

看好福耀汽车玻璃全球份额持续提升

——2024年汽车零部件的思考（五）

证券分析师：黄细里

执业证书编号：S0600520010001

证券分析师：刘力宇

执业证书编号：S0600522050001

二零二四年七月九日

- **纵观全球汽玻市场，福耀的主要竞争对手的汽玻业务均处于低扩张意愿的状态。**我们对旭硝子、圣戈班和板硝子三家主要的汽车玻璃厂商进行了分析。在业务规模方面，三家主要竞争对手的汽玻业务营收已经长期稳定在一定的规模，复合增速较低。在市场份额方面，三家主要竞争对手的全球份额基本稳定在一定水平，近年未见有明显提升。在盈利能力方面，两家日本企业的汽玻业务营业利润率处于较低水平且近年来波动较大，圣戈班盈利水平好于日本两家但相比福耀也有明显差距。在业务扩张上，三家主要竞争对手的汽玻业务均处于较低扩张意愿的状态，且未来的主要发展目标也主要集中在提升盈利能力和经营效率上。
- **相比于竞争对手，福耀汽玻业务在业务专注度、营收增速、全球份额、盈利能力、业务扩张等方面具有着更优秀的表现。**从营收结构来看，福耀玻璃的汽车玻璃收入一直占公司总营收的90%以上，高度专注主业。汽车玻璃业务收入则整体保持稳定增长，从2001年的9.38亿元持续增长至2023年298.87亿元，复合增长率为16%。全球份额上，福耀也是全球汽车玻璃主要企业中唯一一家市占率保持稳定提升的玩家，全球份额从2001年的2.6%持续提升至2023年的30.1%。盈利能力上，福耀也保持在较高水平，营业利润率基本保持在20%上下的水平，大幅领先竞争对手。业务扩张方面，福耀玻璃的资本开支当前处于较高的水平，公司正进入到第三轮资本开支周期中，扩产积极性高。
- **我们对福耀的三轮资本开支周期进行了复盘，并对资产负债表和利润表的扩张进行了匹配。结果表明，福耀每一轮资产负债表的扩张后均带来了利润表的同步扩张。**目前福耀汽玻已建成产能约4530万套，在建产能约1260万套，未来全部投产后产能合计达到5790万套，假设产能利用率达到85%，按汽车玻璃单套ASP为900元计算，福耀汽车玻璃产值有望达到443亿元（在建产能全部投产后）。目前公司正处于第三轮资本开支周期，随着后续美国扩产项目、福清出口基地和福耀合肥基地等产能陆续释放，公司全球份额有望实现进一步提升。
- **投资建议：**推荐全球汽车玻璃行业龙头【福耀玻璃】。
 - ✓ 1) 公司积极拓展“一片玻璃”边界，整合车身多产品，单车ASP持续提升：公司加强对玻璃智能、集成趋势的研究，持续推进铝饰件业务，提升单车配套价值量；
 - ✓ 2) 全球份额保持提升趋势，福耀有望以高质量&高性价比抢占海外市场竞品企业更多的份额。
- **风险提示：**原材料及能源成本上涨超预期，海运费价格上涨超预期，业务及客户拓展不及预期。



- **旭硝子：汽玻扩张意愿较低，提升盈利和效率为核心战略**
- **圣戈班：汽玻收入预计低速增长，盈利能力规划进一步提升**
- **板硝子：汽玻盈利近年波动较大，改善利润率为首要目标**
- **福耀玻璃：进入第三轮扩张周期，看好市占率未来持续提升**
- **投资建议及风险提示**

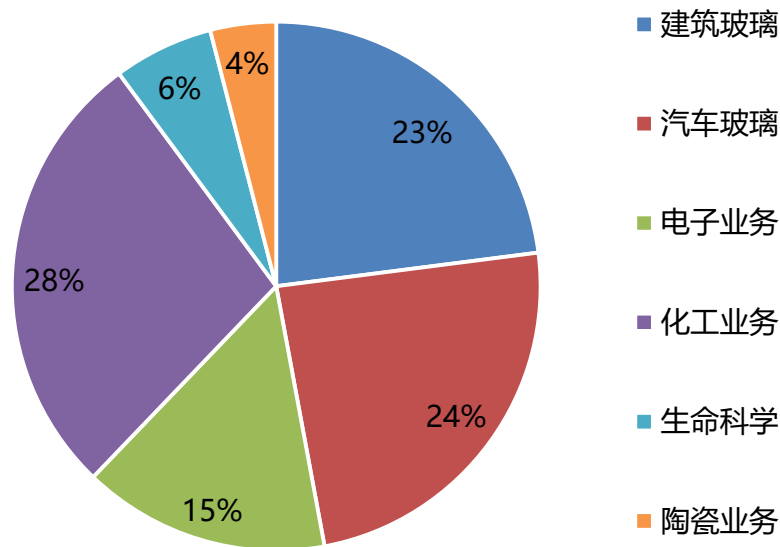
一、旭硝子：汽玻扩张意愿较低，提升盈利和效率为核心战略

- 旭硝子是一家日本的全球化玻璃制造商，目前业务覆盖建筑玻璃、汽车玻璃、电子业务、化工业务、生命科学和陶瓷业务。
- 旭硝子2023年实现营业收入20193亿日元，其中汽车玻璃业务营业收入为4997亿日元，汽车玻璃业务在公司整体营收中的占比约为**24%**。

图1：旭硝子业务板块布局



图2：旭硝子2023年分业务收入结构



- **旭硝子汽车玻璃业务整体保持低速增长。**旭硝子汽车玻璃营业收入从2013年的2996亿日元持续低速增长至2019年的3883亿日元，复合增速为4.42%。2020年，由于全球公共卫生事件的影响，旭硝子汽玻收入下滑至3235亿日元，同比下降16.69%；此后旭硝子汽玻业务在2021至2023年持续恢复，其中2023年实现营收4994亿日元，同比增长19.58%。
- **分地区来看，日本/亚洲为旭硝子汽车玻璃主要市场，美洲和欧洲的布局也相对均衡。**日本/亚洲一直是旭硝子汽车玻璃业务的最大收入来源，2023年日本/亚洲的汽玻收入占比为51.34%；美洲和欧洲的收入占比也相对均衡，2023年的收入占比分别为20.26%和28.40%。

图3：旭硝子汽车玻璃业务营业收入及YOY

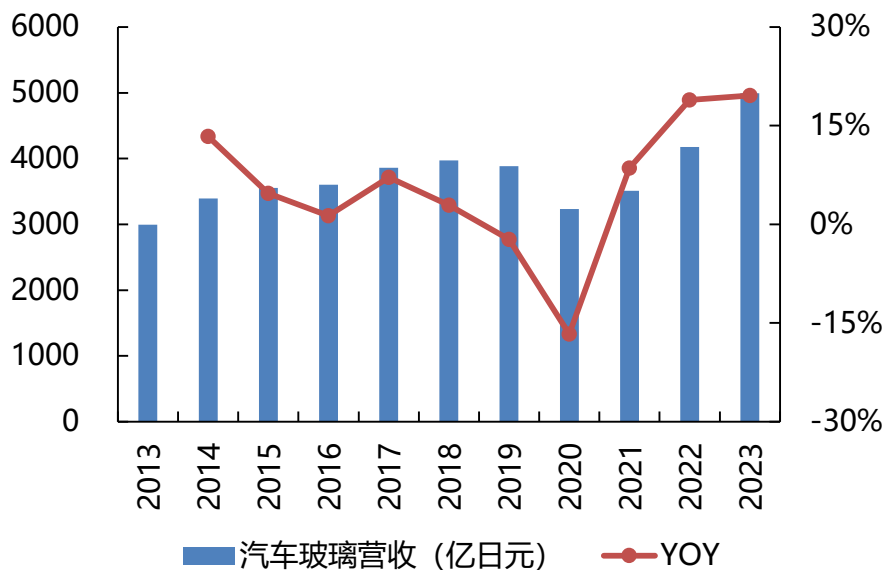
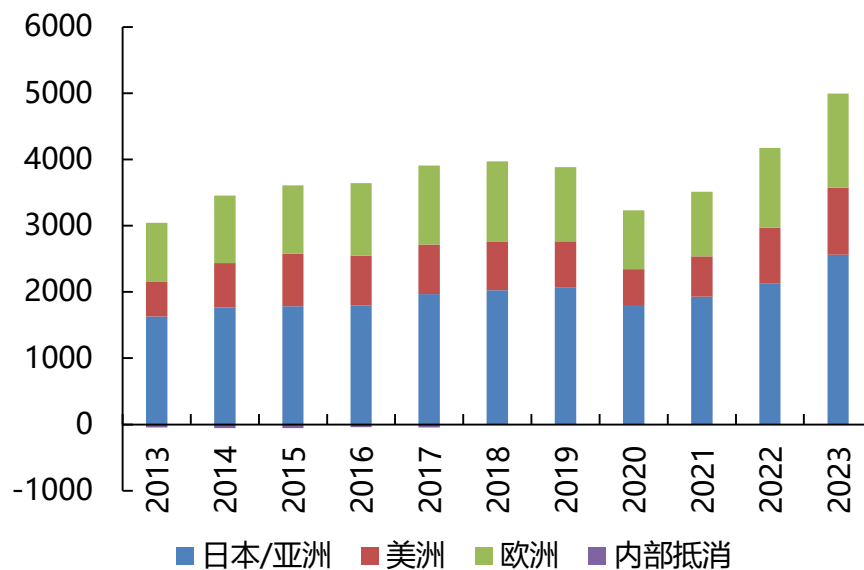


图4：旭硝子历年汽车玻璃分地区营业收入
(单位：亿日元)



- 旭硝子汽玻全球份额基本稳定，近年来（2021-2023年）保持在**23%**上下。根据我们的测算，旭硝子汽车玻璃全球市场份额在过去十年间整体保持稳定，从2013年的24.9%小幅提升至2019年的27.1%；而在2020年全球卫生公共事件后，旭硝子汽车玻璃全球份额小幅下滑，其中2023年市占率为23.1%。
- 分区域市场来看，旭硝子在欧洲市场的市占率高于美洲。旭硝子在欧洲的汽玻份额整体保持稳定，基本维持在30%市占率的水平，并在2022-2023持续提升，2023年实现了33.9%的市场份额。旭硝子在美洲的汽玻市场份额则基本维持在20%上下的水平。

图5：旭硝子汽车玻璃全球市场份额情况

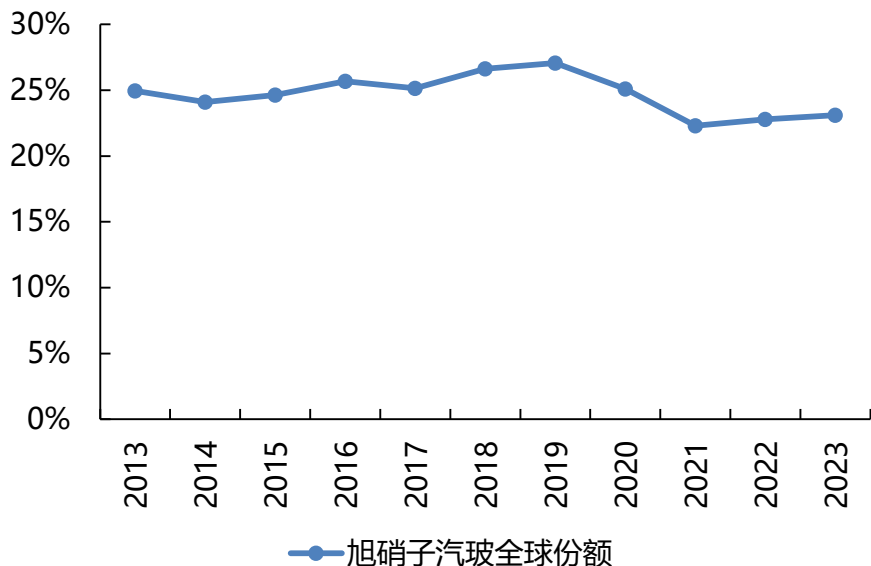
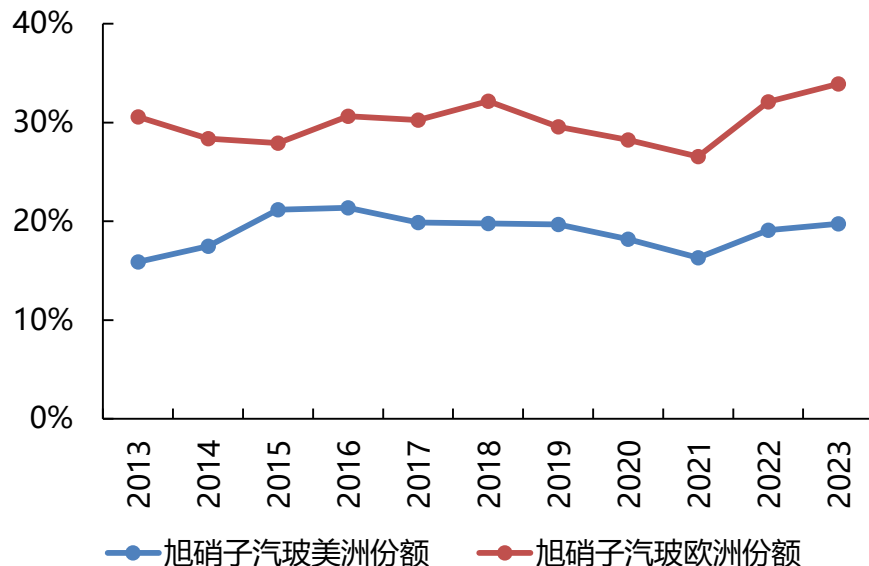


