


2024年01月23日
伯特利 (603596.SH)

SDIC

 **公司快报**

证券研究报告

汽车零部件 III

Q4 业绩略超预期，拟发行可转债加码产能建设

事件: 1月22日，公司发布2023年业绩预告，预计23年营业收入74.5-78.6亿元，同比增长34.5%-41.84%；归母净利润为8.8-9.6亿元，同比增长26.09%-37.02%；扣非归母净利润为8.23-8.9亿元，同比增长39.87%-52.01%。

公司 Q4 单季度业绩高速增长，略超于我们的预期。 预计23Q4单季度营收为23.4-27.5亿元，同比+26.4%-48.9%，环比+17%-49%；环比Q4单季度归母净利润为2.86-3.62亿元，同比+29.7%-64.3%，环比+19.6%-51.5%。我们认为公司Q4业绩高速增长主要系：1) 核心客户销量高增：23Q4 奇瑞/吉利/通用（北美）销量分别同比+90.9%/+24.4%/+14.1%；2) 公司智能电控产品随着产能利用率的提升，毛利率有所提升。

线控制动 WCBS2.0、EMB 等新产品进展提速，募集可转债扩充产能强化国产龙头地位。

1) 2023Q3 公司线控制动产品首次获得某国际著名汽车整车厂定点，项目生命周期6年，总计约44万台。

2) 公司下一代线控制动系统 WCBS 2.0 可满足 L3 级别自动驾驶对于安全冗余的要求，其中 WCBS 2.0 具备双液压力单元，具备可扩展的 EBD、ESC 功能；WCBS 2.0 EHC 产品通过前轮 EHC 配合后轮 EPB 实现电控冗余。目前公司下一代线控制动产品已获多家主机厂定点，预计2024年上半年量产。

3) 公司持续推进线控制动产能布局，截止23年底，公司线控制动目前已具备6条产线，合计约180万套产能。根据公司1月5日发布的可转债预案，此次募投项目建设完成后，可再增加100万套线控制动产能。

4) 公司 EMB 首轮功能样件已顺利研制完成，可转债募投项目提前布局60万套 EMB 产能。

墨西哥工厂开始投产，轻量化产能大幅提升。

1) 国内：根据我们在报告《伯特利：线控制动赛道领跑者，布局线控转向打造底盘域平台型企业》中的梳理，一、二期产能合计约900万套转向节，对应产值约10亿元。根据公司可转债预案，三期转向节、控制臂、副车架产品产能规划不断扩大，预计25年底，三期合计产能可达到600+万套，对应产值约18亿元。

2) 北美：目前墨西哥一期已具备400万套转向节产能，对应年产值约5亿元，已于23年9月正式投产；墨西哥二期项目规划了720万套轻量化产能，对应产值约15亿元，预计24年底正式投产。

投资建议:

投资评级

买入-A
维持评级

12个月目标价

82.2元

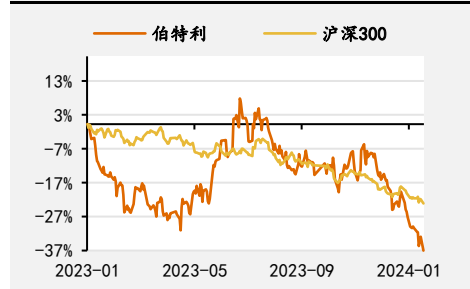
股价 (2024-01-22)

54.26元

交易数据

总市值(百万元)	23508.23
流通市值(百万元)	23508.23
总股本(百万股)	433.25
流通股本(百万股)	432.30
12个月价格区间	54.26/93.04元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-14.3	-16.7	-9.9
绝对收益	-17.8	-25.1	-32.9

徐慧雄

分析师

SAC 执业证书编号: S1450520040002

xuhx@essence.com.cn

李泽

分析师

SAC 执业证书编号: S1450523040001

lize@essence.com.cn

相关报告

Q3 业绩符合预期，智能电控业务稳步增长	2023-10-29
Q2 业绩符合预期，转向系统开始放量	2023-08-29
智能电控产品驱动 2023 年一季度业绩同比大幅增长	2023-04-28
2022 年业绩符合预期，加速	2023-03-22

维持买入-A 投资评级，我们预计公司 2023-2025 年的归母净利润分别为 8.9 亿、11.8 亿、14.4 亿元，对应当前市值，PE 分别为 26.3、19.8 和 16.6 倍。给予 2024 年 30 倍估值，12 个月目标价 82.2 元。

目 风险提示：行业竞争加剧；产能投放进度不及预期。

向线控底盘平台型供应商迈进

线控制动赛道领跑者，布局 2023-02-27
线控转向打造底盘域平台型企业

(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入	34.9	55.4	76.7	96.6	115.7
净利润	5.0	7.0	8.9	11.8	14.4
每股收益(元)	1.16	1.61	2.07	2.74	3.27
每股净资产(元)	8.07	9.72	11.28	13.62	16.07

盈利和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
市盈率(倍)	46.6	33.6	26.3	19.8	16.6
市净率(倍)	6.7	5.6	4.8	4.0	3.4
净利润率	14.4%	12.6%	11.6%	12.2%	12.5%
净资产收益率	14.4%	16.6%	18.3%	20.1%	20.3%
股息收益率	0.2%	0.6%	0.5%	0.7%	1.0%
ROIC	37.0%	41.3%	40.4%	41.2%	60.5%

