

伯特利 (603596.SH)

智能电控产品持续增收，一季度营收同比增长 48%

买入

核心观点

智能电控产品销量同比增长 69%，一季度营收同比增长 48%。23Q1 伯特利实现营收 15.0 亿元，同比+47.9%，环比-19.2%；23Q1 公司归母净利润 1.72 亿元，同比+24.5%，环比-21.9%；扣非净利润 1.58 亿元，同比+41.3%，环比-16.4%；分业务来看，公司在稳固现有客户的基础上，加大市场开拓力度，积极开发新客户，进一步优化客户结构，23Q1 主营业务收入 14.48 万元，同比+47%；分产品看，23Q1 伯特利智能电控产品销量 721209 套，同比+69%；盘式制动器销量 606857 套，同比+33%；轻量化制动零部件销量 1830507 件，同比+1%；机械转向产品销量 480010 套。

费用管控能力扎实稳定，新品研发及量产稳步推进。23Q1 公司毛利率 21.50%，同比-1.01pct，环比-1.84pct；23Q1 伯特利销售/管理/研发/财务费用率分别为 1.02%/2.59%/6.20%/-0.14%，同比分别-0.04/+0.52/-0.63/+0.16pct，环比分别+0.15/+0.64/-0.94/+0.48pct，四费率 9.67%，同比+0.08pct，环比+0.33pct，整体表现相对稳定；23Q1 归母净利率 11.49%，同比-2.15pct，环比-0.40pct，扣非净利率 10.54%，同比-0.49pct，环比+0.35pct。23Q1 公司在研项目总数 443 项，新增定点 94 项，新增量产 43 项，随新品研发的稳步推进及量产，公司业绩有望持续上行。

定点突破、产能提升、产品扩展保障增长势能。1) 定点突破：23Q1 公司轻量化/EPB/ESC/WCBS/EPB/ADAS/机械转向产品分别新增 16/12/3/24/3/6/9 个定点；其中 23Q1 再次获北美某著名整车厂转向节定点，生命周期 7 年内预计总收入约 3.9 亿美元；获得欧洲某整车厂转向节定点，生命周期 6 年内预计总收入约 2100 万美元；2) 产能提升：墨西哥年产 400 万件轻量化零部件项目于 22 年底做好生产准备；年产 40 万套 EPB 项目已于投产；22 年新增两条线控制动产线(第二、三条产线于 22H2 投产，预计第四、五条产线将于 23Q1 投产，第六条将于 23Q2 投产)；3) 产品拓展：22H1 通过收购万达转向将产品拓宽至转向领域；WCBS 2.0 研发顺利推进中；后续拓展副车架、铸铝卡钳、轮房等产品；启动 DP-EPB、R-EPB 转向系统、线控转向系统研发工作。

风险提示：终端需求不及预期的风险；产品技术研发不及预期的风险。

投资建议：国产制动系统龙头企业，维持“买入”评级。

公司是国产制动系统龙头企业，看好公司智能电控产品加速放量带来的业绩持续上行的动力，我们维持盈利预测，预计伯特利 23/24/25 年归母净利润为 9.7/13.3/16.7 亿元，对应 EPS 为 2.36/3.23/4.06 元，对应 PE 为 27/20/16 倍，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3,492	5,539	8,004	10,295	12,681
(+/-%)	14.8%	58.6%	44.5%	28.6%	23.2%
净利润(百万元)	505	699	970	1330	1671
(+/-%)	9.3%	38.5%	38.8%	37.1%	25.7%
每股收益(元)	1.24	1.70	2.36	3.23	4.06
EBIT Margin	13.5%	11.7%	12.3%	13.1%	13.4%
净资产收益率(ROE)	14.4%	16.6%	19.5%	22.1%	22.9%
市盈率(PE)	50.9	37.1	26.7	19.5	15.5
EV/EBITDA	48.5	36.9	27.2	20.7	17.3
市净率(PB)	7.35	6.15	5.21	4.31	3.54

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

汽车·汽车零部件

证券分析师：唐旭霞

0755-81981814

tangxx@guosen.com.cn

S0980519080002

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	62.86 元
总市值/流通市值	25885/25775 百万元
52 周最高价/最低价	111.02/51.32 元
近 3 个月日均成交额	353.27 百万元

