

分析师: 刘智
 登记编码: S0730520110001
 liuzhi@ccnew.com 021-50586775

产品结构优化, 高盈利空间

——伯特利(603596)季报点评

证券研究报告-季报点评

买入(首次)

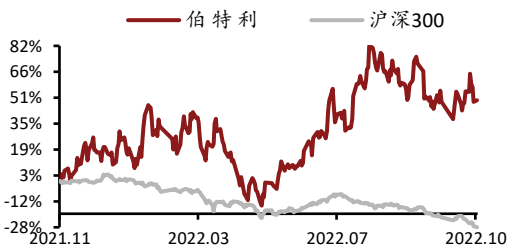
市场数据(2022-10-31)

收盘价(元)	86.50
一年内最高/最低(元)	105.72/49.35
沪深 300 指数	3,508.70
市净率(倍)	9.35
流通市值(亿元)	352.98

基础数据(2022-09-30)

每股净资产(元)	9.25
每股经营现金流(元)	0.58
毛利率(%)	21.99
净资产收益率_摊薄(%)	12.13
资产负债率(%)	47.45
总股本/流通股(万股)	41,030.24/40,806.64
B 股/H 股(万股)	0.00/0.00

个股相对沪深 300 指数表现



资料来源: 聚源数据、中原证券

相关报告

《伯特利(603596)季报点评: 缺芯压制短期业绩, 加码研发即将步入规模收获期》

2021-10-29

《伯特利(603596)中报点评: 订单饱满, 线控制动率先量产》 2021-09-07

联系人: 马崧琦

电话: 021-50586973

地址: 上海浦东新区世纪大道 1788 号 16 楼

邮编: 200122

投资要点:

事件: 公司发布 2022 年前三季度报告, 前三季度实现营业收入 36.84 亿元, 同比增长 58.23%, 归母净利润 4.78 亿元, 同比增长 29.7%, 扣非后归母净利润 3.99 亿元, 同比增长 25.99%。其中第三季度实现营业收入 15.7 亿元, 同比增长 99.49%, 归母净利润 1.98 亿元, 同比增长 54.73%, 实现扣非后归母净利润 1.85 亿元, 同比增长 86.57%。

- **产品结构优化, 盈利创新高。**2022Q3 公司单季度盈利创历史新高, 主要系市场拓展迅速以及轻量化和电控制动业务占比提升。2022 年前三季度, 智能电控产品销售收入为 13.59 亿元, 占公司主营业务收入 38.04%, 同比增长 79.39%; 轻量化制动零部件销售收入为 7.85 亿元, 占公司主营业务收入 21.97%, 同比增长 28.32%。三季度销售毛利率为 21.78%, 同比下降 2.75 个百分点, 小幅承压, 但后续随着公司与国内外更多车企建立战略合作关系, 公司公告称已收到 7 个轻量化项目定点通知, 将提供铸铝前后转向节、铸铝前后控制臂等其他底盘零部件产品的开发和供货服务, 预计 6-7 年生命周期内总销售收入约为 9.5 亿美元。高价值量线控制动系统以及高级驾驶辅助系统项目量产增加, 且公司费用管控水平良好处于稳定, 研发投入不断加大, 公司毛利润有很大提升空间。
- **横向多品类扩展路线, 国产替代加速。**以公司为代表的本土线控产品已形成突破, 相较于海外零部件供应链风险加大, 国内供应商反应迅速且性价比高。公司推出的线控制动系统 One-Box 方案打破国外技术垄断迎来快速发展期, 为奇瑞、江铃、威马等多款车型配套, WCBS1.0 可以支持 L2 级别的车辆, 为满足更高级别线控制动的需求, WCBS2.0 研发顺利推进, 预计将于 2024 上半年量产, 可适用于 L4 及以上车型。公司智能驾驶系统 ADAS 于 2022 年 4 月正式量产交付, 配合 WCBS2.0 将为客户提供更高级别的系统集成功能体验。2022 年 5 月公司完成对万达 45% 的股权收购, 主营业务又延伸至转向系统领域, 从最开始的盘式制动器, 公司已经布局了电控制动、机械制动、智能驾驶、转向系统等产品矩阵。
- **首次覆盖, 给予公司“买入”投资评级。**预计公司 2022-2024 年全面摊薄 EPS 分别为 2.03 元/股、3.09 元/股、4.19 元/股, 按照 10 月 31 日 86.50 元/股收盘价计算, 对应 PE 分别为 42.44 倍, 27.82 倍, 20.52 倍。受益于新能源汽车市场高景气度, 公司智能电控产品不断放量且产品矩阵广泛, 看好公司中长期发展给予公司“买入”投资评级。

