

福耀玻璃 (600660.SH)

营收增速持续超越行业，一季度扣非净利润同比增长 73%

买入

核心观点

24Q1 公司营收同比增速超越行业 18pct，扣非净利润同比增长 73%。福耀玻璃 2024Q1 实现营收 88.36 亿元，同比+25.29%，环比-5.35%，营收同比增速超越行业 18.15pct（24Q1 国内汽车产量同比+7.14%）；实现归母净利润 13.88 亿元（汇兑损失 0.88 亿），同比+51.76%，环比-7.65%；2024Q1 利润总额 16.95 亿元，同比+52.15%，环比-6.92%，考虑汇兑后利润总额 17.83 亿元，同比+44.61%，环比-0.22%。再考虑公司转让北京福通 24% 股权交易终止影响 Q1 投资收益减少 2.12 亿元，还原一季度经营性利润总额 19.95 亿元，同比增长 61.82%。

公司推进提质增效，叠加原材料价格下降，盈利能力提升。2024Q1 公司毛利率为 36.82%，同比+3.62pct，环比+0.28pct；净利率为 15.71%，同比+2.73pct，环比-0.39pct。或受益于公司持续推进提质增效及原材料价格下降（24Q1 国内重质纯碱价格下滑约 32%）。

高附加值新品周期叠加产能新一轮扩张周期，汽车玻璃产品量价双升。量端，23 年公司汽车玻璃销量 140 百万平方米，按每辆车 4 平米折算，相当于装配 3504 万辆汽车，同比增长 10%，23 年全球汽车销量 8724 万辆，假设后装市场占据前装市场 33%，测算公司汽车玻璃全球市占率 30%。此前福耀公告，1) 拟对福建子公司投资 32.5 亿元建设年产约 2050 万平方米汽车安全玻璃项目。2) 拟设立合肥子公司投资 57.5 亿元建设年产汽车安全玻璃约 2610 万平方米项目和两条浮法玻璃产线。**24 年公司预计资本支出 81 亿元，同比 23 年实际支出 45 亿元增长 82%。**价端，汽玻单平米价格由 16 年 152 元提升至 23 年 213 元，CAGR 为 4.9%，23 年智能全景天幕玻璃、可调光玻璃、抬头显示玻璃、超隔绝玻璃、轻量化超薄玻璃、镀膜可加热玻璃、钢化夹层玻璃等高附加值产品占比同比+9.54pct。伴随高附加值玻璃渗透，我们测算汽车玻璃行业单车价值量 20-25 年 CAGR 预计 8% 以上。

风险提示：公司汽玻业务出海节奏、SAM 整合进度。

投资建议：上调盈利预测，维持“买入”评级。公司是全球汽车玻璃龙头，智能化大趋势下，汽车玻璃有望 1) 单车玻璃面积从 4 平米增长到 6 平米；2) 单平米价值量提升（镀膜、隔热、包边、HUD、调光、5G 通信等），从 600 元提升至 2000 元以上。后续汽车玻璃网联化打开新天地，行业 ASP 有望持续提升。考虑公司高附加值产品份额增长、海外进展顺利，我们上调盈利预测，预计 24-26 年归母净利润 65/75/88 亿元（原预测 62/71/84 亿元），低估值、高分红标的（21-23 年分红比例维持 60%+），维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	28,099	33,161	39,951	45,553	52,700
(+/-%)	19.0%	18.0%	20.5%	14.0%	15.7%
归母净利润(百万元)	4756	5629	6529	7541	8803
(+/-%)	51.2%	18.4%	16.0%	15.5%	16.7%
每股收益(元)	1.82	2.16	2.50	2.89	3.37
EBIT Margin	16.4%	18.3%	20.2%	20.6%	20.8%
净资产收益率 (ROE)	16.4%	17.9%	19.2%	20.4%	21.7%
市盈率 (PE)	24.9	21.1	18.2	15.7	13.5
EV/EBITDA	21.4	17.6	14.4	12.3	10.8
市净率 (PB)	4.09	3.77	3.48	3.20	2.92

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

汽车·汽车零部件

证券分析师：唐旭霞

0755-81981814

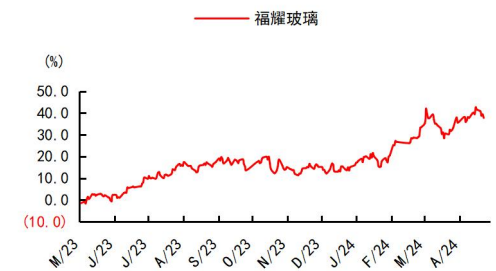
tangxx@guosen.com.cn

S0980519080002

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	44.75 元
总市值/流通市值	116786/116786 百万元
52 周最高价/最低价	46.88/32.16 元
近 3 个月日均成交额	550.62 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

