

汽车-汽车零部件-底盘与发动机系统

2026 年 9 月 29 日

市场数据 2026.09.29

当前价格(元/股)	27.82
52 周价格区间(元/股)	22.18
总市值(百万元)	24,972
流通市值(百万元)	24,972
总股本(万股)	89,764
流通股(万股)	89,764
日均成交额(百万元)	609
近一月换手 (%)	42.06
第一大股东	YUAN,YONG BIN

<https://www.btl-auto.com/index.php/wcbs/>

公司网址

财务数据 FY 2026H1

毛利率%	19.45
净利率%	10.12
净资产收益率%	7.81
总资产收益率%	3.19
资产负债率%	56.75
股息率%	0.92
市盈率	19.07
市净率	3.03

一年期收益率比较



分析师: 李景星

Tel: 0755-23832812

执业证书编号: S0370522090001

lijingx@jyzq.cn

伯特利 (603596.SH)

— 线控底盘 XYZ 三轴布局成型, L3 产业化打开增量

评级: 增持 (首次)

- 伯特利是国内智能底盘核心 Tier1, 由传统机械制动零部件供应商成长为具备多系统供给能力的平台型企业。公司已完成制动、转向、悬架 XYZ 三轴线控底盘业务布局: 制动端 WCBS One-Box 线控制动实现大规模量产, 全球率先实现全干式 EMB 小批量交付并取得 ASIL-D 功能安全认证; 转向端通过控股豫北转向补齐全谱系 EPS 产品, 推进线控转向验证; 悬架端电控减振器、空气悬架总成临近量产。依托底盘领域电机、丝杠、运动控制的同源技术积累, 公司前瞻布局人形机器人关节核心零部件, 打造汽车主业之外的潜在第二成长曲线。全球化维度, 墨西哥工厂持续爬坡实现北美本地化配套, 摩洛哥基地规划落地, 面向欧洲市场提前布局, 逐步构建全球制造供应网络。
- 行业层面, 新能源汽车渗透率持续提升, 同时国内 L3 及以上高阶自动驾驶政策与强制性国标加速落地, L3 车型对制动、转向系统提出冗余、电信号解耦硬性安全要求, 线控底盘作为高阶智驾的底层执行硬件, 迎来明确的增量需求窗口。底盘零部件赛道技术研发、整车验证、客户认证构筑较高行业壁垒, 行业竞争格局相对集中。伯特利 WCBS 冗余版本、EMB 产品均可满足 L3 及以上自动驾驶的功能安全要求, 叠加丰富的定点储备、快速的客户响应能力, 有望充分受益于国产替代以及 L3 产业化带来的单车价值量提升。
- 盈利层面, 我们预测公司 2026-2028 年营业收入分别为 151.92、190.23、233.93 亿元, 同比增长 26.5%、25.2%、23.0%; 归母净利润 14.75、18.80、23.69 亿元, 同比增长 12.7%、27.4%、26.0%, 对应 EPS 分别为 1.64、2.09、2.64 元。L3 车型逐步上量带动冗余线控产品需求释放, 高附加值业务收入占比提升, 带动整体毛利率与盈利水平修复。
- 估值上, 我们选取拓普集团、德赛西威、科博达作为可比标的, 截至 2026 年 9 月 29 日收盘, 可比公司 TTM、2026-2028 年 PE 均值分别为 24.22x、20.55x、16.81x、14.12x; 公司对应 TTM、2026-2028 年 PE 为 17.48x、16.92x、13.28x、10.54x, 各期估值均低于可比公司平均水平, 首次覆盖给予“增持”评级。
- 风险提示: 汽车行业周期与价格战风险, 客户集中度风险, 新产品放量不及预期风险, 海外经营与贸易政策风险。

会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万元)	9,937	12,014	15,192	19,023	23,393
增长率 (%)	33.0%	20.9%	26.5%	25.2%	23.0%
归母净利润 (百万元)	1,209	1,309	1,475	1,880	2,369
增长率 (%)	35.6%	8.3%	12.7%	27.4%	26.0%
每股收益 EPS (元)	1.35	1.46	1.64	2.09	2.64
市盈率 (P/E)	20.66	19.07	16.92	13.28	10.54
市净率 (P/B)	3.81	3.20	2.77	2.36	1.99

2026 年 9 月 29 日

目录

一、伯特利：制动业务积淀深厚，智能底盘产品矩阵持续拓展	5
1.1、公司概况：深耕底盘二十载，国内智能底盘系统领军者	5
1.2、公司架构：核心团队技术引领，子公司分域专精所长	5
1.3、主要业务：线控制动为核心，多业务协同拓展	8
1.4、财务情况：收入持续增长，智能电控贡献提升	14
二、行业分析：底盘线控化推动市场扩容，高壁垒塑造竞争格局	16
2.1、底盘系统：底盘加速线控化，市场规模持续增长	16
2.2、需求端：汽车销量增长扩大配套基数，新能源与 L3 推动增量配置	22
2.3、供给端：市场集中度较高，技术与客户壁垒拉高准入门槛	25
三、竞争优势	26
3.1、制动系统：EPB 与线控制动领先优势，EMB 蓄势待发	26
(1) EPB：从先发优势到规模壁垒	26
(2) One-Box 线控制动（WCBS）：技术领先与市场份额优势	27
(3) EMB：下一代技术制高点的卡位	28
3.2、轻量化业务：海外产能与订单释放	30
(1) 供应商地位升级：从 Tier2 到 Tier1	30
(2) 产品矩阵与客户结构持续拓展	31
3.3、底盘延伸：转向与悬架布局	33
(1) 转向业务：从并购整合到线控转向进阶	33
(2) 悬架业务：电控化布局与量产临近	35
(3) 三轴融合：一体化线控底盘的平台化跃升	36
四、未来看点	38
4.1、L3 级别自动驾驶落地加速，公司线控底盘产品卡位核心赛道	38
4.2、前瞻性布局具身机器人赛道，依托底盘同源技术构筑先发优势	39
五、盈利预测与估值	41
六、风险提示	43

2026 年 9 月 29 日

图表目录

图表 1: 公司发展历程	5
图表 2: 公司主要股东及控制关系	6
图表 3: 董事及高级管理人员情况	6
图表 4: 2021-2025 年公司研发人员数量和研发人员占比	7
图表 5: 主要经营主体与业务布局	8
图表 6: 公司主要产品	9
图表 7: 公司主要线控制动产品覆盖不同车型及自动驾驶等级	10
图表 8: 公司前、后轮 EMB 产品	10
图表 9: 公司转向 EPS 代表产品及优势	11
图表 10: 公司电控悬架产品	12
图表 11: 公司 ADAS 代表产品及优势	12
图表 12: 公司轻量化底盘零部件、电动尾门产品	13
图表 13: 2022—2025 年营业收入与归母净利润	14
图表 14: 2021-2025 年公司分产品经营情况	15
图表 15: 2022-2025 年公司费用率	15
图表 16: 智能底盘产业链	16
图表 17: 2021-2025 年中国铝锭、铸造生铁平均价格	17
图表 18: 制动系统技术演进, 从机械液压到电子控制	17
图表 19: 线控制动两类技术路线比较	18
图表 20: 2021-2030 年全球及中国制动系统市场规模(十亿元)	19
图表 21: 2021-2030 年全球及中国线控制动市场规模(十亿元)	19
图表 22: 2021-2030 年全球及中国汽车转向系统市场规模(十亿元)	20
图表 23: 2021-2030 年全球及中国汽车悬架及空气悬架市场规模(十亿元)	20
图表 24: 2021-2030 年全球及中国汽车底盘轻量化零部件市场规模	21
图表 25: 燃油汽车成本解构	21
图表 26: 新能源汽车成本解构	22
图表 27: 2021-2026E 年我国汽车产销量与出口量	22
图表 28: 2021-2026E 年我国新能源汽车销量及占比	23
图表 29: 底盘成本解构	24
图表 30: Mercedes-Benz 已量产 L3 冗余架构图	25
图表 31: 主要底盘供应商的公开技术布局	25
图表 32: 底盘产品由定点至量产的主要环节	26
图表 33: 公司 EPB 产品在国内市场排中国品牌供应商第一	27
图表 34: WCBS 的核心优势	28
图表 35: 公司线控制动产品在国内市场排中国品牌供应商第一	28
图表 36: 伯特利 EMB 技术演进与量产时间线	29
图表 37: 公司 EMB 产品具备领先优势	29
图表 38: 伯特利轻量化业务从 Tier2 跃迁为 Tier1	30
图表 39: 墨西哥工厂建设情况和战略定位	31
图表 40: 公司海外收入不断增长	32
图表 41: 伯特利构建"墨西哥守北美、摩洛哥拓欧洲、芜湖大本营支撑全球出口"格局	33
图表 42: 豫北转向智能电动转向系统	34

2026 年 9 月 29 日

图表 43: 线控转向取消刚性连杆, 转向动作由电控系统精确分配	35
图表 44: 伯特利电控悬架系统示意图	36
图表 45: XYZ 三轴线控底盘示意图	37
图表 46: L3 自动驾驶关键动作时间线	38
图表 47: L3 以上自动驾驶市场规模自 2026 年快速增长	39
图表 48: 中国工业具身智能市场规模及预测	40
图表 49: 伯特利机器人赛道积极布局	40
图表 50: 公司未来三年各业务经营情况预测 (百万元)	41
图表 51: 公司 2026-2028 年业绩预测 (百万元)	42
图表 52: 伯特利与可比公司估值	43

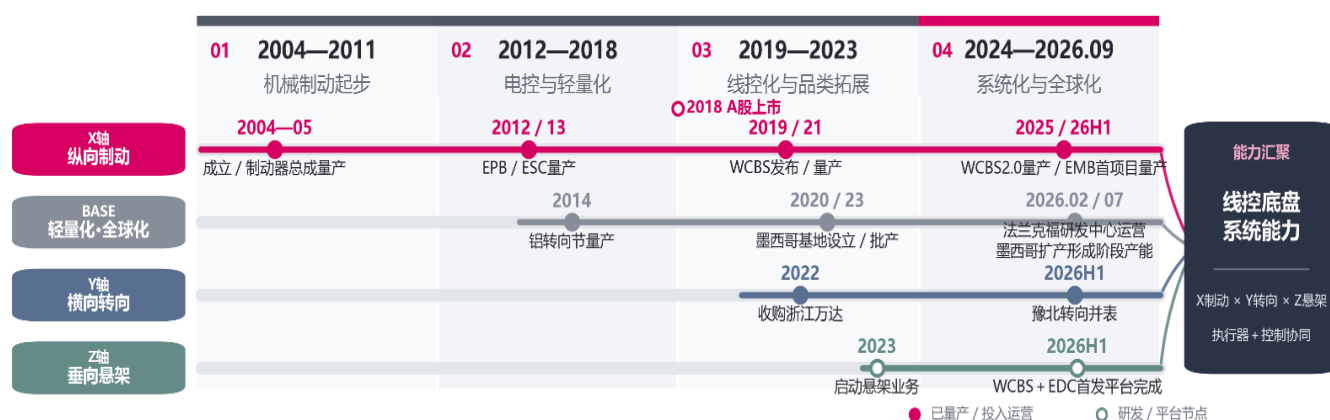
2026 年 9 月 29 日

一、伯特利：制动业务积淀深厚，智能底盘产品矩阵持续拓展

1.1、公司概况：深耕底盘二十载，国内智能底盘系统领军者

公司从机械制动起步，已成为国内智能底盘系统龙头。伯特利成立于 2004 年，早期以盘式制动器、卡钳等机械制动产品起步，2012 年实现电子驻车制动系统（EPB）量产，2014 年铝制转向节量产，2018 年登陆上交所；此后公司加快电子化与系统化升级，2021 年首个线控制动系统（WCBS）项目量产，2022 年通过收购浙江万达进入转向领域，并实现首个高级驾驶辅助系统（ADAS）项目量产。2023 年以来，公司进一步布局悬架产品与海外产能，2025 年 WCBS 2.0 实现量产，2026 年上半年电子机械制动系统（EMB）首个项目量产并完成豫北转向控股收购。伴随产品线持续扩展，公司已由机械制动零部件供应商逐步成长为覆盖底盘多系统的解决方案提供商。

图表 1：公司发展历程



数据来源：公司公告，金元证券研究所整理

1.2、公司架构：核心团队技术引领，子公司分域专精所长

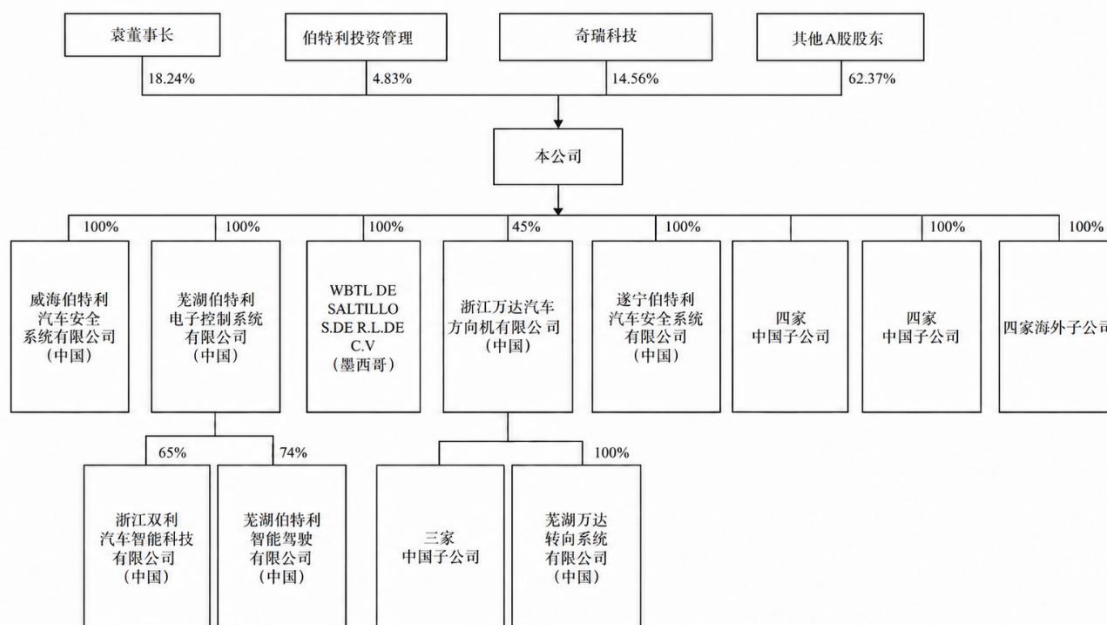
创始人主导经营，股权结构较为稳定。截至 2026 年 6 月末，董事长兼总经理袁永彬直接持股 18.24%，伯特利投资持股 4.83%，两者为一致行动人，合计持股 23.07%；奇瑞科技持股 14.56%，为第二大股东。袁永彬为公司实际控制人，长期主导公司的技术研发和经营管理；奇瑞产业体系为公司早期业务发展提供了客户基础，随后公司客户结构不断多元化、国际化，扩大至其他自主品牌、合资及海外车企。

请务必仔细阅读本报告最后部分的免责声明

曙光在前 金元在先

2026 年 9 月 29 日

图表 2：公司主要股东及控制关系



数据来源：公司公告，金元证券研究所整理

核心管理团队线控底盘系统研发经验丰富，研发人员持续扩充。袁永彬拥有机械工程博士学位，曾任天合汽车集团北美技术中心高级经理及亚太区基础制动总工程师；副总经理蔡春具有多年底盘设计与项目管理经验。2021-2025 年，公司研发人员由 481 人增长至 1,535 人，年复合增长率约 33.7%。截至 2026 年 6 月，全球研发团队接近 1,900 人。

