

福耀玻璃 (600660.SH) 饰条业务拐点将至, 汽玻龙头再度起航

2021年07月08日

——公司首次覆盖报告

投资评级: 买入 (首次)

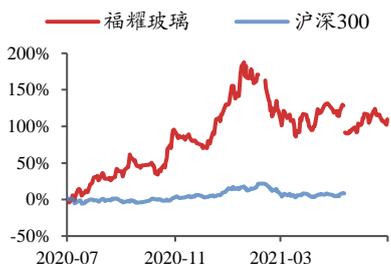
邓健全 (分析师)

dengjianquan@kysec.cn

证书编号: S0790521040001

日期	2021/7/7
当前股价(元)	54.94
一年最高最低(元)	65.81/21.85
总市值(亿元)	1,433.79
流通市值(亿元)	1,100.44
总股本(亿股)	26.10
流通股本(亿股)	20.03
近3个月换手率(%)	65.05

股价走势图



数据来源: 贝格数据

● 全球汽车玻璃龙头, 进军铝饰件业务打开全新增长空间

福耀玻璃是全球汽车玻璃龙头, 通过产业链垂直一体化整合进军铝饰条业务。新能源汽车放量有望带动铝饰条整体渗透率提升, 2025 年全球渗透率有望达到 26%, 市场空间或将超过 220 亿。福耀玻璃收购德国 SAM 后, 有望通过技术、成本优势打造铝饰条业务核心竞争力。我们预计 2021-2023 年公司营收为 242.9/293.9/353.9 亿元, 归母净利润为 37.6/47.3/57.3 亿元, EPS 为 1.50/1.89/2.28 元/股, 对应当前股价 PE 为 36.7/29.1/24.1 倍。我们认为铝饰条业务将为公司带来全新的增长空间, 首次覆盖给予“买入”评级。

● 福耀玻璃收购德国 SAM 开启全球化布局, 产业链垂直一体化整合

福耀玻璃饰条业务于 2015 年启动, 收购三锋集团并成立通辽精铝, 实现了从上游铝锭到下游饰条半成品成型的全产业链布局。2019 年收购德国 SAM, 展开全球化布局, 主要产品包括车顶导轨、铝外饰条等, 客户以欧美系为主。其自主研发的铝涂层保护 ALUCERAM 工艺全球领先, 是目前唯一获得奥迪和大众最高要求认可的镀层技术。

● 铝饰条市场现状: 中高端德系车型应用较多, 渗透率有望提升

目前, 日系、中端合资车企通常使用不锈钢饰条居多, 而铝饰条已基本覆盖部分新能源汽车和德系中高端车型。据我们测算, 德系车型中宝马铝饰条渗透率高达 94.95%, 奥迪为 88.27%; 新能源汽车中, 特斯拉目前已将铝饰条应用到旗下车型 Model S/X/Y 中, 比亚迪汽车也将铝饰条应用至旗下唐系列车型中。新能源汽车放量有望带动铝饰条整体渗透率提升。

● 铝饰条竞争格局: 技术壁垒较高, 技术、成本优势是核心竞争力

汽车铝饰条生产工艺技术壁垒较高, 全球参与者主要包括敏实集团、京威股份、美国 DURA、德国 SAM。福耀玻璃收购 SAM 进军铝饰条业务后, 有望与汽玻发挥产品总成供应的协同效应, 通过技术、成本优势打造核心竞争力。

● 风险提示: 乘用车销量不及预期、铝饰条渗透率不及预期、原材料价格持续上涨

财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	21,104	19,907	24,286	29,388	35,393
YOY(%)	4.3	-5.7	22.0	21.0	20.4
归母净利润(百万元)	2,898	2,601	3,759	4,733	5,731
YOY(%)	-29.7	-10.3	44.5	25.9	21.1
毛利率(%)	37.5	39.5	40.0	40.7	41.0
净利率(%)	13.7	13.1	15.5	16.1	16.2
ROE(%)	13.6	12.0	16.0	18.0	19.0
EPS(摊薄/元)	1.16	1.04	1.50	1.89	2.28
P/E(倍)	47.6	53.0	36.7	29.1	24.1
P/B(倍)	6.4	6.4	5.9	5.2	4.6

数据来源: 贝格数据、开源证券研究所

目 录

1、 福耀玻璃饰条业务：产业链垂直一体化整合，收购 SAM 开启全球化布局	3
2、 铝饰条市场现状：德系车型应用较多，渗透率有望提升	5
2.1、 铝饰条已基本覆盖德系中高端车型	5
2.2、 新能源汽车放量带动渗透率提升，2025 年全球市场规模或将超过 220 亿元	7
3、 铝饰条竞争格局：阳极氧化技术壁垒较高，参与者相对较少	8
4、 福耀玻璃：技术及成本优势是核心竞争力	9
4.1、 SAM 公司铝饰条表面处理工艺全球领先，技术优势明显	9
4.2、 精益管理贯穿始末，产业链垂直整合降本增效有望复制	10
4.3、 有望与汽玻发挥产品总成供应的协同效应	11
5、 盈利预测与投资建议	12
6、 风险提示	13
附： 财务预测摘要	14