图6：旭硝子汽车玻璃分地区市场份额情况



注：市场份额数据由东吴证券研究所测算，市场份额=公司在目标市场的营收规模/目标市场的市场规模（包括OEM市场和AM市场）。

- **营业利润：**旭硝子汽车玻璃相关业务的营业利润近十年波动较大，其中2013/2020/2022年出现了亏损的情况。
- **营业利润率：**旭硝子汽车玻璃相关业务的营业利润率整体也处于较低的水平，除去亏损年份，汽玻相关业务的营业利润率基本在1%-4%区间的水平。

图7：旭硝子汽车玻璃相关业务营业利润
(单位：亿日元)

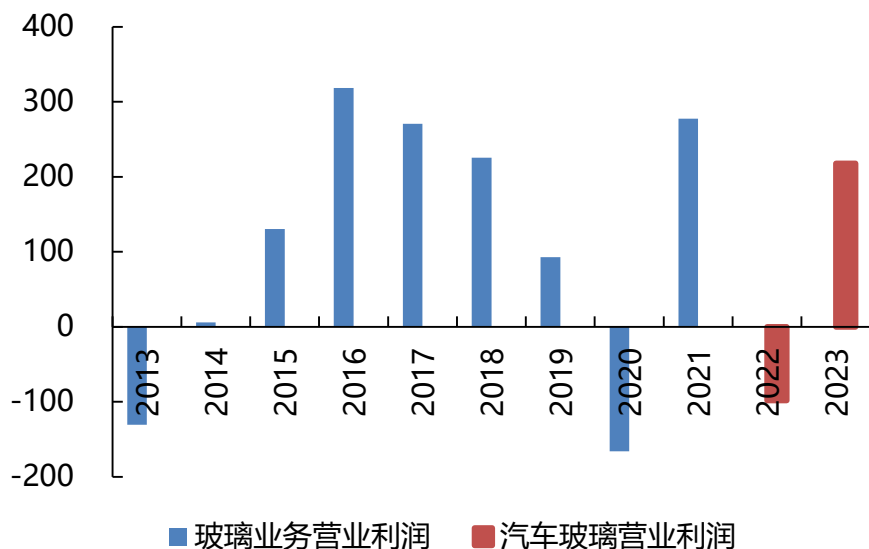
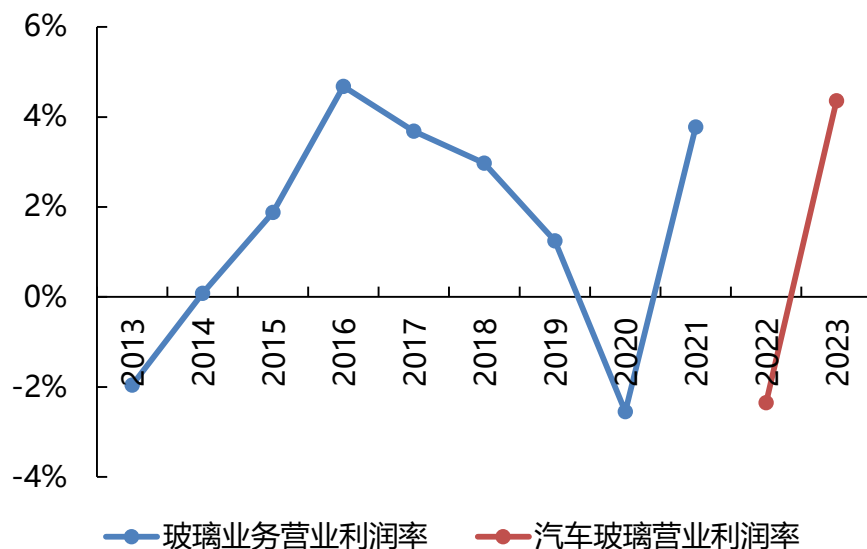


图8：旭硝子汽车玻璃相关业务营业利润率



注：公司2022年开始变更了分业务披露口径，2021年及之前为玻璃业务口径，2021年后变更为汽车玻璃业务口径。

- **旭硝子玻璃（汽车玻璃）业务CAPEX整体处于低位。**旭硝子玻璃业务相关的资本开支近年来逐年收缩，从2018年的890.31亿日元下降至2023年的509.51亿日元（汽玻+建筑玻璃），其中汽车玻璃业务资本开支2023年为262.50亿日元。玻璃业务（汽玻+建筑玻璃）相关的资本开支在公司整体资本开支中的占比也从2018年的38.61%下降至2023年的21.99%，其中汽车玻璃2023年资本开支在公司整体资本开支中占比仅为11.33%。
- 从资本开支和折旧摊销对比来看，旭硝子汽车玻璃业务近年来资本开支金额均低于折旧摊销的水平，也反映出公司汽玻业务较低的扩张意愿。

图9：旭硝子分业务资本开支情况
(单位：亿日元)

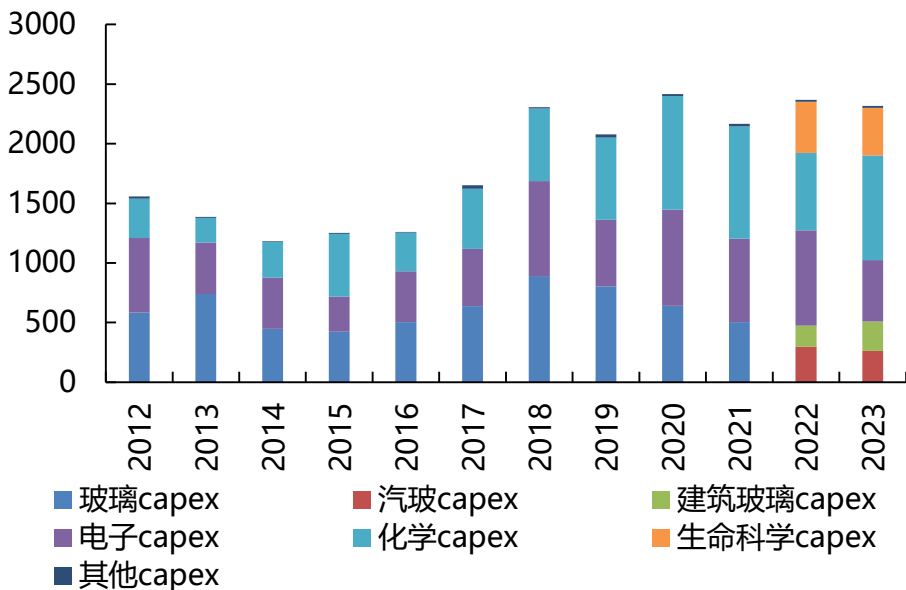
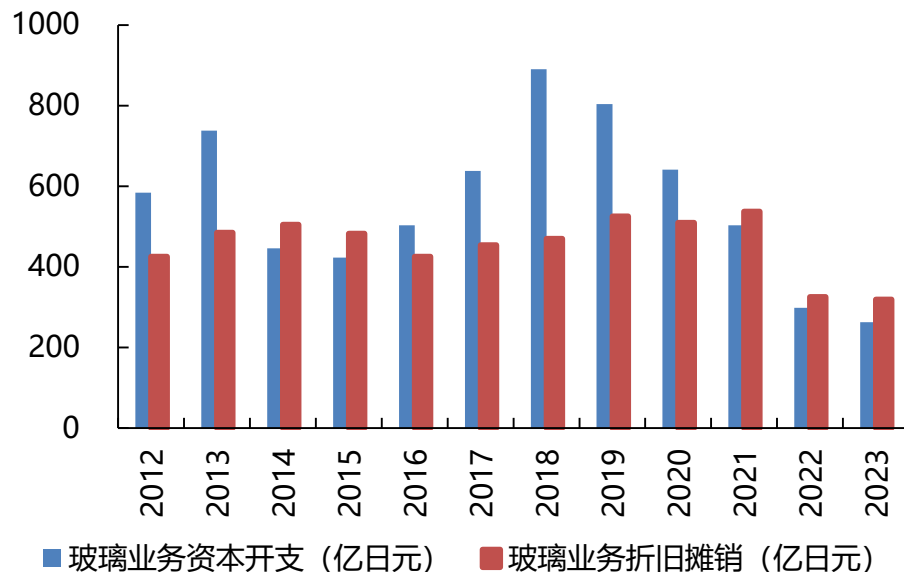










图10：旭硝子汽车玻璃相关业务CAPEX和折旧摊销情况
(单位：亿日元)



注：2021年及之前为玻璃业务口径，2021年之后为汽车玻璃口径

- 旭硝子2026年整体中期发展规划：加快企业转型，实现企业价值最大化；到2026年实现8%的ROE目标。
- 旭硝子对汽车玻璃业务的中期发展规划：旭硝子将汽玻业务定义为“核心业务”，“核心业务”的目标为提高业务竞争力，建立长期稳定的收入来源。公司对汽玻业务的中期发展战略为“通过价格政策、结构改善和持续向高性能、高附加值产品转移来提高盈利能力和效率”。

图11：旭硝子各业务板块的中期发展战略

	Business	Overview of strategies
Strategic Business	 Electronics	<ul style="list-style-type: none"> ■ Expansion of EUV mask blanks and other high value-added products ■ Continuous creation of new businesses
	 Life Science	<ul style="list-style-type: none"> ■ Early rebuilding of U.S. biopharmaceutical CDMO business ■ Return to a growth trajectory by leveraging our strengths in global operations and technological capabilities
	 Mobility	<ul style="list-style-type: none"> ■ Seizing business opportunities with an eye on market changes through CASE
	 Performance Chemicals	<ul style="list-style-type: none"> ■ Provide high-performance materials for electronics including semiconductors as well as the environment and energy fields ■ Capture demand in global niche markets by adding high value and expanding business areas
Core Business	 Architectural Glass	<ul style="list-style-type: none"> ■ Strengthen products and technologies that help solve social challenges such as GHG reduction, and stably generate cash
	 Automotive	<ul style="list-style-type: none"> ■ Improve profitability and efficiency through pricing policy, structural reforms, and continued shift to high performance and high value-added products
	 Display	<ul style="list-style-type: none"> ■ Improve profitability and asset efficiency through business restructuring, strengthening competitiveness through technological innovation, and revising pricing policies
	 Essential Chemicals	<ul style="list-style-type: none"> ■ Continue and strengthen the strategy of regional concentration in the growing Southeast Asian market

- **2023-2026旭硝子汽车玻璃营业收入预计整体稳定。**根据旭硝子的2026年中期发展战略，旭硝子汽车玻璃业务营业收入在2024至2026年均将维持在5100亿日元的水平，相比2023年4997亿日元的营收规模微增约**2%**。
- **旭硝子汽玻业务2026年目标营业利润率5%。**根据旭硝子2026年中期发展战略，汽车玻璃的营业利润将从2023年的218亿日元持续提升至2026年的260亿日元，对应的营业利润率也将从2023年的4.36%提升至2026年的5.10%。

图12：旭硝子2026年分业务营业收入目标
(单位：亿日元)

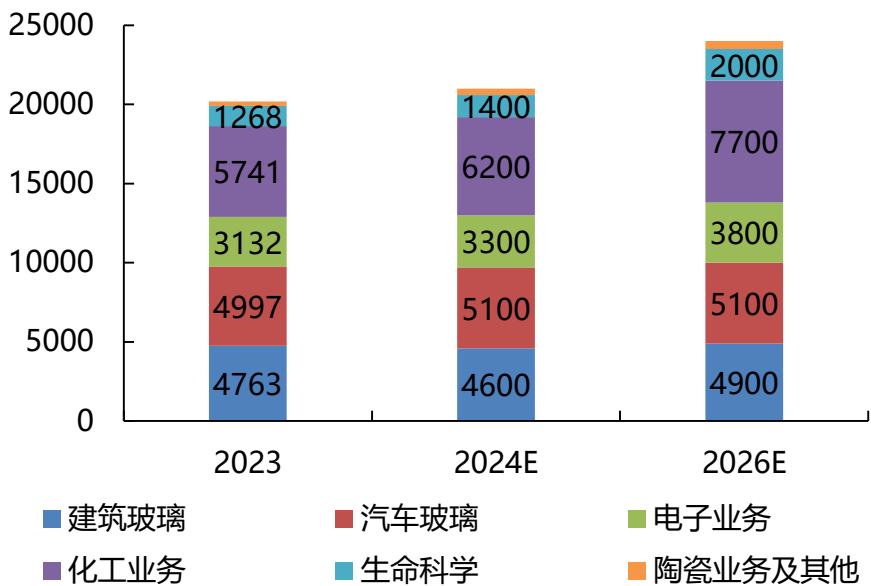
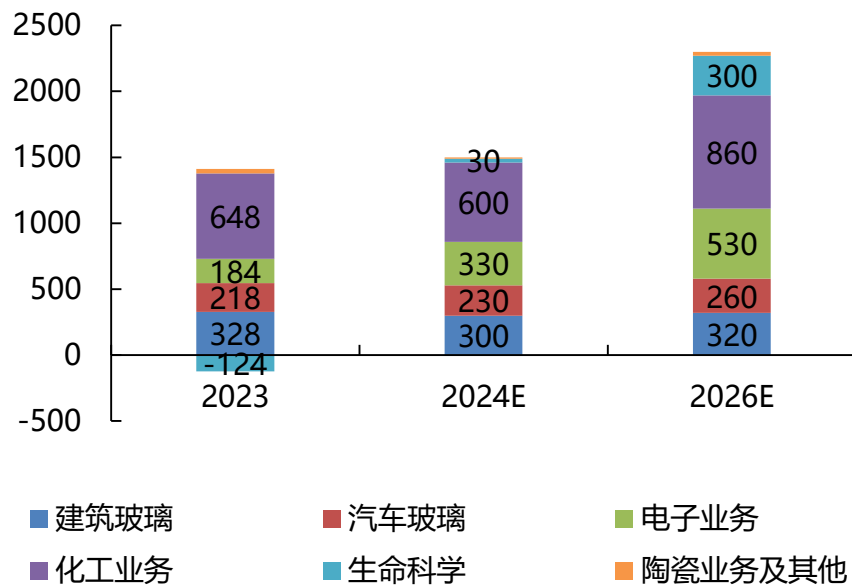


