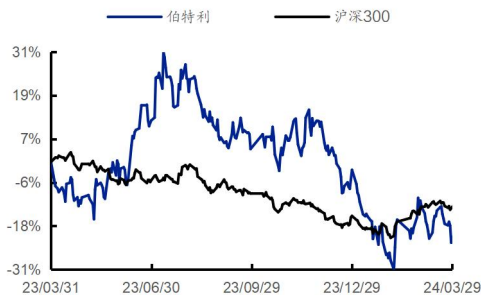


研究所:
 证券分析师: 戴畅 S0350523120004
 daic@ghzq.com.cn

业绩持续高速增长, 拟募资扩产深化全球布局 ——伯特利 (603596) 2023 年年报点评报告

最近一年走势



相对沪深 300 表现	2024/03/29		
表现	1M	3M	12M
伯特利	-11.6%	-19.5%	-21.9%
沪深 300	0.6%	3.1%	-11.7%

市场数据	2024/03/29
当前价格 (元)	55.80
52 周价格区间 (元)	47.11-97.86
总市值 (百万)	24,175.44
流通市值 (百万)	24,122.51
总股本 (万股)	43,325.15
流通股本 (万股)	43,230.30
日均成交额 (百万)	786.35
近一月换手 (%)	1.66

事件:

2024 年 3 月 27 日, 伯特利发布 2023 年年度报告, 2023 年全年公司实现营业收入 74.74 亿元, 同比增长 34.93%; 归母净利润 8.91 亿元, 同比增长 27.57%; 扣非归母净利润 8.55 亿元, 同比增长 36.78%, 业绩同比稳步增长, 均落在业绩预告范围内。

投资要点:

- 2023 年业绩稳步增长, 成本费用管控得当。** 2023 年全年公司实现营业收入 74.74 亿元, 同比增长 34.93%, 归母净利润 8.91 亿元, 同比增长 27.57%。盈利能力方面, 2023 毛利率为 22.57%, 同比增长 0.13%, 净利率为 12.19%, 同比-0.46pct。2023 年期间费用率为 8.99%, 同比下降 0.51pct。具体来看, 销售、管理 (不含研发)、财务、研发费用率分别为 1.12%、2.34%、-0.49%、6.02%, 同比分别为 +0.06pct/0.05pct/0.23pct/-0.81pct。单四季度, 公司实现营业收入 23.68 亿元, 同比增长 27.65%; 归母净利润为 2.97 亿元, 同比增长 34.5%, 环比增长 24.3%; 扣非归母净利润 3.13 亿元, 同比增长 65.61%。2023 年公司产品线不断丰富, 持续创新, 保持高质量和成本优势, 以确保盈利稳定, 并在行业竞争中保持有利地位。
- 三大产品收入快速增长, 产品创新助力持续发展。** 产品端, 机械制动、智能电控与机械转向三大产品业务快速增长。其中机械制动实现营收 33.7 亿元, 同比增长 26.55%; 智能电控产品实现营收 33.0 亿元, 同比增长 38.81%; 机械转向实现营收 4.83 亿元。客户端, 公司客户结构持续优化, 核心客户持续稳定贡献增量。公司主要客户既包括国际及合资客户如通用汽车、上汽通用、长安福特、沃尔沃等客户, 也包括奇瑞、吉利、长安、比亚迪、理想、蔚来等国内优质自主客户。2023 年度新增定点项目总数为 319 项, 其中公司实现轻量化产品在研 49 项, 新增量产 49 项、新增定点 37 项。智能电控产品主要包括 EPB、WCBS 和 ADAS, 其分别实现在研 65 项、66 项、17 项和实现新增量产 33 项、25 项、11 项。其大部分项目类型为新能源车型。同时, 公司持续加大研发投入, 稳步推进新产品研发及量产交付, 公司完成线控制动系统(WCBS)的系统架构、技术途径策划, 以及 WCBS1.5 技术平台的设计、开发和性能测试。并成功获得与国际著名汽车整车厂 WCBS 定点, 其定点项目生命周期 6 年, 产量总计约 44 万台。前湿后干技术方案获得客户认可,

固定钳、四轮 EHC 产品及大缸径 EPB 已经完成开发及投产，同时 EMB 开发项目也获得客户好评。此外根据公司年报，公司前五大客户销售额为 34.72 亿元，占公司年度销售总额的 48.08%，核心客户持续稳定的为公司贡献收入增量。