图表目录

图 1： 福耀玻璃近年来布局铝饰条业务	3
图 2： 福耀玻璃外饰件集成玻璃产品包括 PMMA、铝合金以及不锈钢亮饰条等	3
图 3： 福耀玻璃独立高亮外饰件产品用于装饰 A/B/C/D 柱	4
图 4： 德国 SAM 主要产品为车顶导轨及铝外饰条	4
图 5： SAM 公司亏损金额环比缩窄(亿元)	4
图 6： 乘用车外饰件应用广泛	5
图 7： 2020 年中国售价在 30 万元以上的乘用车销量占比约为 9.50%	7
图 8： 2025 年全球铝饰条渗透率或将达到 26%	7
图 9： 2025 年全球铝饰条市场规模或将超过 220 亿元	8
图 10： 铝饰条受到碱性溶液腐蚀产生裂纹	9
图 11： 铝饰条氧化膜受热后产生裂纹	9
图 12： 碱性溶液下 Aluceram 工艺保护能力显著强于传统阳极氧化工艺	10
图 13： 福耀玻璃三费率趋向稳定(%)	10
图 14： 福耀玻璃汽玻业务毛利率处于行业领先地位(%)	10
表 1： 铝饰条在德系中高端车型中渗透率较高	5
表 2： 特斯拉已将铝饰条应用到旗下 MODEL S/X/Y 车型中	6
表 3： 德系品牌中价格在 30 万以上的车型基本都将铝饰条纳入到标准配置中	6
表 4： 全球四大铝饰条生产企业有敏实集团、京威股份、DURA、SAM	8
表 5： 2018-2023 年公司营收拆分及预测	12
表 6： 可比上市公司估值 (PE/PEG)	13

1、福耀玻璃饰条业务：产业链垂直一体化整合，收购 SAM 开启全球化布局

福耀玻璃饰条业务于 2015 年启动，通过收购德国 SAM 展开全球化布局。公司 2015 年进入汽车铝饰件业务，通过整合三锋集团、成立通辽精铝，实现了从上游铝锭到下游饰条半成品成型的全产业链布局。2019 年收购德国 SAM 公司，展开全球化布局。

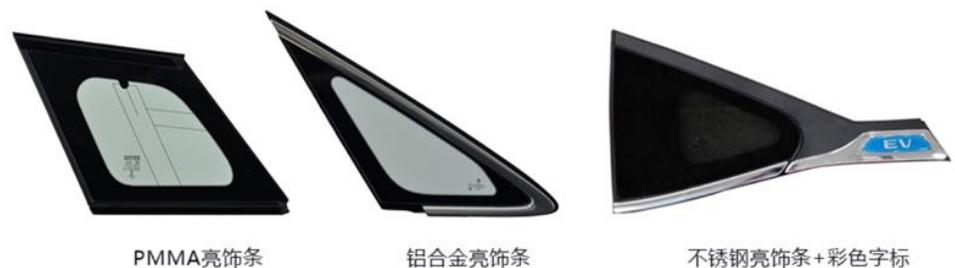
图1：福耀玻璃近年来布局铝饰条业务



资料来源：公司公告、SAM 官网、开源证券研究所

外饰件是福耀玻璃未来重要发展方向之一，主要有外饰件集成玻璃和独立高亮外饰件两类产品。外饰件集成玻璃将汽车玻璃镶嵌到各种材质的外饰件中，是通过后装集成不锈钢或铝合金亮饰条等外饰件的玻璃总成产品，达到流畅的车身线条及客户需要的外观造型、独立高亮外饰件是通过单色或者双色注塑，形成高亮外饰件，用于装饰 A/B/C/D 柱，实现车身悬浮式车顶效果，也可为玻璃升降提供导向。

图2：福耀玻璃外饰件集成玻璃产品包括 PMMA、铝合金以及不锈钢亮饰条等



资料来源：福耀玻璃官网

图3: 福耀玻璃独立高亮外饰件产品用于装饰 A/B/C/D 柱



资料来源: 福耀玻璃官网

SAM 公司产品有车顶导轨、铝外饰条等, 客户资源较为丰富。德国 SAM 公司主要产品有车顶导轨、铝外饰条等, 在德国、墨西哥、斯洛伐克 3 个国家均有工厂布局, 主要客户为奥迪、大众、宝马等欧系主要中高端品牌。被收购前, 其营收体量约为 2-3 亿欧元。

