

## 新产品业务收入快速提升，产能建设加速释放业绩增长潜力

伯特利(603596.SH)

推荐

维持评级

### 核心观点:

- 事件:** 公司发布 2023 年度财务报告，全年公司实现营业收入 74.74 亿元，同比+34.93%，实现归母净利润 8.91 亿元，同比+27.59%，实现扣非归母净利润 8.55 亿元，同比+36.78%，EPS 为 2.15 元。

### 我们的分析和判断:

- 业务多元化进程顺利推进，新产品产能爬坡带动毛利率稳中有升。** 2023 年公司继续推进由机械制动产品向智能电控、机械转向、轻量化等产品拓展的业务多元化进程，机械制动产品/智能电控产品/机械转向产品/其他产品分别实现营收 33.68 亿元/32.96 亿元/4.83 亿元/0.74 亿元，同比分别+26.55%/+38.81%/+74.29%/+45.23%，新产品业务增速快于机械制动，为公司业绩增长带来新动能。伴随公司新产品交付加速，产能爬坡带动毛利率增长，2023 年公司四大板块产品毛利率分别为 21.22%/20.14%/13.67%/20.24%，同比分别-0.82pct/+0.11pct/+4.19pct/3.01pct，新产品业务毛利率均有不同程度的上涨，带动整体毛利率回升。
- 期间费用率管控良好，研发费用平稳增长。** 2023 年，公司销售/管理/财务费用率分别为 1.12%/2.34%/-0.49%，同比分别+0.06pct/+0.05pct/+0.23pct，期间费用小幅增长，销售费用率的增长来源于公司业务加速拓展带来的质保费用增长，公司产品是零部件国产替代的核心领域，质量保证在公司与外资厂商的竞争中发挥重要作用，管理费用率的增长主要来源于职工薪酬，整体管控较为良好。2023 年公司研发费用为 4.50 亿元，同比+18.97%，研发费用率为 6.02%，同比-0.81pct，伴随公司新产品陆续进入量产交付期，叠加前期新技术研发不断积累成果，研发费用增速放缓，利于公司继续提升产品盈利能力。
- 在手订单不断累计，加快产能扩建释放业绩增长潜力。** 公司已形成良好的市场声誉，引领底盘产品国产替代进程，新增定点进程快于量产交付进程，产品“供不应求”。2023 年，公司 EPB 产品新增定点项目 47 项，新增量产项目 33 项，WCBS 产品新增定点项目 50 项，新增量产项目 25 项，ADAS 产品新增定点项目 17 项，新增量产项目 11 项，机械转向管柱产品新增定点项目 10 项，新增量产项目 4 项，现有产能已无法满足新增定点量产需求，公司积累可观在手订单。为释放业绩增长潜力，公司在 2023 年继续加速推进产能扩建，针对当前紧缺的新产品产能，新增 50 万套/年 EPB 卡钳组装产能、35 万套/年 WCBS 阀体机加产能、60 万套/年 AC6 执行机构组装产能、36 万套/年 WCBS 总成组装产能、1 条 EPB 后钳体机加生产线、15 条转向节机加生产线、7 条转向节机加生产线等，配合公司日趋成熟的新产品研发技术，新增产能将加速满足公司客户订单需求，助力公司业绩保持高增态势。
- 投资建议:** 我们预计公司 2024~2026 年营业收入分别为 101.53/126.45/147.41 亿元，归母净利润分别为 12.37/15.96/19.56 亿元，对应 EPS 分别为 2.85 元、3.68 元、4.52 元，维持“推荐”评级。
- 风险提示:** 1、下游客户销量不及预期的风险；2、新技术研发进展不及预期的风险；3、市场竞争加剧的风险。

### 分析师

石金漫

☎: 010-80927689

✉: shijinman\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130522030002

### 研究助理

秦智坤

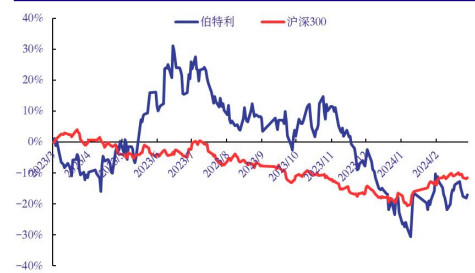
✉: qinzhikun\_yj@chinastock.com.cn

### 市场数据

2024-3-27

股票代码	603596.SH
A 股收盘价(元)	58.09
上证指数	2,993.14
总股本/实际流通 A 股(万股)	43,325/43,230
流通 A 股市值(亿元)	251.12

### 相对沪深 300 表现图



资料来源: 同花顺 iFind, 中国银河证券研究院

### 相关研究

表 1：主要财务指标预测

	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	7,473.78	10,153.35	12,644.78	14,741.16
收入增长率%	34.93	35.85	24.54	16.58
净利润(百万元)	891.50	1,236.59	1,596.00	1,956.38
利润增速%	27.57	38.71	29.06	22.58
毛利率%	22.57	22.57	22.75	23.09
摊薄 EPS(元)	2.06	2.85	3.68	4.52
PE	28.23	20.35	15.77	12.86
PB	4.43	3.64	2.96	2.41
PS	3.37	2.48	1.99	1.71

