

伯特利 (603596 CH)

國內制動龍頭，佈局線控底盤，拓展第二增長曲線

中國 | 汽車零部件 | 首次覆蓋

投資概要

公司簡介：國內制動龍頭，積極佈局智能駕駛執行端

蕪湖伯特利汽車安全系統股份有限公司成立於 2004 年，是一家汽車零部件一級供應商，截至 2022 年 6 月底，公司在安徽、山東、河北、四川、浙江、上海、美國、墨西哥等地共建有 10 個製造基地和 5 個研發中心，生產佈局主要採取靠近主機廠附近設廠。

公司成立以來一直聚焦汽車制動領域，不斷升級業務，產品線持續突破，從基礎的機械制動產品、輕量化零部件、電控制動產品如電子駐車制動系統(EPB)、制動防抱死系統(ABS)、電子穩定控制系統(ESC)，到線控制動產品(WCBS)，並具備了行業領先的自主正向開發能力，在國內及國外專利累計獲得 530 項專利，其中發明專利 95 項。

2022 年 5 月，公司出資 2 億元完成對萬達汽車的 45% 股權收購，成為其控股股東，公司主營業務從汽車制動系統和汽車智能駕駛系統領域拓展了汽車轉向系統業務領域，目前主要產品分機械制動產品、機械轉向產品和智能電控產品三大類，機械制動產品主要包括盤式制動器、液壓卡鉗、輕量化零部件、真空助力器；機械轉向產品主要包括轉向管柱、轉向器等；智能電控產品主要包括電子駐車制動系統（EPB）、制動防抱死系統（ABS）、電子穩定控制系統（ESC）、線控制動系統（WCBS）、電動尾門開閉系統（PLG）、基於前視攝像系統的高級駕駛輔助系統（ADAS）、電動助力轉向系統（EPS）等。

公司主要客戶包括通用、上汽通用、長安福特、沃爾沃、江鈴福特、東風日產、Stellantis、ford、吉利、奇瑞、長安、上汽、北汽、東風、廣汽、比亞迪、長城、一汽和小鵬、蔚來、理想、埃安等。前五大客戶收入貢獻占比 45.4%，集中度較高，但較穩定。2018 年公司於 A 股 IPO 上市募資 6.2 億人民幣，2021 年 6 月公司通過發行可轉債募資 9 億，主要投入新項目和新產品的研發。目前公司八成以上的收入來自於國內，不到兩成來自於海外市場。

公司實際控制人為袁永彬先生，持有公司 19.27% 的股份，與員工持股平臺伯特利投資管理中心為一致行動人，兩者合計持有 24.35% 的股份。奇瑞汽車間接持有公司 16.27% 的股份，也為公司貢獻三分之一左右的收入來源，合作關係穩固。

公司多次實施股權激勵和員工持股計劃，涵蓋高管及部門技術骨幹，促進核心人才的積極性和穩定性，較長的限售期也體現公司長遠發展決心，有助於穩定投資者信心。

20 January 2023

買入（首次）

現價 CNY 82.74

(現價截至 1 月 18 日)

目標價 CNY 107 (+29.3%)

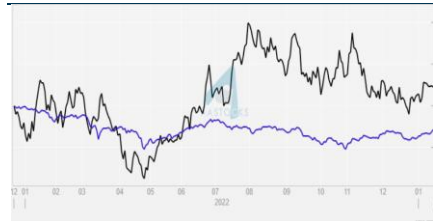
公司資料

普通股股東 (百萬股) :	411
市值 (人民幣百萬元) :	34075
52 周 最高/最低價 (人民幣元) :	111.02/47.83

主要股東 %

袁永彬	24.35
奇瑞	16.27

股價 & 上證指數



Source: Aastock, Phillip Securities (HK) Research

財務資料

CNY mn	FY21	FY22E	FY23E	FY24E
Net Sales	3492	5260	7903	10156
Net Profit	505	727	1103	1587
EPS, CNY	1.23	1.76	2.67	3.84
P/E, x	67.3	47.0	31.0	21.5
BVPS, CNY	8.56	10.19	12.90	16.54
P/BV, x	9.7	8.1	6.4	5.0
DPS (CNY)	0.13	0.18	0.27	0.40
Div. Yield (%)	0.2%	0.2%	0.3%	0.5%

Source: Company reports, Phillip Securities Est.