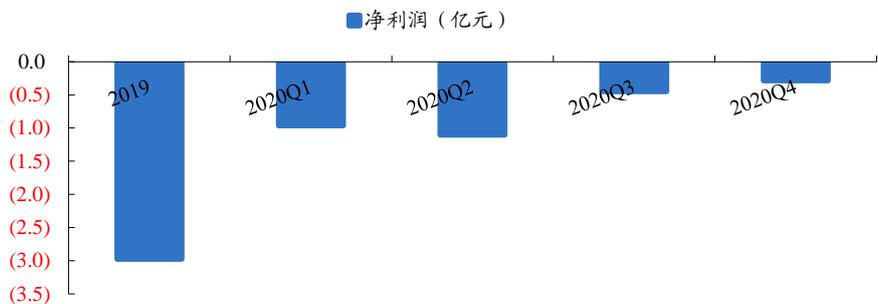
图4: 德国 SAM 主要产品为车顶导轨及铝外饰条



资料来源: SAM 官网

SAM 公司被收购后尚处整合期, 业绩尚处亏损状态但环比减少, 预计 2021 年有望达到盈亏平衡。公司 2019/2020Q1/2020Q2/2020Q3/2020Q4 分别录得净利润-3.0/-0.96/-1.1/-0.45/-0.28 亿元, 环比改善。

图5: SAM 公司亏损金额环比缩窄(亿元)



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

2、铝饰条市场现状：德系车型应用较多，渗透率有望提升

2.1、铝饰条已基本覆盖德系中高端车型

汽车饰条是重要外饰件，主要用于整车颜值提升或部分辅助性车辆结构。从产品类型与功能来看，汽车饰条主要安装在汽车车窗上四周边缘，起装饰作用与挡风作用，部分汽车饰条也安装在脚踏板和行李架等位置，起到辅助性功能作用。从产品材质来看，除部分中低端车型不使用金属饰条外，其余车型饰条主要使用铝合金和不锈钢两种材质。

图6：乘用车外饰件应用广泛



资料来源：奥迪官网

铝饰条已基本覆盖德系中高端车型，正逐步向新能源汽车渗透。截至目前，日系、中端合资车企使用不锈钢饰条居多，德系高端车中宝马、奥迪大部分车型已将铝饰条纳入基本配置中。据我们测算，宝马车型中铝饰条渗透率高达 94.95%，奥迪为 88.27%。而大众、比亚迪等品牌近年来也开始将铝饰条作为高端车型车身可选配置，特斯拉目前也已将铝饰条应用到旗下车型 Model S/X/Y 中，随着新能源汽车逐步放量，铝饰条渗透率有望提升。

表1：铝饰条在德系中高端车型中渗透率较高

品牌	应用现状	渗透率	2020年国内销量（万辆）
奥迪	未覆盖 A3 系列车型	88.27%	65.6
宝马	未覆盖 1/2 系低配车型	94.95%	60.7
梅赛德斯-奔驰	覆盖 GLC/GLE/GLS/EQC 车型	25.71%	64.0
比亚迪	覆盖唐系列车型	8.61%	42.7

数据来源：奥迪官网、宝马官网、奔驰官网、比亚迪官网、Marklines、开源证券研究所

表2: 特斯拉已将铝饰条应用至旗下 MODEL S/X/Y 车型中

车型	铝饰条	不锈钢饰条	均价 (万元)	铝饰条供应商	2020 年销量 (万辆)
MODEL 3	×	√	29.5	×	13.9
MODEL S	√	×	92.9	宁波华翔	0.9
MODEL X	√	×	92.4	宁波华翔	
MODEL Y	√	×	36.3	敏实集团	

数据来源: 特斯拉官网、敏实集团公司公告、宁波华翔公司公告、开源证券研究所

在广泛应用铝饰条的德系品牌之中, 大部分中高端车型已将铝饰条纳入到标准装配之中, 低端车型或中端低配车型使用不锈钢饰条。就价格来看, 均价在 30 万以上的车型绝大多数选择配置铝饰条, 均价在 30 万以下的车型较多选择不锈钢饰条。

表3: 德系品牌中价格在 30 万以上的车型基本都将铝饰条纳入到标准配置中

品牌	车种划分	车型	2019 年销量 (万辆)	2020 年销量 (万辆)	均价 (万元)	是否配备铝饰条
奥迪	轿车	A3	8.46	7.69	20.78	×
		A4	16.77	13.09	30.61	√
		A6	29.09	17.85	42.49	√
	SUV	Q2L	3.92	5.04	18.28	√
		Q3	6.26	7.44	25.88	√
		Q5	13.58	14.46	46.51	√
奔驰	轿车	A	6.88	6.81	20.08	×
		C	15.46	15.23	29.63	×
		E	15.75	14.99	46.03	×
	SUV	GLC	14.29	16.09	41.98	√
		EQC	0.03	0.39	41.13	√
宝马	轿车	1 系	4.49	3.92	17.94	×
		3 系	10.91	15.43	35.19	√
		5 系	16.34	15.89	48.59	√
	SUV	X1	9.28	9.03	24.40	√
		X2	8.13	8.39	23.80	√
		X3	3.47	6.11	38.79	√

