



2020年08月09日

发布电动尾门系统 加码智能化布局

伯特利 (603596)

事件概述

2020年8月6日，公司召开新品发布会，全面展示电动尾门系统的系列产品，包括单驱动电动尾门（SD-ELGS）、双驱电动尾门系统（DD-ELGS）以及双控 EPB 电动尾门系统（ELGS PLUS）等各类产品及领先技术。

分析判断：

► 布局电动尾门系统 完善智能化产品组合

公司具备电动尾门系统核心部件正向开发能力：电动尾门系统是实现汽车尾门自动开关的电动控制系统，核心部件包括电子尾门控制器、尾门电动锁、撑杆等，辅助部件则包括脚踢传感器和防夹条。电动尾门系统在关键机械部件上与 EPB 相似，且公司具备电动撑杆、机械平衡杆及电子控制器（ECU）的完全自主的正向开发能力，拥有完备的试验条件。

三大配置适应不同车型，双控 EPB 电动尾门系统成本优势凸显：单驱电动尾门系统相对双驱系统成本低；双驱电动尾门系统两撑杆运行平稳性更好；集成双控 EPB 功能的双驱电动尾门系统的两撑杆平衡性好，功能更丰富，且通过集成公司双控 EPB 功能可辅助客户相比同行业产品进一步降低 ECU 数量和成本。

目前公司智能化产品包括 ABS / ESC、EPB、WCBS，加上本次发布的 ELGS，产品谱系不断完善，背后体现的是公司所具备的成熟的汽车电控系统 ECU 开发能力和车用电机控制技术，预计未来公司将开发更多产品，提升系统集成化。

► 电动尾门渗透率提升 国产替代开启

目前电动尾门仅配置于 SUV 车型及高级轿车，预计电动尾门整体渗透率约为 10%，其中 SUV 渗透率约为 30%。伴随行业电动智能化变革加速，电动车搭载率远高于传统燃油车，智能化驱动轿车搭载率提升，预计 2025 年 SUV 渗透率提升至 70%，轿车渗透率提升至 30%，对应国内市场空间约 100 亿元。国内电动尾门前装市场被博泽、爱德夏、麦格纳等国外汽车零部件供应商垄断，国内仅有凯迪股份等少数厂商，在全球车企降本诉求加大下，公司有望凭借性价比优势和快速响应能力，打破外资垄断的行业格局，开启电动尾门国产替代征程。

► 产品和客户双升级 智能电动变革崛起

1) 客户从自主到合资：依托奇瑞、北汽起家，逐步拓展到吉利、长安、广汽等自主，近年来又突破通用全球、江铃福特、东风日产等合资，前五大客户营收占比从 2015 年的 93.3% 降低到 2019 年的 48.9%，客户结构持续优化。**2) 产品向电子智能化和轻量化升级：**从盘式制动器到电控制动到轻量化，以及即将量产

评级及分析师信息

评级： 买入
上次评级： 买入
目标价格： 44.74
最新收盘价： 37.43

股票代码： 603596
52 周最高价/最低价： 41.54/13.53
总市值(亿) 152.92
自由流通市值(亿) 64.15
自由流通股数(百万) 171.39



分析师：崔琰

邮箱：cuiyan@hx168.com.cn
 SAC NO: S1120519080006

联系人：郑青青

邮箱：zhengqq@hx168.com.cn

相关研究

- 伯特利 (603596) 2019 年报点评：轻量化+EPB 驱动业绩高增 线控制动系统未来可期 2020.04.02
- 伯特利 (603596) 2020 一季报点评报告：业绩符合预期 线控制动未来可期 2020.04.29
- 伯特利 (603596) 可转债预案点评：海外建厂 开启全球化 线控制动进军下一代 2020.05.21
- 伯特利 (603596) 股权激励方案点评：持续推进股权激励 深度绑定核心员工 2020.05.29
- 伯特利 (603596) 深度报告：深耕制动 电动智能突围 2020.06.16

