



## 买入（首次）

所属行业：汽车/汽车零部件  
当前价格(元)：58.14

### 证券分析师

邓健全

资格编号：S0120523100001

邮箱：dengjq@tebon.com.cn

赵悦媛

资格编号：S0120523100002

邮箱：zhaoyy5@tebon.com.cn

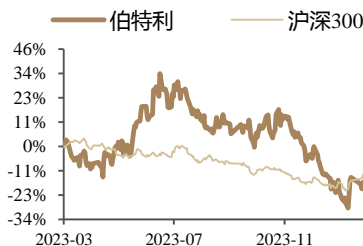
赵启政

资格编号：S0120523120002

邮箱：zhaoqz@tebon.com.cn

### 研究助理

### 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	0.73	0.92	-17.43
相对涨幅(%)	-0.30	-6.67	-23.08

资料来源：德邦研究所，聚源数据

### 相关研究

# 伯特利（603596.SH）：制动领域国产龙头，多产品协同打开新空间

## 投资要点

- 公司专注制动领域，积极拓展能力边界，业绩稳健增长。**公司以汽车盘式制动器、制动卡钳等机械制动产品起家，把握汽车行业智能化、电动化的发展趋势，逐步开发 ABS、EPB、ESC、WCBS 等智能电控产品。目前公司技术能力广受认可，已进入通用汽车、沃尔沃、福特汽车、比亚迪、理想、蔚来、小鹏、赛力斯等客户供应体系。目前公司业绩整体保持稳健增长态势，根据公司 2023 年年度业绩预增公告，公司预计 2023 年度实现营业收入 74.50 亿元-78.57 亿元，同比增长 34.50%-41.84%；实现归母净利润 8.81 亿元-9.57 亿元，同比增长 26.09%-37.02%。
- 机械制动：全球化发展，增长前景广阔。**公司机械制动产品包含盘式制动器及轻量化制动零部件，为公司的起家业务，2022 年公司机械制动产品营收为 26.61 亿元，占公司总营收的比例为 48.04%。目前公司机械制动产品在手订单充足，盘式制动器业务方面，截至 2022 年，公司盘式制动器在研项目 148 项，其中新能源车型 51 项；新增量产项目 73 项，其中新能源车型 19 项；新增定点项目 156 项，其中新能源车型 56 项。轻量化制动零部件方面，2019 年 10 月，公司与通用汽车签订供货协议，预计项目生命周期内将为伯特利贡献轻量化业务营收超过 18 亿元，长期成长能力优秀。且公司积极出海以寻求更大发展空间，2022 年以来，公司获众多海外轻量化等新项目定点，公司墨西哥年产 400 万件轻量化零部件建设项目（墨西哥一期工厂）产线于 2023 年 9 月投产使用，目前墨西哥二期项目建设顺利推进中，预计 2024 年底将投入生产。我们预计随着公司墨西哥一二期工厂的顺利投产，2024 年起有望为公司轻量化业务带来显著增量。
- 线控底盘业务：智能驾驶必备技术，公司积极布局线控制动以及线控转向业务。**线控制动业务方面，公司为国内首个量产 One-Box 的供应商，具有先发优势，且公司在技术方面具有较为明显的优势，公司的市场份额有望持续增长。根据公司公告，截至 2023 年 9 月末，公司 WCBS 产品在研项目 70 项，2023 年 1-9 月，公司 WCBS 产品新增定点项目 42 项，公司线控制动产品仍有较大的增长潜力。线控转向业务方面，公司通过收购浙江万达进入转向领域，浙江万达在转向系统积累深厚，其年产各类电动助力转向管柱产品 80 万套，转向器、机械转向管柱系列产品各 250 万台/套，产品配套多家知名主机厂。目前公司转向系统定点项目丰富，有望打开第二条成长曲线。
- 盈利预测与投资建议：**我们认为线控底盘领域具有较大的增长空间，公司作为线控制动领域国产龙头，技术领先优势明显，同时公司积极布局线控转向业务，有望打开第二成长曲线。预计 2023-2025 年公司营收分别为 76.90、99.39、130.37 亿元，对应的归母净利润分别为 8.75、11.57、15.72 亿元，对应 PE 分别为 28.8、21.8、16.0 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：**汽车需求不及预期、原材料价格波动、技术升级不及预期、新项目拓展进度不及预期、产能建设进度不及预期风险。