图表 3：董事及高级管理人员情况

姓名	职位	经历
袁永彬 (Yuan Yongbin)	董事长、执行董事兼总经理	袁董事长于 1991 年 11 月获得美国密歇根理工大学机械工程博士学位。袁董事长自 2009 年至 2011 年担任联合国世界车辆法规协调论坛中国工作组委员会(C-WP29)专家，并自 2010 年至 2014 年担任中国汽车工业协会制动器委员会理事；自 2016 年至今担任中国汽车工业协会制动系统分会（前称中国汽车工业协会制动器委员会）副理事长；自 2023 年 10 月起担任中国汽车工程学会理事会第十届执行理事；自 2026 年 1 月起担任全国汽车标准化技术委员会第六届委员。
陈忠喜	执行董事、副总经理、董事会秘书	陈忠喜先生，53 岁，于 2008 年 3 月至 2023 年 6 月担任本公司财务总监，2015 年 6 月至今担任董事会秘书，2021 年 6 月至今担任本公司副总经理，2024 年 9 月至今担任董事，并自 2026 年 4 月调任为执行董事，负责本集团日常经营管理。陈先生历任本公司多家子公司董事，

请务必仔细阅读本报告最后部分的免责声明

曙光在前 金元在先

2026 年 9 月 29 日

包括：(i)自 2012 年 12 月起担任威海伯特利汽车安全系统有限公司董事；(ii)自 2016 年 12 月起担任遂宁伯特利汽车安全系统有限公司董事；(iii)自 2014 年 7 月起担任芜湖伯特利电子控制系统有限公司董事；(iv)自 2020 年 10 月起担任 WBTLDESALTILLO,S.DER.L.DEC.V 董事；(v)自 2022 年 5 月起担任浙江万达汽车方向机有限公司董事；及(vi)自 2023 年 10 月起担任浙江双利汽车智能科技有限公司董事。

蔡春

副总经理

蔡春先生，45 岁，于 2004 年 9 月加入本集团，自 2004 年 9 月至 2014 年 1 月，历任本公司的主任工程师、经理、高级经理、副总监、总经理助理兼设计总监、项目管理部总监，自 2018 年 6 月至 2024 年 9 月担任董事，自 2015 年 6 月至今担任本公司副总经理，负责监管本集团相关业务模块。蔡先生亦从 2022 年 5 月至 2026 年 4 月担任浙江万达汽车方向机有限公司董事长、总经理。

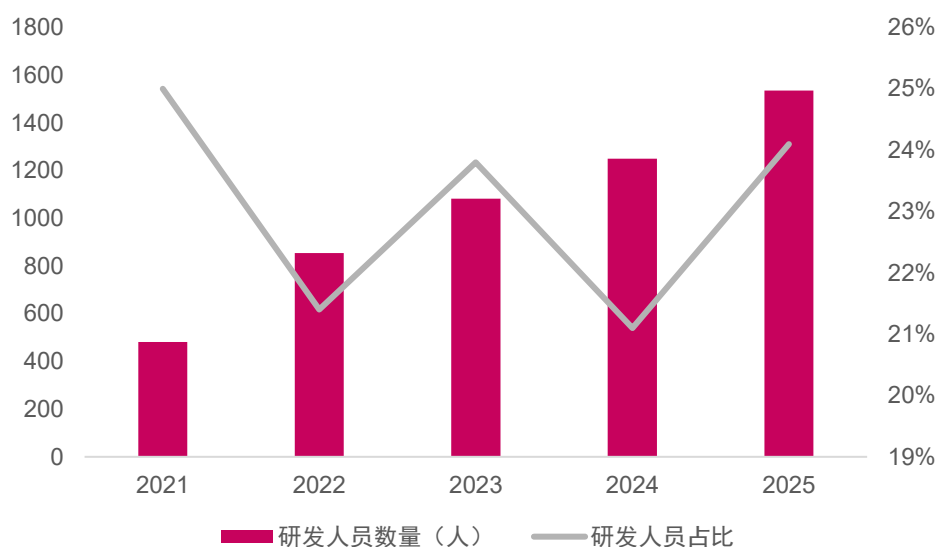
王孝杰

财务总监

王孝杰女士，43 岁，于 2007 年 1 月加入本集团，自 2007 年 1 月至 2014 年 2 月历任本公司的财务会计、财务主管、财务经理，自 2019 年 12 月至 2023 年 6 月担任本公司财务经理。自 2023 年 6 月至今担任本公司财务总监，负责监管本集团财务管理。王女士自 2022 年 5 月至今担任浙江万达汽车方向机有限公司监事。王女士亦自 2019 年 12 月至今担任本公司子公司芜湖伯特利智能驾驶有限公司监事。

数据来源：公司公告，金元证券研究所整理

图表 4：2021-2025 年公司研发人员数量和研发人员占比



数据来源：公司公告，金元证券研究所整理

子公司分工布局，多主体协同赋能。伯特利电子及威海、唐山等生产主体承接已有产品制造；公司 2022 年收购浙江万达进入转向领域，2026 年控股豫北转向，进一步补充 C-EPS、DP-EPS 和 R-EPS 等产品，并扩大客户与产能覆盖；公司设立伯特利悬架、伯特利驱动和伯健传动，分别推进悬架、

请务必仔细阅读本报告最后部分的免责声明

曙光在前 金元在先

2026 年 9 月 29 日

电机和丝杠等产品开发。通过自主研发与外延并购并举，公司缩短了进入相邻领域的周期，加快补齐制动之外的底盘产品与关键部件能力。

图表 5：主要经营主体与业务布局

业务方向	主要主体	主要业务及布局
制动及电子控制	伯特利电子、唐山伯特利等	伯特利电子开展汽车电子及控制系统零部件、软硬件和总成的研发制造；唐山伯特利等承担制动及相关汽车零部件制造
转向	万达方向机、豫北转向及下属企业	开展机械转向器、转向管柱及电动助力转向系统等产品的研发制造，并推进线控转向技术开发
悬架	伯特利悬架	承接悬架业务布局及相关汽车零部件研发；公司集团层面已布局空气弹簧、供气单元和 EDC 电控减振器等产品
轻量化零部件	威海伯特利、墨西哥伯特利	开展铸铝转向节、控制臂、副车架及铸铝制动器等轻量化底盘零部件的研发制造；墨西哥基地主要服务北美客户
关键零部件	伯特利驱动、伯健传动	布局制动及转向类电机、无框力矩电机、滚珠丝杠和行星滚柱丝杠等产品，服务线控底盘并向机器人零部件延伸
海外研发	美国底特律、德国法兰克福研发中心	服务北美及欧洲客户，开展机械设计、电子硬件等本地化研发与技术支持
海外制造与销售	墨西哥伯特利、新加坡伯特利、摩洛哥伯特利	墨西哥基地承担轻量化零部件及制动钳制造，新加坡伯特利从事汽车零部件销售，摩洛哥基地规划布局制动、转向及悬架产品

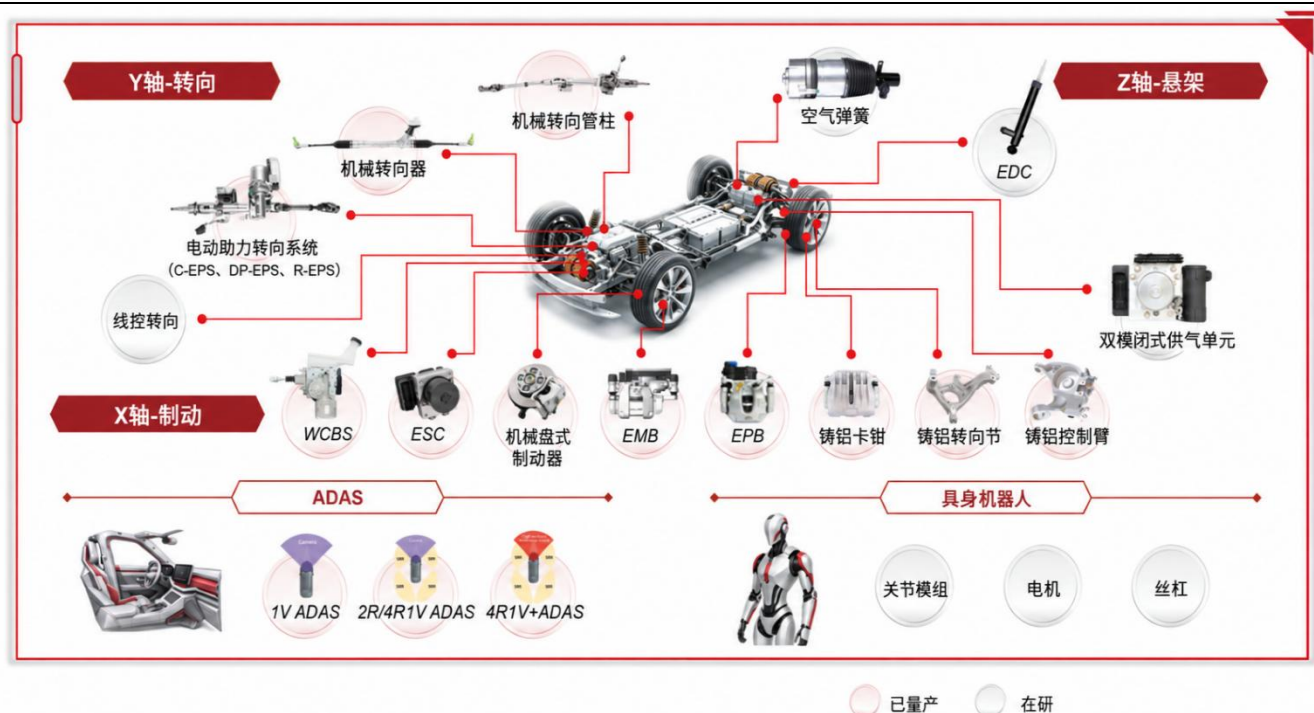
数据来源：公司公告，金元证券研究所整理

1.3、主要业务：线控制动为核心，多业务协同拓展

公司以底盘 XYZ 三轴对应的三大运动控制产品为核心，同步布局多类延伸业务。公司目前已构建覆盖汽车制动系统、汽车转向系统、汽车悬架系统、汽车智能驾驶系统及轻量化零部件的业务矩阵，具备从产品自主研发、匹配验证到量产交付的全过程能力。

2026 年 9 月 29 日

图表 6：公司主要产品



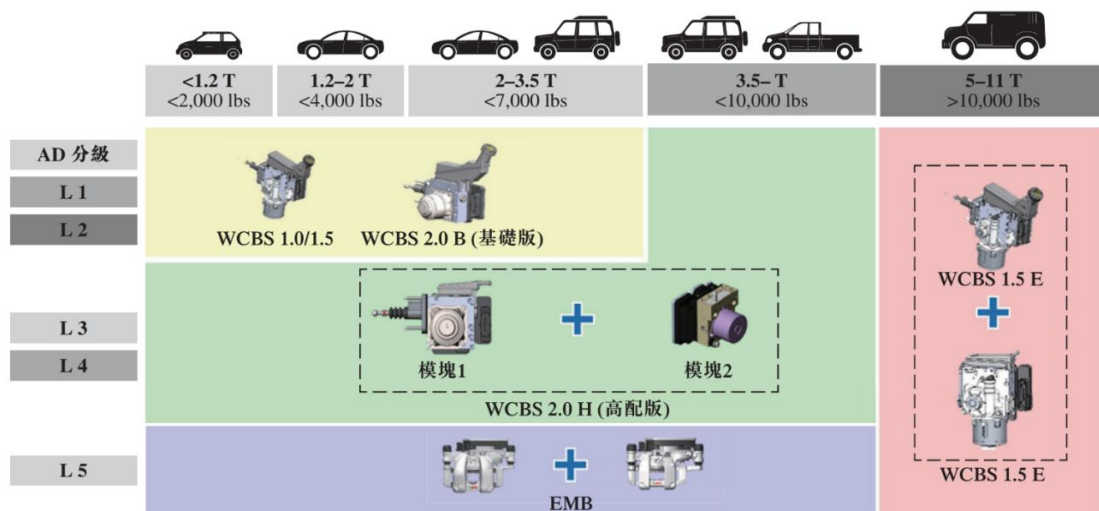
数据来源：公司公告，金元证券研究所整理

WCBS 是公司当前线控业务核心,在电液式线控制动系统(EHB)中采用 One-Box 集成方案,通过电子控制建立液压,再由液压推动卡钳。WCBS 已向 2025 年中国销量前十车企中的 7 家供货;2025 年新增量产项目 53 项,2026 年上半年新增 37 项,客户覆盖与项目数量持续扩大。

当前国内 EHB 市场 One-Box 方案已经成为行业主流。行业 One-Box 售价区间通常在 1500-1600 元,大规模采购下价格可进一步下探,产品具备可观的降本空间。降本来源分为上游供应链规模采购以及内部生产效率优化两大维度,预计可实现 15%-20%的降本幅度,其中芯片、滚珠丝杠、电机是核心降本部件,凭借国产化与规模采购具备较高降本潜力。EHB 市场经历前期激烈价格战后,在反内卷政策引导下,价格竞争节奏有望放缓。

2026 年 9 月 29 日

图表 7: 公司主要线控制动产品覆盖不同车型及自动驾驶等级

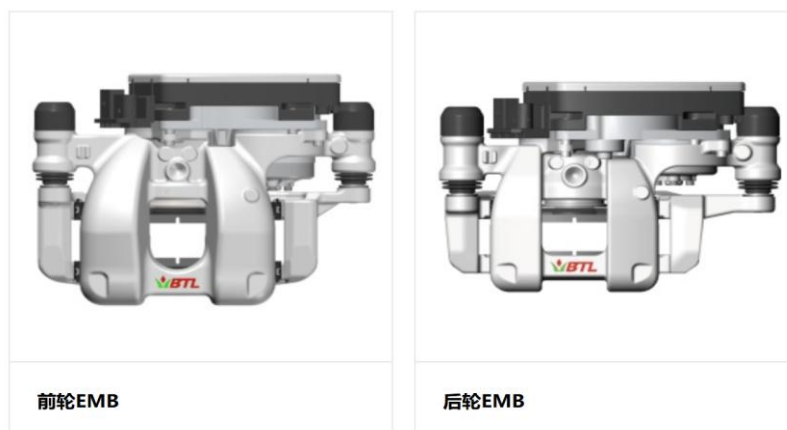


数据来源：公司公告，金元证券研究所整理

公司 EMB 线控制动产品率先取得技术突破，提提前瞻性布局，通过轮端电机直接驱动制动器，取消液压管路，由轮端电机和精密传动机构直接产生制动力，可对各车轮进行独立控制。2026 年上半年，公司首个 EMB 项目实现量产；截至 2026 年 5 月，首条量产线第 1 万件产品下线，产品由研发验证进入规模交付阶段。WCBS 与 EMB 分别面向不同整车架构和开发周期，共同提高公司的线控制动技术能力。

EMB 技术路线包含全干式以及“前湿后干”混合架构，伯特利 EMB 产品以全干式为主，可实现前轮、后轮全覆盖，可适配不同整车冗余设计需求；同时 EMB 价值的充分释放高度依赖线控底盘跨域协同，需要与线控转向、电控悬架等执行部件联动，底盘域集成能力将成为供应商的核心竞争壁垒。

图表 8: 公司前、后轮 EMB 产品



2026 年 9 月 29 日

数据来源：公司官网，金元证券研究所整理

并购补齐转向产品谱系, EPS 打下现有业务基础, SBW 面向下一阶段升级。公司转向产品包括管柱、中间轴、机械转向器、液压助力及电动助力转向系统(EPS)。EPS 通过电机提供转向助力, 保留方向盘至车轮的机械传动。豫北转向并入后, 公司产品覆盖管柱式、双小齿轮式、齿条式等 EPS 类型, 车型适配范围进一步扩大。

