

# 伯特利 (603596.SH)

## 电控制动持续放量，线控底盘协同可期

财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3,492	5,539	7,289	9,652	12,411
增长率 yoy (%)	14.8	58.6	31.6	32.4	28.6
归母净利润(百万元)	505	699	936	1,232	1,603
增长率 yoy (%)	9.3	38.5	33.9	31.6	30.1
ROE (%)	15.1	15.3	17.8	19.1	20.3
EPS 最新摊薄(元)	1.23	1.70	2.27	2.99	3.89
P/E(倍)	52.3	37.7	28.2	21.4	16.5
P/B(倍)	7.9	6.5	5.4	4.4	3.5

资料来源: Wind, 长城证券产业金融研究院 注: 股价为 2023 年 5 月 4 日收盘价

■ **事件:** 公司发布 2023 年一季报, 1Q23 公司实现营收 15.00 亿, 同比 +47.9%, 环比 -19.2%; 归母净利润 1.72 亿, 同比 +24.5%, 环比 -21.9%; 扣非归母净利润 1.58 亿, 同比 +41.3%, 环比 -16.4%。非经常损益主要为计入政府补助 1550 万。

■ **收入端: 智能电控产品加速放量, 营收维持高增。** 1Q23 公司实现营收 15.00 亿, 同比 +47.9%, 我们预计主要得益于: 1) 新项目加速放量。1Q23 智能电控/基础制动/轻量化产品销量分别为 72 万套/61 万套/183 万套, 同比分别 +69%/+33%/+1%, 1Q23 机械转向产品销量 48 万套, 2022 至 1Q23 公司 EPB/ESC/WCBS/ADAS/机械转向量产项目分别新增 39 项/8 项/19 项/10 项/18 项; 2) 核心客户销量表现良好。1Q23 主要客户奇瑞集团/吉利集团销量同比分别 +44%/-1% (行业整体同比 -7%)。

■ **利润端: 产品结构短期影响毛利率, 利润率承压自毛利率。** 1) 毛利率。1Q23 公司毛利率为 21.5%, 同/环比分别 -1.0pct/-1.8pct, 主因为万达毛利水平较低 (转向产品毛利率约 10%), 及电控产品占比提升 (放量初期毛利水平较低); 2) 费用率。1Q23 公司期间费用率为 9.7% (同/环比分别 +0.1pct/+0.3pct), 整体走势稳健, 其中三项费用率为 3.5% (同/环比分别 +0.7pct/+1.3pct), 研发费用率为 6.2% (同/环比分别 -0.6pct/-0.9pct); 3) 利润率。1Q23 公司扣非净利率为 10.5% (同/环比分别 -0.5pct/+0.3pct), 同比因素拆分看, 毛利率及费用率共同施压 1.1pct, 减值损失正面影响 0.5pct, 环比因素拆分看, 毛利率及费用率负面影响 2.2pct, 减值损失正面影响 2.0pct。

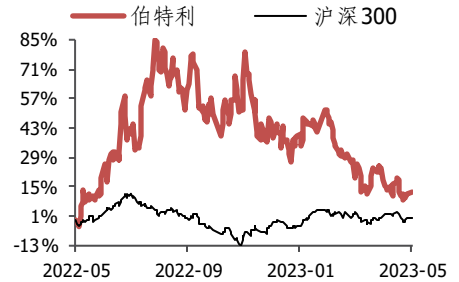
■ **定点项目持续突破, 线控底盘协同效应可期。** 1) 1Q23 定点项目再突破。截至 1Q23 公司在研项目数为 443 项, 1Q23 新增定点 94 项, 其中新增 EPB 项目 12 项、WCBS 项目 24 项、ADAS 项目 6 项、转向项目 9 项、轻量化项目 16 项。1Q23 公司再次获得北美某著名整车厂的铸铝前后转向节产品, 预计生命周期 7 年实现总收入 3.9 亿美元, 获得欧洲某整车厂铸铝前后转向节产品, 预计生命周期 6 年实现总收入 2100 万美元; 2) 线控新品开发进展顺利。2022 年公司已完成 WCBS 2.0 (具备制动冗余) 原理样机开发, 预计于 1H24 量产, EMB (电子机械制动系统) 预计于 2023 年完成 A 轮样机开发,

### 增持 (首次评级)

#### 股票信息

行业	汽车
2023 年 5 月 4 日收盘价 (元)	64.54
总市值 (百万元)	26,576.54
流通市值 (百万元)	26,463.60
总股本 (百万股)	411.78
流通股本 (百万股)	410.03
近 3 月日均成交额 (百万元)	349.39

#### 股价走势



#### 作者

分析师 陈逸同

执业证书编号: S1070522110001

邮箱: chenytong@cgws.com

#### 相关研究

正进行 DP-EPS、R-EPS 转向系统、线控转向系统的研发工作，进一步完善线控底盘布局。

■ **投资建议:** 随着公司电控产品持续放量，新客户及新项目拓展取得成效，我们预计公司 2023 年、2024 年和 2025 年实现营业收入为 72.9 亿元、96.5 亿元和 124.1 亿元，对应归母净利润为 9.4 亿元、12.3 亿元和 16.0 亿元，以 5 月 4 日收盘价计算 PE 为 28.2 倍、21.4 倍和 16.5 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

