

# 伯特利 (603596.SH)

## 汽车制动领域领军者，剑指底盘一体化

**国产制动系统龙头企业，剑指智能底盘一体化。** 公司是全球第二家实现 EPB 量产、中国首家实现 ESC 量产的企业。公司主要产品为机械制动（23 年收入占比 45%）、智能电控（23 年占比 44%）、机械转向（23 年占比 6%），其中机械转向为 22 年收购新业务，目标发展为智能一体化底盘供应商。公司主要客户为奇瑞、通用、福特等，其中奇瑞旗下子公司芜湖奇瑞科技为公司第二大股东，持股占比 15%。

**智能化加速 EHB 渗透，公司充分享受国产替代红利。** 根据观研天下预计，25 年国内 EHB 市场规模达 149 亿元，22-25 年 CAGR 为 21%。其中 one box 集成度高、能量回收效率高。22 年国内 EHB 市场中博世+大陆+采埃孚市占率合计 96%，但近年汽车芯片出现短缺，让车企重视供应链安全。公司作为国内制动第一梯队，充分享受国产替代红利：1) 产品领先优势明显：公司是国内首家实现 One-Box 方案量产的企业，与国外量产时间差距缩短为 5 年（EPB 为 10 年）；2) 量产经验丰富，奠定产品升级的数据基础：23 年公司智能电控产品销量达 372 万套，同增 49%，处于国内第一梯队；3) 产品认可度高，背书效应强：公司与奇瑞等绑定程度较深，示范效应助力开拓新客户；4) 前瞻布局 EMB，有望在行业下一轮产品升级中加大自身竞争优势。

**构建“制动+转向+悬架”产品矩阵，打造底盘一体化供应商的稀缺性。** 发展线控底盘需要对底盘 XYZ 三个方向（制动+转向+悬架）进行融合控制，是车企的核心竞争力之一。公司不断深化底盘全平台一体化战略，打造自身在底盘一体化赛道的稀缺性，其中转向已于 22 年通过收购切入；悬挂方面，公司已开展主动悬架集成控制等工作。轻量化方面，公司主要产品是铸铝转向节、铸铝控制臂等，正在拓展副车架、铸铝卡钳、轮房等新产品，打造整车底盘轻量化，主要客户为通用、福特、沃尔沃、Stellantis 等，并持续推动墨西哥产能扩张：1) 墨西哥一期：年产能 400 万件轻量化零部件产品，已于 2023 年三季度末投产；2) 墨西哥二期：年产 550 万件铸铝转向节、170 万件控制臂/副车架、100 万件电子驻车制动钳（EPB）、100 万件前制动钳等产品。

**盈利预测与估值：** 受益于 1) 作为国内制动第一梯队企业，公司充分享受行业国产替代红利，2) 公司战略布局前瞻，构建“制动+转向+悬架”产品矩阵，形成底盘一体化供应商的稀缺性，3) 不断推动全球产能布局，助力轻量化业务发展，我们预计公司 24-26 年归母净利润分别为 11.6/15.3/19.2 亿元，同比+31%/+31%/+26%，考虑到公司竞争优势明显，卡位高成长赛道，首次覆盖，给予“买入”评级。

**风险提示：** 原材料价格波动风险；新业务拓展及产能投产不及预期；行业需求不及预期；引用第三方行业数据准确性、时效性等风险；关键假设预期不能成立的风险。

财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	5,539	7,474	9,781	12,255	15,089
增长率 yoy (%)	58.6	34.9	30.9	25.3	23.1
归母净利润 (百万元)	699	891	1,163	1,526	1,920
增长率 yoy (%)	38.5	27.6	30.5	31.2	25.9
EPS 最新摊薄 (元/股)	1.15	1.47	1.92	2.52	3.17

### 买入 (首次)

#### 股票信息

行业	汽车零部件
11月25日收盘价 (元)	45.43
总市值 (百万元)	27,555.38
总股本 (百万股)	606.55
其中自由流通股 (%)	99.80
30 日日均成交量 (百万股)	7.22

#### 股价走势



#### 作者

分析师 丁逸滕

净资产收益率 (%)	15.3	15.0	16.9	18.3	19.0
P/E (倍)	39.4	30.9	23.7	18.1	14.4
P/B (倍)	6.8	4.9	4.1	3.4	2.8

