

# 伯特利 (603596.SH)

智能电控维持高增，底盘全域供应+机器人驱动成长

## 核心观点：

- **公司 25 年业绩表现符合预期。**根据财报，公司 25 年实现营收 120.14 亿元，同比+20.9%，实现扣非前后归母净利润 13.09/12.20 亿元，同比分别+8.3%/+9.6%；其中，25Q4 实现营收 36.57 亿元，同环比分别+8.9%/+14.5%，扣非前/后归母净利润分别为 4.18/3.61 亿元，同比分别-3.0%/-10.7%，环比分别+13.2%/+2.9%。分产品来看，公司 25 年智能电控产品/盘式制动器/轻量化制动零部件销量同比分别+34.8%/+19.7%/+5.7%，智能电控产品增速表现依旧亮眼。
- **利润率有所承压，维持高研发投入。**根据财报，公司 25 年毛利率、归母净利率和期间费用率分别为 19.6%/10.9%/8.1%，同比分别-1.5pct/-1.3pct/+0.2pct；25Q4 毛利率、归母净利率和期间费用率分别为 20.4%/11.4%/7.9%，同比分别-0.5pct/-1.4 pct/+2.1pct。
- **新产品及新技术持续突破，在手订单充沛。**根据公司年报，25 年公司电控产品在研/新增量产/新增定点项目分别为 355/182/358 项，其中，线控制动系统在研/新增量产/新增定点项目分别为 124/53/122 项，EMB 新增定点 7 项（26 年 3 月首次实现 EMB 产品小批量交付）。25 年新增定点年化收入为 95.1 亿元，同比+45.4%，25 年订单表现亮眼。此外，公司合资设立伯健传动与伯特利驱动，并投资墨甲机器人，快速完成在行星滚柱丝杠、无框力矩电机等核心零部件领域的产业布局。
- **盈利预测与投资建议：公司是国内快速进阶的制动领域龙头，海外业务扩展及底盘全域供应能力驱动公司下一阶段成长，机器人业务有望打开其后续成长空间。**我们预计公司 26-28 年 EPS 分别为 2.62/3.30/4.28 元/股，考虑公司未来几年市占率提升及业务拓展带来收入高增，结合可比公司估值，给予公司 26 年 22 倍的 PE 估值，对应合理价值 57.69 元/股，维持“买入”评级。
- **风险提示：行业竞争加剧，客户拓展不及预期，技术升级不及预期等。**

## 盈利预测：

单位:人民币百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	9,937	12,014	14,470	17,406	21,555
增长率 (%)	33.0%	20.9%	20.4%	20.3%	23.8%
EBITDA	1,715	1,852	2,301	2,816	3,526
归母净利润	1,209	1,309	1,590	2,003	2,595
增长率 (%)	35.6%	8.3%	21.5%	25.9%	29.6%
EPS (元/股)	1.99	2.16	2.62	3.30	4.28
市盈率 (P/E)	22.4	23.7	16.6	13.2	10.2
ROE (%)	18.4%	16.4%	17.5%	18.6%	20.1%
EV/EBITDA	14.6	17.3	11.5	9.0	6.7

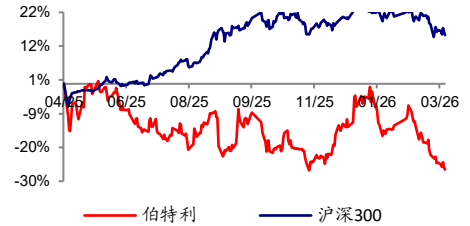
数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

## 公司评级

买入

当前价格	43.53 元
合理价值	57.69 元
前次评级	买入
报告日期	2026-04-07

## 相对市场表现



## 分析师：

罗英



SAC 执证号: S0260525110001



0755-82557403



shluoying@gf.com.cn

## 分析师：

闫俊刚



SAC 执证号: S0260516010001



021-38003682



yanjungang@gf.com.cn

## 分析师：

陈飞彤



SAC 执证号: S0260524040002



SFC CE No. BWZ819



021-38003726



gfchenfeitong@gf.com.cn

请注意，罗英、闫俊刚并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

## 相关研究：

伯特利 (603596.SH) :营 2025-05-12  
收、业绩增速依旧亮眼，利润率短期承压

**资产负债表**

单位:人民币百万元

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>流动资产总额</b>	<b>9,255</b>	<b>12,987</b>	<b>14,929</b>	<b>18,090</b>	<b>22,212</b>
货币资金	2,185	1,782	2,627	3,736	5,397
应收及预付	4,195	3,955	4,335	5,360	6,457
存货	1,420	1,807	2,087	2,415	2,873
其他	1,456	5,443	5,880	6,579	7,484
<b>非流动资产总额</b>	<b>3,531</b>	<b>4,288</b>	<b>4,229</b>	<b>4,260</b>	<b>4,200</b>
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	2,572	3,127	3,384	3,494	3,463
在建工程	447	401	371	341	311
使用权资产	5	15	15	15	15
无形资产	148	157	160	162	163
其他	358	588	298	248	248
<b>资产总额</b>	<b>12,786</b>	<b>17,276</b>	<b>19,158</b>	<b>22,350</b>	<b>26,412</b>
<b>流动负债总额</b>	<b>5,326</b>	<b>5,788</b>	<b>6,625</b>	<b>8,138</b>	<b>10,025</b>
短期借款	20	10	0	0	0
应付及预收	4,868	5,207	6,080	7,566	9,485
其他	437	571	545	572	540
<b>非流动负债总额</b>	<b>520</b>	<b>3,073</b>	<b>2,990</b>	<b>2,987</b>	<b>2,982</b>
长期借款	69	48	10	10	10
应付债券	0	2,592	2,592	2,592	2,592
其他	451	434	388	385	380
<b>负债总额</b>	<b>5,846</b>	<b>8,861</b>	<b>9,616</b>	<b>11,125</b>	<b>13,007</b>
股本	607	607	607	607	607
其他	5,949	7,391	8,503	10,165	12,319
归母权益合计	6,556	7,998	9,109	10,772	12,926
少数股东权益	384	417	433	453	479
<b>负债和股东权益</b>	<b>12,786</b>	<b>17,276</b>	<b>19,158</b>	<b>22,350</b>	<b>26,412</b>

