

# 福耀玻璃 (600660.SH)

## 规模效应持续体现，三季度毛利率环比提升

优于大市

### 核心观点

**24Q3 公司营收同比增长 13pct，归母净利润同比增长 54%。**福耀玻璃 2024 年前三季度实现营收 283.14 亿元，同比增长 18.8%；实现归母净利润 54.79 亿元，同比增长 32.79%；其中单 2024Q3 实现营收 99.74 亿元，同比+13.41%，环比+4.94%，营收同比增速超越行业近 17pct（24Q3 国内汽车产量同比下降 3.2%）；实现归母净利润 19.8 亿元（汇兑损失-1.2 亿元），同比+53.54%，环比-6.19%；经营性利润（归母扣汇兑）为 21 亿，同比+35%，环比+3%。

**公司规模效应显现、持续提质增效，叠加原材料价格下降，毛利率环比提升 1.05pct。**公司 24Q3 毛利率 38.78%，同比+2.47pct，环比+1.05pct；净利率 19.86%，同比+5.18pct（23Q3 汇兑-2.64 亿），环比-2.38pct（24Q2 汇兑+0.74 亿）。公司盈利能力改善或来自规模效应兑现、提质增效及原材料成本等利好，其国内重质纯碱每吨价格从 23Q3 的 2460 元下滑 18%到 24Q3 的 2012 元。

**福耀竞争优势来自规模效应、高自动化、垂直产业链、人力成本等，向后展望，出海与高附加值产品为公司开启新一轮成长周期。**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 10%~15%，测算公司汽车玻璃全球市占率 36%+。公司积极在福清、安徽、北美扩产，有望开启新一轮产能周期，继续增强头部企业虹吸效应，全球市占率有望持续提升。价端，汽玻单平方米价格由 20 年 174 元提升至 23 年 213 元，CAGR 为 7.0%，24 年前三季度智能全景天幕玻璃、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+5.25pct。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 24-26 年 CAGR 预计 7%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：**维持盈利预测，维持“优于大市”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) 单平方米价值量提升（镀膜、隔热、包边、HUD、调光、5G 通信等），单车配套价值从 600 元提升至今年约 1000 元，远期展望 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，我们维持盈利预测，预计 24-26 年归母利润 76.2/88.1/100.9 亿元，低估值、高分红（21-23 年分红比例维持 60%+）的全球汽车玻璃龙头，维持“优于大市”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	39,982	46,320	53,229
(+/-%)	19.0%	18.0%	20.6%	15.9%	14.9%
归母净利润(百万元)	4756	5629	7623	8809	10086
(+/-%)	51.2%	18.4%	35.4%	15.6%	14.5%
每股收益(元)	1.82	2.16	2.92	3.38	3.86
EBIT Margin	16.4%	18.3%	22.7%	23.0%	22.4%
净资产收益率 (ROE)	16.4%	17.9%	22.1%	23.2%	24.0%
市盈率 (PE)	32.2	27.2	20.1	17.4	15.2
EV/EBITDA	26.6	21.9	17.0	14.8	13.6
市净率 (PB)	5.27	4.87	4.44	4.02	3.64

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

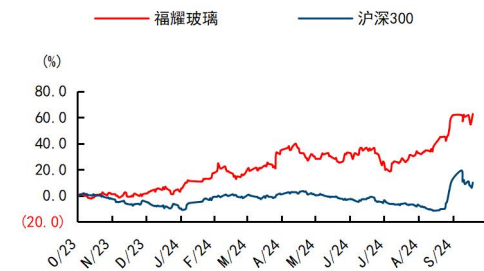
证券分析师：唐旭霞  
0755-81981814  
tangxx@guosen.com.cn  
S0980519080002

联系人：余珊  
0755-81982555  
yushan1@guosen.com.cn

#### 基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	58.60 元
总市值/流通市值	152931/152931 百万元
52 周最高价/最低价	64.02/35.90 元
近 3 个月日均成交额	750.41 百万元

#### 市场走势



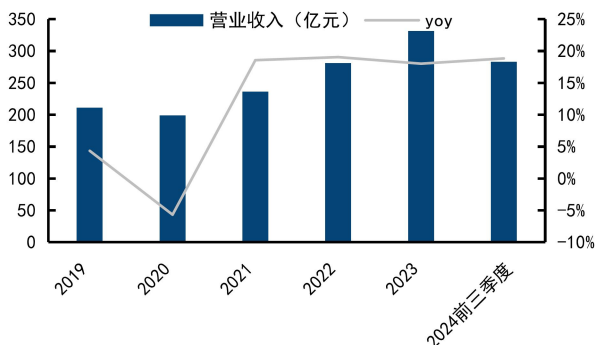
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

- 《福耀玻璃 (600660.SH) - 全球汽车玻璃龙头的复盘与展望》——2024-09-26
- 《福耀玻璃 (600660.SH) - 北美经营持续改善，产品及产能共振开启全球成长新周期》——2024-08-07
- 《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%》——2024-04-26
- 《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

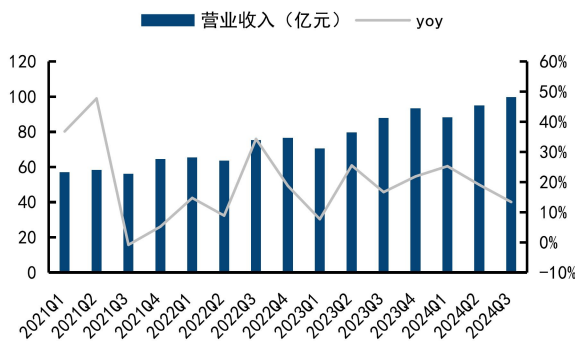
**24Q3 公司营收同比增速 13%，归母净利润同比增长 53.54%。**福耀玻璃 2024 年前三季度实现营收 283.14 亿元，同比增长 18.8%；实现归母净利润 54.79 亿元，同比增长 32.79%；其中单 2024Q3 实现营收 99.74 亿元，同比+13.41%，环比+4.94%，营收同比增速超越行业近 17pct（24Q3 国内汽车产量同比下降 3.2%）；实现归母净利润 19.8 亿元（汇兑损失-1.2 亿元），同比+53.54%，环比-6.19%；经营性利润（归母扣汇兑）为 21 亿，同比+35%，环比+3%。