图13：旭硝子2026年分业务营业利润目标
(单位：亿日元)



- 未来三年旭硝子汽车玻璃资本开支规模略有收缩。旭硝子汽车玻璃业务2021-2023年三年资本开支总额为821亿日元，而根据2026年的中期战略规划，2024-2026年计划的资本开支计划总额为780亿日元，呈现小幅收缩的趋势。
- 未来三年旭硝子汽车玻璃业务的折旧摊销水平整体高于资本开支。根据2026年中期发展战略，旭硝子2024-2026年汽车玻璃业务的折旧摊销总额计划为1040亿日元，高出同期的资本开支计划，也反映出了旭硝子汽玻业务继续扩张的意愿较低。

图14：旭硝子2024-2026年资本开支计划
(单位：亿日元)

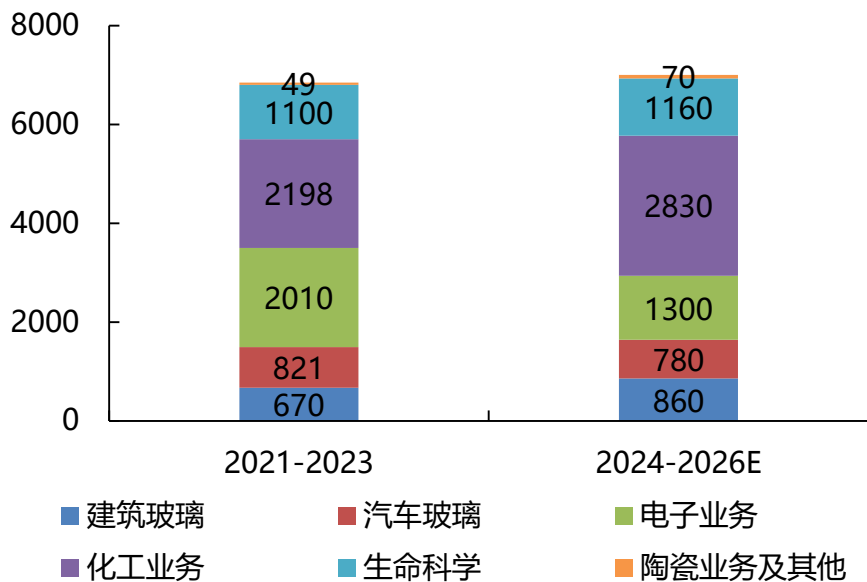
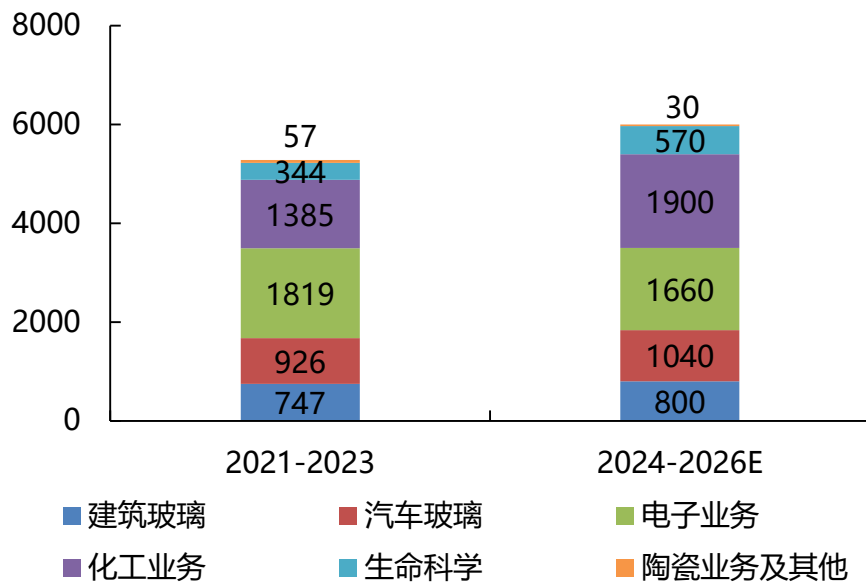


图15：旭硝子2024-2026年折旧摊销预计情况
(单位：亿日元)



二、圣戈班：汽玻收入预计低速增长，盈利能力规划进一步提升

- 圣戈班集团是全球领先的高性能材料和解决方案提供商，其产品涵盖范围广泛，包括建筑、交通、基础设施和工业等领域。公司业务全球覆盖广泛，遍及75个国家。
- 公司目前共有四大业务区域（北欧/南欧、中东和非洲/美洲/亚太）和一个高功能解决方案全球事业部。其中，四大业务区域主要面向当地建筑行业，包括翻新改造和轻型建筑；高功能解决方案事业部则主要面向全球市场的先进应用，包括建筑、交通和工业领域。
- 圣戈班的汽车玻璃收入占比较低。2023年，汽车玻璃业务营业收入占圣戈班集团总收入的8%。

图16：圣戈班全球业务和组织架构



- **圣戈班汽车玻璃收入整体稳定，2021-2023年实现稳定增长。**圣戈班汽车玻璃业务的营业收入在过去十年基本上保持在30亿欧元上下的水平，整体稳定。其中2021-2023年保持稳定增长，2023年实现营业收入38亿欧元，同比增长25%。
- **分地区来看，西欧及亚洲和新兴国家是圣戈班汽车玻璃重要的收入来源。**其中，2018年圣戈班西欧市场（含法国）的汽玻营业收入12.6亿欧元，占比为37.7%；2018年圣戈班亚洲和新兴国家汽玻收入为16.7亿欧元，占比为50.0%；圣戈班在北美的汽玻业务体量不大，2018年营收规模为4.2亿欧元。

图17：圣戈班汽车玻璃营业收入及YOY

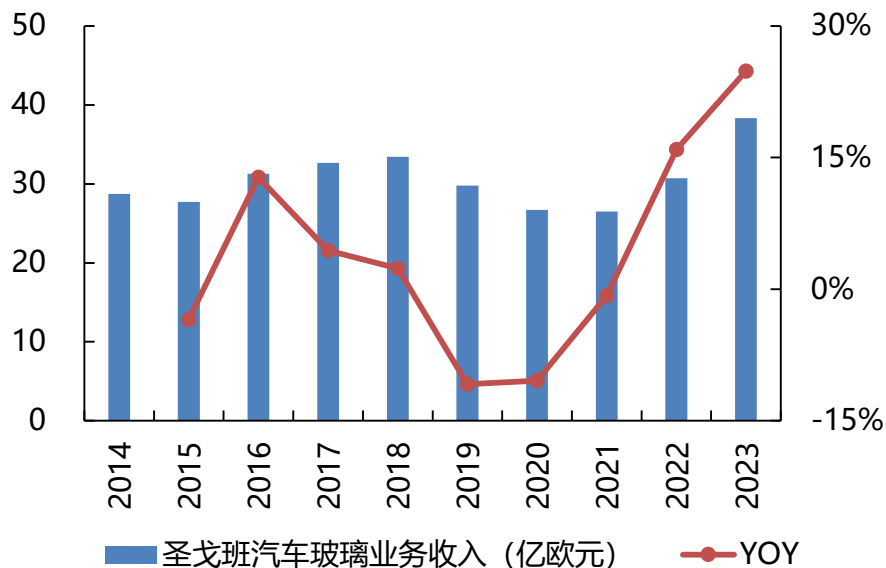
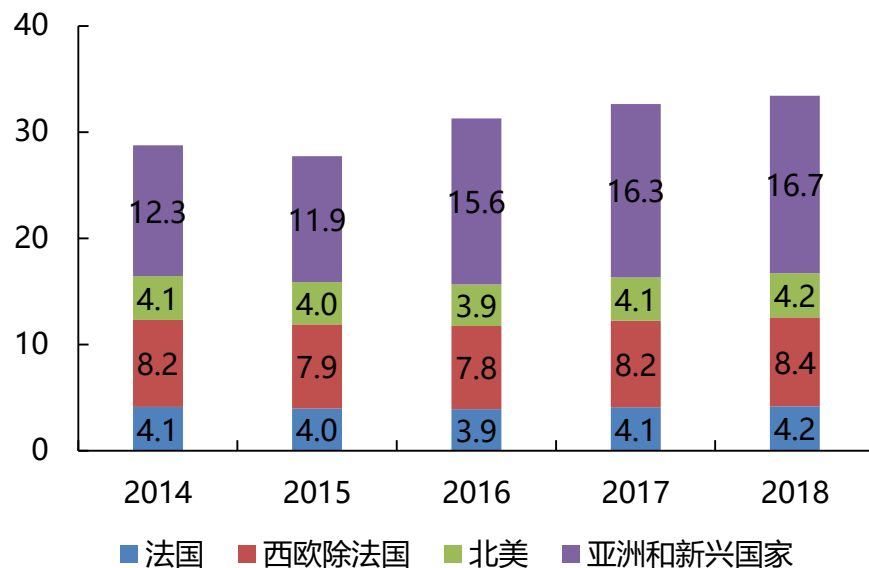


图18：圣戈班汽车玻璃业务分地区营业收入
(单位：亿欧元)



- 2021-2023年圣戈班汽玻全球份额持续回升。过去十年间，圣戈班汽玻全球市场份额基本在25%-30%的区间波动，其中2021年公司全球份额降至最低的21.9%；从2022年开始，公司汽玻全球份额持续回升，至2023年实现了27.8%的全球份额，同比提升了4.0个百分点。
- 圣戈班在欧洲汽玻市场拥有较大的份额优势。分地区来看，圣戈班在欧洲汽车玻璃市场的份额基本保持在40%-50%的区间内，为欧洲第一大汽车玻璃供应商。相较来看，圣戈班在北美的市场份额相对较低，2018年市占率为17.2%。

图19：圣戈班汽车玻璃全球市场份额情况

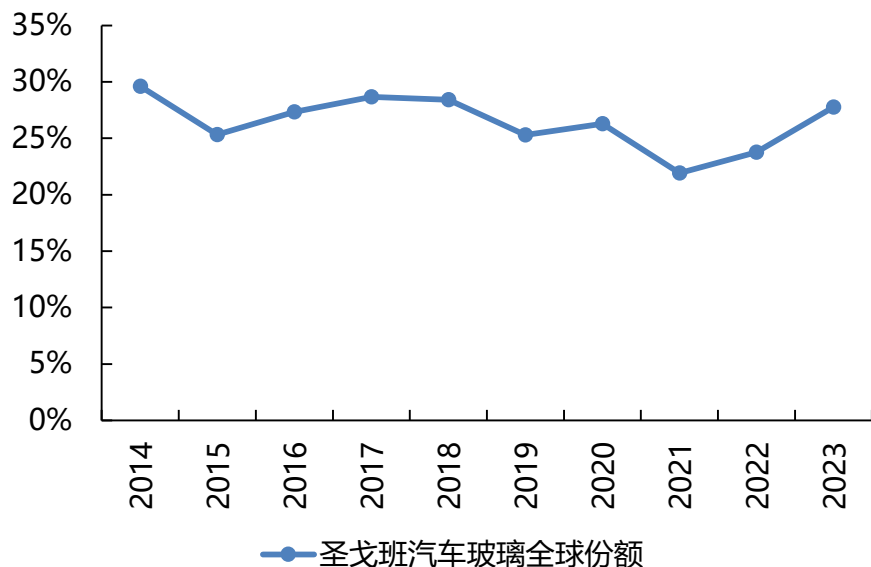
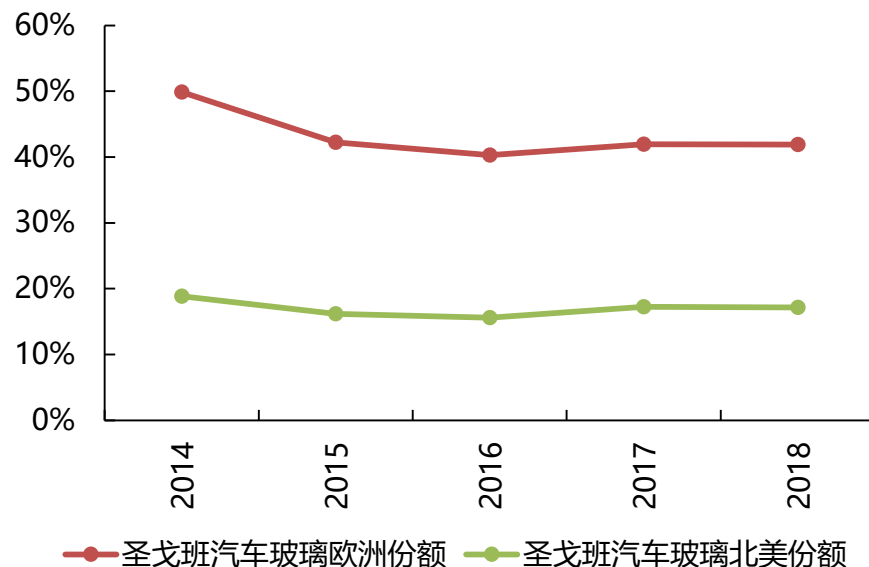


