

福耀玻璃 (600660.SH)

经营持续优化，虹吸效应加强

公司是全球汽车玻璃龙头企业，竞争力强劲，已在中国 18 个省市以及美国、俄罗斯、德国、日本、韩国等 12 个国家和地区建立现代化生产基地和商务机构，并在中美德日设立 11 个研发设计中心，全球雇员约 2.9 万人。得到全球知名汽车制造企业及主要汽车厂商的认证和选用。全球市场占有率达 34%，位居全球第一，中国市场占有率约 68%。

□ 公司是全球汽车玻璃龙头企业，全球竞争力强劲。

公司已在中国 18 个省市以及美国、俄罗斯、德国、日本、韩国等 12 个国家和地区建立现代化生产基地和商务机构，并在中美德日设立 11 个研发设计中心，全球雇员约 2.9 万人。得到全球知名汽车制造企业及主要汽车厂商的认证和选用。全球市场占有率达 34%，位居全球第一，中国市场占有率约 68%。

□ 资产质量优异，自由现金流充足，重视股东回报。

公司重视股东回报，上市以来累计分红 286.34 亿元，占归母净利润的 60.73%，2023 年股息率为 3.48%，股利支付率为 60.27%。资产收益率领跑行业，2023 年公司 ROE 为 18.63%，且近些年公司净资产收益率在稳步提升，且大幅跑赢行业。公司自由现金流充裕，常年大幅优于行业。

□ 加大资本开支，兼具确定性与成长性。

(1) 确定性：竞争格局持续优化，虹吸效应加大

公司主要竞争对手旭硝子、板硝子、圣戈班均为综合性工业集团，汽车玻璃仅为其业务之一，旭硝子、板硝子两家日本企业近些年经营情况持续恶化，2024H1，旭硝子、板硝子的净利率分别仅有-10.51%、1.31%，且毛利率持续下滑，法国企业圣戈班的经营情况相对较好，但净利率也仅有 7.26%。全球玻璃四巨头中，仅有福耀玻璃经营优异，公司毛利率、净利率远超竞争对手，虹吸效应正在进一步加大。

今年四季度初，重碱价格为 1936 元/吨，截至 10 月 21 日已经快速下探至 1521 元/吨，降幅达 27.28%；四季度初国内液化天然气价格也出现较大降幅，预计四季度公司成本端也会有较大优化。

(2) 成长性：加大资本开支，ASP、市占率有望持续提升

公司于 2023 年 12 月 30 日、2024 年 1 月 25 日公告，分别投资 32.5 亿元和 57.5 亿元分别在福清和合肥建设年产约 2050 万平方米、2610 万平方米的汽车玻璃生产基地。2025、2026 年公司将进入新一轮扩张周期，公司业绩有望加速，全球市占率有望持续提升。

2023 年公司 ASP 为 213.24 元/平方米，同比增长 5.94%，近三年复合增速为 7.04%。2024H1，公司 ASP 增速继续提升至 8.31%。后续随着新能源汽车占比增加，汽车玻璃智能化、高端化、功能化趋势加强，公司 ASP 还将持续增长。

强烈推荐（维持）

中游制造/汽车

目标估值：NA

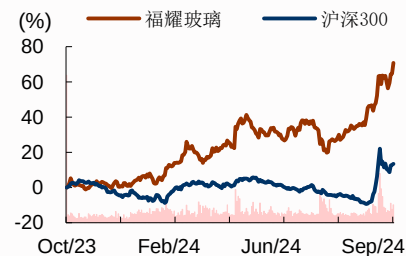
当前股价：60.88 元

基础数据

总股本（百万股）	2610
已上市流通股（百万	2003
总市值（十亿元）	158.9
流通市值（十亿元）	121.9
每股净资产（MRQ）	12.8
ROE（TTM）	20.9
资产负债率	45.6%
主要股东	三益发展有限公司
主要股东持股比例	19.5%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	17	36	65
相对表现	-7	24	52



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《福耀玻璃（600660）—2024Q3 业绩符合预期，毛利率持续提升》2024-10-18
- 2、《福耀玻璃（600660）—2024H1 业绩优异，盈利能力加速提升》2024-08-06
- 3、《福耀玻璃（600660）—2024Q2 盈利继续大超预期，增长提速》2024-07-30