市场走势



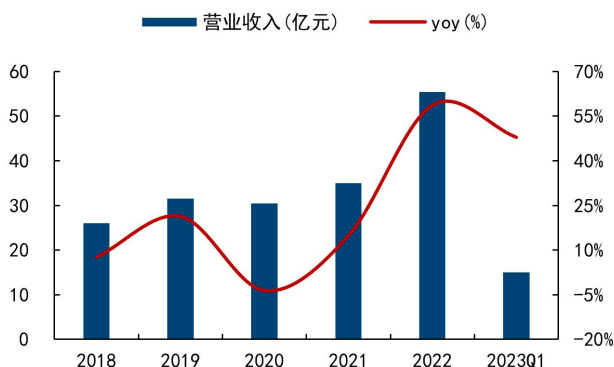
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《伯特利(603596.SH)-智能电控业务放量提速，2022 年归母净利润同比增长 39%》——2023-03-27
- 《伯特利(603596.SH)-产品与客户结构持续优化，1-2 月扣非净利润同比增长 27%》——2023-03-13
- 《伯特利(603596.SH)-三季报点评：单三季度归母净利润同比提升 99%，在手项目充足》——2022-10-31
- 《伯特利(603596.SH)-产品结构优化，单三季度业绩同比增长 46%~72%》——2022-10-20
- 《伯特利(603596.SH)-中报点评：二季度营收同比增长 46%，线控制动能持续加码》——2022-08-31

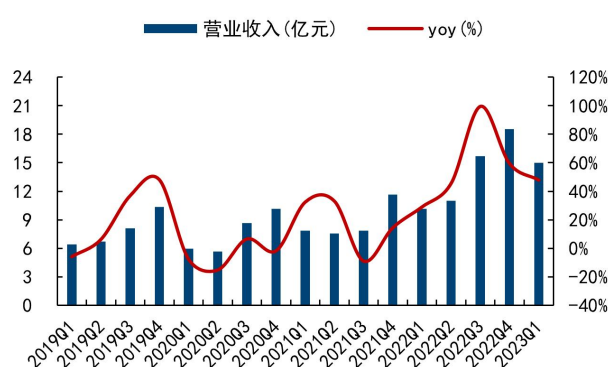
业绩概述：23Q1 伯特利实现营收 15.0 亿元，同比+47.9%，环比-19.2%（23Q1 乘用车销量，23Q1 公司归母净利润 1.72 亿元，同比+24.5%，环比-21.9%，扣非净利润 1.58 亿元，同比+41.3%，环比-16.4%；分业务来看，公司在稳固现有客户的基础上，加大市场开拓力度，积极开发新客户，进一步优化客户结构，23Q1 主营业务收入 14.48 万元，同比+47%；分产品看，23Q1 伯特利智能电控产品销量 721209 套，同比+69%；盘式制动器销量 606857 套，同比+33%；轻量化制动零部件销量 1830507 件，同比+1%；机械转向产品销量 480010 套。

图1：公司营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



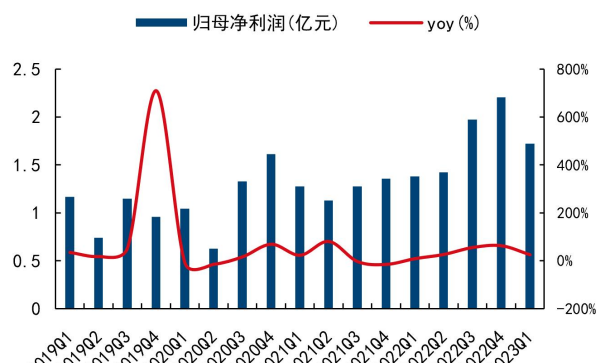
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）

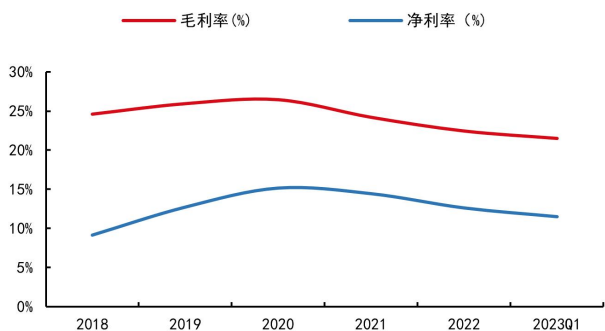


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

费用管控能力扎实稳定：23Q1 公司毛利率 21.50%，同比-1.01pct，环比-1.84pct；23Q1 伯特利销售/管理/研发/财务费用率分别为 1.02%/2.59%/6.20%/-0.14%，同比分别 -0.04%/+0.52%/-0.63%/+0.16pct，环比分别+0.15%/+0.64%/-0.94%/+0.48pct，四费费率 9.67%，同比+0.08pct，环比+0.33pct，整体表现相对稳定；