章晶 (+ 86 021-62116753)

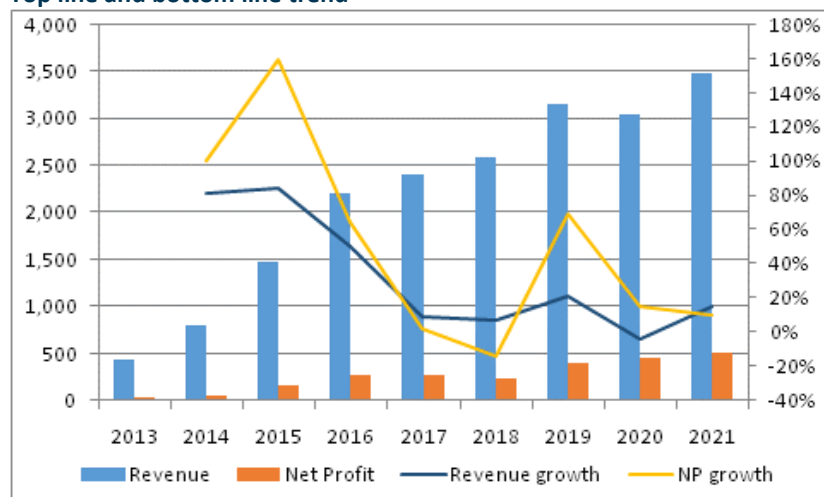
zhangjing@phillip.com.cn

傳統業務以盤式制動器為主，輕量化制動零部件業務正在發力，智能電控業務國產替代空間巨大

公司的發展可分為兩個階段，2004 年-2012 年，在中國汽車市場高速發展階段，主要以機械制動類產品為主，2005 年制動器總成開始批量投產，2008 年駐車制動卡鉗、真空助力器等批量生產；2012 年以後，由於國內車市增速放緩，以及汽車消費升級趨勢日益顯著，公司主要以產品升級、結構改善為主，電控制動產品開始逐步增加，ABS、EPB、鋁制轉向節、ESC、WCBS 等新產品紛紛量產，2019 年成為通用汽車一級供應商；2022 年，公司的業務拓展到汽車轉向系統領域，進一步完善線控底盤佈局。

隨著業務不斷升級，推動公司業績維持高增長。2013 年至 2021 年，公司總收入由 4.42 億增長到 34.9 億元，8 年 CAGR=29.5%；歸屬淨利潤由 0.32 億增至 5.045 億，CAGR=41.2%，利潤增速高於收入增速，盈利能力穩步提升。

