB 渗透率提升，中长期线控制动和 ADAS 系统有望贡献显著增量。调整盈利预测：预计 2021-23 年收入由 38.8/49.2/59.0 亿元调为 37.9/51.1/61.9 亿元，归母净利由 6.0/7.9/9.9 亿元调为 6.0/8.4/10.6 亿元，对应 EPS 为 1.47/2.06/2.59 元，PE 为 28/20/16 倍。参考行业平均估值，考虑到公司未来的成长性，维持按照分部估值法给予公司盘式制动器/轻量化/电控产品 2022 年 15/25/35 倍 PE 估值，目标价由 50.10 元调为 52.69 元，维持买入评级。

风险提示

原材料价格上涨；客户拓展不及预期；缺芯导致行业产量不及预期等。

盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3,157	3,042	3,788	5,107	6,188
YoY (%)	21.3%	-3.6%	24.5%	34.8%	21.2%
归母净利润(百万元)	402	461	600	840	1,060
YoY (%)	69.2%	14.9%	29.9%	40.2%	26.1%
毛利率 (%)	25.9%	26.4%	25.5%	25.9%	26.7%
每股收益 (元)	0.98	1.13	1.47	2.06	2.59
ROE	17.9%	17.1%	18.1%	20.1%	20.1%
市盈率	41.09	35.75	27.51	19.63	15.57

资料来源：wind，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)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	3,042	3,788	5,107	6,188	净利润	492	606	849	1,070
YoY (%)	-3.6%	24.5%	34.8%	21.2%	折旧和摊销	103	69	49	48
营业成本	2,238	2,821	3,785	4,537	营运资金变动	-6	-435	-3	-64
营业税金及附加	22	26	35	43	经营活动现金流	584	240	895	1,054
销售费用	27	38	26	31	资本开支	-172	-263	-180	-177
管理费用	80	95	128	155	投资	0	0	0	0
财务费用	-12	-22	-22	-26	投资活动现金流	-149	-262	-180	-177
资产减值损失	-4	0	0	0	股权募资	3	0	0	0
投资收益	-1	1	0	0	债务募资	8	-8	0	0
营业利润	565	696	974	1,229	筹资活动现金流	-209	-9	-1	-1
营业外收支	-1	0	0	0	现金净流量	220	-31	714	876
利润总额	564	696	974	1,229	主要财务指标				
所得税	71	90	125	159	成长能力 (%)				
净利润	492	606	849	1,070	营业收入增长率	-3.6%	24.5%	34.8%	21.2%
归属于母公司净利润	461	600	840	1,060	净利润增长率	14.9%	29.9%	40.2%	26.1%
YoY (%)	14.9%	29.9%	40.2%	26.1%	盈利能力 (%)				
每股收益	1.13	1.47	2.06	2.59	毛利率	26.4%	25.5%	25.9%	26.7%
资产负债表 (百万元)					净利率	16.2%	16.0%	16.6%	17.3%
货币资金	1,437	1,406	2,120	2,996	总资产收益率 ROA	9.9%	10.7%	11.9%	12.2%
预付款项	23	24	35	42	净资产收益率 ROE	17.1%	18.1%	20.1%	20.1%
存货	322	421	556	668	偿债能力 (%)				
其他流动资产	1,763	2,388	2,879	3,302	流动比率	2.40	2.41	2.34	2.44
流动资产合计	3,545	4,239	5,590	7,007	速动比率	2.17	2.16	2.09	2.20
长期股权投资	18	18	18	18	现金比率	0.97	0.80	0.89	1.04
固定资产	840	1,033	1,173	1,314	资产负债率	37.0%	36.0%	37.3%	36.1%
无形资产	62	73	80	87	经营效率 (%)				
非流动资产合计	1,128	1,342	1,495	1,649	总资产周转率	0.65	0.68	0.72	0.71
资产合计	4,672	5,581	7,085	8,657	每股指标 (元)				
短期借款	8	0	0	0	每股收益	1.13	1.47	2.06	2.59
应付账款及票据	1,308	1,571	2,136	2,564	每股净资产	6.59	8.11	10.22	12.87
其他流动负债	158	186	254	303	每股经营现金流	1.43	0.59	2.19	2.58
流动负债合计	1,474	1,757	2,390	2,868	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	20	20	20	20	估值分析				
其他长期负债	234	234	234	234	PE	35.75	27.51	19.63	15.57
非流动负债合计	254	254	254	254	PB	5.19	4.98	3.95	3.14
负债合计	1,728	2,011	2,644	3,122					
股本	409	409	409	409					
少数股东权益	250	256	265	275					
股东权益合计	2,944	3,570	4,441	5,535					
负债和股东权益合计	4,672	5,581	7,085	8,657					

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。