汪刘胜 S1090511040037

wangls@cmschina.com.cn

陆乾隆 S1090523060001

luqianlong@cmschina.com.cn

□投资建议：公司高附加值产品占比不断提升，盈利能力持续优化，增长确定性强，业绩能见度高，全球市占率稳步提升，行业龙头地位凸显，行稳致远，预计 2024、2025、2026 年公司实现归母净利润 80.04、94.13、110.83 亿元，分别对应 19.9、16.9、14.3X PE，强烈推荐！

□风险提示：1、下游需求不及预期；2、ASP 提升不及预期；3、原材料价格波动超预期；4、汇率风险。

财务数据与估值

会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	28099	33161	40788	48946	57756
同比增长	19%	18%	23%	20%	18%
营业利润(百万元)	5661	6791	9624	11305	13297
同比增长	50%	20%	42%	17%	18%
归母净利润(百万元)	4756	5629	8004	9413	11083
同比增长	51%	18%	42%	18%	18%
每股收益(元)	1.82	2.16	3.07	3.61	4.25
PE	33.4	28.2	19.9	16.9	14.3
PB	5.5	5.1	4.4	3.8	3.2

资料来源：公司数据、招商证券

正文目录

一、公司基本情况分析	6
二、多重因素共振优化	14
1、汽车玻璃产业链较短，成本主要看纯碱和天然气	14
2、四季度纯碱、天然气价格继续下探	14
3、ASP 增速继续回升	15
4、对手经营恶化，格局持续向好	16
三、盈利预测及投资建议	18
1、盈利预测	18
2、投资建议	19
四、风险提示	20

图表目录

图 1: 公司汽车玻璃产品	6
图 2: 阶段一: 福耀玻璃营收及净利润 (亿元)	7
图 3: 阶段二: 福耀玻璃营收及净利润 (亿元)	7
图 4: 阶段三: 福耀玻璃营收及净利润 (亿元)	8
图 5: 阶段四: 福耀玻璃营收及净利润 (亿元)	8
图 6: 公司股权架构	8
图 7: 公司营业收入及同比 (亿元)	9
图 8: 公司业务结构	9
图 9: 公司净利润及同比 (亿元)	9
图 10: 公司销售毛利率及净利率	9
图 11: 公司海内外营收及占比 (亿元)	10
图 12: 公司海内外销售毛利率	10
图 13: 公司全球业务布局	10
图 14: 剔除汇兑损益净利润及同比 (亿元)	11
图 15: 剔除汇兑损益的净利率	11
图 16: 公司期间费用 (亿元)	12
图 17: 公司期间费用率变化趋势	12

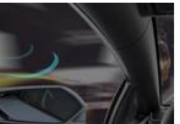
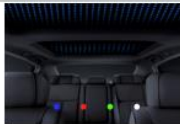
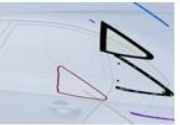
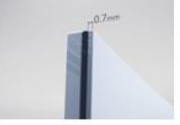
图 18: 公司固定资产及在建工程 (亿元)	12
图 19: 公司资本开支 (亿元)	12
图 20: 公司股利支付率	13
图 21: 公司股息率	13
图 22: 公司年度现金分红比例与行业均值变化	13
图 23: 公司净资产收益率与行业均值变化	13
图 24: 公司自由现金流量与行业均值变化 (亿元)	13
图 25: 汽车玻璃产业链	14
图 26: 汽车玻璃下游分配套及售后市场	14
图 27: 汽车玻璃成本构成	15
图 28: 浮法玻璃成本构成	15
图 29: 纯碱价格 (元/吨)	15
图 30: 国内液化天然气市场价 (元/吨)	15
图 31: 福耀汽车玻璃 ASP 变化情况 (元/平米)	16
图 32: 2019 年全球玻璃行业市场格局	17
图 33: 2019 年中国玻璃行业市场格局	17
图 34: 2021 年全球汽车玻璃行业市场格局	17
图 35: 2021 年中国汽车玻璃行业市场格局	17
图 36: 旭硝子收入结构 (亿元)	17
图 37: 旭硝子盈利情况 (亿元)	17
图 38: 板硝子收入结构 (亿元)	18
图 39: 板硝子盈利情况 (亿元)	18
图 40: 圣戈班收入结构 (亿元)	18
图 41: 圣戈班盈利情况 (亿元)	18
图 42: 四家公司近几年毛利率对比 (%)	18
图 43: 四家公司近几年净利率对比 (%)	18
图 44: 福耀玻璃历史 PEBand	21
图 45: 福耀玻璃历史 PBBand	21
表 1: 近 7 个季度公司主要财务情况	11
表 2: 公司盈利预测 (亿元)	19