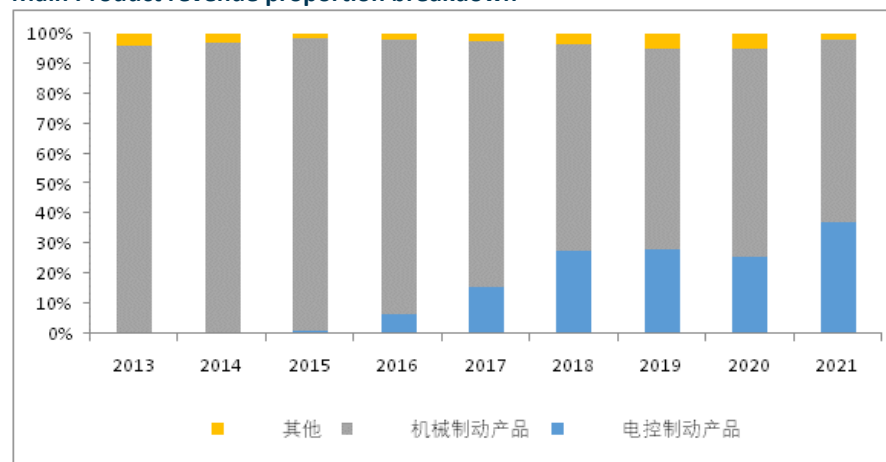
Top line and bottom line trend



Source: Company, Phillip Securities Hong Kong Research

從收入結構上看，機械制動產品中的盤式制動器，為公司早期的主要收入來源，8 年 CAGR=17%，但近年來增速及占比呈現逐年下降趨勢，收入占比由 2014 年的 82%下降至 2022H1 的 30.42%，主要原因在於行業週期下行，疊加汽車輕量化、電氣化程度提高導致傳統盤式制動器被 EPB 取代，收入增速下滑；受原材料成本上漲及競爭激烈影響，盤式制動器業務的毛利率近年來有所下降。不過，2022 年下半年投產的 5 萬噸鑄鐵和 1 萬噸鑄鋁汽车配件項目，取代部分外供，將降低採購和運輸成本，有助於提高產品毛利率。2022 年上半年，公司繼續新增盤式制動器項目 87 項，伴隨新產能建設，我們預計盤式制動器業務規模將保持低雙位數的穩健增長，為公司提供穩定現金流來源。

Main Product revenue proportion breakdown



Source: Company, Phillip Securities Hong Kong Research

公司機械制動產品中的輕量化制動零部件，主要包括鑄鋁轉向節、支架和控制臂。與傳統鑄鐵產品相比，鑄鋁產品可減重 40-50%。隨著汽車輕量化需求的不斷擴大，公司的輕量化零部件收入快速增長，7 年 CAGR=71%，收入占比由 2014 年的 2.5% 增加至 2022H1 的 24%。公司的出口產品以輕量化零部件為主，毛利率顯著高於盤式制動器，超過 30%。公司發債募投的墨西哥年產 400 萬件鑄鋁轉向節工廠將於 2023 年投產，除了降低關稅、運輸成本，其全球化供貨能力有望更進一步，預計該部門業務的海外收入將快速增長。在全球碳中和背景下，汽車輕量化發展進入快車道，我們預計公司的輕量化業務未來三年的增速將達到 30%。

公司的另一個明星部門：智能電控制動產品業務呈現高增長態勢，收入由 2014 年的 1.725 百萬增至 2022H1 的 8.15 億元，7 年 CAGR=157%，相應的占比也大幅提升，由 2014 年的 0.2% 增加至 2022H1 的 39.9%。其中公司的電子駐車制動 (EPB) 業務在技術、產品、客戶結構方面具有明顯優勢，國內市占率為本土企業第一，約 8.3%。目前國內 EPB 市場仍由外資企業主導，前三名的合計市占率約 70%，國產替代空間巨大。2021 年公司新增 EPB 項目 83 項，2022 上半年新增 34 項，在研項目 59 項，新增量產項目 13 項。隨著新車型的量產和 40 萬套 EPB 新產能於 22 年下半年的投產，伯特利的 EPB 銷量和市占率有望進一步提高。

智能電控制動產品部門中值得關注的另一條產品線：線控制動，以其響應快、重量輕，尤其是可利用動能回收顯著提高續航里程的特點，對新能源車型尤為友好，是 L2 以上智能駕駛和新能源車的標配。目前全球線控制動產品的滲透率不到 7%，預計 2025 年將達到 23%。基於其 ESP 的經驗，伯特利 2019 年成為本土品牌首家 one-box 線控制動 (WCBS) 系統產品發佈企業，打破了外企的壟斷，2021 年實現量產，全年有 3 個車型批量生產；22 上半年伯特利新增線控制動系統在研項目 26 項，新增量產項目 4 項，新增項目 34 項，在手訂單快速增長，22-24 年出貨量有望分別達到 30/150/200 萬套。在產能上，22 年公司新增

四條線控制動產線，第二、三條產線於 22 年下半年投產，第四、五條產線將於 23 年上半年投產，2022 年底產能將達到 100 萬套。下一代可滿足 L4 及以上自動駕駛功能 WCBS2.0 正在研發，未來該條產品線有望迎來快速放量。

此外，公司涉及的電動尾門、ADAS、線控轉向等產品線，都具備廣闊的發展前景、巨大的國產替代空間。2022 年上半年公司 ADAS 新增在研項目 13 項，新增量產項目 2 項，新增項目 1 項，預計下半年還將有 9 個項目陸續量產；電動尾門新增在研項目 5 項，新增項目 3 項。