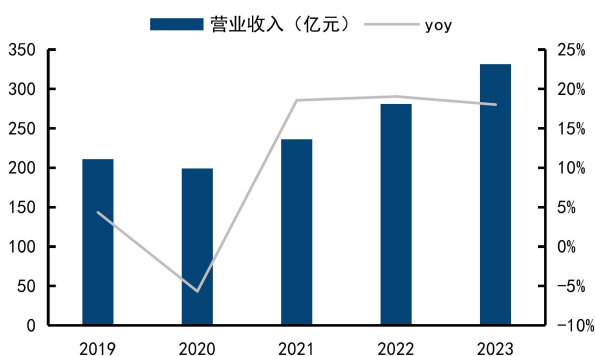
相关研究报告

- 《福耀玻璃 (600660.SH) - 单四季度利润同比增长 76%，盈利能力同环比提升》——2024-03-20
- 《福耀玻璃 (600660.SH) - 三季度营收历史新高，盈利能力同环比提升》——2023-10-18
- 《福耀玻璃 (600660.SH) - 二季度毛利率同环比提升，汽车玻璃产品量价双升》——2023-08-20
- 《福耀玻璃 (600660.SH) - 一季度营收同比增长 8%，汽车玻璃单车价值量持续提升》——2023-04-28
- 《福耀玻璃 (600660.SH) - 单四季度营收同比增长 19%，汽车玻璃量价双升》——2023-03-17

24Q1 公司营收同比增速超越行业 18pct，扣非净利润同比增长 73%。福耀玻璃 2024Q1 实现营收 88.36 亿元，同比+25.29%，环比-5.35%，营收同比增速超越行业 18.15pct（24Q1 国内汽车产量同比+7.14%）；实现归母净利润 13.88 亿元（汇兑损失 0.88 亿），同比+51.76%，环比-7.65%；实现归母扣非净利润 15.18 亿，同比+72.89%，环比+3.62%。从利润总额角度，福耀玻璃 2024Q1 利润总额 16.95 亿元，同比+52.15%，环比-6.92%，考虑汇兑后利润总额 17.83 亿元，同比+44.61%，环比-0.22%。

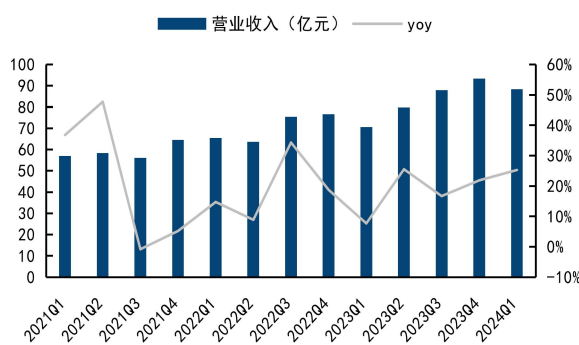
一季度经营性的利润总额 19.95 亿元，同比增长 61.82%。2018 年 6 月，公司与太原金诺签署股权转让协议，约定公司将所持有的北京福通 75% 股权出售给太原金诺，交易总价为 10 亿人民币；公司于当年收到北京福通 51% 股权转让款 6.8 亿元，并完成变更登记手续；剩余 24% 股权转让款 3.2 亿元支付截至时间几次延期至 2024 年 6 月；2024 年 3 月，太原金诺表示因无法预防外因影响，申请放弃购买北京福通剩余 24% 股权，公司同意太原金诺终止履约，公司保留北京福通 24% 股权，影响 2024Q1 投资收益减少 2.12 亿元。我们在考虑汇兑基础上加回福通资产转让终止影响，还原一季度经营性利润总额 19.95 亿元，同比增长 61.82%。

图1: 福耀玻璃营业收入及同比增速



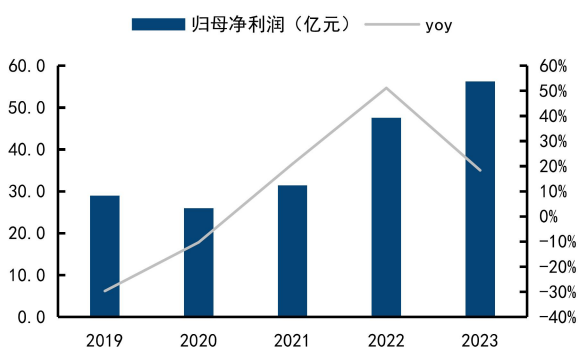
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 福耀玻璃单季度营业收入及同比增速



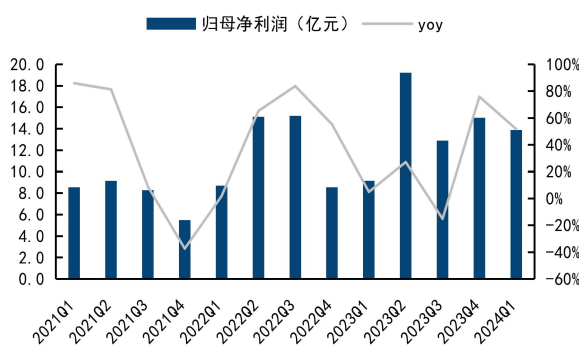
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 福耀玻璃归母净利润及同比增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 福耀玻璃单季度归母净利润及同比增速

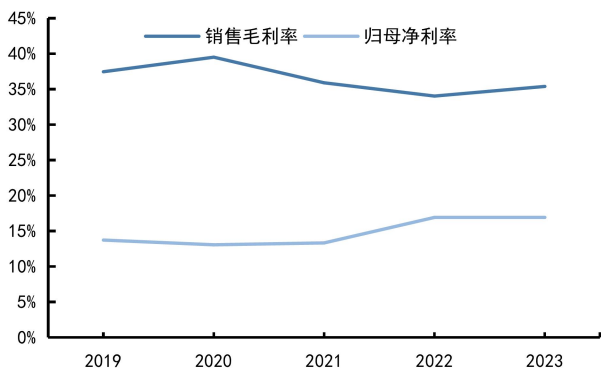


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

公司 2024Q1 毛利率为 36.82%，同比+3.62pct，环比+0.28pct。2024Q1 公司毛利率为 36.82%，同比+3.62pct，环比+0.28pct；净利率为 15.71%，同比+2.73pct，环比-0.39pct。公司持续推进提质增效，盈利能力显著提升，同