数据来源：Wind 资讯，国投证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	34.9	55.4	76.7	96.6	115.7	成长性					
减:营业成本	26.5	43.0	59.8	74.5	89.1	营业收入增长率	14.8%	58.6%	38.5%	26.0%	19.7%
营业税费	0.2	0.3	0.4	0.6	0.7	营业利润增长率	1.8%	30.2%	34.5%	31.0%	21.5%
销售费用	0.3	0.6	0.8	1.1	1.2	净利润增长率	9.3%	38.5%	27.7%	32.5%	22.1%
管理费用	0.8	1.3	1.9	2.5	2.7	EBITDA 增长率	-5.4%	42.4%	36.8%	27.4%	19.7%
研发费用	2.4	3.8	4.4	5.8	6.9	EBIT 增长率	-9.0%	43.0%	50.6%	30.6%	21.4%
财务费用	-0.1	-0.4	-0.2	-0.3	-0.4	NOPLAT 增长率	6.7%	26.3%	39.4%	30.6%	21.4%
资产减值损失	0.1	-	0.5	0.3	0.4	投资资本增长率	13.1%	42.4%	28.0%	-17.2%	-0.2%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	18.7%	30.6%	15.2%	19.8%	19.9%
投资和汇兑收益	-	0.1	1.0	1.0	1.0						
营业利润	5.7	7.5	10.1	13.2	16.0	利润率					
加:营业外净收支	-	0.1	-	0.1	0.1	毛利率	24.2%	22.4%	22.0%	22.9%	22.9%
利润总额	5.8	7.6	10.1	13.2	16.1	营业利润率	16.5%	13.5%	13.1%	13.6%	13.8%
减:所得税	0.5	0.6	0.8	1.1	1.3	净利润率	14.4%	12.6%	11.6%	12.2%	12.5%
净利润	5.0	7.0	8.9	11.8	14.4	EBITDA/营业收入	16.4%	14.8%	14.6%	14.7%	14.7%
						EBIT/营业收入	13.1%	11.8%	12.9%	13.3%	13.5%
						运营效率					
资产负债表						固定资产周转天数	88	74	64	46	35
(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	流动营业资本周转天数	71	48	50	45	33
货币资金	20.8	22.9	23.4	39.0	51.5	流动资产周转天数	438	372	333	324	335
交易性金融资产	5.2	4.0	3.1	4.1	3.7	应收帐款周转天数	105	96	108	103	102
应收帐款	10.1	19.5	26.3	29.0	36.7	存货周转天数	39	43	41	41	42
应收票据	1.2	-	7.3	2.6	4.0	总资产周转天数	563	484	430	397	393
预付帐款	0.2	0.6	0.5	0.8	0.8	投资资本周转天数	153	124	120	98	74
存货	4.3	9.0	8.7	13.3	13.4						
其他流动资产	7.9	8.9	7.9	8.2	8.3	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	14.4%	16.6%	18.3%	20.1%	20.3%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	8.4%	8.1%	9.6%	10.5%	10.8%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROIC	37.0%	41.3%	40.4%	41.2%	60.5%
投资性房地产	-	0.1	0.1	0.1	0.1	费用率					
固定资产	8.6	14.1	13.0	11.9	10.7	销售费用率	0.8%	1.1%	1.1%	1.1%	1.0%
在建工程	1.4	3.0	3.0	3.0	3.0	管理费用率	2.4%	2.3%	2.4%	2.6%	2.3%
无形资产	0.7	1.4	1.4	1.6	1.7	研发费用率	6.9%	6.8%	5.7%	6.0%	6.0%
其他非流动资产	2.3	3.0	2.2	2.5	2.6	财务费用率	-0.3%	-0.7%	-0.2%	-0.3%	-0.3%
资产总额	62.5	86.4	96.9	116.1	136.5	四费/营业收入	9.7%	9.4%	9.0%	9.4%	9.0%
短期债务	1.3	-	-	-	-	偿债能力					
应付帐款	8.1	16.2	22.2	23.2	30.8	资产负债率	44.1%	47.2%	45.7%	45.7%	44.6%
应付票据	5.9	12.6	12.7	18.7	19.3	负债权益比	78.8%	89.3%	84.2%	84.2%	80.6%
其他流动负债	2.5	1.6	1.9	2.0	1.8	流动比率	2.80	2.13	2.09	2.21	2.28
长期借款	-	-	-	-	-	速动比率	2.56	1.83	1.86	1.91	2.02
其他非流动负债	9.8	10.3	7.5	9.2	9.0	利息保障倍数	-37.56	-16.37	-51.95	-45.45	-43.96
负债总额	27.6	40.8	44.3	53.1	60.9	分红指标					
少数股东权益	-	3.6	3.9	4.2	4.6	DPS(元)	0.12	0.32	0.28	0.40	0.52
股本	4.1	4.1	4.3	4.3	4.4	分红比率	10.4%	20.0%	13.6%	14.6%	16.1%
留存收益	28.9	36.7	44.4	54.5	66.6	股息收益率	0.2%	0.6%	0.5%	0.7%	1.0%
股东权益	35.0	45.7	52.6	63.0	75.6						
						现金流量表					
						(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
						净利润	5.3	7.0	8.9	11.8	14.4
						加:折旧和摊销	1.2	1.6	1.3	1.3	1.4
						资产减值准备	-0.1	-	-	-	-
						公允价值变动损失	-	-	-	-	-
						财务费用	-0.2	-0.2	-0.2	-0.3	-0.4
						投资收益	-	-0.1	-1.0	-1.0	-1.0
						少数股东损益	0.2	-	0.3	0.3	0.3
						营运资金的变动	-2.6	-2.3	-6.6	3.7	-1.0
						经营活动产生现金流量	4.3	7.8	2.8	15.9	13.8
						投资活动产生现金流量	-8.9	-3.4	1.7	-0.4	1.0
						融资活动产生现金流量	10.8	-2.9	-4.0	0.1	-2.3

资料来源: Wind 资讯, 国投证券研究中心预测

目 公司评级体系

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

目 分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

目 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为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。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

国投证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034