



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

汽车制动国内龙头，聚焦底盘推进多业务协同

买入（首次）

行业： 汽车

日期： 2025年02月20日

分析师： 仇百良

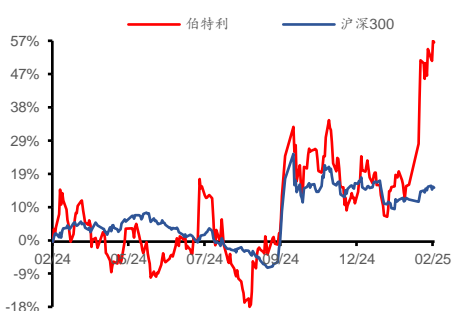
E-mail: qiubailiang@shzq.com

SAC 编号: S0870523100003

基本数据

最新收盘价（元）	61.56
12mth A 股价格区间（元）	32.14-63.65
总股本（百万股）	606.55
无限售 A 股/总股本	99.96%
流通市值（亿元）	373.24

最近一年股票与沪深 300 比较



相关报告：

■ 国内汽车制动龙头，积极拓展产品领域，业绩稳步增长

公司深耕汽车制动系统近 20 年，成为国内汽车制动系统龙头。近年顺应智能化发展趋势，公司聚焦底盘领域进行业务拓展，目前主营业务包括机械制动、智能电控和机械转向三大板块。公司客户集中度较高，2024Q1 公司前五大客户为奇瑞、通用、吉利、长安和北汽，合计销售额总营收占比达 76%；其中，对奇瑞的销售额总营收占比达 46.99%。我们认为，主要终端客户的销量提升有望带动公司产品放量。公司近年在 WCBS、EPB、轻量化零部件等产品项目上持续实现重要突破。业绩方面，营收规模快速提升，归母净利润维持较高增速。2021~2023 年公司营收 CAGR 为 46.29%，归母净利润 CAGR 为 32.93%。2024Q1-Q3 营收同比+28.85%，归母净利润同比+30.79%。

■ 聚焦汽车底盘领域多产品并进，强技术壁垒稳扎稳打

1) 电子驻车制动 (EPB)。国内 EPB 系统搭载率已达较高水平，市场规模平稳增长，随着本土企业技术水平提高和生产规模扩大，国内厂商的份额有所增长。公司是国内首家量产 EPB 的自主品牌企业，技术优势领先，在国产替代的趋势下有望占据更多市场份额。**2) 线控制动 (WCBS)。**EHB One-Box 为当前市场主流方案，公司的 One-Box 产品性能与国际厂商处同一水平。2024 上半年，公司 WCBS1.5 成功在多个客户项目上成功量产，WCBS2.0 成功在首个客户项目上实现小批量供货。此外，EMB 产品开发进度也居领先行列。公司推进产能建设加快市场扩张步伐。**3) 线控转向 (SBW)。**公司收购浙江万达切入转向业务，2023 年公司完成电动助力转向系统 (EPS) 电控部分开发，线控转向系统也纳入中期技术规划。未来，公司致力将线控制动、线控转向与智能驾驶集成，实现感知层、决策层、执行层协同。

■ 轻量化业务工艺领先，墨西哥工厂建设推进全球化战略

公司顺应汽车轻量化发展趋势，于 2012 年设立威海伯特利从事轻量化制动零部件的研发、生产和销售。发展至今，公司轻量化零部件产品矩阵完善，产品涵盖铸铝转向节、铸铝副车架、铸铝控制臂等；生产工艺领先，掌握轻量化零部件差压铸造生产工艺，能够显著提高铸件力学性能、改善铸件产品质量并有效降低成本；覆盖国内外优质客户，包括通用、Stellantis、沃尔沃、福特、吉利、北汽、上汽、奇瑞等。公司加码墨西哥工厂产能建设，实现对海外客户的本地化供应，推进全球化战略。墨西哥一期项目于 2023 年 8 月达到预计可使用状态，自 2023 年 9 月开始小批量生产，主要承接公司北美客户通用的定点项目，二期项目建成后，在通用需求外承担 Stellantis 等其他新增整车厂客户的定点需求。随着二期产能释放，公司国外营收有望高增。

■ 投资建议

首次覆盖，给予“买入”评级。考虑 1) 公司轻量化产品矩阵完善，生产工艺领先。墨西哥工厂二期建设稳步推进，后续投产有望进一步打开国际市场；2) 智能电控产品多点开花。电子驻车制动 (EPB) 有望通过国产替代实现份额提升。线控制动 (WCBS) One-Box 产品性能与国际厂商处同一水平，WCBS2.0、EMB 研发进展顺利。公司推进线控制动产能建设，有望加快市场扩张步伐。线控转向系统 (SBW) 纳入中期技术规划；3) 客户资源优质，以自主品牌为代表的终端客户销量增长有望带动公司产品放量。我们认为，公司业绩将进入高速增长新阶段。

预计公司 2024/2025/2026 年营收分别为 98.54/124.21/151.63 亿元，同比分别为+31.84%/+26.05%/+22.08%；归母净利润分别为 11.99/15.43/19.46 亿元，同比分别为+34.44%/+28.74%/+26.12%。对应 2025 年 2 月 20 日收盘价 PE 分别为 31.15X / 24.20X / 19.19X。

■ 风险提示

汽车制造业波动风险，市场竞争风险，客户相对集中的风险，原材料价格波动风险

■ 数据预测与估值

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	7474	9854	12421	15163
年增长率	34.9%	31.8%	26.1%	22.1%
归母净利润	891	1199	1543	1946
年增长率	27.6%	34.4%	28.7%	26.1%
每股收益（元）	1.47	1.98	2.54	3.21
市盈率（X）	41.88	31.15	24.20	19.19
市净率（X）	6.58	5.70	4.78	3.96

资料来源：Wind，上海证券研究所（2025 年 02 月 20 日收盘价）

目 录

1 国内汽车制动龙头，积极拓展产品领域，业绩稳步增长	5
1.1 国内制动系统领先者，产品矩阵丰富	5
1.2 业务规模快速提升，盈利能力略有下降	6
1.3 股权结构清晰，技术研发实力深厚.....	8
1.4 客户资源优质稳定，产能布局持续拓张	9
2 聚焦底盘多产品并进，强技术壁垒稳扎稳打	11
2.1 国内电子驻车制动龙头，国产替代助力份额提升.....	12
2.2 国内首家量产线控制动企业，迭代扩产提供新动能	14
2.3 收购浙江万达，切入转向赛道，促进业务协同	17
3 轻量化业务工艺领先，墨西哥工厂建设推进全球化战略	20
3.1 顺应汽车行业发展趋势，轻量化业务规模高增	20
3.2 持续开展全球化战略，墨西哥工厂建设循序渐进.....	22
4 盈利预测与投资建议	24
4.1 盈利预测.....	24
4.2 投资建议.....	25
5 风险提示	26

图

图 1: 公司历史沿革	5
图 2: 公司主要产品	6
图 3: 2024Q1-3 营业收入 65.78 亿元，同比+28.85%.....	6
图 4: 2024Q1-3 归母净利润 7.78 亿元，同比+30.79%.....	6
图 5: 2024H1 机械制动产品、智能电控产品营收合计占主营业务 收入比例为 92.26%	7
图 6: 2024H1 轻量化零部件、智能电控产品销量分别同比 +61.17%、+32.04%	7
图 7: 2021 年至今机械制动、智能电控产品毛利率水平有所 下降.....	7
图 8: 2024Q1-3 期间费用率为 8.85%，同比下降 0.30 个百 分点.....	8
图 9: 公司股权结构	8
图 10: 2024Q1-3 研发费用 3.84 亿元，同比+25.45%.....	9
图 11: 2024H1 公司研发人员有 1018 位，占总员工比例为 20.32%.....	9
图 12: 2024Q1 公司前五大客户销售额占比达 76.21%	9
图 13: 2021-2023&2024H1 公司主营业务产能情况.....	10
图 14: 制动系统、转向系统在汽车上的分布情况	11
图 15: 智能线控底盘是自动驾驶执行层的核心环节.....	11
图 16: 电子驻车制动系统 (EPB) 原理.....	12
图 17: 预计 2030 年中国电子驻车制动系统 (EPB) 行业市 场规模达 336.35 亿元	12

图 18: 2022 年中国市场乘用车 EPB 系统 (执行单元) 供应 商份额情况.....	13
图 19: 2024 年 1~8 月中国市场乘用车 EPB 系统供应商份额 情况.....	13
图 20: 公司电子驻车制动系统产品示意图.....	13
图 21: 2021-2023&2024H1 公司 EPB 销售收入情况.....	14
图 22: 行车制动系统由传统液压制动系统发展为线控制动系 统.....	14
图 23: 预计 2025、2030 年我国乘用车线控制动渗透率分别 将达到 65%、95%.....	16
图 24: 2024 年 1-4 月我国乘用车线控制动市场 TOP3 供应商 合计占比超 80%.....	16
图 25: 电子助力转向 (EPS) 结构示意图.....	18
图 26: 线控转向 (SBW) 原理示意图.....	18
图 27: 2020-2022 年、2023 年 1-8 月中国乘用车转向系统市 场中电动助力转向 (EPS) 占比情况.....	18
图 28: 2024 年 1-9 月中国市场 (不含进出口) 乘用车前装 EPS 方案供应商份额.....	18
图 29: 2023、2024Q1-3 公司电动助力转向系统 (EPS) 项 目情况 (单位: 个).....	19
图 30: 公司铸铝轻量化产品.....	21
图 31: 2024H1 轻量化制动零部件销量 612.96 万件, 同比 +61.17%.....	22
图 32: 2024H1 轻量化制动零部件营收 8.42 亿元.....	22
图 33: 2024Q1 公司国外营收 2.47 亿元.....	23
图 34: 2021~2023 年公司国外业务毛利率高于国内.....	23

表

表 1: 2024 年前三季度公司在研项目数、新增量产&定点项 目数.....	10
表 2: 2024 年公司向不特定对象发行可转换债券募集资金用 途 (单位: 万元).....	10
表 3: EHB One-Box 与 Two-Box 对比.....	15
表 4: EHB 与 EMB 对比.....	15
表 5: 国内外各供应商线控制动产品情况.....	16
表 6: 伯特利 WCBS 产品优势.....	17
表 7: 乘用车转向系统发展历程.....	17
表 8: 搭载线控转向的量产车型.....	19
表 9: 中国汽车零部件材料发展路线.....	20
表 10: 近年公司海外客户合作项目情况.....	22
表 11: 公司各项业务业绩预测.....	24
表 12: 可比公司数据对比.....	25