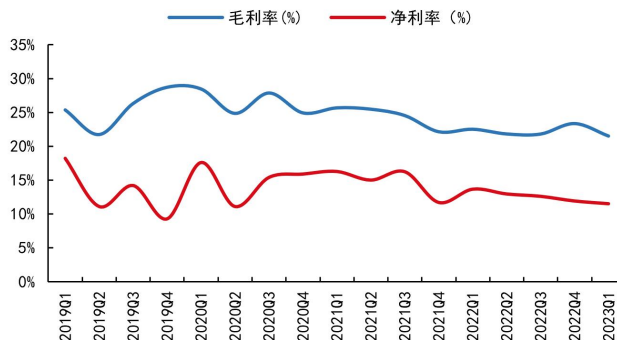
23Q1 归母净利率 11.49%，同比-2.15pct，环比-0.40pct，扣非净利率 10.54%，同比 -0.49pct，环比+0.35pct。23Q1 公司在研项目总数 443 项，新增定点 94 项，新增量产 43 项，随新品研发的稳步推进及量产，公司业绩有望持续上行。

图5: 公司毛利率和净利率



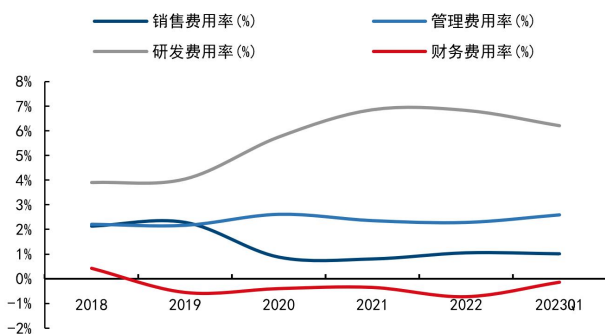
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图6: 公司季度毛利率和净利率



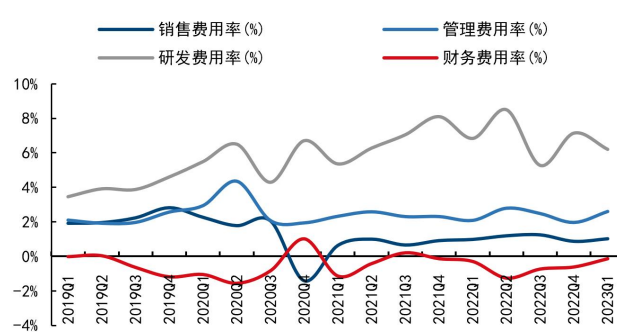
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图7: 公司四项费用率



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图8: 公司单季度四项费用率变化情况



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

■ 产能持续扩张, 夯实竞争优势

公司依据在手订单情况, 结合对新能源汽车未来发展预判及公司国际化业务布局, 持续加快, 产能建设, 截止 2022 年 12 月, 主要产能布局情况如下:

- ① 年产 5 万吨铸铁汽车配件及 1 万吨铸铝汽车配件项目建设顺利推进, 至 2022 年 12 月已完成年产 4 万吨铸铁汽车配件产能建设, 并投产;
- ② 墨西哥年产 400 万件轻量化零部件建设项目, 2022 年底做好生产准备, 预计 2023 年将投入使用;
- ③ 年产 40 万套电子驻车制动系统 (EPB) 项目已完成建设, 2022 年 7 月已投产;
- ④ 为了满足市场对线控制动产品的需求, 2022 年公司新增两条线控制动产线, 其中: 第二、三条产线均于 2022 年下半年投产, 预计第四、五条线控制动产线将于 2023 年一季度投产, 第六条线控制动产线将于 2023 年二季度投产;
- ⑤ 为满足市场对 ESC 产品的需求, 公司完成对原有 ESC 产线技术改造, 同时新增一条 ESC620 产线, 2022 年下半年已投产;
- ⑥ 为满足整车轻量化的需求, 公司实施轻量化新产品的布局, 2022 年在国内轻量化生产基地正在进行三期项目建设, 主要满足汽车副车架、空心控制臂、轮房