图20：圣戈班汽车玻璃分地区市场份额情况



注：1、市场份额数据由东吴证券研究所测算， $\text{市场份额} = \frac{\text{公司在目标市场的营收规模}}{\text{目标市场的市场规模（包括OEM市场和AM市场）}}$ ；2、此处圣戈班欧洲市场收入采用法国+西欧除法国的收入近似（公司数据披露口径的限制），未包含东欧市场的收入，因此实际圣戈班的欧洲市场实际份额应该要高于测算结果。

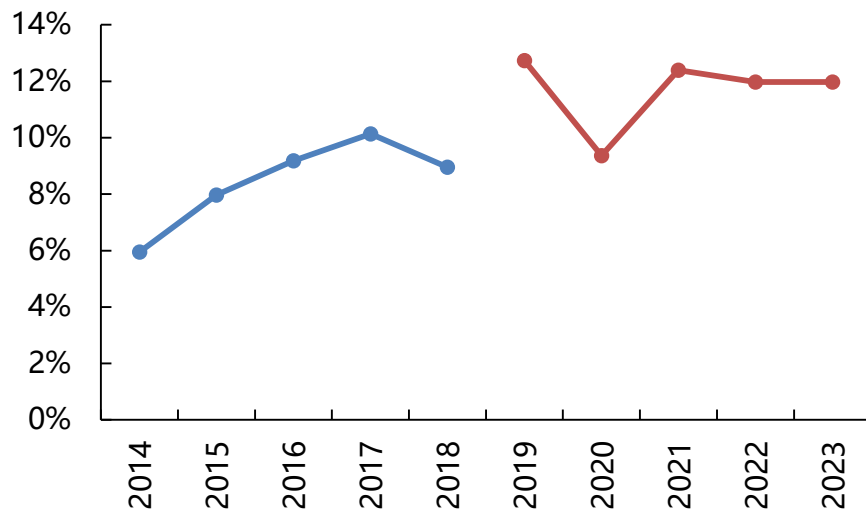
- **圣戈班汽车玻璃相关业务的营业利润稳中有增。**公司平板玻璃业务营业利润从2014年的2.89亿欧元持续提升至2018年的5.01亿欧元；变更数据披露口径后，公司HPS业务的营业利润从2019年的9.66亿欧元整体提升至2023年的12.07亿欧元。
- **圣戈班汽车玻璃相关业务的营业利润率同样保持稳定。**2014年至2018年，公司平板玻璃业务的营业利润率从5.94%持续提升至8.96%；2019年至2023年，公司HPS业务的营业利润率除2020年受到全球公共卫生事件的影响出现下滑以外，其余年份也基本保持在12%上下的水平，盈利能力较强。

图21：圣戈班汽车玻璃相关业务营业利润



■ 平板玻璃业务营业利润 (亿欧元) ■ HPS业务营业利润 (亿欧元)

图22：圣戈班汽车玻璃相关业务营业利润率

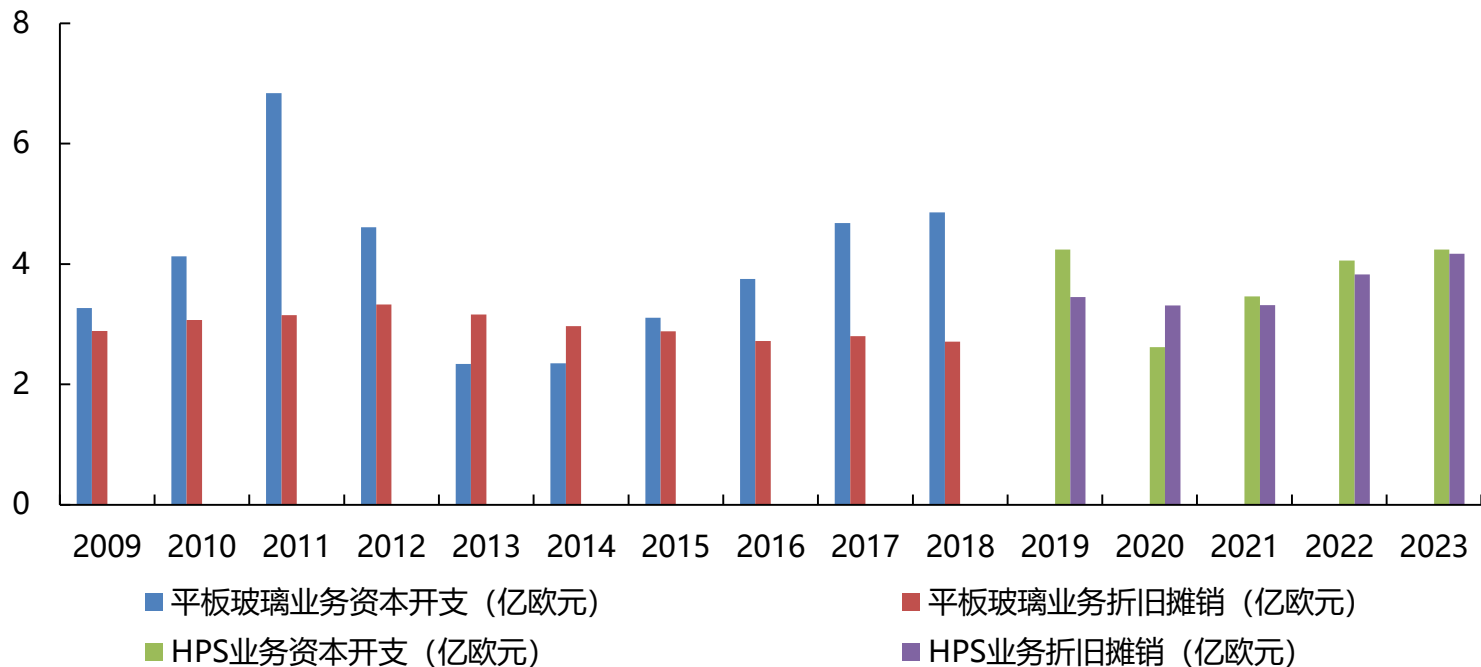


● 平板玻璃业务营业利润率 ● HPS业务营业利润率

注：2019年圣戈班分业务披露口径发生变化，2018年及之前汽车玻璃业务包含在平板玻璃业务中，2019年开始分类至HPS业务中。

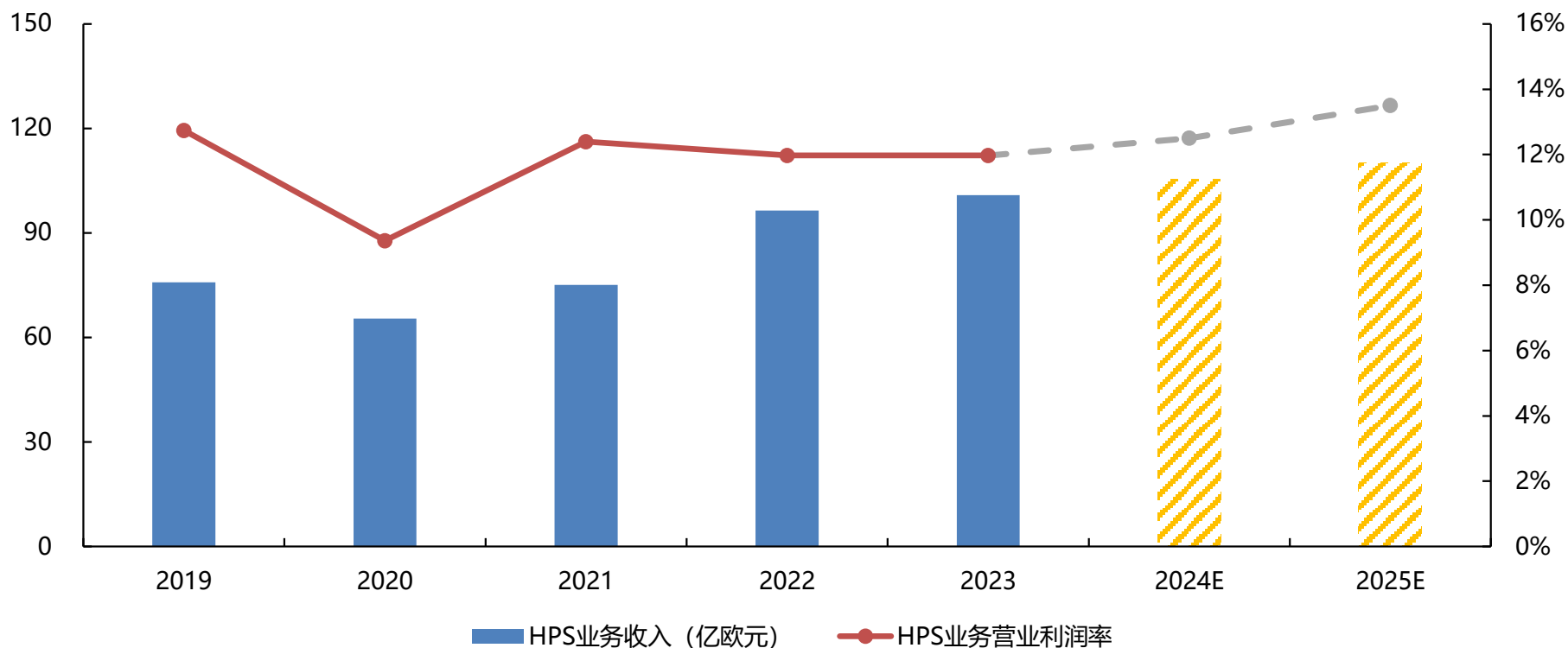
- 圣戈班汽车玻璃相关业务的资本开支水平近年来持续处于低位稳定水平。从资本开支的角度来看，圣戈班汽车玻璃相关业务的前两轮资本开支高峰分别在2011年和2018年，当年的资本开支金额分别为6.84亿欧元和4.86亿欧元。但在2018年以后，圣戈班汽车玻璃相关业务的资本开支整体处于较低水平。
- 将资本开支水平和折旧摊销对比来看。在前两轮资本开支的高峰2011年和2018年，圣戈班的资本开支金额均大幅超过折旧摊销金额，说明业务在持续扩张。但从2019年以来，圣戈班汽车玻璃相关业务的资本开支和折旧摊销水平基本处于相同水平，汽车玻璃相关业务的扩张意愿同样整体较低。

图23：圣戈班汽车玻璃相关业务的资本开支及折旧摊销情况



- 根据圣戈班在2021年提出的“GROW & IMPACT” 战略计划，其中对“HIGH PERFORMANCE SOLUTIONS” 部门的发展战略规划为：
 - ✓ 1、2021年至2025年实现4-5%的平均收入增速；
 - ✓ 2、2025年实现13-14%的营业利润率。

图24：圣戈班汽车玻璃相关业务的经营战略规划



三、板硝子：汽玻盈利近年波动较大，改善利润率为首要目标

- 板硝子是全球主要的玻璃和玻璃产品制造商之一，在全球拥有2.5万余名员工，主要业务遍及全球100多个国家和地区。
- 板硝子主要由三大业务板块构成：
 - ✓ 建筑玻璃：主要为建筑和太阳能应用玻璃；收入占比**45%**（FY2024）。
 - ✓ 汽车玻璃：为全球OEM客户和售后市场供应玻璃；收入占比**50%**（FY2024）。
 - ✓ 创新技术战略业务部：支持集团未来发展的部分；收入占比**5%**（FY2024）。

图25：板硝子各业务板块主要产品

建筑玻璃



↑ 高隔热玻璃



↑ 电变色玻璃



↑ 薄膜太阳能电池板用玻璃



↑ 建筑集成光伏玻璃

汽车玻璃



↑ HUD前挡风



↑ 红外反射太阳能控制涂层、轻量化玻璃

高性能玻璃



↑ 微型玻璃



↑ 透镜阵列



↑ 化学强化玻璃

- **板硝子汽玻收入整体稳定，FY2021以来增长明显。**板硝子汽车玻璃业务收入在FY2010至FY2021之间基本在2500亿日元至3200亿日元的区间内波动；FY2021以来呈现快速增长的趋势，其中FY2024板硝子汽车玻璃业务实现营收4175亿日元，同比增长17.67%。
- **分地区来看，欧洲和美洲贡献了公司汽玻的主要营收。**欧洲市场一直是板硝子汽车玻璃业务收入占比最大的市场，其中FY2024实现营收1747亿日元，同比增长16.31%，收入占比为41.84%；美洲是板硝子近年来收入增长最快的区域市场，汽玻营收从FY2021的810亿日元持续增长至FY2024的1645亿日元(FY2024收入占比为39.40%)，复合增速为26.64%；亚洲市场一直是板硝子占比最低的区域市场，FY2024实现营收783亿日元，占比为18.75%。