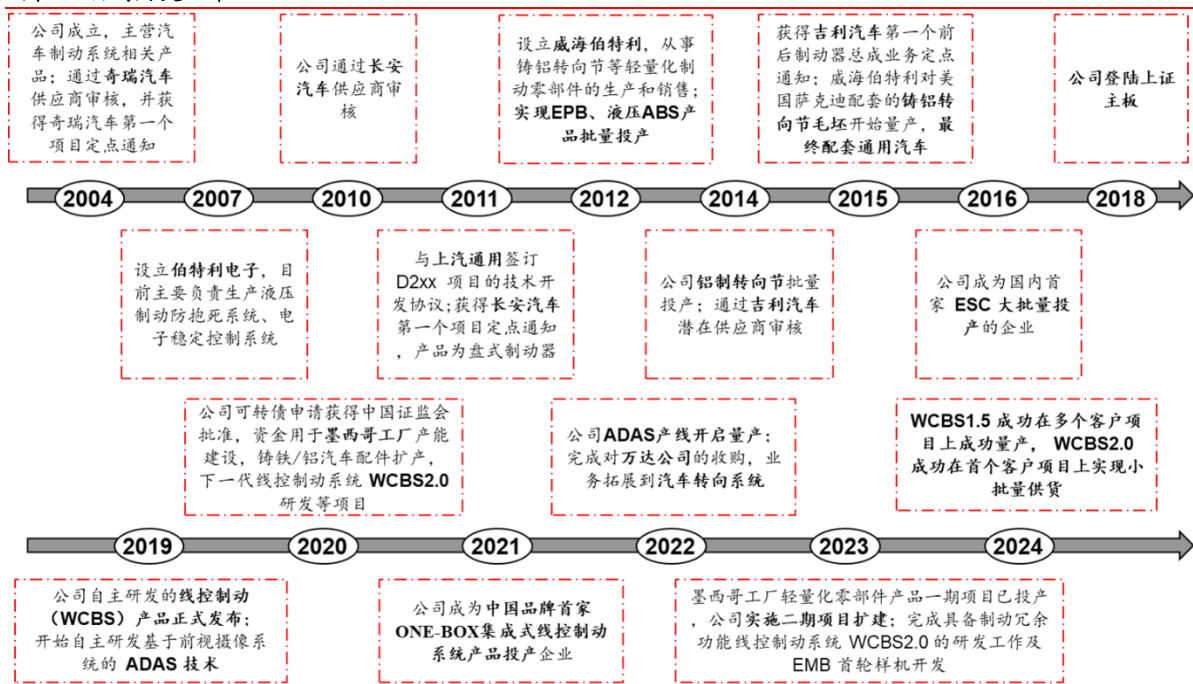
1 国内汽车制动龙头，积极拓展产品领域，业绩稳步增长

1.1 国内制动系统领先者，产品矩阵丰富

深耕汽车制动系统，国内制动系统领先企业。伯特利成立于2004年，成立之初主营汽车制动系统，至今在此领域深耕近20年，产品覆盖主机厂客户从机械制动、电控制动至线控制动的全系列需求。2012年，公司成为国内首家、全球第二家实现EPB量产企业。公司于2019年7月、2021年6月分别完成One-Box线控制动系统产品的发布及量产，产品性能与国际厂商处于同一水平。

顺应智能化发展趋势，聚焦汽车底盘领域，公司自研收购并举，推进业务横向扩张。2019年四季度，公司开始自主研发基于前视摄像系统的ADAS技术；2022年4月，ADAS产线量产。2022年5月，公司收购浙江万达汽车方向机有限公司，进入汽车转向系统业务。

图 1：公司历史沿革



资料来源：公司招股说明书，公司公告，公司官网，公司官微，上海证券研究所

产品矩阵丰富。公司主营业务分为三大板块：机械制动、智能电控和机械转向，其中机械制动产品主要包括盘式制动器、制动卡钳、轻量化零部件；智能电控产品主要包括电子驻车制动系统(EPB)、防抱死系统(ABS)、电子稳定控制系统(ESC)、线

控制动系统（WCBS）、高级驾驶辅助系统（ADAS）、电子助力转向系统（EPS）等；机械转向产品主要包括机械转向管柱、转向中间轴、机械转向器等。

图 2：公司主要产品

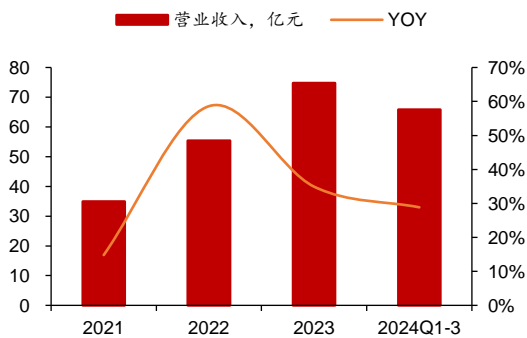
产品分类	产品图示				
机械制动	 前盘式制动器总成	 单缸制动钳	 铸铝空心控制臂	 铸铝转向节	
智能电控	 EPB 单缸	 液压ABS/ESC	 WCBS 1.0	 高级驾驶辅助系统	 电动助力转向系统
机械转向	 转向管柱	 机械转向系统	 转向中间轴		

资料来源：公司招股说明书，公司公告，公司官网，上海证券研究所

1.2 业务规模快速提升，盈利能力略有下降

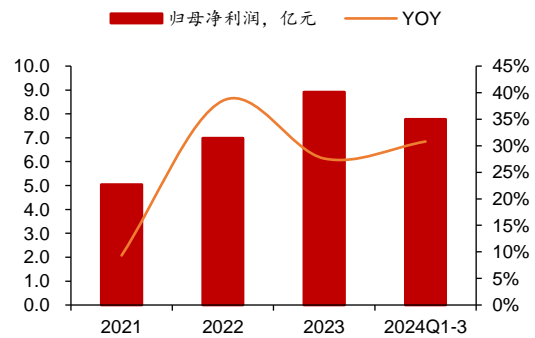
营收规模快速提升，归母净利润维持较高增速。公司营收 2021-2023 年 CAGR 为 46.29%，2024Q1-3 营收为 65.78 亿元，同比+28.85%。公司归母净利润 2021-2023 年 CAGR 为 32.93%，2024Q1-3 归母净利润为 7.78 亿元，同比+30.79%，我们认为，归母净利润增长主要得益于收入规模增长。

图 3：2024Q1-3 营业收入 65.78 亿元，同比 +28.85%



资料来源：iFinD，上海证券研究所

图 4：2024Q1-3 归母净利润 7.78 亿元，同比 +30.79%



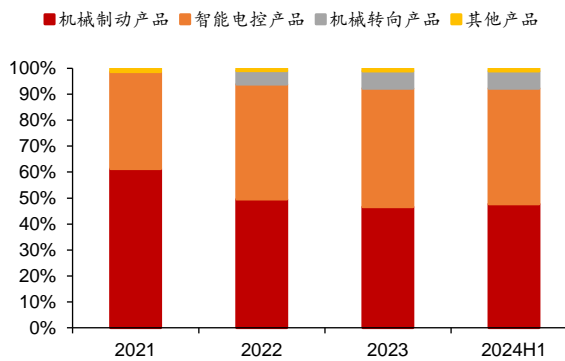
资料来源：iFinD，上海证券研究所

机械制动、智能电控产品在公司营收中占主导。2021-2023 年&2024H1，机械制动、智能电控产品营收合计占主营业务收入比例均超 92%；其中，智能电控产品营收增长更快，2021-2023 请务必阅读尾页重要声明

年占比由 37.31% 升至 45.64%，2024H1 占比微降至 44.57%。机械转向业务营收占比较小，2024H1 主营业务收入占比为 6.70%。

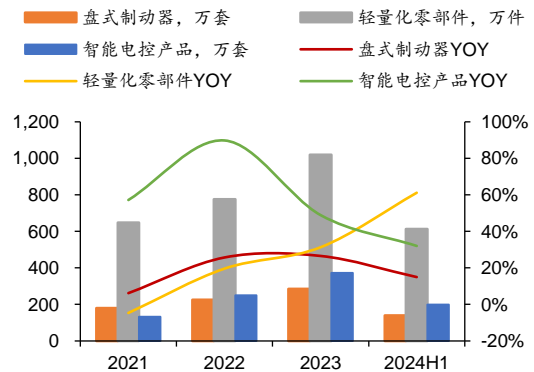
量增带动营收增长。机械制动产品方面，公司盘式制动器及轻量化零部件等产品销量增长主要受益于国产替代趋势及轻量化趋势，盘式制动器、轻量化零部件销量 2021-2023 年 CAGR 分别为 26.14%、25.33%。智能电控产品方面，公司技术处行业领先，显著受益行业智能化、电动化趋势，智能电控产品销量 2021-2023 年 CAGR 分别为 68.13%。

图 5：2024H1 机械制动产品、智能电控产品营收合计占主营业务收入比例为 92.26%



资料来源：公司公告，上海证券研究所

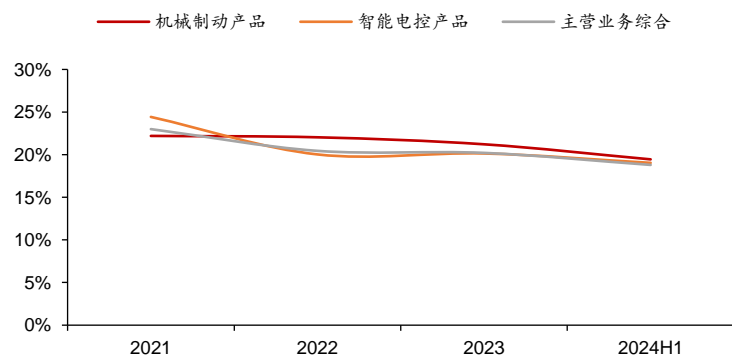
图 6：2024H1 轻量化零部件、智能电控产品销量分别同比+61.17%、+32.04%



资料来源：公司公告，上海证券研究所

主营业务毛利率有所下降。2024H1 主营业务毛利率为 18.80%，较 2021 年全年下降 4.20 个百分点。主营业务中，智能电控产品毛利率降幅较大，主要系 2022 年线控制动系统 (WCBS)、高级驾驶辅助系统 (ADAS) 等大量新产品进入量产阶段，产品生命周期初期毛利率较低。

图 7：2021 年至今机械制动、智能电控产品毛利率水平有所下降

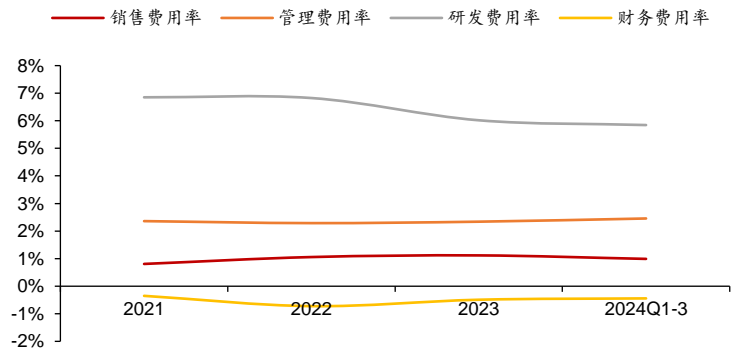


资料来源：公司公告，上海证券研究所

期间费用率呈下降趋势。2021-2023 年公司期间费用率由 9.67% 降至 8.99%，2024Q1-3 进一步降至 8.85%，同比下降 0.30 个百分点。期间费用中，研发费用率由 2021 年的 6.85% 降至 2024Q1-3 的 5.84%，我们认为，主要系收入规模增长所致。

