

伯特利 (603596)

2024 年一季报点评: 新业务快速放量, 海外客户取得新突破

买入 (维持)

2024 年 05 月 01 日

证券分析师 黄细里

执业证书: S0600520010001
021-60199793

huangxl@dwzq.com.cn

研究助理 孙仁昊

执业证书: S0600123090002
sunrh@dwzq.com.cn

| 盈利预测与估值 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------------|--------|--------|----------|----------|----------|
| 营业总收入 (百万元) | 5,539 | 7,474 | 10,131 | 14,126 | 18,788 |
| 同比 (%) | 58.61 | 34.93 | 35.55 | 39.44 | 33.00 |
| 归母净利润 (百万元) | 698.81 | 891.50 | 1,210.04 | 1,659.63 | 2,183.78 |
| 同比 (%) | 38.51 | 27.57 | 35.73 | 37.15 | 31.58 |
| EPS-最新摊薄 (元/股) | 1.61 | 2.06 | 2.79 | 3.83 | 5.04 |
| P/E (现价&最新摊薄) | 34.48 | 27.03 | 19.91 | 14.52 | 11.03 |

投资要点

- **公告要点:** 公司公布 2024 年一季报, 业绩基本符合预期。2024Q1 公司实现营收 18.6 亿元, 同环比+24%/-21%; 实现归母净利润 2.1 亿元, 同环比+22%/-29%; 实现扣非归母净利润 1.9 亿元, 同环比+19%/-39%。
- **收入稳中向好, 电控/轻量化/转向产品均贡献较大增量。** 2024Q1 公司营收增速同比+24%, 分产品看, 智能电控产品/盘式制动器/轻量化制造零部件/机械转向产品销量分别同比+28%/+13%/+52%/+54%, 公司新产品放量较快。
- **毛利率短期承压, 费用端凸显规模效应。** 2024Q1 公司毛利率为 20.8%, 同环比-0.8pct/-2.3pct, 推测主要原因为整车厂年降压力影响, 及墨西哥工厂仍处于量产爬坡周期拖累利润。2024Q1 公司期间费用率为 8.84%, 同环比-0.8pct/+0.2pct, 其中销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别为 1.0%/2.5%/6.0%/-0.7%, 同比分别+0.0pct/-0.1pct/-0.2pct/-0.5pct, 环比分别-0.2pct/+0.7pct/-0.1pct/-0.2pct, 期间费用率同比下降较多凸显规模效应。
- **订单获取顺利, 海外战略持续推进。** 2024Q1 公司新增定点项目 106 项, 其中盘式制动器/轻量化产品/EPB/WCBS/EPB/ADAS/MSG/机械转向管柱分别新增定点项目 46/9/11/22/5/3/3/7 项。海外客户拓展顺利, 2024Q1 公司获得北美某新能源车企轻量化项目的定点, 项目生命周期 5 年内预计总销售收入约 1.22 亿美元, 预计最高年度销售收入约 3146 万美元; 同时获得某德系合资车企的平台项目的 EPB 项目的定点, 项目生命周期 8 年内预计总销售收入约 6 亿元人民币, 预计最高年度销售收入约 9600 万元人民币。
- **发布可转债扩充墨西哥轻量化及制动产能, 出海步伐加快。** 公司墨西哥生产基地于 2021 年动工, 年产能 400 万件轻量化零部件产品的一期项目已于 2023 年三季度末投产。同时公司于 1 月 5 日发布公告, 拟发行可转债募资不超过 28.32 亿元, 扩充国内制动+轻量化产能及墨西哥轻量化+制动产能。公司在国内底盘业务快速增长的基础上进一步加快出海进度, 国内国外共振成长空间显著打开。
- **盈利预测与投资评级:** 我们维持公司 2024-2026 年营收为 101.3/141.3/187.9 亿元, 同比分别+36%/+39%/+33%; 维持 2024-2026 年归母净利润为 12.1/16.6/21.8 亿元, 同比分别+36%/+37%/+32%, 对应 PE 分别为 20/15/11 倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 乘用车需求不及预期, 海外工厂建设不及预期。

股价走势



市场数据

| | |
|---------------|-------------|
| 收盘价(元) | 57.53 |
| 一年最低/最高价 | 47.11/97.86 |
| 市净率(倍) | 4.21 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 24,870.39 |
| 总市值(百万元) | 24,924.96 |

基础数据

| | |
|--------------|--------|
| 每股净资产(元,LF) | 13.65 |
| 资产负债率(% ,LF) | 42.52 |
| 总股本(百万股) | 433.25 |
| 流通 A 股(百万股) | 432.30 |

相关研究

- 《伯特利(603596): 2023 年报点评: 品类拓展海外战略双轮驱动, 全年业绩符合预期》
2024-03-30
- 《伯特利(603596): 全域布局拥抱出海, 制动龙头再度扬帆! 【勘误版】》
2024-03-18