汽車智能化是行業長期趨勢，其中智能電控制動領域佔據重要位置。在零部件降本趨勢下，國內優質廠家逐步從低端車型向高端車型滲透，不斷縮短與國際巨頭的差距，一旦技術和製造工藝成熟度突破臨界點，有望憑藉成本優勢成功實現國產替代。公司是少數擁有自主知識產權，可以批量生產 EPB、ESC、ABS 和 WCBS 產品的本土企業，未來有望通過擴大客戶群體實現國產替代。智能電控業務正在打造公司的第二增長曲線。

投資建議

2022 年前三季度伯特利實現營業收入 36.84 億元，同比增長 58.23%，歸母淨利潤 4.78 億元，同比增長 29.7%。其中第三季度 Q3 實現營業收入 15.7 億元，同比增長 99.49%，歸母淨利潤 1.98 億元，同比增長 54.73%。單季度盈利創歷史新高，主要系市場拓展迅速以及輕量化和電控制動業務占比提升。Q3 智能電控產品、輕量化制動零部件收入分別同比增長近 100%、47%（主營業務收入占比分別達 36%、20%）。受萬達並表影響，毛利率小幅下降，公司 Q3 毛利率 21.78%，同比-2.75pct；由於市場開拓加大和新定點及量產項目較快增長，研發費用同比+69%。

伯特利具備明確的自主線控產品集成與技術迭代能力，短期受益於輕量化和 EPB 業務加速放量，中長期智能電控業務有望打造第二增長曲線，未來業績彈性良好，應享受一定的估值溢價。預計公司 2022/2023/2024 年的每股盈利分別為 1.77/2.68/3.86 元人民幣，目標價 107 人民幣元對應 2023 年 40 倍預計市盈率，首次覆蓋給予買入評級。（現價截至 1 月 18 日）

Peer Comparison

Code	Name	Market Cap	PE			PB(MRQ)
			TTM	22E	23E	
603596.SH	伯特利	341.6	55.6	50	33.7	9
002920.SZ	德賽西威	672	65	58	40	11.4
601689.SH	拓普集團	735.5	50	42	29.7	6.4
603786.SH	科博達	269	56	52	39	6.4
AVERAGE		504.525	56.65	50.5	35.6	8.3
MEDIUM		506.8	55.8	51	36.35	7.7

Source: Wind, Phillip Securities Hong Kong Research

風險

汽車銷量不及預期拖累零部件需求

新業務推進進度低於預期

匯率波動及海外市場風險

原材料價格上漲

財務數據

FYE DEC	FY20	FY21	FY22E	FY23E	FY24E
Valuation Ratios					
P/E (X), adj.	73.2	67.3	47.0	31.0	21.5
P/B (X)	12.5	9.7	8.1	6.4	5.0
Dividend payout ratio(%)	10.4%	10.4%	10.2%	10.1%	10.4%
Dividend Yield (%)	0.1%	0.2%	0.2%	0.3%	0.5%
Per share data (RMB)					
EPS, (Basic)	1.13	1.24	1.77	2.68	3.86
EPS, (Diluted)	1.13	1.23	1.76	2.67	3.84
DPS	0.12	0.13	0.18	0.27	0.40
BVPS	6.59	8.56	10.19	12.90	16.54
Growth & Margins (%)					
Growth					
Revenue	-3.6%	14.8%	50.6%	50.2%	28.5%
EBIT	7.9%	1.8%	30.8%	54.7%	47.2%
Net Income, adj.	14.9%	9.3%	44.2%	51.7%	43.9%
Margins					
Gross margin	26.4%	24.2%	23.5%	24.1%	25.6%
EBIT margin	18.2%	16.1%	14.0%	14.4%	16.5%
Net Profit Margin	15.2%	14.4%	13.8%	14.0%	15.6%
Key Ratios					
ROE	18.7%	16.3%	19.0%	23.3%	26.2%
ROA	10.3%	9.2%	10.0%	12.0%	13.5%
Income Statement (RMB mn)					
Revenue	3042	3492	5260	7903	10156
Gross profit	804	845	1236	1907	2600
EBIT	553	562	736	1138	1675
Profit before tax	564	576	790	1201	1747
Tax	71	49	62	96	158
Profit for the period	492	528	728	1105	1590
Minority interests	30.90	22.97	0.91	1.80	2.60
Total capital share	408.56	408.45	410.3	411	411
Net profit	461	505	727	1103	1587