2024Q1-3 销售毛利率为 21.29%，销售净利率为 11.99%。

图 8：2024Q1-3 期间费用率为 8.85%，同比下降 0.30 个百分点

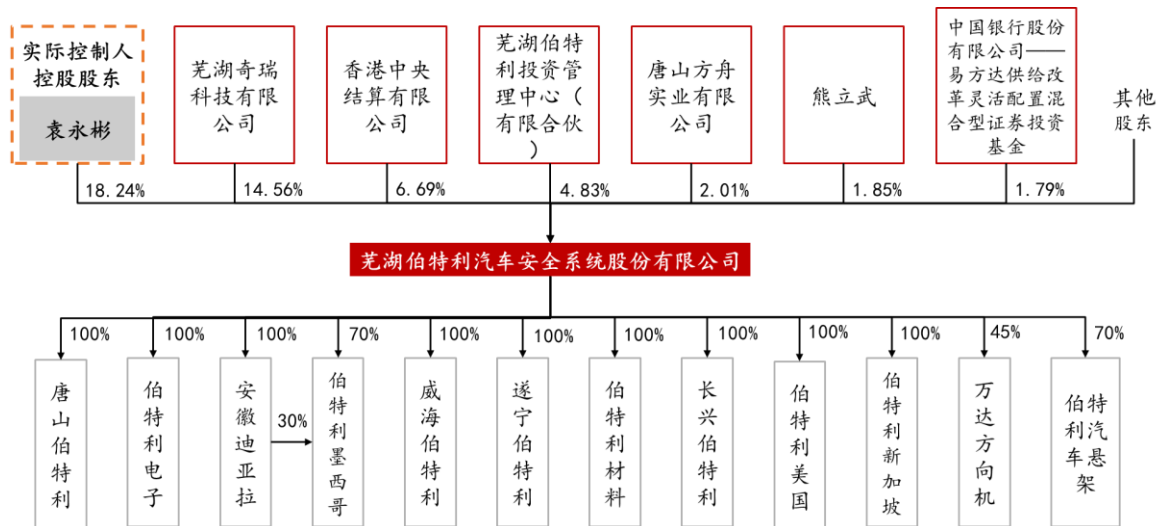


资料来源：iFinD，上海证券研究所

1.3 股权结构清晰，技术研发实力深厚

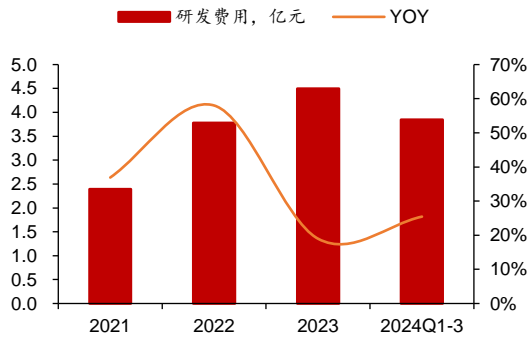
袁永彬为公司控股股东、实际控制人，技术背景深厚。截至 2024 年 9 月 30 日，董事长袁永彬直接持股 18.24%，同时袁永彬与芜湖伯特利投资管理中心（有限合伙）为一致行动人，后者持股 4.83%。袁永彬拥有机械工程博士学位，1998 至 2004 年任天合汽车集团北美技术中心高级经理、亚太区基础制动总工程师，2005 至 2007 年任奇瑞汽车研究院副院长，2010 至 2014 年任中国汽车工业协会制动器委员会理事。

图 9：公司股权结构

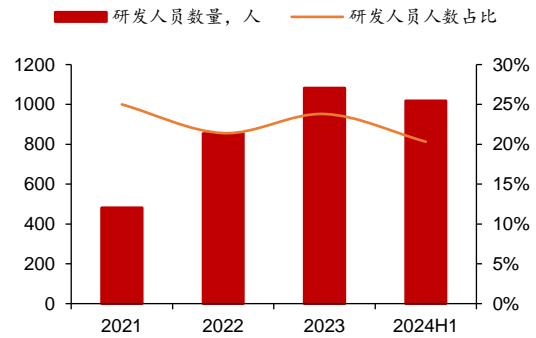


资料来源：公司公告，上海证券研究所

维持高研发投入，构筑技术护城河。2021~2023 年研发费用 CAGR 为 37.11%，2024Q1-3 研发费用达 3.84 亿，同比+25.45%。2021~2023 年公司研发人员由 481 人增至 1083 人，2024H1 研发人员数量为 1018 人，总员工人数占比达 20.32%。

图 10: 2024Q1-3 研发费用 3.84 亿元, 同比 +25.45%


资料来源: iFinD, 上海证券研究所

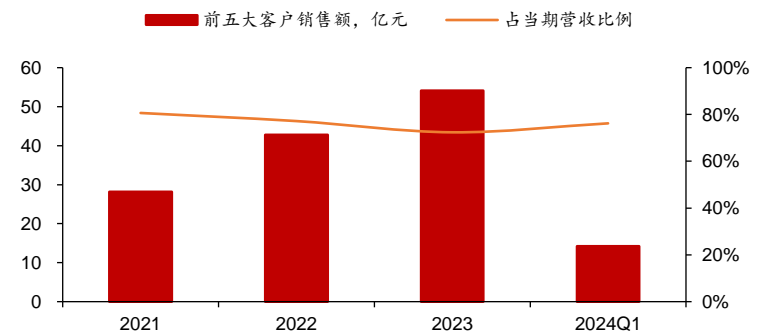
图 11: 2024H1 公司研发人员有 1018 位, 占总员工比例为 20.32%


资料来源: 公司公告, 上海证券研究所

1.4 客户资源优质稳定, 产能布局持续拓张

公司与国内外优质客户建立稳定的业务合作关系。公司国内客户包括吉利、奇瑞、长安、上汽、江淮、长城、比亚迪、理想、蔚来、小鹏、赛力斯、零跑等。国际及合资客户包括通用汽车、上汽通用、长安福特、沃尔沃、江铃福特、Stellantis 等。

客户集中度较高。2024Q1 公司前五大客户为奇瑞、通用、吉利、长安和北汽, 合计销售额总营收占比达 76%; 其中, 对奇瑞的销售额总营收占比达 46.99%。我们认为, 主要终端客户的销量提升有望带动公司产品放量。

图 12: 2024Q1 公司前五大客户销售额占比达 76.21%


资料来源: 公司公告, 上海证券研究所

新增项目量充足。2024Q1-3 新增定点项目及在研项目数均大幅增长, 在研项目总数 432 项, 同比+12%; 新增量产项目总数 235 项, 同比+19%; 新增定点项目总数 301 项, 同比+65%。

近年在 WCBS、EPB、轻量化零部件等产品项目上持续实现重要突破。2024Q1-3 WCBS 在研项目 69 项, 新增定点项目 50 项; EPB 在研项目 169 项, 新增定点项目 116 项; 轻量化产品在研项目 48 项, 新增定点项目 30 项。

表 1: 2024 年前三季度公司在研项目数、新增量产&定点项目数

产品	在研项目	新增量产项目	新增定点项目
盘式制动器	89 (46)	38 (19)	58 (30)
轻量化产品	48 (29)	43 (28)	30 (20)
电子电控产品	EPB	98 (37)	116 (54)
	WCBS	24 (17)	50 (41)
	EPS	15 (12)	15 (11)
智能驾驶产品	ADAS	8 (4)	11 (6)
机械转向系统产品	MSG	7 (3)	6 (5)
	机械管柱	8 (5)	15 (7)

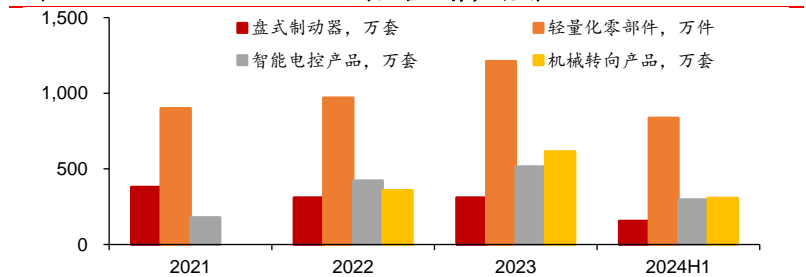
资料来源: 公司公告, 上海证券研究所

注: 括号内为新能源车型的在研、新增量产、新增定点项目

产能布局持续扩张。2021-2023 年, 公司轻量化零部件产能由 900 万件增至 1211 万件, 智能电控产品产能由 178 万套增至 516 万套; 2024H1 轻量化零部件产能达 837 万套, 智能电控产品产能达 296.68 万套。产能快速扩张, 为公司持续开发新客户及现有客户的新项目落地提供支撑。

2024H1 公司主要产能布局包括: 1) 国内轻量化生产基地三期项目建设进行中, 主要满足汽车副车架、空心控制臂等轻量化产品生产; 2) 新增 EPS 年产能 30 万套、EPS-ECU 年产能 30 万套生产线; 3) 墨西哥二期项目顺利推进。此外, 公司拟向不特定对象发行可转换债券, 募集资金不超过 28.32 亿元, 用于轻量化零部件、智能电控等产品的产能建设及补充流动资金。

图 13: 2021-2023&2024H1 公司主营业务产能情况



资料来源: 公司公告, 上海证券研究所

注: 公司于 2022 年 5 月收购浙江万达, 故机械转向产品 2022 年数据对应统计区间为 6-12 月

表 2: 2024 年公司向不特定对象发行可转换债券募集资金用途 (单位: 万元)

项目名称	项目总投资	拟投入募集资金额
年产 60 万套电子机械制动 (EMB) 研发及产业化项目	28064.75	18821.80
年产 100 万套线控底盘制动系统产业化项目	50000.00	22645.00
年产 100 万套电子驻车制动系统 (EPB) 建设项目	26431.00	22614.00
高强度铝合金铸件项目	35000.00	31091.00
墨西哥年产 720 万件轻量化零部件及 200 万件制动钳项目	115500.00	103074.90
补充流动资金	84953.30	84953.30
合计	339949.05	283200.00