图1：福耀玻璃营业收入及同比增速



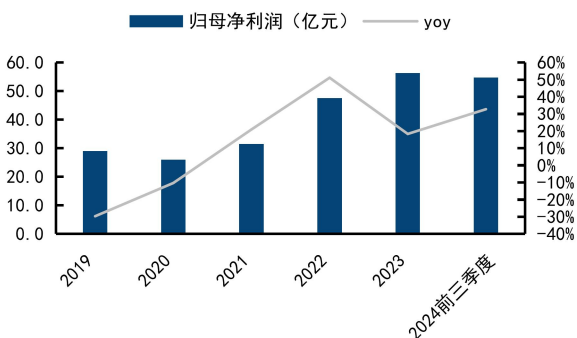
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：福耀玻璃单季度营业收入及同比增速



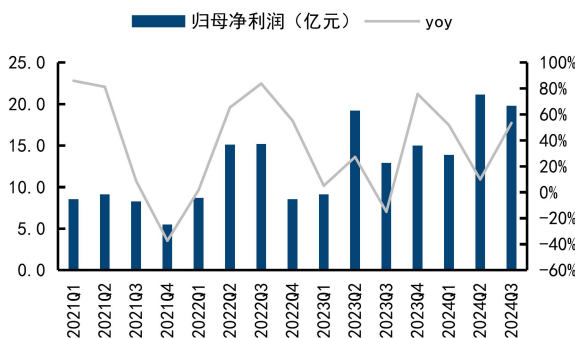
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

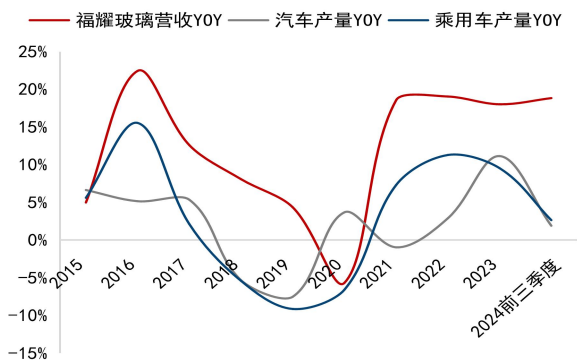


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

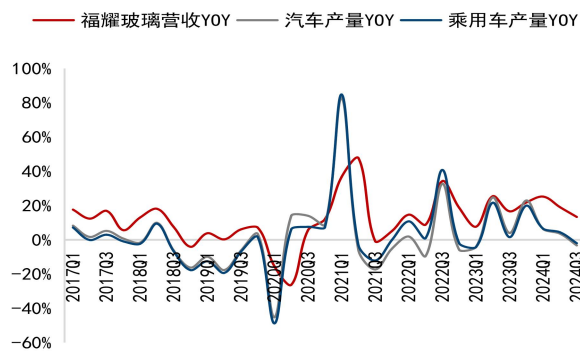
**24Q3 公司营收同比增速超越国内汽车行业 16pct。**2013 年以来，福耀玻璃年度营收增速和分季度营收增速波动走向大体和国内车市行业一致，其营收增速绝对值基本维持一定程度高于行业，2024Q3 国内汽车行业产量同比下降 3.2%，公司营收同比增加 13.4%，增速超越行业 16.6pct。

图5：汽车/乘用车产量增速和福耀玻璃营收增速对比

图6：汽车/乘用车产量增速和福耀玻璃营收增速季度对比



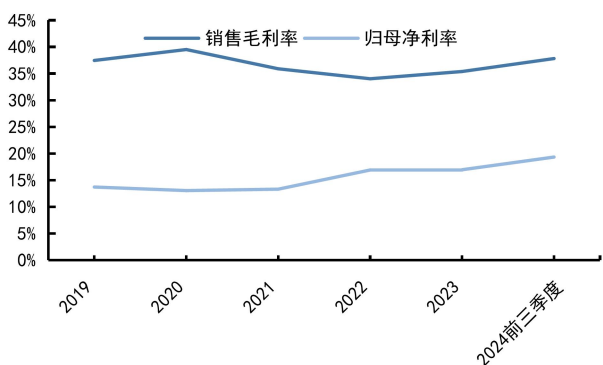
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

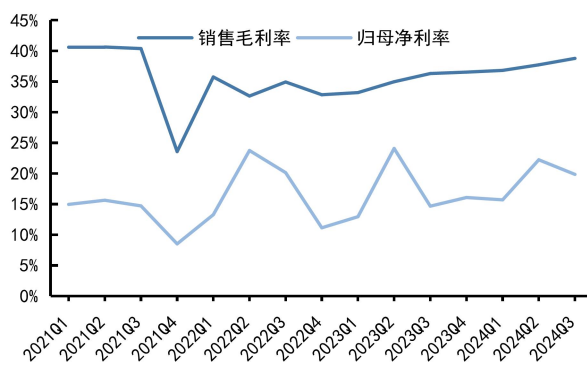
公司 24Q3 毛利率为 38.78%，同比+2.47pct，环比+1.05pct；前三季度我们预计天然气和纯碱同比对毛利率仍有一定正向贡献；归母净利率为 19.86%，同比+5.18pct（23Q3 汇兑-2.6e），环比-2.4pct（管理费用率回升）。

图7：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8：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

我们分析公司盈利能力改善来自规模效应兑现、提质增效及原材料成本等利好，一方面公司汽车玻璃收入规模及产能利用率持续提升，另一方面国内重质纯碱价格从 23Q3 平均的 2460 元/吨到 24Q3 的 2012 元/吨，下滑约 18%，原材料成本变动也贡献一定增量。

