

伯特利 (603596)

年报深度拆解系列 (一): 如何看待伯特利后续盈利能力

投资要点:

伯特利未来有望成长为线控底盘系统供应商, 看好中长期成长能力。当前市场担忧伯特利未来盈利成长性。本篇报告分别通过项目数量拆分判断后续营业收入成长, 通过子公司盈利能力判断净利润变化, 以及通过规模效应判断费用率和成本变化, 看好未来公司营收和业绩增长的持续性。

► 从产品项目数量看后续公司营业收入增长

公司自 2022 年开始新增定点项目持续高增, 2021/2022/2023 新增定点项目为 160/368/320 个, 2021/2022/2023 新增量产项目 119/166/241 个, 仍有较多在手项目。考虑汽车安全件从定点到量产需要 6-8 个季度的研发和测试以及 2 个季度销量爬坡, 2023 年下半年开始进入新阶段的加速兑现期。根据历史新增量产项目来看, 伯特利单个新增量产项目年化营收贡献约为 2000-3000 万元, 随着新增量产项目投产, 未来公司营收有望高增长。

► 从子公司业务及业绩看公司盈利能力提升

公司未来收入及业绩增长主要由海外业务和转向等新兴业务贡献。海外业务由威海伯特利和墨西哥公司完成, 2023 年实现营收分别为 13.64/0.04 亿元; 净利润分别为 2.33/-0.27 亿元。考虑到海外需求旺盛、公司项目获取进度加速, 同时威海伯特利和墨西哥公司分工明确, 2024 年两家子公司有望实现营收和业绩的提升。转向业务主要为万达转向完成, 2023 年实现营收 10.3 亿元; 实现净利润 0.46 亿元, 利润率提升有望贡献业绩新增量。

► 从规模效应看公司费用率和营业成本下降

2023 年伯特利产品销量加速增长, 其中盘式制动器/轻量化/智能电控/转向系统销量分别为 284.8/1019.0/372.3/233.3 万件, 分别同比增长 26.6%/31.32%/48.9%。规模效应显著, 制造成本下探明显, 费用端研发人员增长放缓, 在收入高增长的带动下成本和费用率均或持续下探。

► 盈利预测、估值与评级

我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 100.1/130.2/165.9 亿元, 同比增速分别为 33.9%/30.0%/27.5%; 归母净利润分别为 11.8/15.8/20.6 亿元, 同比增速分别为 32.8%/33.8%/29.9%; EPS 分别为 2.73/3.66/4.75 元/股, 3 年期 CAGR 为 32.1%。参考可比公司估值, 2024 年平均 PE 为 29.4 倍, 鉴于公司未来在线控底盘协同效应及海外产能的持续释放, 我们给予公司 2024 年 30 倍 PE, 目标价 81.9 元, 维持“买入”评级。

风险提示: 汽车智能化进度不及预期。零部件行业竞争加剧。可转债募投项目进展不及预期。海外业务经营风险。

行 业: 汽车/汽车零部件
投资评级: 买入 (维持)
当前价格: 53.73 元
目标价格: 81.90 元

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	433.25/432.30
流通 A 股市值(百万元)	23,227.64
每股净资产(元)	13.10
资产负债率(%)	43.67
一年内最高/最低(元)	97.86/47.11

股价相对走势



作者

分析师: 高登
执业证书编号: S0590523110004
邮箱: gaodeng@glsc.com.cn

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	5539	7474	10011	13015	16594
增长率(%)	58.61%	34.93%	33.94%	30.01%	27.50%
EBITDA(百万元)	886	1206	1780	2266	2890
归母净利润(百万元)	699	891	1184	1584	2057
增长率(%)	38.49%	27.59%	32.76%	33.81%	29.87%
EPS(元/股)	1.61	2.06	2.73	3.66	4.75
市盈率(P/E)	35.3	27.7	20.9	15.6	12.0
市净率(P/B)	6.1	4.3	3.7	3.0	2.5
EV/EBITDA	35.6	23.8	12.8	9.6	7.2

数据来源: 公司公告、iFind, 国联证券研究所预测; 股价为 2024 年 04 月 11 日收盘价

相关报告

- 《伯特利 (603596): 2023 年年度报告点评: 智能电控加速, 产品升级有望持续兑现业绩》
2024.04.01
- 《伯特利 (603596): 2023 年业绩预增公告点评: 单季度利润或新高, 智能电控有望加速业绩兑现》
2024.01.23

投资聚焦

核心逻辑

伯特利未来有望成长为线控底盘系统供应商，看好中长期成长能力。当前市场对于伯特利的营业收入、净利润、费用率等方面存在较大担心。本篇报告通过对伯特利 2023 年年报数据进行深入拆解，分别通过项目数量拆分判断后续营业收入成长，通过子公司盈利能力判断净利润变化，以及通过规模效应判断费用率和成本变化，看好 2024 年公司营收和业绩的兑现。

创新之处

受市场竞争加剧等方面影响，市场对于伯特利的营业收入、净利润、费用率等方面存在较大担心，市场对于公司年报研究不足。本篇报告通过对伯特利 2023 年年报数据进行深入拆解，通过对历史数据规律的获取，明确公司后续盈利能力的提升。

盈利预测、估值与评级

我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 100.1/130.2/165.9 亿元，同比增速分别为 33.9%/30.0%/27.5%，归母净利润分别为 11.8/15.8/20.6 亿元，同比增速分别为 32.8%/33.8%/29.9%，EPS 分别为 2.73/3.66/4.75 元/股，3 年期 CAGR 为 32.1%。鉴于公司线控底盘升级清晰，产能释放节奏明确，参照可比公司估值，我们给予公司 2024 年 30 倍 PE，目标价 81.9 元，维持“买入”评级。

投资看点

短期来看，公司 2024 年有望实现营业收入超过 100 亿元，实现归母净利润为 11.8 亿元，营收有望快速增长同时业绩有望持续兑现。

中长期来看，公司产品迭代稳步推进，产能扩张增强竞争能力。公司 WCBS1.5、固定钳、四轮 EHC 产品及大缸径 EPB、EMB 等产品开发进展顺利，新产品有望加速落地。公司 2024 年 1 月向不特定对象发行可转债，拟募集资金 28.3 亿元，主要用于 2-3 年期的新产线的建设。其中，年产 60 万套 EMB 产线、年产 100 万套 WCBS 产线、年产 100 万套 EPB 产线、墨西哥年产 720 万件轻量化及 200 万件制动卡钳产线等新产能有望落地。新客户的开发和客户结构的优化有望充分吸收公司产能，产能扩张有望逐步转化。

正文目录

1. 当下时间点如何看待伯特利后续成长能力？	5
2. 从产品项目数量看后续公司营业收入增长	6
3. 从子公司业务及业绩看公司盈利能力提升	8
4. 从规模效应看公司费用率和营业成本下降	13
5. 盈利预测、估值与投资建议	16
6. 风险提示	17