股票数据		主要财务数据及预测					
总股本(百万股):	433.25		2021	2022	2023E	2024E	2025E
流通 A 股(百万股):	432.30	营业收入(百万元)	3,492	5,539	7,690	9,939	13,037
52 周内股价区间(元):	49.25-93.04	(+/-)YOY(%)	14.8%	58.6%	38.8%	29.2%	31.2%
总市值(百万元):	25,189.24	净利润(百万元)	505	699	875	1,157	1,572
总资产(百万元):	9,790.38	(+/-)YOY(%)	9.3%	38.5%	25.2%	32.3%	35.8%
每股净资产(元):	10.87	全面摊薄 EPS(元)	1.16	1.61	2.02	2.67	3.63
资料来源: 公司公告		毛利率(%)	24.2%	22.4%	21.8%	22.1%	22.5%
		净资产收益率(%)	14.4%	16.6%	17.1%	18.5%	20.1%

资料来源: 公司年报 (2021-2022), 德邦研究所  
 备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

## 内容目录

1. 专注于制动领域，加码轻量化以及 ADAS 业务 .....	5
1.1. 积极拓展能力边界，产品矩阵和客户资源丰富 .....	5
1.2. 公司业绩稳健增长，积极投入研发保持技术优势 .....	7
2. 机械制动产品：海外扩产，打开全球市场空间 .....	9
2.1. 机械制动产品：公司起家产品，提供稳定现金流 .....	9
2.2. 出海：墨西哥工厂正式投产，海外轻量化业务增量可期 .....	11
3. 线控底盘：智能驾驶带来星辰大海 .....	12
3.1. 线控制动：高阶智驾必备技术，技术壁垒较高 .....	12
3.1.1. 电动智能化提振线控制制动配置需求，One-box 方案占比提升 .....	12
3.1.2. 线控制动具备较高壁垒，本土供应商加速 One-Box 量产进程 .....	15
3.1.3. 技术领先，伯特利先发优势明显 .....	16
3.2. 线控转向：收购浙江万达发力转向业务，公司天花板不断提升 .....	17
4. 盈利预测与投资建议 .....	18
4.1. 盈利预测 .....	18
4.2. 投资建议 .....	19
5. 风险提示 .....	20

## 图表目录

图 1: 公司积极拓展能力边界, 业务多元化发展.....	5
图 2: 公司产品矩阵丰富.....	5
图 3: 股东深度赋能, 子公司完备.....	6
图 4: 公司客户资源丰富.....	7
图 5: 公司营收 (亿元) 稳健增长.....	7
图 6: 公司归母净利润 (亿元) 显著提高.....	7
图 7: 公司营收结构 (亿元).....	8
图 8: 电控制动营收占比在 2022 年已上升至 42.9%.....	8
图 9: 公司毛利率以及净利率.....	8
图 10: 电控制动产品毛利率相对较高.....	8
图 11: 2022 年公司海外业务营收占比达到 8.19%.....	8
图 12: 公司海外业务毛利率相对较高.....	8
图 13: 公司费用率整体保持稳定.....	9
图 14: 2013-2022 年公司机械制动产品营收及营收占比.....	9
图 15: 2013-2020 年公司盘式制动器业务营收.....	10
图 16: 2014-2023H1 公司盘式制动器业务销量.....	10
图 17: 2015-2023H1 公司轻量化制动零部件销量.....	10
图 18: 墨西哥工厂的正式投产, 有望为公司业绩贡献显著增量.....	12
图 19: 墨西哥工厂的正式投产, 有望为公司业绩贡献显著增量.....	12
图 20: 线控制动技术发展路径.....	12
图 21: EHB 结构.....	13
图 22: EHB 系统工作原理.....	13
图 23: Two-Box (EHB) 制动系统结构.....	13
图 24: One-Box (EHB) 制动系统结构.....	13
图 25: EMB 结构.....	14
图 26: EMB 系统工作原理.....	14
图 27: 中国乘用车线控制动 (EHB) 装配率.....	15
图 28: 中国乘用车线控制动 (EHB) One-Box 和 Two-Box 市场占比.....	15
表 1: 公司在墨西哥布局年产 400 万件轻量化零部件建设项目.....	11
表 2: 公司获众多海外轻量化、EPB 等新项目定点.....	11