图26：板硝子汽车玻璃营业收入及YOY
(单位：亿日元)

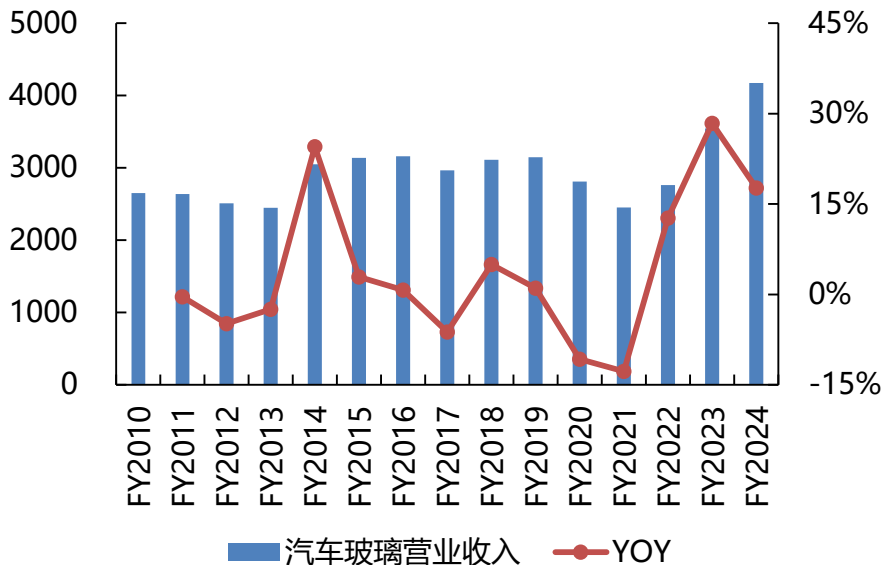
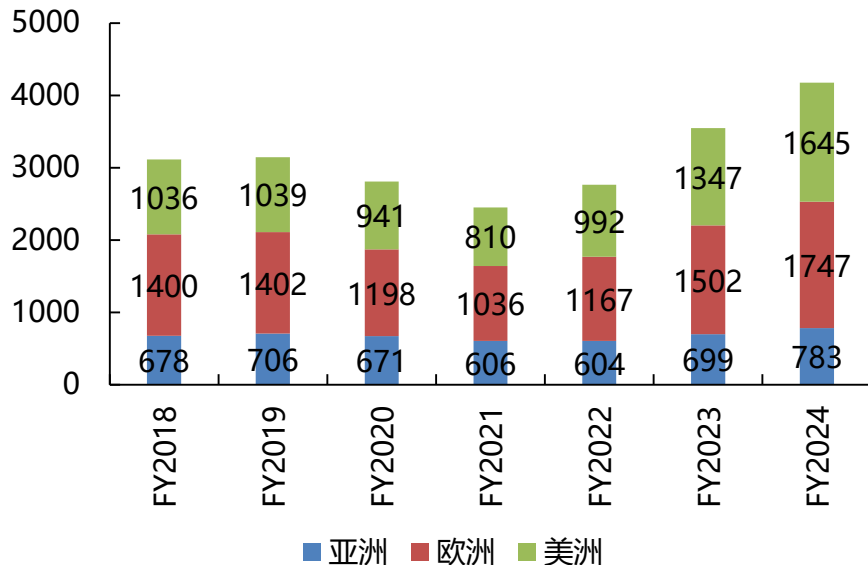


图27：板硝子汽车玻璃分地区营业收入
(单位：亿日元)



- 板硝子汽车玻璃业务全球份额整体稳定，基本维持在20%上下的市占率。自FY2018以来，板硝子的全球市场份额基本在20%左右波动，其中FY2020至FY2022期间有所下滑，从20.0%下降至16.5%；从FY2023开始出现回升，其中FY2024板硝子汽玻业务全球份额为18.4%。
- 板硝子在欧洲和美洲市场均拥有较高的市场份额。在欧洲市场，板硝子的市场份额基本在30%-40%之间，主要系2006年板硝子完成对英国皮尔金顿的收购，奠定了其在欧洲汽车玻璃市场的领先地位；板硝子在美洲市场也拥有较高的市场份额，基本稳定在25%-30%之间。

图28：板硝子汽车玻璃全球市场份额情况

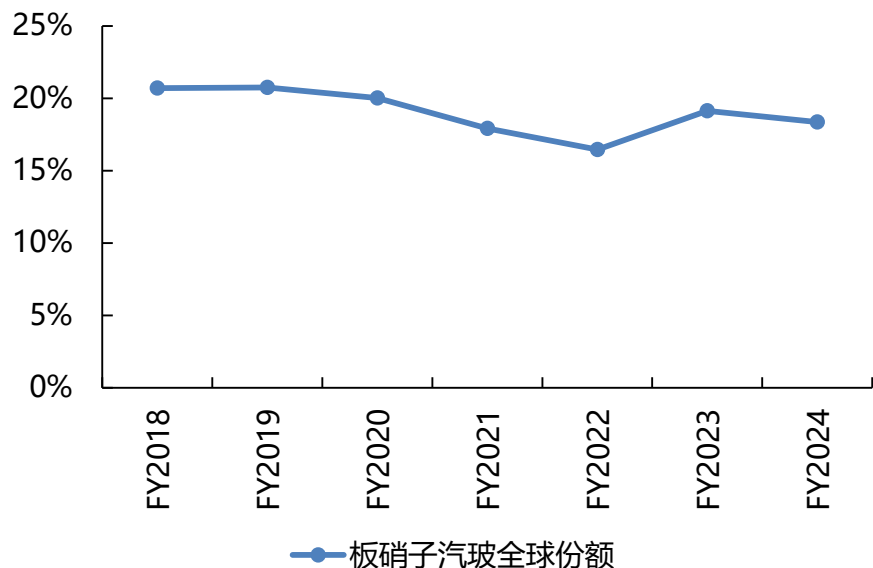
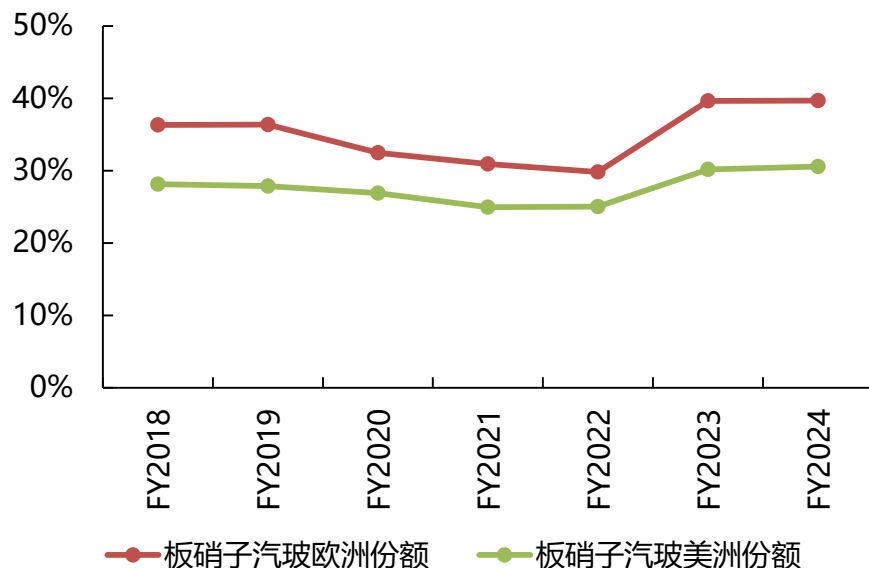


图29：板硝子汽车玻璃分地区市场份额情况



注：市场份额数据由东吴证券研究所测算，市场份额=公司在目标市场的营收规模/目标市场的市场规模（包括OEM市场和AM市场）。

- **FY2020至今板硝子汽车玻璃营业利润波动较大。**板硝子汽车玻璃营业利润在FY2014至FY2019期间整体稳定，保持在100-150亿日元的区间。自FY2020以来，公司汽玻业务的营业利润出现较大波动，其中FY2022公司汽玻业务出现亏损，当年实现营业利润-79亿日元；FY2023以来公司汽玻业务盈利又开始逐渐恢复，其中FY2024实现营业利润113亿日元。
- **板硝子汽玻营业利润率近年来也出现较大波动。**公司汽玻营业利润率自FY2012至FY2019整体呈提升趋势，从2.03%持续提升至4.80%；而FY2020至FY2022公司汽玻营业利润率出现持续下滑，其中FY2022汽玻营业利润率为-2.86%；随着全球公共卫生事件影响的消除，公司汽玻业务盈利能力逐渐回升，其中FY2024实现营业利润率2.71%。

图30：板硝子汽车玻璃业务营业利润情况

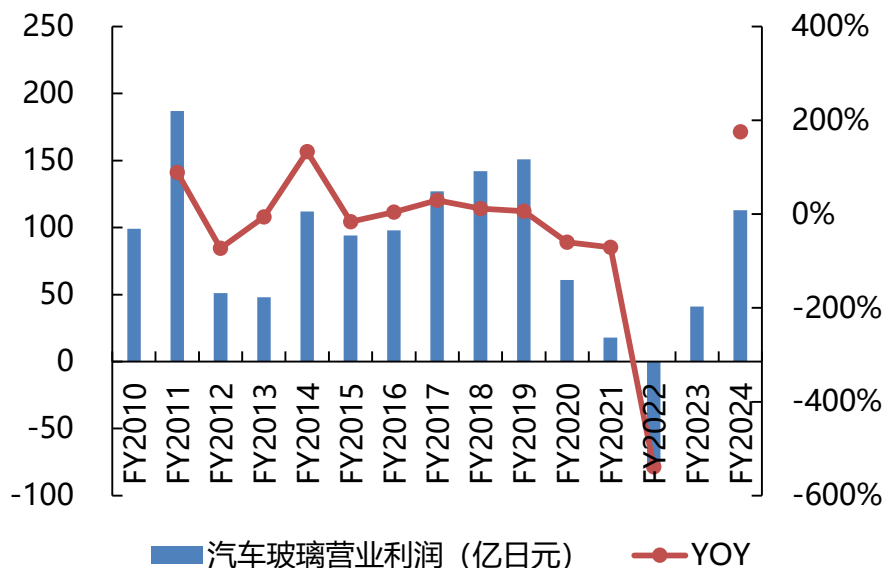
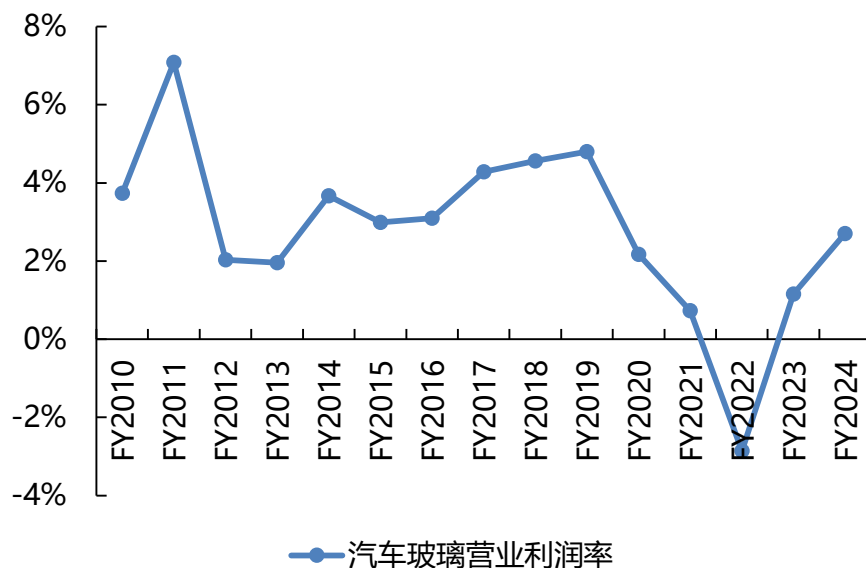
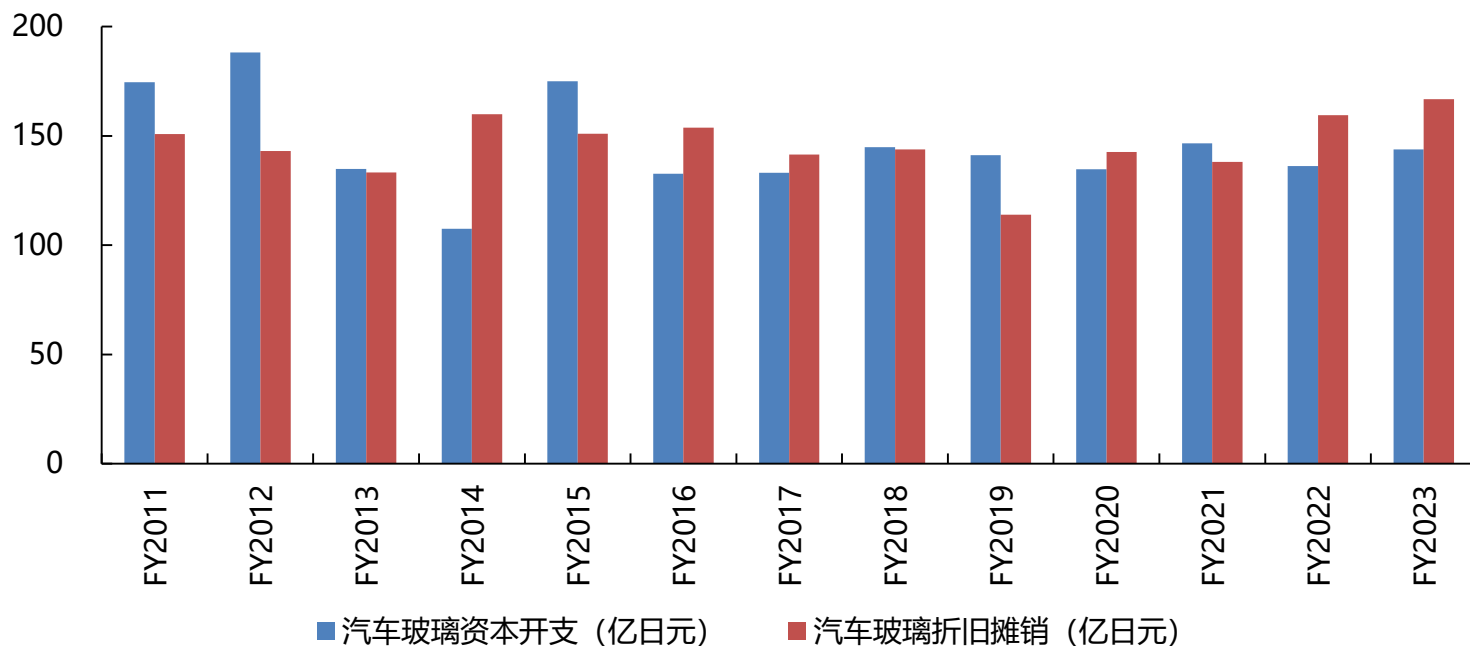