资料来源: 公司公告, 上海证券研究所

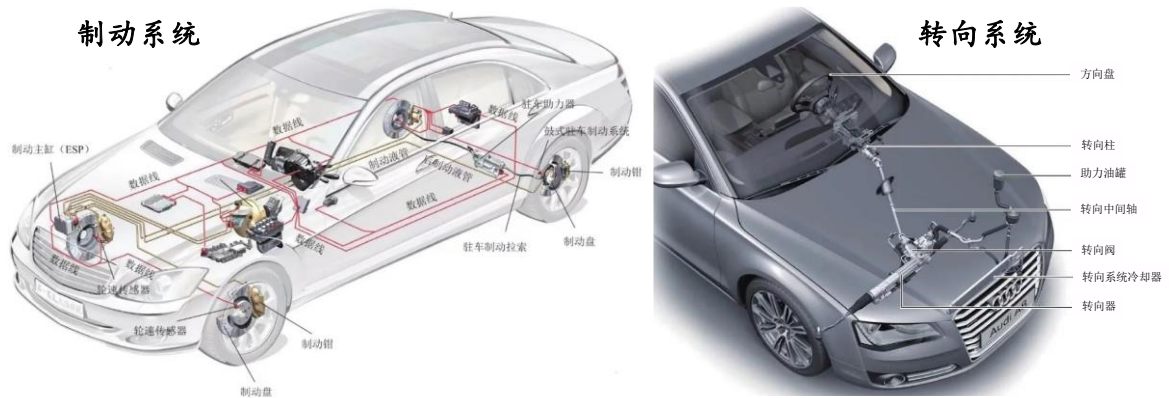
2 聚焦底盘多产品并进，强技术壁垒稳扎稳打

汽车底盘是汽车的核心部件之一，由传动系统、行驶系统、转向系统和制动系统组成。

其中，汽车制动系统用于减速和停止车辆，保障汽车安全行驶，确保驾驶员和乘客的安全。汽车制动系统都包括行车制动和驻车制动两大部分。行车制动系统用于行驶中的车辆减速或停车，驻车制动系统用于停驶的汽车驻留原地。

汽车转向系统用于将驾驶人的转向意图传递给汽车，从而改变或恢复汽车的行驶方向。

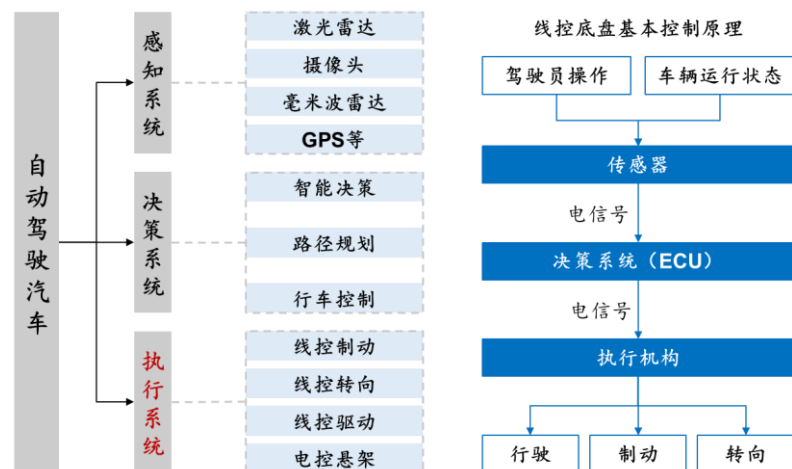
图 14：制动系统、转向系统在汽车上的分布情况



资料来源：汽车测试网，上海证券研究所

底盘线控化为发展趋势。传统底盘受限于机械连接形式，其执行操控决策信息的效率会受到限制。线控底盘系统将传统的整体硬连接改造成通过电线连接的线控设计，通过电信号对汽车底盘执行机构实施控制，不仅提升了车辆的响应速度和操控精度，也为智能驾驶和自动驾驶的实现奠定基础。

图 15：智能线控底盘是自动驾驶执行层的核心环节

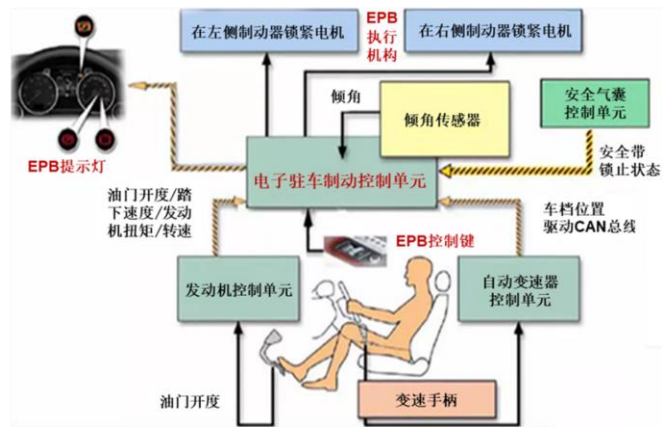


资料来源：盖世汽车研究院，汽车学堂 AutomooC，上海证券研究所

2.1 国内电子驻车制动龙头，国产替代助力份额提升

电子驻车制动（简称 EPB）是利用线控技术将行车过程中的临时性制动和停车后的长时性制动功能整合在一起，并且由电子控制方式实现停车制动的技术。相较传统的机械式驻车制动，EPB 制动效果精准，并能够与其他底盘电子系统集成，还能实现自动驾驶中的自动驻车（APA）、代客泊车（AVP）等功能。

图 16：电子驻车制动系统（EPB）原理

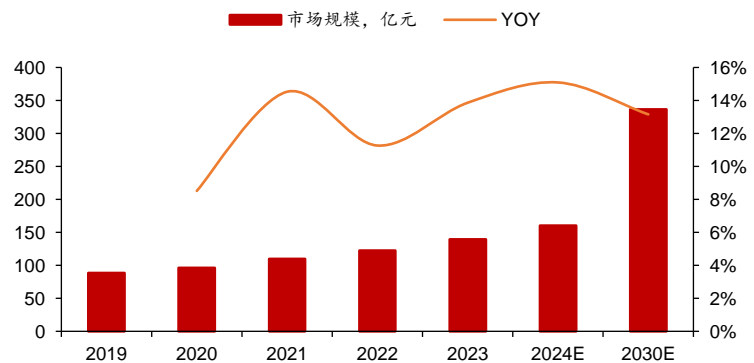


资料来源：IND4 汽车人，上海证券研究所

搭载率已达较高水平。2015 年前 EPB 系统主要应用于豪华车和少数高端车型，整体搭载率较低。2016~2020 年，随着 EPB 系统技术的成熟和成本的降低，搭载率开始逐步上升。根据高工智能汽车研究院监测数据，2022 年中国市场（不含进出口）乘用车前装标配 EPB 搭载率超 80%，2024 年 1~8 月搭载率已超 90%。

市场规模平稳上升。根据智研瞻数据，2019~2023 年中国 EPB 系统行业市场规模由 88.43 亿元增至 139.23 亿元；预计 2024、2030 年市场规模分别为 160.24 亿元、336.35 亿元，期间市场规模的复合增速为 13.15%。

图 17：预计 2030 年中国电子驻车制动系统（EPB）行业市场规模达 336.35 亿元

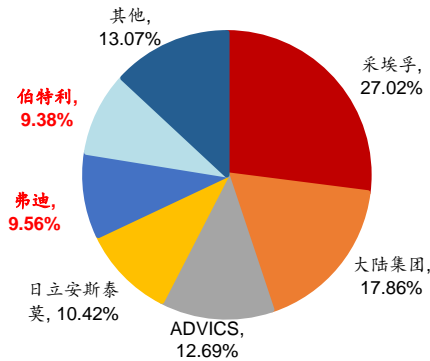


资料来源：智研瞻，上海证券研究所

注：2030E 增速为预计 2024~2030 年市场规模复合增速

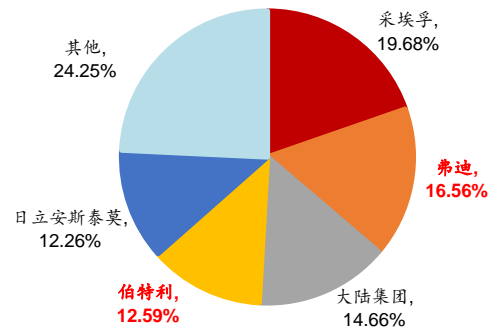
中国本土企业在 EPB 市场中的竞争力将逐步增强。随着技术水平的提高和生产规模的扩大，本土企业将占据更多市场份额，并在全球市场上与国际巨头竞争。根据高工智能汽车数据，2022 年中国市场乘用车 EPB 系统（执行单元）供应商中，弗迪、伯特利市场份额分别为 9.56%、9.38%，2024 年 1~8 月二者的市场份额分别增至 16.56%、12.59%。

图 18：2022 年中国市场乘用车 EPB 系统（执行单元）供应商份额情况



资料来源：高工智能汽车，上海证券研究所

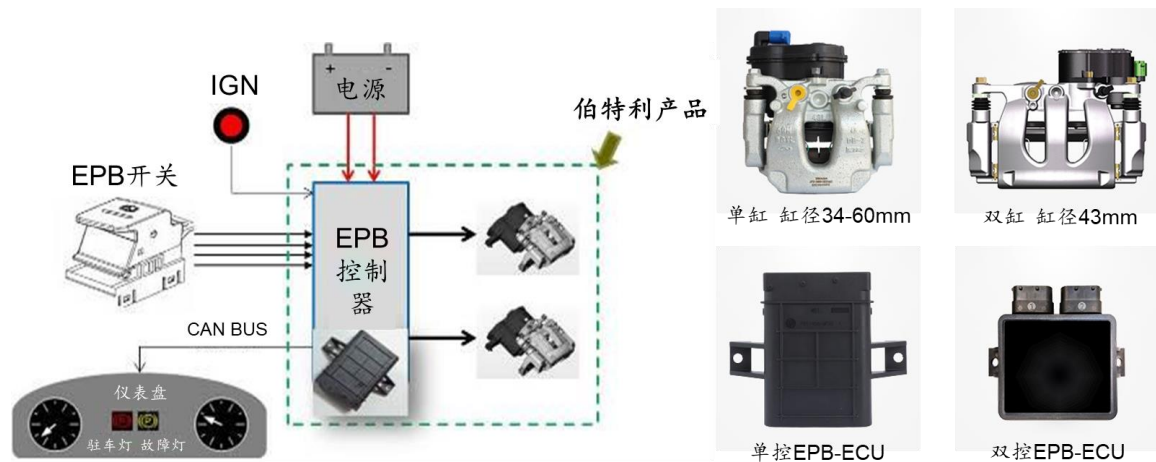
图 19：2024 年 1~8 月中国市场乘用车 EPB 系统供应商份额情况



资料来源：高工智能汽车，上海证券研究所

公司 EPB 产品是卡钳一体化的集成系统，由两个电机驱动器组成，以一体化方式安装在卡钳内，通过控制器局域网络总线与车辆的发动机管理系统及电子稳定性装置等保持通信，实现电子驻车功能。