表 3: One-Box 和 Two-Box 方案对比.....	14
表 4: EHB 和 EMB 对比 .....	14
表 5: 中国乘用车线控制动市场份额 .....	16
表 6: 伯特利为国内首个量产 One-Box 的供应商 .....	16
表 7: 伯特利线控制动系统技术在国内较为领先.....	17
表 8: 浙江万达股权结构 (截至 2023 年 1 月) .....	17
表 9: 浙江万达部分转向相关产品.....	18
表 10: 公司主营业务拆分及预测 .....	19
表 11: 可比公司估值 .....	19

## 1. 专注于制动领域，加码轻量化以及 ADAS 业务

### 1.1. 积极拓展能力边界，产品矩阵和客户资源丰富

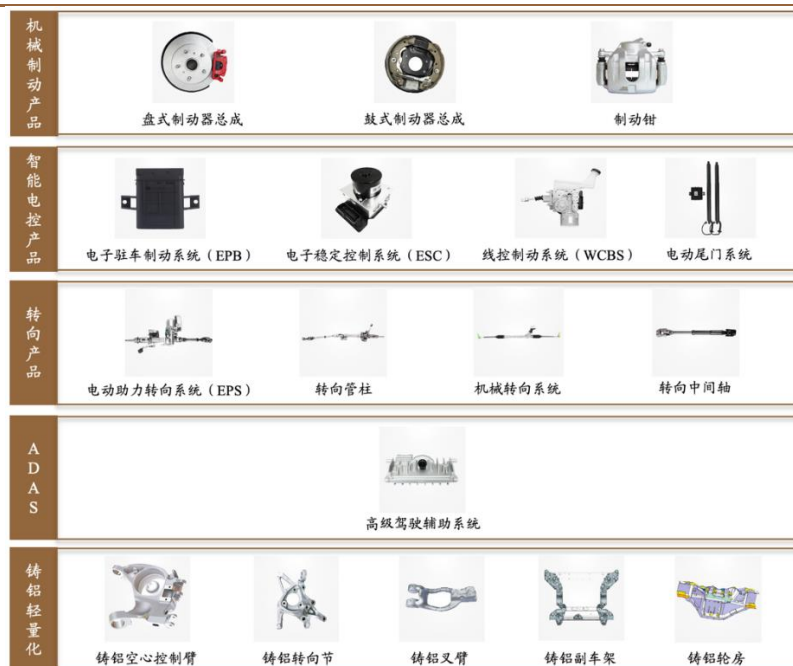
芜湖伯特利汽车安全系统股份有限公司成立于 2004 年 7 月，深耕汽车制动领域近二十年。公司以汽车盘式制动器、制动卡钳等机械制动产品起家，把握汽车行业智能化、电动化的发展趋势，逐步开发 ABS、EPB、ESC、WCBS 等智能电控产品。轻量化业务领域，公司铝制转向节产品于 2014 年批量投产，并积极拓展副车架、铸铝卡钳、轮房等产品品类。转向业务领域，公司于 2022 年完成对万达公司的股权收购，实现汽车转向业务的拓展，未来将持续推进电控转向产品的研发，并逐步实现向线控转向系统进阶。ADAS 业务领域，2022 年公司 ADAS 系统产品实现量产，并在行泊一体化域控制器、高精地图、智能算法等方面展开研发。