等轻量化产品生产，预计 2023 年将投产。

■ 研发、定点及量产持续推进

公司在稳固现有客户的基础上，加大市场开拓力度，积极开发新客户，进一步优化客户结构。23Q1 公司在研项目总数 443 项，新增定点 94 项，新增量产 43 项：

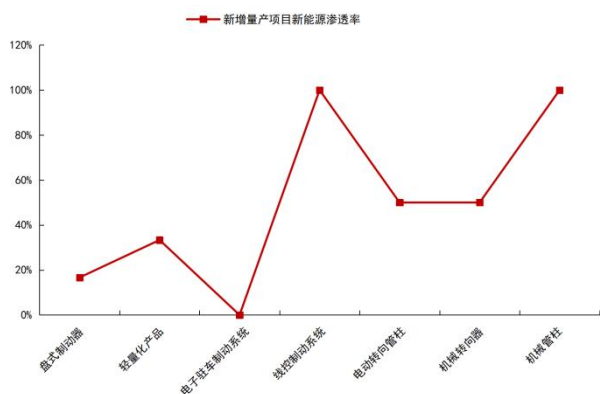
23Q1，公司新增盘式制动器定点 20 项，其中新能源车型 8 项；新增轻量化产品定点 16 项，其中新能源车型 11 项；EPB 新增量产项目 4 项，新增定点项目 12 项，其中新能源车型 8 项；WCBS 新增量产项目 3 项，其中新能源车型 3 项；新增定点项目 24 项，其中新能源车型 21 项；EPS 新增量产项目 2 项，其中新能源车型 1 项，新增定点项目 3 项，其中新能源车型 2 项。

表1：23 年 Q1 公司产品新增定点、量产、在研情况

		在研项目	在研新能源	新增量产项目	新增量产新能源	新增定点	新增新能源定点
机械制 动产品	盘式制动器	151	54	18	3	20	8
	轻量化产品	76	32	6	2	16	11
电子电 控产品	电子驻车制动系统	65	34	4		12	8
	电子稳定控制系统	9	3	1	1	3	2
	电动尾门开闭系统	5	4				
智能驾 驶产品	线控制动系统	74	52	3	3	24	21
	高级驾驶辅助系统	18	4	4		6	3
转向系 统	电动转向管柱	14	8	2	1	3	2
	机械转向器	14	10	4	2	6	3
	机械管柱	7	3	1	1	3	2

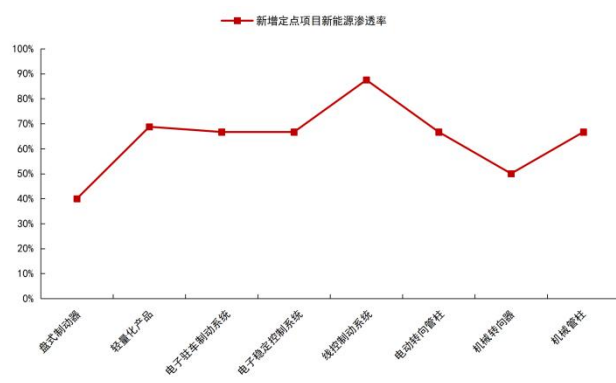
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图9：23Q1 年伯特利新增量产项目中新能源项目占比



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图10：23Q1 年伯特利新增定点项目中新能源项目占比



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

全球化战略稳步推进。2023 年 3 月，伯特利再度获得两家全球著名整车厂铸铝轻量化项目定点。**定点项目一：**面向北美市场提供铸铝前后转向节产品，根据客户量纲，项目生命周期 7 年，生命周期内预计总销售收入约 3.9 亿美元，预计最高年度销售收入约 6400 万美元（折合人民币约 4.42 亿元）。**定点项目二：**面向欧洲市场提供铸铝前后转向节产品，根据客户量纲，项目生命周期 6 年，生命周期内预计总销售收入约 2100 万美元，预计最高年度销售收入约 478 万美元（折合人民币约 0.33 亿元）；2022 年 10 月，芜湖伯特利收到全球著名汽车整车厂 7 个轻量化项目定点通知，定点确认公司将提供铸铝前后转向节、铸铝前后控制臂等其他底盘零部件产品的开发和供货服务。根据客户量纲，上述多个项目生命周期 6-7