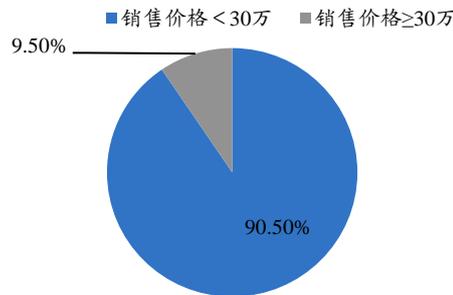
数据来源: 奥迪官网、奔驰官网、宝马官网、Marklines、开源证券研究所

2.2、新能源汽车放量带动渗透率提升，2025 年全球市场规模或将超过 220 亿元

按车系品牌划分，铝饰条已基本覆盖德系中高端车型；按动力类型划分，新能源汽车铝饰条渗透率高于传统燃油车。在目前应用铝饰条的车型数量中，以 BBA 为代表的德系中高端车型占比过半。新能源汽车中，特斯拉目前已将铝饰条应用到旗下车型 Model S/X/Y 中，比亚迪汽车唐系列车型也将铝饰条作为标准配置。新能源汽车放量有望带动铝饰条渗透率提升。

按销售价格段进行划分，中国 2020 年售价 30 万以上的乘用车销量占比约为 9.50%。据我们前文统计，均价在 30 万以上的车型绝大多数选择配置铝饰条，均价在 30 万以下的车型较多选择不锈钢饰条。据智研咨询对铝饰条渗透率的测算，2020 年铝饰条渗透率约为 11%，结合售价在 30 万以上/以下的车型销量占比，我们认为其具备相对合理性。

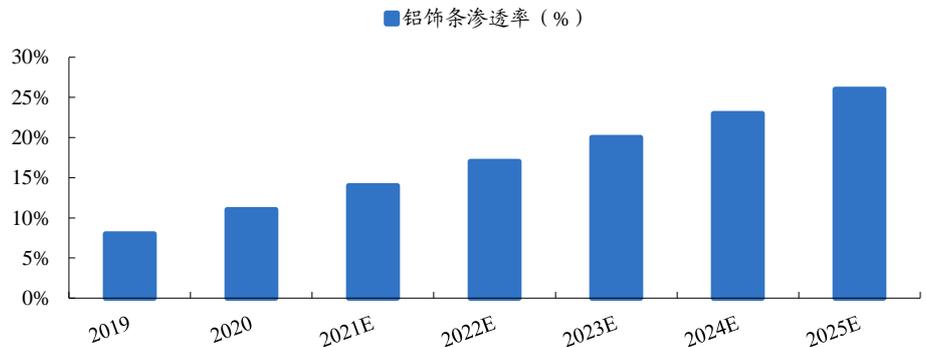
图7：2020 年中国售价在 30 万元以上的乘用车销量占比约为 9.50%



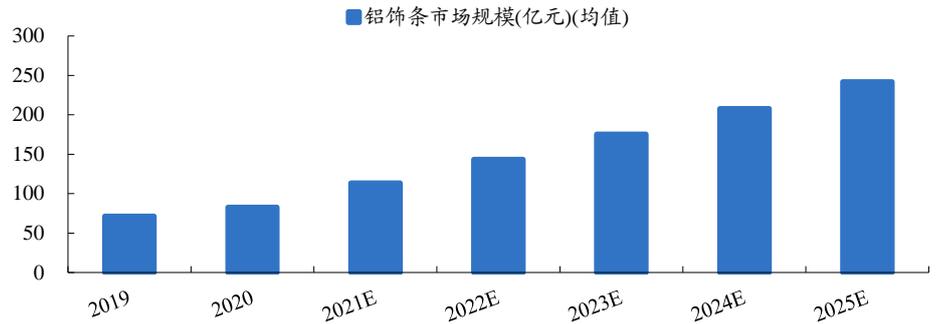
数据来源：乘联会、开源证券研究所

智研咨询预计 2025 年铝饰条渗透率或将达到 26%。我们假设单车价值量范围为 1300-1500 元，预计 2025 年铝饰条市场规模有望达到 225-260 亿元。

图8：2025 年全球铝饰条渗透率或将达到 26%



数据来源：智研咨询、开源证券研究所

图9：2025 年全球铝饰条市场规模或将超过 220 亿元


数据来源：智研咨询、OICA、开源证券研究所

注：单车价值量采用均值 1400 元预测

3、铝饰条竞争格局：阳极氧化技术壁垒较高，参与者相对较少

铝饰条后处理工艺技术壁垒较高，参与者相对较少。铝饰条生产流程中，饰条成型及后处理为两大核心步骤，其中饰条后处理对技术工艺要求较高。铝饰条后处理工艺主要指表面处理，阳极氧化技术成熟度对产品良率影响较大，技术壁垒相较于不锈钢饰条较高，参与者相对较少。全球范围内参与者主要包括敏实集团、京威股份、美国 DURA、德国 SAM。

