

Q4 业绩符合预期，智能底盘持续发力

2023 年 03 月 24 日

➤ **事件概述：**2023 年 3 月 21 日，公司发布 2022 年度报告，全年实现营业收入 55.39 亿元，同比+58.61%；实现归母净利润 6.99 亿元，同比+38.49%；实现扣非归母净利润 5.88 亿元，同比+36.47%。

➤ **Q4 归母净利润再创新高，电控产品放量贡献业绩弹性。**1) **营收端：**Q4 公司实现营收 18.55 亿元，同比+59.38%，主要系 Q4 下游汽车销量持续复苏，客户订单增加所致。2) **利润端：**Q4 公司实现归母净利润 2.21 亿元，同比+62.33%/环比+11.62%，单季归母净利润突破历史新高，毛利率与净利率分别为 23.34%/11.95%，同比+1.21pct/+0.27pct，盈利能力加速修复。**全年费用管控趋势向好**，公司四费费用率 9.45%，同比-0.22pct，销售/管理/研发/财务费用率分别为 1.06%/2.29%/6.83%/-0.72%，同比+0.25pct/-0.07pct/-0.03pct/-0.37pct。**电控产品占比提升，贡献核心业绩弹性。**2022 年公司电控制动/机械制动/机械转向产品实现营收 23.74 亿元/26.61 亿元/2.77 亿元，营收占比 44%/49.61%/5.16%，同比+7.75pct/-10.41pct/+5.16pct。其中，公司智能电控产品销量为 249.98 万套，同比+86.24%。电控产品快速放量，贡献核心业绩弹性。

➤ **定点持续突破，产能加速扩张，蓄力发展动能。**公司接连斩获定点：22 年 10 月获某整车厂 7 个轻量化定点，总收入约 9.5 亿美元；22 年 12 月获某整车厂 2 个平台 EPB 和制动卡钳总成定点；23 年 3 月 3 日获 2 个铸铝前后转向节产品定点；23 年 3 月 15 日获北美整车厂铸铝前后转向节产品定点，全生命周期预计收入约 31 亿人民币。为满足订单需求，公司积极推进产能扩张，墨西哥年产 400 万件轻量化零部件项目已做好生产准备，预计 23 年投产；国内轻量化生产基地三期项目预计 23 年投产；线控制动第二、第三条产线已于 22H2 投产，预计 23 年还将有三条产线投产。产能建设逐步落地，支撑业绩成长空间。

➤ **全域布局底盘系统，新品落地打开第二成长曲线。智能底盘加速布局：**公司以传统制动部件为基础，纵向升级线控制动产品，横向拓展底盘轻量化及转向产品线，持续完善底盘系统布局。22M5 通过对万达公司的股权收购，将产品拓宽至转向领域，DP-EPS、R-EPS 转向系统、线控转向系统的研发工作于 22H1 正式启动。22 年 10 月，公司与吉利成立合资公司（持股 65%），推动线控制动技术更新，加速产品布局。**新产品持续落地：**公司电控产品已具备核心竞争力，D-EPB 产品已成熟运用于多款新能源车型；ADAS 产线于 22 年 4 月投产，已有 6 个项目量产；具备制动冗余的下一代线控制动系统 (WCBS2.0) 的研发顺利推进，已获多个项目定点，预计 24H1 量产；EMB 业务预计 23 年完成 A 轮样机开发。新品持续落地，有望打开公司业绩第二成长曲线。

➤ **投资建议：**我们预计公司 2023-2025 年实现归母净利润 9.88/13.62/17.44 亿元，当前市值对应 2023-2025 年 PE 为 29/21/17 倍。受益于底盘域集中趋势，自主替代加速，制动领域龙头企业有望享有估值溢价，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**新品拓展不及预期，收购协同不及预期，新产能投放不及预期等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	5,539	7,617	10,038	13,065
增长率 (%)	58.6	37.5	31.8	30.2
归属母公司股东净利润 (百万元)	699	988	1,362	1,744
增长率 (%)	38.5	41.3	37.9	28.1
每股收益 (元)	1.70	2.40	3.31	4.24
PE	41	29	21	17
PB	6.9	5.6	4.4	3.5

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 3 月 23 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