图 1：公司积极拓展能力边界，业务多元化发展



资料来源：公司官网，公司公告，德邦研究所

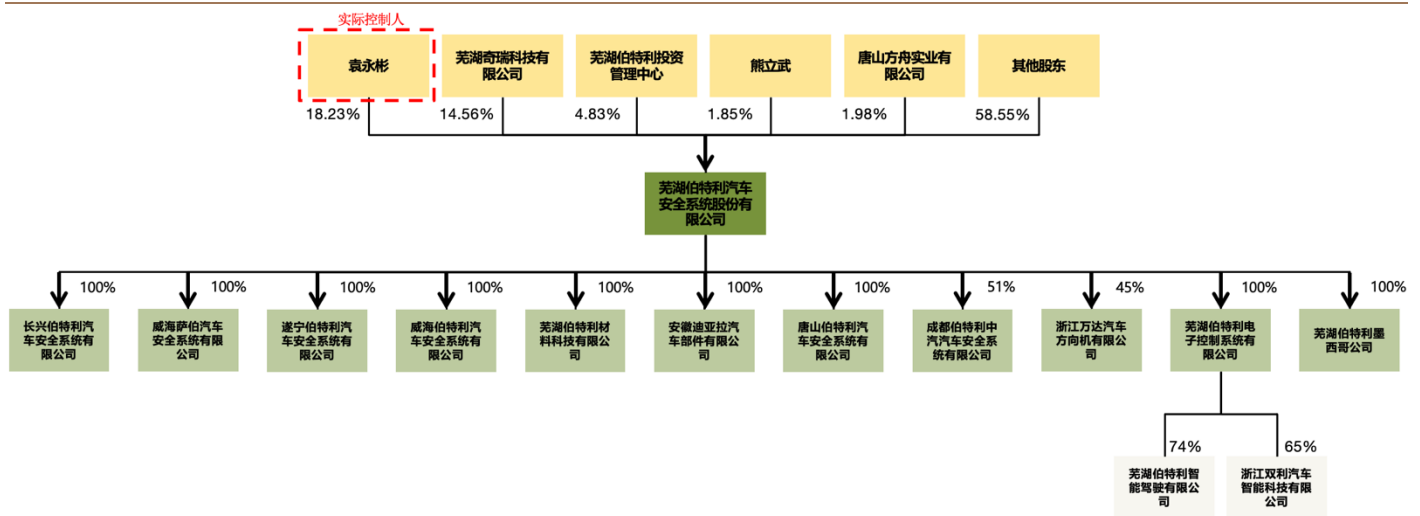
图 2：公司产品矩阵丰富



资料来源：公司官网，德邦研究所

**股东深度赋能，子公司布局广泛。**公司实际控制人袁永彬技术背景深厚，具有机械工程博士学位，1991年至1998年在ABEX公司历任工程师、开发部经理，1998年至2004年在天合汽车集团北美技术中心历任高级经理、亚太区基础制动总工程师，2000年被评为天合汽车集团院士，2005年至2007年担任奇瑞汽车研究院副院长；公司第二大股东为芜湖奇瑞科技有限公司（奇瑞汽车全资子公司），奇瑞汽车为公司主要客户之一，与公司长期保持深度合作。公司下设的安徽芜湖、山东威海、河北唐山、四川遂宁等地的分公司、子公司可充分发挥区位优势，公司持续建设芜湖伯特利墨西哥公司等海外分公司加速全球化布局。此外，公司下属的芜湖伯特利电子控制系统有限公司、浙江万达汽车方向机有限公司等子公司分别开展电子电控、智能驾驶及汽车转向系统等业务，实现经营专业化。

图 3：股东深度赋能，子公司完备



资料来源：公司公告，同花顺 iFinD，德邦研究所

注：数据截至 2024-1-31；公司直接持有芜湖伯特利墨西哥公司 70% 股份，间接持有 30% 股份

**公司配套客户以奇瑞、吉利、长安、广汽等自主品牌为主。**据公司可转债 2023 年跟踪评级报告，2022 年公司前五大客户及其关联方分别为奇瑞、通用、吉利、长安、广汽，销售金额占比分别为 34.1%、13.8%、13.3%、9.3%、6.6%。

**公司积极拓展合资及外资品牌、新势力车企，已进入通用汽车、沃尔沃、福特汽车、比亚迪、理想、蔚来、小鹏、赛力斯等客户供应体系。**据公司 2023 年半年报，公司主要客户包括（1）国际及合资客户：通用汽车、上汽通用、长安福特、沃尔沃、江铃福特、江铃雷诺、东风日产、Stellantis、马恒达、福特汽车等；（2）国内客户：吉利、奇瑞、长安、上汽、北汽集团、东风集团、广汽集团、江淮、长城、比亚迪、一汽红旗、理想、蔚来、小鹏、赛力斯、合创、滴滴汽车等。