图31：板硝子汽车玻璃业务营业利润率情况



- 板硝子汽玻业务资本开支水平近年来持续处于低位。从历史数据来看，FY2011/FY2012/FY2015三年的汽玻资本开支水平较高，分别为175亿日元、188亿日元和175亿日元；从FY2016至今，板硝子的汽玻资本开支整体处于低位状态，即130亿日元至140亿日元上下。
- 将资本开支和折旧摊销对比来看。从FY2016以来，板硝子汽车玻璃业务的资本开支和折旧摊销基本处于相同水平，特别是FY2022-FY2023折旧摊销大于资本开支，反映出汽车玻璃业务的扩张意愿整体较低。

图32：板硝子历年汽车玻璃资本开支及折旧摊销情况



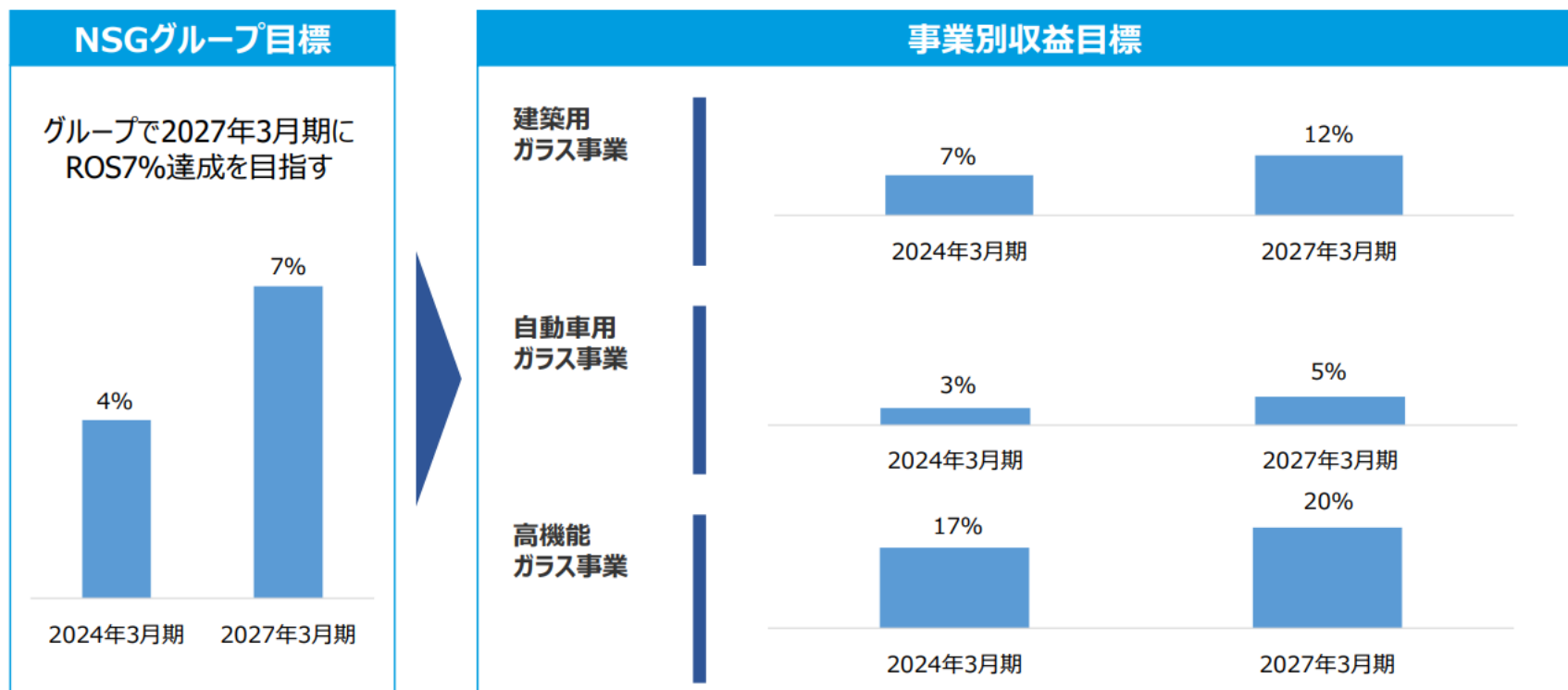
- 上一期RP24战略规划的回顾。板硝子2021年提出的RP24计划（2021年4月~2024年3月）中主要的改革措施包括：
 - ✓ 1、成本结构改革（降低成本，提高生产效率）；
 - ✓ 2、业务结构改革（扩大高附加值事业，培育新成长领域，重视投资和资产效率）。
- 对应到财务目标上，板硝子期望2024年3月期实现8%的营业利润率（实际未达成）。
- 具体到汽车玻璃业务上。RP24计划中的主要发展规划包括：
 - ✓ 1、制造工厂和物流据点整合；
 - ✓ 2、提高汽车玻璃业务附加值；
 - ✓ 3、强化售后玻璃业务的销售网络。

表1：板硝子RP24计划目标达成情况

	2022年 3月期	2023年 3月期	2024年 3月期	RP24 (目标)	目标达成状况
营业利润率	3.3%	4.6%	4.3%	8%	未达成
归母净利润	41亿日元	-338亿日元	106亿日元	3年累计300亿日元以上	未达成
自由现金流量	223亿日元	139亿日元	153亿日元	100亿日元以上	连续三年达成

- **最新的战略规划——2030 Vision。**虽然经过RP24计划，但公司整体营业利润率水平仍处于较低的水平，板硝子新的战略规划仍然以提升盈利能力为核心目标。在业务发展方面，公司将重点找准以创造附加值为目标的领域，有张有弛地进行投资。
- **2030 Vision盈利改善目标：**对于全集团来说，计划在2027年3月期实现营业利润率7%的战略目标；具体到汽车玻璃业务，计划其营业利润率水平从2024年3月期的3%提升至2027年3月期的5%。

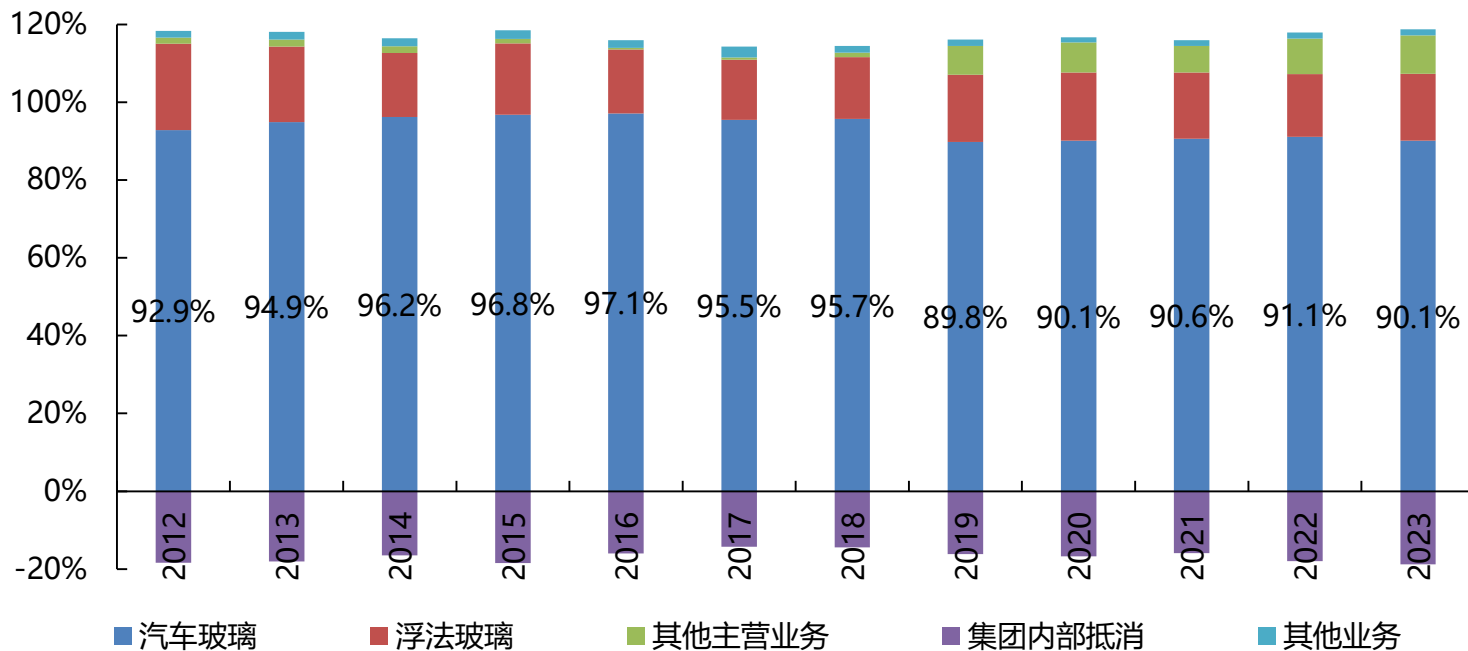
图33：板硝子2030 Vision继续强调对于盈利能力的改善



四、福耀玻璃：进入第三轮扩张周期，看好市占率未来持续提升

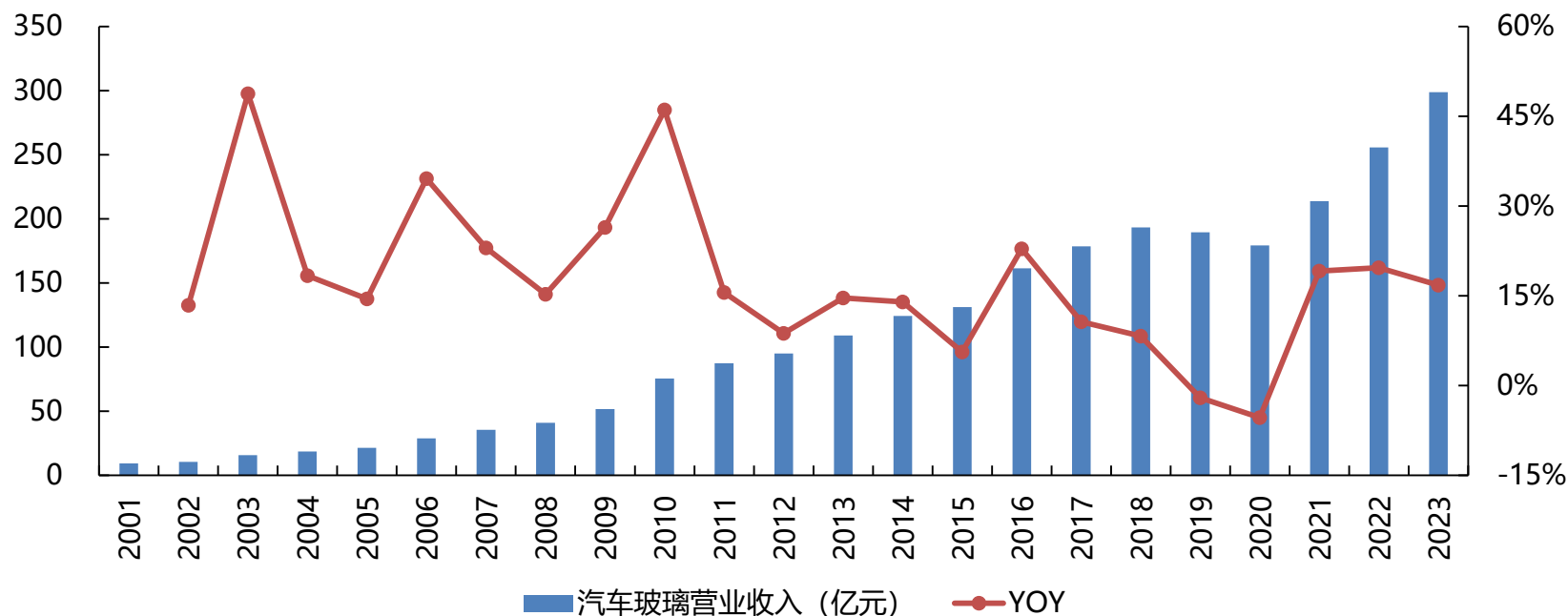
- 在业务专注度上，相比于其他主要竞争对手，福耀高度专注于汽车玻璃赛道。
- ✓ 在近四十年发展历程当中，福耀一直专注于汽车玻璃赛道，包括：2003年拓展浮法玻璃项目，向上延伸产业链；2008年剥离建筑级玻璃业务；2019年收购德国SAM，提升汽车玻璃集成化能力。福耀持续在拓展“一片玻璃”的边界，加强对玻璃智能、集成趋势的研究。
- ✓ 从营收结构来看，2012年以来福耀玻璃的汽车玻璃收入一直占公司总营收约90%或以上的水平，高度专注主业。