图表目录

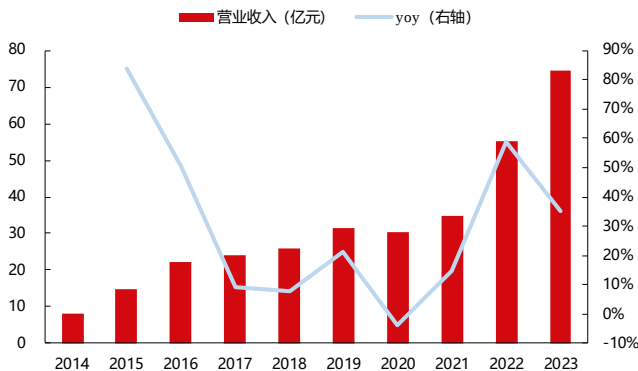
图表 1: 伯特利 2023 年营业收入 74.74 亿元同比高增	5
图表 2: 伯特利 2023 年毛利率微增, 归母净利率微降	5
图表 3: 伯特利 2023 年分业务收入 (亿元)	5
图表 4: 伯特利年报详细拆解思路	6
图表 5: 伯特利产品矩阵持续拓展	6
图表 6: 伯特利新增量产项目及新增定点项目情况 (个)	7
图表 7: 伯特利定点项目和量产项目有 2 年时间差 (个)	7
图表 8: 伯特利传统业务单季度累计新增项目 (个)	7
图表 9: 伯特利新兴业务单季度累计新增项目 (个)	7
图表 10: 伯特利汽车零部件营收及新增量产项目	8
图表 11: 伯特利单项目营收	8
图表 12: 伯特利制造基地和研发中心分布 (单位: 亿元)	8
图表 13: 伯特利主要子公司营业收入 (亿元)	9
图表 14: 伯特利主要子公司净利润 (亿元)	9
图表 15: 北美地区新能源销量 (万辆)	9
图表 16: 北美地区及各家新能源渗透率	9
图表 17: 通用加速新能源车型布局	10
图表 18: 福特 F-150 电动皮卡	10
图表 19: 伯特利制造基地和研发中心分布	10
图表 20: 伯特利墨西哥工厂	11
图表 21: 伯特利墨西哥工厂压铸产线	11
图表 22: 伯特利海外业务进展顺利, 大项目加持充分保证海外业务营收提升	11
图表 23: 威海伯特利产线	11
图表 24: 伯特利海外市场收入及同比增速	12
图表 25: 伯特利海外市场利润率高于国内市场	12
图表 26: 线控转向产品迭代, EPS 产品持续升级	12
图表 27: 万达股份 2016 年下游客户结构	13
图表 28: 万达转向公司盈利能力有望持续提升	13
图表 29: 公司各类产品销量快速提升 (万件)	14
图表 30: 2023 年伯特利毛利率提升 0.13pct	14
图表 31: 营业成本以直接材料为主	14
图表 32: 2023 年单个产品制造成本下降	15
图表 33: 伯特利生产人员数量及年薪稳步增长	15
图表 34: 伯特利 2023 年期间费用率实现下探	15
图表 35: 伯特利费用率中研发费用率占比较高	15
图表 36: 伯特利研发费用结构	16
图表 37: 伯特利研发费用绝对数 (亿元)	16
图表 38: 伯特利研发人员数量和薪酬的提升	16

图表 39: 在研项目的增加逐步摊薄技术开发费用	16
图表 40: 公司营收测算汇总 (百万元)	16
图表 41: 可比公司估值对比表	17

1. 当下时间点如何看待伯特利后续成长能力？

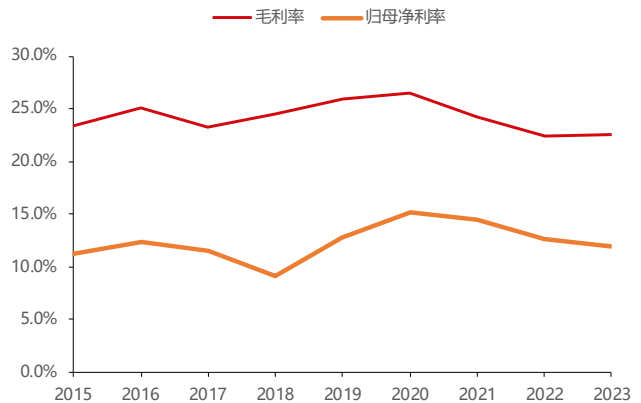
伯特利 2023 年营业收入 74.74 亿元，同比增长 34.9%；毛利率为 22.6%，同比提升 0.13pct；归母净利润为 8.9 亿元，同比增长 27.6%；归母净利率为 11.9%，同比下降 0.69pct。

图表1：伯特利 2023 年营业收入 74.74 亿元同比高增



资料来源：ifind，国联证券研究所

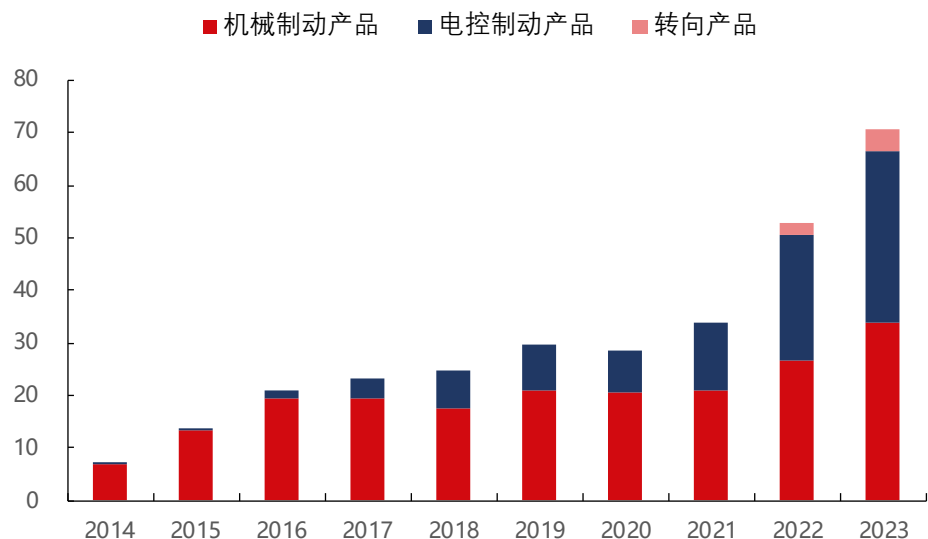
图表2：伯特利 2023 年毛利率微增，归母净利率微降



资料来源：ifind，国联证券研究所

伯特利产品中包括轻量化零部件、盘式制动器、EPB 等相对成熟的产品，同时积极拓展线控制动、ADAS、线控转向、空气悬架等智能底盘组件。营业收入结构来看，机械制动产品（主要包括轻量化零部件和盘式制动器）2023 年实现营收 33.68 亿元，同比增长 26.5%，电控制动产品（主要包括 EPB、ESC、线控制动等）实现营收 32.96 亿元，同比增长 38.8%，转向产品实现营收 4.83 亿元。

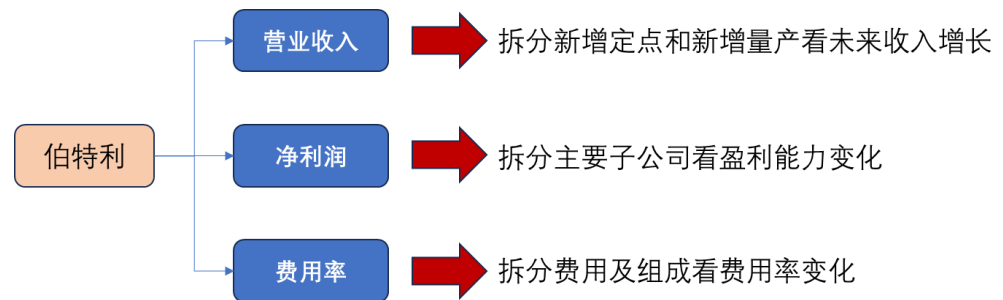
图表3：伯特利 2023 年分业务收入（亿元）



资料来源：ifind，国联证券研究所

受市场竞争加剧等方面影响，市场对于伯特利的营业收入、净利润、费用率等方面存在较大担心，本篇报告通过对伯特利 2023 年年报数据进行深入拆解，分别通过项目数量拆分判断后续营业收入成长，通过子公司盈利能力判断净利润变化，以及通过规模效应判断费用率和成本变化。