图 4: 公司客户资源丰富

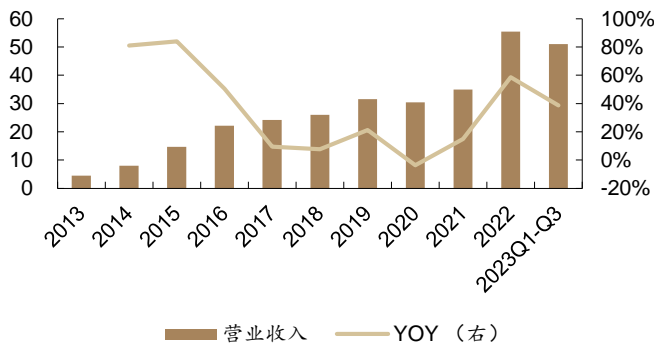


资料来源: 公司官网, 德邦研究所

### 1.2. 公司业绩稳健增长, 积极投入研发保持技术优势

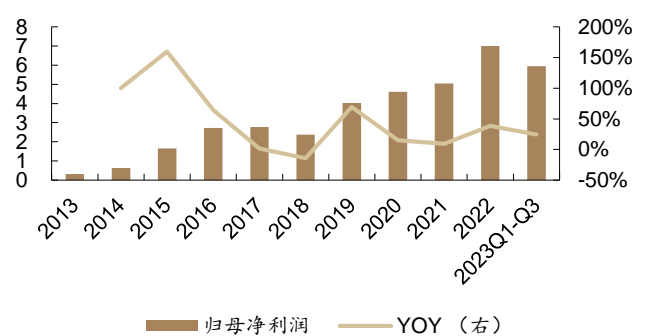
公司业绩稳健增长, 2023 年业绩预计高增。公司业绩整体保持稳健增长态势, 2013-2022 年, 公司营收从 4.42 亿元上升至 55.39 亿元, CAGR 为 32.43%; 归母净利润从 0.32 亿元上升至 6.99 亿元, CAGR 为 40.87%。根据公司 2023 年年度业绩预增公告, 公司预计 2023 年度实现营业收入 74.50 亿元-78.57 亿元, 同比增长 34.50%-41.84%; 实现归母净利润 8.81 亿元-9.57 亿元, 同比增长 26.09%-37.02%。

图 5: 公司营收 (亿元) 稳健增长



资料来源: Wind, 公司公告, 德邦研究所

图 6: 公司归母净利润 (亿元) 显著提高



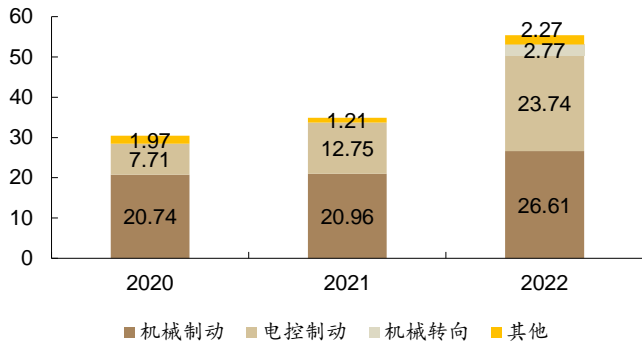
资料来源: Wind, 公司公告, 德邦研究所

电控制动为公司贡献主要营收增量, 其占比已超过 40%。公司目前的主要业务包含机械制动、电控制动、线控转向等产品, 其中电控制动产品为公司贡献主



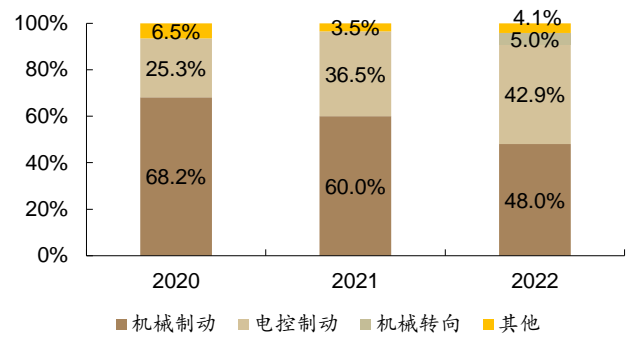
要增量,其营收规模从2020年的7.71亿增长至2022年的23.74亿元,CAGR达75.5%,其营收占比在2022年已上升至42.9%。