图9：福耀北美净利率显著提升

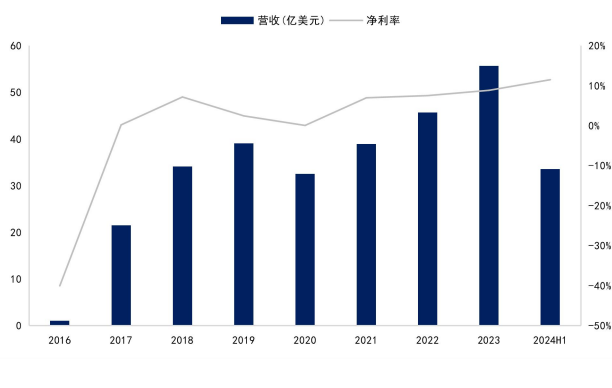
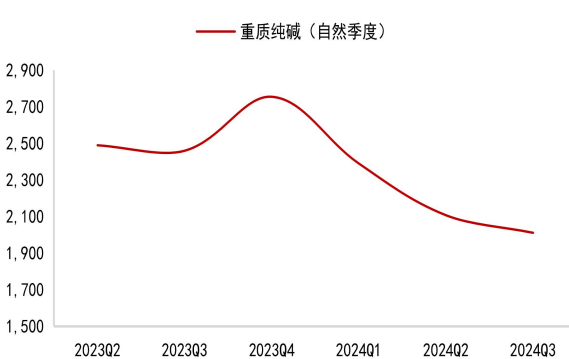


图10：重质纯碱价格同比下滑 18%

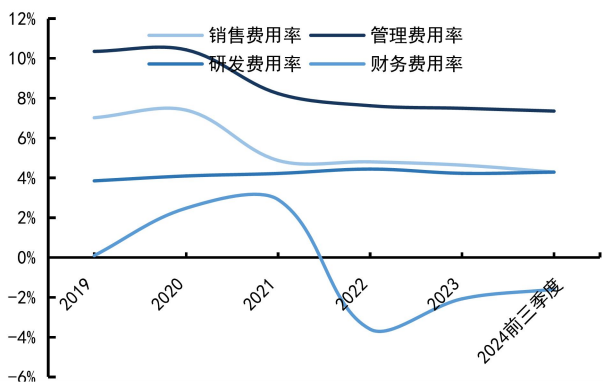


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

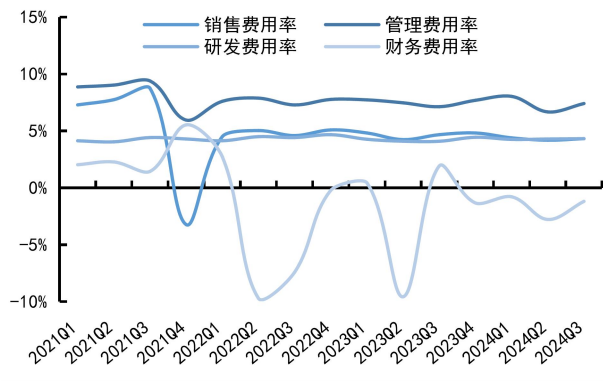
**2024Q3 公司四费率同比-2.95pct，核心为汇兑收益变动对财务费用影响。**公司2024Q3 四费率为 14.87%，同比-2.95pct，环比+2.49ct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 4.32%/7.41%/4.32%/-1.18%，同比变动 -0.35/+0.28/+0.23/-3.10pct，环比+0.13/+0.74/+0.03/+1.59pct，受汇兑损益影响，公司财务费用率波动较大。

图11：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12：福耀玻璃单季度四项费用率变化情况

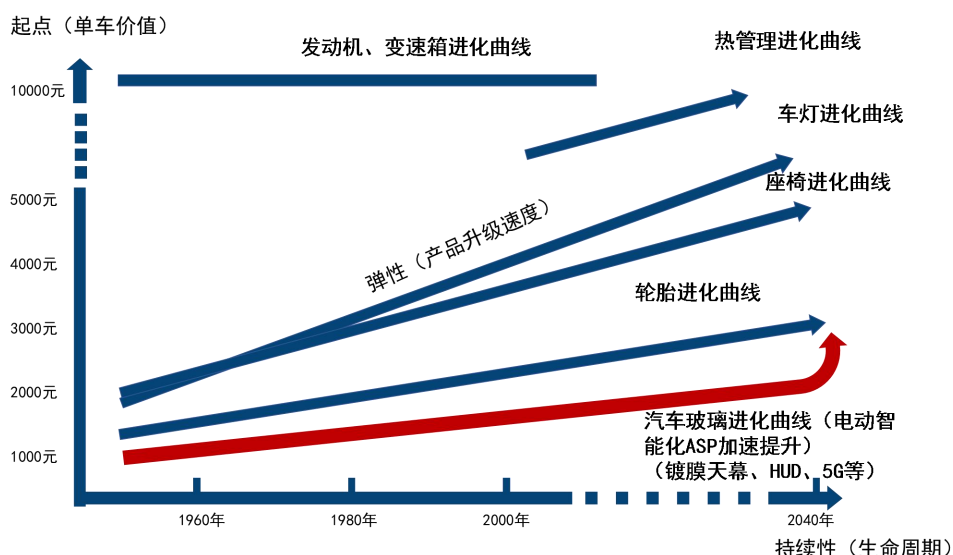


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**福耀是我们基于赛道、格局、公司、行业背景四个维度筛选出的稀缺资产。**

1) **赛道：**我们建立的汽车零部件研究三段论中，优质赛道需要满足高单价、单价持续提升、长生命周期三大特征，以带来较高且持续增长的市场空间天花板，汽车玻璃契合优质赛道标准。

