



分析师：崔琰

执业证号：S0100523110002

邮箱：cuiyan@mszq.com

➤ **事件：**公司披露 2023 年报：2023 年实现营收 74.7 亿元，同比+34.9%，归母净利润 8.9 亿元，同比+27.6%，扣非归母净利润 8.6 亿元，同比+45.4%；其中 2023Q4 实现营收 23.7 亿元，同比+27.7%，环比+17.8%；归母净利润 3.0 亿元，同比+34.5%，环比+24.0%；扣非归母净利润 3.1 亿元，同比+65.7%，环比+45.1%。

➤ **经营业绩稳健 利润率相对平稳。**公司 2023 年营收同比+34.9%，其中 2023Q4 营收同比+27.7%、环比+17.8%；我们判断同环比增长主要系公司持续开拓更多国内外客户并建立战略合作关系，新定点项目及量产项目较快增长，新产品投产并开始放量。2023 年扣非归母净利润同比+45.4%，其中 2023Q4 扣非归母净利润同比+65.7%，环比+45.1%，我们判断主要系公司智能电控产品（EPB、EPS、WCBS）、ADAS、机械制动、轻量化底盘结构件实现增量，电子电控产品收入占比提升且产品结构优化，提升盈利水平。

公司 2023 年毛利率达 22.6%，同比+0.1pct；其中 2023Q4 毛利率 23.1%，同比-0.2pct，环比+0.5pct。费用方面，2023 年研发费用达 4.5 亿元，同比+19.0%，对应研发费用率同比-0.8pct 至 6.0%，研发持续投入主因 EPB、WCBS、EPS 等业务的持续技术迭代。2023 年销售费用率、管理费用率、财务费用率分别同比+0.1pct、+0.1pct、+0.2pct 至 1.1%、2.3%、-0.5%，主要系公司业务规模扩大带来费用的持续增长。

➤ **整合稳步推进 进击线控底盘。转向布局落地，整合稳步推进。**2022 年 5 月，公司收购万达 45% 的股权，成为万达的第一大股东；万达董事会由 5 名董事组成，其中公司有权提名 3 名董事。万达主要生产各类转向器、转向管柱系列产品，主要客户包括德国大众、上汽通用五菱、奇瑞、吉利等。公司正在稳步推进整合，参考 2016 年以前的财务数据，万达的净利率在 7%-10%，我们认为在公司的整合协同下，万达的净利率有望提升至 10% 甚至更高水平，并且也已正式启动了 DP-EPS、R-EPS、线控转向系统的研发工作。

剑指线控底盘，线控制动国产替代加速。本次收购将完善公司在汽车底盘领域的布局，丰富和完善公司在汽车安全系统领域的产品线（制动+转向），后续将逐步完善分布式驱动和悬架，最终成为线控底盘供应商，掘金千亿市场，剑指全球汽车零部件百强。智能电动驱动线控制动 EHB 渗透率加速提升，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，紧抓博世 ESP 缺芯的窗口期，新项目持续突破。同时公司紧跟行业趋势，启动开发具备制动冗余功能线控制动系统 WCBS2.0，并开展对电子机械制动（EMB）的预研工作，国产替代加速。

推荐

维持评级

当前价格：

54.66 元

相关研究

- 伯特利 (603596.SH) 深度报告：线控底盘破局者 全球化进程加速-2024/02/27
- 伯特利 (603596.SH) 系列点评二：业绩超预期 智能电动齐驱-2024/01/23
- 伯特利 (603596.SH) 系列点评一：可转债扩建产能 全球化再进一步-2024/01/07
- 伯特利 (603596.SH) 2023 年一季报点评：业绩符合预期，打造智能底盘生态-2023/04/28
- 伯特利 (603596.SH) 2022 年年报点评：Q4 业绩符合预期，智能底盘持续发力-2023/03/24

把握窗口期积极扩产 全球化再进一步。行业端：1) 智能化：伴随全球智能驾驶产业的快速发展，以主动安全为主要功能的高级驾驶辅助功能（ADAS）已逐步实现产业化，产品包括车身电子稳定系统(ESC)、自适应巡航系统(ACC)、自动紧急刹车系统(AEB)、自动泊车系统(APS)等，上述功能的实现以制动系统电子化为基础，线控制动系统作为汽车制动系统的发展方向近年来渗透率快速提升，2025年中国线控制动市场规模预计突破160亿元，行业发展处于窗口期。**2) 电动化：**受益于新能源车渗透率提升及汽车电子电气架构升级，电子驻车制动(EPB)系统替代机械式驻车制动系统已成为行业趋势，2025年中国电子驻车制动系统市场规模预计达到230亿元。**3) 轻量化：**汽车轻量化作为降低传统燃油汽车油耗以及提升新能源车性能的重要途径，已成为大势所趋。