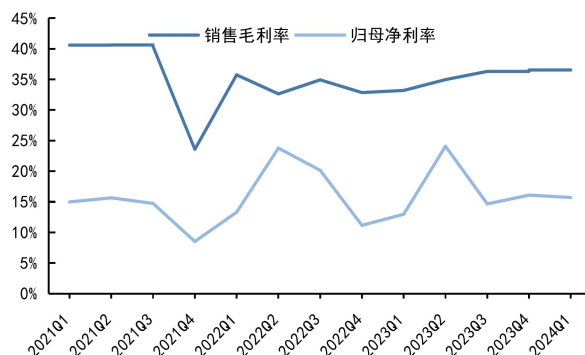
时国内重质纯碱价格从年初 2936 元/吨到 3 月 2000 元/吨，期间下滑约 32%（去年一季度从 2700-2950 元/吨）原材料成本变动也贡献一定增量。

图5: 福耀玻璃毛利率和净利率



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

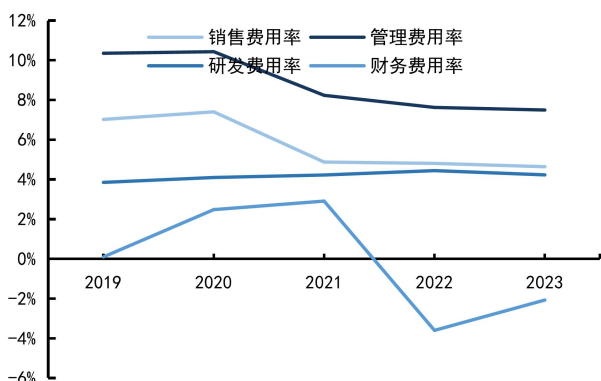
图6: 福耀玻璃单季度毛利率和净利率



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

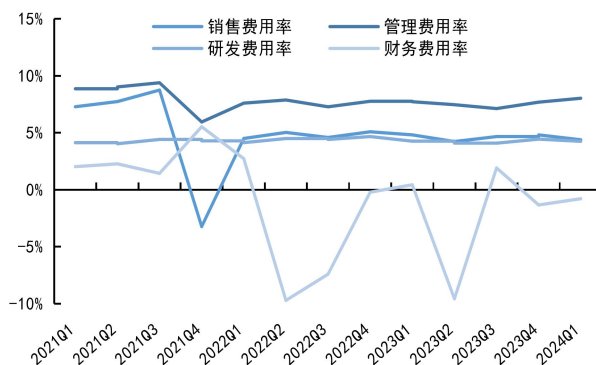
2024Q1 公司四费率同比-1.36pct。公司 2024Q1 四费率为 15.90%，同比-1.36pct，环比+0.27pct，其中销售/管理/财务/研发费用率分别为 4.82%/7.69%/4.45%/-1.33%，同比变动-0.43/+0.31/-0.01/-1.22pct，环比-0.43/+0.34/-0.19/+0.55pct，受汇兑损益影响，公司财务费用率波动较大。

图7: 福耀玻璃四项费用率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 福耀玻璃单季度四项费用率变化情况

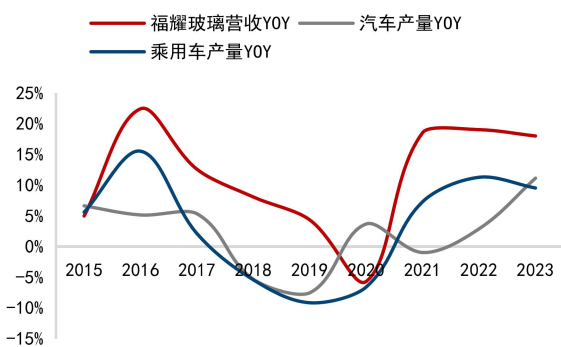


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

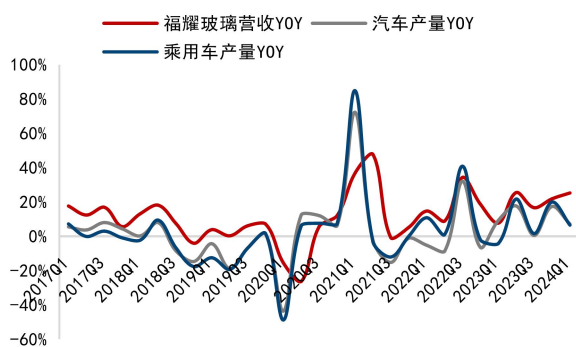
24Q1 公司营收同比增速超越行业 18pct。2013 年以来，福耀玻璃年度营收增速和分季度营收增速波动走向大体和国内车市行业一致，其营收增速绝对值基本维持一定程度高于行业，2024Q1 国内汽车行业产量同比增加 7.14%，公司营收同比增加 25.29%，增速超越行业 18.15pct。

图9: 汽车/乘用车产量增速和福耀玻璃营收增速年度对比

图10: 汽车/乘用车产量增速和福耀玻璃营收增速季度对比



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

● 量端：开启新一轮产能扩张周期，全球市占率有望持续提升

2023年，公司汽车玻璃销量140.16百万平方米，按每辆车4平米玻璃折算，相当于装配了3504万辆汽车，参考marklines数据，2023年全球汽车销量8724万辆，测算公司汽车玻璃全球市占率40.2%，同比+0.2pct。