图 20：公司电子驻车制动系统产品示意图

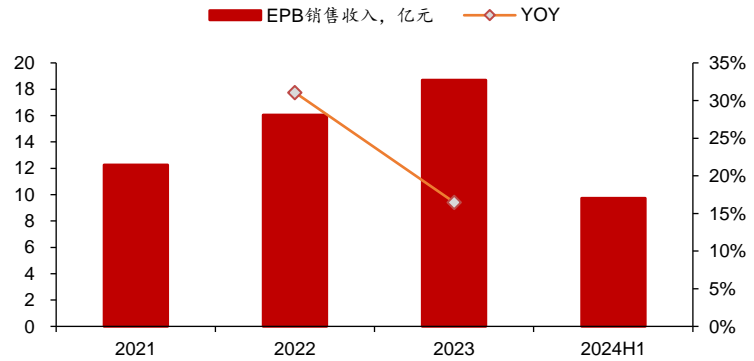


资料来源：公司招股说明书，公司官网，上海证券研究所

营收稳增，毛利率较高。公司于 2012 年成为国内首家量产 EPB 的自主品牌企业，2018 年实现全球首款双控 EPB 量产，2022 年 8 月公司 EPB 产品销量突破 1000 万件。从收入看，2023 年公司 EPB 营收 18.70 亿元，同比+16.49%；2024H1 公司 EPB 营收为 9.73 亿元。

持续扩产，放大规模优势。2024 年公司可转债募投项目包括“年产 100 万套电子驻车制动系统（EPB）建设项目”，该项目将增强公司 EPB 产品的订单承接及交付能力，同时放大规模优势。此外，由于 EPB 产品的海外供应需求旺盛，后续公司将考虑在海外进一步布局。

图 21：2021-2023&2024H1 公司 EPB 销售收入情况

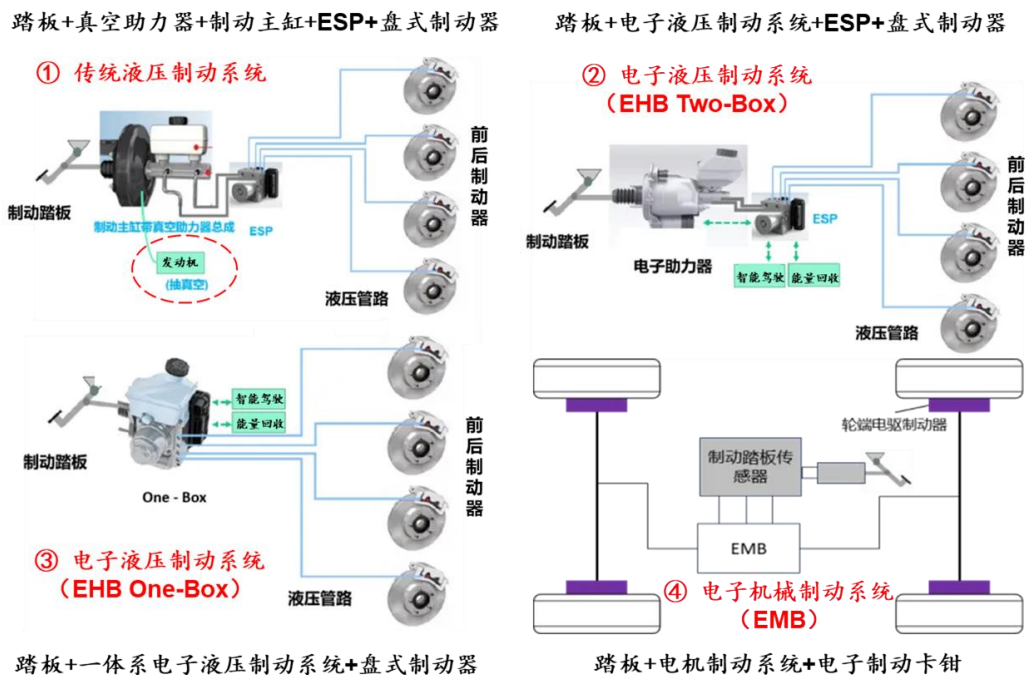


资料来源：公司公告，上海证券研究所

2.2 国内首家量产线控制动企业，迭代扩产提供新动能

传统机械液压制动系统真空助力器的真空源来自于发动机，而电动汽车或增程式混动汽车上，一方面，由于没有发动机或者发动机不持续工作，真空助力器的使用受到限制；另一方面，由于动力电池的存在及节能需求，新能源汽车需要通过电机进行制动能量回收。在此背景下，线控制动系统应运而生。

图 22：行车制动系统由传统液压制动系统发展为线控制动系统



资料来源：汽车学堂 Automoc，盖世汽车社区，上海证券研究所

线控制动系统作为由电子控制的制动系统，其主要特征是取消了制动踏板和制动器之间的机械连接，通过踏板传感器采集驾驶员制动意图或者通过整车通讯网络接收智能驾驶控制器的制动请求，进而由制动控制单元 ECU 处理电子信号并控制制动执行机构输出制动力。

线控制动系统分为电子液压制动（EHB）系统和电子机械制动（EMB）系统。

EHB One-Box 为目前主流的线控制动系统方案。EHB 以液压制动为基础（仍保留液压部件产生制动力），实现了动力源的电控化（电机取代真空助力器）。EHB 根据集成度高低进一步分为 Two-Box 和 One-Box 方案。Two-Box 方案中，ESC 和电子助力器相互独立、互为冗余；One-Box 方案中，ESC 与电子助力器集成在一起，其具有重量轻、成本低、能量回收效率高等优势。

表 3: EHB One-Box 与 Two-Box 对比

	One-Box	Two-Box
集成情况	EHB 集成了 ABS/ESC	EHB 与 ABS/ESC 独立
结构	1 个 ECU 控制 1 个制动单元	2 个 ECU 控制 2 个制动单元
成本	集成度高，单价 1600-1700 元	集成度低，单价 1900-2000 元
踏板状态	踏板解耦	踏板耦合
能量回收	制动回馈：0.3g-0.5g 减速度	制动回馈：0.3g 以下减速度
应用自动驾驶等级	L3 级以上，搭配 RBU 实现制动双重冗余	L2 级及以下，搭配 ESC 实现制动冗余
代表量产厂商	博世、大陆、采埃孚、伯特利、弗迪动力、利氮科技	同驭科技、拿森电子、格陆博、利氮科技

资料来源：盖世汽车社区，上海证券研究所

EMB 有望成为线控制动终极形态之一，但离大规模量产尚需时间。EMB 在 EHB 基础上进一步简化，取消了传统制动系统中的制动主缸和液压管路，将电机直接集成在制动器上方，并通过传动装置直接驱动制动钳来实现制动功能。EMB 是真正意义上的全线控制动，制动功率更高、响应速度更快、制动控制更精准，但目前面临技术和量产难题。

在 EMB 完全投入使用之前，前湿后干的混合线控制动系统有望作为过渡产品出现。目前主流厂家如大陆、采埃孚、伯特利、利氮科技等均在布局前湿后干混合制动方案。

表 4: EHB 与 EMB 对比

	液压系统	结构	成本	响应速度	系统冗余	制动力
EHB	有	1 电机 (液压泵中)	低	120ms	有	大
EMB	无	4 电机 (轮毂处)	高	90ms	无	小

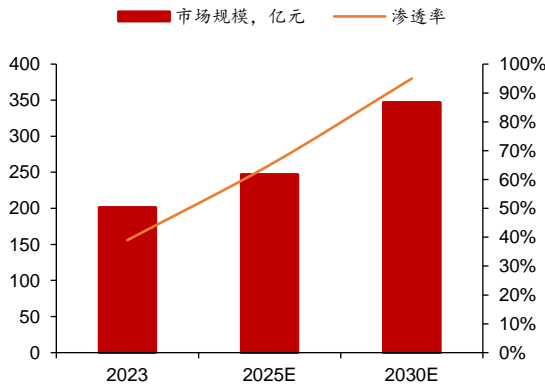
资料来源：盖世汽车社区，上海证券研究所

电动化、智能化驱动线控制动市场快速增长。据盖世汽车社区数据，2023 年我国乘用车线控制动市场规模为 201.3 亿元，渗透率为 39%；2024H1 渗透率进一步提升至 45.8%，其中 One-

Box 方案占 65.1%。随着智能驾驶的发展，尤其是 L3 级别自动驾驶技术的普及，线控制动将成为中高端车型的必备配置。据盖世汽车研究院预计，2025 和 2030 年我国乘用车线控制动渗透率将增至 65%、95%，市场规模分别达 247 亿元和 347 亿元。

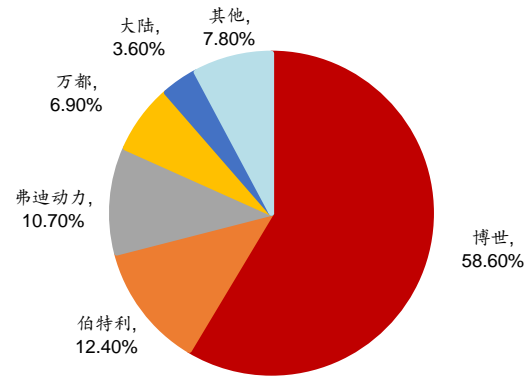
市场集中度较高。据盖世汽车社区数据，2024 年 1-4 月我国乘用车线控制动市场 TOP3 厂商占据 81.7% 的市场份额。博世占据主导地位，市占率为 58.6%，伯特利、弗迪动力分别以 12.40%、10.70% 的市占率位列第二、第三。

图 23：预计 2025、2030 年我国乘用车线控制动渗透率分别将达到 65%、95%



资料来源：盖世汽车社区，上海证券研究所

图 24：2024 年 1-4 月我国乘用车线控制动市场 TOP3 供应商合计占比超 80%



资料来源：盖世汽车社区，上海证券研究所

国产供应商市场份额有望提高。汽车电动化和智能化的发展为本土线控制动创新企业带来发展机遇。以弗迪动力、伯特利等为代表的的第一梯队厂家打破技术壁垒，实现线控制动产品自主研发，凭借定制化开发、响应速度快、成本控制等优势，与主机厂双向奔赴。

表 5：国内外各供应商线控制动产品情况

类别	企业	线控制动产品量产进度
外资	博世	2013 年量产 iBooster+ESP (Two-Box)，2019 年量产 IPB (One-Box)；EMB 产品在研发中，已有样机
	万都	2018 年量产 IDB (One-Box)，2021 年发布 EMB 样机
	大陆	2016 年量产 MK C1 (One-Box)，预计 2025 年为北美车企供应前湿后干 EMB 系统
	采埃孚	2018 年量产 IBC (One-Box)，2023 年发布四轮 EMB 方案
国内	伯特利	2021 年量产 WCBS (One-Box)，预计 2026 年量产 EMB
	弗迪动力	2021 年量产 BSC (One-Box)
	拿森电子	2018 年量产 Nbooster (Two-Box)，2023 年量产 NBC (One-Box)，预计 2026 年量产 EMB
	利氮科技	2022 年量产 IHB-LK (One-Box)
	同驭汽车	2023 年 iEHB (One-Box) 进行整车测试，同年开始 EMB 样件冬季标定，目前开发有前 EMB 卡钳和后 EMB 卡钳，预计 2026 年实现量产
	比博格斯	2023 年 BIBC (One-Box) 实现小批量出货，2024 年实现大批量交付