图表 9：公司转向 EPS 代表产品及优势

产品系列	代表产品	核心产品优势
C-EPS		紧凑且具成本效益的设计：C-EPS 将助力电机及减速箱直接集成于转向管柱上, 结构紧凑, 为客户实现成本效益。 采用先进技术：采用无刷电机及先进的蜗轮蜗杆传动技术, 在各种驾驶条件下 (包括高速行驶及低速操控) 提供适当的转向辅助, 从而提升驾驶安全性及稳定性。 节能环保：满足新能源汽车及乘用车的能源效率及环保要求。
DP-EPS		双小齿轮架构：DP-EPS 采用双小齿轮架构, 其中一个小齿轮连接转向轴以传递驾驶者输入, 另一个小齿轮连接电机以提供辅助。此配置使辅助功能可通过独立的传动路径运行, 实现更细腻的转向手感、更快的响应速度及更高的兼容性, 适用于高级驾驶功能。 集成电控及电机架构：率先采用集成电控及电机架构, 兼容符合 ASIL-D 等级的功能安全设计, 并全面支持 L3+高级自动驾驶场景。 全生命周期稳定运行：传动系统采用灵活的斜齿轮匹配及先进的齿隙补偿技术, 确保在整个生命周期内运行平稳、低 NVH 表现。
R-EPS		电机动力直接作用于齿条：R-EPS 将电机辅助直接施加于转向齿条, 提供与转向输入相对应的直接推拉力。此架构可实现更高的输出负载、更佳的转向精度及更线性的控制特性, 使其适用于较重型的车辆, 并有助于先进控制算法的应用。 集成电控及电机架构：率先采用集成电控及电机架构, 不仅兼容符合 ASIL-D 等级的功能安全设计, 更全面支持 L3+高级自动驾驶场景。 更高效能的性价比解决方案：配备高精度滚珠丝杠机构, 经优化以减少摩擦及噪音, 同时提升承载能力及耐用性。

数据来源：公司公告，金元证券研究所整理

2026 年 9 月 29 日

悬架布局推动制动与减振协同，扩大公司底盘系统供货范围。公司围绕 EDC 电控减振器、双模供气单元和空气弹簧展开布局，分别承担阻尼调节、气体供给和车身承载及高度调节。2026 年上半年，液压 WCBS 集成 EDC 控制的方案完成首发平台，WCBS 2.1F 完成 B 样发布并搭载客户量产车型推进验证。悬架控制与 WCBS 共享传感、控制和通信资源，有望提升公司在底盘系统集成环节的供货深度。

图表 10：公司电控悬架产品



数据来源：公司官网，金元证券研究所整理

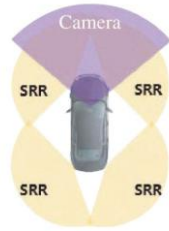
连接智能驾驶感知与底盘执行，ADAS 已由前瞻研发进入商业化扩张阶段。公司 2019 年切入视觉感知领域，2022 年首个 ADAS 产品实现量产，目前已形成 1V、2R/4R1V 和 4R1V+ 三类方案，覆盖 L2 至 L2+ 驾驶辅助需求。截至 2025 年末，公司 ADAS 已应用于近 50 个量产项目；符合第四代欧规要求的 G26 前视摄像头于 2025 年投产，全年新增 70 万套 ADAS 装配产能，智能驾驶业务收入实现快速增长。2026 年上半年，公司 ADAS 在研项目达到 46 项，同比增长 155.56%，新增定点 22 项，同比增长 37.50%。项目和产品层级持续扩张，ADAS 有望成为公司由底盘执行端向感知端延伸的重要增长点。

图表 11：公司 ADAS 代表产品及优势

产品系列	代表产品	核心产品优势
1V ADAS		符合国际标准：满足欧洲智能车速辅助系统监管规定以及信息安全要求。 具成本效益的解决方案：针对入门级 ADAS 应用，提供具成本效益的解决方案，适用于基础驾驶辅助功能。

2026 年 9 月 29 日

2R/4R1V ADAS



变道及安全功能：基于角雷达集成，实现变道功能及各项安全功能。

增强的感知能力：提供更优异的环境及道路感知能力，支持巡航辅助，并实现道路识别及变道检测等功能。

4R1V+ ADAS



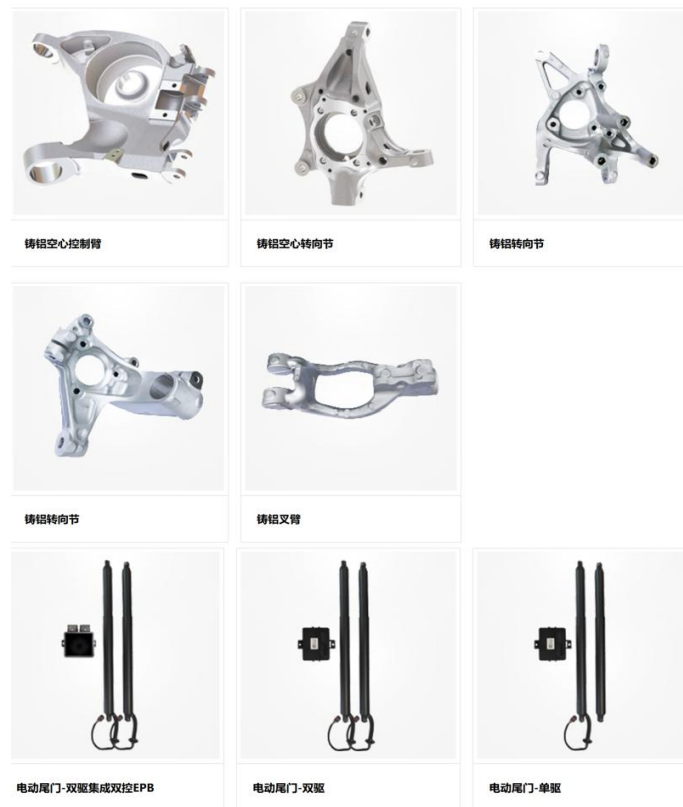
高速公路自动驾驶支持：内置适用于高速公路驾驶的自动驾驶功能，确保在高速工况下稳定可靠运行。

集成架构实现的高精度定位：在简化的域控制器架构内融入基于视觉信号的定位技术，降低结构复杂性及成本。

数据来源：公司公告，金元证券研究所整理

轻量化业务与底盘产品形成配套，其他新业务围绕既有技术延伸布局。公司铸铝转向节、控制臂及卡钳等产品帮助整车降低重量，并已进入国内外客户供应链。除底盘产品外，电动尾门已实现批量生产；机器人业务则围绕丝杠、电机和关节模组开展研发及产业化，现阶段仍处培育期。

图表 12：公司轻量化底盘零部件、电动尾门产品



数据来源：公司官网，金元证券研究所整理

请务必仔细阅读本报告最后部分的免责声明

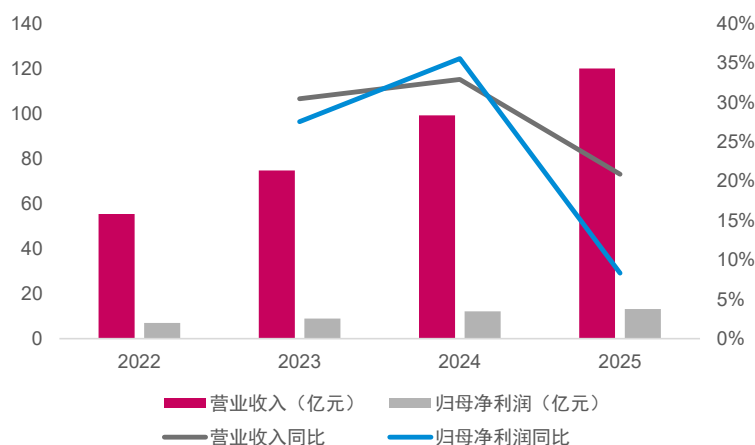
曙光在前 金元在先

2026 年 9 月 29 日

1.4、财务情况：收入持续增长，智能电控贡献提升

公司营业收入规模持续扩大，净利润水平稳健提升。2022-2025 年，公司营业收入由 55.39 亿元增至 120.14 亿元，年均复合增长 29.44%；归母净利润由 6.99 亿元增至 13.09 亿元，年均复合增长 23.28%。

图表 13：2022—2025 年营业收入与归母净利润

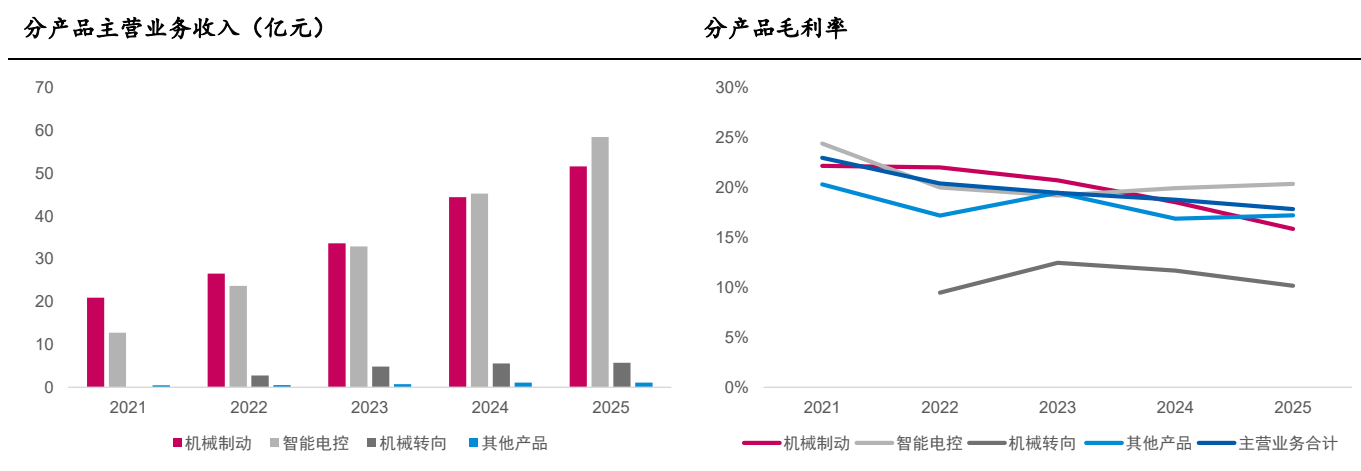


数据来源：公司公告，金元证券研究所整理

公司产品结构持续向高附加值的智能电控倾斜，业务增长动能切换。2025 年，智能电控收入 58.55 亿元，占主营业务收入 50.00%；机械制动收入 51.70 亿元，占比 44.15%；机械转向收入 5.74 亿元，占比 4.90%。从盈利水平看，智能电控毛利率长期处于高位，阶段性回落至 2023 年 19.24% 后持续修复，2025 年回升至 20.40%，在核心业务中盈利韧性相对更强；机械制动毛利率呈单边下行态势，由 2021 年 22.20% 逐年回落至 2025 年 15.87%，传统机械底盘业务盈利持续承压；机械转向受业务规模限制，对整体盈利影响有限；其他产品毛利率维持在 17%-20% 区间震荡。随着高附加值电控产品收入占比进一步提升，产品结构优化将进一步优化。

2026 年 9 月 29 日

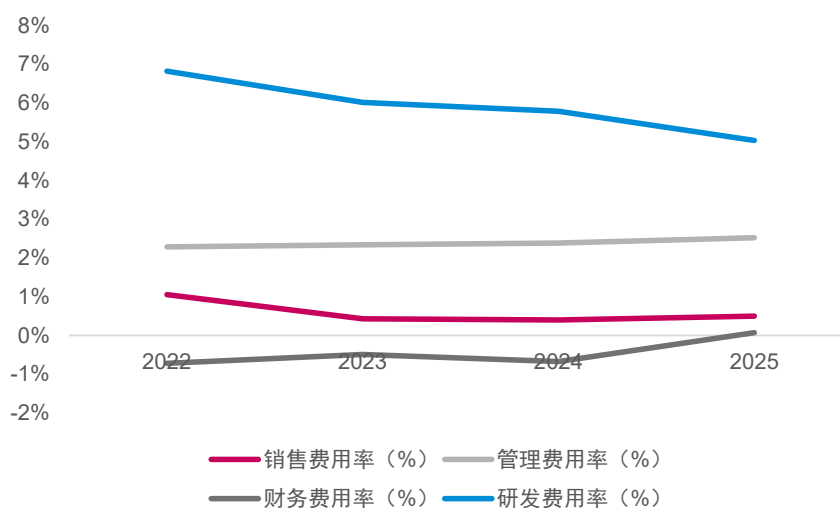
图表 14：2021-2025 年公司分产品经营情况



数据来源：公司公告，金元证券研究所整理

期间费率有所抬升，研发费用率随收入扩张回落。2025 年销售、管理及财务费用率分别为 0.50%、2.52% 和 0.07%，三费率合计 3.09%，较 2024 年上升 0.98 个百分点。其中，财务费用受利息支出和汇兑损失增加影响，由净收益转为费用。同期研发费用 6.05 亿元，同比增长 5.21%，研发费用率为 5.04%，较上年下降 0.75 个百分点；收入增长对研发投入形成一定摊薄。

图表 15：2022-2025 年公司费用率



数据来源：公司公告，金元证券研究所整理

2026 年 9 月 29 日

二、行业分析：底盘线控化推动市场扩容，高壁垒塑造竞争格局

2.1、底盘系统：底盘加速线控化，市场规模持续增长

产业链上游提供材料与电子部件，下游直接服务整车厂。底盘系统上游主要包括钢、铝等金属材料，以及芯片、传感器、电机、丝杠和电路板等部件；中游完成机械结构、电子硬件、控制软件、系统集成、制造与验证；下游主要为乘用车及商用车整车厂。产品电子化程度提高后，中游供应商需要同时处理机械性能、控制响应、功能安全和整车匹配，供货形态也由单个零件逐步扩展至总成及系统方案。

图表 16：智能底盘产业链

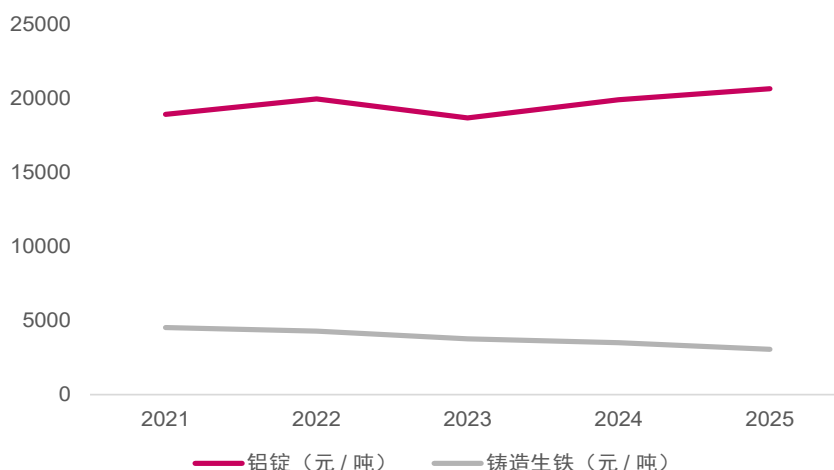


数据来源：公司公告，金元证券研究所整理

汽车底盘系统核心零部件行业的主要原材料包括铝锭和铸造生铁。铝锭均价在过去几年相对稳定，期间波动主要受能源成本波动和供需关系变化的影响。铸造生铁均价从 2021 年的 4,529 元/吨下降至 2025 年的 3,065 元/吨，主要与上游原材料成本回落、行业供给端产能释放以及下游需求相对偏弱相关。

2026 年 9 月 29 日

图表 17：2021-2025 年中国铝锭、铸造生铁平均价格



数据来源：公司公告，金元证券研究所整理

智能底盘是车辆运动控制的执行层，制动是底盘线控化落地的优先环节。智能驾驶系统完成环境感知和路径决策后，仍需通过底盘执行减速、转向和姿态调节。传统底盘主要依靠机械或液压结构传递驾驶员操作，智能底盘则增加传感器、控制器和电动执行机构，使车辆能够同时响应驾驶员与整车控制系统的指令。从商业化进程看，线控制动已经进入规模应用阶段，线控转向和主动悬架仍处于导入。

图表 18：制动系统技术演进，从机械液压到电子控制



数据来源：金元证券研究所整理

制动系统正由以机械液压链路传递为主向电子控制演进。按使用场景，汽车制动系统可分为行车制动、驻车制动、应急制动和辅助制动，其中行车制动承担车辆行驶过程中的减速与停车。传统行车制动主要通过踏板、助