表1：福耀汽车玻璃销量和全球市占率情况

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
汽车玻璃销量（百万平方米）	112.64	117.66	109.09	103.21	118.46	127.14	140.16
YOY		4.46%	-7.28%	-5.39%	14.78%	7.33%	10.24%
每辆车使用玻璃平米数	4	4	4	4	4	4	4
装配汽车销量（万辆）	2816	2942	2727	2580	2962	3179	3504
全球汽车销量（万辆）	9266	9265	8901	7705	8038	7947	8724
公司汽车玻璃全球市占率	30.39%	31.75%	30.64%	33.49%	36.84%	39.99%	40.16%

资料来源：公司公告，marklines，国信证券经济研究所整理（注：1、全球汽车销量参考marklines数据；2、按每辆车使用4平米折算公司汽车玻璃装配的汽车销量，测算数据仅供参考）

当前公司汽车玻璃产能基地覆盖国内、美国、俄罗斯，其中国内现有产能3250万套，美国现有产能550万套（15%研发产能），俄罗斯现有产能130万套。根据公司公告，公司后续将在美国、合肥、福清继续扩建汽车玻璃产能。

当前公司浮法玻璃产能基地覆盖国内、美国，其中国内现有产能135万吨，美国产能26万吨。根据公司公告，公司后续将在美国、合肥等地扩建浮法玻璃/光伏玻璃产能。

表2：福耀玻璃国内汽车玻璃现有产能基地

汽车玻璃基地	投产时间	下游辐射的主要汽车产业集群基地	产能（万套/年）
福清本部	1987年	出口市场、金龙、东南汽车等	400
	23年公告，暂无时间规划	出口市场、金龙、东南汽车等	规划扩产2050万平方米，约400万套
福耀长春	2001年	一汽系、沈阳金杯系、哈飞汽车等	300
福耀重庆	2002年	长安系（自主系、长安福特、长安铃木）、红岩汽车等	300
福耀上海	2003年	上海系（上海通用、上海大众等），南汽系、路虎、吉利汽车等	300
广州福耀	2007年	广州本田、广州丰田、东风日产、自主品牌等	450
福耀湖北	2009年	东风神龙、东风日产、东风本田、江淮、奇瑞、江铃、长丰、昌河等	250
郑州福耀	2013年	郑州日产、郑州宇通、奇瑞、海马等	300
	22年公告，暂无时间规划	郑州日产、郑州宇通、奇瑞、海马等	规划500亩左右用地规模
福耀沈阳	2015年	一汽系、华晨系、沈阳金杯系、哈飞汽车等	150
福耀天津	2018年	一汽系等	规划400-450
福耀苏州	2020年	上汽系等	规划400（20年200）
福耀合肥	24年公告，暂无时间规划	比亚迪、奇瑞、大众、蔚来、江淮、长安等众多整车企业	规划2610万m²，约600万套

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表3: 福耀玻璃海外汽车、浮法玻璃现有产能基地

汽车玻璃基地	投产时间	下游辐射的主要汽车产业集群地	现有/规划产能（万套/年）	生产类型
福耀俄罗斯	2014年	俄罗斯雷诺、标致、大众、通用、福特以及欧洲汽车厂商等	130/300万套	汽车玻璃
福耀美国俄亥俄州（代顿）	2016年	通用、克莱斯勒、宝马、大众、现代、本田、丰田、宝马等	550万套	汽车玻璃
福耀美国	2022年公告， 暂无时间规划	3亿美元投建福耀美国的镀膜汽车玻璃生产线、钢化夹层边窗生产线等项目		汽车玻璃
德国海德堡	规划	奔驰、奥迪、大众、宾利等	-	包边等后道工序
	2016年	-	26万吨	浮法玻璃
福建美国伊利诺伊州（芒山）	2022年公告， 暂无时间规划	3.5亿美元建设一窑两线（浮法玻璃生产线）、4条太阳能背板玻璃深加工生产线		-

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表4: 福耀玻璃国内现有浮法玻璃工厂

工厂	生产线	年产能	生产燃料	所在地区
福清本部	三条汽车级浮法玻璃生产线，其中一条于2019年放水停产， 2021年9月起恢复生产	45万吨	天然气	华南
通辽	两条汽车级浮法玻璃生产线，均正常生产	30万吨	天然气	东北
本溪	两条汽车级浮法玻璃生产线，均正常生产	30万吨	天然气	东北
重庆	两条汽车级浮法玻璃生产线，均正常生产	30万吨	天然气	西南
合肥	两条浮法玻璃生产线，规划建设	-	-	华东

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

1) **福清**：12月28日，福耀发布《关于出资设立全资子公司的公告》，公司对福耀玻璃（福建）有限公司增加投资人民币32.5亿元用于建设汽车安全玻璃项目，配备先进的现代化生产设备，最终形成年产约2,050万平方米汽车安全玻璃的生产规模。

2) **合肥**：1月25日，福耀发布《关于出资设立全资子公司的公告》，拟设立福耀玻璃（合肥）有限公司、福耀玻璃（合肥）配件有限公司和合肥福耀浮法玻璃有限公司，投资57.5亿元，用于建设汽车安全玻璃项目（OEM配套市场）、汽车配件玻璃项目（ARG售后维修市场）和优质浮法玻璃项目，配备先进现代化生产设备，最终形成年产汽车安全玻璃约2,610万平方米生产规模和两条优质浮法玻璃生产线。