图13：汽车零部件赛道三段论

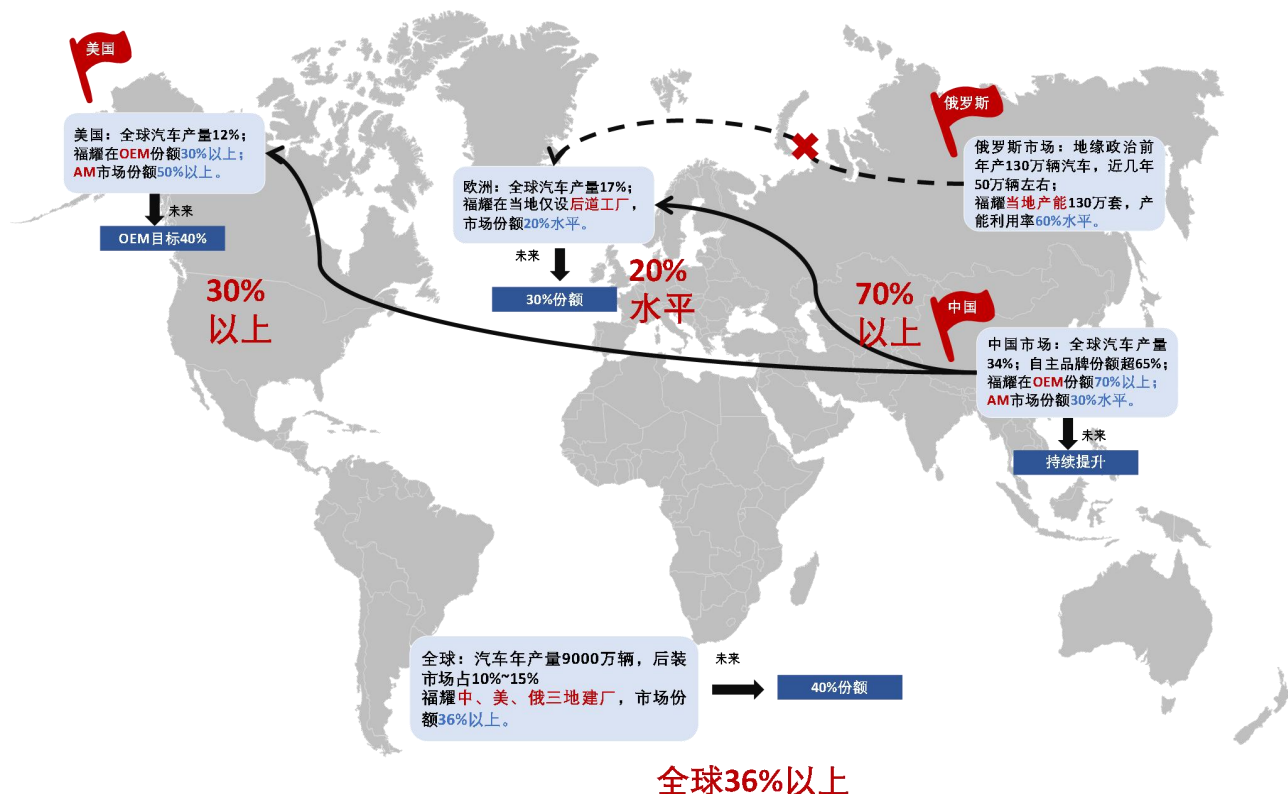


资料来源：国信证券经济研究所整理和绘制

2) **格局：**在优质赛道之中，需要核心关注内部企业竞争格局，不同汽车零部件产品属性不同，汽车玻璃行业因其重资产、重人力、长产业链等行业特性天然形

成护城河，全球 CR4 超 80%，竞争格局较为优越，国内来看，福耀玻璃份额超 70%，几乎没有自主品牌竞争对手。

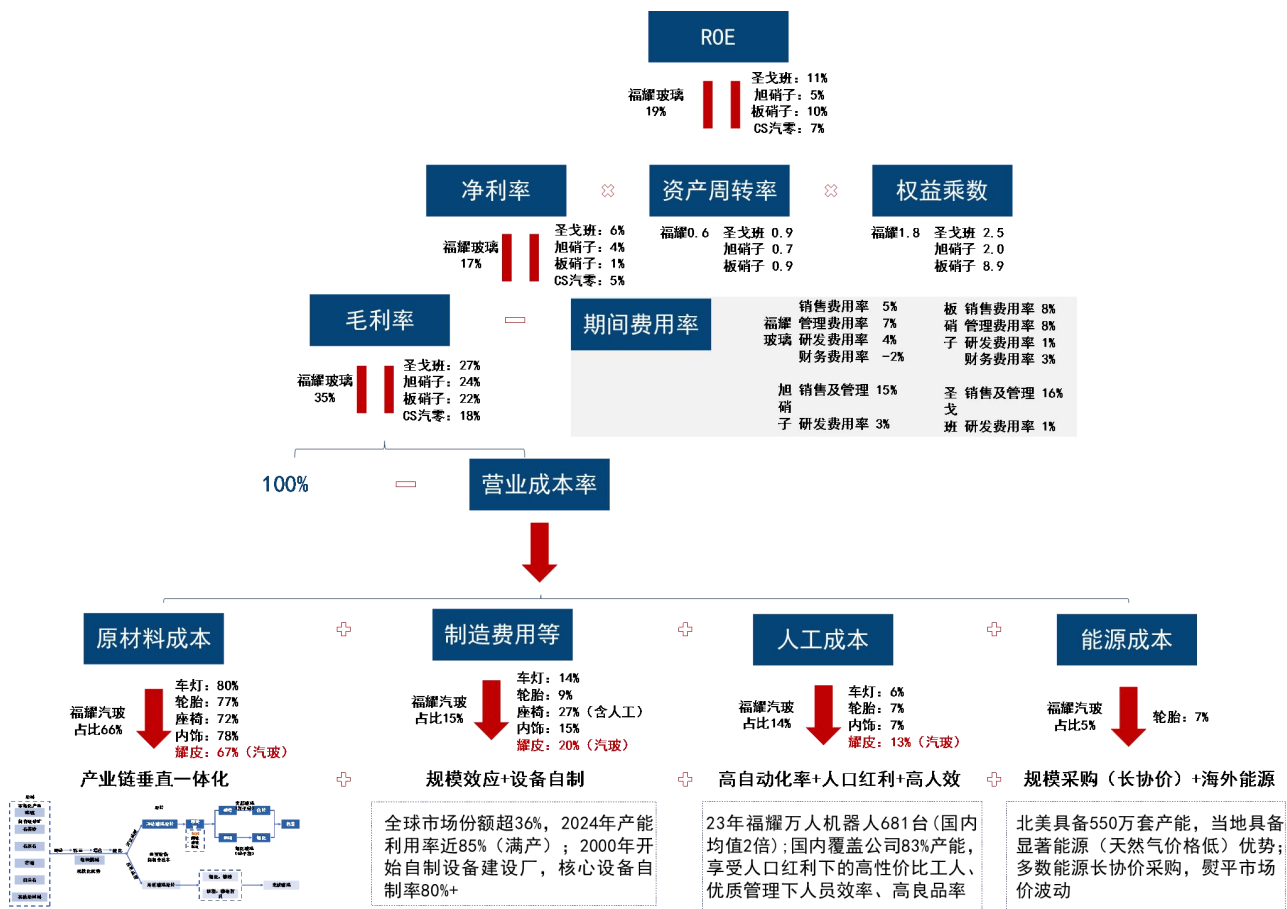
图14: 福耀全球市场份额及目标



资料来源：Marklines、国信证券经济研究所整理

3) 公司：从 ROE 角度对公司竞争优势进行拆解，核心在强盈利能力（毛利率）， $\text{毛利率} = 1 - \text{营业成本率} = 1 - \text{原材料成本率} - \text{制造费用率} - \text{人工成本率} - \text{能源占比}$ 等，其中原材料成本优势源自产业链高度垂直一体化；制造费用优势来自于规模效应（高产能利用率）、设备自制等；人工成本率来自于人口红利下的高性价比工人、优质管理下的人员效率、高良品率等。

图15: 福耀竞争优势拆解

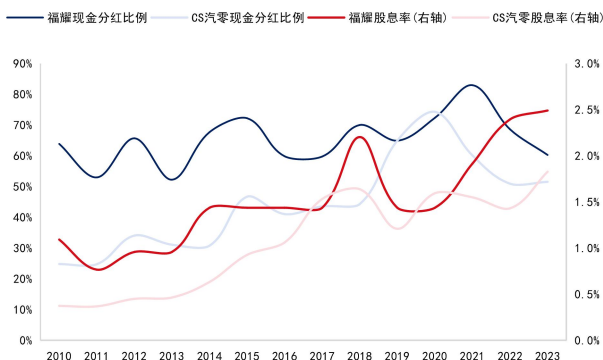


资料来源：公司公告、Bloomberg、wind，国信证券经济研究所整理 注：板硝子选取截至 2024/3/31 财年数据，其余公司选取截至 2023/12/31 财年数据。车灯行业选取星宇股份数据，轮胎选取玲珑轮胎、三角轮胎、赛轮轮胎数据，座椅选取继峰股份数据，内饰选取常熟汽饰、拓普集团、新泉股份的内饰业务数据

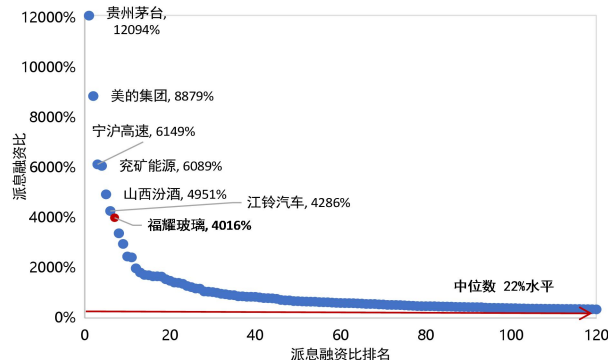
4) 行业背景：国内汽车行业总量红利期已过，当前进入低增速常态化阶段，燃油车/新能源车产能均出现一定程度的过剩，竞争加剧，二三线车企格局动荡。在车企内卷加速出清的过程中，汽车零部件的以往演绎的单一大客户增长逻辑逐渐淡化，转而寻求具备全球强竞争力和稳定竞争格局的零部件，博取业绩确定性的估值溢价。此外，出海也成为当前国内内卷背景下的核心出路，福耀玻璃在出海方面已打下全球范本（美国工厂营业利润率超 15%），当下行业背景，具备产品升级、优秀格局、出海实力、高分红的福耀玻璃，成为机构资金优选稀缺资产。