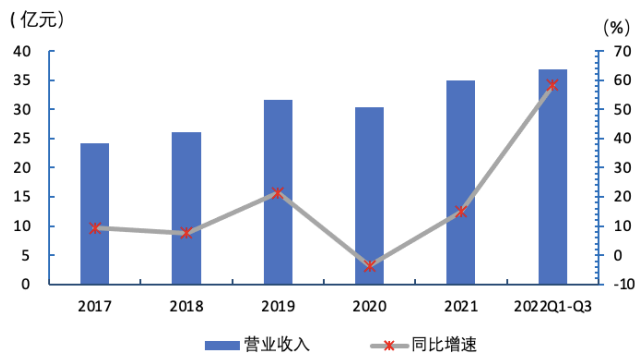
风险提示: 汽车电控制动、轻量化产品配套低于预期、新项目

推进不及预期、原材料价格上涨导致公司经营压力增加。

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	3042	3492	5305	7878	10320
增长比率(%)	-3.63%	14.81%	51.90%	48.50%	31.00%
净利润(百万元)	461	505	831	1268	1719
增长比率(%)	14.93%	9.33%	64.73%	52.53%	35.59%
每股收益(元)	1.12	1.23	2.03	3.09	4.19
市盈率(倍)	76.44	69.91	42.44	27.82	20.52