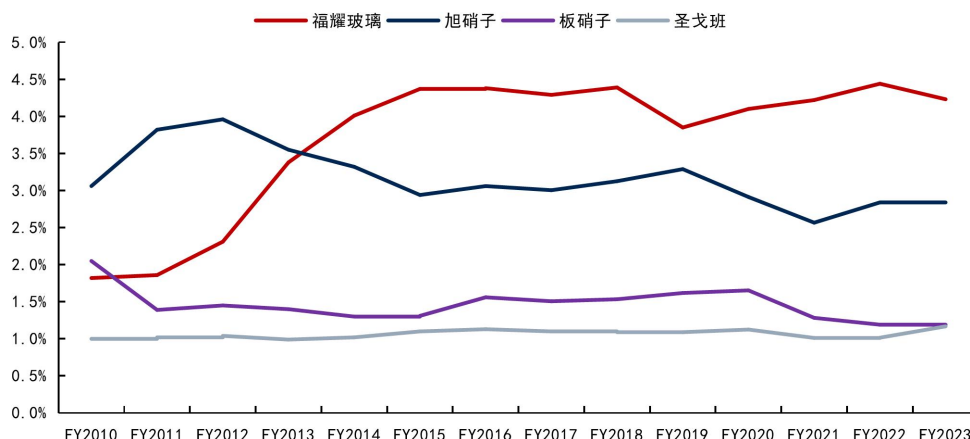
我们认为，此次增资扩产有望开启新一轮产能周期，继续增强公司的头部企业虹吸效应，扩产信号下公司汽车玻璃业务全球市占率有望持续提升。

● 价端：持续研发投入，高附加值产品占比提升

福耀玻璃对新产品新技术一直保持较高投入。为保持竞争优势，公司不断加大研发投入，公司研发投入从2010年的1.55亿元不断增长至2023年的14.03亿元，CAGR达18.47%。公司研发投入高于行业内竞争对手，2014年开始，公司研发费用率一直高于3.80%，2023年研发费用率达4.23%，高于海外汽车玻璃龙头。公司设置了智能创新中心，建立智能网联创新团队，快速研发攻关，并在汽车玻璃关键成型工艺和设备、玻璃天线、镀膜、光电等核心技术领域实现突破，研发出轻量化超薄玻璃、镀膜可加热玻璃、抬头显示玻璃、超隔绝玻璃、带网联天线的ETC RFID 5G玻璃、智能全景天幕玻璃等，为用户带来全新绿色智能、节能环保、安

全舒适的驾乘体验。

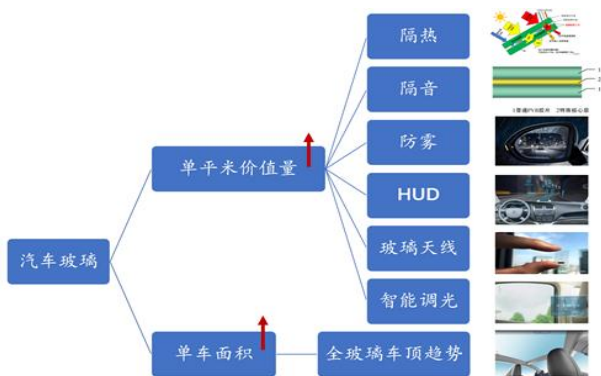
图11: 2010-2023 年四家全球主流玻璃企业研发费用率对比



资料来源: BLOOMBERG、公司公告、国信证券经济研究所整理

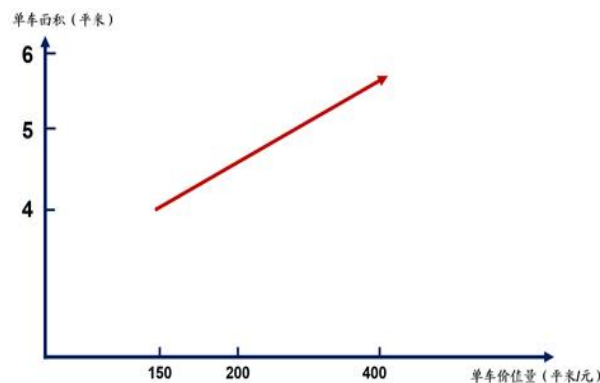
研发创新与技术引领, 公司玻璃产品不断增值升级。公司持续推动汽车玻璃朝“安全舒适、节能环保、美观时尚、智能集成”方向发展, 2023 智能全景天幕玻璃、可调光玻璃、抬头显示玻璃、超隔绝玻璃、轻量化超薄玻璃、镀膜可加热玻璃、钢化夹层玻璃等高附加值产品占比同比+9.54pct。伴随高附加值玻璃渗透, 我们测算汽车玻璃行业单车价值量 2020-2025 年 CAGR 预计 8%以上。福耀汽车玻璃单平米价格由 2016 年的 152.4 元持续提升至 2023 年的 213.2 元, CAGR 为 4.9%。2021 年 12 月, 全球首列全景观光山地旅游列车在湖南株洲正式下线, 预计将于 2022 年下旬在丽江城市综合轨道交通 1 号线投入使用, 列车的外观前窗“天空之镜”采用了超大曲面前窗设计, 玻璃面积约为 5.2 m², 是目前尺寸最大的轨道交通前窗产品, 此外, 该列车侧窗采用电动可调色玻璃。