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院预测

## 附录：公司财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023	2024E	2025E	2026E		2023	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>7718.39</b>	<b>11430.80</b>	<b>14486.59</b>	<b>17003.34</b>	营业收入	7473.78	10153.35	12644.78	14741.16
现金	2339.54	5102.76	6843.60	8279.47	营业成本	5787.06	7862.17	9767.86	11337.21
应收账款	2348.58	3001.01	3593.06	4067.61	营业税金及附加	41.23	55.84	69.55	81.08
其它应收款	12.49	16.92	21.07	24.57	营业费用	83.52	113.72	141.62	165.10
预付账款	30.70	39.31	48.84	56.69	管理费用	174.95	228.45	278.19	302.19
存货	1037.08	1302.36	1609.98	1859.54	财务费用	-36.65	-10.32	-33.49	-57.52
其他	1949.99	1968.44	2370.05	2715.47	资产减值损失	-4.92	-8.00	-10.00	-12.00
<b>非流动资产</b>	<b>3028.36</b>	<b>3416.34</b>	<b>3813.52</b>	<b>3919.93</b>	公允价值变动收益	-0.43	0.00	0.00	0.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	投资净收益	-8.15	10.15	12.64	14.74
固定资产	2177.15	2476.51	2814.73	2857.28	营业利润	1015.45	1401.71	1814.81	2224.02
无形资产	154.93	197.97	228.89	265.87	营业外收入	3.16	9.65	6.41	8.03
其他	696.28	741.85	769.90	796.78	营业外支出	1.65	1.50	1.58	1.54
<b>资产总计</b>	<b>10746.75</b>	<b>14847.14</b>	<b>18300.11</b>	<b>20923.27</b>	利润总额	1016.96	1409.86	1819.64	2230.51
<b>流动负债</b>	<b>4232.95</b>	<b>5047.30</b>	<b>6836.06</b>	<b>7420.16</b>	所得税	106.26	148.04	191.06	234.20
短期借款	284.20	0.00	369.47	28.43	净利润	910.70	1261.83	1628.57	1996.30
应付账款	1950.85	2402.33	3138.71	3553.57	少数股东损益	19.20	25.24	32.57	39.93
其他	1997.90	2644.97	3327.89	3838.16	归属母公司净利润	891.50	1236.59	1596.00	1956.38
<b>非流动负债</b>	<b>459.99</b>	<b>2489.69</b>	<b>2525.32</b>	<b>2568.08</b>	EBITDA	1214.89	2178.12	2524.60	3217.66
长期借款	59.39	89.09	124.72	167.48	EPS (元)	2.06	2.85	3.68	4.52
其他	400.60	2400.60	2400.60	2400.60					
<b>负债合计</b>	<b>4692.94</b>	<b>7536.99</b>	<b>9361.38</b>	<b>9988.24</b>	<b>主要财务比率</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
少数股东权益	376.70	401.93	434.50	474.43	营业收入	34.93%	35.85%	24.54%	16.58%
归属母公司股东权益	5677.11	6908.22	8504.22	10460.60	营业利润	35.73%	38.04%	29.47%	22.55%
<b>负债和股东权益</b>	<b>10746.75</b>	<b>14847.14</b>	<b>18300.11</b>	<b>20923.27</b>	归属母公司净利润	27.57%	38.71%	29.06%	22.58%
					毛利率	22.57%	22.57%	22.75%	23.09%
					净利率	11.93%	12.18%	12.62%	13.27%
					ROE	15.70%	17.90%	18.77%	18.70%
					ROIC	13.84%	13.32%	13.98%	14.81%
					资产负债率	43.67%	50.76%	51.15%	47.74%
					净负债比率	77.52%	103.10%	104.73%	91.34%
					流动比率	1.82	2.26	2.12	2.29
					速动比率	1.54	1.96	1.85	2.01
					总资产周转率	0.77	0.79	0.76	0.75
					应收帐款周转率	3.49	3.80	3.84	3.85
					应付帐款周转率	3.35	3.61	3.53	3.39
					每股收益	2.06	2.85	3.68	4.52
					每股经营现金	1.57	4.72	5.70	6.69
					每股净资产	13.10	15.95	19.63	24.14
					P/E	28.23	20.35	15.77	12.86
					P/B	4.43	3.64	2.96	2.41
					EV/EBITDA	23.10	10.17	8.25	5.93
					P/S	3.37	2.48	1.99	1.71

数据来源：公司公告，中国银河证券研究院预测

## 分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

**石金漫 汽车行业首席分析师。**香港理工大学理学硕士、工学学士。8年汽车、电力设备新能源行业研究经验。曾供职于国泰君安证券研究所，2016-2019年多次新财富、水晶球、II上榜核心组员。2022年1月加入中国银河证券研究院。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

## 评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以摩根士丹利中国指数为基准。	行业评级	推荐： 相对基准指数涨幅 10%以上 中性： 相对基准指数涨幅在-5%~10%之间 回避： 相对基准指数跌幅 5%以上
	公司评级	推荐： 相对基准指数涨幅 20%以上 谨慎推荐： 相对基准指数涨幅在 5%~20%之间 中性： 相对基准指数涨幅在-5%~5%之间 回避： 相对基准指数跌幅 5%以上

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

### 机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683chengxi\_yj@chinastock.com.cn  
 苏一耘 0755-83479312suyiyun\_yj@chinastock.com.cn  
 上海地区：陆韵如 021-60387901luyunru\_yj@chinastock.com.cn  
 李洋洋 021-20252671liyongyang\_yj@chinastock.com.cn  
 北京地区：田薇 010-80927721tianwei@chinastock.com.cn  
 唐嫚玲 010-80927722tangmanling\_bj@chinastock.com.cn