附：财务预测表22

一、公司基本情况分析

福耀玻璃工业集团股份有限公司（简称：福耀玻璃；股票代码：600660），1987 年成立于中国福州，主营业务是为各种交通运输工具提供安全玻璃和汽车饰件全解决方案，包括汽车级浮法玻璃、汽车玻璃、机车玻璃、行李架、车窗饰件相关的设计、生产、销售及服务。

图 1：公司汽车玻璃产品

安全舒适	抬头显示玻璃	半钢化夹层玻璃	隔音玻璃	可加热玻璃	憎水玻璃
					
酷炫科技感 信息抬头即显	安全防盗 安静舒适	不止于降噪 更轻更安全	无惧冰雪和雾气 清晰无死角	雨天行车也能 有清晰的视野	
美观时尚	全景天窗	氛围灯玻璃	外饰件	平齐式车窗	
					
360°浪漫全景 日月同行	色彩更丰富 夜色更温柔	为美而生 造型至上	给你流畅车身造型		
智能控制	调光玻璃	玻璃天线	集成总成	玻璃包边总成	滑动窗总成
					
智能调光 保障隐私	隐形设计 简约优雅	一体集成 安装快速	大景观 深呼吸		
节能环保	隔热玻璃	太阳能天窗玻璃	轻量化玻璃	轨道交通	铁路列车
					
节能减排 绿色出行	清洁能源 节能减排	更轻更省油	安全防盗 安静舒适		

资料来源：公司官网、招商证券

公司的发展历程可以归结成以下四个阶段：

阶段一：1987-2002 年。业务剥离、专注汽车玻璃，从 AM 到 OEM，成长为国内汽车玻璃龙头。

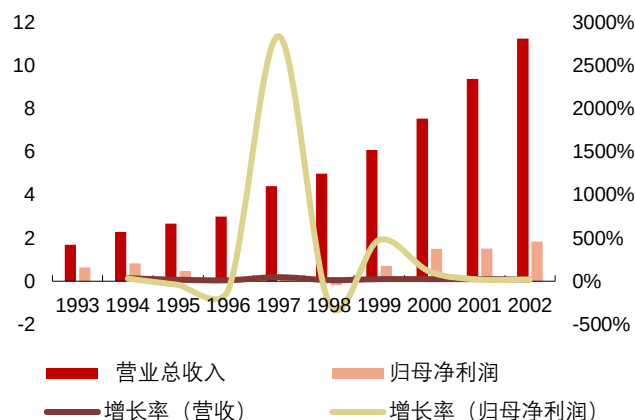
通过 15 年的坚实开拓，公司成为国内汽车玻璃龙头，客户基本覆盖国内主流主机厂，2002 年收入达到 11 亿、利润达到 2.8 亿，达到中型零部件商体量，国内市占率实现 45% 左右水平。

阶段二：2003-2010 年。产业链纵向一体化，国内高增长，全球化龙头 OEM 扩张开启。

敬请阅读末页的重要说明

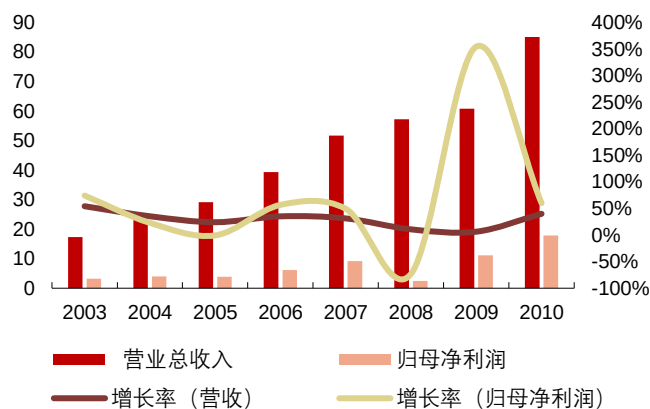
2010 年，公司实现收入 85 亿、利润 18 亿，成为全球化大型零部件商，8 年间利润复合增速达到 35%（占比一直较稳定，但考虑到此阶段国内汽车高增速，海外扩展速度较快），海外业务基本覆盖所有全球主流整车厂。