**利润表**

单位:人民币百万元

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>营业收入</b>	<b>9,937</b>	<b>12,014</b>	<b>14,470</b>	<b>17,406</b>	<b>21,555</b>
营业成本	7,836	9,654	11,560	13,801	16,957
营业税金及附加	47	57	68	82	101
销售费用	40	60	80	96	119
管理费用	237	303	362	435	539
研发费用	576	605	709	836	1,013
财务费用	-67	8	-5	-17	-35
资产信用减值损失	-114	-3	-5	-5	-5
公允价值变动收益	1	36	0	0	0
投资收益	-4	8	8	8	8
<b>营业利润</b>	<b>1,363</b>	<b>1,533</b>	<b>1,849</b>	<b>2,327</b>	<b>3,015</b>
营业外收支	33	-4	-2	-2	-2
利润总额	1,395	1,529	1,847	2,325	3,013
所得税费用	173	208	240	302	392
<b>合并净利润</b>	<b>1,222</b>	<b>1,321</b>	<b>1,607</b>	<b>2,023</b>	<b>2,621</b>
少数股东损益	13	11	16	20	26
<b>归母净利润</b>	<b>1,209</b>	<b>1,309</b>	<b>1,590</b>	<b>2,003</b>	<b>2,595</b>
EPS (元/股)	1.99	2.16	2.62	3.30	4.28

**现金流量表**

单位:人民币百万元

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>经营活动现金流净额</b>	<b>1,058</b>	<b>867</b>	<b>1,869</b>	<b>2,137</b>	<b>2,741</b>
合并净利润	1,222	1,321	1,607	2,023	2,621
折旧摊销	301	354	460	509	550
营运资金变动	-529	-772	-244	-444	-479
其他	0	0	-104	-105	-105
<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-706</b>	<b>-3,756</b>	<b>-307</b>	<b>-632</b>	<b>-582</b>
资本性开支	-728	-782	-690	-590	-490
投资	-6	-3,078	139	-50	-100
其他	28	103	245	8	8
<b>融资活动现金流净额</b>	<b>-516</b>	<b>2,596</b>	<b>-643</b>	<b>-396</b>	<b>-498</b>
股本融资	0	22	0	0	0
债权融资	-244	-21	-81	0	0
股利分配与偿付利息	-157	-216	-323	-393	-493
其他	-114	2,810	-238	-3	-5
<b>现金净增加额</b>	<b>-164</b>	<b>-299</b>	<b>920</b>	<b>1,109</b>	<b>1,661</b>
<b>期初现金余额</b>	<b>2,170</b>	<b>2,005</b>	<b>1,707</b>	<b>2,627</b>	<b>3,736</b>
<b>期末现金余额</b>	<b>2,005</b>	<b>1,707</b>	<b>2,627</b>	<b>3,736</b>	<b>5,397</b>

**主要财务比率**

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>成长能力</b>					
营业收入增长率	33.0%	20.9%	20.4%	20.3%	23.8%
营业利润增长率	34.2%	12.5%	20.6%	25.9%	29.5%
归母净利增长率	35.6%	8.3%	21.5%	25.9%	29.6%
<b>获利能力</b>					
毛利率	21.1%	19.6%	20.1%	20.7%	21.3%
净利率	12.3%	11.0%	11.1%	11.6%	12.2%
ROE	18.4%	16.4%	17.5%	18.6%	20.1%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	45.7%	51.3%	50.2%	49.8%	49.2%
有息负债率	0.7%	15.3%	13.6%	11.6%	9.9%
流动比率	1.7	2.2	2.3	2.2	2.2
利息保障倍数	139.3	42.0	34.9	44.3	57.1
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	3.4	3.3	3.6	3.5	3.6
存货周转率	5.5	5.3	5.5	5.7	5.9
应付账款周转率	2.8	3.2	3.3	3.1	3.1
<b>每股指标</b>					
每股收益	1.99	2.16	2.62	3.30	4.28
每股净资产	10.81	13.19	15.02	17.76	21.31
每股经营现金流	1.74	1.43	3.08	3.52	4.52
<b>估值比率</b>					
PE	22.4	23.7	16.6	13.2	10.2
PB	4.1	3.9	2.9	2.5	2.0
EV/EBITDA	14.6	17.3	11.5	9.0	6.7

## 广发汽车行业研究小组

闫俊刚：联席首席分析师，吉林工业大学汽车专业学士，2013年加入广发证券发展研究中心。

陈飞彤：资深分析师，硕士，毕业于复旦大学，2021年加入广发证券发展研究中心。

周伟：资深分析师，上海交通大学工程硕士，重庆大学机械专业学士，2021年加入广发证券发展研究中心。

张力月：资深分析师，硕士，毕业于香港中文大学，2021年加入广发证券发展研究中心。

罗英：高级分析师，同济大学工程硕士，同济大学工学学士，2023年加入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。

增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦47 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港湾仔骆克道81号 广发大厦27楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。