

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、轮眉等新产品，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
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

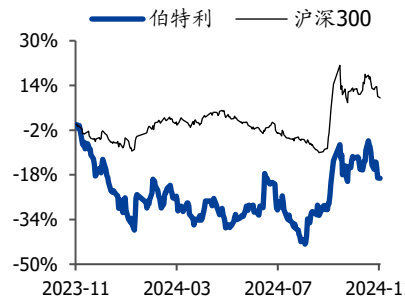
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2024 年 11 月 25 日收盘价

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 丁逸朦

执业证书编号：S0680521120002

邮箱：dingyimeng@gszq.com

分析师 江莹

执业证书编号：S0680524040005

邮箱：jiangying1@gszq.com

相关研究

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	6485	7718	9252	11560	14015
现金	2287	2340	2128	3881	4256
应收票据及应收账款	1939	2646	3874	4296	5764
其他应收款	14	12	22	21	32
预付账款	56	31	96	63	132
存货	899	1037	1480	1647	2178
其他流动资产	1290	1652	1652	1652	1652
非流动资产	2162	3028	3400	3816	4282
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	1415	2177	2555	2958	3385
无形资产	136	155	162	171	182
其他非流动资产	611	696	683	688	714
资产总计	8646	10747	12653	15376	18297
流动负债	3051	4233	4861	6108	7169
短期借款	0	284	140	140	140
应付票据及应付账款	2772	3637	4281	5557	6479
其他流动负债	278	311	440	412	550
非流动负债	1029	460	509	561	618
长期借款	665	59	109	160	218
其他非流动负债	364	401	401	401	401
负债合计	4079	4693	5371	6669	7787
少数股东权益	356	377	416	455	495
股本	412	433	607	607	607
资本公积	942	1718	1718	1718	1718
留存收益	2726	3478	4508	5833	7470
归属母公司股东权益	4211	5677	6866	8252	10014
负债和股东权益	8646	10747	12653	15376	18297

现金流量表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	785	678	416	2488	1210
净利润	701	911	1202	1565	1960
折旧摊销	163	226	245	307	379
财务费用	-40	-37	-35	-59	-85
投资损失	-7	8	1	1	1
营运资金变动	-120	-447	-998	673	-1046
其他经营现金流	88	17	0	0	0
投资活动现金流	-342	-841	-618	-725	-845
资本支出	608	1032	372	416	465
长期投资	301	218	0	0	0
其他投资现金流	567	409	-246	-309	-380
筹资活动现金流	-294	162	-9	-10	11
短期借款	-130	284	-144	0	0
长期借款	-89	-606	49	52	57
普通股增加	3	21	173	0	0
资本公积增加	134	775	0	0	0
其他筹资现金流	-211	-313	-88	-62	-47
现金净增加额	146	6	-212	1753	376

利润表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	5539	7474	9781	12255	15089
营业成本	4296	5787	7523	9346	11434
营业税金及附加	30	41	59	67	83
营业费用	59	84	117	159	211
管理费用	127	175	240	313	400
研发费用	378	450	606	772	966
财务费用	-40	-37	-35	-59	-85
资产减值损失	0	-5	0	0	0
其他收益	97	96	100	120	145
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	7	-8	-1	-1	-1
资产处置收益	-2	-2	0	0	0
营业利润	748	1015	1369	1775	2223
营业外收入	16	3	0	5	6
营业外支出	1	2	3	2	2
利润总额	763	1017	1366	1778	2228
所得税	62	106	164	213	267
净利润	701	911	1202	1565	1960
少数股东损益	2	19	39	39	40
归属母公司净利润	699	891	1163	1526	1920
EBITDA	901	1194	1560	2009	2499
EPS (元/股)	1.15	1.47	1.92	2.52	3.17

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	58.6	34.9	30.9	25.3	23.1
营业利润(%)	30.2	35.7	34.8	29.6	25.3
归属母公司净利润(%)	38.5	27.6	30.5	31.2	25.9
获利能力					
毛利率(%)	22.4	22.6	23.1	23.7	24.2
净利率(%)	12.6	11.9	11.9	12.4	12.7
ROE(%)	15.3	15.0	16.9	18.3	19.0
ROIC(%)	13.3	13.8	16.0	17.2	17.7
偿债能力					
资产负债率(%)	47.2	43.7	42.4	43.4	42.6
净负债比率(%)	-30.9	-28.4	-22.2	-38.2	-34.4
流动比率	2.1	1.8	1.9	1.9	2.0
速动比率	1.5	1.2	1.3	1.4	1.4
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.8	0.8	0.9	0.9
应收账款周转率	3.6	3.3	3.0	3.0	3.0
应付账款周转率	2.1	1.8	1.9	1.9	1.9
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.15	1.47	1.92	2.52	3.17
每股经营现金流(最新摊薄)	1.29	1.12	0.69	4.10	2.00
每股净资产(最新摊薄)	6.72	9.36	11.03	13.32	16.22
估值比率					
P/E	39.4	30.9	23.7	18.1	14.4
P/B	6.8	4.9	4.1	3.4	2.8
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

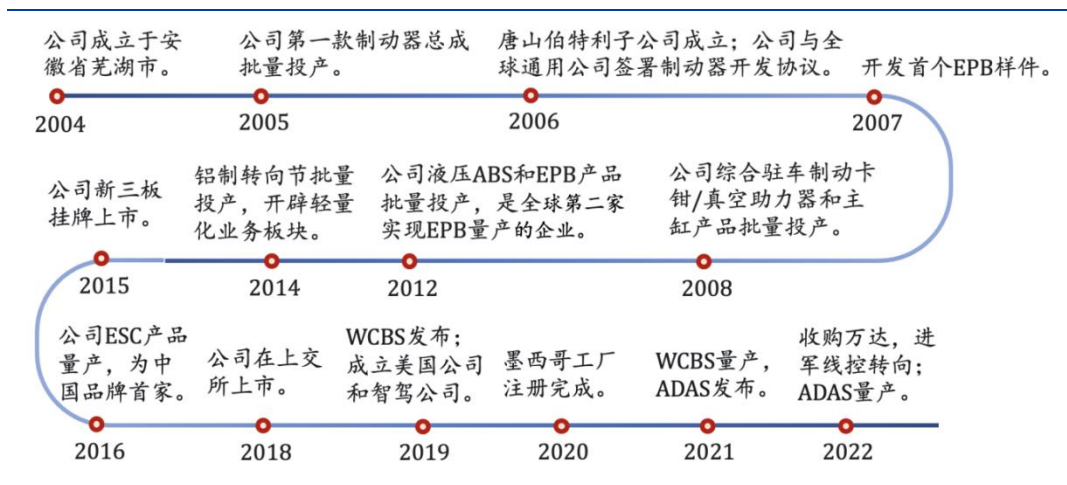
图表 1: 公司历史沿革	4
图表 2: 公司股权结构（截至 2024Q3）	4
图表 3: 公司产品矩阵	5
图表 4: 公司主要客户	5
图表 5: 2020-2023 年前五大客户营收合计情况（亿元）	5
图表 6: 2020-2023 年公司产品销量（万件）	6
图表 7: 2020-2024Q1-3 年公司营收与年增长率（亿元，%）	7
图表 8: 2020-2023 年公司分业务营收状况（亿元）	7
图表 9: 2020-2024Q1-3 年公司归母净利润（亿元）	7
图表 10: 2020-2023 年公司业务毛利率情况	7
图表 11: 2020-2024Q1-Q3 公司销售/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

一、国内制动产品龙头企业，剑指底盘一体化

1.1 深耕主动安全领域，前瞻布局转向+空悬

国产制动系统龙头企业，剑指智能底盘一体化。公司成立于 2004 年，是专业从事汽车底盘系统及智能驾驶系统研发、制造与销售的高新技术企业。发展二十载，公司接连攻克国外垄断技术，是全球第二家实现 EPB 量产的企业。公司于 2019 年正式发布自主研发线控制动系统（WCBS），2021 年成为国内首家发布并量产 One-Box 产品的企业，2022 年收购浙江万达，进军线控转向领域，迈向打造智能一体化底盘龙头新阶段，目前已开展主动悬架等集成控制的开发工作。