图 2：阶段一：福耀玻璃营收及净利润（亿元）



资料来源：iFinD、招商证券

图 3：阶段二：福耀玻璃营收及净利润（亿元）



资料来源：iFinD、招商证券

阶段三：2010 年-2019 年。战略整合期，国内汽车市场增速回落，公司致力于海外建厂，深化海外业务。

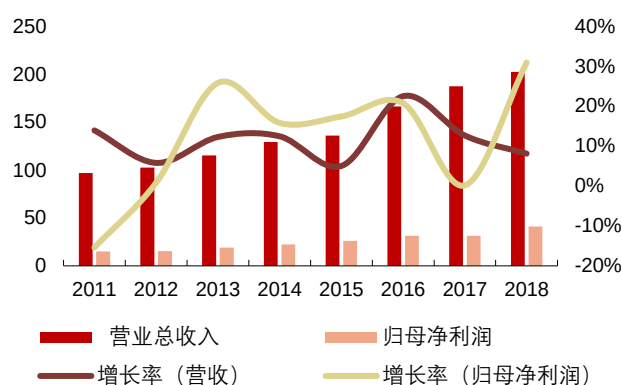
2015 年，公司投建美国工厂，产能 550 万套，美国工厂的快速成功打开了市场对公司空间限制的预期，公司 PE 估值也从 13X 提升到 18X。截至 2019 年，美国工厂已实现 390 万配套。

2019 年，公司收购 SAM 铝饰条公司，铝饰条单价两倍于目前普通汽玻，并联合汽玻一起模块化供货。

阶段四：2020 年-2026 年。智能电动带来全新的高增长。

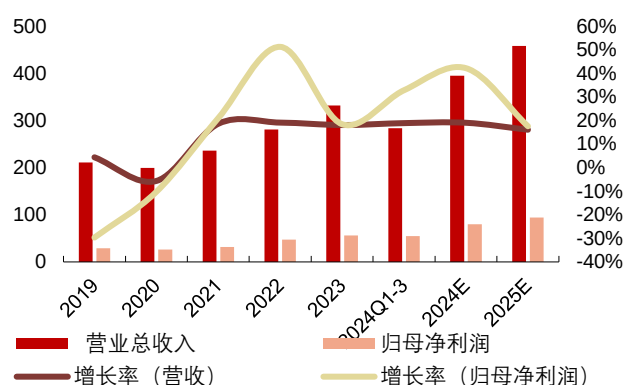
高质量加速发展，公司汽玻业务全球龙头地位奠定，公司净利率水平（16%-20+%）远超竞争对手。产品从安全结构件向功能化演变，再向智能交互领域逐步发展，智能电动化带来公司 ASP 的大幅度提升。竞争对手收缩，公司逆势加大投资，有望实现新一轮快速增长。2023 年 12 月 30 日、2024 年 1 月 25 日公司发布公告，拟投资 32.5 亿元在福清市新投资建设一个年产约 2050 万平方米汽车安全玻璃的生产基地，拟出资 57.5 亿元在合肥建立年产汽车安全玻璃约 2610 万平方米的生产基地。