年，生命周期内预计总销售收入约为 9.5 亿美元，预计最高年度销售收入约为 1.8 亿美元（折合人民币约 12.42 亿元）；2022 年 12 月获得某著名全球汽车整车厂多个项目定点，项目生命周期内预计总销售额约为 2.01 亿美元。该项目中电子驻车制动系统 EPB 是首次取得全球整车巨头 OEM 的项目合作。

2023 年 3 月，芜湖伯全子公司芜湖伯特利墨西哥公司与北美某著名整车厂新签署关于某一平台项目，包含铸铝前转向节、铸铝后转向节产品的 4 份供货合同。项目产品供货地点为客户北美工厂；伯特利墨西哥公司与客户的供货模式均为独家供货，双方按供货合同约定的供货数量和产品定义，伯特利墨西哥公司执行整件出货，客户按其工厂需求负责物流计划，伯特利墨西哥公司与客户的贸易方式为 FCA。3、合同生效时间为 2023 年 3 月 15 日，项目产品自 2025 年全面开始批量供货，公司根据合同约定按 100%份额供货。伯特利预测本次签署的全部供货车型单年度最高产量约 30 万辆。依据签署的供货合同中约定的预测单日需求汽车产量、每年实际排产预测天数和合同约定的项目产品单价，项目车型的生命周期内（2025 年-2031 年）产品销售收入累计预计约 31 亿元人民币。

图11：伯特利与北汽集团签署战略合作协议



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图12：伯特利主要配套产品



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

■ 持续加大研发新品保障长期竞争力

公司自主建立研发、生产及销售完整体系，并持续实现核心技术突破与业务领域延展，实现了对汽车制动系统、汽车转向系统、轻量化零部件、智能驾驶系统的业务布局，在全球建有 14 个制造基地和 6 个研发中心，拥有底盘制动全系列产品尖端技术和自主知识产权，具备产品自主研发、匹配验证到产品量产的全过程能力。2022 年上半年，通过收购万达转向，伯特利产品拓宽至转向领域，公司汽车底盘系统产品结构逐步完善、产品线更加丰富。

表2：公司最新产品研发情况进展

产品	研发情况&进展
EPB	针对新能源车型自主研发的新一代双控电子驻车制动系统（D-EPB）在原有 Smart EPB 基础上升级，提升新能源车驻车可靠性的同时又大大降低了整车厂零部件采购成本，目前已成熟应用在多款新能源车型上。
ADAS	高级驾驶辅助系统（ADAS）产线已在 2022 年 4 月量产，2022 年已有 6 个项目陆续量产。ADAS 可以提供三种技术解决方案，ADAS 高精地图功能技术正在研发过程中，支持自动驾驶功能实现
WCBS	具备制动冗余的下一代线控制动系统（WCBS 2.0）的研发在顺利推进中，WCBS 2.0 将更好满足 L3+ 及以上自动驾驶级别对线控制动系统的需求，目前已经有多个定点项目，预计 2024 年上半年量产。电子机械制动系统（EMB）的研发工作正在进行中，预计 2023 年 A 轮样机开发完成。
EPS	2022 年，公司正式启动 DP-EPS、R-EPS 转向系统、线控转向系统的研发工作。

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

■ 新产品及新技术创新情况

公司收购万达转向，产品矩阵拓展至转型领域。2022年5月27日，伯特利与芜湖奇瑞科技之全资子公司芜湖瑞智联能科技完成收购浙江万达汽车零部件有限公司持有的浙江万达汽车方向机有限公司65%股权的工商变更登记，万达整体估值5.5亿元人民币。收购完成后，伯特利持有万达45%股权，瑞智联能持有万达20%股权，伯特利成为万达实际控制人。**伯特利完成对汽车转向系统的战略布局，进一步丰富了公司的产品线，扩大了公司的营收规模和市场规模。**

2022年12月6日，公司的全资子公司芜湖伯特利电子控制系统有限公司与吉利汽车控股有限公司控股子公司浙江吉润的全资子公司浙江星创共同设立一家合资公司浙江双利汽车智能科技有限公司，以汽车产业转型升级为支点，双方共同**投资布局汽车智能底盘线控制动产品的制造和销售以及技术的升级创新**。浙江双利注册资本9000万元人民币，其中伯特利电子认缴出资额为5850万元人民币，持股比例为65%；浙江星创认缴出资额3150万元人民币，持股比例为35%。2022年12月2日，公司在浙江长兴设立全资子公司长兴伯特利汽车安全系统有限公司。