公司端：1) 智能化：公司积极布局线控制动系统并成为国内首家规模化量产和交付线控制动系统的供应商，1月5日公告拟发行可转债建设年产100万套线控底盘制动系统，有利于公司把握窗口期机遇、进一步扩大先发优势。**2) 电动化：**公司是国内首家实现EPB量产的供应商，现有EPB产能已接近峰值，1月5日公告拟发行可转债扩产100万套，可有效缓解公司产能瓶颈、进一步强化竞争优势，保持市场地位领先。**3) 轻量化：**公司2012年起即从事轻量化制动零部件的产研销，至今积累大量产品开发经验、建立了完善的产品矩阵，并于2020年起开展全球化布局、筹建墨西哥生产基地，2023年墨西哥年产400万套轻量化零部件项目已投产，1月5日公告拟发行可转债扩建墨西哥产能，有利于公司轻量化业务优势进一步强化、全球化布局再进一步。

投资建议：公司客户和产品结构双升级，短期受益于EPB和线控制动等智能电控业务渗透率提升，中长期线控底盘有望贡献显著增量、墨西哥产能逐步爬坡、拟发行可转债新增产能带动公司规模持续提升，预计公司2024-2026年收入为98.80/130.75/163.43亿元，归母净利润为11.72/15.66/19.82亿元，对应EPS为2.70/3.62/4.57元，对应2024年3月28日54.66元/股的收盘价，PE分别为20/15/12倍，维持“推荐”评级。

风险提示：汽车销量不及预期；竞争加剧；原材料价格上涨；客户拓展不及预期；海外拓展不及预期等。

盈利预测与财务指标

| 项目/年度 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------------|-------|-------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 7,474 | 9,880 | 13,075 | 16,343 |
| 增长率(%) | 34.9 | 32.2 | 32.3 | 25.0 |
| 归属母公司股东净利润(百万元) | 891 | 1,172 | 1,566 | 1,982 |
| 增长率(%) | 27.6 | 31.4 | 33.7 | 26.5 |
| 每股收益(元) | 2.06 | 2.70 | 3.62 | 4.57 |
| PE | 27 | 20 | 15 | 12 |
| PB | 4.2 | 3.6 | 3.0 | 2.5 |

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为2024年3月28日收盘价）

公司财务报表数据预测汇总

| 利润表 (百万元) | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------|-------|-------|--------|--------|
| 营业总收入 | 7,474 | 9,880 | 13,075 | 16,343 |
| 营业成本 | 5,787 | 7,636 | 10,092 | 12,594 |
| 营业税金及附加 | 41 | 63 | 84 | 105 |
| 销售费用 | 84 | 110 | 146 | 183 |
| 管理费用 | 175 | 231 | 306 | 383 |
| 研发费用 | 450 | 622 | 824 | 1,030 |
| EBIT | 989 | 1,315 | 1,754 | 2,213 |
| 财务费用 | -37 | -21 | -32 | -48 |
| 资产减值损失 | -5 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | -8 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 1,015 | 1,336 | 1,787 | 2,261 |
| 营业外收支 | 2 | 0 | 0 | 0 |
| 利润总额 | 1,017 | 1,336 | 1,787 | 2,261 |
| 所得税 | 106 | 140 | 187 | 236 |
| 净利润 | 911 | 1,197 | 1,600 | 2,025 |
| 归属于母公司净利润 | 891 | 1,172 | 1,566 | 1,982 |
| EBITDA | 1,215 | 1,580 | 2,081 | 2,608 |