■ **风险提示:** 公司产品推出及销售不及预期；芯片短缺缓解程度不及预期；原材料成本上升超预期

## 财务报表和主要财务比率

## 资产负债表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	4957	6485	7370	9960	11774
现金	2076	2287	3009	3985	5124
应收票据及应收账款	1115	1939	2306	3157	3966
其他应收款	13	14	26	24	42
预付账款	17	56	34	89	66
存货	425	899	695	1410	1279
其他流动资产	1311	1290	1300	1295	1298
<b>非流动资产</b>	1295	2160	2529	3089	3620
长期投资	0	0	-9	-14	-21
固定资产	858	1415	1770	2236	2731
无形资产	69	136	159	194	217
其他非流动资产	368	609	608	674	693
<b>资产总计</b>	6252	8644	9899	13050	15394
<b>流动负债</b>	1773	3051	3584	5558	6456
短期借款	130	0	538	506	1315
应付票据及应付账款	1348	2772	2577	4486	4538
其他流动负债	295	278	468	566	604
<b>非流动负债</b>	983	1027	930	955	887
长期借款	755	665	635	627	575
其他非流动负债	228	362	295	329	312
<b>负债合计</b>	2756	4078	4514	6513	7343
少数股东权益	0	356	378	394	424
股本	408	412	412	412	412
资本公积	808	942	942	942	942
留存收益	2079	2726	3539	4567	5932
归属母公司股东权益	3496	4211	5007	6142	7627
<b>负债和股东权益</b>	6252	8644	9899	13050	15394

## 现金流量表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	433	785	844	1797	1337
净利润	527	701	958	1248	1632
折旧摊销	116	163	182	247	326
财务费用	-12	-40	-26	-20	-10
投资损失	3	-7	-5	-5	-5
营运资金变动	-183	-120	-272	314	-615
其他经营现金流	-17	88	6	13	9
<b>投资活动现金流</b>	-890	-342	-621	-768	-871
资本支出	284	608	632	777	881
长期投资	-644	301	9	5	7
其他投资现金流	38	-35	2	4	3
<b>筹资活动现金流</b>	1076	-294	-38	-22	-136
短期借款	122	-130	538	-33	809
长期借款	735	-89	-30	-8	-52
普通股增加	-0	3	0	0	0
资本公积增加	142	134	0	0	0
其他筹资现金流	77	-211	-546	19	-893
<b>现金净增加额</b>	616	146	184	1008	330

## 利润表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	3492	5539	7289	9652	12411
营业成本	2648	4296	5579	7366	9410
营业税金及附加	24	30	45	56	74
销售费用	28	59	84	121	156
管理费用	82	127	159	202	247
研发费用	239	378	499	661	850
财务费用	-12	-40	-26	-20	-10
资产和信用减值损失	9	0	5	3	4
其他收益	95	97	96	97	96
公允价值变动收益	0	-0	-0	-0	-0
投资净收益	-3	7	5	5	5
资产处置收益	-0	-2	-1	-1	-1
<b>营业利润</b>	575	748	1044	1359	1778
营业外收入	2	16	2	2	2
营业外支出	0	1	1	1	1
<b>利润总额</b>	576	763	1045	1360	1779
所得税	49	62	87	112	147
<b>净利润</b>	527	701	958	1248	1632
少数股东损益	23	2	22	16	30
<b>归属母公司净利润</b>	505	699	936	1232	1603
EBITDA	782	1025	1236	1622	2130
EPS (元/股)	1.23	1.70	2.27	2.99	3.89

## 主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	14.8	58.6	31.6	32.4	28.6
营业利润 (%)	1.8	30.2	39.5	30.2	30.9
归属母公司净利润 (%)	9.3	38.5	33.9	31.6	30.1
<b>获利能力</b>					
毛利率 (%)	24.2	22.4	23.5	23.7	24.2
净利率 (%)	15.1	12.6	13.1	12.9	13.2
ROE (%)	15.1	15.3	17.8	19.1	20.3
ROIC (%)	13.5	15.6	14.9	16.5	16.7
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	44.1	47.2	45.6	49.9	47.7
净负债比率 (%)	-29.7	-31.1	-28.1	-37.8	-35.1
流动比率	2.8	2.1	2.1	1.8	1.8
速动比率	2.5	1.8	1.8	1.5	1.6
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.6	0.7	0.8	0.8	0.9
应收账款周转率	3.5	3.8	3.6	3.7	3.7
应付账款周转率	3.4	3.8	3.8	3.8	3.8
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	1.23	1.70	2.27	2.99	3.89
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.05	1.91	2.05	4.37	3.25
每股净资产 (最新摊薄)	8.11	9.89	11.83	14.58	18.19
<b>估值比率</b>					
P/E	52.3	37.7	28.2	21.4	16.5
P/B	7.9	6.5	5.4	4.4	3.5
EV/EBITDA	31.7	24.3	20.0	14.7	11.0

资料来源: Wind, 长城证券产业金融研究院 注: 股价为 2023 年 5 月 4 日收盘价

### 免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。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。

长城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。长城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。

长城证券版权所有并保留一切权利。

### 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

### 投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15% 以上	强于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15% 之间	中性	预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5% 之间	弱于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5% 以上		

### 长城证券产业金融研究院

#### 深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层  
邮编：518033  
传真：86-755-83516207

#### 上海

地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层  
邮编：200126  
传真：021-31829681  
网址：<http://www.cgws.com>

#### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层  
邮编：100044  
传真：86-10-88366686