图7:公司营收结构(亿元)



资料来源:Wind,公司公告,德邦研究所

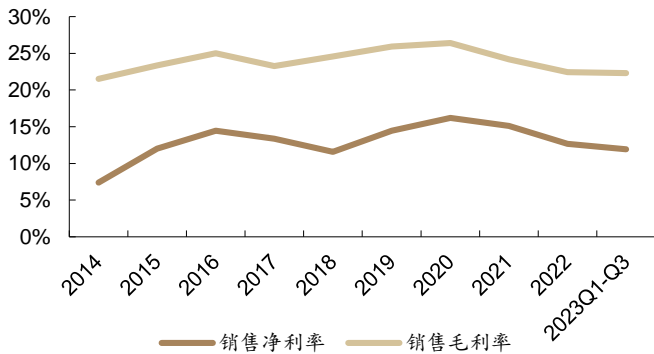
图8:电控制动营收占比在2022年已上升至42.9%



资料来源:Wind,公司公告,德邦研究所

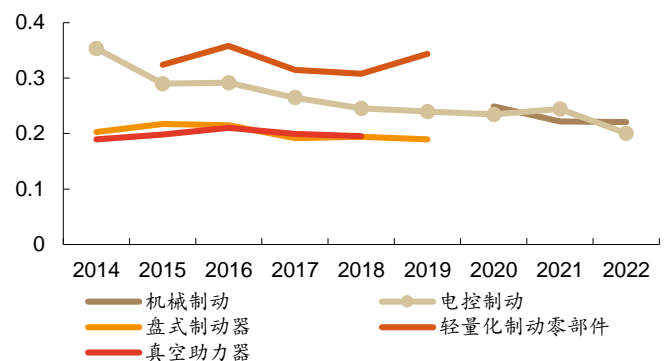
**公司毛利率有望改善。**2020年前,由于毛利率较高的海外业务占比提升,公司的毛利率整体有所上升。2020年之后,受疫情、原材料价格上升等因素影响,公司的毛利率出现一定下滑。随着原材料价格的持续回落,以及公司对海外市场的持续开拓,我们认为公司的整体毛利率有望呈现稳中有所改善态势。