图 4：阶段三：福耀玻璃营收及净利润（亿元）



资料来源：iFinD、招商证券

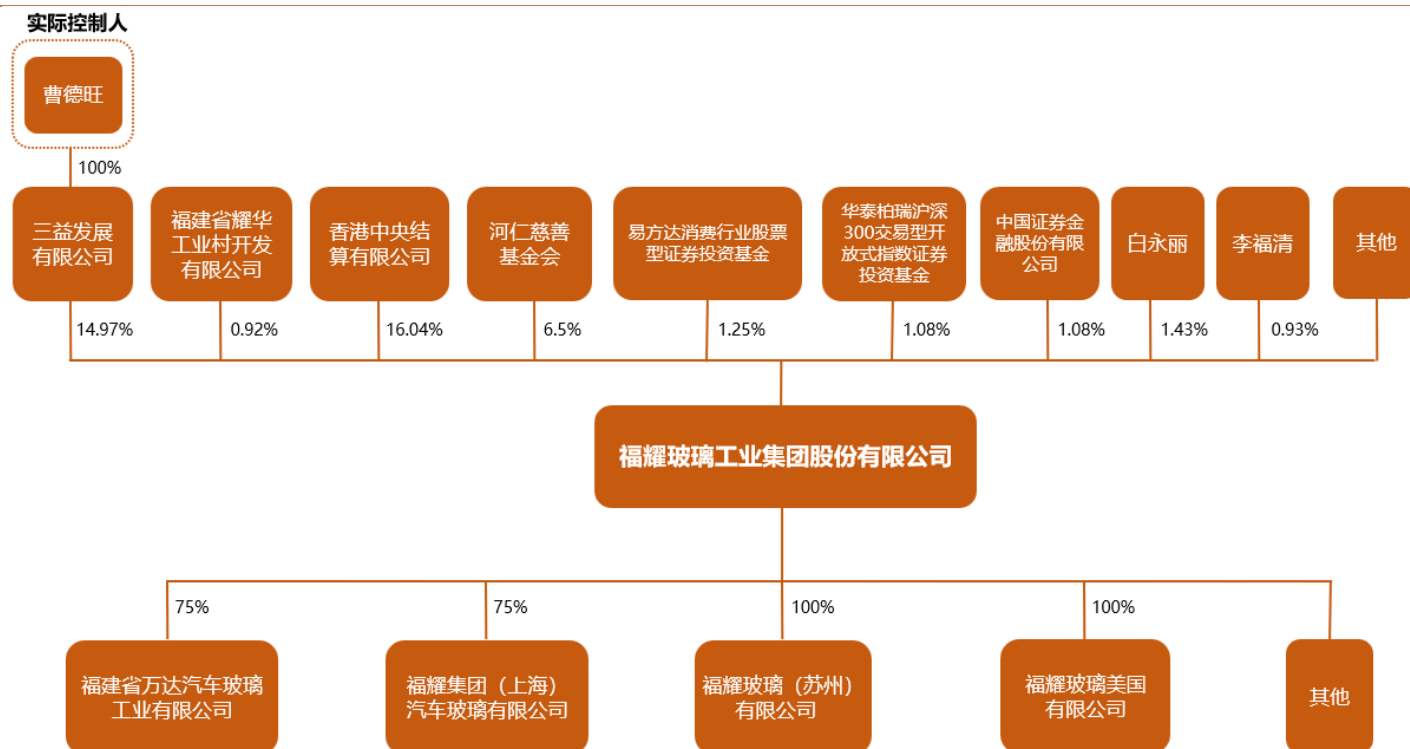
图 5：阶段四：福耀玻璃营收及净利润（亿元）



资料来源：iFinD、招商证券

公司股权结构稳定，第一大控股股东为三益发展有限公司，其实际控制人为曹德旺董事长，通过三益发展有限公司持股比例为 14.97%。福耀玻璃在全球范围设有 29 家全资子公司、28 家孙公司、2 家联营企业、以及 1 家合营企业，共计 60 家参股或控股公司，其中报表合并的有 57 家。

