

伯特利(603596.SH)/汽车

证券研究报告/公司点评

2024年8月31日

评级：买入（维持）

市场价格：37.2元

分析师：何俊艺

执业证书编号：S0740523020004

分析师：刘欣畅

执业证书编号：S0740522120003

Email: liuxc03@zts.com.cn

公司盈利预测及估值

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	5,539	7,474	9,674	11,796	14,001
增长率 yoy%	59%	35%	29%	22%	19%
净利润(百万元)	699	891	1,164	1,515	1,874
增长率 yoy%	38%	28%	31%	30%	24%
每股收益(元)	1.15	1.47	1.92	2.50	3.09
每股现金流量	1.29	1.12	2.24	2.77	3.48
净资产收益率	15%	15%	16%	18%	18%
P/E	32.3	25.3	19.4	14.9	12.0
P/B	5.4	4.0	3.4	2.8	2.3

备注：数据截至 2024/8/30

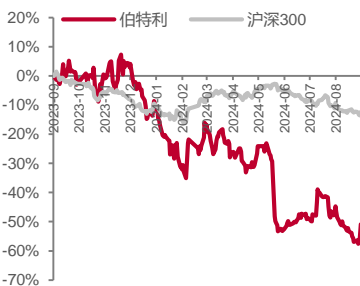
投资要点

- **事件：**公司发布 2024 年中报，2024 上半年公司实现营收 39.7 亿元，yoy+28%，归母净利润 4.6 亿元，yoy+28.7%。其中 24Q2 实现收入 21.1 亿元，同比+32.4%，归母净利润 2.5 亿元，同比+35%。
- **收入：**墨西哥产能释放推动轻量化产销提速，智能电控保持较快增长。24Q2 公司营收 21.1 亿元，同比+32.4%，环比+13.5%，符合预期，分业务看，24Q2 智能电控/制动系统/轻量化销量分别为 107.5 万套、71.3 万套、334.5 万件，环比增速依次为 16.5%、4%、20.1%，墨西哥产能释放推动轻量化业务增长提速，智能电控保持较快增长。
- **盈利：**Q2 毛利率环比向上，转向和线控子公司盈利向上。2024Q2 公司毛利率 21.43%，同环比分别-1.32pct/+0.68pct，毛利率环比提升预计是 1) 墨西哥工厂爬坡渐入佳境；2) 线控和转向盈利能力继续提升。上半年转向子公司万达转向净利率约 8.8%，同比+5.4pct，线控业务相关子公司伯特利电子（主要业务为线控制动）净利率约 9.3%，同比+2.9pct，转向和线控业务盈利均向上。
- **全球化战略持续推进，北美产能逐步爬坡。**公司墨西哥基地 2021 年动工，年产 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，年产 720 万件轻量化零部件及 200 万件制动钳产品的二期项目建设也在推进中预计 2024 年底投入生产，海外扩产加码反应公司承接的北美及欧洲客户订单情况较好。同时，公司利用在轻量化制动零部件方面与通用、福特、沃尔沃、Stellantis 等全球 OEM 建立的业务合作关系，带动了盘式制动器、EPB、线控制动等产品的海外市场开拓，一季度公司 EPB 获得德系合资车企平台项目定点，预计 8 年生命周期收入 6 亿元，同时轻量化产品获得北美某新能源车企定点，预计 5 年生命周期收入 1.22 亿美元，出海进程再升级。目前轻量化零部件及 EPB 产品的海外供应需求旺盛，后续公司也将考虑在海外其他地区进行布局，全面推进全球化战略。
- **三大产品线齐头并进，中长期打造为线控底盘 tier1。**
  - 1) **线控制动-迎智能化与国产化双击，线控底盘雏形初具：**【短期】-线控制动率先放量，实现从 1-N，电动化和智能化是线控制动的重要驱动力，电动化-线控制动可以有效解决真空度缺失以及电子真空泵缺点，智能化-高级别智能驾驶对响应、控制精度要求高，线控制动是必备执行件。2021 年博世缺芯背景下暴露供应链危机，国产化迎来重要加速窗口，公司客户突破进度提速，新产能+新项目有望助力公司 23 年出货量再创新高。【中长期】-线控转向研发落地，整合悬挂，打造线控底盘平台化能力。
  - 2) **EPB-从国产替代到走向全球：**2021 年 EPB 国内市场前三均为外资，CR3=66.4%，公司为自主龙头，份额第四仅次外资，未来有望凭借规模优势、性价比与强响应、不断迭代优化的控制算法等软硬件优势，进一步加速国产替代并走向全球。
  - 3) **轻量化-拓品类与全球化齐驱：**基于差压铸造工艺从单一拳头产品转向节拓宽至副车架、控制臂等，实现底盘轻量化产品全覆盖受益于汽车轻量化趋势，墨西哥一期产能开始爬坡加速全球化。
- **盈利预测：**预计 24-26 年归母净利润为 11.6 亿元、15.2 亿元、18.7 亿元，24-26 年同比增速依次为 31%、30%、24%，对应当前 PE 19X、15X、12X，维持“买入”评级。
- **风险提示事件：**行业需求不及预期、线控出货及盈利不及预期、客户拓展不及预期、海外产能投放及盈利不及预期等