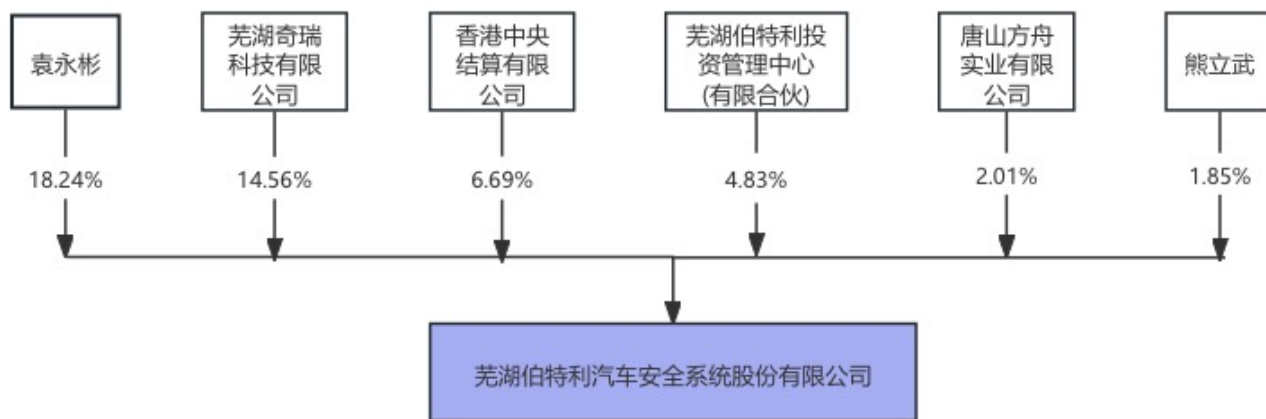
图表1: 公司历史沿革



资料来源：公司官网，国盛证券研究所

实际控制人具有深厚技术背景，奇瑞系第二大股东。袁永彬为公司实际控制人和大股东，持有股份占比为 18.2%，并担任公司董事长。袁永彬为美籍华人，博士，此前在 ABEX 公司、天合汽车集团任职，具有深厚汽车相关技术背景。第二大股东为芜湖奇瑞科技有限公司，持股占比 14.6%，为奇瑞子公司，有效加强公司与奇瑞的合作关系。

图表2: 公司股权结构（截至 2024Q3）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

公司深耕底盘领域，已成熟量产线控制动产品，目前布局切入线控转向领域。公司的机械制动产品主要包括盘式制动器、轻量化制动部件；电控制动产品主要包括电子驻车制动系统(EPB)、制动防抱死系统(ABS)、电子稳定控制系统(ESC)、以及线控制动系统(WCBS)。此外，公司还研发并量产了高级驾驶辅助系统(ADAS)解决方案和电动尾门系统(PLG)，并通过收购浙江万达股权，将主营业务范围拓展到汽车转向系统领域，进一步丰富和完善公司在汽车安全系统领域的产品矩阵。

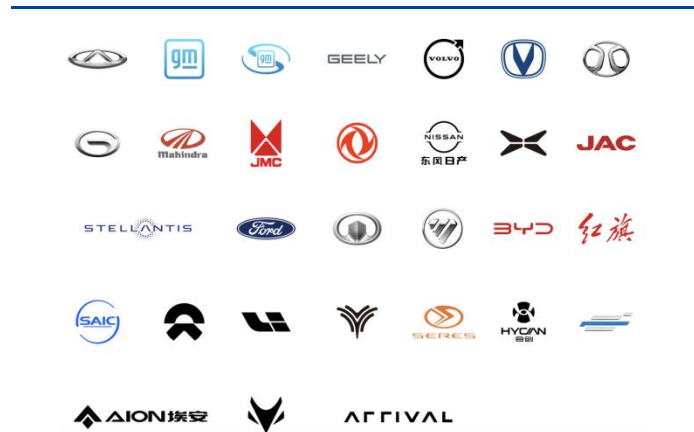
图表3: 公司产品矩阵



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

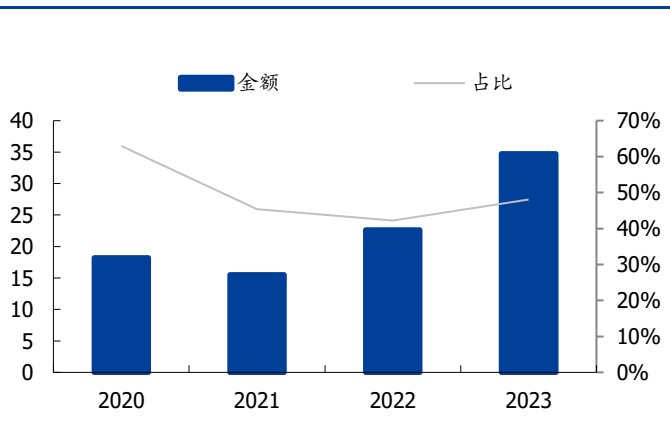
公司客户群体主要为国内自主品牌、合资品牌等。2020年至2023年, 前五大客户收入占比从63%下降到48%, 客户结构持续优化, 业务的抗风险能力有所提升。公司客户群体涵盖国内自主品牌、合资品牌、海外品牌以及新势力等各类车企, 目前核心客户有奇瑞、通用等。

图表4: 公司主要客户



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

图表5: 2020-2023年前五大客户营收合计情况(亿元)



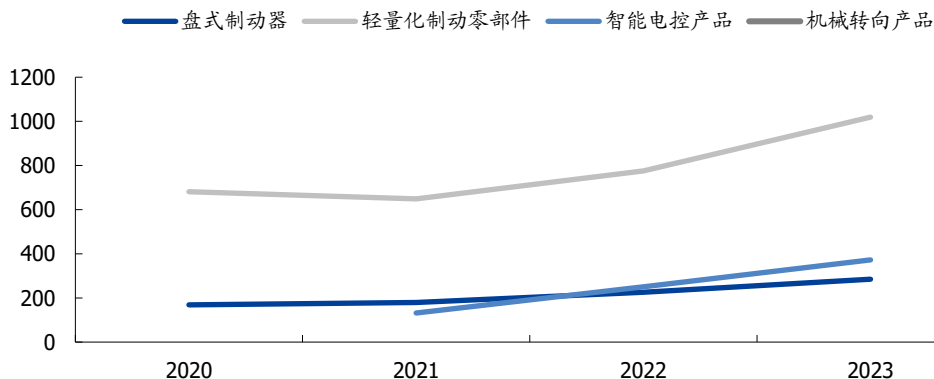
资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

公司产品销量逐年增加, 后续将加强线控转向产品开发。2023年, 公司盘式制动器/轻量化制动零部件/智能电控产品分别为285/1019/372万件, 同比增速分别为+27%/+31%/+49%; 机械转向产品销量为233万件, 主要包括机械转向管柱、转向中

间轴、机械转向器等，公司已经将业务拓展到汽车转向系统，后续将加大电动助力转向系统(EPS)以及线控转向系统的开发力度，持续增强汽车转向系统产品的市场竞争力。

公司不断推进墨西哥等地的全球产能布局，目前墨西哥一期已投产。2021 年，公司墨西哥生产基地开始动工；2023 年三季度末，公司的墨西哥一期项目已投产，年产能为 400 万件轻量化零部件；2023 年 6 月，公司公告向芜湖伯特利墨西哥投资，建设年产 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项目。

图表6: 2020-2023 年公司产品销量 (万件)