图12: 汽车玻璃行业单车面积和单平米价值量提升路径



资料来源: 汽车之家、国信证券经济研究所整理

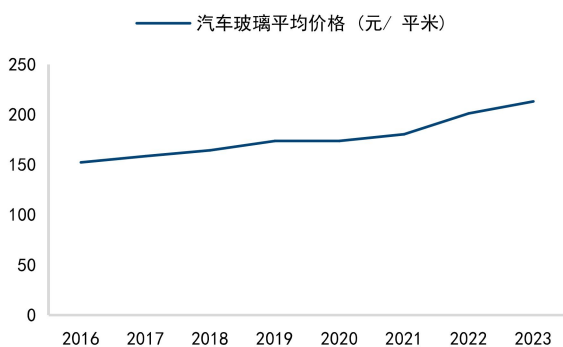
图13: 汽车玻璃行业受益于单车面积和单平米价值量提升



资料来源: 汽车之家、国信证券经济研究所整理

图14: 福耀汽车玻璃单价 (元/平方米)

图15: 全球首列全景观光山地旅游列车正式下线



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理



资料来源：福耀集团官微、国信证券经济研究所整理

表5: 公司汽车玻璃产品

产品技术	产品特点	可集成功能	应用部分
HUD 抬头显示	在行驶过程中，驾驶者无需低头就能知晓车辆信息，能更专注于观察道路状况，遇外界突发状况反应更及时。结合车辆智能信息系统，带来如导航、图像显示等丰富的驾驶体验。	隔热、隔音、加热、天线	前挡风玻璃
隔音	静音、舒适；防紫外辐射，保护皮肤，防止内饰件老化。	超薄、氛围灯、隔热、加热、太阳能、调光、憎水	前挡风玻璃、门玻璃、后挡风玻璃、天窗
天线	取代外置天线，搭配流线型车身，更美观；信号接收灵敏度高；天线设计图案多样化；不受环境影响经久耐用。	超薄、隔热、隔音、加热、调光、抬头显示	前挡风玻璃、后挡风玻璃
隔热	反射红外线，降低车内温度，最高可达 10℃；减少达到人体舒适温度的用时，最高可缩短 50%；减少紫外线对汽车内饰的损害，延长使用寿命。	超薄、隔热、加热、调光	前挡风玻璃、门玻璃、后挡风玻璃、天窗
可加热	快速除去霜、雾、雪、冰，提高视野清晰度，保证驾驶安全；实现雨刮、雨感器、相机区域有针对性加热。	超薄、隔热、隔音	前挡风玻璃、门玻璃、后挡风玻璃
轻量化	降低车身重量，减少油耗；减少二氧化碳排放。		门玻璃、后挡风玻璃
半钢化夹层	防盗抗冲击、更安全、静音、可实现多功能兼容。	氛围灯、隔音、加热、热反射、太阳能、调光、憎水	门玻璃、后挡风玻璃、天窗
憎水	玻璃外表面不易沾水珠，提升雨天行车能见度、视野更清晰；更易除去玻璃上的灰尘、泥土、车蜡、油污等污染物。	超薄、隔热、隔音、调光	门玻璃
智能调光	个性化调节玻璃透光度，提升用户体验；有效提升私密性，保证用户隐私	超薄、隔热	门玻璃、后挡风玻璃、天窗
氛围灯	多种颜色可供选择，提升用户体验；让车内气氛更加柔和；在夜间给予后排乘客视觉上的享受。	调光	天窗
太阳能	通过太阳能转化为电能，为车载电器提供能源；降低油耗。		天窗
全景天窗	无遮挡超大视野，上空美景一览无遗；采光效果极佳，又放大了车内空间，创造美好的驾乘体验。	氛围灯、隔热、隔音、太阳能、调光	天窗
外饰件集成玻璃	集成各种材质的外饰件，造型优美；可实现平齐式造型，造型美观，风阻小；可呈现出多彩、高光泽度的绚丽外观。		前挡风玻璃、门玻璃、后挡风玻璃、天窗
独立高亮外饰	可呈现出镜面高光效果、外型炫亮；造型设计自由；可实现车身悬浮式车顶效果；具有导轨结构，为玻璃升降提供导向。		
平齐式车窗	造型简约美观；含外饰件在内的各车窗与车身钣金平齐度高，风阻小。		门玻璃、天窗
玻璃包边总成	1) 车窗密封件总成：防水防尘、隔音降噪，形成用户体验更佳的车身结构件；2) 带导轨车窗：实现门玻升降导向、滑动导轨可作为内外饰提高美观度、导轨与玻璃一体式结构简化汽车总装工序；3) 便捷安装模块：定位快速精确、装车高效便捷。		
滑动窗总成	可活动玻璃窗，加强空气流通；方便取物（适用于皮卡后挡）；手动与电动开合方式二合一；可实现平齐式或错层式的外观造型。		门玻璃、后挡风玻璃

资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

展望未来，以 HUD（大众 MEB/长城新平台等）、全玻璃车顶（特斯拉、小鹏等）、调光玻璃为代表的的应用逐渐普及，电动智能背景下汽车玻璃行业 ASP 有望持续提升。我们认为，调光玻璃凭借其在隔热、隔音、娱乐性、安全性等方面的功能，将赋予全景天幕玻璃更多的功能。福耀调光玻璃产品布局全面，已供货主流自主品牌电动智能车。目前，福耀的调光玻璃产品可分为 PDLC 调光玻璃、热致变色玻璃和 EC 调光玻璃，其中 PDLC 可调光全景天幕玻璃作为选配件已搭载于岚图 FREE，