- (1) **敏实集团**：目前在 9 个国家设立 50 余个工厂，产品销往 30 余个国家，形成座椅骨架系统、车身装饰件、铝制电池盒、铝饰条、行李架等业务板块。2020 年，敏实集团首次获取特斯拉铝饰条业务，成为 Model Y 的市场原供。
- (2) **京威股份**：目前在德国和国内均有工厂布局，其主要产品包括汽车门框/侧框/侧梁装饰条总成、三角窗装饰条总成等铝合金外饰件。客户主要以国内整车厂为主，覆盖华晨宝马、北京奔驰、比亚迪、一汽大众等。
- (3) **美国 DURA**：目前在 12 个国家开设 26 个工厂，主要产品包括机电一体化控制系统、轻质结构车身系统、和外部装饰，其机械与电子产品已应用到 300 多个车型中。客户以美系、欧系为主。2019 年 10 月，DURA 申请破产。
- (4) **德国 SAM**：目前在德国、墨西哥、斯洛伐克 3 个国家均有工厂布局，主要产品有车顶导轨、铝外饰条等。主要客户覆盖奥迪、大众、宝马等欧系主要中高端品牌。2019 年 3 月被福耀玻璃收购。

表4：全球四大铝饰条生产企业有敏实集团、京威股份、DURA、SAM

公司	敏实集团	京威股份	DURA	SAM
成立时间	1992	2002	1914	1955
主要产品	座椅骨架系统、车身装饰件、铝制电池盒、铝饰条、行李架等	汽车门框/侧框/侧梁装饰条总成、三角窗装饰条总成等	机电一体化控制系统、轻质结构车身系统、和外部装饰等	车顶导轨、铝外饰条等
主要客户	客户覆盖全球，包括通用、福特、丰田、大众、宝马、特斯拉、雷克萨斯等主流品牌	客户主要以国内为主，覆盖华晨宝马、北京奔驰、比亚迪、一汽大众等一线主流整车厂	客户以美系、欧系为主，包括福特、大众、通用等知名汽车制造商	主要客户为奥迪、大众、宝马等欧系主要中高端品牌
工厂布局	中国、英国、美国、泰国、日本、巴西、德国、俄罗斯、韩国	德国以及长春、秦皇岛、烟台、无锡、成都等国内地区	美国、德国、巴西、韩国、中国等 12 个国家	德国、墨西哥、斯洛伐克

资料来源：公司公告、公司官网、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

4、福耀玻璃：技术及成本优势是核心竞争力

4.1、SAM 公司铝饰条表面处理工艺全球领先，技术优势明显

铝饰条生产流程中，饰条成型及后处理为两大核心步骤，其中饰条后处理难度较大，对技术工艺要求较高。

铝饰条后处理工艺主要指表面处理，对产品良率影响较大，德国 SAM 公司铝涂层表面保护工艺全球领先。铝合金可以在空气中形成天然 Al_2O_3 保护膜，但致密性差，因此抗腐蚀能力、硬度和耐磨性均不佳。为此，需要对铝合金进行适当表面处理，以增强其防腐蚀能力和耐磨性。

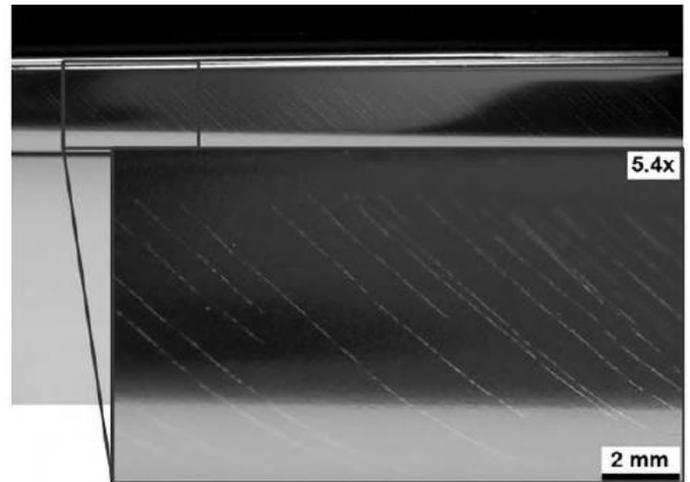
铝饰条表面处理通常采用传统阳极氧化工艺，主要包括脱脂、电抛光、出光、阳极氧化等工序，但仍存在部分常见缺陷，如外力刮擦腐蚀、碱溶液腐蚀、受热裂纹等。