资料来源: iFind, 国盛证券研究所

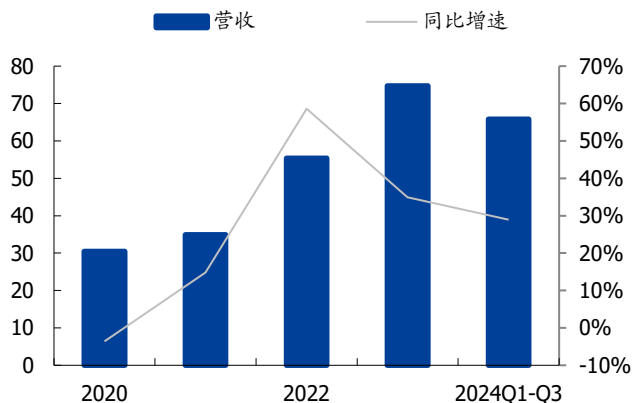
1.2 智能电控产品持续高增长，研发投入处于较高水平助力产品升级迭代

收入：智能电控业务增长迅速，主要系受益于汽车智能化催生产品需求。2020 年-2023 年，公司营收由 30 亿元增长至 75 亿元，CAGR 为 36%，其中 2022 年-2023 年下游需求复苏。其中 2023 年公司营收 75 亿元，同比增长 35%，主要系汽车行业新发展的带动。2024 年前三季度收入 66 亿，同比增长 29%。

从业务细分的角度看：

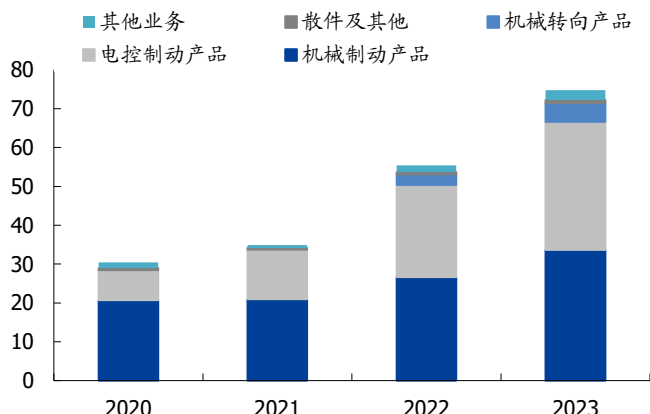
- 1)机械制动产品业务: 2023 年营收 34 亿元,同比增长 27%,营收占总营收比例为 45%;
- 2)智能电控产品业务: 2023 年营收 33 亿元,同比增长 39%,营收占总营收比例 44%,持续较快增长;
- 3)机械转向产品业务: 2023 年营收 4.8 亿元,营收占总营收比例 6%,为公司 22 年完成对万达公司的股权收购后的新业务。公司产品结构持续升级,未来计划将由机械制向业务逐渐转向高附加值的线控转向业务。

图表7: 2020-2024Q1-3 年公司营收与年增长率 (亿元, %)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表8: 2020-2023 年公司分业务营收状况 (亿元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

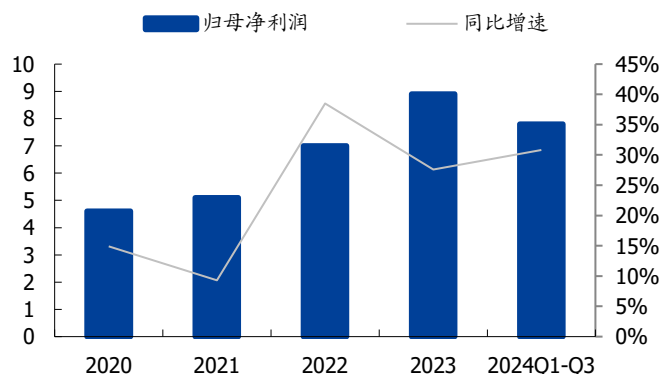
毛利率: 近年维持在 **22%-25%**, 后续随智能电控产品规模提升带动成本下降+转向系统整合完成, 有望实现进一步提升。2020 年-2023 年, 公司毛利率分别为 26.4%/24.2%/22.4%/22.6%, 2024Q1-Q3, 公司综合毛利率 21.3%。

拆分具体业务看:

- 1) 机械制动产品业务: 2020 年-2023 年, 机械制动产品业务毛利率由 24.9%下降至 21.2%;
- 2) 智能电控产品业务: 2020 年-2023 年, 智能电控产品业务毛利率为 23.5%下降至 20.1%;
- 3) 机械转向产品业务: 2022 年-2023 年, 机械转向产品业务毛利率由 9.5%增长至 13.7%, 主要系 22 年为收购业务的第一年, 后续整合跟进后, 毛利润实现提升。

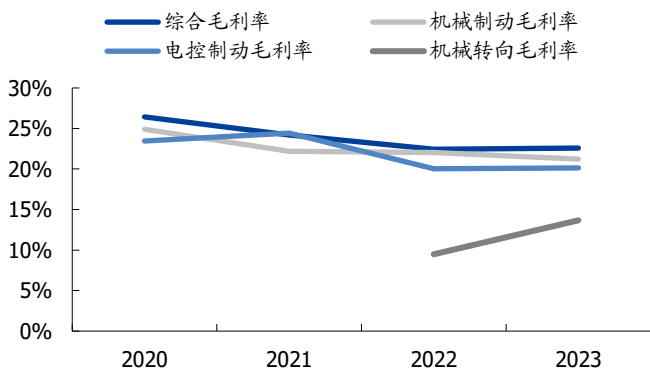
归母净利润: 受电控制动+转向等业务放量, 实现逐年提升。2020 年-2023 年, 公司归母净利润由 4.6 亿元增长至 8.9 亿元, CAGR 为 25%, 主要系轻量化和电控制动业务增长驱动。其中 2023 年, 公司归母净利润 8.9 亿元, 同比增长 28%, 主要系各产品业务规模稳步扩张和线控转向子公司逐渐完成整合使得盈利能力增强。2024 年 Q1-Q3, 公司归母净利润为 7.8 亿元, 同比增长 31%。

图表9: 2020-2024Q1-3 年公司归母净利润 (亿元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表10: 2020-2023 年公司业务毛利率情况

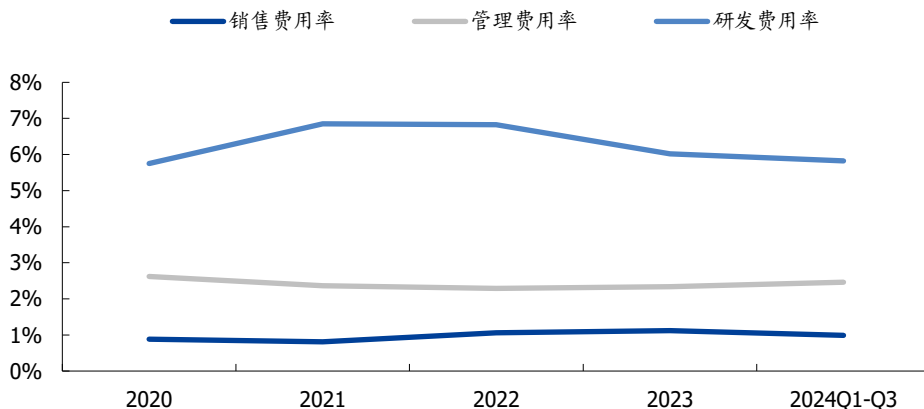


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

费用: 研发投入处于较高水平, 升级现有产品+开发新产品, 保障公司未来竞争力。2024 年 Q1-Q3, 公司销售、管理、研发费用率分别为 1.0%、2.5%、5.8%。目前, 公司已完

成具备制动冗余功能线控制动系统 WCBS2.0 的研发工作，并同时开展对电子机械制动（EMB）的研发工作，并分步开展线控制动、线控转向、主动悬架等集成控制的开发工作，未来有望成为市场稀缺的国产智能化底盘供应商。