图16: 历史分红股息率

图17: A股超5000家派息融资比排序情况



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理 注: 我们以 CS 汽车零部件板块当年现金分红总额(合计)/当年归母净利润(合计)测算板块现金分红比例; 以当年现金分红总额(合计)/截至 2024/9/23 总市值 2 计算板块股息率



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理 注: 我们以(上市至今分红+2024 年已宣告未实施分红)/(IPO+上市至今增发+上市至今配股+转债+优先股募集资金)测算, 使用 A 股排除派息融资比为 0 值后 5216 家公司数据排序

**四个阶段造就龙头福耀, 出海及高附加值产品开启量价齐升新阶段。**汽车玻璃行业呈现出寡头垄断的格局, 福耀玻璃国内市场占有率超过 70%, 全球市占率超过 36%, 是汽车玻璃巨头供应商内最年轻也是发展最快的成员。我们总结福耀玻璃的核心竞争力在于产能快速铺设、产业链纵向延伸及重资产重人口行业的基因红利, 竞争结果上体现为公司的高毛利、高市场份额, 追溯福耀集团历史及其创始人曹德旺先生的履历, 我们认为公司核心竞争力形成于以下几个关键时点。1) 1987 年成立中外合资耀华玻璃; 2) 1995 年专注主业, 打造“福耀”品牌, 上市后加速产能扩建; 3) 1999 年圣戈班暂时退出中国市场, 福耀持续推进国内布局; 4) 2004 年自制浮法玻璃, 完善产业链自主可控; 5) 2015 年加速出海, 海外建厂赋能全球车企; 6) 2020 年位居全球汽车玻璃龙头, 进入价量双升新成长周期。目前福耀已在全球占据 36% 以上汽车玻璃市场份额, 具备海外(欧洲、北美)布局且盈利能力持续改善, 受益于单车玻璃价格提升, 当下时点业绩确定性强, 价值凸显。

● **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, 按照售后市场需求为汽车销量 10% 测算, 公司汽车玻璃全球市占率 36.5%, 同比+0.15pct。