表3：公司部分控股子公司2022年经营情况梳理（单位：万元）

	经营范围	总资产	营业收入	净利润
伯特利电子	研发、制造和销售各类汽车电子及各类控制系统零部件、软硬件及总成，并从事相关的咨询和服务业务	86446	66798	2348
唐山伯特利	研发、制造和销售各类汽车安全系统零部件及相关技术咨询服务，普通货运	4423	8016	-103
迪亚拉	制造、销售各类汽车底盘系统相关的零部件及相关技术咨询服务	10411	1833	-93
墨西哥公司	研发、制造和销售各类轻量化及环保型新材料汽车零部件，汽车制动系统部件，及相关技术及管理咨询服务，和货物及技术进出口	21332		-872
芜湖伯特利智能驾驶	研发、制造和销售高新智能驾驶产品，各类汽车电子控制系统零部件、软硬件及总成，并从事相关的咨询和服务业务	42		-20
长兴伯特利汽车安全系统有限公司	汽车零部件及配件制造；汽车零部件研发；汽车零配件批发；汽车零配件零售	299	0.2	-6
浙江双利汽车智能科技有限公司	技术服务、技术开发、技术咨询、技术交流、技术转让、技术推广；汽车零配件批发；汽车零配件零售；汽车零部件及配件制造；汽车零部件研发；电子元器件制造；电力电子元器件销售；电力电子元器件制造；电子元器件批发；电子元器件零售；软件开发；软件销售	9000		-0.4
浙江万达汽车方向机有限公司	汽车零部件研发；汽车零配件批发；汽车零部件及配件制造；汽车零配件零售；货物进出口；软件开发；电机及其控制系统研发；电子产品销售；机械设备租赁；技术服务、技术开发、技术咨询、技术交流、技术转让、技术推广；非居住房地	102319	57197	349

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

公司是国产制动系统龙头企业，线控制动产品是智能驾驶执行层核心产品，公司线控制动产品竞争力强、客户拓展顺利，持续取得国产突破，有望充分受益于汽车行业智能电动大趋势，另外轻量化零部件业务前景广阔：

第一，差压铸造工艺是公司轻量化零部件业务的护城河：国家燃耗与排放标准不断提高，汽车轻量化势在必行生产成本方面较其它加工工艺具有明显优势。目前市场上掌握差压铸造工艺的主流供应商非常少，国内厂商只有伯特利和中信戴卡等。2010-2018年，中国的平均单车用铝量从99kg增长到156kg，渗透率达到了大约10%。伯特利轻量化业务的销售收入在2014-2020年以87%的年均复合增长率持续增长，且公司仍在开发推广铸铝卡钳、铝合金制动盘等其他轻量化零部件。随着汽车用铝量的不断增长，我们保守估计伯特利轻量化业务在未来几年仍将以25%的年均复合增长率持续增长。

第二，受益于国产化替代，电子驻车系统（EPB）是伯特利中短期业绩增长的重要动力：伯特利是最早实现EPB量产的自主品牌厂商，并且成功打入了合资品牌

的供应链，主要客户有吉利汽车、广汽集团、奇瑞汽车、江铃福特、东风日产等。2020 年 EPB 在乘用车的渗透率大约为 72%，则市场总需求大约 1440 万套，市场空间大约 120 亿元。伯特利销售 87 万套，市场份额约 6.5%。由于 EPB 相较于传统的机械驻车制动在操作简便、节省空间、电子系统协同方面具有无可比拟的优势，渗透率持续上升。伯特利坚持自主研发，2022 年上半年，针对新能源车型自主研发的新一代双控电子驻车制动系统（D-EPB）在原有 SmartEPB 基础上顺利升级，提升新能源车驻车可靠性同时大大降低整车厂零部件采购成本，目前已成熟应用在多款新能源车型上。

第三，线控制动系统将成为公司切入 ADAS 执行层的核心产品：线控制动系统的构想是用电机替代真空助力器，直接推动主缸活塞。在汽车行业智能化、电动化的发展趋势下，线控制动系统相比于传统制动系统，省去了电子真空泵，拥有更快的反应时间和更高的能量回收效率，将成为 ADAS 执行层的主流产品。公司发布的 WCBS 在线控制动系统中属于电子液压制动系统，采用了 ONE-BOX 解决方案，是首家研发成功的自主品牌厂商。与 TWO-BOX 方案相比，伯特利的产品在体积、重量、性价比、集成度等方面具有明显优势。目前公司高级驾驶辅助系统（ADAS）产线已在今年 4 月投产，首批 2 个项目批量交付，预计下半年还有 9 个项目陆续量产；具备制动冗余的下一代线控制动系统（WCBS2.0）的研发也在顺利推进中，目前已有多个定点项目，预计 2024 年上半年量产。