图表11: 2020-2024Q1-Q3 公司销售/管理/研发费用率



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

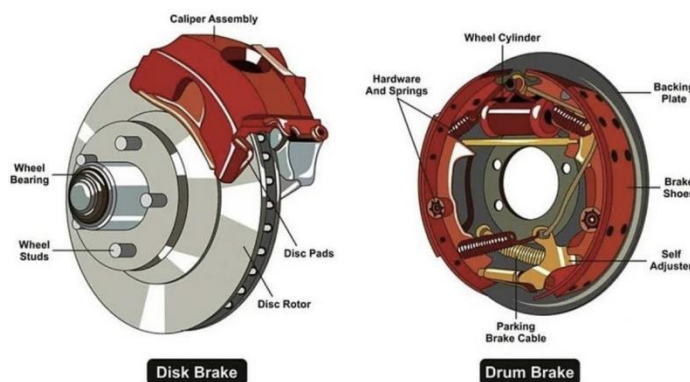
二、制动：汽车智能化推动渗透率提升，供应链安全催生国产替代需求

汽车智能化浪潮下，制动系统不断电子化。制动系统主要由执行端和控制端组成。控制端分为行车制动和驻车制动，负责输入指令和控制制动，执行端主要由制动器负责最终的制动实现。在汽车智能化趋势下，行车制动由机械液压行车制动到 ABS/ESC 电控制动，再到 EHB，预计未来继续向 EMB；驻车制动由最初的拉索式机械驻车制动发展为 EPB 系统，集成化持续提升。

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%+

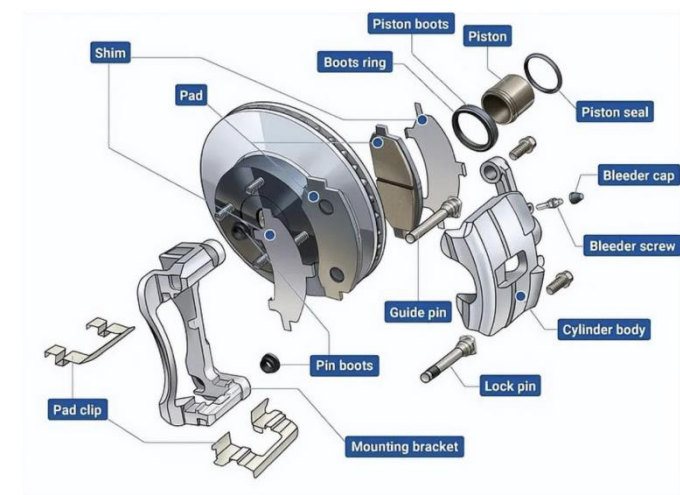
盘式制动器已成为乘用车主流制动器产品。制动器是实现车辆制动操作的执行端，通过制动器的固定件和运动件进行摩擦阻止车轮转动。从种类论，制动器主要有盘式制动器、鼓式制动器。盘式制动器由于散热性好、可靠性高普遍应用于乘用车，鼓式制动器因为刹车力度大，成本低，多用于商用汽车。据观研报告网，2022 年中国市场（不含进出口）乘用车新车交付搭载制动器中，前轮盘式制动器占比接近 100%，后轮盘式制动器占比接近 90%。

图表12: 盘式制动器（左）与鼓式制动器（右）图示



资料来源：高工智能汽车，国盛证券研究所

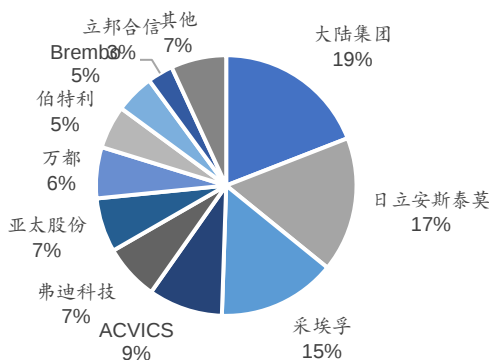
图表13: 制动器零部件组成图示



资料来源：高工智能汽车，国盛证券研究所

盘式制动器市场供应商较多，且产品较为成熟。2022 年，在盘式制动器（前轮卡钳）供应商市场份额方面，大陆集团、日立安斯泰莫、采埃孚排名前三位。TOP10 供应商合计份额超过 90%，市场集中度高。

图表14: 2022 年乘用车盘式制动器前装市场份额

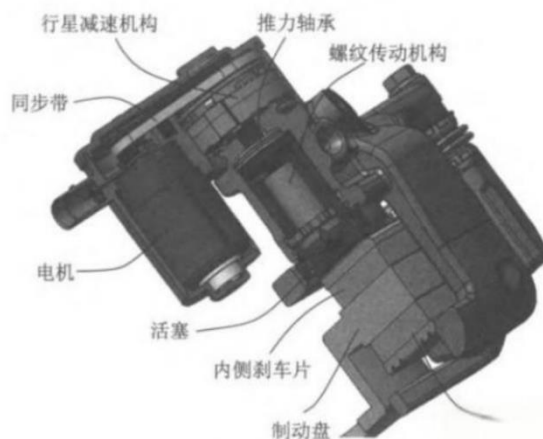


资料来源：高工智能汽车，国盛证券研究所

驻车制动：目前主流产品是 EPB。驻车制动产品从传统拉索式发展到线控制动 EPB。

- 1) 传统机械拉索式驻车制动器：主要由制动杆、拉线、制动机构以及回位弹簧组成，通过钢制拉线对制动盘施加拉力，从而夹紧车轮实现驻车制动功能。拉索式手制动结构简单，但拉索松紧度无法自查、无法进行二次夹紧，且制动盘热胀冷缩易导致制动力不足。
- 2) 电控制动 EPB：EPB 系统主要采用电子控制的方式。目前 EPB 领域新开发的产品包含双控冗余 EPB、EPBi 等，功能包括高能量回收、冗余控制、系统集成和智能化电子控制，其中 EPBi 一般是将 EPB 与 ESC 控制器进行集成。

图表15: EPB 产品结构

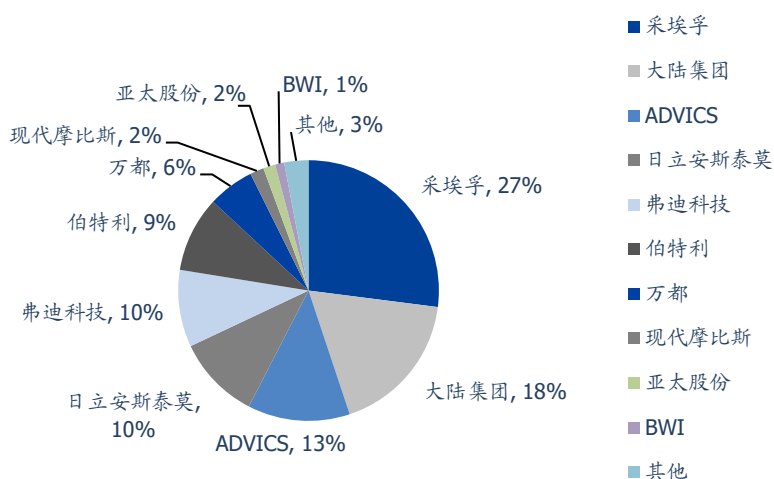


资料来源: ATC 汽车底盘, 国盛证券研究所

EPB 国内渗透率超 80%，2025 年预期市场规模 139.85 亿元。2022 年中国市场（不含进出口）乘用车前装标配 EPB 交付上险 1673.58 万辆（自主品牌占比 43.62%），前装搭载率超过 80%。根据观研网预测，2025 年市场规模有望达 139.85 亿元，乘用车前装 EPB 的出货量有望达 1820 万套，整体搭载率提升至 86.67%。

22 年乘用车 EPB 市场中国产三家供应商市占率合计约为 20%，主要系国内外产品量产时间相差约 10 年。国产 EPB 量产时间落后十年左右，目前份额 20% 左右。2001 年，美国 TRW 推出 EPB 技术；2007 年公司推出 EPB，并于 2012 年批量投产。2022 年，采埃孚、大陆集团、ADVICS 继续保持份额前三，市场份额分别为 27%、18%、13%；国产供应商弗迪科技、伯特利、亚太股份的 EPB 产品市场份额合计约 20%。