Source: PSR

(現價截至 1 月 18 日)

PHILLIP RESEARCH STOCK SELECTION SYSTEMS

Total Return	Recommendation	Rating	Remarks
>+20%	Buy	1	>20% upside from the current price
+5% to +20%	Accumulate	2	+5% to +20% upside from the current price
-5% to +5%	Neutral	3	Trade within $\pm 5\%$ from the current price
-5% to -20%	Reduce	4	-5% to -20% downside from the current price
<-20%	Sell	5	>20% downside from the current price

We do not base our recommendations entirely on the above quantitative return bands. We consider qualitative factors like (but not limited to) a stock's risk reward profile, market sentiment, recent rate of share price appreciation, presence or absence of stock price catalysts, and speculative undertones surrounding the stock, before making our final recommendation

GENERAL DISCLAIMER

This publication is prepared by Phillip Securities (Hong Kong) Ltd ("Phillip Securities"). By receiving or reading this publication, you agree to be bound by the terms and limitations set out below.

This publication shall not be reproduced in whole or in part, distributed or published by you for any purpose. Phillip Securities shall not be liable for any direct or consequential loss arising from any use of material contained in this publication.

The information contained in this publication has been obtained from public sources which Phillip Securities has no reason to believe are unreliable and any analysis, forecasts, projections, expectations and opinions (collectively the "Research") contained in this publication are based on such information and are expressions of belief only. Phillip Securities has not verified this information and no representation or warranty, express or implied, is made that such information or Research is accurate, complete or verified or should be relied upon as such. Any such information or Research contained in this publication is subject to change, and Phillip Securities shall not have any responsibility to maintain the information or Research made available or to supply any corrections, updates or releases in connection therewith. In no event will Phillip Securities be liable for any special, indirect, incidental or consequential damages which may be incurred from the use of the information or Research made available, even if it has been advised of the possibility of such damages.

Any opinions, forecasts, assumptions, estimates, valuations and prices contained in this material are as of the date indicated and are subject to change at any time without prior notice.

This material is intended for general circulation only and does not take into account the specific investment objectives, financial situation or particular needs of any particular person. The products mentioned in this material may not be suitable for all investors and a person receiving or reading this material should seek advice from a financial adviser regarding the suitability of such products, taking into account the specific investment objectives, financial situation or particular needs of that person, before making a commitment to invest in any of such products.

This publication should not be relied upon as authoritative without further being subject to the recipient's own independent verification and exercise of judgment. The fact that this publication has been made available constitutes neither a recommendation to enter into a particular transaction nor a representation that any product described in this material is suitable or appropriate for the recipient. Recipients should be aware that many of the products which may be described in this publication involve significant risks and may not be suitable for all investors, and that any decision to enter into transactions involving such products should not be made unless all such risks are understood and an independent determination has been made that such transactions would be appropriate. Any discussion of the risks contained herein with respect to any product should not be considered to be a disclosure of all risks or a complete discussion of such risks.

Nothing in this report shall be construed to be an offer or solicitation for the purchase or sale of a security. Any decision to purchase securities mentioned in this research should take into account existing public information, including any registered prospectus in respect of such security.

Disclosure of Interest

Analyst Disclosure: Neither the analyst(s) preparing this report nor his associate has any financial interest in or serves as an officer of the listed corporation covered in this report.

Firm's Disclosure: Phillip Securities does not have any investment banking relationship with the listed corporation covered in this report nor any financial interest of 1% or more of the market capitalization in the listed corporation. In addition, no executive staff of Phillip Securities serves as an officer of the listed corporation.