资料来源：观研天下，佐思汽车研究，久谦资本，智车星球，界面新闻，高工智能汽车，比博斯特微信公众号，公司公告，上海证券研究所

公司线控制动产品持续升级迭代。2019 年 7 月、2021 年 6 月公司分别完成 One-Box 线控制动系统产品的发布及量产，产品性能与国际厂商处同一水平。2024 上半年，公司 WCBS1.5 成功在

多个客户项目上成功量产，WCBS2.0 成功在首个客户项目上实现小批量供货。此外，EMB 产品开发进度居领先行列。2023 年公司完成 EMB A 轮首样制作，并进行冬季试验验证，佐思汽研预计 2026 年上半年实现量产。

产能建设加快市场扩张步伐。2024 年可转债募投项目包括“年产 100 万套线控底盘制动系统产业化项目”、“年产 60 万套电子机械制动（EMB）研发及产业化项目”。

表 6：伯特利 WCBS 产品优势

产品优势	具体说明
安全	1.集成双控 EPB，提升驻车系统可靠性。 2.即使主制动失效，根据驾驶员踏板输入，对 EPB 自动实施线性夹紧，有效降低备份制动时的踏板力效果。 3.具有 2+2 轮速信号处理备份，备份行车制动时仍具有 EPB 防抱死功能。 4.快速增压，提升 AEB 自动紧急制动性能。
舒适	1.通过解耦，彻底解决了制动系统“踏板行程-踏板力-制动减速度”长期难以调和的匹配关系。 2.踏板脚感由模拟器产生，可充分定制，提升制动舒适性。模拟器由非橡胶元件组成，在-40℃~120℃范围内，踏板特性稳定。 3.有效降低 ACC/APA 制动噪音，消除真空助力器“扑哧”声。
成本	1.集成双控 EPB 专利技术，可取消 P 挡锁止机构。 2.支持遥控泊车、特定场景的自动驾驶、防盗功能。 3.通过回收制动能量，增加续航里程，降低电池成本。 4.集成整车 30+零件，减重 3kg 以上，降低制动系统成本。

资料来源：公司官网，上海证券研究所

2.3 收购浙江万达，切入转向赛道，促进业务协同

汽车转向系统发展经历了机械转向、液压转向、电动转向、线控转向几个阶段。目前乘用车普遍使用电动助力转向（EPS），线控转向（SBW）是未来发展方向。

EPS 已足够实现智能驾驶系统对转向的精准控制，但本质依然是助力系统，转向信号来自于人力。而 SBW 去掉了从方向盘到转向执行器之间的机械连接，完全由信号实现转向的信息传递和控制，具有占用空间小、安全性高的优点。

表 7：乘用车转向系统发展历程

转向系统	主要结构	主要特点	优缺点	应用
机械转向 (MS)	转向操纵机构、转向器、转向传动机构	纯人力驱动，通过将人力放大、变向等操纵轮胎转向	结构简单、性能可靠、成本低廉 操作费力，传动比不能随车速变化	不再使用
液压助力转向 (H-PS)	在机械转向基础上增加转向控制阀、转向泵、动力缸、储油罐等	有转向助力，液压转向泵由发动机驱动	安全性高、成本低廉、转向动力足、回馈力较好 能耗高、维护成本高	广泛应用商用车
电子液压助力转向 (EH-PS)	在液压转向基础上，增加了电子控制单元、电动机、电磁离合器	将车速信号引入到系统，控制单元根据车速信号改变电液转换装置的助力特性	能耗低、灵敏 稳定性不如 HPS，且维护成本高	广泛应用商用车

电子助力转向 (E-PS)	在机械转向基础上, 以电池为能源, 电动机为动力。增加了传感器、电子控制单元、电动机、减速机构	通过电子控制电机产生辅助动力实现转向	结构简单、重量轻、占用空间少 辅助力度有限、成本较高	广泛应用乘用车, 接近标配
线控转向 (SBW)	包括方向盘总成、转向执行总成、主控制器等	方向盘与转向轮之间取消机械连接, 方向盘的转动信号经控制器处理后发送给执行电机, 驱动转向轮转动	占用空间小、安全性高 需要功率力反馈电机和转向电机, 成本高	技术不够成熟, 上车较少

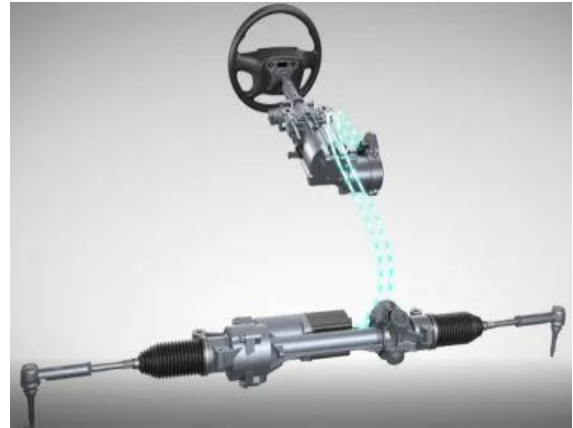
资料来源: 盖世汽车研究院, 上海证券研究所

图 25: 电子助力转向 (EPS) 结构示意图



资料来源: 汽车学堂 Automoc, 上海证券研究所

图 26: 线控转向 (SBW) 原理示意图

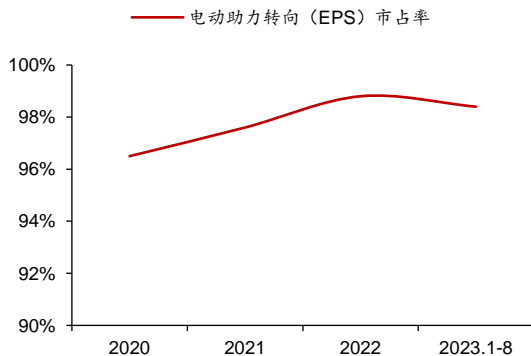


资料来源: 汽车学堂 Automoc, 上海证券研究所

我国乘用车转向系统市场中 EPS 接近标配, 市场规模增长。根据佐思汽车研究, 2020-2022 年我国乘用车转向系统市场中 EPS 占比由 96.5% 提升至 98.8%。根据深圳立木信息咨询, 近年 EPS 市场规模持续增长, 2023 年中国 EPS 市场规模为 384.2 亿元, 同比+20.8%; 2024H1 市场规模达 201.1 亿元。

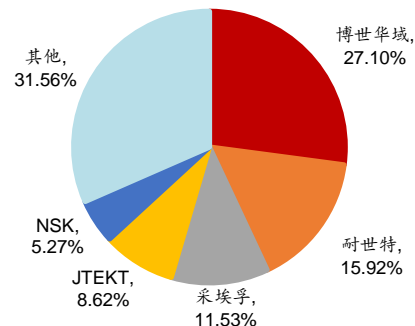
我国 EPS 市场由外资及合资品牌主导。根据高工智能汽车, 2024 年 1-9 月中国市场 (不含进出口) 乘用车前装 EPS 方案供应商 TOP5 分别为博世华域、耐世特、采埃孚、JTEKT、NSK, CR5 合计份额为 68.44%。

图 27: 2020-2022 年、2023 年 1-8 月中国乘用车转向系统市场中电动助力转向 (EPS) 占比情况



资料来源: 佐思汽车研究, 上海证券研究所

图 28: 2024 年 1-9 月中国市场 (不含进出口) 乘用车前装 EPS 方案供应商份额



资料来源: 高工智能汽车, 上海证券研究所

线控转向尚处起步阶段。受可靠性和高成本制约，线控转向技术目前量产上车较少，部分豪华车型开始配备后轮线控转向系统。根据盖世汽车研究院数据，预计 2025 年线控转向系统在国内的渗透率有望达到 5% 左右，2030 年渗透率预计达 10%。

传统 EPS 巨头布局较早，国内厂商奋起直追。博世、捷太格特、采埃孚等巨头已推出概念或量产车型，技术较领先。国内部分车企和 Tier1 下场，加速线控转向布局，尚处研发和原型机阶段。

表 8：搭载线控转向的量产车型

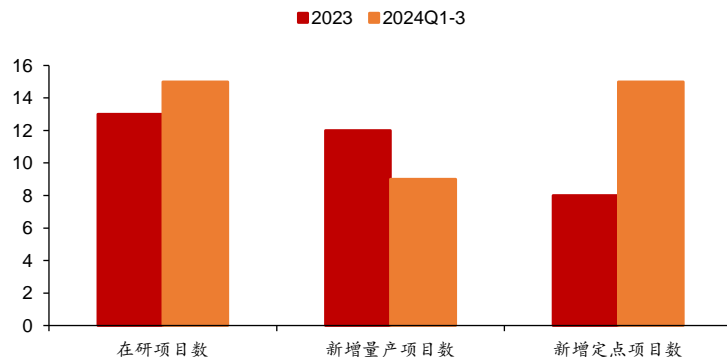
车企	车型	上市时间	搭载线控转向技术
英菲尼迪	英菲尼迪 Q50	2014 年	搭载双电机前轮线控转向 DAS 技术
丰田	海外版 bZ4X 雷克萨斯 RZ450e	2022 年	搭载 One Motion Grip 线控转向系统
特斯拉	Cybertruck	2023 年	搭载线控转向技术，方向盘最大可旋转 180°，根据车速提供可变的转向比
蔚来	蔚来 ET9	2025 年 Q1	搭载天行线控转向系统，可实现 6:1~14:1 可变转向比
奔驰	奔驰 S 级 奔驰 EQS SUV	2021 年 2024 年 4 月	后轮主动转向，最大转向角为 4.5° 或 10°
小鹏	小鹏 X9	2024 年 1 月	标配后轮转向，后轮转向角度±5°
腾势	腾势 Z9 GT	2024 年	配备后轮转向，后轮转向角度达到 10°
智己	智己 L6	2024 年 5 月	标配后轮转向功能
吉利	吉利银河星舰	2025 年量产	标配后轮转向功能

资料来源：盖世汽车研究院，上海证券研究所

公司收购浙江万达，切入汽车转向系统业务。公司于 2022 年收购浙江万达，万达的主要产品转向器和转向管柱与公司在汽车底盘领域有协同效应，有助于公司完成线控底盘一体化方案布局。

转向系统研发取得进展。2022 年公司开启汽车转向系统相关研发工作，包括 EPS 的电控部分、双小齿轮式电动助力转向（DP-EPS）和齿条助力式电动助力转向（R-EPS）系统，线控转向系统也纳入中期技术规划。2023 年公司完成 EPS 电控部分的开发。

图 29：2023、2024Q1-3 公司电动助力转向系统（EPS）项目情况（单位：个）



资料来源：公司公告，上海证券研究所

公司机械转向产品包括机械转向管柱、转向中间轴、机械转向器等，出货量、产品性能和成本方面在国内自主品牌中处行业

前列，配套客户包括大众汽车、上汽通用五菱、江铃汽车、奇瑞汽车、吉利汽车等国内外大中型汽车厂商。

此外，公司致力将线控制动、线控转向与智能驾驶集成，实现感知层、决策层、执行层协同。2019 年公司启动研发高级驾驶辅助系统（ADAS），2022 年相关产品实现量产。公司 ADAS 产品采用前视摄像系统，可灵活支持客户开发角色和开发模式，目前提供三种 ADAS 产品方案，可满足 L2 级及 L2+ 级自动驾驶需求。