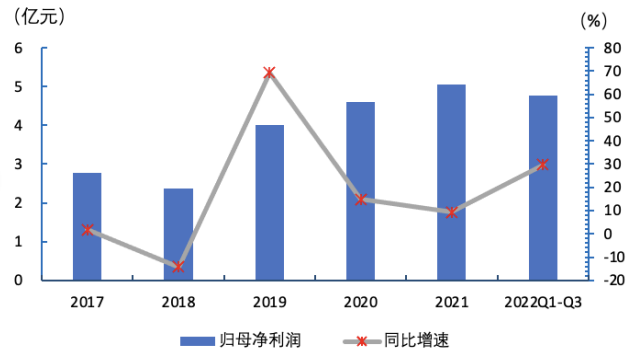
资料来源：聚源数据、中原证券

图 1：公司营业收入及同比增速



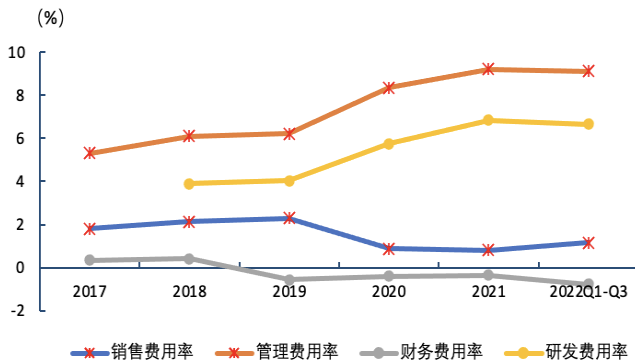
资料来源：中原证券, Wind

图 2：公司归母净利润及同比增速



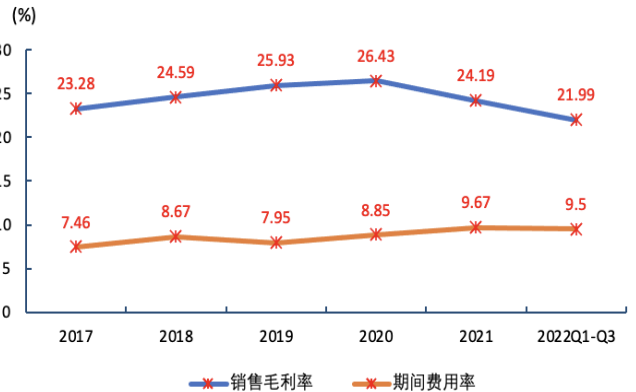
资料来源：中原证券, Wind

图 3：公司研发投入不断加大



资料来源：中原证券, Wind

图 4：毛利率小幅承压，期间费用率稳定



资料来源：中原证券, Wind

财务报表预测和估值数据汇总

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	3545	4957	6445	8226	10453
现金	1437	2076	2207	2449	3160
应收票据及应收账款	1060	1115	1774	2515	3103
其他应收款	8	13	21	30	37
预付账款	23	17	122	179	231
存货	322	425	828	1019	1376
其他流动资产	695	1311	1493	2034	2546
非流动资产	1128	1295	1852	2371	2958
长期投资	18	0	0	0	0
固定资产	840	858	1159	1481	1912
无形资产	62	69	129	189	249
其他非流动资产	208	368	564	702	798
资产总计	4672	6252	8297	10598	13411
流动负债	1474	1773	3146	4177	5270
短期借款	8	130	130	260	130
应付票据及应付账款	1308	1348	2525	3173	4183
其他流动负债	158	295	491	744	956
非流动负债	254	983	949	949	949
长期借款	20	0	0	0	0
其他非流动负债	234	983	949	949	949
负债合计	1728	2756	4095	5126	6218
少数股东权益	250	0	1	3	5
股本	409	408	407	407	407
资本公积	667	808	736	736	736
留存收益	1623	2079	2858	4126	5845
归属母公司股东权益	2694	3496	4201	5469	7188
负债和股东权益	4672	6252	8297	10598	13411

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	584	433	867	904	1752
净利润	492	527	832	1270	1721
折旧摊销	103	116	148	186	238
财务费用	-25	-20	69	104	104
投资损失	1	3	-1	-1	-1
营运资金变动	-6	-183	-172	-638	-294
其他经营现金流	18	-10	-9	-17	-17
投资活动现金流	-149	-890	-508	-688	-807
资本支出	-172	-282	-689	-688	-808
长期投资	0	-644	180	0	0
其他投资现金流	23	36	1	1	1
筹资活动现金流	-209	1076	-229	26	-234
短期借款	-113	122	0	130	-130
长期借款	-29	-20	0	0	0
普通股增加	0	0	-1	0	0
资本公积增加	6	142	-72	0	0
其他筹资现金流	-73	832	-156	-104	-104
现金净增加额	220	616	130	243	711

资料来源：聚源数据、中原证券

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	3042	3492	5305	7878	10320
营业成本	2238	2648	4053	5963	7698
营业税金及附加	22	24	32	47	62
营业费用	27	28	44	65	85
管理费用	80	82	122	173	227
研发费用	175	239	329	488	640
财务费用	-12	-12	-35	-7	-19
资产减值损失	-4	9	-7	0	0
其他收益	66	95	106	158	206
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-1	-3	1	1	1
资产处置收益	0	0	0	0	1
营业利润	565	575	860	1306	1835
营业外收入	1	2	17	17	17
营业外支出	2	0	1	1	1
利润总额	564	576	876	1322	1851
所得税	71	49	44	53	130
净利润	492	527	832	1270	1721
少数股东损益	31	23	1	2	2
归属母公司净利润	461	505	831	1268	1719
EBITDA	657	681	979	1484	2053
EPS (元)	1.13	1.24	2.03	3.09	4.19

主要财务比率

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入 (%)	-3.63%	14.81%	51.90%	48.50%	31.00%
营业利润 (%)	6.67%	1.76%	49.66%	51.90%	40.46%
归属母公司净利润 (%)	14.93%	9.33%	64.73%	52.53%	35.59%
获利能力					
毛利率 (%)	26.43%	24.19%	23.60%	24.30%	25.40%
净利率 (%)	15.17%	14.45%	15.67%	16.09%	16.66%
ROE (%)	17.13%	14.43%	19.78%	23.18%	23.91%
ROIC	16.23%	11.76%	15.56%	19.25%	20.92%
偿债能力					
资产负债率 (%)	36.99%	44.09%	49.35%	48.37%	46.36%
净负债比率 (%)	58.71%	78.85%	97.44%	93.68%	86.44%
流动比率	2.40	2.80	2.05	1.97	1.98
速动比率	2.15	2.52	1.74	1.67	1.67
营运能力					
总资产周转率	0.68	0.64	0.73	0.83	0.86
应收账款周转率	3.00	3.45	4.09	4.09	4.09
应付账款周转率	2.77	3.37	3.79	3.79	3.79
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	1.12	1.23	2.03	3.09	4.19
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.42	1.06	2.11	2.20	4.27
每股净资产 (最新摊薄)	6.57	8.52	10.24	13.33	17.52
估值比率					
P/E	76.44	69.91	42.44	27.82	20.52
P/B	13.09	10.09	8.40	6.45	4.91
EV/EBITDA	19.15	40.01	34.90	22.94	16.18

行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘涨幅-10% 至 10% 之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘跌幅 10% 以上。

公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅 5% 至 15%；

观望：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅-5% 至 5%；

卖出：未来 6 个月内公司相对大盘跌幅 5% 以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。