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
售后市场需求(万辆)	926.6	926.5	890.1	770.5	803.8	794.7	872.4
公司汽车玻璃全球市占率	27.63%	28.87%	27.85%	30.44%	33.50%	36.37%	36.51%

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; 3、售后市场需求按照前装 10% 测算)

**福耀国内布局持续拓展, 围绕主机厂及港口在全国 11 个城市建设汽玻产能, 国内现有产能约 3250 万套, 配套福清、通辽、合肥等多地浮法产线建设。考虑国内承担内销及出口欧美重任, 在福耀玻璃需求旺盛、公司产能利用率高位情况下,**

公司积极扩建合肥及福清工厂，预计在福清投资 32.5 亿元建设 2,050 万平方米汽车安全玻璃生产规模；在合肥投资 57.5 亿元，用于建设 2,610 万平方米汽车安全玻璃和两条优质浮法玻璃生产线。

**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 <sup>2</sup> ，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，规划建设中	-	-	华东

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

北美现有产能 550 万套，新建工厂有望加速投产完善北美高附加值产品布局。为了抓住全球尤其是北美前装份额增长机遇，公司稳健进行海外扩张。在北美，公司在美国俄亥俄州投资建设的汽车玻璃生产基地（一期）于 2015 年 8 月开始量产，公司在美国俄亥俄州建成的全球最大汽车玻璃单体工厂在 2016 年 10 月投产，美国现有产能 550 万套（15%研发产能），后续北美俄亥俄州有望于今年末、明年初投产，完善北美高附加值产线布局。

**表4: 福耀玻璃海外基地情况**

区域	国家地区	产品种类	计划投资	建设时间	投建项目	潜在目标客户	投产时间
欧洲	俄罗斯卡卢加州	汽车玻璃	2 亿美元	2011 年	两期，共年产 200 万套汽车玻璃	大众、通用、日产等	2015 年一期大批量
欧洲	俄罗斯卡卢加州	浮法玻璃	2.2 亿美元	2013 年	2 条汽车级优质浮法玻璃生产线，年产 45 万吨	福耀俄罗斯	/
欧洲	德国	后道工序	-	2017 年	在原有增值服务工厂基础上扩建为集包边总成、模块化产品、附件安装等功能工厂	雷诺、标致、通用、福特等/	/
北美	美国俄亥俄州	汽车玻璃	2 亿美元	2013 年	年产 300 万套汽车玻璃	通用、克莱斯勒、现代、本田、丰田、大众、宝马等	2015 年
北美	美国伊利诺伊州	浮法玻璃	2.56 亿美元	2014 年	5600 万美元买 PPG 公司工厂，投 2 亿美元升级 2 条汽车级优质浮法玻璃生产线，年产 30 万吨	福耀美国	2017 年
北美	美国伊利诺伊州	汽车玻璃	2 亿美元	2016 年	年产 2,200 万平方米汽车安全玻璃项目	通用、克莱斯勒、现代、本田、丰田、大众、宝马等	2017 年
北美	美国俄亥俄州	汽车玻璃	3 亿美元	2022 年	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	通用、克莱斯勒、现代、本田、丰田、大众、宝马等	/
北美	美国伊利诺伊州	浮法玻璃	3.5 亿美元	2022 年	投建一窑两线（浮法玻璃生产线）、4 条太阳能背板玻璃深加工生产线、厂房及配套基础设施	福耀美国	/



资料来源：公司公告、人民网、国信证券经济研究所整理

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**

汽车玻璃是单车应用面积最大的零部件，天幕及智能化应用空间广阔，ASP及单车面积有望同步提升。90年代汽车单车玻璃面积已经达到4m<sup>2</sup>，经过model y对天幕玻璃、可开启的全景天窗等需求的培育，现在单车玻璃面积已达5m<sup>2</sup>以上，成为单车应用面积最大零部件，我们统计今年上半年销量前55名车型配置天幕玻璃情况，全景天幕（不可开启且面积大于0.5m<sup>2</sup>）配置率已达15%，大天窗配置率达47%，单车玻璃面积有望持续上升，同时智能调光、隔热等智能化玻璃有望加速上车，和智慧车灯、智能内饰等提供智能化驾车体验，汽玻市场空间广阔。

表5：汽车玻璃市场规模测算

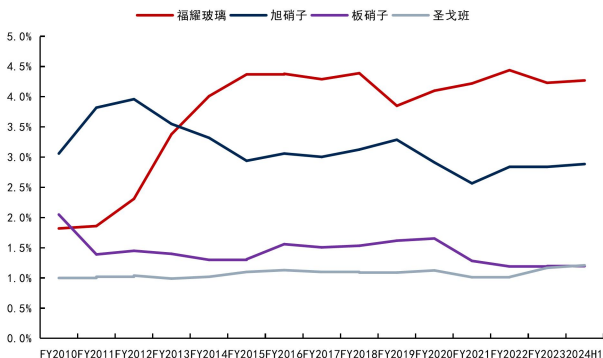
	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
全球新车产量（万）	7692	7962	8317	8987	9122	9259	9398
全球汽车 OEM 玻璃市场（亿元）	561	610	682	802	883	967	1052
全球汽车 AM 玻璃市场（亿元）	56	61	68	80	88	97	105
<b>全球汽车玻璃市场（亿元）</b>	<b>617</b>	<b>671</b>	<b>750</b>	<b>882</b>	<b>971</b>	<b>1064</b>	<b>1157</b>
<b>YOY（%）</b>		<b>8.74%</b>	<b>11.83%</b>	<b>17.63%</b>	<b>10.03%</b>	<b>9.56%</b>	<b>8.77%</b>
单车均价（元）	729	766	820	893	968	1044	1119
<b>YOY（%）</b>		<b>5.06%</b>	<b>7.06%</b>	<b>8.86%</b>	<b>8.41%</b>	<b>7.94%</b>	<b>7.16%</b>
前挡风 普通玻璃	200	196	192	188	184	181	177
渗透率	96%	93%	91%	83%	75%	70%	63%
含 W-HUD 等	500	490	480	471	461	452	443
渗透率	4%	7%	11%	16.00%	22%	25%	30%
含 AR-HUD 等	700	686	672	659	646	633	620
渗透率	0%	0%	0%	1%	3%	5%	7%
后挡风 普通玻璃	100	98	96	94	92	90	89
渗透率	100%	100%	100%	99%	98%	97%	97%
镀膜隔热	200	196	192	188	184	181	177
渗透率	0%	0%	0%	1%	2%	3%	4%
车顶 天窗	100	98	96	94	92	90	89
渗透率	29%	28%	27%	24%	18%	10%	5%
含全景天幕+智能调光	2100	2058	2017	1977	1937	1898	1860
渗透率	0%	0%	0%	1%	3%	5%	7%
含全景天幕但不带智能调光	1300	1274	1249	1224	1199	1175	1152
渗透率	1%	5%	10%	15%	17%	20%	23%
不含全景天幕但带电动天窗	250	245	240	235	231	226	221
渗透率	70%	67%	63%	60%	62%	65%	65%
侧围玻璃常规	200	196	192	188	184	181	177
渗透率	100%	100%	100%	99%	98%	97%	96%
隔音	700	686	672	659	646	633	620
渗透率	0%	0%	1%	1%	2%	3%	4%
渗透率	0%	0%	0%	1%	2%	3%	4%