图9:公司毛利率以及净利率



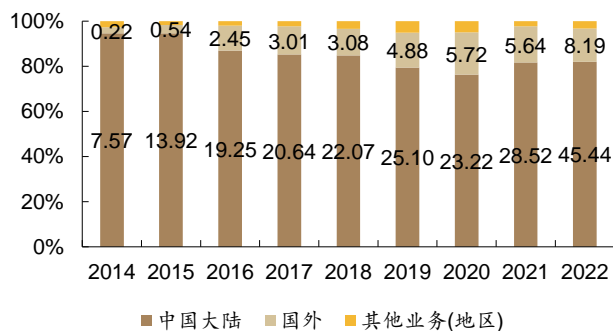
资料来源:公司公告,Wind,德邦研究所

图10:电控制动产品毛利率相对较高



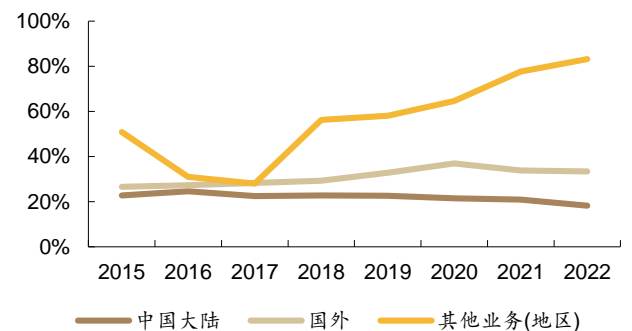
资料来源:公司公告,Wind,德邦研究所

图11:2022年公司海外业务营收占比达到8.19%



资料来源:公司公告,Wind,德邦研究所

图12:公司海外业务毛利率相对较高

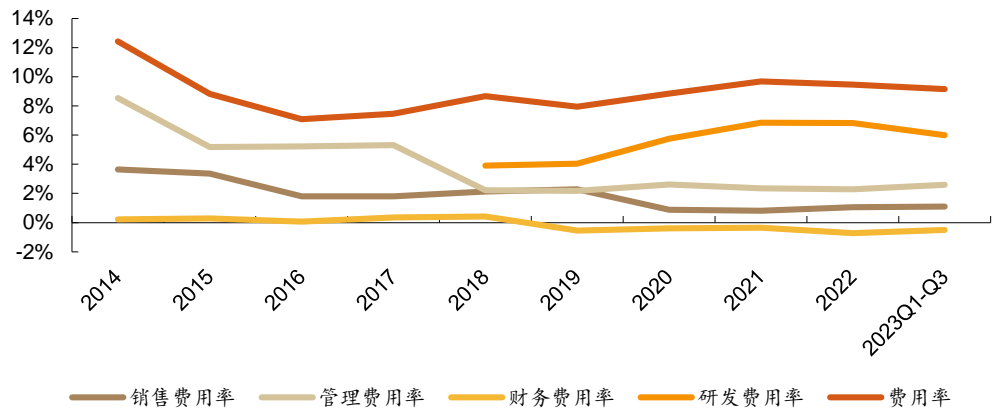


资料来源:公司公告,Wind,德邦研究所

费用率整体保持稳定,重视研发支出。公司费用率整体保持稳定,2023年Q1-

Q3 公司费用率为 9.16%，较 2022 年同期下降 0.34pct。公司较为重视研发支出，2023 年 Q1-Q3 公司研发费用率为 6.00%，相较 2022 年同期下降 0.66pct，为公司四费中占比最大项。

图 13：公司费用率整体保持稳定



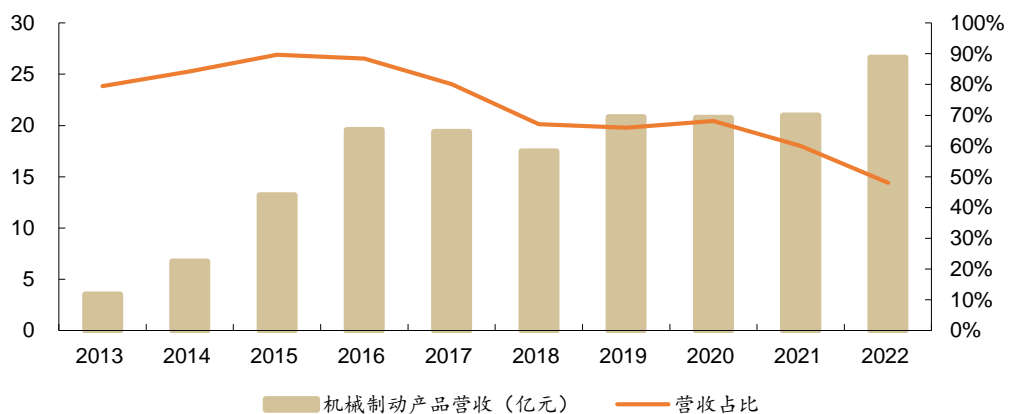
资料来源：公司公告，Wind，德邦研究所  
注：2017 年及之前，研发费用包含在管理费用中，未进行单独披露

## 2. 机械制动产品：海外扩产，打开全球市场空间

### 2.1. 机械制动产品：公司起家产品，提供稳定现金流

机械制动产品为公司的起家业务，为公司提供稳定现金流。公司机械制动产品包含盘式制动器及轻量化制动零部件，2013-2022 年公司机械制动产品营收 CAGR 为 25%，2022 年公司机械制动产品营收为 26.61 亿元，占公司总营收的比例为 48.04%。