2026 年 9 月 29 日

力器、主缸和液压管路传递制动请求；线控制动则利用传感器识别驾驶员或整车控制器的减速需求，由控制器计算目标制动力，再驱动电机或电液执行机构完成制动。电子控制提高了制动力调节的精度和响应速度，也为主动制动、制动力协调及故障冗余提供了基础。

线控制动沿 EHB 与 EMB 两条路线演进。电液式线控制动（EHB）由电机建立液压，再通过液压回路驱动轮端制动器；电子机械制动（EMB）由轮端电机和传动机构直接产生夹紧力。EHB 延续成熟液压执行体系，是当前主力量产路线；One-Box 将助力、建压及 ABS/ESC 等功能集成于同一单元，相较 Two-Box 减少部件与安装空间。EMB 取消相应制动液和轮端液压管路，具备四轮独立控制潜力，但对电机、精密传动、热管理、NVH、耐久及失效运行安全提出更高要求。

从产业演进角度，EMB 并非完全替代 EHB，2025-2035 年 EHB 与 EMB 将处于长期共存格局：EHB 依托成熟可靠、成本可控的特性，仍将是市场主流方案；EMB 虽然具备响应速度快、四轮独立控制、布置自由度高等优势，但硬件与软件开发难度较 EHB 更高，同时面临热管理、NVH、功能安全冗余、验证周期长、成本偏高的现实约束。当前阶段主机厂大多将 EMB 作为前瞻技术布局，随着 2-3 年后成本下降及高阶自动驾驶愈发普及，EMB 有望迎来大规模商业化落地。

图表 19：线控制动两类技术路线比较

比较维度	EHB（电液式线控制动）	EMB（电子机械制动）
执行方式	电机建压，液压驱动轮端卡钳	轮端电机及传动机构直接产生夹紧力
液压系统	保留液压回路	取消相应制动液和轮端液压管路
典型形态	Two-Box、One-Box；后者集成度更高	四轮独立执行，亦可与液压系统构成混合方案
主要优势	技术成熟、量产基础较好、易于兼容现有底盘	响应快、轮端独立控制、布置自由度较高
核心难点	压力控制、系统集成、功能安全与冗余	电机与精密传动、热管理、NVH、耐久及冗余
产业阶段	已规模应用，向 One-Box 和冗余方案升级	由验证走向商业化早期

数据来源：公司公告，Bosch，ZF，金元证券研究所整理

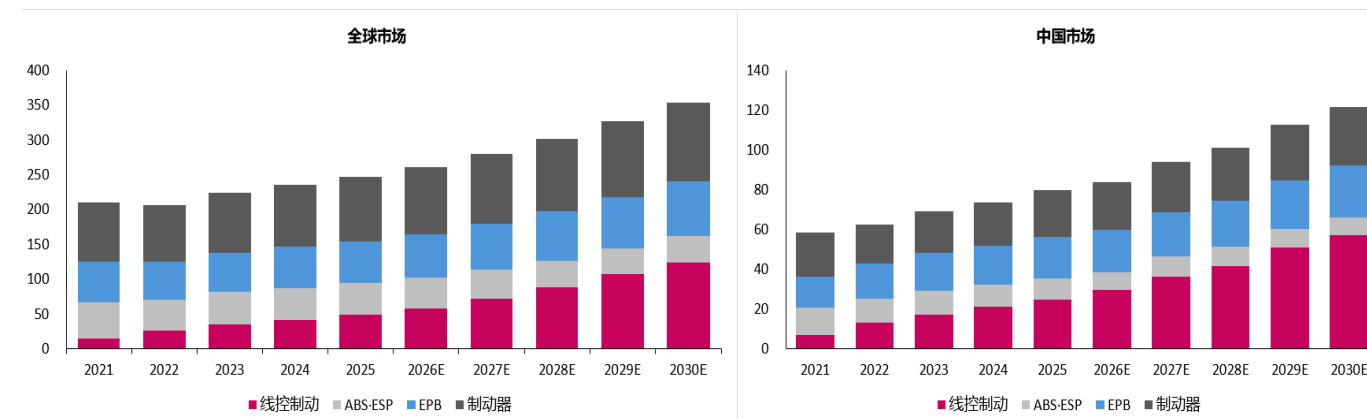
制动系统市场规模稳步增长，2026-2030 年全球和我国市场规模分别达到 3,537 亿元和 1,214 亿元，CAGR 分别为 8.0%和 9.7%。传统机械制动、EPB 及 ABS/ESP 仍构成市场基本盘，但线控制动有望成为行业扩容的主要来源。

请务必仔细阅读本报告最后部分的免责声明

曙光在前 金元在先

2026 年 9 月 29 日

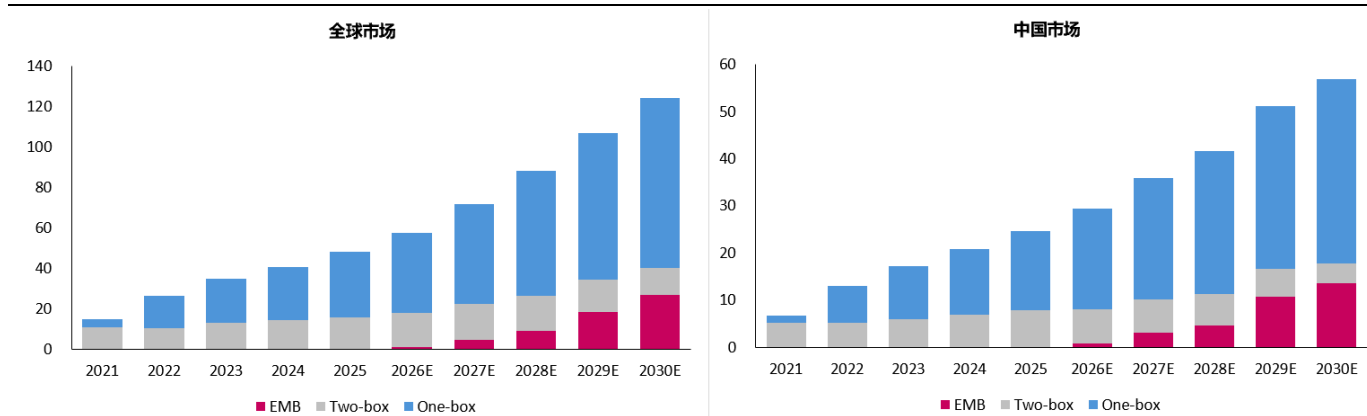
图表 20：2021-2030 年全球及中国制动系统市场规模(十亿元)



数据来源：公司公告，金元证券研究所整理

线控制动市场保持较快增长, One-box 规模扩张与 EMB 商业化落地将成为线控制动市场的主要增量来源。2026-2030 年市场规模分别达到 1,241 亿元和 569 亿元, CAGR 分别为 21.2%和 18.0%。分技术路线看, One-box 凭借较高的系统集成度持续替代 Two-box, 预计 2030 年中国市场规模达到 390 亿元, CAGR 达到 16.2%; EMB 则自 2026 年起进入放量阶段, 2030 年有望增至 136 亿元, CAGR 达到 111.1%。

图表 21：2021-2030 年全球及中国线控制动市场规模 (十亿元)

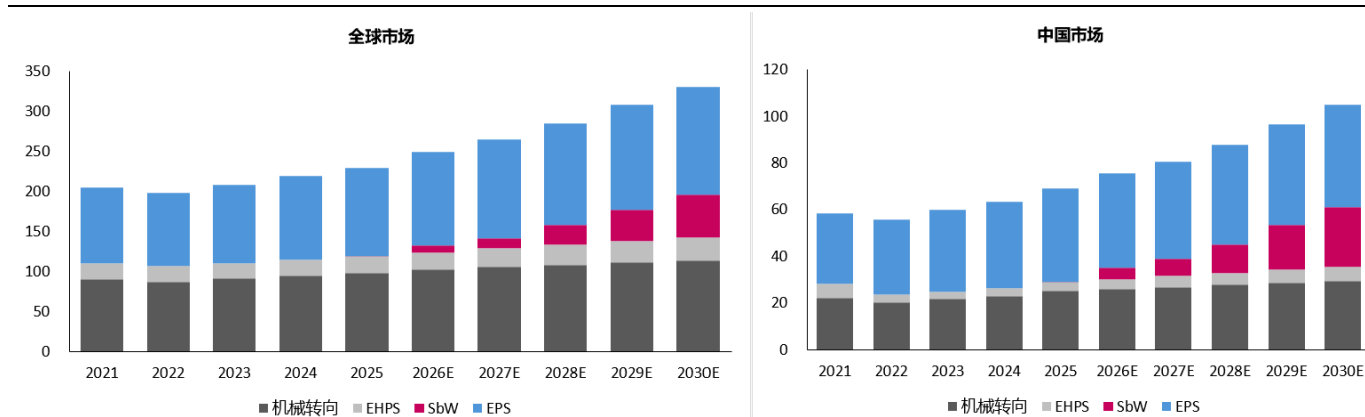


数据来源：公司公告，金元证券研究所整理

转向系统稳步扩容, 线控转向进入高速放量期。2026—2030 年, 全球汽车转向系统市场规模预计由 2,488 亿元增至 3,303 亿元, CAGR 为 7.3%; 中国市场规模预计由 756 亿元增至 1,048 亿元, CAGR 为 8.5%。其中, 线控转向仍处于高增速的导入期, 全球和中国市场在 2030 年市场规模分别可达到 533 亿元和 256 亿元; 受低基数影响, CAGR 分别约为 58.1%和 50.2%。

2026 年 9 月 29 日

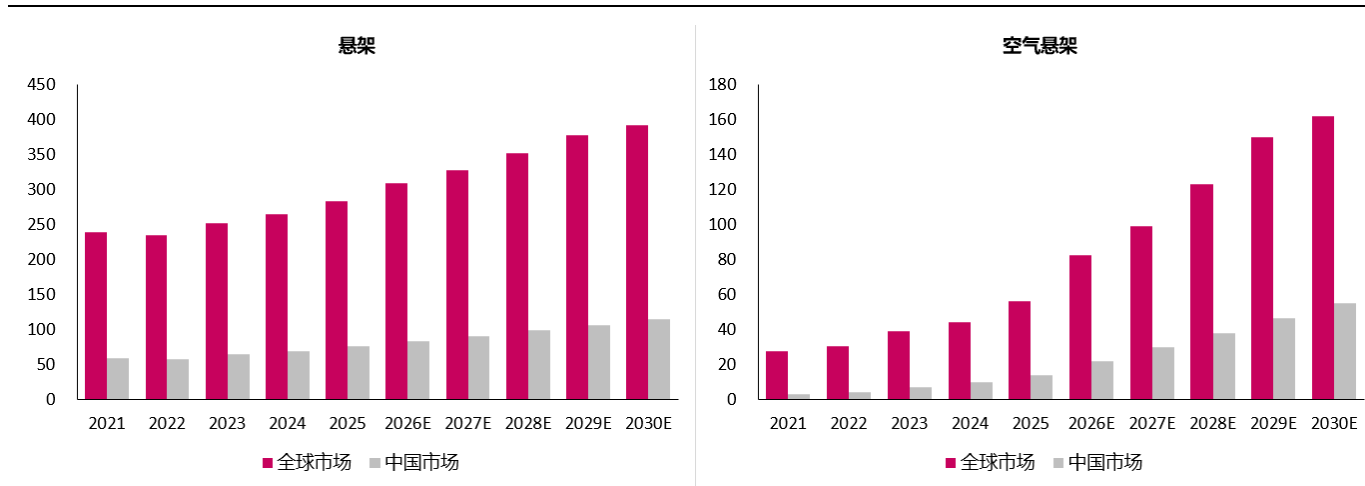
图表 22：2021-2030 年全球及中国汽车转向系统市场规模（十亿元）



数据来源：公司公告，金元证券研究所整理

悬架系统市场保持稳健增长，空气悬架成为高景气细分领域。2025—2030 年，全球汽车悬架系统市场规模预计由 2,829 亿元增至 3,916 亿元，五年 CAGR 为 6.7%；中国市场规模预计由 760 亿元增至 1,146 亿元，五年 CAGR 为 8.6%。其中，随着整车对乘坐舒适性和车身姿态控制的要求提升，全球空气悬架市场规模预计由 562 亿元增至 1,618 亿元，五年 CAGR 为 23.6%；中国市场规模预计由 140 亿元增至 547 亿元，五年 CAGR 为 31.3%。

图表 23：2021-2030 年全球及中国汽车悬架及空气悬架市场规模（十亿元）



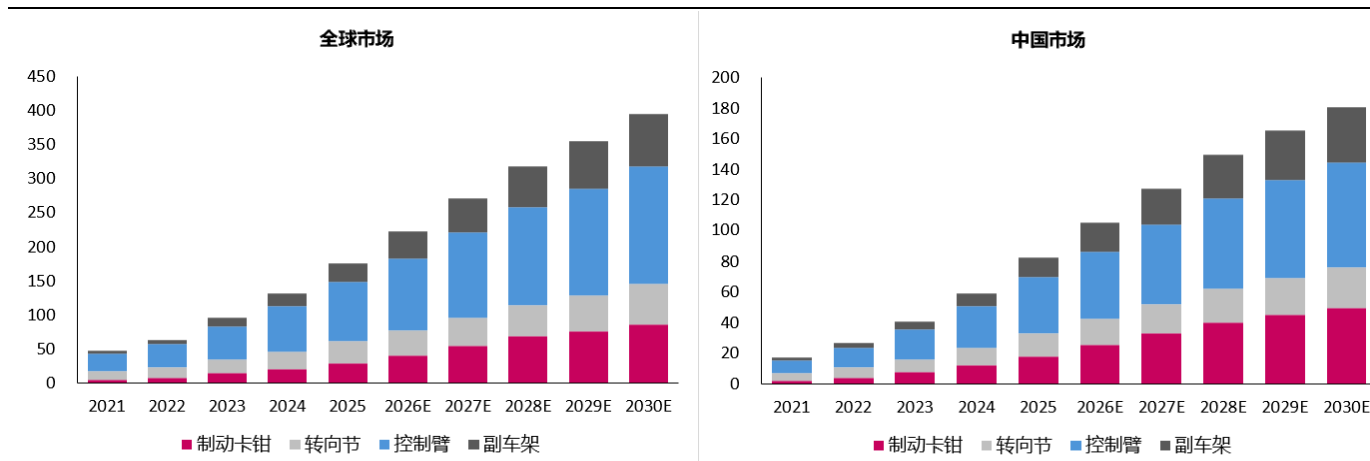
数据来源：公司公告，金元证券研究所整理

底盘轻量化需求持续释放，制动卡钳为高景气细分品类。2026—2030 年，全球汽车底盘轻量化零部件市场规模预计由 2,218 亿元增至 3,949 亿元，CAGR 为 15.5%；中国市场规模预计由 1,049 亿元增至 1,803 亿元，CAGR

2026 年 9 月 29 日

为 14.5%。其中制动卡钳为快速增长的细分领域，全球市场规模预计由 407 亿元增至 862 亿元，CAGR 为 20.6%；中国市场规模预计由 252 亿元增至 495 亿元，CAGR 为 18.4%。

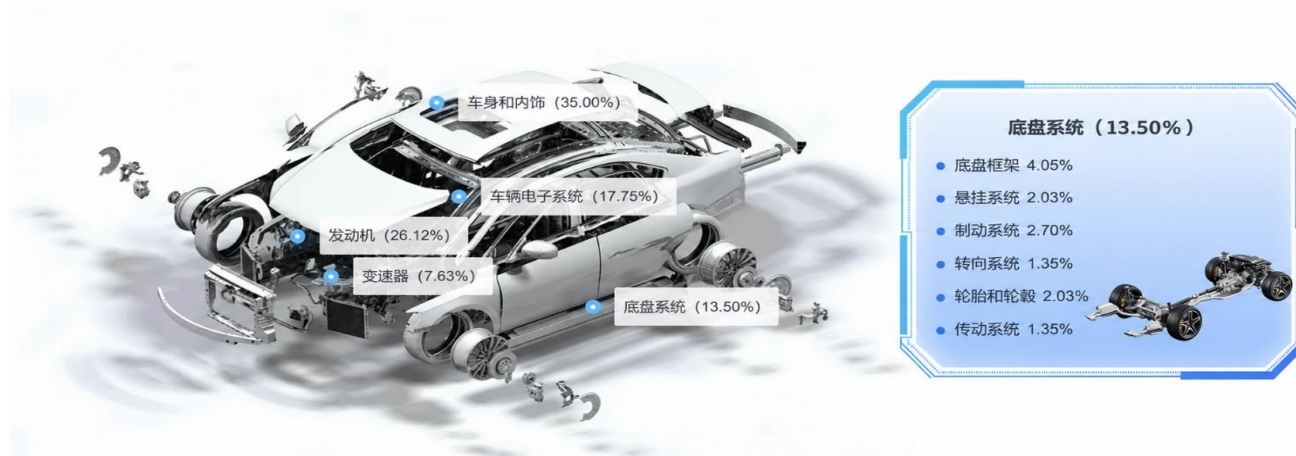
图表 24：2021-2030 年全球及中国汽车底盘轻量化零部件市场规模



数据来源：公司公告，金元证券研究所整理

底盘系统约占整车成本 8.75%-13.5%，制动系统在底盘各环节中的价值占比居前。以某 10 万-15 万元热门新能源车型成本模型为例，底盘系统占整车成本 8.75%。以某 10 万-15 万元热门燃油车型成本模型为例，底盘系统占整车成本 13.50%；其中，底盘框架、制动系统、悬架系统、轮胎和轮毂、转向系统及传动系统分别占整车成本 4.05%、2.70%、2.03%、2.03%、1.35%和 1.35%；若以底盘系统成本为分母制动系统约占底盘成本的 20%，是底盘价值量的重要组成。

图表 25：燃油汽车成本解构



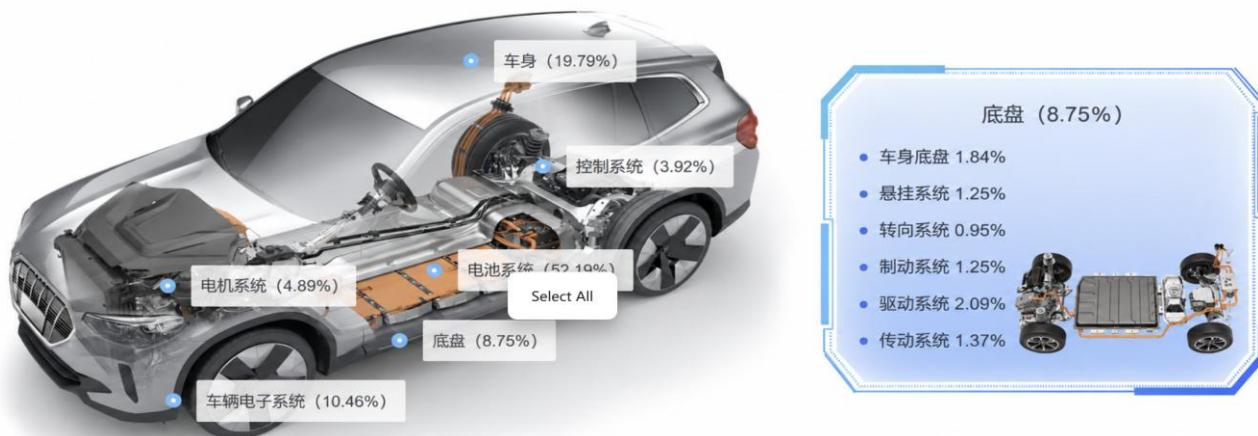
数据来源：上海有色网，金元证券研究所整理

请务必仔细阅读本报告最后部分的免责声明

曙光在前 金元在先

2026 年 9 月 29 日

图表 26：新能源汽车成本解构

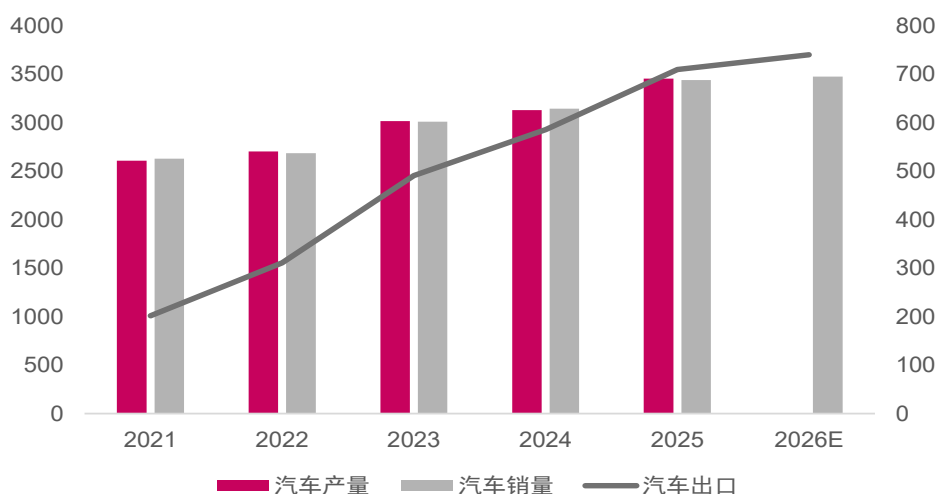


数据来源：上海有色网，金元证券研究所整理

2.2、需求端：汽车销量增长扩大配套基数，新能源与 L3 推动增量配置

汽车销量与出口规模持续扩大，直接增加底盘零部件前装配套需求。制动、转向和悬架均按车配套，整车销量增长将同步扩大基础产品装车基数。2021-2025 年，我国汽车销量由 2,627.5 万辆增至 3,440.0 万辆，CAGR 7.0%；汽车出口由 201.5 万辆增至 709.8 万辆，CAGR 37.0%。中汽协预计 2026 年全年汽车销量为 3,475 万辆、同比增长 1.0%，出口 740 万辆、同比增长 4.3%。

图表 27：2021-2026E 年我国汽车产销量与出口量



数据来源：中国汽车工业协会，金元证券研究所整理

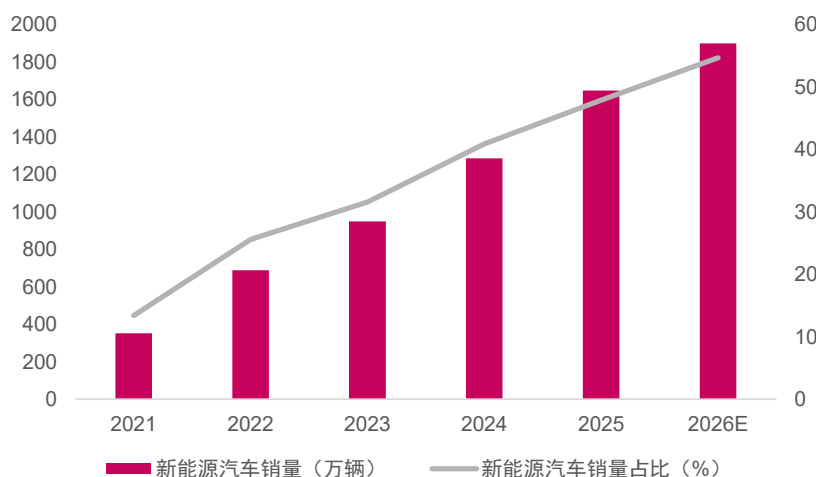
请务必仔细阅读本报告最后部分的免责声明

曙光在前 金元在先

2026 年 9 月 29 日

新能源汽车销量增长快于整车市场，结构继续向新能源倾斜。2021-2025 年，我国新能源汽车销量由 352.1 万辆增至 1,649.0 万辆，年均复合增长 47.1%，新能源汽车销量占比由 13.4% 升至 47.9%。2026 年 1-8 月新能源汽车销量同比增长 10.7%，占比升至 52.4%；中汽协预计全年销量达到 1,900 万辆，同比增长 15.2%，按汽车总销量预测测算占比约 54.7%。工信部发布的“十五五”产业目标提出，到 2030 年国内新能源乘用车、商用车新车销量占比分别达到 70% 和 40%，电动化水平仍将继续提升。

图表 28：2021-2026E 年我国新能源汽车销量及占比



数据来源：中国汽车工业协会，金元证券研究所整理

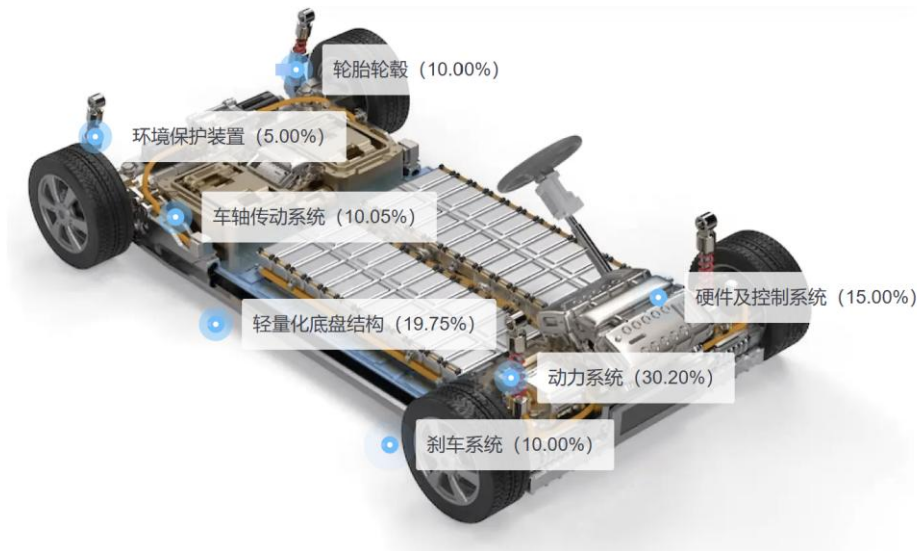
新能源占比提升将抬升线控制动的行业平均装配率。燃油车同样可以配置 EHB，差异在于，纯电动车缺少发动机真空源，插混车型发动机频繁启停，新能源车还需要在电机制动与摩擦制动之间实时分配制动力，因此对电控建压和制动协调的需求更强。据高工智能汽车研究院，2024 年我国乘用车线控制动前装搭载率为 55.5%，新能源汽车搭载率超过 83%，高于行业平均超过 27.5 个百分点。新能源汽车销量及占比提升将由此抬升乘用车线控制动平均装配率。

新能源汽车扩容同步增加轻量化底盘零部件需求。动力电池增加整车质量，铸铝转向节、控制臂及卡钳可降低簧下质量，新能源车放量将扩大相

2026 年 9 月 29 日

关配套需求。根据上海有色网数据，轻量化底盘结构约占底盘系统成本的 19.75%。

图表 29：底盘成本解构

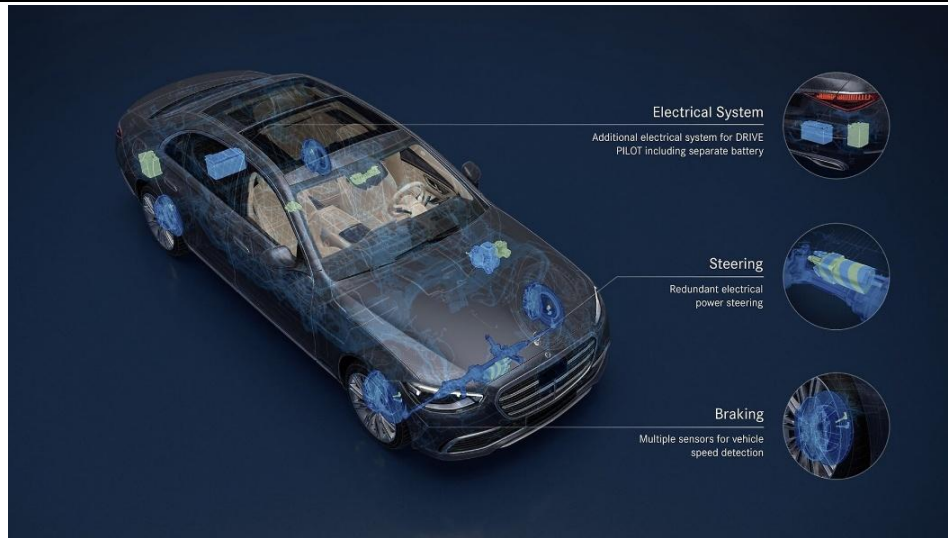


数据来源：上海有色网，金元证券研究所整理

L3 渗透率提升将扩大冗余制动和冗余转向方案的配套规模。L2 阶段仍由驾驶员持续监控并承担车辆安全责任；L3 阶段则由系统在规定运行条件内完成动态驾驶任务，驾驶员仅在收到请求后接管。故障识别、驾驶员恢复注意力及接管均需要时间，因此，L3 车型不仅要求制动和转向系统在正常状态下准确执行指令，还要满足部分系统失效后的车辆控制需求。整车需要在供电、通信、控制和执行环节布置故障检测与备用路径。整车厂可采用 One-Box 与备用制动单元组合、集成式双控制 EHB、具有控制冗余的 EMB，以及高冗余 EPS 或线控转向等不同方案。

2026 年 9 月 29 日

图表 30: Mercedes-Benz 已量产 L3 冗余架构图



数据来源: Mercedes-Benz, 金元证券研究所整理

2.3、供给端：市场集中度较高，技术与客户壁垒拉高准入门槛

电控制动市场集中度较高，技术差异和客户认证限制新进入者。据弗若斯特沙利文统计，2025 年中市场 EPB、线控制动和 One-Box 前五家供应商份额合计分别为 71.6%、66.1%和 70.9%，竞争格局相对集中。制动产品直接影响车辆安全，供应商不仅要满足单项性能，还需通过功能安全、耐久、环境和整车匹配验证。

图表 31: 主要底盘供应商的公开技术布局

企业	制动布局	转向/悬架及运动控制布局	竞争特征	企业
Bosch	iBooster、ESP、IPB 及线控制动/EMB 方向	EPS、SBW 与 Vehicle Motion Management	全球客户与系统验证积累深	Bosch
ZF	IBC 集成制动，并公开推进电子机械制动	转向、主动悬架及 cubiX 车辆运动控制	多执行器覆盖与系统集成	ZF
AUMOVIO	MK C2 等电液制动，并展示半干式/全干式架构	围绕制动与底盘控制推进软硬件集成	模块化架构与电子控制积累	AUMOVIO
伯特利	WCBS One-Box 规模供货，EMB 于 2026 年进入批量供应	覆盖 EPS，研发 SBW，布局电控悬架与集成式运动控制	本土量产、响应速度与成本控制	伯特利

数据来源: 公司公告, 金元证券研究所整理

汽车供应链的同步开发与长期验证形成客户黏性，成熟项目经验可以在
请务必仔细阅读本报告最后部分的免责声明

曙光在前 金元在先

2026 年 9 月 29 日

后续车型复用。汽车零部件项目从启动至客户最终验收通常需要 6-24 个月，其间需完成方案设计、软硬件接口开发、样件试制、台架与实车验证、标定及量产准备。不同车型的重量、轮胎、底盘结构和驾驶体验目标均会影响系统标定。公司完成首个项目后积累的工具、数据和问题处理经验，有助于缩短同平台后续项目周期并降低量产风险。

图表 32：底盘产品由定点至量产的主要环节

环节	主要工作	形成的竞争壁垒
需求定义与方案设计	明确性能、安全目标和整车接口	早期协同与系统理解
软硬件开发与样件	控制算法、电子硬件、机械结构及样件试制	开发与快速迭代
台架与实车验证	功能、耐久、环境、故障注入及道路测试	验证体系与历史数据
车型标定与客户验收	匹配车辆质量、轮胎、底盘结构和驾驶体验	车型适配及客户认证
量产爬坡与持续交付	过程控制、良率、成本与供应链管理	质量稳定性和规模交付

数据来源：公司公告，金元证券研究所整理

三、竞争优势

3.1、制动系统：EPB 与线控制动领先优势，EMB 蓄势待发

伯特利是国内自主品牌首家发布并量产 One-Box 架构线控制动系统 WCBS 的企业，在线控制动赛道具备显著先发优势，对比国内可比厂商，在量产验证、客户定点、技术代际迭代上领先。

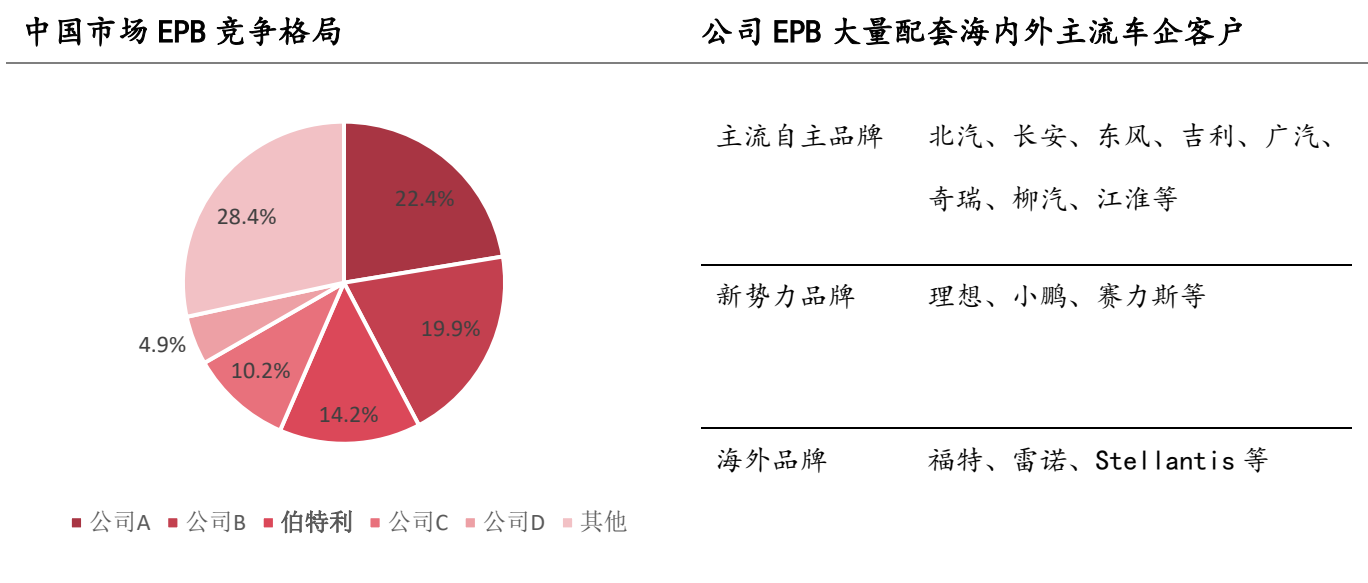
（1）EPB：从先发优势到规模壁垒

EPB 是伯特利切入电控制动赛道的首个标志性产品。公司于 2012 年实现 EPB 量产，成为中国品牌首家、全球第二家实现该产品量产供货的企业，打破了国际跨国公司对该领域的长期垄断。这一先发优势使伯特利在 EPB 从高端车型向中低端车型渗透的早期阶段即占据了有利身位。

在技术层面，伯特利 EPB 拥有完全自主知识产权。其自主研发的 EPB 辅助起步控制算法具备独特性——在没有离合器位置传感器和档位传感器的情况下，也可实现辅助起步功能，该技术在全球范围内处于领先地位。同时，公司还在全球率先实现了双控 EPB 系统（D-EPB）的量产，进一步巩固了技术差异化能力。

2026 年 9 月 29 日

图表 33：公司 EPB 产品在国内市场排中国品牌供应商第一



数据来源：公司港股招股书，金元证券研究所整理

从市场地位来看，根据弗若斯特沙利文数据，2025 年伯特利在中国 EPB 市场按收入计的中国品牌供应商中排名第一，市场份额达 14.2%，位列整体市场第三。在客户覆盖上，EPB 产品已深度配套吉利、奇瑞等主流自主品牌；并覆盖理想、小鹏等新势力新能源车车企；同时成功进入福特、Stellantis 等国际主机厂供应链。截至 2025 年，公司 EPB 累计量产已超过 2000 万套，规模效应与工艺积累形成了对后来者的实质性成本与质量壁垒。

海外市场方面，2025 年公司新增法国雷诺、福特欧洲等重要客户，EPB 产品获平台定点，截至 2025 年 EPB 共获得 13 个海外客户定点项目，海外业务开拓进展良好。

（2）One-Box 线控制动（WCBS）：技术领先与市场份额优势

线控制动是伯特利当前增长弹性最大的核心单品。公司采用 One-Box 技术路线，将 ESC 与电子助力器集成为单一模块，集成度、成本与能耗回收效率均优于 Two-Box 方案。伯特利于 2019 年 7 月作为国内首家发布线控制动产品（WCBS），并于 2021 年 6 月率先实现量产，成为国内首家、也是当时自主品牌中唯一具备 One-Box 线控制动量产能力的企业。2025 年新平台 WCBS2.X 量产，其中 WCBS2.0H 可支持 L3 级自动驾驶功能，满足双重冗余要求。

2026 年 9 月 29 日

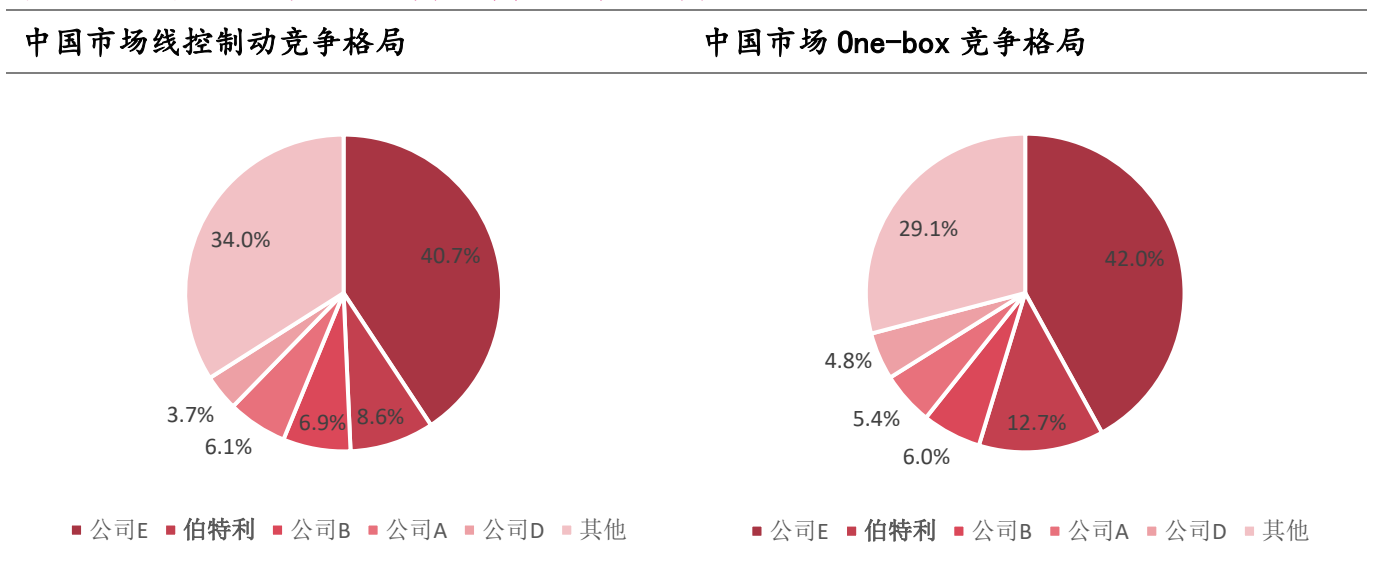
图表 34: WCBS 的核心优势

功能完备性与安全性	集成了 ABS、ESC、TCS、制动能量回收（CRBS）、AEB 制动请求响应、ACC 纵向控制、APA 遥控泊车等全功能，并集成双控 EPB（D-EPB）专利技术，可取消 P 挡锁止机构，支持遥控泊车与特定场景自动驾驶。冗余备份方面，WCBS 2.0 已具备制动冗余功能，适配 L3 级及以上自动驾驶的安全要求。
性能指标对标国际主流	响应时间约 150ms，重量约 5.8kg，与博世 iBooster+ESP、大陆 MK C1 等国际竞品处于同一水平，远优于传统液压制动 600ms 的响应表现。
持续迭代的产品矩阵	目前 WCBS 已形成 1.x、2.0B、2.0H、2.1 多个平台，以及融合电控减振器方案、全国产化方案等多条产品路线，持续跟踪整车厂对更高集成度和成本控制的需求。

数据来源：公司官网、公告，金元证券研究所整理

这一时间窗口使伯特利在国产替代浪潮中抢占了先机。截至 2025 年，伯特利已然成为中国线控制动市场第二大供应商，在中国品牌供应商中排名第一，市占率为 8.6%；在 One-Box 细分领域中，伯特利同样为国内第二大供应商，在中国品牌供应商中排名第一，市占率为 12.7%。

图表 35: 公司线控制动产品在国内市场排中国品牌供应商第一



数据来源：公司港股招股书，金元证券研究所整理

(3) EMB：下一代技术制高点的卡位

在下一代全干式电子机械制动系统（EMB）领域，伯特利已建立起全球性技术先发优势。公司是全球首家实现全干式 EMB 技术突破并量产的供应

请务必仔细阅读本报告最后部分的免责声明

曙光在前 金元在先

2026 年 9 月 29 日

商，同时也是全球首家为 EMB 线控制动系统获得最高功能安全等级证书（ASIL-D）的企业。从量产节奏看，伯特利 EMB 产品已在 2026 年 3 月首次实现了 EMB 产品的小批量交付，目前处在小批量生产交付阶段，并获国内大型车企定点，预计自 2026 年起逐步贡献收入。在海外巨头仍以研发样机或前湿后干过渡方案为主的背景下，伯特利在 EMB 上的全干式量产突破，使其在从 EHB 向 EMB 的代际切换中占据了显著的身位优势，有望将线控制动的领先区间从中国市场延伸至全球一线阵营。

图表 36：伯特利 EMB 技术演进与量产时间线



数据来源：公司公告，金元证券研究所整理

公司 EMB 完全摒弃液压管路，以四轮独立电机直接驱动制动卡钳，响应时间可压缩至 90—100ms 以内，较传统液压制动（400—600ms）缩短约三分之二，是适配 L3/L4 高阶智能驾驶和滑板底盘架构的关键执行部件。

图表 37：公司 EMB 产品具备领先优势

参数类别	关键指标	详细说明
响应时间	$TTL \leq 100ms$	较传统液压制动系统（400 - 600ms）缩短约 67%
系统架构	全干式 EMB	完全摒弃制动液及液压管路，四轮独立电机直驱制动卡钳
安全等级	ASIL-D	通过 TÜV NORD 认证，全球首张 EMB 功能安全产品认证证书
智能驾驶适配	支持 L3+ 高阶智驾	四轮卡钳独立控制，适配高阶智驾场景

数据来源：公司官网，金元证券研究所整理

请务必仔细阅读本报告最后部分的免责声明

曙光在前 金元在先

2026年9月29日

3.2、轻量化业务：海外产能与订单释放

轻量化业务是公司出海的先导板块，其发展逻辑可概括为以通用汽车为基盘客户，依托墨西哥产能实现北美本地化配套，并通过产品品类扩张与客户结构多元化持续打开成长空间。2025年，公司轻量化产品全年销量超1400万件，收入同比增长超10%，在海外产能爬坡与客户降价压力并存的背景下仍保持了稳健增长。

（1）供应商地位升级：从Tier2到Tier1

公司轻量化业务经历了清晰的供应商层级跃迁过程。2012年，伯特利通过与美国萨克迪公司成立合资企业威海伯特利和威海萨伯，以Tier2身份间接为通用汽车配套轻量化产品。2019年，萨克迪公司因自身原因全面停业，伯特利与通用汽车直接签署供货合同，首次成为通用汽车铸铝转向节Tier1供应商，供应产品也从毛坯件升级为直供整车厂的零件成品，带动轻量化业务毛利率从2018年的30.8%提升至2019年的34.4%。2021年，公司完成对合资公司少数股权的收购，威海伯特利和威海萨伯成为全资子公司，Tier1供应商地位进一步巩固。

图表 38：伯特利轻量化业务从Tier2跃迁为Tier1

伯特利轻量化业务供应商层级跃迁：从Tier2到Tier1

2012年合资起步 → 2019年直签通用 → 2021年全资控股，配套层级、产品形态与盈利能力三级跃升



数据来源：公司公告，金元证券研究所整理

请务必仔细阅读本报告最后部分的免责声明

曙光在前 金元在先

2026 年 9 月 29 日

(2) 产品矩阵与客户结构持续拓展

轻量化产品与客户结构呈现“双向拓展”特征。在产品端，公司产品以铸铝转向节为起点，已拓展至控制臂、副车架、轮房、制动器等品类，形成底盘多节点轻量化矩阵（可转债募集说明书口径）。在客户端，已配套通用、Stellantis、福特、沃尔沃、马恒达、北美某著名新能源客户等全球客户及国内主流品牌，产品销往全球 50 余个国家和地区，全球前十强车企中已合作 8 家，客户结构持续多元化、国际化。按募投项目效益测算，公司转向节/控制臂/副车架单价分别约 122/265/800 元/件，且出口单价较国内通常高 200 元左右——随着高价值品类占比提升，单车配套价值量仍有较大上行空间。

(3) 出海布局 1：墨西哥基地——北美产能布局的核心支点

伯特利墨西哥工厂（WBTL de Saltillo）于 2020 年 10 月设立、2023 年 9 月一期投产，是公司首个海外生产基地，位于墨西哥汽车产业重镇萨尔蒂约，作为公司轻量化出海的关键产能载体，其建设和产能释放节奏直接影响海外业务的收入兑现。一期规划年产 400 万件铸铝轻量化零部件（转向节、控制臂等），以通用汽车为基盘客户，覆盖其美加墨 8 工厂 12 平台，并配套 Stellantis、福特、沃尔沃、马恒达、北美某著名新能源客户等，直接供应美国市场。

图表 39：墨西哥工厂建设情况和战略定位

维度	一期（已投产）	二期（推进中）
建设进度	2023 年 9 月正式投产	2023 年 6 月公告增资建设，按计划推进中
主要产品	铸铝轻量化零部件： 铸铝转向节、铸铝控制臂	品类延伸： 550 万件铸铝转向节、 170 万件控制臂/副车架、 100 万件 EPB 卡钳、 100 万件前制动钳
规划产能	年产 400 万件	合计约 920 万件（含电控制动部件）
产能现状	2025 年 11 月起稳定实现年产能 300 万件	爬坡释放中，承接一期溢出订单及电控制动产品海外需求
供货客户	以通用汽车为基盘（覆盖其美加墨 8 工厂 12 平台），并配套 Stellantis、福特、沃尔沃、马恒达、北美某著名新能源客户等	依托现有客户体系，产品从轻量化铸件延伸至电控制动部件，提升单车配套价值

2026 年 9 月 29 日

目标市场	美国市场（墨西哥本地生产、就近交付，非中国出口）	北美市场为主，强化关税豁免与快速响应优势
战略意义	北美本地化配套支点，关税对冲核心载体	墨西哥基地从轻量化基地升级为“轻量化+电控制动”综合出海平台