| 资产负债表 (百万元) | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-------------|--------|--------|--------|--------|
| 货币资金 | 2,340 | 3,098 | 4,117 | 5,404 |
| 应收账款及票据 | 2,646 | 3,427 | 4,574 | 5,713 |
| 预付款项 | 31 | 62 | 80 | 95 |
| 存货 | 1,037 | 1,421 | 1,894 | 2,339 |
| 其他流动资产 | 1,665 | 1,560 | 1,687 | 1,857 |
| 流动资产合计 | 7,718 | 9,568 | 12,352 | 15,408 |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 2,177 | 2,526 | 2,855 | 3,178 |
| 无形资产 | 155 | 172 | 180 | 189 |
| 非流动资产合计 | 3,028 | 3,372 | 3,697 | 4,019 |
| 资产合计 | 10,747 | 12,940 | 16,049 | 19,428 |
| 短期借款 | 284 | 284 | 284 | 284 |
| 应付账款及票据 | 3,637 | 4,690 | 6,299 | 7,828 |
| 其他流动负债 | 311 | 446 | 580 | 718 |
| 流动负债合计 | 4,233 | 5,420 | 7,163 | 8,830 |
| 长期借款 | 59 | 59 | 59 | 59 |
| 其他长期负债 | 401 | 401 | 401 | 401 |
| 非流动负债合计 | 460 | 460 | 460 | 460 |
| 负债合计 | 4,693 | 5,880 | 7,623 | 9,290 |
| 股本 | 433 | 433 | 433 | 433 |
| 少数股东权益 | 377 | 402 | 435 | 478 |
| 股东权益合计 | 6,054 | 7,060 | 8,426 | 10,138 |
| 负债和股东权益合计 | 10,747 | 12,940 | 16,049 | 19,428 |

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

| 主要财务指标 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|
| 成长能力 (%) | | | | |
| 营业收入增长率 | 34.93 | 32.20 | 32.33 | 25.00 |
| EBIT 增长率 | 40.66 | 32.96 | 33.38 | 26.15 |
| 净利润增长率 | 27.57 | 31.41 | 33.71 | 26.53 |
| 盈利能力 (%) | | | | |
| 毛利率 | 22.57 | 22.71 | 22.82 | 22.94 |
| 净利润率 | 11.93 | 11.86 | 11.98 | 12.13 |
| 总资产收益率 ROA | 8.30 | 9.05 | 9.76 | 10.20 |
| 净资产收益率 ROE | 15.70 | 17.60 | 19.60 | 20.52 |
| 偿债能力 | | | | |
| 流动比率 | 1.82 | 1.77 | 1.72 | 1.75 |
| 速动比率 | 1.54 | 1.47 | 1.43 | 1.45 |
| 现金比率 | 0.55 | 0.57 | 0.57 | 0.61 |
| 资产负债率 (%) | 43.67 | 45.44 | 47.50 | 47.82 |
| 经营效率 | | | | |
| 应收账款周转天数 | 114.70 | 117.23 | 118.14 | 117.27 |
| 存货周转天数 | 65.41 | 67.93 | 68.50 | 67.80 |
| 总资产周转率 | 0.77 | 0.83 | 0.90 | 0.92 |
| 每股指标 (元) | | | | |
| 每股收益 | 2.06 | 2.70 | 3.62 | 4.57 |
| 每股净资产 | 13.10 | 15.37 | 18.44 | 22.30 |
| 每股经营现金流 | 1.57 | 3.62 | 4.44 | 5.38 |
| 每股股利 | 0.34 | 0.54 | 0.72 | 0.91 |
| 估值分析 | | | | |
| PE | 27 | 20 | 15 | 12 |
| PB | 4.2 | 3.6 | 3.0 | 2.5 |
| EV/EBITDA | 17.85 | 13.73 | 10.42 | 8.32 |
| 股息收益率 (%) | 0.62 | 0.99 | 1.32 | 1.67 |

| 现金流量表 (百万元) | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-------------|--------|-------|-------|-------|
| 净利润 | 911 | 1,197 | 1,600 | 2,025 |
| 折旧和摊销 | 226 | 264 | 327 | 395 |
| 营运资金变动 | -447 | 95 | -20 | -102 |
| 经营活动现金流 | 678 | 1,570 | 1,922 | 2,332 |
| 资本开支 | -1,032 | -608 | -652 | -718 |
| 投资 | 157 | 0 | 0 | 0 |
| 投资活动现金流 | -841 | -608 | -652 | -718 |
| 股权募资 | 1 | -12 | 0 | 0 |
| 债务募资 | 341 | 0 | -2 | 0 |
| 筹资活动现金流 | 162 | -204 | -251 | -327 |
| 现金净流量 | 6 | 758 | 1,019 | 1,287 |

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投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

| 投资建议评级标准 | 评级 | 说明 |
|---|------|---------------------|
| 以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。 | 推荐 | 相对基准指数涨幅 15%以上 |
| | 谨慎推荐 | 相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间 |
| | 中性 | 相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间 |
| | 回避 | 相对基准指数跌幅 5%以上 |
| 行业评级 | 推荐 | 相对基准指数涨幅 5%以上 |
| | 中性 | 相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间 |
| | 回避 | 相对基准指数跌幅 5%以上 |

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026