图表4：伯特利年报详细拆解思路

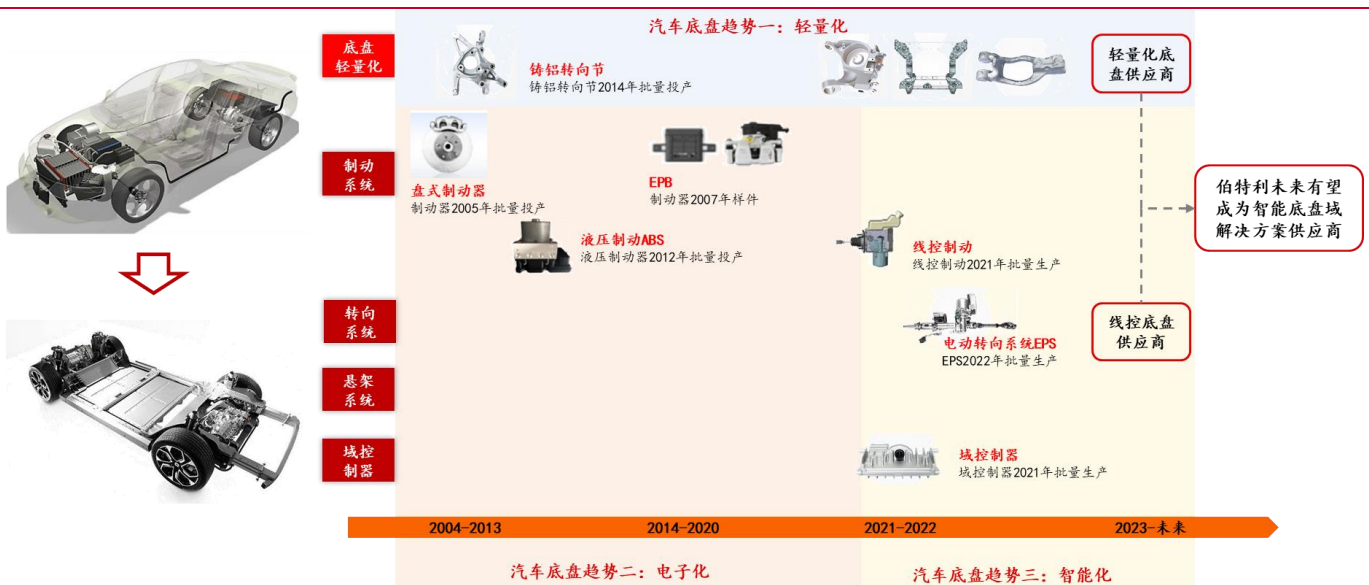


资料来源：国联证券研究所绘制

2. 从产品项目数量看后续公司营业收入增长

伯特利产品持续拓展，矩阵持续丰富。伯特利充分把握底盘升级节奏，包括底盘轻量化、底盘电子化、底盘智能化，契合燃油车向新能源车切换的趋势，逐步从制动专家升级成智能底盘域解决方案供应商。当前产品包括轻量化、盘式制动器、EPB、ESC、EPS 等产品，产品覆盖轻量化、电子化、智能化多方向趋势。

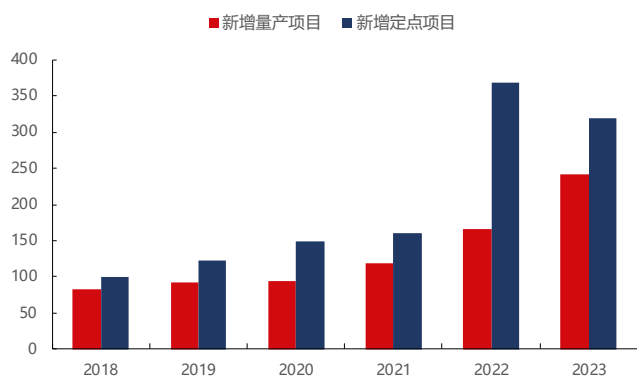
图表5：伯特利产品矩阵持续拓展



资料来源：芜湖伯特利官网，国联证券研究所

公司自 2022 年开始新增定点项目持续高增，考虑从定点到量产的实质关系，2023 年下半年开始进入新阶段的加速兑现期。由于制动产品为安全件，相关产品需要经历“两冬一夏”的测试，即需要 6-8 季度的研发和测试周期。我们比较新增定点项目与新增量产项目的时间对应关系，从新增定点项目/新增量产项目来看，2018-2021 年的新增定点项目与 2020-2023 年新增量产项目的数量增长节奏基本一致，即从项目获取到量产产生收入需要 2 年左右时间，同时考虑到下游客户车型销量爬坡等影响，预计需要 8-10 个季度新增项目贡献营收达到预期峰值。

图表6：伯特利新增量产项目及新增定点项目情况(个)



资料来源：ifind，国联证券研究所

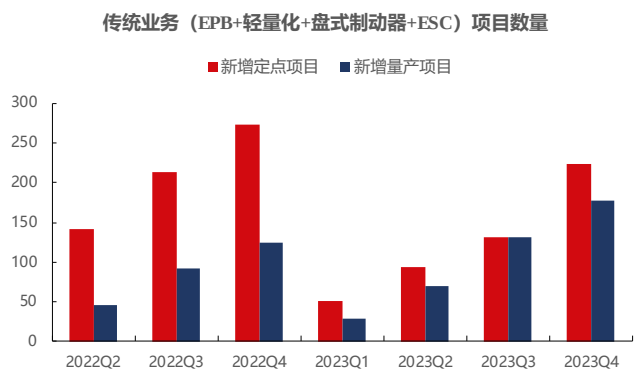
图表7：伯特利定点项目和量产项目有 2 年时间差(个)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023
新增定点项目	99	123	149	160	368	320
新增量产项目	83	92	95	119	166	241

资料来源：ifind，国联证券研究所

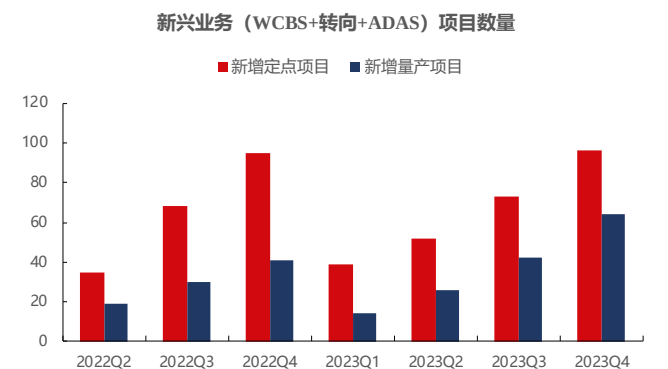
伯特利新兴业务项目获取能力提升，业务结构有望持续升级。传统业务主要包括盘式制动器、轻量化、EPB、ESC 等产品，单季度新增订单项目稳步向上，但涨幅较 2022 年略有下滑。新兴业务中主要包括线控制动、转向业务和 ADAS，受益于新产品上市和产品迭代加速，单季度新增量产数量持续提升，2023 年共获得 96 个新增定点项目，64 个新增量产项目，新兴业务营收有望持续提升。

图表8：伯特利传统业务单季度累计新增项目(个)



资料来源：ifind，国联证券研究所

图表9：伯特利新兴业务单季度累计新增项目(个)

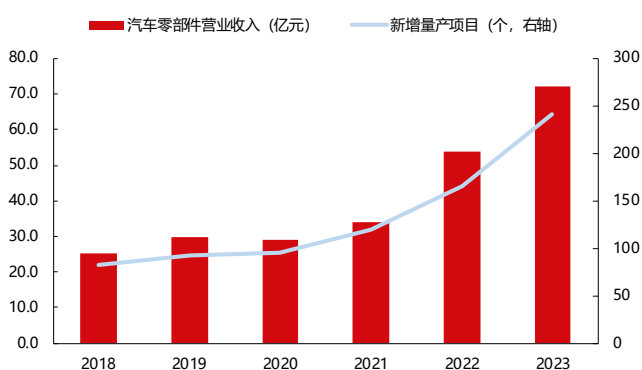


资料来源：ifind，国联证券研究所

根据历史新增量产项目来看，伯特利单个新增量产项目年化营收贡献约为 2000-3000 万元，随着新增量产项目投产，未来公司营收有望高增长。复盘来看，2018 年至 2023 年伯特利保持营业收入和新增量产项目的持续增长。2019 年到 2020 年新增