70.35 元


分析师 邵将

执业证书：S0100521100005

邮箱：shaojiang@mszq.com

研究助理 张永乾

执业证书：S0100121110030

邮箱：zhangyongqian@mszq.com

相关研究

1.伯特利 (603596.SZ) 2022 年三季报业绩点评：22Q3 业绩超预期，产品结构优化增厚利润-2022/10/28

2.伯特利 (603596.SZ) 2022 年三季报业绩预增点评：Q3 业绩略超预期，线控底盘加速落地-2022/10/19

3.伯特利 (603596.SZ) 2022 年中报业绩点评：业绩高增韧性较强，制动龙头开启线控底盘新征程-2022/09/01

4.伯特利 (603596.SH) 2021 年年报及收购浙江万达事件点评：业绩符合预期，收购万达助力线控底盘再下一城-2022/04/12

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	5,539	7,617	10,038	13,065
营业成本	4,296	6,097	7,995	10,437
营业税金及附加	30	46	60	78
销售费用	59	69	90	118
管理费用	127	168	221	287
研发费用	378	305	402	523
EBIT	703	934	1,269	1,622
财务费用	-40	-33	-41	-61
资产减值损失	0	1	2	2
投资收益	7	-0	1	5
营业利润	748	1,136	1,535	1,958
营业外收支	15	0	0	0
利润总额	763	1,136	1,535	1,958
所得税	62	111	135	174
净利润	701	1,025	1,400	1,784
归属于母公司净利润	699	988	1,362	1,744
EBITDA	866	1,183	1,572	1,989

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	2,287	2,461	3,104	4,169
应收账款及票据	1,939	2,584	3,374	4,466
预付款项	56	60	78	114
存货	899	1,045	1,444	1,953
其他流动资产	1,304	1,967	2,352	2,792
流动资产合计	6,485	8,117	10,352	13,494
长期股权投资	0	5	15	30
固定资产	1,415	1,689	2,012	2,403
无形资产	136	161	194	235
非流动资产合计	2,160	2,426	2,791	3,243
资产合计	8,644	10,542	13,143	16,737
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	2,772	3,533	4,621	6,272
其他流动负债	278	390	503	662
流动负债合计	3,051	3,924	5,124	6,934
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	1,027	1,027	1,027	1,027
非流动负债合计	1,027	1,027	1,027	1,027
负债合计	4,078	4,951	6,151	7,962
股本	412	412	412	412
少数股东权益	356	393	432	472
股东权益合计	4,567	5,591	6,992	8,776
负债和股东权益合计	8,644	10,542	13,143	16,737

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	58.61	37.51	31.78	30.16
EBIT 增长率	24.28	32.74	35.97	27.77
净利润增长率	38.49	41.34	37.88	28.10
盈利能力 (%)				
毛利率	22.44	19.96	20.35	20.11
净利率	12.65	13.46	13.95	13.65
总资产收益率 ROA	8.08	9.37	10.36	10.42
净资产收益率 ROE	16.59	19.00	20.76	21.00
偿债能力				
流动比率	2.13	2.07	2.02	1.95
速动比率	1.81	1.79	1.72	1.65
现金比率	0.75	0.63	0.61	0.60
资产负债率 (%)	47.17	46.96	46.80	47.57
经营效率				
应收账款周转天数	127.76	118.43	116.66	120.95
存货周转天数	76.38	62.51	65.83	68.24
总资产周转率	0.64	0.72	0.76	0.78
每股指标 (元)				
每股收益	1.70	2.40	3.31	4.24
每股净资产	10.23	12.62	15.93	20.17
每股经营现金流	1.91	1.76	3.27	4.65
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	41	29	21	17
PB	6.9	5.6	4.4	3.5
EV/EBITDA	31.58	22.98	16.88	12.81
股息收益率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	701	1,025	1,400	1,784
折旧和摊销	163	249	303	367
营运资金变动	-120	-584	-390	-263
经营活动现金流	785	723	1,345	1,915
资本开支	-605	-508	-656	-803
投资	170	-7	-13	-19
投资活动现金流	-342	-516	-669	-817
股权募资	87	-0	0	0
债务募资	-160	0	0	0
筹资活动现金流	-294	-33	-33	-33
现金净流量	146	174	643	1,065

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026