Availability

The information, tools and material presented herein are not directed, intended for distribution to or use by, any person or entity in any jurisdiction or country where such distribution, publication, availability or use would be contrary to the applicable law or regulation or which would subject Phillip Securities to any registration or licensing or other requirement, or penalty for contravention of such requirements within such jurisdiction.

Information contained herein is based on sources that Phillip Securities (Hong Kong) Limited ("PSHK") believed to be accurate. PSHK does not bear responsibility for any loss occasioned by reliance placed upon the contents hereof. PSHK (or its affiliates or employees) may have positions in relevant investment products. For details of different product's risks, please visit the Risk Disclosures Statement on <http://www.phillip.com.hk>.

© 2023 Phillip Securities (Hong Kong) Limited

Contact Information (Regional Member Companies)

SINGAPORE

Phillip Securities Pte Ltd

250 North Bridge Road, #06-00 Raffles City Tower,
Singapore 179101

Tel : (65) 6533 6001 Fax: (65) 6535 3834

www.phillip.com.sg

INDONESIA

PT Phillip Securities Indonesia

ANZ Tower Level 23B, Jl Jend Sudirman Kav 33A,
Jakarta 10220, Indonesia

Tel (62) 21 5790 0800 Fax: (62) 21 5790 0809

www.phillip.co.id

THAILAND

Phillip Securities (Thailand) Public Co. Ltd.

15th Floor, Vorawat Building, 849 Silom Road,
Silom, Bangrak, Bangkok 10500 Thailand

Tel (66) 2 2268 0999 Fax: (66) 2 2268 0921

www.phillip.co.th

UNITED STATES

Phillip Futures Inc.

141 W Jackson Blvd Ste 3050

The Chicago Board of Trade Building
Chicago, IL 60604 USA

Tel (1) 312 356 9000 Fax: (1) 312 356 9005

MALAYSIA

Phillip Capital Management Sdn Bhd

B-3-6 Block B Level 3, Megan Avenue II,
No. 12, Jalan Yap Kwan Seng, 50450 Kuala Lumpur

Tel (60) 3 2162 8841 Fax (60) 3 2166 5099

www.poems.com.my

CHINA

Phillip Financial Advisory (Shanghai) Co. Ltd.

No 436 Heng Feng Road, Green Tech Tower Unit 604
Shanghai 200 070

Tel (86) 21 5169 9400 Fax: (86) 21 6091 1155

www.phillip.com.cn

FRANCE

King & Shaxson Capital Ltd.

3rd Floor, 35 Rue de la Bienfaisance
75008 Paris France

Tel (33) 1 4563 3100 Fax : (33) 1 4563 6017

www.kingandshaxson.com

AUSTRALIA

PhillipCapital Australia

Level 12, 15 William Street,

Melbourne, Victoria 3000, Australia

Tel: (61) 3 9618 8238 Fax: (61) 3 9200 2277

www.phillipcapital.com.au

HONG KONG

Phillip Securities (HK) Ltd

11/F United Centre 95 Queensway Hong Kong

Tel (852) 2277 6600 Fax: (852) 2868 5307

www.phillip.com.hk

JAPAN

Phillip Securities Japan, Ltd

4-2 Nihonbashi Kabutocho, Chuo-ku
Tokyo 103-0026

Tel: (81) 3 3666 2101 Fax: (81) 3 3664 0141

www.phillip.co.jp

INDIA

PhillipCapital (India) Private Limited

No. 1, 18th Floor, Urmi Estate, 95 Ganpatrao Kadam Marg,
Lower Parel West, Mumbai 400013

Tel: (9122) 2300 2999 Fax: (9122) 6667 9955

www.phillipcapital.in

UNITED KINGDOM

King & Shaxson Ltd.

6th Floor, Candlewick House, 120 Cannon Street
London, EC4N 6AS

Tel (44) 20 7929 5300 Fax: (44) 20 7283 6835

www.kingandshaxson.com

SRI LANKA

Asha Phillip Securities Limited

Level 4, Millennium House, 46/58 Navam Mawatha,
Colombo 2, Sri Lanka

Tel: (94) 11 2429 100 Fax: (94) 11 2429 199

www.ashaphillip.net/home.htm