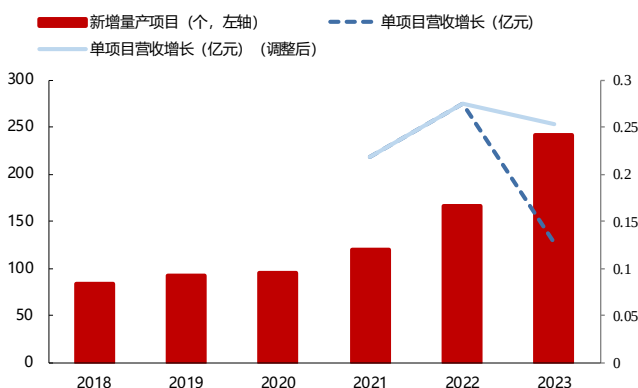
量产项目和汽车零部件业务营业收入均基本持平，我们推断新增量产项目贡献的营收增量需要对冲老产品换代及产品年降的影响，我们认为每年需要 100 个左右的新增量产项目来保持收入的相对稳定。以此为基础，2021-2023 年单项目营收分别为 0.218/0.274/0.127 亿元，2023 年单项目营收下降主要系 2023H2 新增量产项目 145 个，其中 2023Q3 新增量产项目 86 个，2023Q4 新增量产项目 59 个，下半年新增量产项目并未充分贡献收入增量。降低 2023H2 新增量产项目权重后 2023 年单个新增量产项目可贡献 0.253 亿元，符合公司单项目贡献营收 2000-3000 万元区间的规律。随着新增量产项目投产，未来公司营收有望高增长。

图表10：伯特利汽车零部件营收及新增量产项目



资料来源：ifind，国联证券研究所

图表11：伯特利单项目营收



资料来源：ifind，国联证券研究所

3. 从子公司业务及业绩看公司盈利能力提升

新建及新收购的子公司需要经历培育期或调整期之后，可以为公司贡献营业收入及利润增量，当前海外业务和转向业务是公司未来收入及业绩的主要增长点。海外业务主要由威海伯特利和墨西哥公司完成，2023 年实现营收分别为 13.64/0.04 亿元；净利润分别为 2.33/-0.27 亿元。转向业务由主要为万达转向业务完成，2023 年实现营收 10.3 亿元；实现净利润 0.46 亿元。

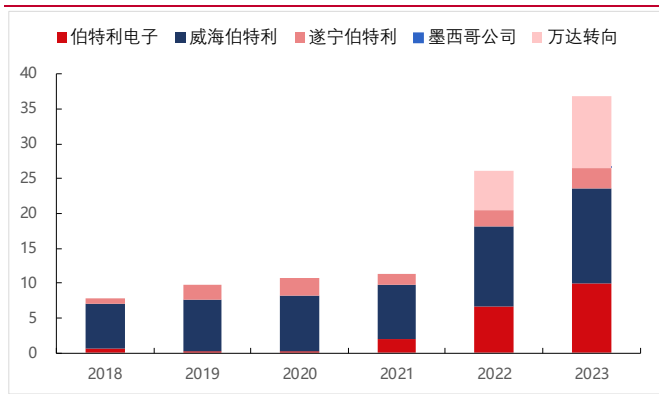
图表12：伯特利制造基地和研发中心分布（单位：亿元）

子公司名称	主要经营地	持股比例 (%)		取得方式	2023 年营业收入	2023 年净利润
		直接	间接			
唐山伯特利	河北省滦南县	100	-	收购		
伯特利电子	安徽省芜湖市	100	-	设立	9.91	0.59
安徽迪亚拉	安徽省芜湖市	100	-	设立		
威海伯特利	山东省乳山市	100	-	设立	13.64	2.33
遂宁伯特利	四川省遂宁市	100	-	设立	2.88	0.13
伯特利材料	安徽省芜湖市	100	-	收购		
长兴伯特利	浙江省湖州市	100	-	设立		
伯特利美国	美国	100	-	设立		

伯特利墨西哥	墨西哥	70	30	设立	0.04	-0.27
浙江双利	浙江省台州市	-	65	设立		
伯特利智能	安徽省芜湖市	-	74	设立		
万达方向机	浙江省杭州市	45	-	收购		
柳州迈帝隆	广西省柳州市	-	45	收购		
杭州迈帝隆	浙江省杭州市	-	45	收购		
芜湖万达	安徽省芜湖市	-	45	收购	10.30	0.46
杭州信盛	浙江省杭州市	-	27	收购		

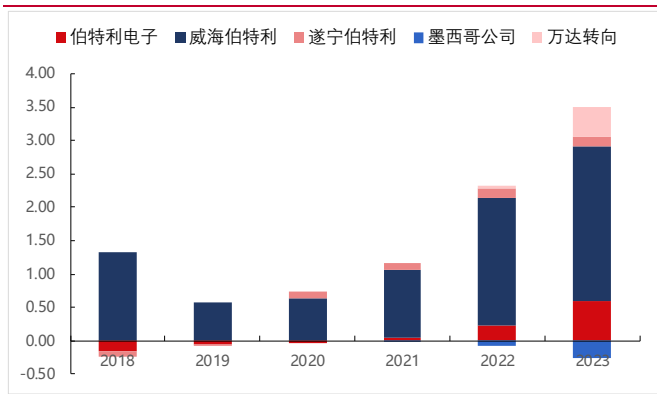
资料来源：伯特利 2023 年年报，国联证券研究所

图表13：伯特利主要子公司营业收入（亿元）



资料来源：伯特利 2023 年年报，国联证券研究所

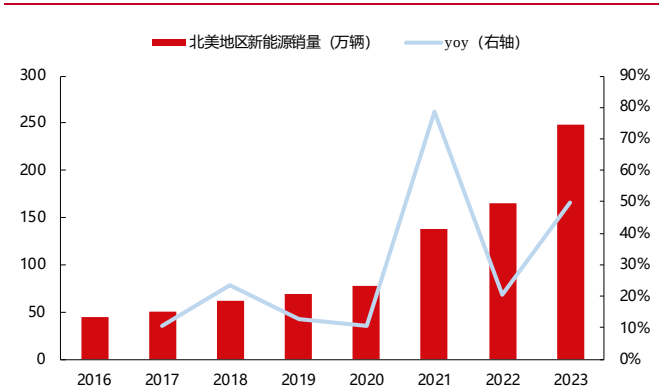
图表14：伯特利主要子公司净利润（亿元）



资料来源：伯特利 2023 年年报，国联证券研究所

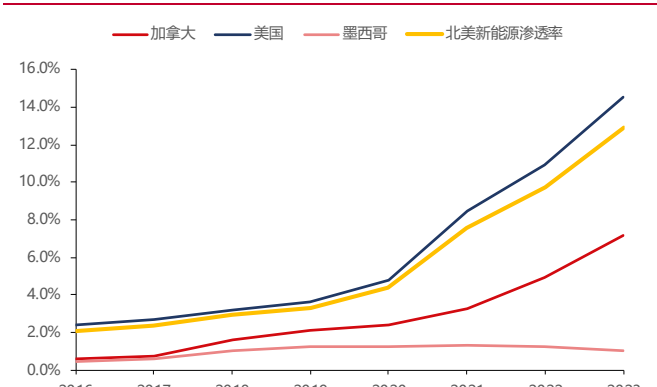
海外业务：北美新能源需求旺盛，催生新能源零部件需求。2023 年北美地区（包括美国、加拿大、墨西哥）新能源销量为 248.4 万辆，同比增长 49.8%。新能源渗透率为 12.9%，同比提升 3.2pct。分地区来看，美国/加拿大/墨西哥的新能源渗透率分别为 14.5%/7.1%/1.1%，同比变化 3.6pct/2.2pct/-0.2pct。受特斯拉影响，通用、福特等公司均加速新能源车布局，北美地区整车厂对轻量化、线控制动等与新能源渗透率相关度较高的零部件产品需求量较大，有望带动海外业务营收上行。