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为2024年11月25日收盘价



会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E						
						ROE(%)	15.3	15.0	16.9	18.3	19.0
<b>经营活动现金流</b>	785	678	416	2488	1210	ROIC(%)	13.3	13.8	16.0	17.2	17.7
净利润	701	911	1202	1565	1960	<b>偿债能力</b>					
折旧摊销	163	226	245	307	379	资产负债率(%)	47.2	43.7	42.4	43.4	42.6
财务费用	-40	-37	-35	-59	-85	净负债比率(%)	-30.9	-28.4	-22.2	-38.2	-34.4
投资损失	-7	8	1	1	1	流动比率	2.1	1.8	1.9	1.9	2.0
营运资金变动	-120	-447	-998	673	-1046	速动比率	1.5	1.2	1.3	1.4	1.4
其他经营现金流	88	17	0	0	0	<b>营运能力</b>					
<b>投资活动现金流</b>	-342	-841	-618	-725	-845	总资产周转率	0.7	0.8	0.8	0.9	0.9
资本支出	608	1032	372	416	465	应收账款周转率	3.6	3.3	3.0	3.0	3.0
长期投资	301	218	0	0	0	应付账款周转率	2.1	1.8	1.9	1.9	1.9
其他投资现金流	567	409	-246	-309	-380	<b>每股指标(元)</b>					
<b>筹资活动现金流</b>	-294	162	-9	-10	11	每股收益(最新摊薄)	1.15	1.47	1.92	2.52	3.17
短期借款	-130	284	-144	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	1.29	1.12	0.69	4.10	2.00
长期借款	-89	-606	49	52	57	每股净资产(最新摊薄)	6.72	9.36	11.03	13.32	16.22
普通股增加	3	21	173	0	0	<b>估值比率</b>					
资本公积增加	134	775	0	0	0	P/E	39.4	30.9	23.7	18.1	14.4
其他筹资现金流	-211	-313	-88	-62	-47	P/B	6.8	4.9	4.1	3.4	2.8
<b>现金净增加额</b>	146	6	-212	1753	376	EV/EBITDA	29.0	21.8	16.8	12.2	9.7

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为2024年11月25日收盘价

## 内容目录

一、国内制动产品龙头企业，剑指底盘一体化	4
1.1 深耕主动安全领域，前瞻布局转向+空悬	4
1.2 智能电控产品持续高增长，研发投入处于较高水平助力产品升级迭代	6
二、制动：汽车智能化推动渗透率提升，供应链安全催生国产替代需求	8
2.1 制动器&驻车制动：产品进入成熟阶段，国产供应商份额约占20%+	8
2.2 行车制动：onebox量产时间差缩短，为国内企业弯道超车奠定基础	11
2.3 国内市场第一梯队，量产经验丰富加速产品升级迭代	15
2.4 推动底盘XYZ方向融合，凸显公司稀缺性	17
三、轻量化：主要配套外资车企，海外扩产助力未来发展	19
盈利预测与估值	19
风险提示	21

## 图表目录

图表1：公司历史沿革	4
图表2：公司股权结构（截至2024Q3）	4
图表3：公司产品矩阵	5
图表4：公司主要客户	5
图表5：2020-2023年前五大客户营收合计情况（亿元）	5
图表6：2020-2023年公司产品销量（万件）	6
图表7：2020-2024Q1-3年公司营收与年增长率（亿元，%）	7
图表8：2020-2023年公司分业务营收状况（亿元）	7
图表9：2020-2024Q1-3年公司归母净利润（亿元）	7
图表10：2020-2023年公司业务毛利率情况	7
图表11：2020-2024Q1-Q3公司销售/管理/研发费用率	8
图表12：盘式制动器（左）与鼓式制动器（右）图示	9
图表13：制动器零部件组成图示	9
图表14：2022年乘用车盘式制动器前装市场份额	9
图表15：EPB产品结构	10
图表16：2022年中国乘用车EPB系统市场份额	10
图表17：2021年中国前装市场车身电子稳定系统市场份额	11
图表18：传统制动系统图示	12
图表19：EHB制动系统图示	12
图表20：2019-2023年国内线控制动装配量和装配率（万套，%）	12
图表21：One-box与Two-box具体方案	13

图表22：2020-2025年我国线控制动前装出货量现状及预测情况	13
图表23：2020-2025年我国线控制动市场规模现状及预测情况	13
图表24：2022年中国线控制动系统市场份额	14
图表25：国内外厂商One-box产品量产时间	14
图表26：传统制动系统、EHB、EMB优缺点对比	15
图表27：国内外线控制动产品情况	16
图表28：公司WCBS产品优势	16
图表29：底盘控制结构	17
图表30：线控转向产品对比	18
图表31：伯特利各业务收入及盈利能力核心假设（亿元，%）	20
图表32：伯特利核心财务假设（亿元，%）	20
图表33：伯特利可比公司估值表	21

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/956020241105011004>