图34：福耀玻璃历年营收结构



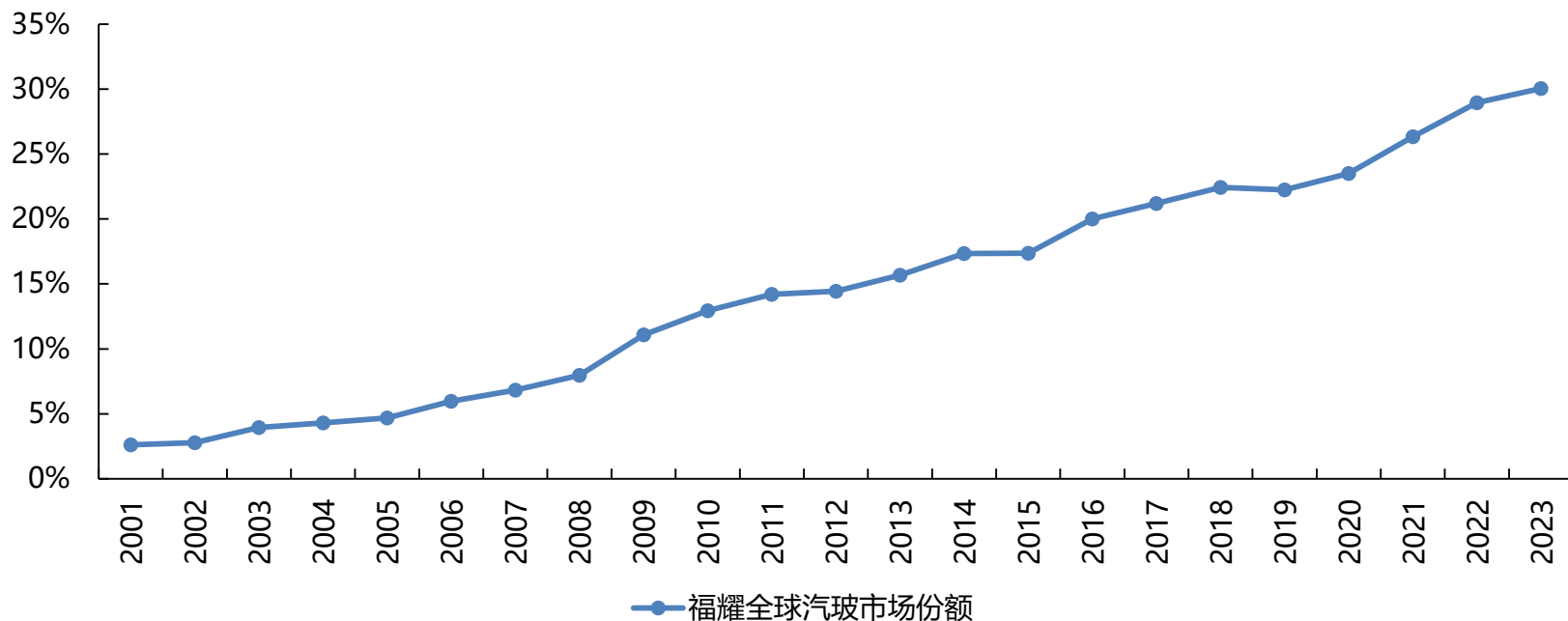
- 福耀汽车玻璃业务收入整体保持稳定增长。从数据来看，福耀的汽车玻璃业务收入从2001年的9.38亿元持续增长至2023年298.87亿元，复合增长率为16%。

图35：福耀汽车玻璃历年营业收入及YOY



- 福耀汽车玻璃在全球市场的份额持续提升。福耀汽车玻璃的全球市占率水平近年来持续提升，从2001年的2.6%持续提升至2023年的30.1%。
- 福耀也是全球汽车玻璃主要企业中唯一一家市占率保持持续提升趋势的玩家。

图36：福耀汽车玻璃全球市场份额情况



注：市场份额数据由东吴证券研究所测算，市场份额=公司在目标市场的营收规模/目标市场的市场规模（包括OEM市场和AM市场）。

- **福耀是国内汽车玻璃行业龙头，占据国内汽玻市场大部分份额。**国内汽车市场产销量在2001-2009年间实现了飞速增长，年产量从2001年的234万辆提升至2009年的1380万辆（这一时期中国进入了汽车的快速普及期，2009年中国成为全球最大的汽车市场）。福耀的汽玻业务基本上跟随着国内汽车行业实现了同步增长，在2005年之前就已经奠定了国内汽玻龙头的行业地位。
- **福耀在海外汽玻市场的市占率仍有提升空间。**
 - ✓ 2013年前，福耀主要通过出口的方式覆盖海外市场，海外市场的市占率呈现缓慢提升的趋势。
 - ✓ 2015年以来，随着福耀美国工厂的投产及爬坡，福耀海外汽玻市场的份额开始加速提升。
 - ✓ 目前福耀在北美汽玻市场的市场份额已经达到25%-30%的水平；在欧洲汽玻市场的份额目前则相对较低，预计在15%上下。整体来看，福耀在海外汽玻市场的市占率仍有较大的增长空间。

图37：福耀汽车玻璃国内市场市占率情况

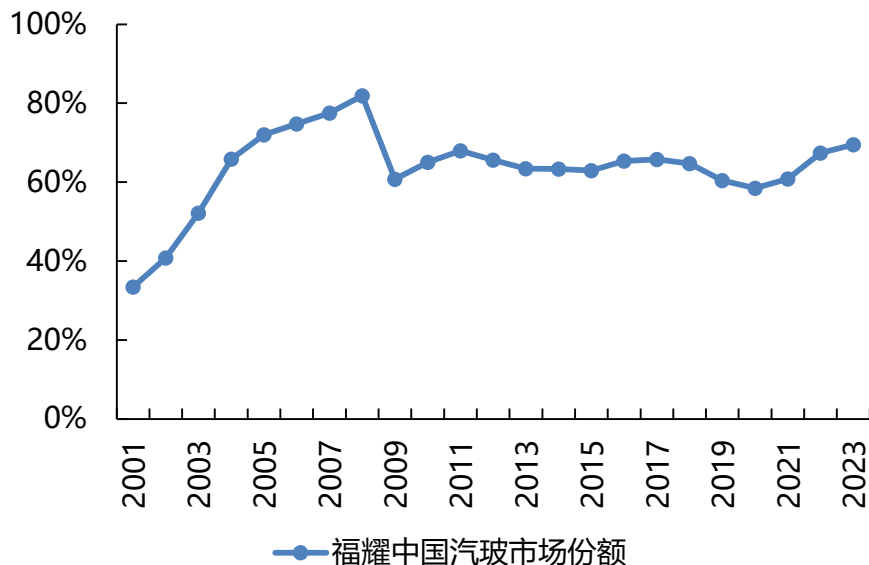
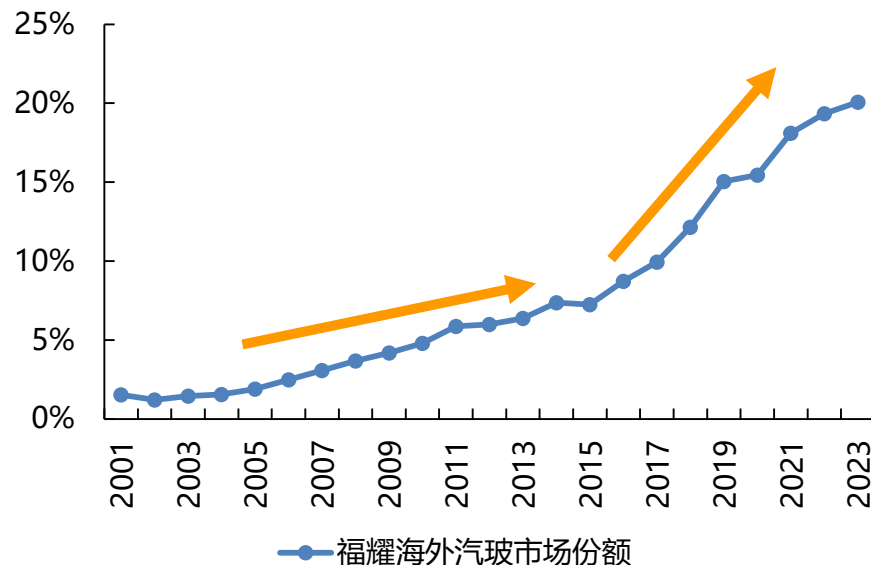


图38：福耀汽车玻璃海外市场市占率情况



注：市场份额数据由东吴证券研究所测算，市场份额=公司在目标市场的营收规模/目标市场的市场规模（包括OEM市场和AM市场）。

- 2010年至今，福耀玻璃营业利润整体保持增长。公司营业利润从2010年的19.92亿元增长至2023年的67.91亿元，13年间的复合增速为10%。
- 福耀的盈利能力也基本保持在较高水平。近十年，福耀的营业利润率均处在较高的水平，基本保持在20%上下的水平，相比与旭硝子、圣戈班和板硝子等处于大幅领先的位置。

图39：福耀玻璃历年营业利润及YOY

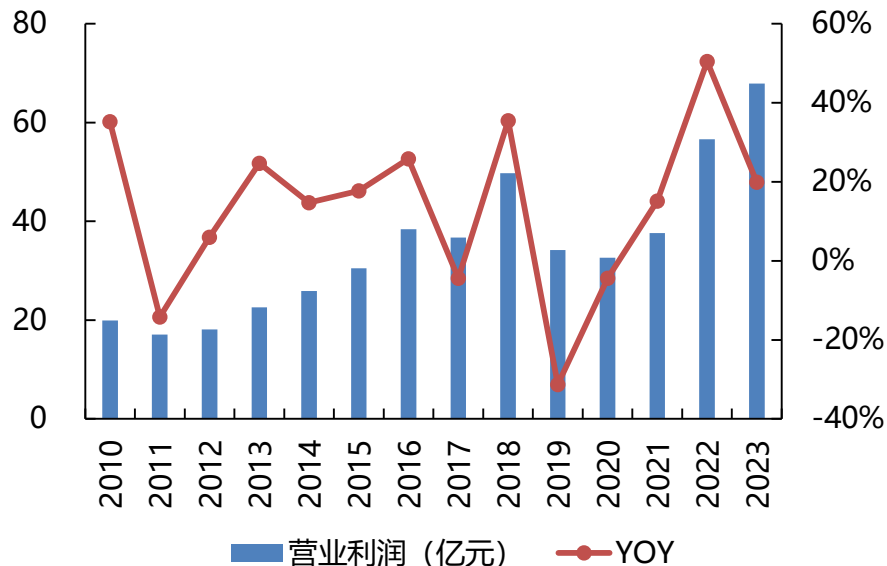
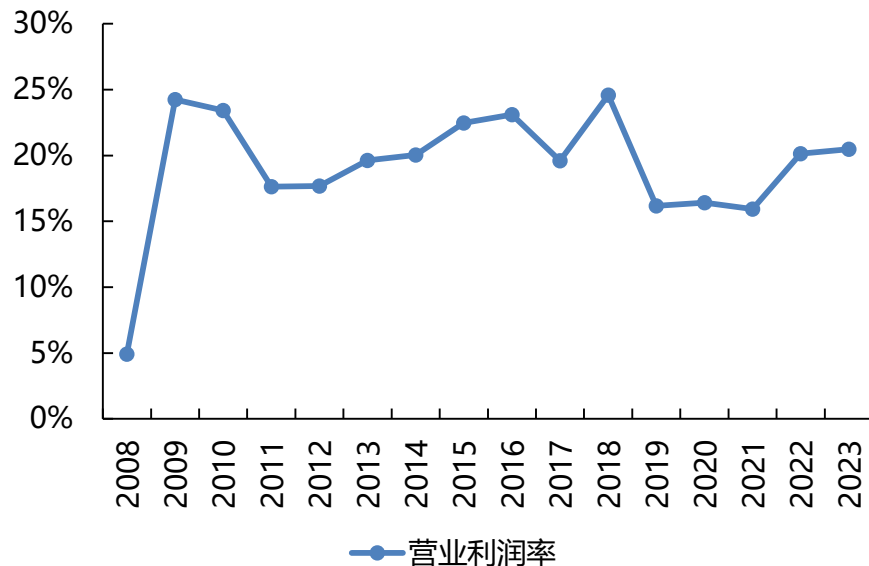
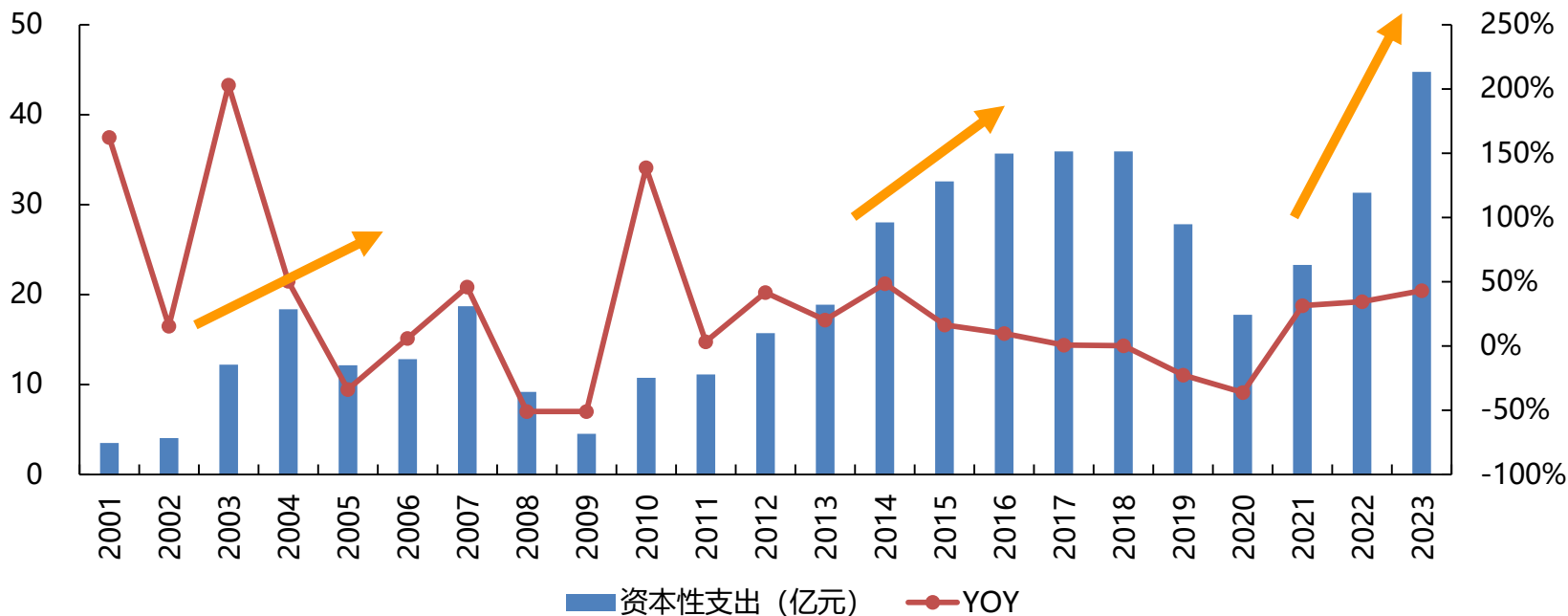