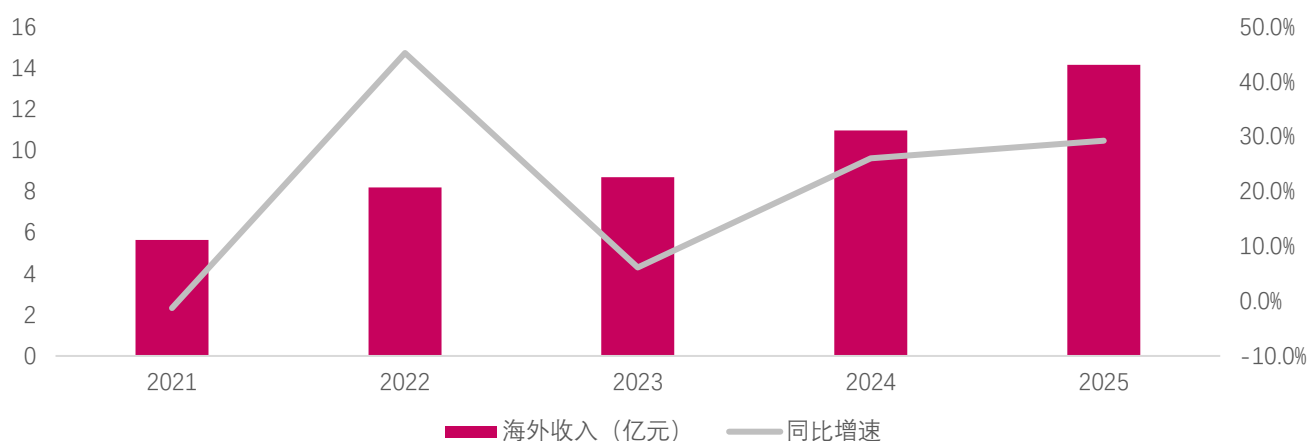
数据来源：公司公告，金元证券研究所整理

目前墨西哥工厂一期已稳定形成 300 万件年产能、二期稳步推进中，作为对冲美国关税的关键载体，伯特利通过“墨西哥本地生产+原产地优惠”绕开对华贸易壁垒，并将该“本地化制造服务区域市场”的模式于 2025 年 7 日向欧洲复制（设立摩洛哥子公司），构成公司全球产能布局的先行样本。

（4）出海布局 2：摩洛哥基地——欧洲市场的前瞻布局

在北美产能布局之外，公司同步推进摩洛哥基地建设，以覆盖欧洲及北非市场。摩洛哥基地已完成注册与土地签约，一期规划新建 2.6 万平方米厂房，计划于 2026 年中旬开工建设，2027 年建成投产。这一布局有助于公司绑定雷诺、Stellantis 等欧洲主机厂的本地化供应需求，缩短对欧洲客户的生产和交付周期。

图表 40：公司海外收入不断增长



数据来源：公司公告，金元证券研究所整理

订单与产能的匹配逻辑

公司海外轻量化业务的扩张遵循“订单先行、产能跟进”的节奏。2023 年，公司获得两家全球著名整车厂的铸铝前后转向节定点，其中：（1）面向北美市场的项目生命周期 7 年、预计总销售收入约 3.9 亿美元、最高年度

请务必仔细阅读本报告最后部分的免责声明

曙光在前 金元在先

2026 年 9 月 29 日

销售收入约 6400 万美元；（2）面向欧洲市场的项目生命周期 6 年、预计总销售收入约 2100 万美元、最高年度销售收入约 478 万美元。

2025 年，公司轻量化产品保持稳健增长，全年销量超 1400 万件，收入同比增长超 10%，海外订单的持续释放为墨西哥一期产能利用率的提升和二期产能的消化提供了基础。从全球化制造网络的整体构建来看，公司正形成“墨西哥守北美、摩洛哥拓欧洲、芜湖大本营支撑全球出口”的三足鼎立格局，使轻量化业务从单一的北美配套向全球多极供应体系演进。随着未来新能源汽车渗透率持续提升和海外市场的进一步拓展，公司预计轻量化业务收入将实现持续增长。

图表 41：伯特利构建“墨西哥守北美、摩洛哥拓欧洲、芜湖大本营支撑全球出口”格局



数据来源：公司公告，金元证券研究所整理

3.3、底盘延伸：转向与悬架布局

（1）转向业务：从并购整合到线控转向进阶

伯特利在转向领域的布局经历了“外延并购切入—产品层级补齐—线控转向研发”的递进路径。2022 年，公司通过收购浙江万达公司 45% 股权切入转向领域，初步建立起转向系统业务基础。2024 年公司转向系统实现收入 5.57 亿元，完成了从无到有的业务搭建，2025 年收入 5.71 亿元，同比增长 2.6%。公司自主研发的转向系统控制总成（PPK）已获得首个项

2026 年 9 月 29 日

目定点并进入实车验证阶段，DP-EPS 也完成方案冻结，正在客户项目路试中。

图表 42：豫北转向智能电动转向系统



数据来源：豫北转向官网，金元证券研究所整理

2026 年 2 月，伯特利以不超过 11.21 亿元收购豫北转向 50.97% 股权，成为其控股股东，并于 4 月 28 日签署补充协议确认交易对价合计约 11.21 亿元。豫北转向是国内转向系统领域的重要企业，具备包括 C-EPS、DP-EPS、R-EPS 在内的全系列电动助力转向系统供应能力。从经营数据来看，豫北转向 2025 年实现营业收入 31.79 亿元，同比增长 5.1%；实现归母净利润 1.57 亿元，同比增长 16.9%，经营情况持续向好。此次收购完成后，伯特利将正式取得其控股权。

线控转向（SBW）：伯特利已全面启动技术研发，目前线控转向已完全开发，正处于试验验证阶段，为高阶智能驾驶提供执行层支撑。相较于传统 EPS，SBW 取消了方向盘与车轮之间的机械连接，能够实现更灵活的转向比调节和更智能化的控制，但技术壁垒和成本较高，当前渗透率极低，在高阶自动驾驶普及前量产难度较大。伯特利在这一前沿方向上的提前布

2026 年 9 月 29 日

局，使其在行业从 EPS 向 SBW 演进的趋势中率先卡位。公司 SBW 线控转向已完成产品开发，正在开展客户实车验证。

图表 43：线控转向取消刚性连杆，转向动作由电控系统精确分配



数据来源：公开资料，金元证券研究所整理

(2) 悬架业务：电控化布局与量产临近

悬架系统是伯特利底盘 XYZ 三轴布局中启动最晚的板块，但推进节奏较快。公司于 2023 年启动悬架系统业务布局，重点围绕电控减振器和空气悬架系统展开。在技术路线上，伯特利首创双模供气单元，EDC 电控减振器首创采用传感器融合以及与制动控制器集成的方案，这一独创的电控减震器融合方案已正式获得国内车企定点。

悬架业务与公司既有技术体系之间存在明显的协同基础，公司通过自研自制电磁阀、供气单元等悬架关键部件，复用制动领域积累的精密制造与电控能力，以过往深厚技术积累为其布局悬架提供了底层支撑。

2026 年 9 月 29 日

图表 44：伯特利电控悬架系统示意图

伯特利电控悬架系统

空气弹簧 + 双模供气单元 + EDC 电控减振器



数据来源：金元证券研究所整理

从量产节奏来看，公司电控悬架系统（空气弹簧+双模供气单元+EDC）总成方案产品预计在 2026 年下半年实现量产。这意味着公司将在 2026 年内完成悬架系统从研发验证到量产交付的关键跨越，届时将具备底盘系统 XYZ 轴产品的全面综合供应能力。

（3）三轴融合：一体化线控底盘的平台化跃升

转向与悬架布局的逐步完善，本质上是伯特利从单一制动供应商向线控底盘平台化供应商转型的核心支撑。伯特利从机械制动起家，逐步向电子制动、线控制动、转向和悬架全链条拓展，正是顺应了“从单品到平台”的行业竞争逻辑。在悬架系统实现量产后，伯特利将真正形成“制动（X 轴）+转向（Y 轴）+悬架（Z 轴）”三轴线控化布局，这一横纵垂三轴全线打通的能力在国内零部件供应商中极为稀缺。

2026 年 9 月 29 日

图表 45: XYZ 三轴线控底盘示意图



数据来源：金元证券研究所整理

从产品矩阵的完备性来看，伯特利在制动端拥有 WCBS 和 EMB 的量产能力，在转向端收购豫北转向后具备 C-EPS/DP-EPS/R-EPS 全系列量产能力并推进 SBW 验证，在悬架端即将实现电控悬架系统（EDC）的量产，三大核心底盘执行器的全线控化布局已进入量产或准量产阶段。公司于 2026 年 5 月向港交所递交上市申请，其募资用途明确指向强化汽车制动、转向、悬架等智能底盘系统领域的核心优势，为 EMB、SBW 和电控悬架的系统级研发提供资金支持。

收购豫北转向后，2026 年上半年伯特利（不含豫北转向）新增定点项目约 52.9 亿元，叠加豫北转向自带年化收益约 10.2 亿元的新定点项目，合计新增订单超 63 亿元，其中转向与悬架相关定点的贡献正在逐步显现。这一订单结构的变化，印证了公司在制动之外的第二、第三增长曲线正在实质性打开，也为后续财务表现的结构性改善提供了产品端基础。

2026 年 9 月 29 日

四、未来看点

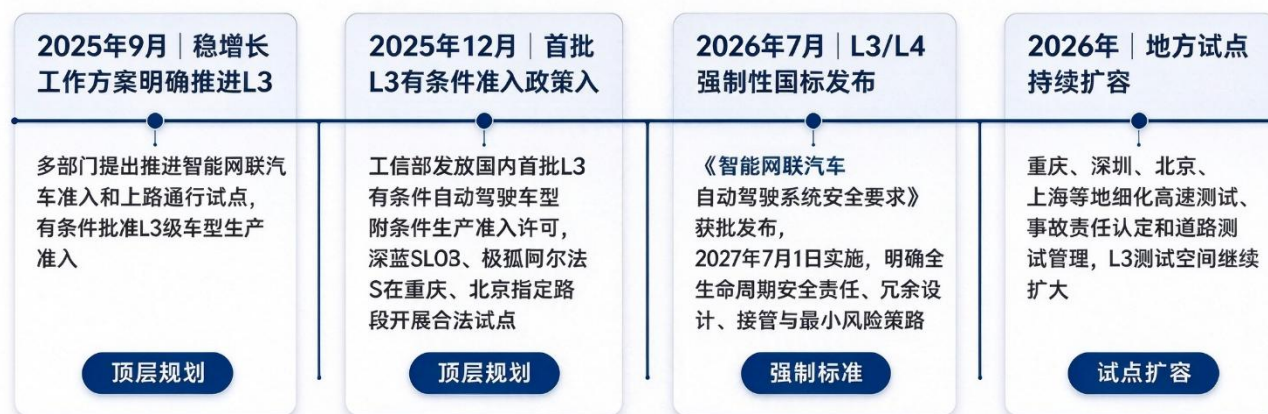
4.1、L3 级别自动驾驶落地加速，公司线控底盘产品卡位核心赛道

国内 L3 级别自动驾驶政策近期密集落地：2025 年底工信部发放国内首批 L3 车型附条件准入许可，实现 L3 车辆合法上路试点；2026 年国家发布 L3/L4 自动驾驶强制性安全国标《智能网联汽车 自动驾驶系统安全要求》（GB 44721—2026）：

- 车企全生命周期安全负责制（设计、生产、售后、召回）；
- 自动驾驶系统安全水平不低于合格人类驾驶员；
- 明确 L3 系统接管监测、人机交互、最小风险策略（故障时安全停车）硬性要求；
- 强制要求系统冗余设计，对线控制动、线控转向的硬件冗余、失效保护提出硬性约束。

同时，重庆、深圳、北京、上海等多地扩大 L3 道路试点范围，完成高阶智驾法规框架搭建。

图表 46：L3 自动驾驶关键动作时间线

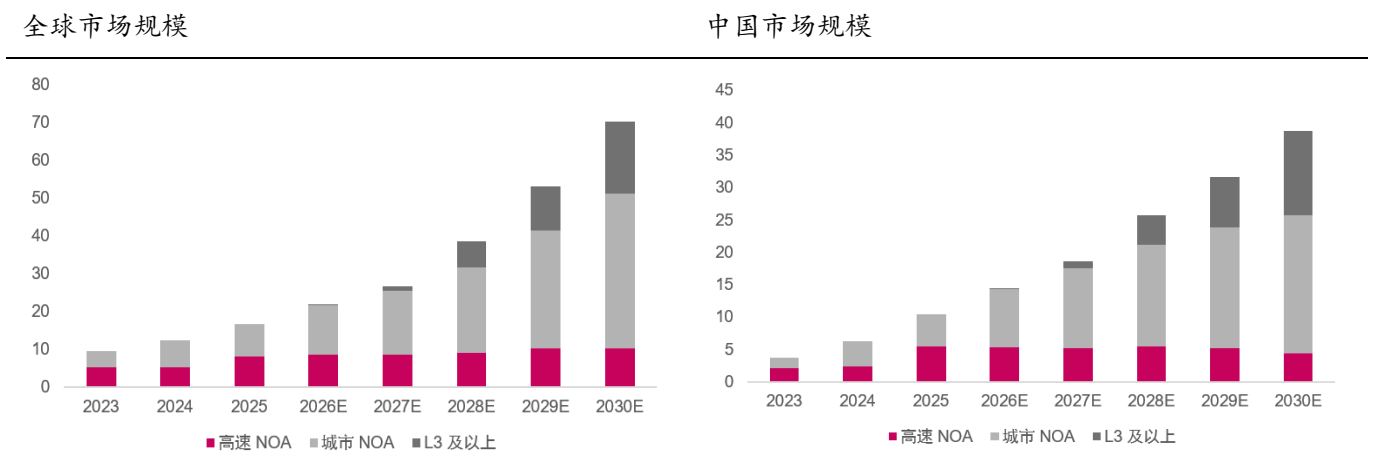


数据来源：公开资料，金元证券研究所整理

根据 CIC 灼识预测，L3 及以上自动驾驶市场规模有望自 2026 年开始快速增长，到 2030 年全球市场和国内市场分别增长至 191 亿美元和 129 亿美元；2027-2030 年全球 L3 及以上自动驾驶渗透率由 0.4% 提升至 6.1%，中国起步略早，2026-2030 年渗透率由 0.1% 提升至 12.7%。

2026 年 9 月 29 日

图表 47：L3 级以上自动驾驶市场规模自 2026 年快速增长



数据来源：CIC 灼识，金元证券研究所整理

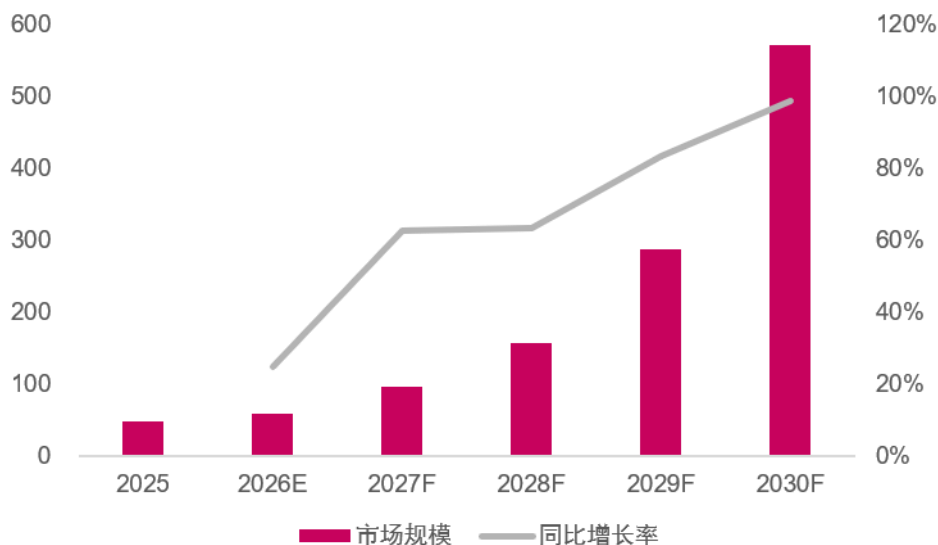
国内 L3 自动驾驶政策加速落地，法规对车辆制动、转向执行机构提出**双冗余、高可靠、电信号解耦**的硬性安全要求，传统液压制动与机械转向方案难以满足 L3 场景下的安全基线。伯特利提前布局线控底盘全栈技术，WCBS 冗余线控制动、EMB 全干式电子机械制动均满足 ASIL-D 最高功能安全等级，同时通过收购豫北转向补齐 EPS 与线控转向能力，叠加自研电控空气悬架，构建起 X 轴制动、Y 轴转向、Z 轴悬架的 XYZ 三轴一体化底盘方案。随着 L3 车型试点扩容、量产车型逐步上市，车企对线控底盘硬件的采购需求将持续释放，伯特利凭借成熟的产品验证、定点项目储备与系统集成能力，有望充分受益于 L3 产业化浪潮，单车底盘价值量显著提升。

4.2、前瞻性布局具身机器人赛道，依托底盘同源技术构筑先发优势

伯特利前瞻性布局人形机器人核心零部件赛道，据 GGII 数据显示，2025 年中国工业具身智能市场规模约为 47.3 亿元，预计 2026 年将增长至 58.9 亿元，同比增长 24.7%。随着工业具身智能的持续渗透，预计到 2030 年市场规模有望超 571.4 亿元，2025-2030 年的行业 CAGR 为 64.62%，属于高景气细分赛道。

2026 年 9 月 29 日

图表 48：中国工业具身智能市场规模及预测



数据来源：GGII，金元证券研究所整理

公司依托合资平台+产业投资完成卡位：（1）与浙江健壮传动设立控股子公司浙江伯健传动，专注研发生产行星滚柱丝杠、微型丝杠等关节精密传动件；（2）与廊坊金润电气合资成立伯特利驱动科技，主攻高性能无刷电机；（3）同时通过投资墨甲机器人、设立产业基金等方式绑定机器人整机生态，目标实现行星滚柱丝杠、微型丝杠、高性能无刷电机、机器人关节模组的自研自制。

图表 49：伯特利机器人赛道积极布局



数据来源：公司公告，金元证券研究所整理

机器人关节底层技术与公司汽车线控底盘业务高度同源，精密传动、机电控、运动控制算法、功能安全设计、车规级量产与质量管控能力均

请务必仔细阅读本报告最后部分的免责声明

曙光在前 金元在先

2026 年 9 月 29 日

可跨行业复用，形成差异化先发优势。随着人形机器人产业化提速，关节核心零部件需求持续扩容，伯特利可以将成熟的汽车零部件制造体系迁移至机器人零部件，切入高价值关节供应链，开辟汽车主业之外的第二增长曲线。

五、盈利预测与估值

智能电控产品：作为公司核心增长引擎，预测假设锚定 EMB、WCBS 等线控制动产品定点持续落地，叠加收购豫北转向并表、空气悬架电控技术下放带来上车率提升、L3 级自动驾驶推广带来的增量需求在后续逐渐放量的多重因素，收入端 2026-2028 年保持 35%、33%、30% 的高增速；毛利率随规模效应、良率提升、反内卷基调下逐步修复上行，由 2025 年 20.4% 稳步抬升至 2028 年 21.5%。整体判断，该板块是未来三年营收与利润的核心贡献来源，增长确定性最强，但需持续跟踪头部客户定点交付节奏与新产品量产爬坡进度。

机械制动产品：公司传统基本盘业务，收入增速随行业整车需求放缓逐步下行，2026-2028 年增速假设为 20%、18%、15%；毛利率受铝铸件原材料成本竞争、海外墨西哥基地投产初期费用拖累，预测维持 15% 低位平稳运行。该板块现金流属性稳健，是公司资本开支的基础资金来源，但增长弹性相对有限。

机械转向产品：体量偏小，属于配套型业务，增长逻辑依托现有主机厂客户配套份额小幅提升，2026-2028 年收入增速维持 10% 的平稳水平；行业竞争激烈，毛利率承压，假设长期稳定在 10%。

图表 50：公司未来三年各业务经营情况预测（百万元）

		2024	2025	2026E	2027E	2028E
整体	营业收入	9,936.6	12,014.1	15,192.2	19,023.1	23,393.3
	yoy	33.0%	20.9%	26.5%	25.2%	23.0%
	毛利率	21.1%	19.6%	19.0%	19.3%	19.6%
智能电控产品	营业收入	4,529.7	5,855.1	7,904.3	10,512.8	13,666.6
	yoy	37.4%	29.3%	35.0%	33.0%	30.0%
	毛利率	20.0%	20.4%	20.5%	21.0%	21.5%
机械制动产品	营业收入	4,449.0	5,170.2	6,204.3	7,321.1	8,419.2

请务必仔细阅读本报告最后部分的免责声明

曙光在前 金元在先

2026 年 9 月 29 日

	yoy	32.1%	16.2%	20.0%	18.0%	15.0%
	毛利率	18.6%	15.9%	15.0%	15.0%	15.0%
	营业收入	559.2	573.7	631.1	694.2	763.6
机械转向产品	yoy	15.7%	2.6%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	11.7%	10.2%	10.0%	10.0%	10.0%

数据来源：iFinD，金元证券研究所预测

公司整体营收 2026 - 2028 年维持 26.5%、25.2%、23.0% 的较高增速，增速逐年温和回落；整体毛利率从 2025 年 19.6% 先小幅下行至 19.0%，随后随高毛利智能电控业务收入占比持续提升，逐步修复至 19.6%。受益于新能源车智能化水平持续提升，公司盈利结构持续优化，增长动力由传统机械制动切换至智能电控产品；短期受海外基地投产、新产品前期投入压制整体毛利率，中长期产品结构红利将驱动盈利水平回升。

图表 51：公司 2026-2028 年业绩预测（百万元）

会计年度	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	7,474	9,937	12,014	15,192	19,023	23,393
yoy (%)	34.9%	33.0%	20.9%	26.5%	25.2%	23.0%
归属母公司股东净利润	891	1,209	1,309	1,475	1,880	2,369
yoy (%)	27.6%	35.6%	8.3%	12.7%	27.4%	26.0%
每股收益 EPS (元)	0.99	1.35	1.46	1.64	2.09	2.64
市盈率 (P/E)	28.01	20.66	19.07	16.92	13.28	10.54
市净率 (P/B)	4.40	3.81	3.20	2.77	2.36	1.99

数据来源：iFinD，金元证券研究所预测

我们预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 151.92 亿元、190.23 亿元、233.93 亿元，同比增速 26.5%、25.2%、23.0%；归母净利润 14.75 亿元、18.80 亿元、23.69 亿元，同比增长 12.7%、27.4%、26.0%。收入增长核心由智能电控业务驱动，EMB、空气悬架电控等新产品定点持续放量，带动营收维持较高增速，且随基数抬升增速逐年平滑回落；利润端 2026 年受墨西哥基地投产、新产品量产爬坡带来的各项费用压制，净利润增速阶段性低于营收增速，2027-2028 年随着智能电控产品规模效应释放、产品结构持续优化，利润增速回升并跑赢收入增速。对应 2026-2028 年 EPS 为 1.64 元、2.09 元、2.64 元，当前股价

请务必仔细阅读本报告最后部分的免责声明

曙光在前 金元在先

2026 年 9 月 29 日

(2026 年 9 月 29 收盘价日 27.82 元/股) 对应 PE 分别为 16.92x、13.28x、10.54x。

图表 52：伯特利与可比公司估值

	市值（亿元）	EPS（元）				市盈率 PE（倍）			
		2025	2026E	2027E	2028E	TTM	2026E	2027E	2028E
拓普集团	822.88	1.60	1.74	2.13	2.51	32.78	27.19	22.23	18.87
德赛西威	472.97	4.11	4.71	5.55	6.53	19.22	16.83	14.27	12.14
科博达	150.11	2.05	2.11	2.67	3.27	20.66	17.64	13.92	11.35
均值						24.22	20.55	16.81	14.12
伯特利	249.72	1.46	1.64	2.09	2.64	17.48	16.92	13.28	10.54

数据来源：iFind, 金元证券研究所预测

我们选取拓普集团、德赛西威、科博达作为伯特利可比标的，三家公司均为国内汽车底盘及汽车电子领域头部 Tier1 供应商，业务具备可比性。截至 2026 年 9 月 29 日收盘，可比公司 TTM、2026、2027、2028 年 PE 均值分别为 24.22x、20.55x、16.81x、14.12x，前瞻估值随业绩释放逐年下行。伯特利当前市值对应 TTM、2026、2027、2028 年各期估值水平均低于可比公司均值。首次覆盖，给予“增持”评级。

六、风险提示

汽车行业周期与价格战风险：公司收入与下游整车产销高度相关，若汽车销售不及预期或整车价格战加剧，将直接压制公司收入增长与盈利水平。

客户集中度风险：公司对奇瑞等头部客户依赖度较高，若主要客户销量波动或引入第二供应商，订单与产能利用率将面临冲击。

新产品放量不及预期风险：EMB 等新产品尚处量产爬坡初期，豫北转向整合及利润率改善亦存在不确定性，若进展不及预期，公司增长逻辑将受损。

海外经营与贸易政策风险：墨西哥、摩洛哥基地面临关税政策变动、地缘政治及汇率波动风险，爬坡期亏损或持续压制海外业务盈利。

2026 年 9 月 29 日

财务报表预测

资产负债表

会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	2185	1782	2454	2991	3835
应收票据及账款	5234	6017	7608	9527	11716
预付账款	59	47	70	88	108
其他应收款	15	23	26	33	40
存货	1420	1807	2304	2875	3520
其他流动资产	342	3312	3069	3209	3369
流动资产总计	9255	12987	15531	18723	22589
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	2577	3142	2826	2507	2178
在建工程	447	401	340	271	202
无形资产	148	157	139	122	104
长期待摊费用	1	1	1	0	0
其他非流动资产	357	587	587	587	587
非流动资产合计	3531	4288	3893	3487	3072
资产总计	12786	17276	19424	22210	25660
短期借款	20	10	0	0	0
应付票据及账款	4815	5166	6586	8218	10062
其他流动负债	491	611	736	918	1125
流动负债合计	5326	5788	7322	9136	11187
长期借款	71	2651	2023	1412	819
其他非流动负债	449	422	422	422	422
非流动负债合计	520	3073	2445	1835	1241
负债合计	5846	8861	9768	10971	12428
股本	607	607	607	607	607
资本公积	1554	1531	1531	1531	1531
留存收益	4395	5861	7082	8639	10600
归属母公司权益	6556	7998	9219	10776	12737
少数股东权益	384	417	437	463	495
股东权益合计	6940	8415	9656	11239	13232
负债和股东权益合计	12786	17276	19424	22210	25660

现金流量表

会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
税后经营利润	1222	1321	1344	1759	2258
折旧与摊销	301	354	409	415	420
财务费用	-67	8	54	35	17
投资损失	4	-8	-5	0	5
营运资金变动	-529	-772	-328	-840	-971
其他经营现金流	127	-36	173	168	163

利润表

会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	9936.6	12014.1	15192.2	19023.1	23393.3
营业成本	7835.8	9653.7	12306.8	15355.8	18801.6
税金及附加	46.7	57.2	72.4	90.6	111.4
销售费用	39.9	60.3	76.2	95.5	117.4
管理费用	237.3	303.1	383.2	479.9	590.1
研发费用	575.5	605.5	765.7	958.7	1179.0
财务费用	-67.3	8.3	53.9	35.4	17.2
资产减值损失	-28.7	-11.6	-14.6	-18.3	-22.5
信用减值损失	-85.8	8.9	11.3	14.1	17.4
其他经营损益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资收益	-4.4	8.5	5.0	0.0	-5.0
公允价值变动损益	0.6	36.2	0.0	0.0	0.0
资产处置收益	-0.2	0.5	-0.5	-0.5	-0.5
其他收益	212.6	164.1	157.4	157.4	157.4
营业利润	1362.8	1532.7	1692.6	2160.0	2723.3
营业外收入	35.1	3.7	14.0	14.0	14.0
营业外支出	2.6	7.2	3.8	3.8	3.8
其他非经营损益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
利润总额	1395.3	1529.1	1702.8	2170.2	2733.4
所得税	173.3	208.4	207.2	264.1	332.6
净利润	1222.0	1320.7	1495.6	1906.1	2400.9
少数股东损益	13.1	11.2	20.1	25.6	32.3
归属母公司股东净利润	1208.9	1309.4	1475.5	1880.5	2368.6
EBITDA	1628.8	1891.5	2165.4	2620.4	3170.6
NOPLAT	1079.4	1251.0	1534.4	1928.7	2407.5
EPS(元)	1.35	1.46	1.64	2.09	2.64
主要财务比率					
会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营收增长率	33.0%	20.9%	26.5%	25.2%	23.0%
营业利润增长率		34.2%	12.5%	10.4%	27.6%
EBIT 增长率	35.5%	15.8%	14.3%	25.6%	24.7%
EBITDA 增长率	35.1%	16.1%	14.5%	21.0%	21.0%
归母净利润增长率	35.6%	8.3%	12.7%	27.4%	26.0%
经营现金流增长率	55.9%	-18.0%	90.0%	-6.7%	23.1%
盈利能力					
毛利率	21.1%	19.6%	19.0%	19.3%	19.6%
净利率	12.3%	11.0%	9.8%	10.0%	10.3%

请务必仔细阅读本报告最后部分的免责声明

曙光在前 金元在先

2026 年 9 月 29 日

经营性现金净流量	1058	867	1647	1537	1892	营业利润率	13.7%	12.8%	11.1%	11.4%	11.6%
资本支出	681	812	13	9	5	ROE	18.4%	16.4%	16.0%	17.5%	18.6%
长期投资	-6	-3078	0	0	0	ROA	9.5%	7.6%	7.6%	8.5%	9.2%
其他投资现金流	-19	134	-16	-21	-25	ROIC	22.0%	20.6%	19.0%	22.7%	25.3%
投资性现金净流量	-706	-3756	-29	-30	-30	估值倍数					
短期借款	-264	-10	-10	0	0	P/E	20.66	19.07	16.92	13.28	10.54
长期借款	10	2580	-628	-611	-593	P/S	2.51	2.08	1.64	1.31	1.07
普通股增加	173	-0	0	0	0	P/B	3.81	3.20	2.77	2.36	1.99
资本公积增加	-163	-24	0	0	0	股息率	0.85%	0.92%	1.02%	1.30%	1.63%
其他筹资现金流	-271	50	-308	-359	-425	EV/EBIT	20.00	20.27	13.81	10.75	8.35
筹资性现金净流量	-516	2596	-946	-970	-1018	EV/EBITDA	16.31	16.48	11.20	9.05	7.24
现金流量净额	-164	-299	672	538	844	EV/NOPLAT	24.61	24.92	15.81	12.29	9.54

数据来源：iFinD，金元证券研究所整理

2026 年 9 月 29 日

金元证券股票投资评级标准：

买入：预期未来 6 个月内股价收益率超越沪深 300 指数的涨跌幅 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月内股价收益率超越沪深 300 指数的涨跌幅 5%~15%；

中性：预期未来 6 个月内股价收益率相对沪深 300 指数涨跌幅的差异在 -5%~+5% 之间；

减持：预期未来 6 个月内股价收益率弱于沪深 300 指数的涨跌幅 5% 以上。

金元证券行业投资评级标准：

强于大市：预期行业相关指数在未来 6 个月内超越沪深 300 指数表现；

中性：预期行业相关指数在未来 6 个月内基本与沪深 300 指数表现持平；

弱于大市：预期行业相关指数在未来 6 个月内明显弱于沪深 300 指数表现。

金元证券机构销售负责人：詹宝强

电子邮件：zhanbq@jyzq.cn

2026年9月29日

免责声明

本报告由金元证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所载资料的来源及观点的出处皆被金元证券认为可靠，但金元证券不保证其准确性或完整性。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，金元证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需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口头承诺均为无效。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，金元证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

金元证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。金元证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。金元证券的自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

在法律许可的情况下，金元证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到金元证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权仅为金元证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。