图表15：北美地区新能源销量（万辆）



资料来源：Marklines，国联证券研究所

图表16：北美地区及各家新能源渗透率



资料来源：Marklines，国联证券研究所

图表17：通用加速新能源车型布局



资料来源：盖世汽车，国联证券研究所

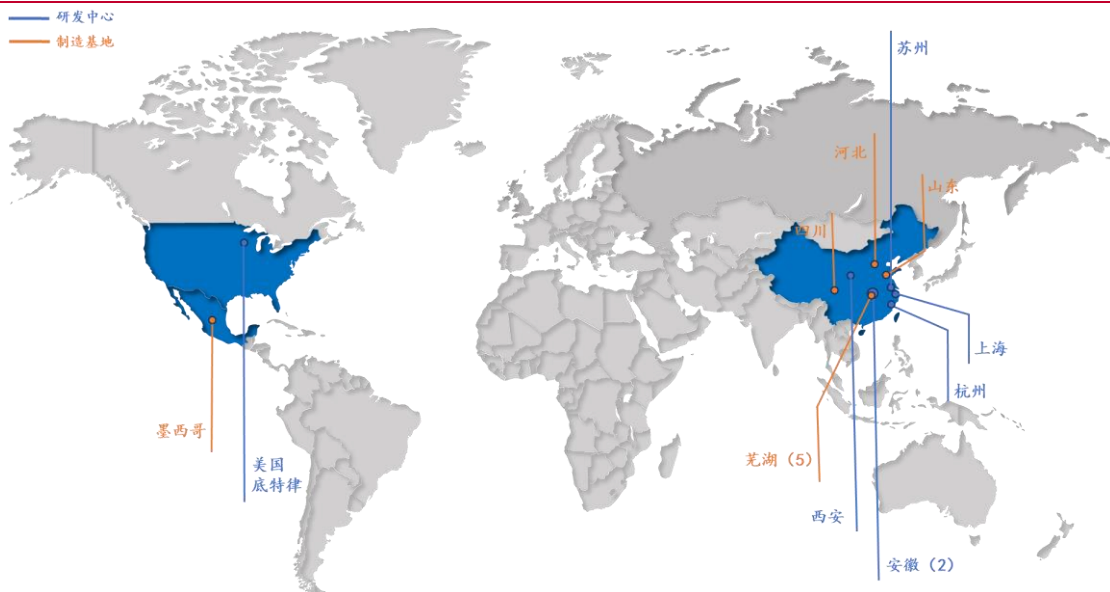
图表18：福特F-150 电动皮卡



资料来源：Marklines，国联证券研究所

伯特利在过去的十年中实现快速扩张。目前全球建有 14 个制造基地，7 个研发中心，总员工约 6100 人。

图表19：伯特利制造基地和研发中心分布



资料来源：伯特利官网，国联证券研究所

墨西哥公司和威海伯特利协同配合负责海外业务，实现轻量化产品类型及市场分布的互补。墨西哥公司将更多负责向北美地区的就近配套，主要产品为铸铝转向节、控制臂；威海伯特利主要通过国内生产的方式完成出口，主要产品为副车架、空心控制臂、轮房等较大型的汽车底盘轻量化零部件。**威海伯特利**：2023 年实现营收 13.64 亿元，同比增长 19.3%；净利润 2.33 亿元，同比增长 21.4%；净利率为 17.1%，同比提升 0.3pct，净利率为各公司最高。**墨西哥公司**：产线落地进展快，产能充沛充分适配北美市场。产能进展来看，公司墨西哥生产基地于 2021 年动工，年产 400 万件轻量化零部件产品已于 2023H2 投产。公司墨西哥二期基地正在扩建，后续将规

划轻量化、EPB 等多产品产线。2022 年已获得轻量化、EPB 等项目定点，核心客户需求有望保证后续营收。

图表20：伯特利墨西哥工厂



资料来源：压铸周刊，国联证券研究所

图表21：伯特利墨西哥工厂压铸产线



资料来源：压铸周刊，国联证券研究所

图表22：伯特利海外业务进展顺利，大项目加持充分保证海外业务营收提升

时间	项目
2022 年 10 月	全球著名汽车整车厂 7 个轻量化项目定点，项目生命周期内预计总销售额约为 9.5 亿美元
2022 年 12 月	再度获得某著名全球汽车整车厂多个项目定点，电子驻车制动系统 EPB 首次取得全球著名整车厂项目合作
2023 年	已完成与福特、沃尔沃、Stellantis 等国际汽车品牌在轻量化业务的合作关系

资料来源：伯特利官网，伯特利 2023 年报，国联证券研究所

图表23：威海伯特利产线



资料来源：威海市人民政府官网资讯中心，国联证券研究所

海外业务保持高毛利率水平，墨西哥公司有望保证利润率水平。2023 年公司海

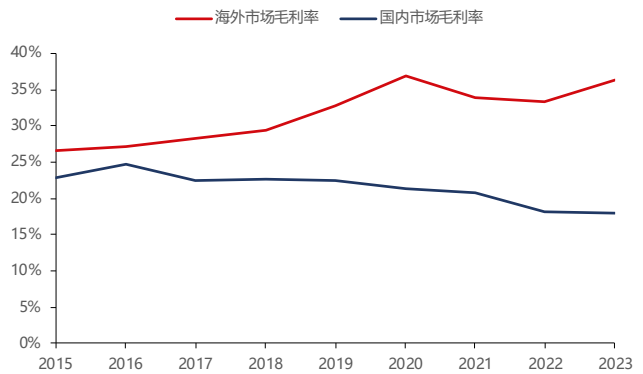
外市场营业收入 8.69 亿元，同比增长 6.1%。利润率来看，海外市场毛利率为 36.3%，同比提升 3.0pct；国内市场毛利率为 18.0%，同比下降 0.1pct。海外业务保持高毛利率水平，后续产品营收带动规模效应提升，有望进一步提升海外业务毛利率上行。

图表24：伯特利海外市场收入及同比增速



资料来源：ifind，国联证券研究所

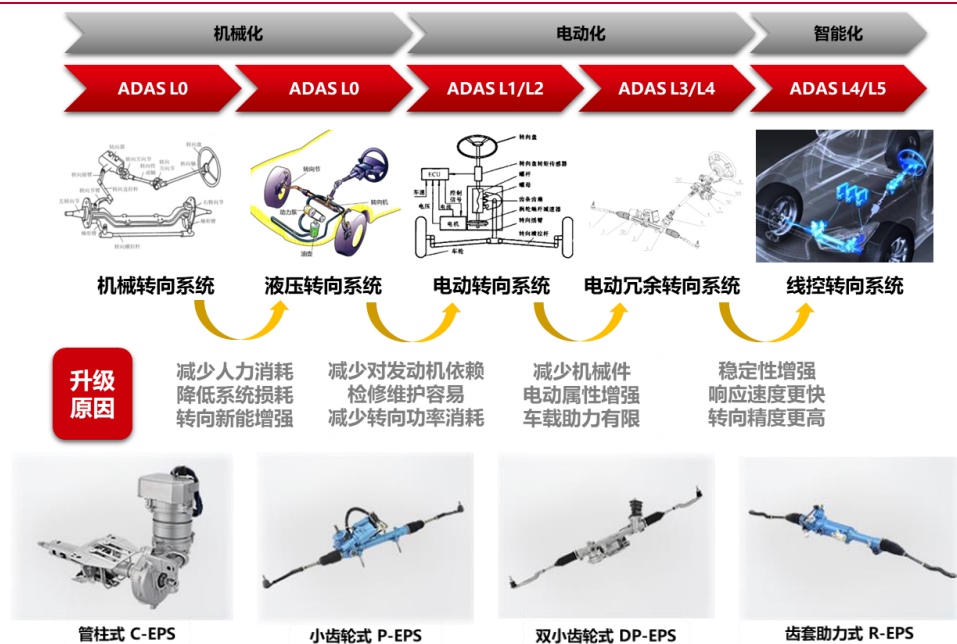
图表25：伯特利海外市场利润率高于国内市场



资料来源：ifind，国联证券研究所

转向业务：业务进展顺利，线控转向有望落地。转向行业目前由机械液压助力转向系统（HPS），向电子液压助力转向系统（EHPS）升级，并逐渐发展至电力驱动的电动助力转向系统（EPS）占据主流，HPS、EHPS、EPS 系统均在机械转向产品的基础上进行设计优化。公司目前具备 EPS 方案的落地能力，同时 2022 年公司正式启动了 DP-EPS、R-EPS 转向系统、线控转向系统的研发工作。2024 年计划新增 15 条转向节机加产线，已批量投产、新增 7 条转向节机加生产线。