图40：福耀玻璃历年营业利润率情况



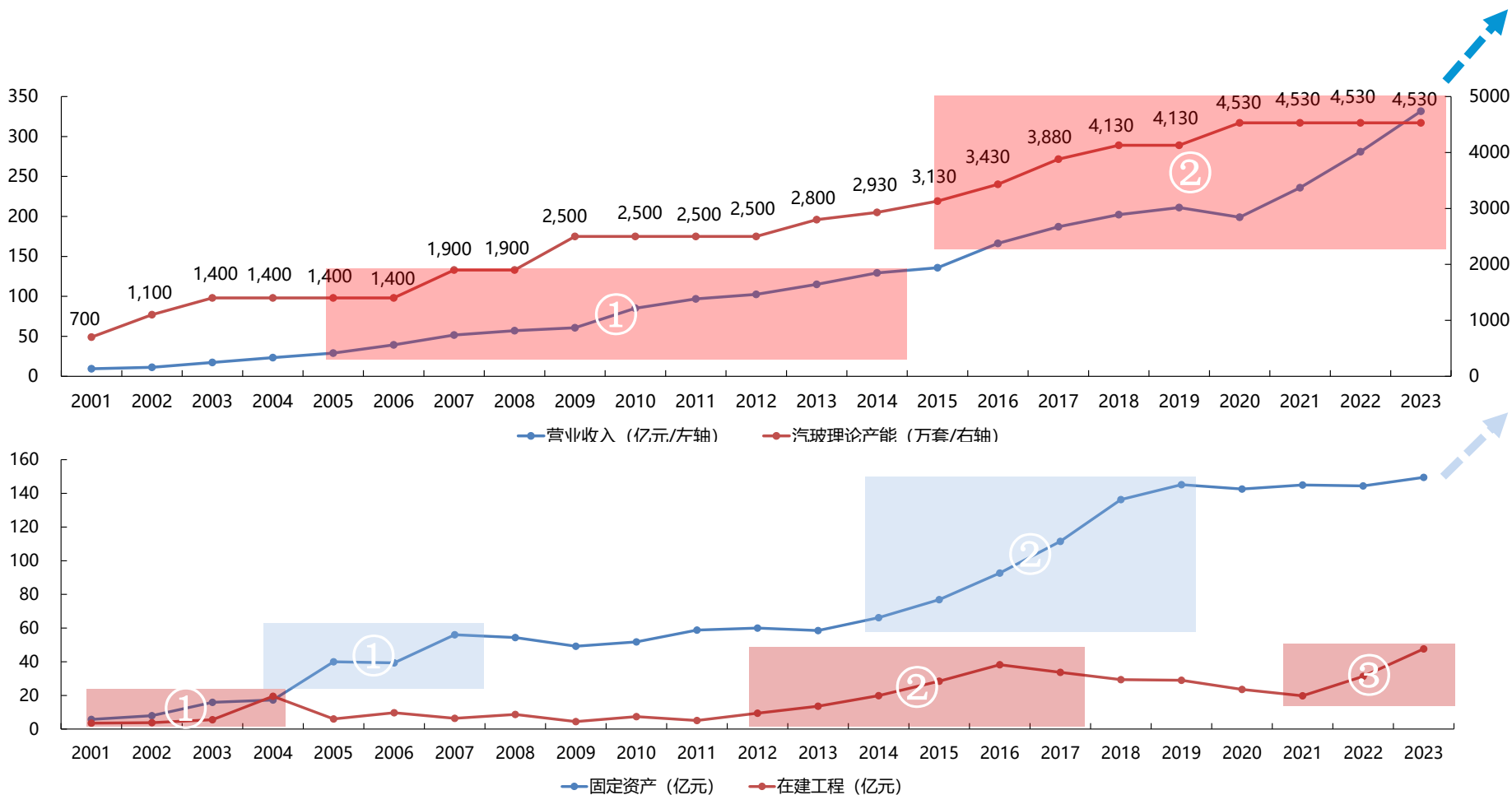
- 福耀玻璃发展历史上共经历了三轮大幅资本开支的周期。
- ✓ 第一轮（2003-2007年）：随着中国汽车市场的销量持续增长，福耀玻璃完成了在国内市场的基本产能布局。
- ✓ 第二轮（2013-2018年）：福耀完成了在北美的产能布局，同时对国内的布局进一步完善。
- ✓ 第三轮（2022-2023年）：福耀进一步完善在国内市场的产能布局，并扩大北美和国内面向出口的产能布局。

图41：福耀玻璃历年资本开支情况



- 我们对福耀三轮大幅资本开支周期进行了复盘，并对资产负债表和利润表的扩张进行了匹配。复盘的结果表明，福耀每一轮资产负债表的扩张后均带来了利润表的同步扩张。

图42：福耀玻璃每一轮资产负债表扩张与利润表扩张的周期匹配



- **福耀汽车玻璃产能梳理：**目前福耀汽玻建成产能约**4530万套**，在建产能**1260万套**，未来全部投产后产能合计**5790万套**。
- **本轮资本开支投产后的理论产值：**假设目前福耀在建产能全部投产，且产能利用率达到85%，按汽车玻璃单套ASP为900元计算，福耀汽车玻璃产值有望达到**443亿元**。

表2：福耀汽车玻璃产能梳理

汽车玻璃基地	投产时间	辐射客户	理论折算产能 (万套/年)
福清本部	1987年	出口市场、金龙、东南汽车等	400
福耀长春	2001年	一汽系、沈阳金杯系、哈飞汽车	300
福耀重庆	2002年	长安系	400
福耀上海	2003年	上汽系、路虎、吉利汽车	300
广州福耀	2007年	广汽本田、广汽丰田、东风日产等	500
福耀湖北	2009年	东风日产、东风本田、江淮、奇瑞等	600
郑州福耀	2013年	郑州日产、宇通客车、奇瑞汽车	300
福耀沈阳	2015年	一汽系、华晨系等	200
福耀天津	2017年	一汽丰田、北京奔驰、长城汽车等	450
福耀苏州	2020年	长城汽车、特斯拉等	400
福耀俄罗斯	2014年	俄罗斯雷诺、标致、大众、福特及欧洲主机厂	130
福耀美国俄亥俄州	2015年	通用、克莱斯勒、宝马、大众、现代、本田、丰田、宝马等	550
已有汽玻产能合计			4530
福耀美国俄亥俄扩产	预计2025年	北美主机厂	330
福耀福清出口基地	预计2026年	汽玻出口基地	400
福耀合肥	预计2026年	合肥地区主机厂客户及售后市场	530
全部汽玻产能合计 (已有+在建)			5790

五、投资建议及风险提示

- 通过对汽玻行业各主要玩家在【业务专注度】、【汽玻营收历史增速】、【汽玻业务盈利水平】、【汽玻全球份额变化】、【汽玻业务资本开支】、【汽玻业务中期发展战略】等维度进行对比，**我们判断福耀汽车玻璃的全球份额未来仍将持续提升。**

表3：全球主要汽车玻璃企业对比

	旭硝子	圣戈班	板硝子	福耀玻璃
汽车玻璃业务收入占比 (2023年)	24%	8%	50%	90%
汽车玻璃收入复合增速 增速 (2014年-2023年)	4.4%	3.3%	3.2%	11.0%
汽车玻璃历史份额变化 (全球市场份额/2023相比2014变化)	-1.0个百分点	-1.8个百分点	-3.8个百分点	+12.7个百分点
汽车玻璃业务营业利润率 (2023年)	4.4%	12.0% (HPS部门)	2.7%	20.5%
汽车玻璃业务当前资本 开支水平	较低	中	低	高
汽车玻璃业务中期发展 战略	规模稳定，提升盈利	规模稳定，提升盈利	规模稳定，提升盈利	继续扩张，盈利稳定

- **推荐逻辑：**（1）公司积极拓展“一片玻璃”边界，整合车身多产品，单车ASP持续提升：公司加强对玻璃智能、集成趋势的研究，持续推进铝饰件业务，提升单车配套价值量；（2）全球份额保持提升趋势，福耀有望以高质量&高性价比抢占海外市场竞品企业更多的份额。
- **盈利预测：** 预计2024-2026年归母净利润为68.41亿元、78.41亿元、89.30亿元，对应的EPS分别为2.62元、3.00元、3.42元，对应PE为18.05倍、15.76倍、13.83倍（PE数据对应2024年7月8日收盘价）。

表4：福耀玻璃业绩预测（单位：百万元）

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	23,603	28,099	33,161	39,285	42,796	48,475
YOY		19.0%	18.0%	18.5%	8.9%	13.3%
毛利率	35.9%	34.0%	35.4%	37.0%	37.3%	37.6%
销售费用	1,151	1,351	1,539	1,807	1,883	2,084
销售费用率	4.9%	4.8%	4.6%	4.6%	4.4%	4.3%
管理费用	1,944	2,143	2,486	2,946	3,124	3,539
管理费用率	8.2%	7.6%	7.5%	7.5%	7.3%	7.3%
研发费用	997	1,249	1,403	1,650	1,712	1,939
研发费用率	4.2%	4.4%	4.2%	4.2%	4.0%	4.0%
财务费用	687	-1,011	-687	27	-80	-214
财务费用率	2.9%	-3.6%	-2.1%	0.1%	-0.2%	-0.4%
归属于母公司股东的净利润	3,146	4,756	5,629	6,841	7,841	8,930
YOY		51.2%	18.4%	21.5%	14.6%	13.9%
归母净利率	13.3%	16.9%	17.0%	17.4%	18.3%	18.4%

- **原材料及能源成本上涨超预期。**汽车玻璃成本结构中原材料和能源的占比较高，若原材料价格或能源价格出现大幅上涨，将对公司盈利水平产生不利影响。
- **海运费价格上涨超预期。**公司部分海外业务依靠出口模式进行，若海运费价格上涨超预期，则将对公司盈利能力产生不利影响。
- **业务及客户拓展不及预期。**公司收入增长依赖新客户新项目的拓展，若新项目开拓不及预期，则将对公司业务成长造成不利影响。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500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），北交所基准指数为北证50指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在15%以上；

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于5%与15%之间；

中性：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与5%之间；

减持：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来6个月内，行业指数相对强于基准5%以上；

中性：预期未来6个月内，行业指数相对基准-5%与5%；

减持：预期未来6个月内，行业指数相对弱于基准5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券 财富家园