后续公司将积极推广已有 L2 及 L2+ 级别 ADAS 产品的商用化，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。

3 轻量化业务工艺领先，墨西哥工厂建设推进全球化战略

3.1 顺应汽车行业发展趋势，轻量化业务规模高增

轻量化是汽车行业发展趋势。我国明确到 2025 年使国内新车的平均燃料消耗量降至 4.0L/100km，节能减排的压力较大。在当前诸多节能减排路径中，汽车轻量化是最容易实现、潜力相对较大的方式。对于汽油乘用车，每降低 100kg，最多可节油 0.3-0.6L/100km，汽车质量每降低 10%，可降低油耗 6%~8%，排放下降 4%。对于新能源汽车，也需要通过汽车轻量化来提升续航能力。从我国轻量化实施路径来看，目标到 2030 年整车质量较 2015 年减重 35%，新能源单车用铝量超过 350kg。

从零部件发展路线来看，铝合金将逐渐成为主流材料。铝合金具有较高耐腐蚀性，目前已在传动系统、制动系统、引擎等零部件实现规模化应用，渗透率超过 50%。

表 9：中国汽车零部件材料发展路线

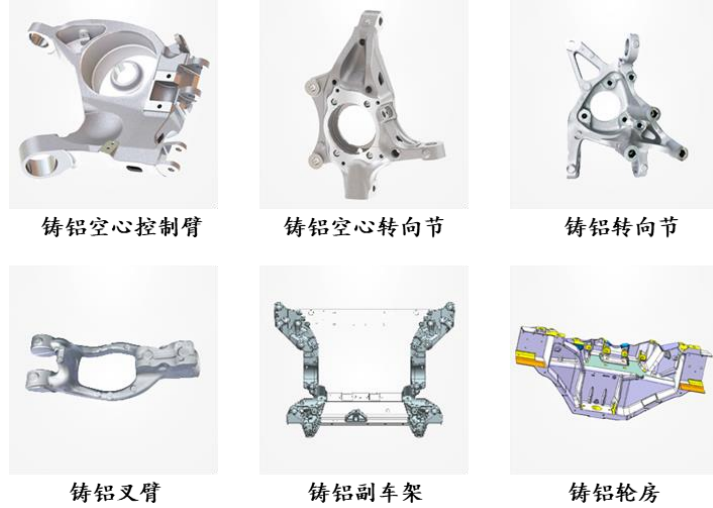
路线	2020-2025	2025-2030	2030-2035
车身	以钢为主，铝合金及复合材料应用比例增加	多材料融合加强，铝合金及复合材料有较多应用	多材料融合均衡发展，铝合金及复合材料等应用增加
底盘	高强度钢应用较为普遍，铝合金应用增加，复合材料部分零件应用	高强度钢和铝合金均衡发展，钢塑复合零件得到应用	以铝为主，高性能复合材料应用进一步增加
内外饰	装饰件以高性能塑料为主，结构件以高强度钢为主	装饰件以高性能塑料为主，结构件采用轻合金和复合材料	装饰件以高性能塑料为主，结构件以轻合金和复合材料为主
发动机	以高压铸造铝合金为主，高强度合金铸铁有一定应用	高压铸造铝合金应用增加，高强度合金铸铁普遍应用	高压铸造覆盖所有铝合金件
电池壳体	壳体以超钢、挤压铝合金和复合材料为主，部分采用碳纤维	壳体以超钢、挤压铝合金为主，碳纤维复合材料应用增加	壳体以挤压铝合金和碳纤维复合材料为主，泡沫铝有一定应用

资料来源：盖世汽车每日速递，上海证券研究所

产品矩阵完善。公司于 2012 年设立威海伯特利从事轻量化制动零部件的研发、生产和销售，自 2013 年首个铸铝轻量化项目量产至今，公司积累了大量产品开发经验，轻量化产品涵盖铸铝转向节、铸铝副车架、铸铝控制臂、铸铝轮房、铸铝制动器等。

生产工艺领先。公司是国内少数掌握轻量化零部件差压铸造生产工艺的企业，运用该等工艺，公司能够显著提高铸件力学性能、改善铸件产品质量并有效降低成本。

图 30：公司铸铝轻量化产品

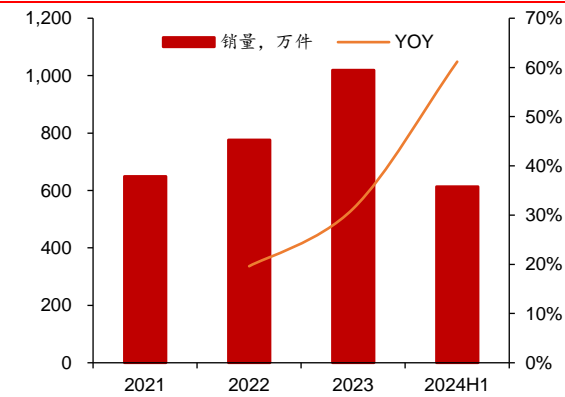


资料来源：公司官网，上海证券研究所

客户覆盖国内外优质车企。凭借出色的差压铸造工艺技术、丰富的开发经验、良好的生产一致性和稳健的量产交付能力，公司轻量化零部件产品持续获得国际主机厂认可。公司铸铝产品客户覆盖通用、Stellantis、沃尔沃、福特、现代、马恒达、雷诺江铃、吉利、北汽、上汽、奇瑞、小鹏、蔚来等。

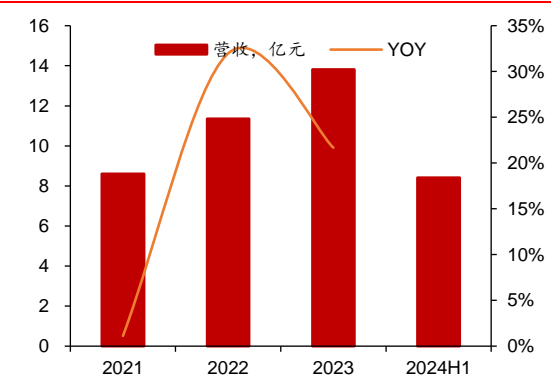
业务体量快速增长。公司轻量化零部件业务订单数量持续增加，海内外市场需求旺盛。2021~2023 年轻量化零部件销量由 648.75 万件增至 1019.05 万件，复合增速达 25.33%，对应营收由 8.60 亿元增至 13.82 亿元；2024H1 轻量化零部件销量为 612.96 万件，同比+61.17%，对应营收达 8.42 亿元。此外，轻量化产品市场定价较高，毛利率优于传统机械制动产品，其销售比重提升带动机械制动产品毛利率提升。

图 31: 2024H1 轻量化制动零部件销量 612.96 万件, 同比+61.17%



资料来源: 公司公告, 上海证券研究所

图 32: 2024H1 轻量化制动零部件营收 8.42 亿元



资料来源: 公司公告, 上海证券研究所

国内外产能布局同步推进。公司轻量化产品现有产能较峰值量在手订单数量存在缺口, 2024H1 新增主要产能布局包括: 1) 国内轻量化生产基地三期项目, 主要满足汽车副车架、空心控制臂等轻量化产品生产; 2) 墨西哥二期项目, 年产 720 万件轻量化零部件及 200 万件制动钳项目。

3.2 持续开展全球化战略, 墨西哥工厂建设循序渐进

海外需求旺盛。公司出口产品主要为轻量化零部件, 相继与通用、Stellantis 等海外知名整车厂建立合作关系, 并获取多个定点。

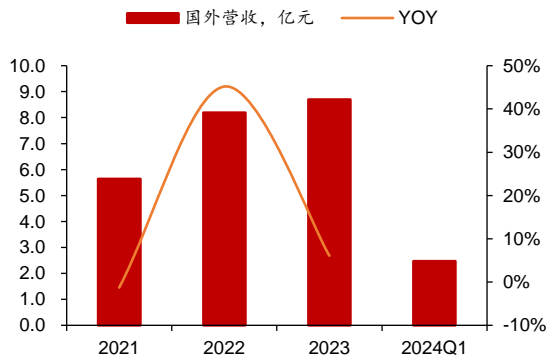
国外营收增长, 毛利率较高。2021~2023 年公司国外业务营收由 5.64 亿元增至 8.69 亿元, 复合增速为 24.11%; 2024Q1 国外业务营收达 2.47 亿元。此外, 2021~2023 年, 各年国外业务毛利率均超过国内 12 个百分点以上, 2023 年公司国外业务毛利率达 36.34%。

表 10: 近年公司海外客户合作项目情况

日期	海外客户定点项目
2019 年 2 月	首次成为通用汽车铸铝转向节一级供应商, 与其墨西哥公司签署 T1XX 铸铝转向节定点项目
2019 年 11 月	与通用美国、墨西哥和加拿大公司新签署共 26 份产品供货合同, 共涉及 7 个平台项目、12 种产品
2020 年 11 月	公司轻量化项目新增 1 个国际著名主机厂商全球平台项目 (前后转向节), 依据客户量纲显示项目车型单年度最高量产超 21 万辆
2020 年 12 月	公司轻量化项目再增加 1 个欧洲著名主机厂商全球平台项目 (铸铝控制臂), 依据客户量纲显示项目车型单年度最高产量超 48 万辆
2022 年 10 月	获得某著名全球汽车整车厂轻量化项目定点 7 个, 将提供铸铝前后转向节、铸铝前后控制臂等其他底盘零部件产品, 预计总销售收入约为 9.5 亿美元
2022 年 12 月	电子驻车制动系统 EPB 首次获得全球整车巨头的项目合作
2023 年 3 月	铸铝转向节产品再获北美及欧洲客户定点, 预计总销售收入约 4.1 亿美元

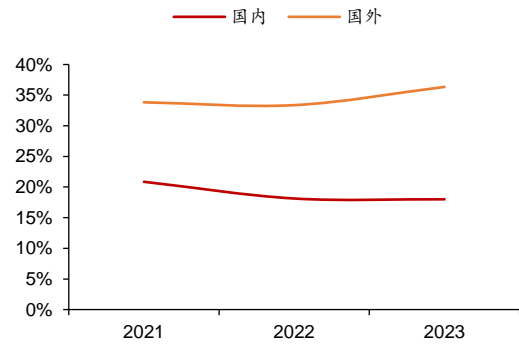
资料来源: 公司公告, 公司微信公众号, 上海证券研究所

图 33: 2024Q1 公司国外营收 2.47 亿元



资料来源: 公司公告, 上海证券研究所

图 34: 2021~2023 年公司国外业务毛利率高于国内



资料来源: 公司公告, 上海证券研究所

推进海外布局。公司在墨西哥布局生产能力, 实现对海外客户的本地化供应, 有助于降低整车客户物流成本及因国际贸易政策波动面临的供应链风险, 并充分受益于《美国-墨西哥-加拿大协定》(USMCA) 以大幅降低中美关税对公司产品价格的影响。