图10：铝饰条受到碱性溶液腐蚀产生裂纹



资料来源：CNKI

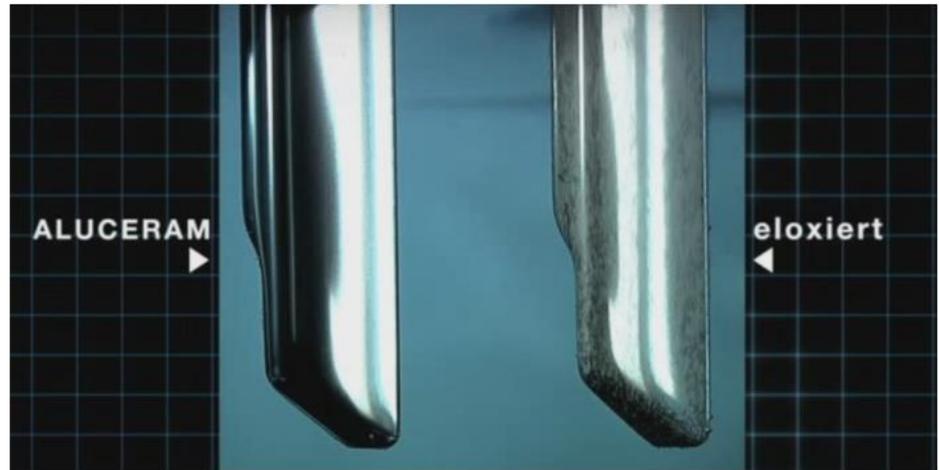
图11：铝饰条氧化膜受热后产生裂纹



资料来源：CNKI

德国 SAM 公司自主研发的涂层保护 ALUCERAM 工艺全球领先，是目前唯一获得奥迪和大众最高要求认可的镀层技术。ALUCERAM 是车身铝部件经阳极氧化后高光泽表面的智能保护系统，除了对紫外线辐射的绝对抵抗力外，还可防止 PH 1~PH13.5 溶液的腐蚀，是目前唯一被奥迪和大众认可的镀层系统。如今该项技术也被越来越多的高端 OEM 厂商用于保护铝装饰部件。后续 SAM 有望对国内饰条业务进行技术协同，福耀玻璃饰条业务技术壁垒有望加强。

图12: 碱性溶液下 Aluceram 工艺保护能力显著强于传统阳极氧化工艺



资料来源: SAM 官网

4.2、精益管理贯穿始末，产业链垂直整合降本增效有望复制

精益管理贯穿始末，费用开支相对稳定，毛利率行业领先。福耀玻璃坚持精益管理，销售/管理/财务费用率 2017 年以来总体保持相对稳定。毛利率方面，公司通过产业链垂直一体化布局，汽玻业务毛利率显著高于竞争对手，体现出公司优秀的成本控制能力。此前 SAM 公司因企业管理等原因而破产，预计福耀玻璃后续将精益管理模式应用至 SAM 公司之中，提升其竞争力。

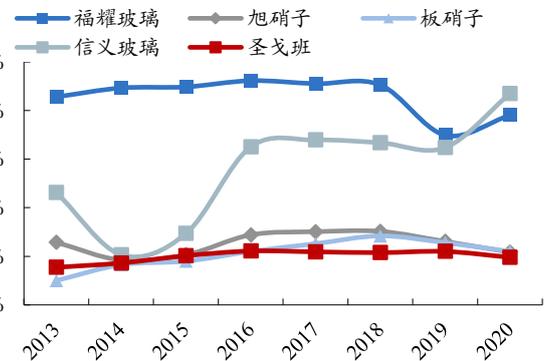
铝饰条业务垂直一体化整合，降本增效有望复制。与汽玻业务全产业链布局类似，在饰条业务方面，福耀玻璃收购三锋饰件、福州模具、成立通辽精铝，从上游铝锭到最终饰条成品均有布局，实现铝饰条产业链垂直一体化整合，铝饰条业务有望复制汽玻业务降本增效的能力，预计将为福耀玻璃带来较为明显的成本与价格优势。

图13: 福耀玻璃三费费率趋向稳定(%)



数据来源: Wind、开源证券研究所

图14: 福耀玻璃汽玻业务毛利率处于行业领先地位(%)



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

4.3、有望与汽玻发挥产品总成供应的协同效应

对于福耀玻璃来说，总成类产品对单车 ASP 具有一定提升作用。福耀玻璃汽玻与外饰件业务潜在客户重叠度较高。外饰件业务方面，外饰件集成玻璃是主要产品之一，其中三角窗饰条是集成在玻璃总成上，此前需对外采购饰条后再与汽玻进行集成处理，未来有望通过一体化垂直产业链，实现从上游的铝锭到模具到最终饰条产品的自给，增强产品协同效应，最终向客户直接提供相关总成类产品，对单车 ASP 具有一定提升作用。

对于整车厂来说，供应商的产能、产品质量、价格、供应稳定性是主要考虑的因素。

- (1) **产能方面：**公司目前在国内外均有铝饰条生产线布局，随着新建生产线投入使用和产能利用率的持续爬坡，福耀玻璃饰条业务有望满足大型整车厂的需求，进一步开拓用户。
- (2) **产品质量方面：**颜色的多样性是铝饰条较不锈钢饰条的优势之一，在阳极氧化的过程中，不同工艺会导致成品存在色差，为追求色彩的一致性，整车厂倾向于向同一家供应商批量采购总成类产品。福耀玻璃在总成类产品两端（玻璃与铝饰条）布局产生了协同优势，能够更好避免饰条色差产生的质量问题。
- (3) **产品价格方面：**一方面，福耀玻璃精益管理贯穿始末，费用开支相对稳定，成本控制能力优秀；另一方面，福耀玻璃通过产业链垂直一体化整合，发挥成本优势，预计在产品价格方面较其他竞争对手拥有更加灵活的调整空间。
- (4) **供应稳定性方面：**福耀玻璃专注汽车玻璃 30 余年，在汽车零部件行业积累了大量经验，管理能力较为优秀，另外在铝饰条业务方面已经完成了产业链垂直一体化整合，打通了从上游原材料到下游生产部门的整个流程，其供货稳定性方面预计优于采购半成品加工的业务模式。