图表16: 2022 年中国乘用车 EPB 系统市场份额



资料来源: 高工智能汽车, 国盛证券研究所

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

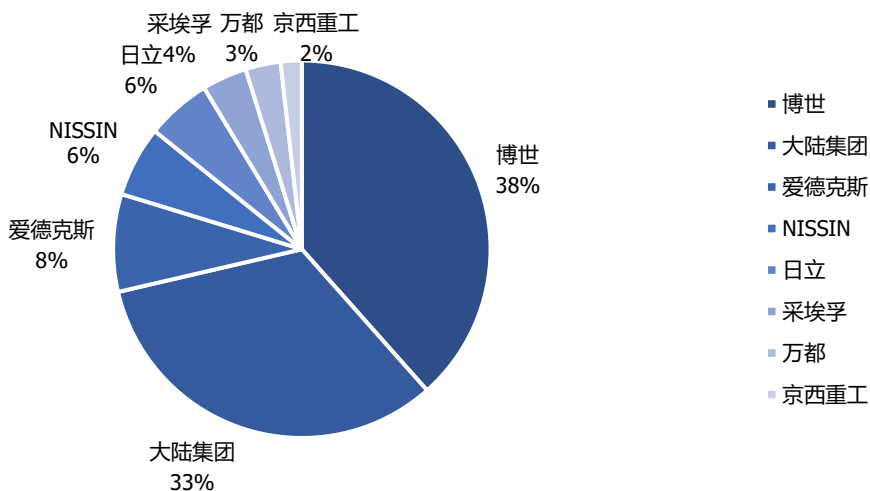
行车制动发展趋势：从液压制动到 **ABS/ESC**，目前向 **EHB** 发展，**EMB** 尚未进入量产阶段，产品升级趋势为减少机械结构，提升电子信号控制程度。随汽车智能化程度提升，行车制动产品的电子化程度越来越高，目前主流应用为 **EHB** 产品。

- 1) 液压制动：液压制动系统能够提供精确的控制和平稳的制动，且在制动力输出方面较为稳定。同时，液压制动系统能够提供的制动力量大，适用于高速行驶和急刹车；
- 2) ABS/ESC：ABS 的优势是在制动时自动控制制动力，使车轮不被抱死，以保证车轮与地面的附着力；ESC 可以显著降低车辆翻转和侧滑风险；
- 3) EHB：相较于传统的液压制动，EHB（线控制动）具备响应快、结构简单、能量回收效率高等优势；
- 4) EMB：和 EHB 相比，EMB 进一步减少机械结构件，将电机集成在制动器上，实现完全线控。EMB 释放了零部件的布置自由度，提升整车装配一体化。目前，EMB 研究尚处于预研阶段。

ABS 和 ESC 市场主要被外资企业占据，主要系车企对安全件态度谨慎，启动国内供应商的态度比较保守。

- 1) ABS：据商业新知，全球市场主要生产商有 Bosch、Continental、TRW、ADVICS 等企业，排名前四的企业占全球约 70% 的市场份额；
- 2) ESC：全球看，主要生产企业有博世、大陆、爱德克斯、日清、日立安斯泰莫等，2021 年份额合计超过 90%。其中博世份额 38%，排名第一；大陆、爱德克斯排名第二和第三，份额分别为 33% 和 8%。国内看，由于 ESC 的制动安全性要求高，国内主机厂启用国内供应商的态度比较保守，国内市场主要被外资供应商占据。

图表17：2021 年中国前装市场车身电子稳定系统市场份额



资料来源：高工智能汽车，国盛证券研究所

随汽车电动化、智能化程度加深，**EHB** 逐步成为主流的行车制动产品。相较于传统的液压制动，**EHB**（线控制动）具备响应快、结构简单、能量回收效率高等优势。1) 响应速度：EHB 响应速度更快；2) 结构简单：通过集成驱动、控制、助力模块，EHB 大幅简化了执行端结构，减轻了套件重量，轻量化效果显著；3) 能量回收效率高：EHB 将解耦踏板力和制动力，实现协调式能量回收，进而提升行驶里程。因此作为汽车“新四化”时代不可或缺的核心部件，EHB 逐步成为主流的行车制动产品。

图表18: 传统制动系统图示

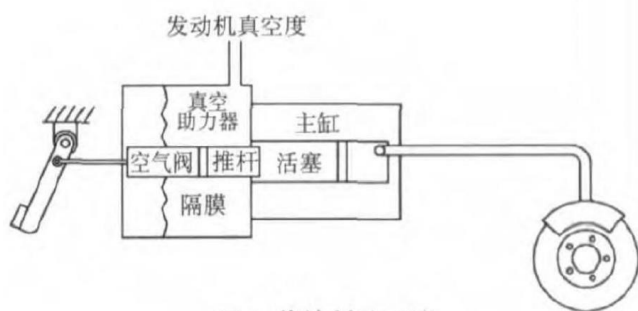


图 1 传统制动系统

图表19: EHB 制动系统图示

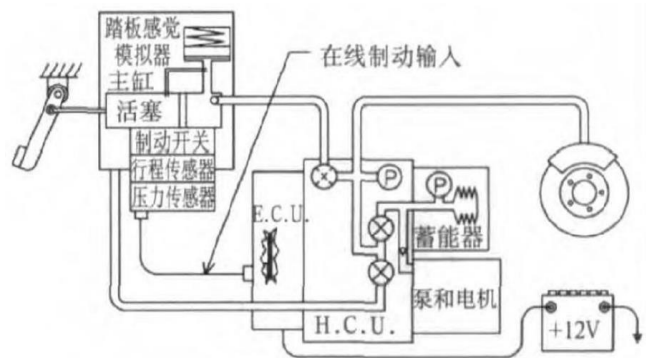


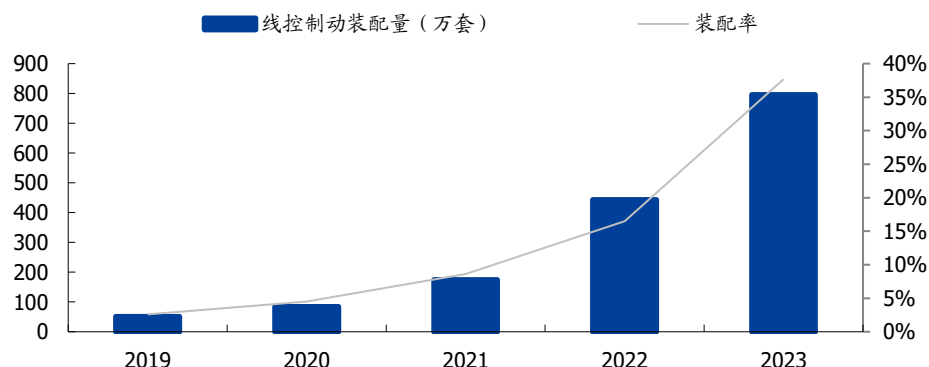
图 2 EHB 制动系统

资料来源:《电子液压制动系统 EHB 综述》杨万庆, 国盛证券研究所

资料来源:《电子液压制动系统 EHB 综述》杨万庆, 国盛证券研究所

随汽车智能化趋势的演进，**EHB 渗透率持续提升**。2023 年，国内 EHB 装配量达到 796 万台，搭载率达到 37.7%，未来随新能源车渗透率提升，有望进一步带动 EHB 渗透率增长。

