

福耀玻璃(600660.SH)/汽车

证券研究报告/公司点评

2024年8月7日

**评级：买入（维持）**

市场价格：42.87元

分析师：何俊艺

执业证书编号：S0740523020004

分析师：刘欣畅

执业证书编号：S0740522120003

Email: liuxc03@zts.com.cn

**公司盈利预测及估值**

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	28,099	33,161	39,634	46,606	53,651
增长率 yoy%	19%	18%	20%	18%	15%
净利润(百万元)	4,756	5,629	7,075	8,319	9,997
增长率 yoy%	51%	18%	26%	18%	20%
每股收益(元)	1.82	2.16	2.71	3.19	3.83
每股现金流量	2.26	2.92	3.13	3.53	4.36
净资产收益率	16%	18%	19%	18%	18%
P/E	23.5	19.9	15.8	13.4	11.2
P/B	3.9	3.6	3.0	2.5	2.0

备注：数据截至2024年8月6日

**投资要点**

- 事件：公司发布2024年中报，2024年上半年公司实现营收183.4亿元，同比+22%；归母净利润35亿元，同比+23.4%。对应24Q2实现营收95亿元，同比+19.1%，归母净利润21.1亿元，同比+9.8%。**
- 收入：汽玻量价齐升，龙头虹吸效应持续突出，持续呈现良好的成长性和确定性。**24Q2公司收入95亿元，同比增长19.1%，同期全球汽车销量同比增速约为0.3%（数据来源Marklines），公司收入增长持续跑赢行业体现较好的成长性和确定性，主要是①全景天幕、HUD前挡、夹层边窗等高附加值产品占比持续提升拉动单价；②全球竞争力进一步提升带来份额提升。
- 盈利：毛利率同环比提升盈利能力突出，还原汇兑等影响，24Q2税前利润率创近五年新高，主要是海外向上+经营杠杆放大+纯碱天然气价格下降驱动。**2024Q2公司盈利能力表现优异，毛利率37.73%，同比+2.76pct，环比+0.91pct，考虑24Q2产生0.74亿元汇兑收益，还原汇兑后24Q2税前利润率24.8%，创近五年新高，环比Q1再提升2.3pct（24Q1税前利润率已剔除汇兑及因太原金诺终止履行福耀北京福通剩余24%股权转让减少投资收益2.1亿元的影响），公司盈利能力大超预期，主要是：①美国工厂盈利向上：（24H1福耀美国净利率11.52%，同比+4.05pct）；②规模效益放大经营杠杆（24H1折旧摊销等占比7.27%，同比-0.99pct）；③纯碱天然气价格下降。
- 加码扩产，ASP、份额、新业务三箭齐发，从周期到成长再出发。**我们持续看好天幕渗透率等高附加值汽玻加速渗透下公司汽车玻璃ASP的持续提升，格局进一步优化下公司国内外市场份额的提升，以及铝饰条业务有望迎来反转步入收获期。
  - 产品升级与ASP提升：**全景天幕为电动车标配，ASP至少是汽玻的1倍以上且竞争格局好于传统汽玻，同时天幕向镀膜隔热天幕-调光天幕-氛围灯天幕等继续升级。汽玻升级多点开花，HUD渗透率加速提升带动前挡玻璃ASP翻番，双层边窗在电动车上的应用逐步普及。
  - 加码扩产，全球份额仍有空间：**公司于23年底和24年初发布公告，将分别在福建、合肥投资32.5亿元、57.5亿元，建设年产2050万平方米汽车安全玻璃产能、2610万平方米汽车安全玻璃产能和两条优质浮法玻璃生产线，合计新增4660万平方米汽玻产能（是2023年公司产量规模的32.5%）。根据2023年年报，公司2024年资本支出预计约81.2亿元，为近五年新高。产能乘势扩张彰显后续份额继续提升的信心和竞争力，疫情3年行业格局进一步优化+铝饰条赋能下公司全球市场份额仍有提升空间。
  - 铝饰条业务拐点已至即将开启放量周期：**SAM OEM订单投产在即，国内福清、长春工厂投产逐步爬坡。
- 盈利预测：**预计24-26年归母净利润为70.8亿元、83.2亿元、100亿元，24-26年公司归母净利润同比增速分别26%、18%、20%，对应当前PE 16X、13X、11X，福耀作为全球汽玻龙头，格局已出清带来盈利韧性且电动智能产品升级引领同行份额持续提升，龙头虹吸效应突出，同时持续保持较高分红比例，维持“买入”评级。
- 风险提示事件：经济复苏不及预期、汽车需求不及预期、SAM整合不及预期、高附加值产品放量不及预期、美国工厂盈利不及预期等**