5、盈利预测与投资建议

福耀玻璃是全球汽车玻璃龙头，其饰条业务于 2015 年启动，收购三锋集团并成立通辽精铝，实现了从上游铝锭到下游最终饰条产品的全产业链布局。2019 年收购德国 SAM，展开全球化布局，未来有望打开全新增长空间。铝饰条目前主要应用在德系中高端车型和部分新能源汽车中，新能源汽车逐步放量，有望带动整体渗透率提升。

SAM 公司并表后处于整合期，业绩尚处亏损状态但环比减少，我们预计其业绩拐点将至，2021 年有望达到盈亏平衡。2019/2020 年 SAM 公司产生净利润分别为-2.95/-2.80 亿元，同比减少 5%；其中 2020 年上半年/下半年分别产生净利润-2.06/-0.73 亿元，环比大幅减亏。当前 SAM 整合进入尾声，我们预计其业绩拐点将至。

表5: 2018-2023 年公司营收拆分及预测

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
汽车玻璃 (亿元)	193.5	189.6	179.4	219.7	265.1	317.1
YOY	8.3%	-2.0%	-5.4%	22.5%	20.6%	19.6%
毛利率	35.9%	34.5%	34.5%	35.5%	36.0%	36.5%
浮法玻璃 (亿元)	32.2	36.5	34.9	39.1	46.0	52.9
YOY	11.1%	13.2%	-4.2%	14.0%	13.8%	13.0%
毛利率	41.9%	34.9%	38.4%	37.3%	37.8%	37.3%
铝饰件及其他主营收入 (亿元)	2.3	15.7	15.3	17.6	22.0	28.6
YOY	141.7%	574.6%	-2.1%	15.0%	25.0%	30.0%
毛利率	43.5%	-7.2%	11.1%	15.0%	20.0%	25.0%
其他业务收入 (亿元)	3.4	3.4	2.7	3.3	3.6	3.9
YOY	-35.0%	-0.6%	-21.5%	24.1%	9.1%	8.3%
毛利率	66.6%	59.6%	63.5%	60.0%	60.0%	60.0%
内部抵销 (亿元)	-29.2	-34.0	-33.3	-37.9	-42.7	-47.8
营业收入 (亿元)	202.3	211.0	199.1	242.9	293.9	353.9
YOY	8.1%	4.4%	-5.7%	21.1%	20.3%	18.8%

数据来源：公司年报、开源证券研究所

综上，预计福耀玻璃饰条业务 2021/2022/2023 年分别贡献 17.6/22.0/28.6 亿营收，预计 2021-2023 年福耀玻璃总营收为 242.9/293.9/353.9 亿元，同比增长 22.0%/21.0%/20.4%，归母净利润为 37.6/47.3/57.3 亿元，EPS 为 1.50/1.89/2.28 元/股，对应当前股价 PE 为 36.7/29.1/24.1 倍。A 股+H 股 5 家可比公司 PE 均值 2021/2022/2023 年分别为 37.8/30.0/24.3。考虑到公司是全球汽车玻璃龙头，有望将汽玻业务的优势及经验复制到铝饰条业务中，后者将为公司带来全新的增长空间。我们认为公司龙头地位将更加稳固，业绩有望二次增长，应享受更高估值溢价，首次覆盖给予公司“买入”评级。

表6: 可比上市公司估值 (PE/PEG)

证券代码	股票简称	评级	总市值 (亿元) (亿港元)	收盘价 (元/股) (港元/股)	PE			EPS			PEG (2023)
					2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	
0425.HK	敏实集团	未评级	413.47	35.65	22.17	18.08	15.05	1.61	1.97	2.37	0.62
601689.SH	拓普集团	未评级	354.09	32.13	29.38	22.91	17.66	1.09	1.40	1.82	0.59
601799.SH	星宇股份	未评级	601.44	217.28	41.33	33.15	27.28	5.26	6.55	7.96	1.27
0868.HK	信义玻璃	未评级	1285.11	31.70	12.86	11.85	10.71	2.47	2.68	2.96	1.01
002920.SZ	德赛西威	未评级	637.40	115.89	83.29	64.19	50.71	1.39	1.81	2.29	1.91
平均					37.81	30.04	24.28				
600660.SH	福耀玻璃	买入	1371.85	54.94	36.67	29.12	24.05	1.50	1.89	2.28	1.14