的线控制动系统，单车配套价值和利润率不断提升，短期受益于轻量化放量和 EPB 渗透率提升，中长期线控制动系统有望贡献显著增量，驱动量价利齐升。随着智能驾驶的加速渗透，公司有望成为 ADAS 系统集成供应商，打开公司新的成长通道。

投资建议

公司客户和产品结构双升级，短期受益于轻量化放量和 EPB 渗透率提升，中长期线控制动系统有望贡献显著增量，驱动量价利齐升。维持盈利预测：预计 2020-2022 年 EPS 为 1.23/1.51/1.82 元，对应当前 PE 30/25/21 倍。参考行业平均估值水平，考虑到公司未来成长性，按照分部估值法给予公司盘式制动器/轻量化/电控产品 2021 年 20/30/35 倍 PE 估值，目标市值 183 亿元，目标价 44.74 元不变，维持“买入”评级。

风险提示

乘用车行业销量不及预期；整合进展不及预期；客户拓展情况不及预期；行业竞争加剧；原材料成本提升等。

盈利预测与估值

财务摘要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,602	3,157	3,688	4,542	5,490
YoY (%)	7.6%	21.3%	16.8%	23.2%	20.9%
归母净利润(百万元)	237	402	502	617	744
YoY (%)	-14.3%	69.2%	25.1%	22.9%	20.5%
毛利率 (%)	24.6%	25.9%	25.1%	24.8%	24.8%
每股收益 (元)	0.58	0.98	1.23	1.51	1.82
ROE	12.4%	17.9%	18.2%	18.2%	17.9%
市盈率	64.45	38.09	30.45	24.77	20.55

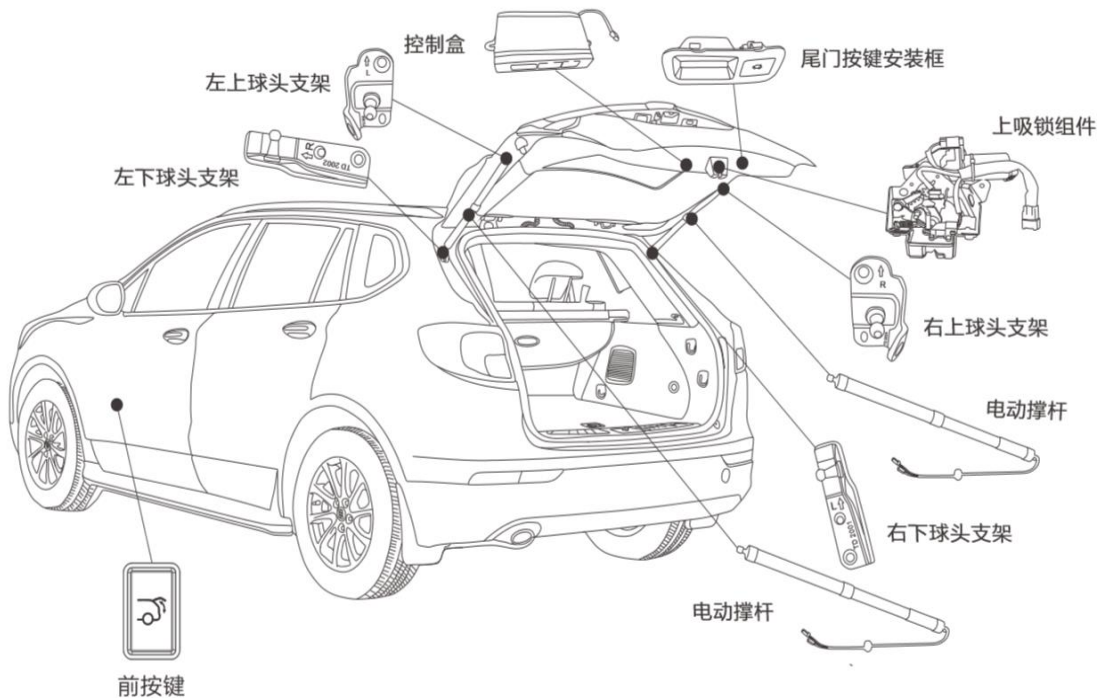
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图1 电动尾门控制系统拓扑结构



