



分析师：崔琰

执业证号：S0100523110002

邮箱：cuiyan@mszq.com

分析师：白如

执业证号：S0100524080008

邮箱：bairu@mszq.com

➤ **事件：**公司披露 2024 年三季报：2024 年前三季度实现营收 65.78 亿元，同比+28.85%；归母净利润 7.78 亿元，同比+30.79%；扣非归母净利润 7.09 亿元，同比+30.85%。

➤ **2024Q3 业绩超预期 线控、转向业务净利率高增。**根据公司公告，2024 年前三季度实现营收 65.78 亿元，同比+28.85%，其中 2024Q3 公司营收 26.07 亿元，同比+29.66%、环比+23.52%。公司 2024 年前三季度实现归母净利润 7.78 亿元，同比+30.79%，其中 2024Q3 公司归母净利润 3.21 亿元，同比+33.96%、环比+29.53%；2024 年前三季度实现扣非归母净利润 7.09 亿元，同比+30.85%，其中 2024Q3 公司扣非归母净利润 2.87 亿元，同比+33.04%、环比+24.97%。公司收入及利润均实现高增长，我们分析原因如下：

1) 客户端，根据公司可转债募集说明书，2024Q1 前五大客户为奇瑞/通用/吉利/长安/北汽，收入占比为 46.99%/9.41%/9.53%/7.16%/4.13%，我们跟踪重点客户销量，奇瑞、吉利、长安均实现销量同比高增：①奇瑞汽车 2024Q3 实现销量 63.83 万辆，同比+32.18%，环比+17.87%；②吉利汽车 2024Q3 实现销量 53.40 万辆，同比+15.77%，环比+11.24%；③长安汽车 2024Q3 实现销量 57.09 万辆，同比-12.69%，环比-11.06%；客户销量整体增长带动公司收入提升；

2) 产品端，2024Q3 公司智能电控产品销量 134 万套、同比+33.04%；盘式制动器销量 87 万套，同比+11.70%；轻量化零部件销量 353 万套，同比+55.35%；机械转向产品销量 73 万套，同比+17.26%，各项产品销量均实现同比高增；

3) 订单端，2024Q3 公司盘式制动器/轻量化产品/电子驻车制动系统 (EPB&EPBi) /线控制动系统 (WCBS) /电动助力转向系统 (EPS) /高级驾驶辅助系统 (ADAS) /机械转向器 (MSG) /机械转向管柱产品新增定点项目 25/2/50/17/2/4/2/3 项，为未来可持续增长奠定基础；

盈利方面，公司 2024Q3 毛利率达 21.56%，同比-1.05pct，环比+0.14pct；**费用方面**，2024Q3 公司研发费用达 1.41 亿元，同比+24.16%，对应研发费用率同比-0.24pct 至 5.42%；2024Q3 销售费用率、管理费用率、财务费用率分别同比-0.16pct、+0.13pct、+0.37pct 至 0.95%、2.32%、0.02%。

➤ **整合稳步推进 进击线控底盘。转向布局落地，整合稳步推进。**2022 年 5 月，公司收购万达 45% 的股权，成为万达的第一大股东；万达董事会由 5 名董事组成，其中公司有权提名 3 名董事。万达主要生产各类转向器、转向管柱系列产品，主要客户包括德国大众、上汽通用五菱、奇瑞、吉利等。公司正稳步推进整合，

推荐

维持评级

当前价格：

49.55 元

相关研究

- 1.伯特利 (603596.SH) 系列点评五：2024Q2 业绩超预期 智能电动齐驱-2024/08/30
- 2.伯特利 (603596.SH) 系列点评四：全球化再进一步 智能电动齐驱-2024/04/30
- 3.伯特利 (603596.SH) 系列点评三：业绩符合预期 智能电动齐驱-2024/03/28
- 4.伯特利 (603596.SH) 深度报告：线控底盘破局者 全球化进程加速-2024/02/27
- 5.伯特利 (603596.SH) 系列点评二：业绩超预期 智能电动齐驱-2024/01/23

参考 2016 年以前的财务数据，万达的净利率在 7%-10%，我们认为在公司的整合协同下，万达的净利率有望提升至 10%甚至更高水平，并且也已正式启动了 DP-EPS、R-EPS、线控转向系统的研发工作。

剑指线控底盘，线控制动国产替代加速。本次收购将完善公司在汽车底盘领域的布局，丰富和完善公司在汽车安全系统领域的产品线（制动+转向），后续将逐步完善分布式驱动和悬架，最终成为线控底盘供应商，掘金千亿市场，剑指全球汽车零部件百强。智能电动驱动线控制动 EHB 渗透率加速提升，公司基于 ESP 量产经验，研发出 One-Box 产品 WCBS（集成式线控制动系统），在性能上优于目前主流 Two-Box 产品，紧抓博世 ESP 缺芯的窗口期，新项目持续突破。同时公司紧跟行业趋势，启动开发具备制动冗余功能线控制动系统 WCBS2.0，并开展对电子机械制动（EMB）的预研工作，国产替代加速。

► **把握窗口期积极扩产 全球化再进一步。**行业端：1) **智能化**：随全球智能驾驶产业快速发展，以主动安全为主要功能的高级驾驶辅助功能（ADAS）已逐步实现产业化，产品包括车身电子稳定系统（ESC）、自适应巡航系统（ACC）、自动紧急刹车系统（AEB）等，上述功能的实现以制动系统电子化为基础，我们预计线控制动系统作为汽车制动系统的发展方向渗透率会持续提升。2) **电动化**：受益于新能源车渗透率提升及汽车电子电气架构升级，电子驻车制动（EPB）系统替代机械式驻车制动系统已成为行业趋势。3) **轻量化**：汽车轻量化作为降低传统燃油汽车油耗以及提升新能源车性能的重要途径，已成为大势所趋。