表4: 公司近期所取得的成就

时间	事件
2022 年 4 月	伯特利凭借优秀产品和服务再次荣获通用汽车“2021 年度供应商奖”，连续两年获此殊荣，充分体现了通用汽车对伯特利的高度认可。以 2.01 亿元收购浙江万达汽车方向机股份有限公司 45% 股权，布局转向系统，丰富和完善公司在汽车安全系统领域的产品线。
2022 年 6 月	“线控制动系统 WCBS”荣获 2022 中国汽车供应链优秀创新成果奖。
2022 年 8 月	材料科技新项目正式投产，本次规划两条铸造生产线，规划年产能四万吨。项目建设充分考虑安全、高效、环保、节能等因素，对标国内外优秀企业，采用潮模砂生产工艺，是目前国际最为先进、高效的生产线，有效提升公司对全球客户市场需求的供给能力。电子驻车制动系统 EPB 总销量突破 1000 万件，EPB 销量持续快速增长，稳稳占据 EPB 自主品牌龙头地位。
2022 年 9 月	成功入选国家知识产权示范企业，此次认定是伯特利继“国家知识产权优势企业”认定之后，在知识产权领域的又一国家级荣誉。
2022 年 10 月	伯特利与吉利集团共同出资组建台州双利汽车智能底盘系统公司，将以汽车产业转型升级为支点，充分整合发挥各自优势及资源，推动智能汽车底盘线控制动产品在中国乘用车市场份额的快速提升。伯特利收到全球著名汽车整车厂 7 个轻量化项目定点通知，项目生命周期内预计总销售额约为 9.5 亿美元，是全球化战略稳步推进的重要突破。
2022 年 12 月	伯特利再度获得某著名全球汽车整车厂多个项目定点，项目生命周期内预计总销售额约为 2.01 亿美元。该项目中电子驻车制动系统 EPB 是首次取得全球整车巨头 OEM 的项目合作。“集成高精定位的智能前视摄像头 AFC2.0”荣获第七届铃轩奖智能驾驶类优秀奖。连续三年获得铃轩奖优秀奖。
2023 年 1 月	凭借线控制动系统 WCBS、电子驻车制动系统 EPB 等项目，荣获广汽埃安 2022 年度“创新贡献奖” 伯特利连续三年荣获通用汽车全球“年度供应商”奖 伯特利凭借线控制动系统 WCBS、电子驻车制动系统 EPB、制动器总成等产品的优异表现，赢得客户信赖，荣获奇瑞新能源 2022 年度“优秀供应商”奖 伯特利荣获长安汽车 2022 年度“质量贡献奖”；为其开发提供线控制动系统 WCBS、电子驻车制动系统 EPB、智能驾驶辅助系统 ADAS、制动器总成、整车稳定控制系统 ESC 等产品
2023 年 2 月	伯特利与北汽集团签署战略合作协议，共同打造协同创新体系，双方将在汽车底盘、轻量化、转向及智能驾驶等领域展开深度合作
2023 年 3 月	伯特利再度获得两家全球著名整车厂项目定点，合计销售收入约 4.1 亿美元

资料来源：公司官网，公司公告，公司官网微信公众号，国信证券经济研究所整理

投资建议：国产制动系统龙头企业，维持“买入”评级

公司是国产制动系统龙头企业，看好公司智能电控产品加速放量带来的业绩持续上行的动力，我们维持盈利预测，预计伯特利 23/24/25 年归母净利润为 9.7/13.3/16.7 亿元，对应 EPS 为 2.36/3.23/4.06 元，对应 PE 为 27/20/16 倍，维持“买入”评级。

表5: 可比公司估值表

证券代码	证券简称	最近收盘价	市值	EPS			PE		
		(元)	(亿元)	2022A/E	2023E	2024E	2022A/E	2023E	2024E
603786	科博达	54.90	222	1.11	1.66	2.27	49	33	24
601689	拓普集团	52.17	575	1.54	2.13	2.97	34	24	18
002920	德赛西威	107.58	597	2.13	3.01	4.15	51	36	26
600933	爱柯迪	21.04	186	0.73	0.91	1.14	29	23	18
	平均		395	1.38	1.93	2.63	41	29	22
603596	伯特利	62.86	259	1.70	2.36	3.23	37	27	20