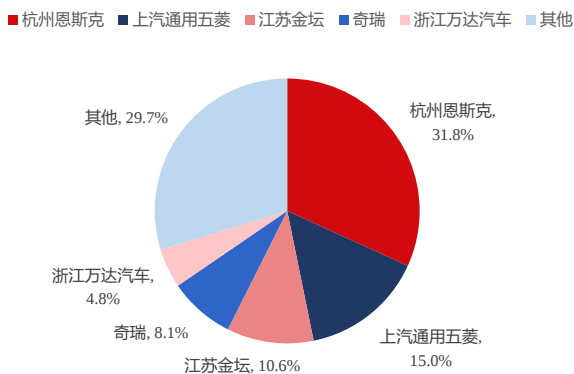
图表26：线控转向产品迭代，EPS 产品持续升级



资料来源：电动邦，JTEKT 官网，国联证券研究所

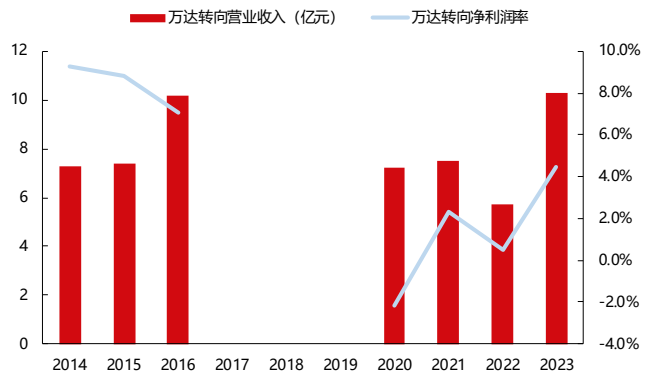
客户结构稳定，盈利能力有望显著提升。芜湖万达转向公司客户结构稳定，根据万达股份（退市）2016 年年报披露数据来看，下游客户主要包括恩斯克（主要客户为大众）、上汽通用五菱、奇瑞、吉利等公司。2023 年万达转向公司实现营收 4.7 亿元，同比增长 80.1%；净利润为 0.46 亿元；净利率 4.5%，同比提升 3.9pct，2024 年受益于转向业务营收和净利率水平的双升，有望贡献更多业绩增长。

图表27：万达股份 2016 年下游客户结构



资料来源：万达股份 2016 年报，国联证券研究所

图表28：万达转向公司盈利能力有望持续提升

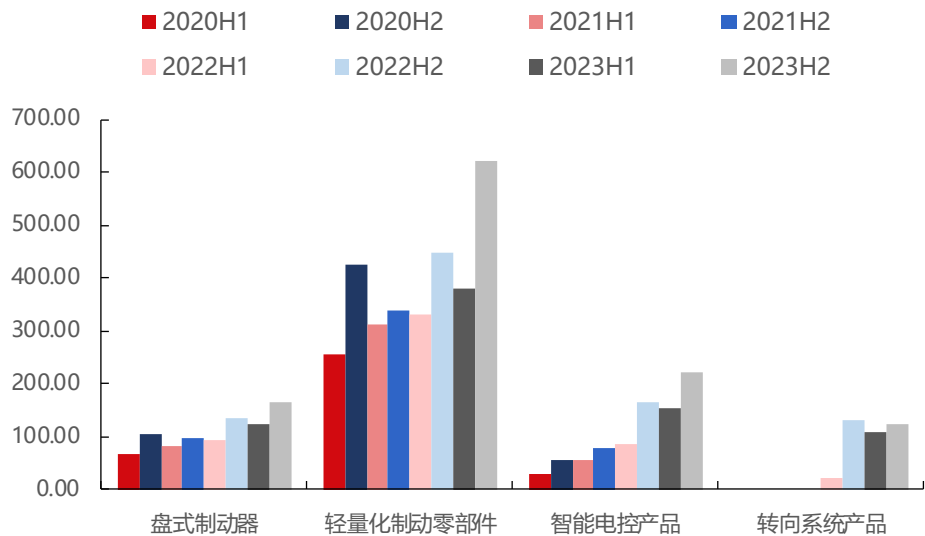


资料来源：万达股份 2016 年报，伯特利年报，国联证券研究所
备注：其中 2014-2016 年数据为万达股份（退市）的年报数据，2020-2023 年为伯特利收购后的年报数据

4. 从规模效应看公司费用率和营业成本下降

伯特利各类产品销量持续提升，销量增长带动营收上行。2023 年伯特利盘式制动器/轻量化/智能电控/转向系统销量分别为 284.8/1019.0/372.3/233.3 万件，分别同比增长 26.6%/31.32%/48.9%。

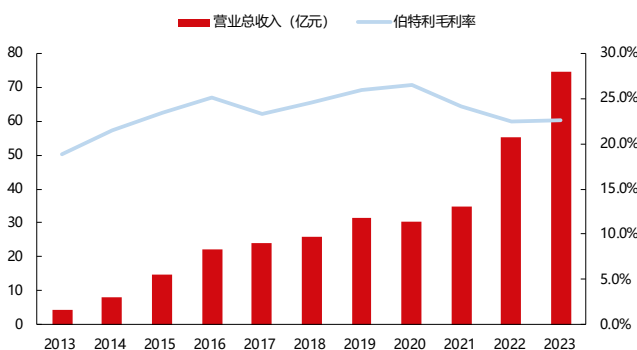
图表29：公司各类产品销量快速提升（万件）



资料来源：ifind，国联证券研究所

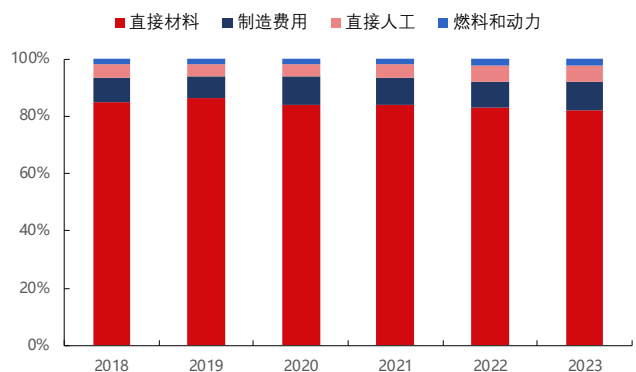
伯特利在业务逐步成熟后实现毛利率的提升。2023 年伯特利毛利率为 22.6%，同比提升 0.13pct。成本端主要包括生产成本和人力成本，其中直接材料成本占比保持在 85%左右。我们将成本端拆分为制造成本和人工成本。制造成本来看，伯特利产品趋近成熟后实现单个产品制造成本的下探，2023 年单个产品制造成本 277.3 元，较 2022 年同比下降 13.9%，单个产品制造成本未来有望持续下探。伯特利新增量产项目持续增长，生产人员数量快速增加，为营业成本增长的主要原因。2023 年生产人员 2873 人，同比增长 17.6%，人均年薪 11.97 万元，同比增长 24.9%。生产人员数量增加和员工年薪的提升有望充分应对未来量产项目增加。