资料来源：伯特利，华西证券研究所

图2 电动尾门控制系统组件



资料来源：路畅电装，华西证券研究所

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	3,157	3,688	4,542	5,490	净利润	456	570	701	845
YoY (%)	21.3%	16.8%	23.2%	20.9%	折旧和摊销	85	94	86	89
营业成本	2,338	2,761	3,414	4,130	营运资金变动	166	-322	-155	-189
营业税金及附加	19	22	27	33	经营活动现金流	758	343	629	738
销售费用	72	83	103	124	资本开支	-263	-335	-289	-306
管理费用	69	85	104	126	投资	239	0	0	0
财务费用	-17	-28	-35	-48	投资活动现金流	0	-330	-282	-298
资产减值损失	-27	0	0	0	股权募资	11	0	0	0
投资收益	5	5	7	8	债务募资	300	-5	-116	0
营业利润	529	660	811	977	筹资活动现金流	-168	-12	-120	-1
营业外收支	-2	0	0	0	现金净流量	590	1	227	439
利润总额	528	660	811	977	主要财务指标				
所得税	72	89	110	133	成长能力 (%)				
净利润	456	570	701	845	营业收入增长率	21.3%	16.8%	23.2%	20.9%
归属于母公司净利润	402	502	617	744	净利润增长率	69.2%	25.1%	22.9%	20.5%
YoY (%)	69.2%	25.1%	22.9%	20.5%	盈利能力 (%)				
每股收益	0.98	1.23	1.51	1.82	毛利率	25.9%	25.1%	24.8%	24.8%
资产负债表 (百万元)					净利率率	14.4%	15.5%	15.4%	15.4%
货币资金	1,193	1,194	1,421	1,860	总资产收益率 ROA	9.3%	9.8%	10.1%	10.1%
预付款项	21	18	23	29	净资产收益率 ROE	17.9%	18.2%	18.2%	17.9%
存货	339	431	530	635	偿债能力 (%)				
其他流动资产	1,694	2,125	2,558	3,075	流动比率	2.03	2.10	2.20	2.24
流动资产合计	3,247	3,768	4,532	5,599	速动比率	1.80	1.85	1.93	1.97
长期股权投资	19	19	19	19	现金比率	0.74	0.67	0.69	0.74
固定资产	839	1,085	1,301	1,523	资产负债率	43.1%	40.3%	38.2%	37.4%
无形资产	62	77	88	100	经营效率 (%)				
非流动资产合计	1,080	1,339	1,555	1,784	总资产周转率	0.73	0.72	0.75	0.74
资产合计	4,327	5,107	6,087	7,383	每股指标 (元)				
短期借款	121	116	0	0	每股收益	0.98	1.23	1.51	1.82
应付账款及票据	1,279	1,475	1,815	2,210	每股净资产	5.49	6.76	8.31	10.16
其他流动负债	202	204	246	290	每股经营现金流	1.85	0.84	1.54	1.81
流动负债合计	1,602	1,795	2,061	2,500	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	49	49	49	49	估值分析				
其他长期负债	214	214	214	214	PE	38.09	30.45	24.77	20.55
非流动负债合计	263	263	263	263	PB	4.10	5.53	4.50	3.68
负债合计	1,865	2,058	2,324	2,763					
股本	409	409	409	409					
少数股东权益	217	285	368	469					
股东权益合计	2,462	3,049	3,763	4,620					
负债和股东权益合计	4,327	5,107	6,087	7,383					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师承诺

作者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，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15% 之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5% 之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15% 之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10% 之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属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。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。