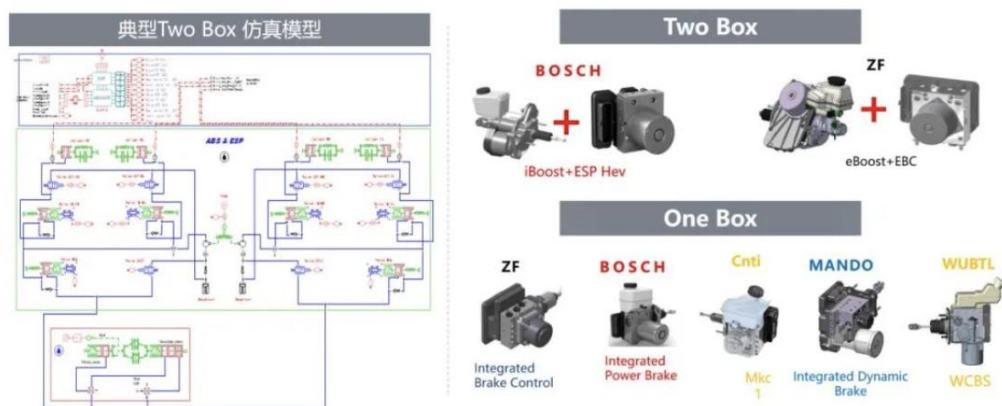
图表20: 2019-2023 年国内线控制动装配量和装配率（万套，%）



资料来源: 佐思汽研, 高工智能汽车, 腾讯网, 国盛证券研究所

EHB 分为 one/two box 两种方案。EHB 是当前线控制动主流，根据是否集成汽车电子稳定系统，ESC 分为 two box（非集成式）和 one box（集成式）。其中：two box 产品量产较早，成熟度较高，且是分体式结构，主机厂能根据车型需求灵活选择制动系统的配套方案，如 ESC+iBooster、ABS+iBooster 或 ABS/ESC+真空助力器等；one box 是将 ESP 与电子助力器集成为一个模块。

图表21: One-box 与 Two-box 具体方案



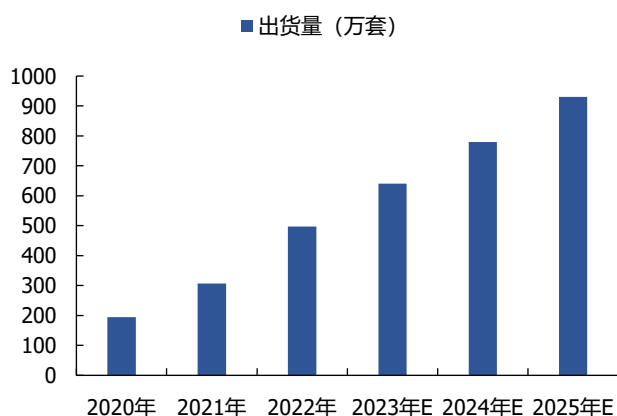
资料来源: 高工智能汽车, 国盛证券研究所

one box 方案具有集成度高、成本低、能量回收效率高等优势, 市占率已经超过 **twobox** 产品。

- 1) 成本: One-box 少一套 ECU 与制动单元, 集成度高, 成本低。
- 2) 能量回收: Two-box 回馈制动减速度约 0.3g, One-box 回馈制动减速度高达 0.3-0.5g, 能量回收效率更高, 性能更强。
- 3) 冗余度: Two-box 能够提供充足的冗余度, 在 L3 及以上等级的自动驾驶更具安全冗余优势。One-Box 方案可以独自满足 L2 级以下的智能安全冗余需求, 若要满足 L3 以上自动驾驶对冗余的需求, 需要搭配冗余备份模块 (RUB)。

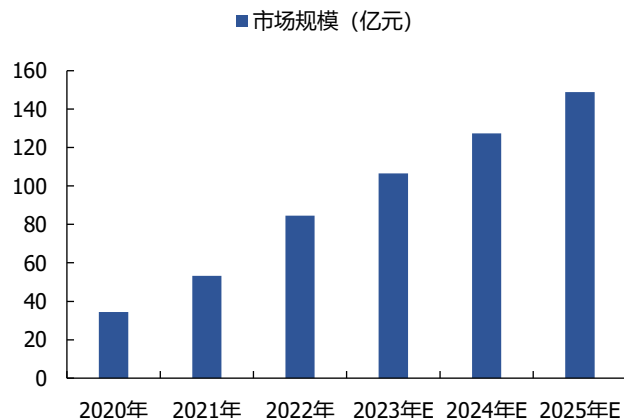
EHB 出货量有望继续保持高增长, 预期 **25 年** 国内市场规模达到 **149 亿元**。随着新能源汽车销量快速增长, 车企聚焦智能化升级, 线控制动产品出货量有望保持高速增长。根据观研天下预计, 2025 年国内线控制动乘用车前装出货量有望达 930 万套, 2022-2025 年 CAGR 为 23.20%, 国内线控制动市场规模有望达到 148.80 亿元, 2022-2025 年 CAGR 为 20.73%。

图表22: 2020-2025 年我国线控制动前装出货量现状及预测情况



资料来源: 观研报告网, 国盛证券研究所

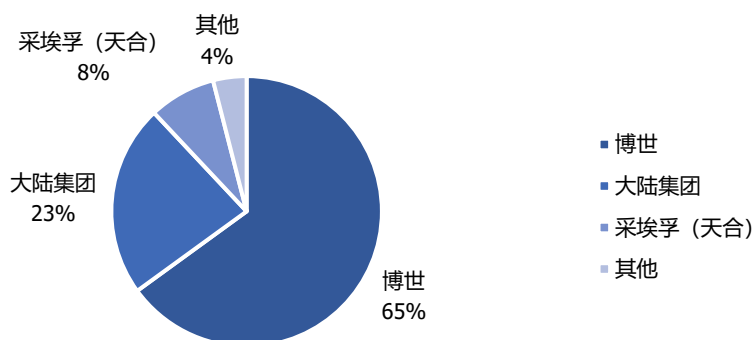
图表23: 2020-2025 年我国线控制动市场规模现状及预测情况



资料来源: 观研报告网, 国盛证券研究所

目前我国线控制动行业基本被外资企业垄断。2022 年, 国内线控制动市场中, 博世份额占比 65%, 大陆/采埃孚市场份额分别为 23%/8%, 外资三大巨头合计占比 96%, 主要系车企对制动产品更为谨慎, 对更换供应商的意愿不强。目前国内已有多家企业实现 onebox 产品量产, 未来有望进一步缩小市场份额差距。

图表24: 2022 年中国线控制动系统市场份额



资料来源: 观研天下, 国盛证券研究所

在 **onebox** 领域, 国内外企业的产品量产时间差距缩短, 为国内企业弯道超车奠定基础。2016 年, 大陆率先量产 One-box 解决方案 MK C1; 2019 年, 博世实现量产 onebox 产品 IPB; 2021 年, 公司实现 One-box 量产; 国内外 onebox 产品量产时间差距缩短为 5 年。

图表25: 国内外厂商 One-box 产品量产时间

厂商	One-Box 产品	量产时间
 BOSCH	IPB	2019年
	MK C1	2016年
	MK C1 EVO	/
	IBC	2022年 (第二代)
 HITACHI	ESB	/
 brembo	BBW	/
 Mando	IDB	2018年
	WCBS	2021年 (2024年量产第二代)
 弗迪科技	BSC	2021年
 利克科技 LEEKE TECHNOLOGY	IHB-LK®	2022年

资料来源: 佐思汽研, 国盛证券研究所

EMB 系统可实现完全线控, 更符合高级自动驾驶需求, 但目前尚处于实验室阶段。和 **EHB** 相比, **EMB** 进一步减少机械结构件, 将电机集成在制动器上, 实现完全线控。**EMB** 释放了零部件的布置自由度, 提升整车装配一体化。同时, 在智能驾驶适应性优势方面, **EMB** 制动反应速度更快, 并可以实现四轮制动器的独立控制。

图表26: 传统制动系统、EHB、EMB 优缺点对比

类型	优点	缺点
传统真空助力制动系统	技术成熟，可靠性高	难以实现快速主动制动；需要单独提供真空源；无法实现能量回收和制动器制动的协调
电子液压制动系统 (EHB)	响应迅速、有效降低刹车距离；不需要额外真空源；12V车载电源便可实现；可以更好地实现能量回收；更易实现智能化控制	与EMB相比，结构较为复杂
电子机械制动系统 (EMB)	结构简单，体积小；响应速度快，有效降低刹车距离	可靠性低；容错性及抗干扰性不强等；成本较高

资料来源：观研天下，国盛证券研究所

2.3 国内市场第一梯队，量产经验丰富加速产品升级迭代

EPB: 市场较成熟，外资企业逐步退出后，公司有望以低成本+优技术+丰富的产品矩阵把握国产替代机遇。

- 1) 低成本：公司开发双控 EPB 产品、可以集成 EPB 的线控制动、集成双控 EPB 的电动尾门开闭系统，产品性能和成本方面均具有明显优势。
- 2) 优技术：公司早在 2012 年就实现 EPB 量产，成为国内第一家、全球第二家实现 EPB 量产的企业。领先优势建立技术壁垒和强大变现能力。
- 3) 产品矩阵丰富：当前，公司形成了独立式 EPB、集成式 EPBi、双控 D-EPB、WCBS-EPB 等在内的丰富 EPB 产品矩阵，广泛覆盖不同等级、不同类型汽车的需求，具有更优的方案适配性。

EHB: 供应链安全提供国产替代必要性，强产品力+快响应凸显公司竞争力。近几年汽车芯片出现短缺情况，使得车企意识到加强供应链安全的紧迫性，对于汽车底盘重要零部件，如制动产品，国产替代势在必行。同时，国内供应商技术成长迅速，且服务响应速度更快更好，能更好满足主机厂需求。

图表27: 国内外线控制动产品情况

供应商	产品名称	方案类型	量产时间	主要客户
博世	iBooster+ESP	Two-box	2013年	大众、通用、本田、比亚迪等
博世	IPB	One-box	2019年	比亚迪、通用
大陆	MK C1	One-box	2017年	阿尔法罗密欧、奥迪、宝马
采埃孚	IBC	One-box	2018年	通用、大众等
伯特利	WCBS	One-box	2021年	奇瑞、吉利
亚太股份	IBS	Two-box	2020年	奇瑞、毫末智行、东风汽车、厦门金旅
亚太股份	IEHB	One-box	预计2023年	——
同驭汽车	EHB	Two-box	2019年	江铃汽车
拿森科技	NBooster	Two-box	2018年	北汽新能源、宇通、江铃福特
格陆博	GIBC	One-box	预计2023年	——
利氩科技	DHB-LK	Two-box	2022年	——
利氩科技	IHB-LK	One-box	2022年	——

资料来源: 观研天下, 国盛证券研究所

1) 公司 **One-Box** 产品领先优势明显: 2019 年, 公司发布 WCBS 1.0 产品, 并在 2021 年率先实现量产。2024 年上半年, 公司的 WCBS1.5 产品已经成功在多个客户项目上成功量产, WCBS2.0 产品成功在首个客户项目上实现小批量供货。

2) 公司量产经验丰富, 帮助公司不断提高产品性能, 拉开差距: 2023 年, 公司智能电控产品销量达到 372 万套, 同比增长 49%。

3) 公司与主机厂绑定程度深, 产品认可度高, 有望借助背书效应开拓新客户: 主机厂对关键零部件的“自主可控”需求越来越高, 从自动驾驶到车机 OS 再到底盘线控技术等关键领域, 主机厂自研布局 and 绑定供应商联合布局战略成普遍现象。公司与奇瑞等主机厂绑定程度较深, 产品获得比较高的认可度, 为开拓新客户奠定基础。

4) 前瞻布局 **EMB**, 有望在下一轮产品升级中进一步加大自身竞争优势: 公司已经开展对电子机械制动 (EMB) 的研发工作, EMB 产品的 A 轮首样已于 2023 年 8 月完成制作, 并已进行冬季试验验证。

图表28: 公司 WCBS 产品优势

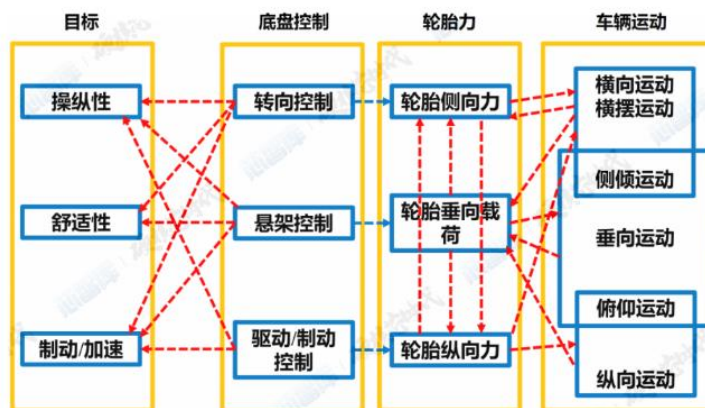
类型	产品优势
舒适	通过解耦, 彻底解决了制动系统“踏板行程-踏板力-制动减速度”长期难以调和的匹配关系。踏板脚感由模拟器产生, 可充分定制, 提升制动舒适性; 有效降低真空制动空气噪音。
安全	集成双控EPB, 驻车系统可靠性得以提升; 主制动失效的情况下, 控制EPB自动实施线性夹紧, 有效降低备份制动的踏板力; 备份制动时仍具有EPB防抱死功能; 响应速度更快, 提高AEB自动紧急制动性能。
成本	集成双控EPB专利技术, 可取消P档锁止机构; 通过回收制动能量, 增加续航里程, 降低电池成本; 集成整车30+零件, 减重3kg以上, 降低制动系统成本。

资料来源: 观研天下, 国盛证券研究所

2.4 推动底盘 XYZ 方向融合，凸显公司稀缺性

线控底盘的发展本质是对 XYZ 三个方向进行融合控制。底盘调校都是一辆新车的核心竞争力之一，比如 x、y、z 轴方向的控制和执行的平滑性、协调的加速/制动、精确的转向和最佳阻尼匹配。因此，公司在线控制制动业务实现规模量产，开始布局线控转向、悬架两类业务，向智能底盘一体化转型，享受汽车智能化红利。

图表29：底盘控制结构



资料来源：硬核芯时代公众号，国盛证券研究所

转向系统主要分为 HPS 和 EPS，其中 HPS 主要应用于商用车，EPS 主要应用于乘用车。

- 1) HPS (液压助力转向系统)：在传统机械转向系统基础上，加装了一套液压助力系统，一般由油泵、V 形带轮、油管、供油装置、助力装置和控制阀等组成。
- 2) EPS (电动助力转向系统)：在传统机械转向系统的基础上，增加了传感器装置、电子控制装置和转向助力机构等，主要由电子控制单元 ECU、扭矩传感器、车速传感器、电动机、离合器和转向柱总成等组成。与 HPS 相比，EPS 具备节省能源、故障报警等性能优势，但由于电动机的发电功率有限，如果车身较重，转向系统需要有较大的驱动力，因此多用于乘用车。

图表30: 线控转向产品对比

项目	C-EPS	DP-EPS	R-EPS
结构图			
助力位置	驾驶室内	机舱内	机舱内
特点	成本低，工作环境可靠，路感差、噪音大	价格适中，路感好，模块化程度高	传动效率高，齿条力大，工艺难度大
燃油消耗	0.2~0.5L/100Km	0.2~0.5L/100Km	0.2~0.5L/100Km
适用车型	紧凑型、小型、中小型（轿车、SUV 等）	中型、中大型（轿车、SUV 等）	中大型、大型（轿车、SUV 等）、
单价	低	中	高
整车内布置灵活性	中	高	低
NVH	差	好	好
助力范围	5~11KN	8~12KN	9~16KN
电机惯性	大	小	小
功能拓展	差	好	好
重量	低	中	高
开发周期	约 24 个月	约 30 个月	约 30 个月
开发费用	低	中	高
模块化程度	较好	较好	较好
动态响应	一般	较好	很好
市场现有车型搭载率	高	中	低
电机工作环境	好	差	差

资料来源：《汽车电动助力转向系统选型研究》王虎等，国盛证券研究所

空悬可提升驾驶稳定性、舒适性。汽车悬架系统是车身或者车架与车轮的连接装置，作用是缓冲路面给汽车的冲击力，保证汽车能够平稳地行驶。悬挂决定了汽车的稳定性、舒适性和安全性。空气悬挂系统的主要部件由空气供给系统(压缩机、储气罐、分配阀)、空气弹簧、电控减振器等构成。

预计 25 年国内空悬市场规模接近 380 亿元。据盖世汽车预计，到 2025 年，国内空气悬架渗透率上涨到 15%左右，市场规模接近 380 亿，年复合增长率达到 41.3%。国内企业有望凭借成本低+配套服务好，持续推进国产替代。

公司“制动+线控转向+悬挂”底盘一体化前瞻布局驱动未来发展。公司不断深化底盘全平台一体化战略，将线控制动、转向、悬架深度协同，通过全面布局一体化打造中长期增长新亮点。1) 智能化：公司积极布局高级智能驾驶辅助系统（ADAS），并推广 L2 和 L2+级别的 ADAS 产品商业化；2) 线控转向：公司 2022 年进军线控转向系统领域，并启动线控转向系统的研发工作；3) 悬挂：公司开展主动悬架集成控制等工作。

三、轻量化：主要配套外资车企，海外扩产助力未来发展

新能源汽车渗透率持续提升，续航里程需求加速轻量化发展。汽车整车重量降低 10%，燃油效率可提高 6%-8%；汽车整备质量每减少 100 公斤，百公里油耗可降低 0.3-0.6 升；汽车重量降低 1%，油耗可降低 0.7%。随着新能源渗透率持续增长，消费者“里程焦虑”成为制约新能源汽车发展的因素之一，汽车轻量化是增加续航里程的有效方法。

轻量化是重资产行业。购买压铸设备、熔炼设备、模具生产设备、检测设备等必要的生产制造设备需要高额的费用，因此汽车轻量化需要较大的生产规模才能使得固定资产利用率提高，降低边际生产成本，实现规模效益。

竞争格局：轻量化国内市场相对分散。根据中国铸造协会数据，我国压铸企业有 3000 多家，其中汽车压铸件占压铸业总产量 70%，汽车用压铸件中铝合金占比超 80%。虽然企业较多，但大多数企业产能规模均较小，竞争格局分散。

公司轻量化业务的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、等新产品。中国铝制转向节发展趋势较好。在发展现有铸铝转向节、铸铝控制臂等产品的基础上，公司将通过持续研发投入，推动铸铝副车架、铸铝卡钳的开发和推广，以扩大整车底盘轻量化及降低油耗，增加新能源汽车的续航能力。

公司轻量化客户主要有通用、福特等外资车企，持续推进海外产能布局，助力业务未来增长。2023 年，公司轻量化零部件销量 1019 万件，同比增长 31%。在轻量化制动零部件方面，公司主要客户为通用、福特、沃尔沃、Stellantis 等外资车企，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

收入端：受益于 1) 汽车智能化程度加深，对线控制动等产品需求提升；同时公司作为国内汽车制动龙头企业，充分享受国产替代红利；2) 公司不断推进全球产能布局，加速轻量化等业务收入增长，公司收入端有望持续增长。我们预计，公司 2024-2026 年分别有望实现营业总收入 98 亿/123 亿/151 亿元，同比+31%/+25%/+23%。

- ✓ 机械制动：受益于外资竞争对手退出，公司市场份额逐步提升，2024-2026 年营收分别同比+28%/+24%/+22%；
- ✓ 电控制动：受益于汽车智能化程度加深+车企不断推进供应链国产化，2024-2026 年营收分别同比+31%/+25%/+23%；
- ✓ 机械转向：受益于汽车智能化程度加深，下游车企对转向产品需求提升，2024-2026 年营收分别同比+65%/+40%/+32%；

毛利率：我们预计公司 2024-2026 年毛利率将达 23.1%/23.7%/24.2%。

- ✓ 机械制动：考虑到公司销售规模逐年扩大，预计 2024-2026 年毛利率分别为 21.5%/21.7%/22.0%；
- ✓ 电控制动：考虑 onebox 产品销售规模扩大，公司不断提升产品自制率及良率，预计 2024-2026 年毛利率分别为 20.8%/22.0%/22.7%；
- ✓ 机械转向：考虑到公司刚涉足转向产品新业务，未来随销售规模扩大，规模优势释放，预计 2024-2026 年毛利率分别为 17.0%/20.0%/22.0%。

图表31: 伯特利各业务收入及盈利能力核心假设 (亿元, %)

亿元	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	35	55	75	98	123	151
yoy	15%	59%	35%	31%	25%	23%
毛利	8.4	12.4	16.9	22.6	29.1	36.5
毛利率	24.2%	22.4%	22.6%	23.1%	23.7%	24.2%
1、机械制动						
营业收入	21	27	34	43	53	65
yoy	1%	27%	27%	28%	24%	22%
毛利	4.7	5.9	7.1	9.2	11.6	14.3
毛利率	22.2%	22.0%	21.2%	21.5%	21.7%	22.0%
2、电控制动						
营业收入	13	24	33	43	54	66
yoy	65%	86%	39%	31%	25%	23%
毛利	3.1	4.8	6.6	9.0	11.8	15.0
毛利率	24.4%	20.0%	20.1%	20.8%	22.0%	22.7%
3、转向						
营业收入		3	5	8	11	15
yoy			74%	65%	40%	32%
毛利		0.3	0.7	1.4	2.2	3.3
毛利率		9.5%	13.7%	17.0%	20.0%	22.0%

资料来源: wind, 国盛证券研究所预测

费用端: 考虑到公司处于销售规模及产能扩张阶段, 预计各分项费用率稳中略增, 2024-2026 年销售、管理、研发费用率分别为 1.2%/1.3%/1.4%、2.5%/2.6%/2.7%、6.2%/6.3%/6.4%。

图表32: 伯特利核心财务假设 (亿元, %)

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
销售费用率	1.1%	1.1%	1.2%	1.3%	1.4%
管理费用率	2.3%	2.3%	2.5%	2.6%	2.7%
研发费用率	6.8%	6.0%	6.2%	6.3%	6.4%

资料来源: wind, 国盛证券研究所预测

我们选取 1) 与公司同处汽车零部件赛道, 积极开拓空悬产品业务的保隆科技以及开发刹车制动类产品的亚太股份; 2) 与公司同处安全件领域, 受益于国产替代趋势的松原股份。可比公司 2024-2026 年 PE 分别为 24/19/14 倍。我们预计公司 24-26 年归母净利润分别有望实现 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。

图表33: 伯特利可比公司估值表

股票代码	公司简称	归母净利润 (亿元)				市盈率 P/E			
		23	24E	25E	26E	23	24E	25E	26E
603197.SH	保隆科技	3.8	4.1	5.9	7.8	32	20	14	11
002284.SZ	亚太股份	1.0	2.1	2.4	3.0	67	29	24	20
300893.SZ	松原股份	2.0	2.9	3.9	5.3	33	24	17	13
可比公司平均						44	24	19	14

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

注: 各公司市值及估值统计截至 2024 年 11 月 25 日收盘价, 可比公司盈利预测基于 Wind 一致预期

风险提示

原材料价格波动风险。若钢材等主要原材料成本出现大幅上涨, 将致使公司盈利能力承压, 或出现业绩波动。

新业务拓展及产能投产不及预期。公司 ADAS、转向等新业务尚处成长阶段, 若后续新客户、新项目拓展及产能投放节奏不及预期, 或出现业绩不及预期。

行业需求不及预期。宏观经济增速波动及外部环境不确定性或影响居民整体消费能力, 而汽车作为消费占比最大的细分领域, 行业需求或受到一定抑制而不及预期。

引用第三方行业数据准确性、时效性等风险。引用第三方行业测算数据具备一定时效性、数据准确性等风险。

关键假设预期不能成立的风险。本文对行业发展趋势等相关信息给予一定假设, 存在假设预期不能成立的风险。

免责声明

国盛证券有限责任公司（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。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所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层

邮编：100077

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com