资料来源：marklines、汽车之家，国信证券经济研究所整理

**前瞻技术储备保证领先优势，公司单车价值持续提升。**为保持竞争优势，福耀集团打造了一支超4500人的研发团队，并将每年营收的4%以上用于创新研发，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%，高于海外汽车玻璃龙头。如今福耀实现核心技术100%自主可控，先后主持或参与编制国内外标准53项，成功解决行业13项“卡脖子”技术难题。**截至2023年底，福耀集团全球共申请专利3377件，2023年高附加值产品销售占比较上年同期上**

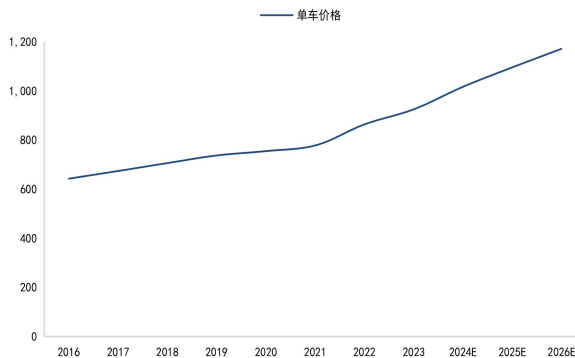
升近 10pct。从打破国外技术壁垒到探索未来创新，逐渐形成以福耀为引领的新产业格局，高附加值产品上车，单车配套价值持续提升。

图18: 福耀玻璃研发费用率维持高位



资料来源: BLOOMBERG、公司公告、国信证券经济研究所整理

图19: 福耀单车价值有望持续提升



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

**天幕舒适、隐私需求升级，福耀新品储备充足。**福耀在天幕领域占据龙头位置，积极布局调光、镀膜产品，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，采用光弈的 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。

图20: 岚图 FREE PDLC 调光+镀膜隔热全景天幕



资料来源: 汽车之家、国信证券经济研究所整理

图21: 比亚迪海豹搭载 EC 调光+LOW-E 全景天幕



资料来源: 汽车之家、国信证券经济研究所整理

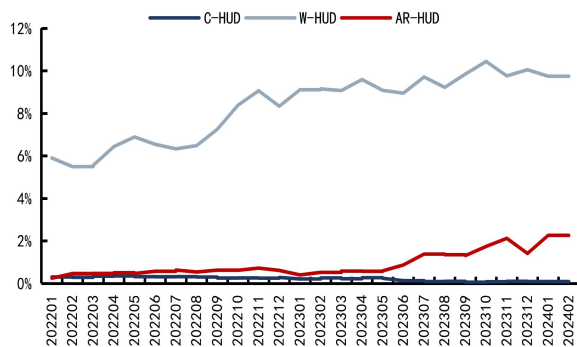
**前挡玻璃适配 HUD 需求，镀膜产品开始上车。**汽车行业从安装在仪表板上的小型 2D 屏幕，到可以将图像与车辆外部环境整合在一起的新一代 3D 增强现实抬头显示 (AR-HUD)。HUD 提升驾乘人员安全，预计 2021 年至 2026 年期间将以超过 24% 的复合年增长率 (CAGR) 持续发展。玻璃厂商关注前挡形态、层压工艺、层厚和楔角变化，保证 HUD 投射画面不失真，同时也有小米 SU7 等车型在前挡叠加镀膜方案，进一步向隔热、提升前排舒适性升级。

图22: 小米 SU7 前挡玻璃叠加镀膜

图23: 前挡 HUD 加速上车



资料来源：汽车之家、国信证券经济研究所整理



资料来源：高工智能数据、国信证券经济研究所整理

**福耀配套玻璃价值有望从 1000 元向 2000 元以上加速增长。**目前福耀已经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，陆续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。具体到车端则体现为天幕向镀膜升级、前挡向 HUD 升级、侧窗向隔音玻璃升级，单车价值从此前的 1000 元向 2000 元水平增长，公司远期增量可期。

表6: 福耀单车配套价值有望翻倍

位置	传统方案	传统方案价格	升级方案	升级方案
天幕	钢化/夹层玻璃	600-800 元	镀膜/调光玻璃	1000-2000 元
前挡	夹层玻璃	200 元	镀膜/HUD 玻璃	500-1000 元
侧窗	钢化玻璃	100 元	夹层隔音玻璃	500-1000 元
后挡	钢化玻璃	100 元	大面积(类似极氪 007)	500-1000 元 (数量少)
整车	-	1000 元	-	2000-5000 元