资料来源：公司公告，wind，国信证券经济研究所整理和预测 截至 2022/4/27 收盘价

风险提示

政策风险，新进入者竞争加剧等市场风险，宏观经济系统性风险，价格战的风险，EPB 的普及与国产化替代速度不及预期、线控制动系统（WCBS）的量产时间不及预期，终端需求不及预期的风险。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	2076	2287	3989	4566	5887	营业收入	3492	5539	8004	10295	12681
应收款项	1128	1953	2193	2821	3474	营业成本	2648	4296	6239	7957	9763
存货净额	425	899	837	1065	1307	营业税金及附加	24	30	44	57	70
其他流动资产	803	945	800	1029	1268	销售费用	28	59	64	81	104
流动资产合计	4957	6485	8219	9882	12338	管理费用	82	127	160	201	246
固定资产	998	1718	2442	3203	3513	研发费用	239	378	512	649	799
无形资产及其他	69	136	132	127	123	财务费用	(12)	(40)	(54)	(81)	(105)
投资性房地产	228	306	306	306	306	投资收益	(3)	7	6	6	6
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	(9)	(0)	0	0	0
资产总计	6252	8644	11099	13518	16280	其他收入	(135)	(325)	(512)	(649)	(799)
短期借款及交易性金融负债	152	2	50	50	50	营业利润	575	748	1044	1437	1810
应付款项	1348	2772	4183	5326	6536	营业外净收支	2	15	15	15	15
其他流动负债	274	276	380	483	593	利润总额	576	763	1059	1452	1825
流动负债合计	1773	3051	4613	5859	7180	所得税费用	49	62	86	118	149
长期借款及应付债券	755	665	665	665	665	少数股东损益	23	2	3	4	5
其他长期负债	228	362	495	628	761	归属于母公司净利润	505	699	970	1330	1671
长期负债合计	983	1027	1160	1293	1426	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	2756	4078	5773	7152	8606	净利润	505	699	970	1330	1671
少数股东权益	0	356	358	362	366	资产减值准备	(14)	9	(0)	(0)	(0)
股东权益	3496	4211	4967	6005	7308	折旧摊销	115	162	181	244	295
负债和股东权益总计	6252	8644	11099	13518	16280	公允价值变动损失	9	0	0	0	0
						财务费用	(12)	(40)	(54)	(81)	(105)
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	(183)	51	1615	294	319
每股收益	1.24	1.70	2.36	3.23	4.06	其它	34	(8)	3	3	4
每股红利	0.13	0.38	0.52	0.71	0.89	经营活动现金流	467	913	2768	1871	2290
每股净资产	8.56	10.22	12.06	14.58	17.75	资本开支	0	(880)	(901)	(1001)	(601)
ROIC	13.08%	14.77%	23%	34%	40%	其它投资现金流	(525)	124	0	0	0
ROE	14.43%	16.59%	20%	22%	23%	投资活动现金流	(507)	(756)	(901)	(1001)	(601)
毛利率	24%	22%	22%	23%	23%	权益性融资	(3)	86	0	0	0
EBIT Margin	13%	12%	12%	13%	13%	负债净变化	(20)	0	0	0	0
EBITDA Margin	17%	15%	15%	15%	16%	支付股利、利息	(55)	(156)	(213)	(293)	(368)
收入增长	15%	59%	45%	29%	23%	其它融资现金流	832	278	48	0	0
净利润增长率	9%	38%	39%	37%	26%	融资活动现金流	680	53	(166)	(293)	(368)
资产负债率	44%	51%	55%	56%	55%	现金净变动	640	211	1702	577	1321
股息率	0.2%	0.6%	0.8%	1.1%	1.4%	货币资金的期初余额	1437	2076	2287	3989	4566
P/E	50.9	37.1	26.7	19.5	15.5	货币资金的期末余额	2076	2287	3989	4566	5887
P/B	7.3	6.1	5.2	4.3	3.5	企业自由现金流	0	(71)	1799	777	1574
EV/EBITDA	48.5	36.9	27.2	20.7	17.3	权益自由现金流	0	207	1896	851	1671

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032