**基本状况**

总股本(百万股)	2,610
流通股本(百万股)	2,003
市价(元)	42.87
市值(百万元)	111,880
流通市值(百万元)	85,869

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

《【中泰汽车】福耀玻璃点评：Q2 盈利大超预期，全球龙头兼具成长性与确定性》2024.7.31

《【中泰汽车】福耀玻璃24Q1点评：Q1超预期，收入盈利共振》2024.4.26

《【中泰汽车】福耀玻璃23Q4点评：Q4营收新高&盈利强劲，加码扩产强化量价齐升》2024.3.17

**盈利预测表**

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	18,518	19,817	22,371	27,233	营业收入	33,161	39,634	46,606	53,651
应收票据	368	364	473	519	营业成本	21,424	24,969	29,222	33,532
应收账款	7,128	7,976	9,698	10,980	税金及附加	240	238	280	322
预付账款	317	343	417	470	销售费用	1,539	1,704	1,957	2,146
存货	5,144	5,995	7,016	8,050	管理费用	2,486	2,774	3,356	3,756
合同资产	0	0	0	0	研发费用	1,403	1,585	1,864	2,146
其他流动资产	2,062	2,476	2,903	3,345	财务费用	-687	125	208	33
流动资产合计	33,536	36,970	42,878	50,597	信用减值损失	-17	-5	-5	-5
其他长期投资	29	35	41	47	资产减值损失	-205	0	0	0
长期股权投资	182	216	199	207	公允价值变动收益	-2	0	0	0
固定资产	14,955	18,674	20,441	20,567	投资收益	-6	0	0	0
在建工程	4,766	6,853	7,882	6,706	其他收益	263	250	250	250
无形资产	1,316	1,331	1,344	1,356	<b>营业利润</b>	<b>6,791</b>	<b>8,483</b>	<b>9,964</b>	<b>11,962</b>
其他非流动资产	1,846	2,102	2,306	2,470	营业外收入	50	70	70	70
非流动资产合计	23,094	29,209	32,213	31,352	营业外支出	125	130	130	130
<b>资产合计</b>	<b>56,630</b>	<b>66,180</b>	<b>75,090</b>	<b>81,949</b>	<b>利润总额</b>	<b>6,716</b>	<b>8,423</b>	<b>9,904</b>	<b>11,902</b>
短期借款	5,414	8,233	8,699	5,478	所得税	1,087	1,348	1,585	1,905
应付票据	2,825	3,293	3,854	4,422	<b>净利润</b>	<b>5,629</b>	<b>7,075</b>	<b>8,319</b>	<b>9,997</b>
应付账款	2,698	3,144	3,679	4,222	少数股东损益	0	0	0	0
预收款项	0	0	0	0	<b>归属母公司净利润</b>	<b>5,629</b>	<b>7,075</b>	<b>8,319</b>	<b>9,997</b>
合同负债	979	1,170	1,376	1,584	NOPLAT	5,053	7,180	8,494	10,025
其他应付款	1,622	1,622	1,622	1,622	EPS (摊薄)	2.16	2.71	3.19	3.83
一年内到期的非流动负债	202	202	202	202					
其他流动负债	1,363	1,457	1,648	1,780					
流动负债合计	15,103	19,122	21,081	19,311					
长期借款	8,513	7,667	6,821	5,975					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	1,603	1,603	1,603	1,603					
非流动负债合计	10,116	9,270	8,424	7,578					
<b>负债合计</b>	<b>25,219</b>	<b>28,392</b>	<b>29,505</b>	<b>26,889</b>					
归属母公司所有者权益	31,426	37,803	45,600	55,076					
少数股东权益	-15	-15	-15	-16					
<b>所有者权益合计</b>	<b>31,411</b>	<b>37,788</b>	<b>45,585</b>	<b>55,060</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>56,630</b>	<b>66,180</b>	<b>75,090</b>	<b>81,949</b>					

  

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	<b>7,625</b>	<b>8,181</b>	<b>9,225</b>	<b>11,372</b>
现金收益	7,323	9,236	11,025	12,718
存货影响	260	-851	-1,021	-1,035
经营性应收影响	-1,909	-870	-1,905	-1,381
经营性应付影响	1,310	914	1,096	1,111
其他影响	642	-248	29	-41
<b>投资活动现金流</b>	<b>-4,449</b>	<b>-8,209</b>	<b>-5,561</b>	<b>-1,888</b>
资本支出	-4,594	-7,857	-5,308	-1,648
股权投资	69	-34	17	-9
其他长期资产变化	76	-318	-270	-231
<b>融资活动现金流</b>	<b>-2,280</b>	<b>1,327</b>	<b>-1,110</b>	<b>-4,622</b>
借款增加	2,900	1,973	-380	-4,067
股利及利息支付	-3,597	-1,402	-1,629	-1,665
股东融资	0	0	0	0
其他影响	-1,583	756	899	1,110

  

主要财务比率				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	18.0%	19.5%	17.6%	15.1%
EBIT 增长率	32.0%	41.8%	18.3%	18.0%
归母公司净利润增长率	18.4%	25.7%	17.6%	20.2%
<b>获利能力</b>				
毛利率	35.4%	37.0%	37.3%	37.5%
净利率	17.0%	17.9%	17.9%	18.6%
ROE	17.9%	18.7%	18.3%	18.2%
ROIC	13.5%	16.1%	16.7%	18.1%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	42.5%	43.4%	44.5%	42.9%
债务权益比	50.1%	46.9%	38.0%	24.1%
流动比率	2.2	1.9	2.0	2.6
速动比率	1.9	1.6	1.7	2.2
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.7
应收账款周转天数	67	69	68	69
应付账款周转天数	40	42	42	42
存货周转天数	89	80	80	81
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	2.16	2.71	3.19	3.83
每股经营现金流	2.92	3.13	3.53	4.36
每股净资产	12.04	14.49	17.47	21.10
<b>估值比率</b>				
P/E	20	16	13	11
P/B	4	3	2	2
EV/EBITDA	34	27	23	20

来源: wind, 中泰证券研究所

**投资评级说明：**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15% 以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15% 之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 -10%~+5% 之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10% 以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10% 以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 -10%~+10% 之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10% 以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

## 重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的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。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。