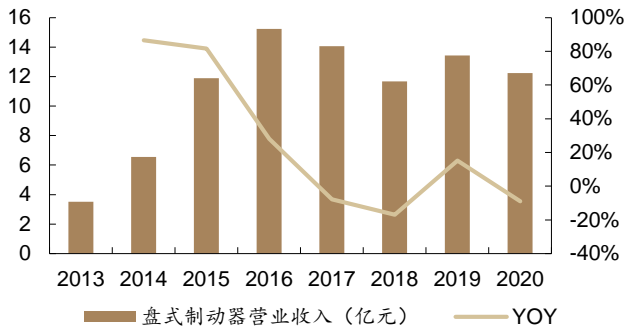
图 14：2013-2022 年公司机械制动产品营收及营收占比



资料来源：同花顺 iFinD，公司公告，德邦研究所

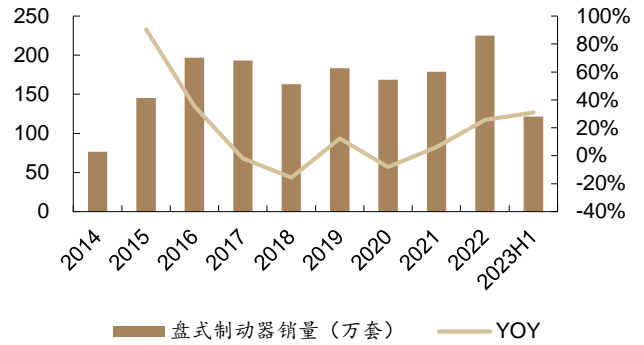
盘式制动器是伯特利的传统业务，近两年来销量增速有所提升。2014-2017 年，盘式制动器业务处于开拓市场阶段，销量保持高速增长，为公司贡献主要营收增量；2017-2021 年，公司盘式制动器销量较为稳定。2022-2023H1 公司盘式制动器销量增速有所提升，其中 2023H1 公司盘式制动器销量为 121.6 万套，同比+30.87%。

图 15: 2013-2020 年公司盘式制动器业务营收



资料来源: 同花顺 iFinD, 公司公告, 德邦研究所

图 16: 2014-2023H1 公司盘式制动器业务销量



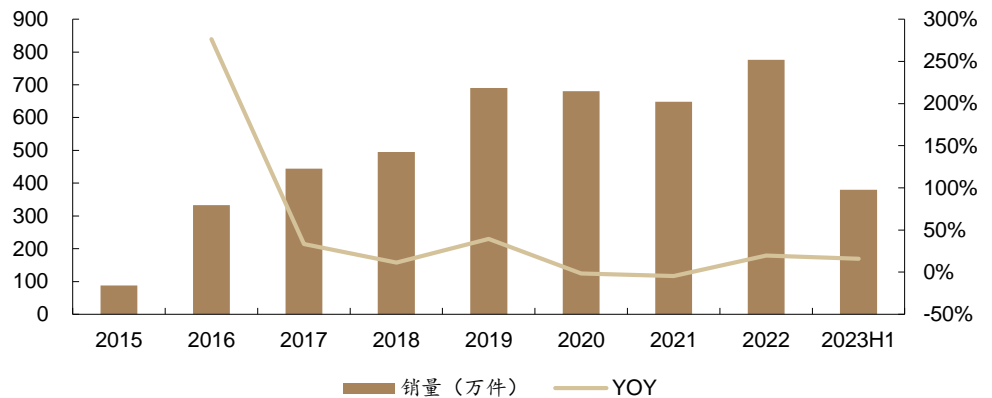
资料来源: 同花顺 iFinD, 公司公告, 德邦研究所

截至 2022 年, 公司盘式制动器在研项目 148 项, 其中新能源车型 51 项; 新增量产项目 73 项, 其中新能源车型 19 项; 新增定点项目 156 项, 其中新能源车型 56 项。

轻量化制动零部件方面, 公司 2019 年前通过控股子公司威海伯特利向美国萨克迪供应铸铝转向节的毛坯件。公司控股子公司威海伯特利从事轻量化制动零部件的生产, 产品包括铸铝转向节、铸铝支架及铸铝控制臂等。

2019 年公司成为通用汽车 Tier1 供应商, 有利于提升公司轻量化业务盈利水平。2019 年初公司与通用汽车签署供货合同, 首次成为通用汽车铸铝转向节 Tier1 供应商, 项目生命周期为 7 年; 2019 年 10 月, 公司与通用汽车签订供货协议, 与三家通用汽车公司新签署共 26 份产品供货合同, 共涉及 7 个平台项目、12 种产品, 预计项目生命周期内将为伯特利贡献轻量化业务营收超过 18 亿元。公司成为通用汽车 Tier1 供应商, 且出口价格高于毛坯件的铸铝转向节成品占比逐步增加, 有利于提升公司轻量化业务盈利水平。

图 17: 2015-2023H1 公司轻量化制动零部件销量



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

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/356010115100010105>