墨西哥工厂持续扩产。墨西哥一期项目于 2023 年 8 月达到预计可使用状态, 自 2023 年 9 月开始小批量生产, 主要承接公司北美客户通用的定点项目。公司正在实施墨西哥二期项目扩建工作, 项目建设期 36 个月, 该项目在承接部分通用需求的基础上, 还需承担 Stellantis 等其他新增整车厂客户的定点需求。

目前轻量化零部件及 EPB 产品的海外供应需求旺盛, 后续公司将考虑在海外其他地区布局。

4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

机械制动产品：公司把握汽车轻量化发展趋势，相关布局时间较早，至今已逾十年，目前轻量化产品矩阵完善，生产工艺领先，客户覆盖国内外优质车企。随着后续墨西哥工厂二期项目投产，公司轻量化产品能及时响应海外客户需求，海外收入有望维持高增，对盈利能力也有一定拉动。综上，我们假设 2024~2026 年机械制动产品营收增速分别为 29.74%、19.80%、15.02%，毛利率分别为 21.20%、21.80%、22.40%。

智能电控产品：1) 公司是国内电子驻车制动（EPB）龙头，有望通过国产替代实现份额提升；2) 公司是国内首家量产线控制动（WCBS）的企业，One-Box 产品性能与国际厂商处同一水平，且仍在持续升级迭代，WCBS2.0、EMB 研发进展顺利；3) 电动助力转向系统（EPS）研发取得进展。公司通过收购浙江万达切入转向赛道，随即开启 EPS 产品研发，线控转向系统也纳入中期技术规划。目前公司已完成 EPS 电控部分开发。综上，我们假设 2024~2026 年智能电控产品营收增速分别为 38.60%、35.20%、30.00%，毛利率分别为 20.80%、21.80%、22.80%。

机械转向产品：产品包括机械转向管柱、转向中间轴、机械转向器等，出货量、产品性能和成本方面在国内自主品牌中处行业前列，我们假设 2024~2026 年机械转向产品营收增速分别为 15.20%、10.40%、10.40%，毛利率分别为 15.00%、18.00%、18.00%。

表 11：公司各项业务业绩预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
机械制动产品					
营收, 亿元	26.61	33.68	43.69	52.35	60.21
YOY	26.97%	26.55%	29.74%	19.80%	15.02%
毛利率	22.04%	21.22%	21.20%	21.80%	22.40%
智能电控产品					
营收, 亿元	23.74	32.96	45.68	61.76	80.28
YOY	86.24%	38.81%	38.60%	35.20%	30.00%
毛利率	20.03%	20.14%	20.80%	21.80%	22.80%
机械转向产品					
营收, 亿元	2.77	4.83	5.57	6.15	6.79
YOY		74.29%	15.20%	10.40%	10.40%
毛利率	9.48%	13.67%	15.00%	18.00%	18.00%
其他产品					
营收, 亿元	0.51	0.74	0.81	0.89	0.98
YOY	10.72%	45.23%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率	17.22%	20.24%	20.00%	20.00%	20.00%

其他业务						
营收, 亿元	1.75	2.53	2.78	3.06	3.37	
YOY	132.41%	44.33%	10.00%	10.00%	10.00%	
毛利率	83.17%	89.82%	84.00%	80.00%	80.00%	
合计						
营收, 亿元	55.39	74.74	98.54	124.21	151.63	
YOY	58.61%	34.93%	31.84%	26.05%	22.08%	
毛利率	22.44%	22.57%	22.43%	23.03%	23.68%	

资料来源: 公司公告, 上海证券研究所

根据我们的假设, 预计公司 2024/2025/2026 年营收分别为 98.54/124.21/151.63 亿元, 同比分别+31.84%/+26.05%/+22.08%; 归母净利润分别为 11.99/15.43/19.46 亿元, 同比分别+34.44%/+28.74%/+26.12%。

4.2 投资建议

公司主要面向乘用车市场配套汽车零部件, 产品聚焦汽车底盘, 主营包括机械制动、智能电控、机械转向产品。选取亚太股份、拓普集团作为可比公司。亚太科技主营汽车基础制动系统、汽车电子控制系统。拓普集团主要产品包括轻量化车身、底盘系统、空气悬架系统等。

考虑 1) 轻量化业务规模高增带动机械制动产品营收增长。公司早期顺应汽车轻量化发展趋势进行布局, 目前产品矩阵完善, 生产工艺领先。墨西哥工厂二期建设稳步推进, 后续投产有望进一步打开国际市场, 为公司全球化战略提供支点。2) 智能电控产品多点开花。电子驻车制动 (EPB) 有望通过国产替代实现份额提升。线控制动 (WCBS) One-Box 产品性能与国际厂商处同一水平, WCBS2.0、EMB 研发进展顺利。公司推进线控制动产能建设, 有望加快市场扩张步伐。线控转向系统 (SBW) 纳入中期技术规划。3) 客户资源优质。公司第一大客户为奇瑞汽车, 此外对吉利的销售额排名也较靠前。我们认为, 终端客户销量增长有望带动公司产品放量。

综上, 我们认为公司业绩有望维持较高增速, 首次覆盖给予“买入”评级。

表 12: 可比公司数据对比

证券代码	公司	收盘价 (元)	市值 (亿元)	EPS(元)			PE		
				2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
002284.SZ	亚太股份	9.83	72.65	0.28	0.33	0.40	35.34	29.75	24.3
601689.SH	拓普集团	72.20	1217.31	1.76	2.25	2.78	40.91	32.10	25.97
平均值				1.02	1.29	1.59	38.13	30.93	25.14
603596.SH	伯特利	61.56	373.39	1.98	2.54	3.21	31.15	24.20	19.19

备注: 截至 2025 年 2 月 20 日收盘数据, 可比公司数据来自 wind 一致预期

资料来源: Wind, 上海证券研究所

5 风险提示

(1) 汽车制造业波动风险：汽车零部件行业与下游汽车制造业的景气程度密切相关，而汽车制造业具有很强的顺经济周期的特点。如果我国汽车制造业增速放缓，公司下游客户需求可能下降。

(2) 市场竞争风险：我国汽车制动、转向系统行业内的企业众多，相关领域激烈竞争。如果公司不能进一步提高自主研发能力和创新能力并优化产品结构，则可能面临越来越大的市场竞争风险。

(3) 客户相对集中的风险：公司的重要客户包括奇瑞汽车、通用汽车、吉利汽车、长安汽车等国内外知名的整车厂商，重要客户的销售额占比较高。如果公司与这些优质客户的合作关系发生不利变化，可能导致客户订货数量减少，进而影响公司业绩。

(4) 原材料价格波动风险：公司主营业务成本中，以原材料为主的直接材料占比较高。若公司主要零配件及其原材料价格发生大幅波动，特别是出现大幅上涨，将直接提高公司生产成本，并对公司盈利能力产生不利影响。

公司财务报表数据预测汇总
资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	2340	2291	4964	5868
应收票据及应收账款	2646	3834	4702	5557
存货	1037	1372	1710	2066
其他流动资产	1696	856	1038	1237
流动资产合计	7718	8353	12414	14728
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	5	5	5	5
固定资产	2177	2783	3953	4458
在建工程	421	428	434	438
无形资产	155	155	155	155
其他非流动资产	271	383	383	383
非流动资产合计	3028	3753	4929	5438
资产总计	10747	12107	17343	20166
短期借款	284	284	284	284
应付票据及应付账款	3637	3992	5045	6108
合同负债	9	10	12	15
其他流动负债	302	374	462	560
流动负债合计	4233	4660	5804	6967
长期借款	59	59	59	59
应付债券	0	0	2800	2800
其他非流动负债	401	439	439	439
非流动负债合计	460	499	3299	3299
负债合计	4693	5159	9103	10266
股本	433	607	607	607
资本公积	1718	1553	1553	1553
留存收益	3478	4478	5766	7390
归属母公司股东权益	5677	6549	7813	9438
少数股东权益	377	399	427	463
股东权益合计	6054	6948	8240	9900
负债和股东权益合计	10747	12107	17343	20166

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流量	678	1173	1855	2372
净利润	911	1220	1571	1982
折旧摊销	226	347	484	551
营运资金变动	-447	-494	-352	-415
其他	-12	100	151	254
投资活动现金流量	-841	-925	-1652	-1053
资本支出	-1032	-951	-1658	-1058
投资变动	157	150	0	0
其他	34	-124	6	5
筹资活动现金流量	162	-296	2470	-415
债权融资	341	0	2800	0
股权融资	1	8	0	0
其他	-180	-305	-330	-415
现金净流量	6	-48	2673	904

利润表 (单位: 百万元)

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	7474	9854	12421	15163
营业成本	5787	7644	9560	11573
营业税金及附加	41	46	56	68
销售费用	84	96	120	147
管理费用	175	236	292	356
研发费用	450	601	758	925
财务费用	-37	-38	5	-6
资产减值损失	-5	-8	-8	-8
投资收益	-8	-5	6	5
公允价值变动损益	0	0	0	0
营业利润	1015	1361	1762	2224
营业外收支净额	2	10	3	3
利润总额	1017	1371	1765	2227
所得税	106	151	194	245
净利润	911	1220	1571	1982
少数股东损益	19	22	28	36
归属母公司股东净利润	891	1199	1543	1946

主要指标

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
盈利能力指标				
毛利率	22.6%	22.4%	23.0%	23.7%
净利率	11.9%	12.2%	12.4%	12.8%
净资产收益率	15.7%	18.3%	19.7%	20.6%
资产回报率	8.3%	9.9%	8.9%	9.7%
投资回报率	13.8%	16.3%	13.8%	15.1%
成长能力指标				
营业收入增长率	34.9%	31.8%	26.1%	22.1%
EBIT 增长率	40.7%	34.8%	32.8%	25.4%
归母净利润增长率	27.6%	34.4%	28.7%	26.1%
每股指标 (元)				
每股收益	1.47	1.98	2.54	3.21
每股净资产	9.36	10.80	12.88	15.56
每股经营现金流	1.12	1.93	3.06	3.91
每股股利	0.34	0.33	0.42	0.53
营运能力指标				
总资产周转率	0.77	0.86	0.84	0.81
应收账款周转率	3.49	3.46	3.34	3.39
存货周转率	5.98	6.35	6.20	6.13
偿债能力指标				
资产负债率	43.7%	42.6%	52.5%	50.9%
流动比率	1.82	1.79	2.14	2.11
速动比率	1.54	1.44	1.79	1.76
估值指标				
P/E	41.88	31.15	24.20	19.19
P/B	6.58	5.70	4.78	3.96
EV/EBITDA	23.10	21.06	15.75	12.49

资料来源: Wind, 上海证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，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。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构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中的任何内容所引致的任何损失负责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。