资料来源：汽车之家、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“优大于市”评级。**

**维持盈利预测，维持优于大市评级。**我们看好福耀玻璃在海外业务拓展及高附加值产品领域等维度全方位布局构筑的核心竞争力以及未来业绩增长的确定性，短期看好福耀北美盈利能力加速改善及成本持续下降；中期看好全球车企加速内卷出清背景下，福耀高市场份额、低客户集中度带来的业绩增长强确定性，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；长期看好智能化大趋势下，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。考虑公司海外盈利能力实现大幅改善，我们维持盈利预测，预计 24-26 年公司实现归母净利润 76.2/88.1/100.9 亿元，考虑公司业绩强确定性，维持“优大于市”评级。

表7: 可比公司估值表

公司代码	公司名称	投资评级	收盘(元) 20241018	总市值(亿元)	EPS			PE		
					2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E
601799.SH	星宇股份	优于大市	148.52	424	3.86	5.09	6.48	38.5	29.2	22.9
601689.SH	拓普集团	优于大市	45.10	760	1.95	1.75	2.3	23.1	25.8	19.6
603786.SH	科博达	优于大市	57.10	231	1.51	2.11	2.75	37.8	27.1	20.8
002050.SZ	三花智控	优于大市	22.45	838	0.78	0.95	1.15	28.8	23.6	19.5
	平均							32.1	26.4	20.7
600660.SH	福耀玻璃	优于大市	58.60	1,529	2.16	2.92	3.38	27.2	20.1	17.4

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	21296	24490	28164	营业收入	28099	33161	39982	46320	53229
应收款项	5600	7640	10954	12690	14583	营业成本	18535	21424	24569	28634	33206
存货净额	5403	5144	7594	8829	10268	营业税金及附加	225	240	280	324	373
其他流动资产	1647	1913	2399	2779	3194	销售费用	1351	1539	1599	1760	2023
<b>流动资产合计</b>	<b>29678</b>	<b>33536</b>	<b>42250</b>	<b>48797</b>	<b>56216</b>	管理费用	2143	2486	2851	3202	3672
固定资产	17579	19721	21089	22481	23797	研发费用	1249	1403	1599	1760	2023
无形资产及其他	1245	1316	1263	1211	1158	财务费用	(1011)	(687)	(27)	133	(77)
投资性房地产	2015	1875	1875	1875	1875	投资收益	(8)	(6)	16	16	16
长期股权投资	250	182	232	282	332	资产减值及公允价值变动	(142)	(207)	(126)	(126)	(126)
<b>资产总计</b>	<b>50767</b>	<b>56630</b>	<b>66709</b>	<b>74645</b>	<b>83378</b>	其他收入	(1044)	(1156)	(1599)	(1760)	(2023)
短期借款及交易性金融负债	8222	5616	11510	14185	16844	营业利润	5661	6791	9001	10396	11900
应付款项	4154	5523	5063	5886	6845	营业外净收支	(82)	(75)	(34)	(34)	(34)
其他流动负债	4985	3964	5500	6353	7375	<b>利润总额</b>	<b>5579</b>	<b>6716</b>	<b>8967</b>	<b>10363</b>	<b>11866</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>17360</b>	<b>15103</b>	<b>22073</b>	<b>26425</b>	<b>31063</b>	所得税费用	826	1087	1345	1554	1780
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	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>4756</b>	<b>5629</b>	<b>7623</b>	<b>8809</b>	<b>10086</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>4419</b>	<b>10116</b>	<b>10176</b>	<b>10236</b>	<b>10296</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
<b>负债合计</b>	<b>21779</b>	<b>25219</b>	<b>32249</b>	<b>36661</b>	<b>41360</b>	净利润	4756	5629	7623	8809	10086
少数股东权益	(15)	(15)	(15)	(15)	(15)	资产减值准备	121	65	69	19	18
股东权益	29003	31426	34475	37999	42033	折旧摊销	1963	2082	1801	2155	2401
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>50767</b>	<b>56630</b>	<b>66709</b>	<b>74645</b>	<b>83378</b>	公允价值变动损失	142	207	126	126	126
						财务费用	(1011)	(687)	(27)	133	(77)
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	营运资本变动	(85)	(1301)	(5047)	(1596)	(1688)
每股收益	1.82	2.16	2.92	3.38	3.86	其它	(122)	(65)	(69)	(19)	(18)
每股红利	1.11	1.38	1.75	2.03	2.32	<b>经营活动现金流</b>	<b>6775</b>	<b>6617</b>	<b>4503</b>	<b>9493</b>	<b>10925</b>
每股净资产	11.11	12.04	13.21	14.56	16.11	资本开支	0	(4006)	(3311)	(3639)	(3808)
ROIC	12.74%	13.47%	16%	16%	16%	其它投资现金流	(1)	(315)	315	0	0
ROE	16.40%	17.91%	22%	23%	24%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(22)</b>	<b>(4252)</b>	<b>(3046)</b>	<b>(3689)</b>	<b>(3858)</b>
毛利率	34%	35%	39%	38%	38%	权益性融资	911	0	0	0	0
EBIT Margin	16%	18%	23%	23%	22%	负债净变化	1868	5506	0	0	0
EBITDA Margin	23%	25%	27%	28%	27%	支付股利、利息	(2908)	(3597)	(4574)	(5285)	(6052)
收入增长	19%	18%	21%	16%	15%	其它融资现金流	(2893)	(4685)	5895	2675	2658
净利润增长率	51%	18%	35%	16%	15%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(4061)</b>	<b>(866)</b>	<b>1321</b>	<b>(2610)</b>	<b>(3394)</b>
资产负债率	43%	45%	48%	49%	50%	<b>现金净变动</b>	<b>2692</b>	<b>1499</b>	<b>2778</b>	<b>3194</b>	<b>3674</b>
股息率	1.9%	2.4%	3.0%	3.5%	4.0%	货币资金的期初余额	14327	17020	18518	21296	24490
P/E	32.2	27.2	20.1	17.4	15.2	货币资金的期末余额	17020	18518	21296	24490	28164
P/B	5.3	4.9	4.4	4.0	3.6	企业自由现金流	0	1862	1164	5963	7048
EV/EBITDA	26.6	21.9	17.0	14.8	13.6	权益自由现金流	0	2682	7167	8695	9771

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	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	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 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	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