图表30：2023 年伯特利毛利率提升 0.13pct



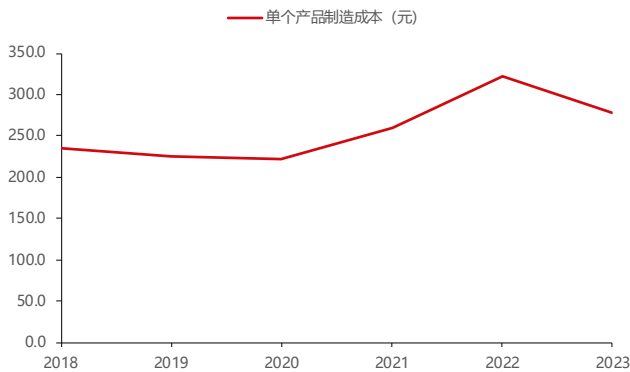
资料来源：ifind，国联证券研究所

图表31：营业成本以直接材料为主



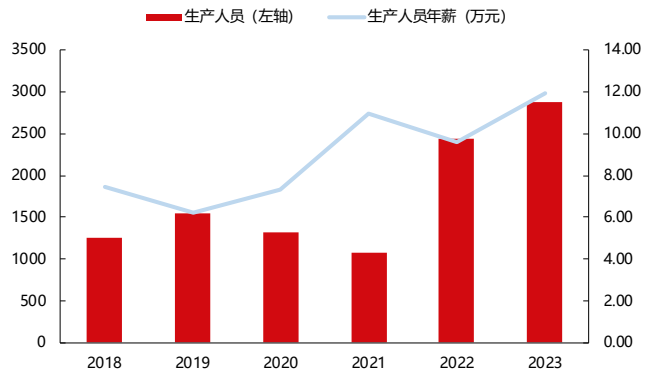
资料来源：ifind，国联证券研究所

图表32：2023 年单个产品制造成本下降



资料来源：ifind，国联证券研究所

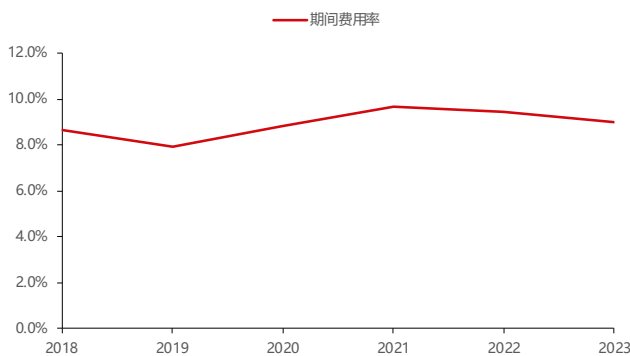
图表33：伯特利生产人员数量及年薪稳步增长



资料来源：ifind，国联证券研究所

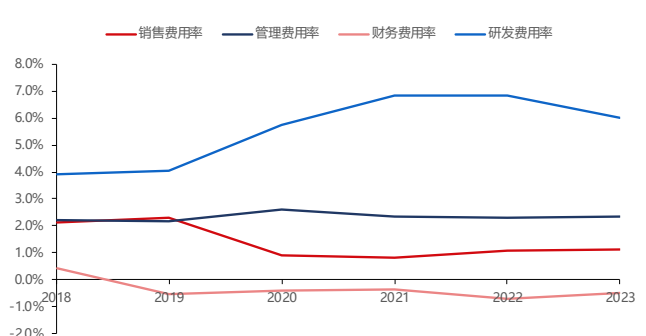
伯特利研发人员快速扩张，费用率快速上升，费用率未来有望进一步下降。2023 年期间费用率为 9.0%，同比下降 0.5pct，主要系研发费用率的下降。销售费用率/管理费用率/财务费用率/研发费用率分别为 1.1%/2.3%/-0.5%/6.0%。其中销售费用率、管理费用率、财务费用率基本稳定，研发费用率同比下降 0.8pct。研发费用结构来看，工资薪酬为主要研发费用支出，2023 年研发人员数量为 1083 人，同比增长 26.8%，研发人员平均薪酬为 24.2 万元，同比增长 3.1%，未来研发人员扩张进度有望放缓。未来若研发费用增长速度低于营业收入增速，研发费用率有望持续下降。

图表34：伯特利 2023 年期间费用率实现下探



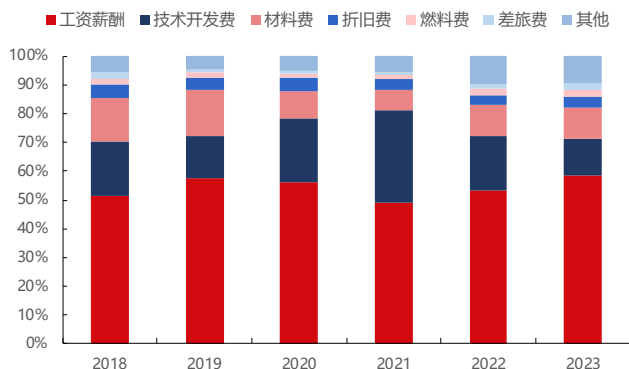
资料来源：ifind，国联证券研究所

图表35：伯特利费用率中研发费用率占比较高



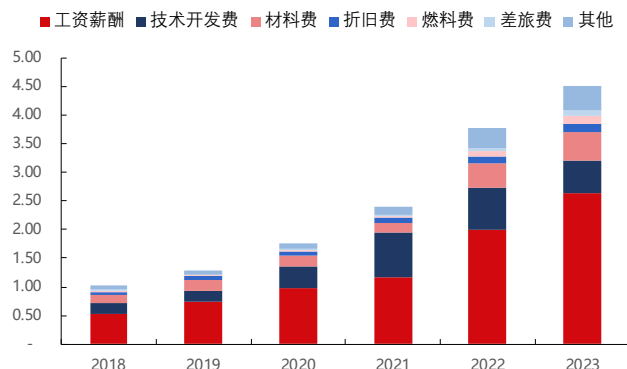
资料来源：ifind，国联证券研究所

图表36：伯特利研发费用结构



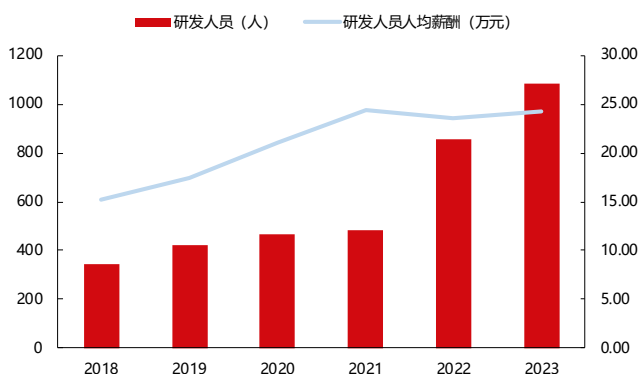
资料来源：ifind，国联证券研究所

图表37：伯特利研发费用绝对数（亿元）



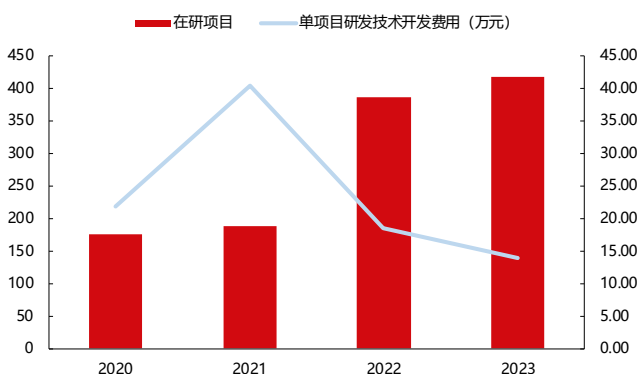
资料来源：ifind，国联证券研究所

图表38：伯特利研发人员数量和薪酬的提升



资料来源：ifind，国联证券研究所
备注：研发人员为左轴

图表39：在研项目的增加逐步摊薄技术开发费用



资料来源：ifind，国联证券研究所
备注：在研项目为左轴

5. 盈利预测、估值与投资建议

产品迭代稳步推进，产能扩张增强竞争能力。公司 WCBS1.5、固定钳、四轮 EHC 产品及大缸径 EPB、EMB 等产品开发进展顺利，新产品有望加速落地。公司 2024 年 1 月向不特定对象发行可转债，拟募集资金 28.3 亿元，主要用于 2-3 年期的新产线的建设。其中，年产 60 万套 EMB 产线、年产 100 万套 WCBS 产线、年产 100 万套 EPB 产线、墨西哥年产 720 万件轻量化及 200 万件制动卡钳产线等新产能有望落地。新客户的开发和客户结构的优化有望充分吸收公司产能，产能扩张有望逐步转化。