数据来源: Wind、开源证券研究所 (收盘日期为 2021/7/7, 敏实集团、拓普集团、星宇股份、信义玻璃、德赛西威数据采用 Wind 一致预测, 敏实集团、信义玻璃总市值及收盘价单位为港币)

6、风险提示

乘用车销量不及预期、铝饰条渗透率不及预期、原材料价格持续上涨。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	17774	18560	19885	20609	25336
现金	8356	8810	7145	7083	8123
应收票据及应收账款	3477	3754	5068	5607	7250
其他应收款	472	527	692	782	993
预付账款	223	174	310	275	429
存货	3280	3281	4655	4847	6526
其他流动资产	1966	2015	2015	2015	2015
非流动资产	21052	19864	21728	23812	26446
长期投资	200	207	215	224	233
固定资产	14520	14260	16179	18332	20788
无形资产	1337	1271	1231	1200	1183
其他非流动资产	4994	4126	4104	4056	4241
资产总计	38826	38424	41613	44421	51782
流动负债	14786	12131	13919	14374	18398
短期借款	8492	6166	6166	6166	8407
应付票据及应付账款	2097	2466	3053	3555	4355
其他流动负债	4197	3499	4700	4653	5637
非流动负债	2671	4701	4230	3738	3230
长期借款	1193	3184	2712	2220	1712
其他非流动负债	1478	1518	1518	1518	1518
负债合计	17457	16833	18149	18112	21628
少数股东权益	-1	-4	-8	-14	-19
股本	2509	2509	2509	2509	2509
资本公积	6223	6223	6223	6223	6223
留存收益	12518	13237	14714	16562	18583
归属母公司股东权益	21370	21595	23472	26323	30172
负债和股东权益	38826	38424	41613	44421	51782

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	5127	5278	4010	6490	6217
净利润	2898	2598	3755	4727	5726
折旧摊销	2023	2124	1835	2217	2421
财务费用	21	494	329	101	214
投资损失	-82	-71	-283	-146	-164
营运资金变动	115	-277	-1610	-378	-1957
其他经营现金流	152	410	-15	-30	-22
投资活动现金流	-3125	-1167	-3401	-4124	-4869
资本支出	2780	1773	1856	2074	2624
长期投资	0	-58	-8	-11	-9
其他投资现金流	-346	548	-1552	-2062	-2254
筹资活动现金流	-116	-3280	-2274	-2428	-2549
短期借款	2943	-2326	0	0	0
长期借款	-54	1991	-471	-492	-508
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	-0	0	0	0
其他筹资现金流	-3004	-2944	-1803	-1936	-2041
现金净增加额	1995	455	-1665	-62	-1200

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	21104	19907	24286	29388	35393
营业成本	13198	12042	14565	17438	20872
营业税金及附加	198	198	243	289	347
营业费用	1482	1474	1730	2116	2544
管理费用	2185	2077	2725	3101	3766
研发费用	813	816	749	1133	1318
财务费用	21	494	329	101	214
资产减值损失	-4	-31	0	0	0
其他收益	182	353	227	254	278
公允价值变动收益	-36	-1	2	7	-7
投资净收益	82	71	283	146	164
资产处置收益	4	75	13	23	29
营业利润	3416	3267	4470	5639	6796
营业外收入	109	58	76	81	72
营业外支出	294	215	149	182	210
利润总额	3231	3110	4397	5538	6658
所得税	333	511	642	811	932
净利润	2898	2598	3755	4727	5726
少数股东损益	-0	-2	-4	-6	-5
归母净利润	2898	2601	3759	4733	5731
EBITDA	5596	5553	6463	7996	9357
EPS(元)	1.16	1.04	1.50	1.89	2.28

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	4.3	-5.7	22.0	21.0	20.4
营业利润(%)	-31.3	-4.4	36.8	26.1	20.5
归属于母公司净利润(%)	-29.7	-10.3	44.5	25.9	21.1
获利能力					
毛利率(%)	37.5	39.5	40.0	40.7	41.0
净利率(%)	13.7	13.1	15.5	16.1	16.2
ROE(%)	13.6	12.0	16.0	18.0	19.0
ROIC(%)	9.6	8.8	11.5	13.4	14.1
偿债能力					
资产负债率(%)	45.0	43.8	43.6	40.8	41.8
净负债比率(%)	17.6	9.9	15.9	12.7	13.6
流动比率	1.2	1.5	1.4	1.4	1.4
速动比率	0.9	1.1	0.9	1.0	0.9
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.5	0.6	0.7	0.7
应收账款周转率	5.4	5.5	5.5	5.5	5.5
应付账款周转率	5.8	5.3	5.3	5.3	5.3
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.16	1.04	1.50	1.89	2.28
每股经营现金流(最新摊薄)	2.04	2.10	1.60	2.59	2.48
每股净资产(最新摊薄)	8.52	8.61	9.36	10.49	12.03
估值比率					
P/E	47.6	53.0	36.7	29.1	24.1
P/B	6.4	6.4	5.9	5.2	4.6
EV/EBITDA	25.1	25.2	21.9	17.6	15.1

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn