

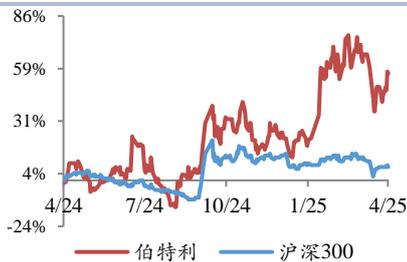
## 2024 业绩表现优异，深化一体化底盘协同布局

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-04-24

收盘价（元）	58.40
近 12 个月最高/最低（元）	67.40/31.75
总股本（百万股）	607
流通股本（百万股）	606
流通股比例（%）	99.96
总市值（亿元）	354
流通市值（亿元）	354

### 公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：姜肖伟

执业证书号：S0010523060002  
电话：18681505180  
邮箱：jiangxiaowei@hazq.com

分析师：陈飞宇

执业证书号：S0010525020001  
电话：19842726967  
邮箱：chenfeiyu@hazq.com

### 相关报告

- 伯特利：2024Q3 各业务蓬勃发展，线控制动量产提速 2024-10-31
- 2024H1 业绩提升 轻量化与电控产品亟待放量 2024-09-02
- 智能化轻量化双驱，产能扩张及全球化布局加速 2024-08-25

### 主要观点：

**事件：**2025 年 4 月 23 日，伯特利 (603596.SH) 发布 2024 年度报告，2024 年营业收入 99.37 亿元，同比+32.95%；归母净利润 12.09 亿元，同比+35.60%；扣非归母净利润 11.13 亿元，同比+30.15%。

其中 Q4 实现营业收入约 33.58 亿元，同比+41.80%，环比+28.80%；归母净利润约 4.31 亿元，同比+45.25%，环比+34.39%；扣非归母净利润约 4.04 亿元，同比+28.93%，环比+40.59%。

### 核心观点：

#### 营收持续攀升，定点项目丰富

1) **营收方面**，2024 年实现营业总收入 99.37 亿元，同比增加 32.95%。智能电控/机械制动/机械转向业务分别实现营收 45.29/44.49/5.59 亿元，同比+37.44%/+32.11%/+15.69%；智能电控/轻量化部件/盘式制动器/机械转向产品分别实现销量 521/1379/340/289 万（套/件），同比+40%/35.30%/19.22%/23.75%。为顺应电动化、智能化、轻量化机遇，推动新一代线控制动系统产品 WCBS1.5/2.0、EMB 的产业化，营收规模首次超过传统机械制动板块。占总体营收 46.96%。同时公司紧抓出海窗口，2023 年已实现墨西哥工厂的有效投产，并实施产能扩建，轻量化业务进一步规模化。

2) **盈利方面**，受益于业务规模增长，公司费控良好，经营能力稳健。会计新规影响公司毛利率与销售费用率，追溯后，公司 2024 年销售毛利率约为 21.14%，同比-0.74pct，主要受机械制动业务影响；智能电控/机械制动/机械转向业务毛利率分别为 19.98%/18.57%/11.71%，同比+0.74pct/-2.19pct/-0.77pct。2024 年公司销售/管理/财务/研发费用率分别同比-0.03pct/+0.05pct/-0.19pct/-0.23pct。

3) **量产及定点项目大幅增长，长期竞争力持续优化**：公司 2024 年新增量产项目总数 309 项，同比增长 28.2%；新增定点项目总数 416 项，同比增长 30.4%，新定点年化收入 65.4 亿元。其中智能电控业务 EPB/WCBS/EPB 新增量产项目分别为 136/33/9 项，EPB/WCBS/EPB/EMB 新增定点项目分别为 156/72/21/2 项，产品结构调整带动业务毛利率提升，公司稳步推进线控制动产品产业化，进入量产增速期。

#### 核心业务全面增长，智能电控与轻量化布局显现

1) **智能电控业务保持强劲增长，核心优势持续巩固**。制动方面，公司将重点推进 WCBS1.5、WCBS2.0 及 EMB 等产品的迭代升级；转向方面将继续推进电控转向产品的研发，并逐步向线控转向系统进阶；2024 年空气悬架已完成 B 样开发认证。公司重点关注智能底盘及智能驾驶领域，并开始布局机器人相关产业，以丰富产品及技术布局。结合可转债，公司计划 2025 年新增 WCBS1.0/2.0/ADAS/EMB/空气悬架产能 30/60/70/60/20 万（套/年）

2) **轻量化零部件业务加速扩张，全球化布局成效显著**。墨西哥生产基地通过本地化布局，缩短北美客户的生产周期，2024 已实现 2.75 亿营收，与通用、福特、沃尔沃、Stellantis 等国际汽车品牌建立的业务合作

关系，并将进一步开拓与客户在盘式制动器、电子驻车制动系统、线控制动系统等产品的业务合作。目前墨西哥工厂生产的轻量化产品符合美墨加协定规定，销往美国市场免征关税，公司把握国际化形式，产能布局具有前瞻性。

#### 投资建议：

公司智能电控业务营收动能持续，以 EPB 为基础，推动 WCBS 迭代，EMB 产业化；轻量化业务产能有序扩展，进一步深化同全球化客户的合作。将利用丰富的产品矩阵和研发技术能力向一体化底盘领域深耕，我们预计公司 2025-2027 年将实现归母净利润 15.66/20.98/27.11 亿元，同比增长 29.5%/34.0%/29.2%，对应 2025/2026/2027 年 P/E 分别为 22.63/16.89/13.07x，维持公司“买入”评级。

#### 风险提示：

国际关税政策影响；汽车销量不及预期；原材料成本以及汇率上涨；L3 级智能驾驶普及不及预期；

#### 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	9937	12870	16556	20303
收入同比 (%)	33.0%	29.5%	28.6%	22.6%
归属母公司净利润	1209	1566	2098	2711
净利润同比 (%)	35.6%	29.5%	34.0%	29.2%
毛利率 (%)	21.1%	20.9%	21.4%	21.9%
ROE (%)	18.4%	20.0%	22.0%	23.0%
每股收益 (元)	1.99	2.58	3.46	4.47
P/E	22.41	22.63	16.89	13.07
P/B	4.13	4.53	3.71	3.00
EV/EBITDA	15.60	14.86	11.07	8.26

资料来源：wind，华安证券研究所

## 财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	9255	12561	16587	21173	<b>营业收入</b>	9937	12870	16556	20303
现金	2185	3519	5064	7135	营业成本	7836	10175	13009	15859
应收账款	3551	4399	5668	6998	营业税金及附加	47	64	83	102
其他应收款	15	22	27	34	销售费用	40	51	66	81
预付账款	59	78	94	118	管理费用	237	301	390	480
存货	1420	1879	2372	2901	财务费用	-67	-32	-52	-75
其他流动资产	2025	2664	3360	3987	资产减值损失	-29	0	0	0
<b>非流动资产</b>	3531	3151	2769	2385	公允价值变动收益	1	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	-4	-1	-9	-7
固定资产	2572	2257	1933	1602	<b>营业利润</b>	1363	1807	2421	3129
无形资产	148	132	116	100	营业外收入	35	0	0	0
其他非流动资产	810	763	720	684	营业外支出	3	0	0	0
<b>资产总计</b>	12786	15712	19356	23558	<b>利润总额</b>	1395	1807	2421	3129
<b>流动负债</b>	5326	6968	8858	10795	所得税	173	224	301	389
短期借款	20	20	20	20	<b>净利润</b>	1222	1583	2120	2740
应付账款	2810	3553	4551	5568	少数股东损益	13	17	23	29
其他流动负债	2496	3395	4287	5208	<b>归属母公司净利润</b>	1209	1566	2098	2711
<b>非流动负债</b>	520	520	520	520	EBITDA	1600	2154	2752	3437
长期借款	69	69	69	69	EPS (元)	1.99	2.58	3.46	4.47
其他非流动负债	451	451	451	451					
<b>负债合计</b>	5846	7488	9378	11316	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	384	401	424	454	<b>会计年度</b>	<b>2024A</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>
股本	607	607	607	607	<b>成长能力</b>				
资本公积	1554	1530	1530	1530	营业收入	33.0%	29.5%	28.6%	22.6%
留存收益	4395	5686	7416	9652	营业利润	34.2%	32.6%	34.0%	29.2%
归属母公司股东权	6556	7823	9553	11789	归属于母公司净利	35.6%	29.5%	34.0%	29.2%
<b>负债和股东权益</b>	12786	15712	19356	23558	<b>获利能力</b>				
					毛利率 (%)	21.1%	20.9%	21.4%	21.9%
					净利率 (%)	12.2%	12.2%	12.7%	13.3%
					ROE (%)	18.4%	20.0%	22.0%	23.0%
					ROIC (%)	16.2%	18.7%	20.6%	21.7%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率 (%)	45.7%	47.7%	48.5%	48.0%
					净负债比率 (%)	84.2%	91.1%	94.0%	92.4%
					流动比率	1.74	1.80	1.87	1.96
					速动比率	1.41	1.49	1.57	1.66
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.84	0.90	0.94	0.95
					应收账款周转率	3.37	3.24	3.29	3.21
					应付账款周转率	3.29	3.20	3.21	3.13
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益	1.99	2.58	3.46	4.47
					每股经营现金流	1.74	2.70	3.17	4.21
					每股净资产	10.81	12.90	15.75	19.44
					<b>估值比率</b>				
					P/E	22.41	22.63	16.89	13.07
					P/B	4.13	4.53	3.71	3.00
					EV/EBITDA	15.60	14.86	11.07	8.26

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

## 分析师与研究助理简介

**分析师：**姜肖伟，北京大学光华管理学院硕士，应用物理学/经济学复合背景。八年电子行业从业经验，曾在深天马、瑞声科技任职，分管过战略、市场、产品及投研等核心业务部门，多年一级及二级市场投研经验，具备电子+汽车/产业+金融的多维度研究视角和深度洞察能力，汽车行业全覆盖。

**分析师：**陈飞宇，墨尔本大学硕士，主要覆盖汽车智能化及底盘方向。

## 重要声明

### 分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者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任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上；

### 公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
- 无评级—因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，致使无法给出明确的投资评级。