可实现 10 级透亮度可调, 隔绝 99% 的紫外线; 热致变色玻璃可定制多种玻璃颜色, 且颜色可随温度变化而变化; EC 调光天幕为福耀今年推出的重磅调光玻璃新品, 具备低雾度、智能感应自动调光、隔热隔紫外线等特点, 采用光羿的 EC 电致变色技术, 实现渐变式变色调光, 搭载于极氪 001、广汽 AION S PLUS、比亚迪海豹等车型。

表6: 福耀玻璃在调光玻璃上的布局

调光玻璃产品	产品特点	产品原理	可应用部位	可集成功能	搭载车型
PDLC 调光玻璃	1) 个性化调节玻璃透光度, 提升用户体验。 2) 有效提升私密性, 保证用户隐私。	在两片玻璃间中加入 PDLC 膜, 对引出端施加电压, 通过调节电压使 PDLC 膜中的粒子按一定方向排列来改变玻璃的透光度	门玻璃、后挡风玻璃、天窗	超薄、隔热、隔音	岚图 FREE、一汽丰田凌放、广汽丰田威飒
热致变色玻璃	1) 可定制多种玻璃颜色。 2) 颜色可随温度变化而变化。 3) 隔热效果好。	功能粒子分散在 PVB 内, 在常温下透明; 光照受热或加热后, 无色功能粒子吸热反应转化成着色粒子。	门玻璃、后挡风玻璃、天窗	超薄、隔热	/
EC 调光天幕	1) 低雾度, 高质感: 雾感小于 2%, 呈现水晶透明质感。变色保护隐私, 阻隔阳光的同时窗外风景清晰可见。 2) 智能光感, 自动控制: 智能感应环境光线的强度, 自动调节天幕颜色, 可手动渐变式变色调光。 3) 隔热隔紫外线: 搭配镀膜及 Low-e 技术, 紫外线隔绝高达 99.9%, 红外线隔绝达到 85%。	EC 调光天幕采用了光羿的 EC 电致变色技术。	天幕玻璃	/	极氪 001、广汽 AION S PLUS、比亚迪海豹、哪吒 S 等

资料来源: 公司官网、福耀集团官微、国信证券经济研究所整理

图16: 岚图 FREE PDLC 调光+镀膜隔热全景天幕



资料来源: 福耀集团官微、国信证券经济研究所整理

图17: 比亚迪海豹搭载 EC 调光+LOW-E 全景天幕



资料来源: 福耀集团官微、国信证券经济研究所整理

投资建议: 持续推荐优质赛道上的全球龙头福耀玻璃, 维持“买入”评级。

汽车电动化智能化背景下, 行业机遇围绕 1) 增量/升级零部件; 2) 自主崛起产业链两条主线展开。增量/升级零部件主线下, 汽车玻璃天生具备卡位优势(占据车身表面积三分之一, 围绕乘员四周), 前期升级围绕前档 HUD 化、车顶天幕化进行, 中期看调光玻璃的渗透, 远期汽车玻璃有望成为车内生态应用端的海量数据输出载体(承载中控屏以外的信息量), 具备远大成长空间(单车价值量从 700-1500-3000+)。

福耀玻璃伴随中国汽车工业成长多年，以极致专注和极强成本管控能力，已成长为全球汽车玻璃龙头（23 年测算市占率 40%+），盈利能力远超全球竞争对手。短期维度，2024 年预计在玻璃产品升级、原材料价格下降、市占率提升背景下公司业绩有望稳健增长；中期维度，公司在北美、国内福清、合肥等多地增资扩产，有望开启新一轮产能周期，扩产信号下公司汽车玻璃业务全球市占率有望持续提升；长期维度，公司作为全球汽车玻璃龙头，智能化大趋势下，汽车玻璃有望 1) 单车玻璃用量（面积）增长，从 4 平米到 6 平米；2) 单平米价值量提升（镀膜、隔热、包边、HUD、调光、5G 通信等），从 600 元提升至 2000 元以上。后续汽车玻璃、网联化打开新天地，行业 ASP 有望持续提升。

表7: 福耀玻璃汽车玻璃业务 2020-2025 年价格敏感性测算

分品类	玻璃单价增加值（元）	2020 年渗透率	2025 年渗透率假设 1	2025 年渗透率假设 2	2025 年渗透率假设 3	
车顶玻璃	含全景天幕+智能调光	2000	0%	3%	5%	7%
	含全景天幕	1200	1%	20%	30%	40%
	不含全景天幕但带电动天窗	150	70%	55%	45%	35%
	不含电动天窗（最传统）	0	29%	25%	25%	25%
前挡风玻璃	含 AR-HUD	500	0%	3%	5%	7%
	含 W-HUD	300	4%	20%	30%	40%
	不含 HUD	0	96%	77%	65%	53%
5G 通信玻璃	含天线	300	0%	2%	4%	6%
	不含天线	0	100%	98%	96%	94%
玻璃 ASP 基础（元）	600					
单车均价增加值（元）		129	464	655	846	
单车均价（元）		729	1064	1255	1446	
汽车玻璃行业 ASP 复合增速			7.8%	11.5%	14.7%	