公司端：1) **智能化**：公司积极布局线控制动系统并成为国内首家规模化量产和交付线控制动系统的供应商，1月5日公告拟发行可转债建设年产100万套线控底盘制动系统，有利于公司把握窗口期机遇、进一步扩大先发优势。2) **电动化**：公司是国内首家实现 EPB 量产的供应商，现有 EPB 产能已接近峰值，1月5日公告拟发行可转债扩产100万套，可有效缓解公司产能瓶颈、进一步强化竞争优势，保持市场地位领先。3) **轻量化**：公司2012年起即从事轻量化制动零部件的产研销，至今积累大量产品开发经验、建立了完善的产品矩阵，并于2020年起开展全球化布局、筹建墨西哥生产基地，2023年墨西哥年产400万套轻量化零部件项目已投产，4月29日公告获得北美某新能源车企轻量化定点，全球化客户持续推进。

► **投资建议**：公司客户和产品结构双升级，短期受益于 EPB 和线控制动等智能电控业务渗透率提升，中长期线控底盘有望贡献显著增量、墨西哥产能逐步爬坡、拟发行可转债新增产能带动公司规模持续提升，预计公司 2024-2026 年收入为 98.80/130.75/170.89 亿元，归母净利润为 11.72/15.65/20.68 亿元，对应 EPS 为 1.93/2.58/3.41 元，对应 2024 年 10 月 29 日 49.55 元/股的收盘价，PE 分别为 26/19/15 倍，维持“推荐”评级。

风险提示：汽车销量不及预期；竞争加剧；原材料价格上涨；客户拓展不及预期；海外拓展不及预期等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	7,474	9,880	13,075	17,089
增长率(%)	34.9	32.2	32.3	30.7
归属母公司股东净利润(百万元)	891	1,172	1,565	2,068
增长率(%)	27.6	31.4	33.6	32.2
每股收益(元)	1.47	1.93	2.58	3.41
PE	34	26	19	15
PB	5.3	4.6	3.8	3.1

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 10 月 30 日收盘价）

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	7,474	9,880	13,075	17,089
营业成本	5,787	7,636	10,092	13,169
营业税金及附加	41	63	84	109
销售费用	84	110	146	191
管理费用	175	231	306	400
研发费用	450	622	824	1,077
EBIT	989	1,315	1,754	2,313
财务费用	-37	-21	-30	-46
资产减值损失	-5	0	0	0
投资收益	-8	0	0	0
营业利润	1,015	1,336	1,785	2,359
营业外收支	2	0	0	0
利润总额	1,017	1,336	1,785	2,359
所得税	106	140	186	247
净利润	911	1,197	1,598	2,113
归属于母公司净利润	891	1,172	1,565	2,068
EBITDA	1,215	1,580	2,081	2,708

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	2,340	2,959	4,016	5,396
应收账款及票据	2,646	3,427	4,574	5,973
预付款项	31	62	80	99
存货	1,037	1,421	1,894	2,446
其他流动资产	1,665	1,547	1,674	1,913
流动资产合计	7,718	9,416	12,238	15,827
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	2,177	2,526	2,855	3,178
无形资产	155	172	180	189
非流动资产合计	3,028	3,484	3,809	4,131
资产合计	10,747	12,900	16,047	19,959
短期借款	284	284	284	284
应付账款及票据	3,637	4,690	6,299	8,186
其他流动负债	311	445	579	750
流动负债合计	4,233	5,420	7,162	9,220
长期借款	59	59	59	59
其他长期负债	401	439	439	439
非流动负债合计	460	499	499	499
负债合计	4,693	5,919	7,661	9,719
股本	433	607	607	607
少数股东权益	377	402	435	480
股东权益合计	6,054	6,981	8,386	10,240
负债和股东权益合计	10,747	12,900	16,047	19,959

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	34.93	32.20	32.33	30.70
EBIT 增长率	40.66	32.96	33.38	31.85
净利润增长率	27.57	31.41	33.55	32.20
盈利能力 (%)				
毛利率	22.57	22.71	22.82	22.93
净利润率	11.93	11.86	11.97	12.10
总资产收益率 ROA	8.30	9.08	9.75	10.36
净资产收益率 ROE	15.70	17.81	19.68	21.19
偿债能力				
流动比率	1.82	1.74	1.71	1.72
速动比率	1.54	1.44	1.42	1.43
现金比率	0.55	0.55	0.56	0.59
资产负债率 (%)	43.67	45.88	47.74	48.69
经营效率				
应收账款周转天数	114.70	117.23	118.14	117.27
存货周转天数	65.41	67.93	68.50	67.80
总资产周转率	0.77	0.84	0.90	0.95
每股指标 (元)				
每股收益	1.47	1.93	2.58	3.41
每股净资产	9.36	10.85	13.11	16.09
每股经营现金流	1.12	2.62	3.16	3.91
每股股利	0.34	0.32	0.43	0.56
估值分析				
PE	34	26	19	15
PB	5.3	4.6	3.8	3.1
EV/EBITDA	23.03	17.71	13.44	10.33
股息收益率 (%)	0.69	0.64	0.86	1.14

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	911	1,197	1,598	2,113
折旧和摊销	226	264	327	395
营运资金变动	-447	109	-20	-152
经营活动现金流	678	1,590	1,920	2,370
资本开支	-1,032	-608	-652	-718
投资	157	0	0	0
投资活动现金流	-841	-727	-652	-718
股权募资	1	-25	0	0
债务募资	341	0	-2	0
筹资活动现金流	162	-244	-210	-273
现金净流量	6	619	1,058	1,380

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026