- **扩大轻量化业务产能，进一步推动全球化扩张。** 公司于 2024 年 1 月 6 日发布可转债预案，计划募集 28.32 亿元投资建设五个项目，分别为电子机械制动项目、线控底盘制动项目、电子驻车项目、高强度铝合金铸件项目和墨西哥轻量化零部件项目。其中，轻量化零部件项目拟投入募集资金金额为 10.31 亿元。墨西哥轻量化零部件项目的本地化布局将缩短对北美客户的生产周期和满足北美客户的需求，有助于开发更多国际客户由此推动轻量化业务的全球化扩张。
- **盈利预测和投资评级** 公司为线控制动自主龙头，产品技术壁垒高并持续升级，竞争优势突出；公司不断拓展能力边界，积极布局转向、悬架、分布式驱动及轻量化领域，有望逐步成长为底盘平台化企业。预计公司 2024-2026 年实现营业收入 100、123、158 亿元，同比增速为 34%、23%、28%；实现归母净利润 12.1、15.1、19.5 亿元，同比增速 36%、25%、29%；EPS 为 2.8、3.5、4.5 元，对应 PE 估值分别为 20、16、12 倍，我们看好公司未来发展，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示** 1) 汽车销量不及预期；2) 零部件行业竞争加剧；3) 原材料价格上涨；4) 客户拓展不及预期；5) 海外拓展不及预期。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	7474	10009	12335	15819
增长率(%)	35	34	23	28
归母净利润（百万元）	891	1210	1509	1951
增长率(%)	28	36	25	29
摊薄每股收益（元）	2.06	2.79	3.48	4.50
ROE(%)	16	18	18	19
P/E	32.23	19.99	16.03	12.39
P/B	5.29	3.51	2.88	2.34
P/S	4.02	2.42	1.96	1.53
EV/EBITDA	23.10	12.46	9.82	7.38

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：伯特利盈利预测表

证券代码:	603596				股价:	55.80				投资评级:	买入				日期:	2024/03/29			
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E										
盈利能力					每股指标														
ROE	16%	18%	18%	19%	EPS	2.15	2.79	3.48	4.50										
毛利率	23%	22%	22%	22%	BVPS	13.09	15.88	19.36	23.87										
期间费率	3%	3%	3%	3%	估值														
销售净利率	12%	12%	12%	12%	P/E	32.23	19.99	16.03	12.39										
成长能力					P/B	5.29	3.51	2.88	2.34										
收入增长率	35%	34%	23%	28%	P/S	4.02	2.42	1.96	1.53										
利润增长率	28%	36%	25%	29%															
营运能力					利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E										
总资产周转率	0.77	0.82	0.82	0.86	营业收入	7474	10009	12335	15819										
应收账款周转率	3.49	3.57	3.41	3.48	营业成本	5787	7797	9578	12268										
存货周转率	5.98	6.21	5.88	6.02	营业税金及附加	41	55	68	87										
偿债能力					销售费用	84	111	137	176										
资产负债率	44%	46%	47%	47%	管理费用	175	235	286	365										
流动比	1.82	1.69	1.68	1.69	财务费用	-37	-40	-42	-53										
速动比	1.54	1.40	1.40	1.41	其他费用/(-收入)	450	629	764	985										
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	营业利润	1015	1360	1704	2201										
现金及现金等价物	2554	2939	3681	4835	营业外净收支	2	0	0	0										
应收款项	2646	3530	4356	5584	利润总额	1017	1360	1704	2201										
存货净额	1037	1475	1780	2294	所得税费用	106	131	169	217										
其他流动资产	1481	1868	2298	2897	净利润	911	1228	1535	1984										
流动资产合计	7718	9812	12116	15610	少数股东损益	19	19	26	33										
固定资产	2177	2724	3192	3561	归属于母公司净利润	891	1210	1509	1951										
在建工程	421	554	681	811	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E										
无形资产及其他	430	466	495	526	经营活动现金流	678	1425	1728	2170										
长期股权投资	0	0	0	0	净利润	891	1210	1509	1951										
资产总计	10747	13555	16484	20507	少数股东损益	19	19	26	33										
短期借款	284	430	622	799	折旧摊销	226	442	517	617										
应付款项	3637	4944	6056	7764	公允价值变动	0	0	0	0										
预收帐款	0	0	0	0	营运资金变动	-447	-269	-360	-478										
其他流动负债	311	445	535	689	投资活动现金流	-841	-1163	-1152	-1159										
流动负债合计	4233	5819	7213	9252	资本支出	-1032	-1158	-1145	-1150										
长期借款及应付债券	59	59	59	59	长期投资	157	-1	0	0										
其他长期负债	401	401	401	401	其他	34	-3	-7	-8										
长期负债合计	460	460	460	460	筹资活动现金流	162	115	166	143										
负债合计	4693	6279	7673	9712	债务融资	341	146	192	177										
股本	433	433	433	433	权益融资	1	-13	0	0										
股东权益	6054	7276	8811	10795	其它	-180	-18	-26	-34										
负债和股东权益总计	10747	13555	16484	20507	现金净增加额	6	384	742	1154										

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【汽车小组介绍】

戴畅，首席分析师，上海交通大学本硕，9年汽车卖方工作经验，全行业覆盖，深耕一线，主攻汽车智能化和电动化，善于把握行业周期拐点，技术突破节奏，以及个股经营变化。

王璟，汽车行业分析师，中国人民大学管理学硕士、新加坡管理大学财务分析专业硕士、吉林大学汽车设计专业学士。3年主机厂汽车设计经验，2年汽车市场研究经验。曾任职于一汽汽研负责自主品牌造型设计工作，目前主要覆盖整车及重点主机厂产业链。

【分析师承诺】

戴畅，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。