资料来源：汽车之家，公司公告，国信证券经济研究所预测

上调盈利预测，维持买入评级。考虑公司高附加值产品份额持续提升、海外量产进展顺利，我们上调盈利预测，预计公司 24-26 年归母净利润分别 65/75/88 亿元（原预测为 62/71/84 亿元），对应 PE 分别 18/16/14x。2024 年可比公司平均估值 21 倍，考虑公司为汽车玻璃领域龙头，有望充分受益智能化上车带来的单车玻璃价值量持续提升，我们给予福耀玻璃 2024 年目标估值 53-60 元（2024 年 22-24xPE），当前股价距离目标估值仍有 23%-34%提升空间，维持“买入”评级。

表8: 可比公司估值表

公司代码	公司名称	投资评级	收盘（元）20240425	总市值（亿元）	EPS			PE		
					2022	2023A/E	2024E	2022	2023E	2024E
601799.SH	星宇股份	买入	151.10	376	3.30	3.86	5.43	45.9	39.1	27.8
601689.SH	拓普集团	买入	57.18	665	1.54	1.95	2.7	37.1	29.3	21.2
603786.SH	科博达	买入	67.36	272	1.11	1.51	2.23	60.7	44.6	30.2
002050.SZ	三花智控	买入	21.84	815	0.72	0.84	1.03	30.3	26.0	21.2
	平均							43.5	34.8	25.1
600660.SH	福耀玻璃	买入	44.75	1130	1.82	2.16	2.50	24.6	20.7	17.9

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

风险提示：公司汽玻业务出海节奏、SAM 整合进度。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	17020	18518	8820	7000	7000	营业收入	28099	33161	39951	45553	52700
应收款项	5600	7640	10945	12480	14438	营业成本	18535	21424	25529	28909	33382
存货净额	5403	5144	7866	8799	10146	营业税金及附加	225	240	280	319	369
其他流动资产	1647	1913	2397	2733	3162	销售费用	1351	1539	1638	1868	2161
流动资产合计	29678	33536	30037	31020	34754	管理费用	2143	2486	2849	3241	3742
固定资产	17579	19721	25709	30179	33235	研发费用	1249	1403	1598	1822	2108
无形资产及其他	1245	1316	1263	1211	1158	财务费用	(1011)	(687)	346	452	512
投资性房地产	2015	1875	1875	1875	1875	投资收益	(8)	(6)	10	10	10
长期股权投资	250	182	232	282	332	资产减值及公允价值变动	(142)	(207)	(10)	(10)	(10)
资产总计	50767	56630	59116	64567	71354	其他收入	(1044)	(1156)	(1598)	(1822)	(2108)
短期借款及交易性金融负债	8222	5616	4000	5061	6390	营业利润	5661	6791	7711	8942	10427
应付款项	4154	5523	5244	5866	6764	营业外净收支	(82)	(75)	(30)	(70)	(70)
其他流动负债	4985	3964	5672	6364	7342	利润总额	5579	6716	7681	8872	10357
流动负债合计	17360	15103	14917	17291	20497	所得税费用	826	1087	1152	1331	1554
长期借款及应付债券	3007	8513	8513	8513	8513	少数股东损益	(3)	(0)	(0)	(0)	(0)
其他长期负债	1412	1603	1663	1723	1783	归属于母公司净利润	4756	5629	6529	7541	8803
长期负债合计	4419	10116	10176	10236	10296	现金流量表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
负债合计	21779	25219	25093	27527	30793	净利润	4756	5629	6529	7541	8803
少数股东权益	(15)	(15)	(15)	(15)	(15)	资产减值准备	121	65	123	55	45
股东权益	29003	31426	34038	37054	40576	折旧摊销	1963	2082	1934	2517	2942
负债和股东权益总计	50767	56630	59116	64567	71354	公允价值变动损失	142	207	10	10	10
						财务费用	(1011)	(687)	346	452	512
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	营运资本变动	(85)	(1301)	(4900)	(1375)	(1753)
每股收益	1.82	2.16	2.50	2.89	3.37	其它	(122)	(65)	(123)	(55)	(45)
每股红利	1.11	1.38	1.50	1.73	2.02	经营活动现金流	6775	6617	3573	8693	10003
每股净资产	11.11	12.04	13.04	14.20	15.55	资本开支	0	(4006)	(8002)	(7000)	(6000)
ROIC	12.74%	13.47%	15%	16%	17%	其它投资现金流	(1)	(315)	315	0	0
ROE	16.40%	17.91%	19%	20%	22%	投资活动现金流	(22)	(4252)	(7737)	(7050)	(6050)
毛利率	34%	35%	36%	37%	37%	权益性融资	911	0	0	0	0
EBIT Margin	16%	18%	20%	21%	21%	负债净变化	1868	5506	0	0	0
EBITDA Margin	23%	25%	25%	26%	26%	支付股利、利息	(2908)	(3597)	(3917)	(4525)	(5282)
收入增长	19%	18%	20%	14%	16%	其它融资现金流	(2893)	(4685)	(1616)	1061	1329
净利润增长率	51%	18%	16%	16%	17%	融资活动现金流	(4061)	(866)	(5533)	(3464)	(3953)
资产负债率	43%	45%	42%	43%	43%	现金净变动	2692	1499	(9698)	(1820)	0
股息率	2.5%	3.0%	3.3%	3.8%	4.5%	货币资金的期初余额	14327	17020	18518	8820	7000
P/E	24.9	21.1	18.2	15.7	13.5	货币资金的期末余额	17020	18518	8820	7000	7000
P/B	4.1	3.8	3.5	3.2	2.9	企业自由现金流	0	1862	(4120)	2127	4487
EV/EBITDA	21.4	17.6	14.4	12.3	10.8	权益自由现金流	0	2682	(6030)	2804	5381

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032