

# 业绩稳健增长 汽玻二次成长

## 福耀玻璃(600660)系列点评十五

### 事件概述

公司公告 2023 半年报：2023H1 实现营收 150.3 亿元，同比+16.5%，实现归母净利润 28.4 亿元，同比+19.1%，实现扣非归母净利润 27.9 亿元，同比+20.9%。其中 2023Q2 实现营收 79.8 亿元，同比+25.5%，环比+13.1%，实现归母净利润 19.2 亿元，同比+27.2%，环比+110.1%，实现扣非归母净利润 19.1 亿元，同比+31.6%，环比+1112.3%

### 分析判断：

#### ▶ 业绩稳健增长 全球份额持续提升

公司 2023H1 营收 150.3 亿元，同比+16.5%，其中：1) 汽车玻璃：2023H1 营收 133.3 亿元，同比+14.2%，毛利率 29.4%，同比+0.4pct；2) 浮法玻璃：2023H1 营收 25.7 亿元，同比+24.9%，毛利率 27.2%，同比-2.1pct。根据公司投资者问答信息，我们判断营收同环比持续增长业主要受益于公司全球份额的持续提升叠加高附加值玻璃占比提升。2023H1 利润总额为 33.2 亿元，同比+24.4%，剔除汇兑收益、海运费降价、能源涨价、纯碱涨价等影响，对应剔除后的利润总额同比+25.9%，业绩稳健增长。

#### ▶ 毛利率环比提升 汇兑贡献正收益

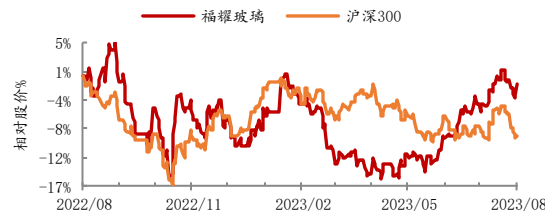
公司 2023H1 毛利率为 34.1%，同比-0.1pct，其中 2023Q2 公司毛利率为 35.0%，同比+2.3pct，环比+1.8pct，我们判断毛利率同环比提升主要受益于产能利用率提升叠加汇兑影响。费用方面，2023H1 销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为 4.5%、7.6%、4.2%、-4.9%，分别同比-0.3pct、-0.1pct、-0.1pct、-1.5pct；2023Q2 销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为 4.2%、7.5%、4.1%、-9.6%，分别同比-0.8pct、-0.4pct、-0.4pct、+0.1pct，分别环比-0.6pct、-0.2pct、-0.2pct、-10.0pct，财务费用表现为正收益，主要受益于汇率波动。

#### ▶ 汽玻迎接二次成长 整合 SAM 再造一个福耀

1) 汽玻业务受益智能升级、天幕玻璃渗透率提升而量价利齐升：根据公司投资者问答信息，公司目前国内汽玻市占率超过 60%，全球市占率超过 30%，疫情影响下海外市占率加速提升。汽车智能化驱动汽玻 ASP 提升，公司与京东方、北斗智能在智能车窗进行战略合作，加强布局，HUD 玻璃、调光玻璃、超隔绝玻璃等高附加值智能玻璃营收占比将受益于行业渗透率提升而持续提升(2023H1 同比提升 10.1pct)。同时特斯拉引领天幕玻璃趋势，渗透率加速提升，天幕玻璃显著

### 评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	买入
目标价格：	
最新收盘价：	37.42
股票代码：	600660
52 周最高价/最低价：	41.58/32.16
总市值(亿)	976.57
自由流通市值(亿)	976.57
自由流通股数(百万)	2,609.74



#### 分析师：崔琰

邮箱：cuiyan@hx168.com.cn  
SAC NO: S1120519080006  
联系电话：

#### 分析师：郑青青

邮箱：zhengqq@hx168.com.cn  
SAC NO: S1120522120001  
联系电话：

#### 分析师：戚舒扬

邮箱：qisy1@hx168.com.cn  
SAC NO: S1120523020003  
联系电话：

#### 华西汽车&建筑团队联合覆盖

#### 相关研究

- 【华西汽车】福耀玻璃(600660)系列点评十四：业绩平稳增长 汽玻二次成长 2023.04.27
- 【华西汽车】福耀玻璃(600660)系列点评十三：业绩稳健增长 汽玻二次成长 2023.03.17
- 【华西汽车】福耀玻璃(600660)系列点评十二：业绩彰显韧性 汽玻二次成长 2022.10.20

提升单车玻璃面积，进而提高单车配套价值；2) 铝饰条有望再造一个福耀：公司 2019 年 3 月开始并表 SAM，整合工作稳步推进，我们预计盈利能力将逐步改善。铝饰条可与汽玻集成，顺应客户模块化、集成化的采购趋势，中长期整合 SAM 有望再造一个福耀。