伯特利三大财务预测表

| 资产负债表 (百万元) | | | | | 利润表 (百万元) | | | | |
|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-----------------|--------------|---------------|---------------|---------------|
| | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 流动资产 | 7,718 | 11,000 | 15,000 | 20,028 | 营业总收入 | 7,474 | 10,131 | 14,126 | 18,788 |
| 货币资金及交易性金融资产 | 2,554 | 2,440 | 3,743 | 4,399 | 营业成本(含金融类) | 5,787 | 7,902 | 10,985 | 14,655 |
| 经营性应收款项 | 3,977 | 6,675 | 8,608 | 11,864 | 税金及附加 | 41 | 81 | 85 | 94 |
| 存货 | 1,037 | 1,599 | 2,372 | 3,333 | 销售费用 | 84 | 111 | 155 | 216 |
| 合同资产 | 0 | 0 | 0 | 0 | 管理费用 | 175 | 233 | 339 | 451 |
| 其他流动资产 | 150 | 286 | 277 | 432 | 研发费用 | 450 | 689 | 961 | 1,278 |
| 非流动资产 | 3,028 | 2,959 | 2,889 | 2,817 | 财务费用 | (37) | (70) | (66) | (111) |
| 长期股权投资 | 0 | 5 | 10 | 15 | 加:其他收益 | 96 | 132 | 141 | 188 |
| 固定资产及使用权资产 | 2,182 | 1,943 | 1,695 | 1,437 | 投资净收益 | (8) | 20 | 28 | 19 |
| 在建工程 | 421 | 521 | 621 | 721 | 公允价值变动 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 无形资产 | 155 | 219 | 291 | 371 | 减值损失 | (44) | 12 | 16 | 20 |
| 商誉 | 2 | 2 | 3 | 4 | 资产处置收益 | (2) | (5) | 14 | 28 |
| 长期待摊费用 | 0 | 0 | 0 | 0 | 营业利润 | 1,015 | 1,343 | 1,867 | 2,461 |
| 其他非流动资产 | 269 | 269 | 269 | 269 | 营业外净收支 | 2 | 7 | 5 | 3 |
| 资产总计 | 10,747 | 13,960 | 17,889 | 22,844 | 利润总额 | 1,017 | 1,350 | 1,872 | 2,464 |
| 流动负债 | 4,233 | 6,244 | 8,506 | 11,269 | 减:所得税 | 106 | 135 | 206 | 271 |
| 短期借款及一年内到期的非流动负债 | 287 | 287 | 287 | 287 | 净利润 | 911 | 1,215 | 1,666 | 2,193 |
| 经营性应付款项 | 3,637 | 5,362 | 7,331 | 9,766 | 减:少数股东损益 | 19 | 5 | 7 | 9 |
| 合同负债 | 9 | 18 | 25 | 33 | 归属母公司净利润 | 891 | 1,210 | 1,660 | 2,184 |
| 其他流动负债 | 300 | 577 | 863 | 1,184 | 每股收益-最新股本摊薄(元) | 2.06 | 2.79 | 3.83 | 5.04 |
| 非流动负债 | 460 | 460 | 460 | 460 | EBIT | 989 | 1,236 | 1,729 | 2,267 |
| 长期借款 | 59 | 59 | 59 | 59 | EBITDA | 1,215 | 1,593 | 2,098 | 2,648 |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 毛利率(%) | 22.57 | 22.00 | 22.24 | 22.00 |
| 租赁负债 | 2 | 2 | 2 | 2 | 归母净利率(%) | 11.93 | 11.94 | 11.75 | 11.62 |
| 其他非流动负债 | 398 | 398 | 398 | 398 | 收入增长率(%) | 34.93 | 35.55 | 39.44 | 33.00 |
| 负债合计 | 4,693 | 6,704 | 8,966 | 11,729 | 归母净利润增长率(%) | 27.57 | 35.73 | 37.15 | 31.58 |
| 归属母公司股东权益 | 5,677 | 6,875 | 8,534 | 10,718 | | | | | |
| 少数股东权益 | 377 | 382 | 388 | 397 | | | | | |
| 所有者权益合计 | 6,054 | 7,256 | 8,922 | 11,115 | | | | | |
| 负债和股东权益 | 10,747 | 13,960 | 17,889 | 22,844 | | | | | |

| 现金流量表 (百万元) | | | | | 重要财务与估值指标 | | | | |
|-------------|---------|---------|-------|---------|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 经营活动现金流 | 678 | 177 | 1,566 | 928 | 每股净资产(元) | 13.09 | 15.87 | 19.70 | 24.74 |
| 投资活动现金流 | (841) | (266) | (251) | (259) | 最新发行在外股份(百万股) | 433 | 433 | 433 | 433 |
| 筹资活动现金流 | 162 | (25) | (12) | (13) | ROIC(%) | 15.22 | 15.89 | 18.24 | 19.46 |
| 现金净增加额 | 6 | (114) | 1,303 | 656 | ROE-摊薄(%) | 15.70 | 17.60 | 19.45 | 20.37 |
| 折旧和摊销 | 226 | 357 | 369 | 381 | 资产负债率(%) | 43.67 | 48.02 | 50.12 | 51.34 |
| 资本开支 | (1,032) | (282) | (275) | (273) | P/E (现价&最新股本摊薄) | 27.03 | 19.91 | 14.52 | 11.03 |
| 营运资本变动 | (447) | (1,373) | (418) | (1,589) | P/B (现价) | 4.25 | 3.50 | 2.82 | 2.25 |

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>