考虑公司产能提升与新增量产项目的持续增加，我们预计公司 2024 年各类产品出货量及新增量产项目均保持 30%以上增长，公司营收有望持续上行。

图表40：公司营收测算汇总（百万元）

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
--	------	------	------	-------	-------	-------

机械制动产品	2,096.04	2,661.28	3,367.75	4,448.80	5,783.44	7,229.30
智能电控产品	1,274.83	2,374.30	3,295.68	4,613.95	6,136.55	7,977.51
机械转向产品	0.00	277.35	483.39	580.07	696.09	835.30
其他业务	121.42	226.21	326.96	367.88	398.42	551.88
营业收入	3,492.28	5,539.15	7,473.78	10,010.70	13,014.50	16,594.00

资料来源：ifind，国联证券研究所

我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 100.1/130.2/165.9 亿元，同比增速分别为 33.9%/30.0%/27.5%；归母净利润分别为 11.8/15.8/20.6 亿元，同比增速分别为 32.8%/33.8%/29.9%；EPS 分别为 2.73/3.66/4.75 元/股。3 年期 CAGR 为 32.1%。

公司作为底盘零部件优质企业，目前正处于快速成长阶段，考虑到公司产品与汽车智能化息息相关，故而在可比公司的选择上我们选择底盘平台型公司拓普集团，汽车智能化核心标的德赛西威、电连技术作为可比公司。

图表41：可比公司估值对比表

股票 代码	证券 简称	市值 (亿元)	EPS (元/股)			PE (X)			CAGR-3 (%)	PEG
			2023A/E	2024E	2025E	2023A/E	2024E	2025E		
002920.SZ	德赛西威	746	2.7	3.8	5.0	49.0	35.5	26.9	34.9%	1.02
601689.SH	拓普集团	660	1.9	2.6	3.5	30.0	21.9	16.3	29.8%	0.74
300679.SZ	电连技术	168	0.9	1.3	1.7	46.6	30.7	23.2	11.5%	2.67
平均值						41.9	29.4	22.1		
603596.SH	伯特利	247	2.7	3.7	4.8	20.9	15.6	12.0	32.1%	0.38

资料来源：Wind，国联证券研究所预测 注：股价为 2024 年 4 月 9 日收盘价

鉴于公司线控底盘升级清晰，产能释放节奏明确，与智能化配合度较高。参照可比公司估值，我们给予公司 2024 年 30 倍 PE，目标价 81.9 元，维持“买入”评级。

6. 风险提示

- (1) 汽车智能化进度不及预期。智能化水平或影响线控底盘出货量，从而影响公司营收和业绩增长
- (2) 零部件行业竞争加剧。汽车零部件行业竞争加剧，或影响公司盈利能力。
- (3) 海外业务经营风险。海外市场受政策影响风险较高，或影响海外业务的盈利能力。
- (4) 可转债募投项目进展不及预期。募投项目不及预期或影响后续产能落地和出货量的提升。

财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	2287	2340	2830	3930	5300	营业收入	5539	7474	10011	13015	16594
应收账款+票据	2750	3947	5190	6748	8604	营业成本	4296	5787	7752	10047	12777
预付账款	56	31	64	83	106	营业税金及附加	30	41	80	104	133
存货	899	1037	1419	1839	2338	营业费用	59	84	120	146	186
其他	493	365	394	448	512	管理费用	505	625	815	1033	1268
流动资产合计	6485	7718	9896	13047	16859	财务费用	-40	-37	-2	-14	-20
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	0	-5	2	2	2
固定资产	1421	2182	2068	1911	1881	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	303	421	351	281	210	投资净收益	7	-8	-2	-2	-2
无形资产	136	155	129	103	77	其他	52	55	120	123	127
其他非流动资产	299	271	270	269	268	营业利润	748	1015	1365	1821	2378
非流动资产合计	2160	3028	2817	2564	2437	营业外净收益	15	2	6	6	6
资产总计	8644	10747	12714	15611	19297	利润总额	763	1017	1371	1827	2384
短期借款	0	284	0	0	0	所得税	62	106	171	228	298
应付账款+票据	2772	3637	4607	5971	7593	净利润	701	911	1200	1599	2086
其他	278	311	593	768	977	少数股东损益	2	19	16	15	29
流动负债合计	3051	4233	5200	6739	8570	归属于母公司净利润	699	891	1184	1584	2057
长期带息负债	671	62	-18	-99	-122	财务比率					
长期应付款	0	0	0	0	0		2022	2023	2024E	2025E	2026E
其他	356	398	398	398	398	成长能力					
非流动负债合计	1027	460	380	299	276	营业收入	58.61%	34.93%	33.94%	30.01%	27.50%
负债合计	4078	4693	5580	7039	8846	EBIT	28.17%	35.61%	39.69%	32.39%	30.37%
少数股东权益	356	377	393	408	437	EBITDA	30.36%	36.14%	47.62%	27.29%	27.54%
股本	412	433	433	433	433	归属于母公司净利润	38.49%	27.59%	32.76%	33.81%	29.87%
资本公积	942	1718	1718	1718	1718	获利能力					
留存收益	2856	3526	4590	6014	7863	毛利率	22.44%	22.57%	22.56%	22.80%	23.00%
股东权益合计	4567	6054	7134	8573	10451	净利率	12.65%	12.19%	11.99%	12.28%	12.57%
负债和股东权益总计	8644	10747	12714	15611	19297	ROE	16.59%	15.70%	17.56%	19.40%	20.54%
现金流量表						ROIC	33.06%	30.02%	27.24%	32.91%	38.91%
单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E	偿债能力					
净利润	701	911	1200	1599	2086	资产负债率	47.17%	43.67%	43.89%	45.09%	45.84%
折旧摊销	163	226	411	453	527	流动比率	2.1	1.8	1.9	1.9	2.0
财务费用	-40	-37	-2	-14	-20	速动比率	1.8	1.5	1.6	1.6	1.7
存货减少(增加为“-”)	-474	-138	-382	-420	-500	营运能力					
营运资金变动	-120	-447	-437	-511	-612	应收账款周转率	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
其它	555	163	397	437	517	存货周转率	4.8	5.6	5.5	5.5	5.5
经营活动现金流	785	678	1187	1543	1998	总资产周转率	0.6	0.7	0.8	0.8	0.9
资本支出	-478	-991	-200	-200	-400	每股指标(元)					
长期投资	170	157	0	0	0	每股收益	1.6	2.1	2.7	3.7	4.7
其他	-33	-8	-15	-17	-17	每股经营现金流	1.8	1.6	2.7	3.6	4.6
投资活动现金流	-342	-841	-215	-217	-417	每股净资产	9.4	13.1	15.6	18.8	23.1
债权融资	-215	-325	-364	-80	-23	估值比率					
股权融资	3	21	0	0	0	市盈率	35.3	27.7	20.9	15.6	12.0
其他	-81	466	-118	-146	-188	市净率	6.1	4.3	3.7	3.0	2.5
筹资活动现金流	-294	162	-482	-226	-211	EV/EBITDA	35.6	23.8	12.8	9.6	7.2
现金净增加额	146	6	490	1100	1370	EV/EBIT	43.7	29.3	16.6	12.0	8.8

数据来源：公司公告、iFinD，国联证券研究所预测；股价为 2024 年 04 月 11 日收盘价

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼

无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼

电话：0510-85187583

上海：上海浦东新区世纪大道1198号世纪汇一座37楼

深圳：广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