基本状况

总股本(百万股)	607
流通股本(百万股)	605
市价(元)	37.20
市值(百万元)	22,564
流通市值(百万元)	22,514

股价与行业-市场走势对比



相关报告

《【中泰汽车】伯特利 24Q1 点评：业绩稳健增长，全球化进程加速》  
2024.5.6

《【中泰汽车】伯特利 2023 年报点评：业绩符合预期，全球化进程加速，北美产能释放在即》  
2024.3.30

《【中泰汽车】伯特利 23Q3 点评：Q3 符合预期，智能电控保持较快增长》  
2023.10.29

**盈利预测表**

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	2,340	2,972	4,180	6,005	营业收入	7,474	9,674	11,796	14,001
应收票据	298	0	0	0	营业成本	5,787	7,501	9,028	10,576
应收账款	2,349	2,814	3,342	3,927	税金及附加	41	58	71	84
预付账款	31	75	90	106	销售费用	84	106	130	154
存货	1,037	1,353	1,576	1,744	管理费用	175	203	260	308
合同资产	0	0	0	0	研发费用	450	582	710	843
其他流动资产	1,665	1,859	2,220	2,595	财务费用	-37	-52	-76	-86
流动资产合计	7,718	9,074	11,409	14,377	信用减值损失	-39	-40	-40	-40
其他长期投资	5	5	5	5	资产减值损失	-5	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	公允价值变动收益	0	0	0	0
固定资产	2,177	2,332	2,479	2,618	投资收益	-8	0	0	0
在建工程	421	521	571	571	其他收益	96	90	90	90
无形资产	155	181	214	235	<b>营业利润</b>	1,015	1,325	1,725	2,173
其他非流动资产	271	271	271	272	营业外收入	4	5	5	5
非流动资产合计	3,028	3,310	3,540	3,700	营业外支出	2	2	2	2
<b>资产合计</b>	<b>10,747</b>	<b>12,383</b>	<b>14,949</b>	<b>18,077</b>	<b>利润总额</b>	1,017	1,328	1,728	2,176
短期借款	284	97	226	335	所得税	106	138	180	261
应付票据	1,687	1,930	2,404	2,933	<b>净利润</b>	911	1,190	1,548	1,915
应付账款	1,951	2,250	2,735	3,236	少数股东损益	19	25	33	41
预收款项	0	0	0	0	<b>归属母公司净利润</b>	891	1,164	1,515	1,874
合同负债	9	174	212	252	NOPLAT	878	1,143	1,480	1,839
其他应付款	63	63	63	63	EPS (摊薄)	1.47	1.92	2.50	3.09
一年内到期的非流动负债	2	2	2	2					
其他流动负债	236	261	309	350	<b>主要财务比率</b>				
流动负债合计	4,233	4,777	5,952	7,172	<b>会计年度</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
长期借款	59	109	39	119	<b>成长能力</b>				
应付债券	0	0	0	0	营业收入增长率	34.9%	29.4%	21.9%	18.7%
其他非流动负债	401	401	401	401	EBIT 增长率	35.6%	30.2%	29.5%	26.5%
非流动负债合计	460	510	440	520	归母公司净利润增长率	27.6%	30.6%	30.1%	23.7%
<b>负债合计</b>	<b>4,693</b>	<b>5,287</b>	<b>6,392</b>	<b>7,692</b>	<b>获利能力</b>				
归属母公司所有者权益	5,677	6,694	8,122	9,910	毛利率	22.6%	22.5%	23.5%	24.5%
少数股东权益	377	402	434	475	净利率	12.2%	12.3%	13.1%	13.7%
<b>所有者权益合计</b>	<b>6,054</b>	<b>7,096</b>	<b>8,557</b>	<b>10,385</b>	ROE	14.7%	16.4%	17.7%	18.1%
<b>负债和股东权益</b>	<b>10,747</b>	<b>12,383</b>	<b>14,949</b>	<b>18,077</b>	ROIC	15.5%	17.6%	18.9%	19.4%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	42.5%	43.4%	43.7%	42.7%
					债务权益比	12.3%	8.6%	7.8%	8.3%
					流动比率	1.8	1.9	1.9	2.0
					速动比率	1.6	1.6	1.7	1.8
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.7	0.8	0.8	0.8
					应收账款周转天数	103	96	94	93
					应付账款周转天数	108	101	99	102
					存货周转天数	60	57	58	57
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益	1.47	1.92	2.50	3.09
					每股经营现金流	1.12	2.24	2.77	3.48
					每股净资产	13.10	15.45	18.75	22.87
					<b>估值比率</b>				
					P/E	25	19	15	12
					P/B	4	3	3	2
					EV/EBITDA	120	94	75	60

来源: wind, 中泰证券研究所

**投资评级说明：**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15% 以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15% 之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 -10%~+5% 之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10% 以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10% 以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 -10%~+10% 之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10% 以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

## 重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。