### 投资建议

考虑到汇兑收益的影响及高附加值玻璃的加速渗透，维持盈利预测：预计 2023-2025 年营收为 323.4/400.3/497.2 亿元，归母净利为 53.0/64.1/78.9 亿元，EPS 为 2.03/2.46/3.02 元，对应 2023 年 8 月 17 日 37.42 元收盘价的 PE 为 18/15/12 倍。鉴于公司全球化布局已进入收获期，全球市占率有望提升，高附加值汽玻产品逐步放量，SAM 盈利能力将逐步改善，维持“买入”评级。

### 风险提示

国内外乘用车销量低于预期；美国工厂盈利改善低于预期；SAM 整合进展低于预期。

### 盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	23,603	28,099	32,341	40,030	49,723
YoY (%)	18.6%	19.0%	15.1%	23.8%	24.2%
归母净利润(百万元)	3,146	4,756	5,297	6,414	7,890
YoY (%)	21.0%	51.2%	11.4%	21.1%	23.0%
毛利率 (%)	35.9%	34.0%	34.4%	34.3%	34.2%
每股收益 (元)	1.21	1.82	2.03	2.46	3.02
ROE	12.0%	16.4%	15.2%	15.3%	15.6%
市盈率	31.04	20.54	18.44	15.22	12.38

资料来源：公司公告，华西证券研究所

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	28,099	32,341	40,030	49,723	净利润	4,753	5,293	6,410	7,885
YoY (%)	19.0%	15.1%	23.8%	24.2%	折旧和摊销	2,345	1,553	1,583	1,573
营业成本	18,535	21,201	26,294	32,708	营运资金变动	-896	-442	-945	-1,142
营业税金及附加	225	266	327	407	经营活动现金流	5,893	6,675	7,171	8,429
销售费用	1,351	1,536	1,909	2,368	资本开支	-3,047	-2,272	-2,456	-2,397
管理费用	2,143	2,426	3,019	3,743	投资	145	0	0	0
财务费用	-1,011	-565	-598	-681	投资活动现金流	-7,656	-2,250	-2,441	-2,374
资产减值损失	-140	-49	-57	-54	股权募资	0	0	0	0
投资收益	-8	22	15	24	债务募资	11,577	-6,077	0	0
营业利润	5,661	6,267	7,566	9,322	筹资活动现金流	-1,236	-6,334	-90	-90
营业外收支	-82	18	16	16	现金净流量	-2,087	-1,909	4,639	5,965
利润总额	5,579	6,284	7,582	9,338	<b>主要财务指标</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
所得税	826	991	1,172	1,453	<b>成长能力 (%)</b>				
净利润	4,753	5,293	6,410	7,885	营业收入增长率	19.0%	15.1%	23.8%	24.2%
归属于母公司净利润	4,756	5,297	6,414	7,890	净利润增长率	51.2%	11.4%	21.1%	23.0%
YoY (%)	51.2%	11.4%	21.1%	23.0%	<b>盈利能力 (%)</b>				
每股收益	1.82	2.03	2.46	3.02	毛利率	34.0%	34.4%	34.3%	34.2%
					净利率	16.9%	16.4%	16.0%	15.9%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	总资产收益率 ROA	9.4%	10.3%	10.5%	10.9%
货币资金	17,020	15,111	19,750	25,714	净资产收益率 ROE	16.4%	15.2%	15.3%	15.6%
预付款项	236	292	353	442	<b>偿债能力 (%)</b>				
存货	5,403	6,141	7,633	9,488	流动比率	1.71	2.37	2.55	2.72
其他流动资产	7,019	7,776	9,324	11,223	速动比率	<b>1.38</b>	<b>1.85</b>	<b>2.00</b>	<b>2.14</b>
流动资产合计	29,678	29,320	37,059	46,868	现金比率	0.98	1.22	1.36	1.49
长期股权投资	250	250	250	250	资产负债率	42.9%	32.5%	31.1%	30.0%
固定资产	14,446	15,056	15,755	16,579	<b>经营效率 (%)</b>				
无形资产	1,245	1,240	1,240	1,239	总资产周转率	0.55	0.63	0.66	0.69
非流动资产合计	21,090	22,340	23,855	25,437	<b>每股指标 (元)</b>				
资产合计	50,767	51,660	60,914	72,304	每股收益	1.82	2.03	2.46	3.02
短期借款	6,077	0	0	0	每股净资产	11.11	13.36	16.08	19.41
应付账款及票据	4,154	4,638	5,799	7,194	每股经营现金流	2.26	2.56	2.75	3.23
其他流动负债	7,130	7,755	8,749	10,056	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	17,360	12,393	14,548	17,250	<b>估值分析</b>				
长期借款	3,007	3,007	3,007	3,007	PE	20.54	18.44	15.22	12.38
其他长期负债	1,412	1,412	1,412	1,412	PB	3.16	2.80	2.33	1.93
非流动负债合计	4,419	4,419	4,419	4,419					
负债合计	21,779	16,812	18,967	21,669					
股本	2,610	2,610	2,610	2,610					
少数股东权益	-15	-19	-23	-28					
股东权益合计	28,988	34,848	41,947	50,635					
负债和股东权益合计	50,767	51,660	60,914	72,304					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

## 分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

## 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均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而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。