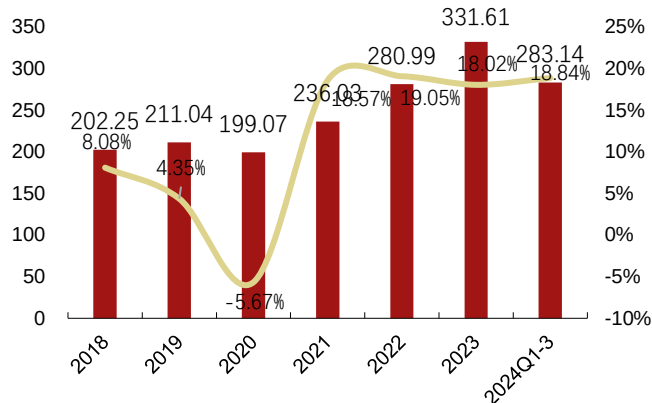
图 6：公司股权架构



资料来源：iFinD、招商证券

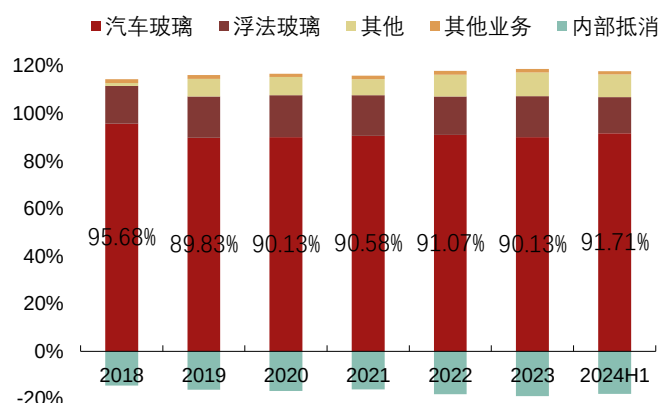
公司营收稳步增长，截至 2023 年公司总营收达到 331.61 亿元，同比+18.02%。2024Q1-3，公司实现营收 283.14 亿元，同比+18.84%；目前公司营收主要由汽车玻璃贡献，在不考虑内部抵消的情况下约占公司总营收 90%，浮法玻璃主要是自产自销，约占公司总营收的 17%左右（大部分收入内部抵消）。

图 7：公司营业收入及同比（亿元）



资料来源：iFinD、招商证券

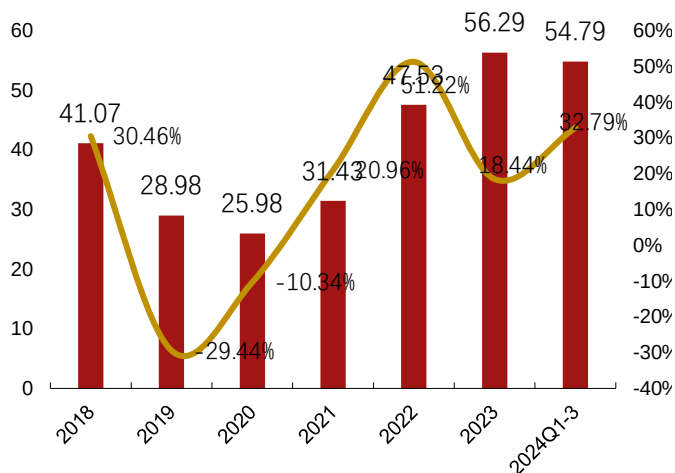
图 8：公司业务结构



资料来源：iFinD、招商证券

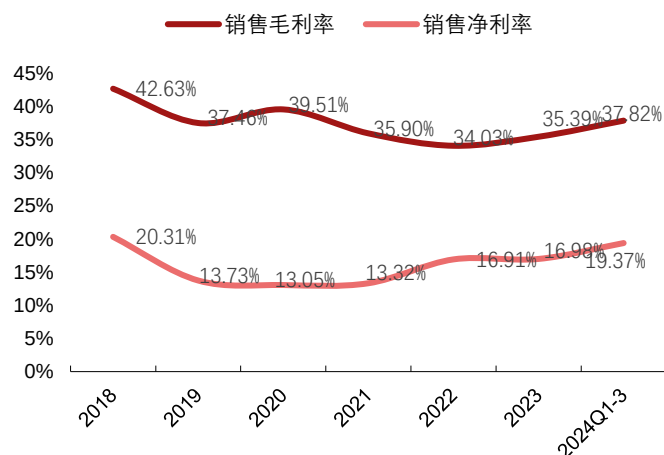
公司盈利稳步增长，2023 年公司实现盈利 56.29 亿元，同比+18.44%，2024Q1-3 公司盈利 54.79 亿元，同比+32.79%。公司销售毛利率近些年都保持在 34%以上，2024Q1-3 公司销售毛利率 37.82%，环比持续增长，主要得益于规模效应、原材料成本下降、精益管理等因素；销售净利率也在持续提升，2024Q1-3 销售净利率达到了 19.37%，为近几年新高。

图 9：公司净利润及同比（亿元）



资料来源：iFinD、招商证券

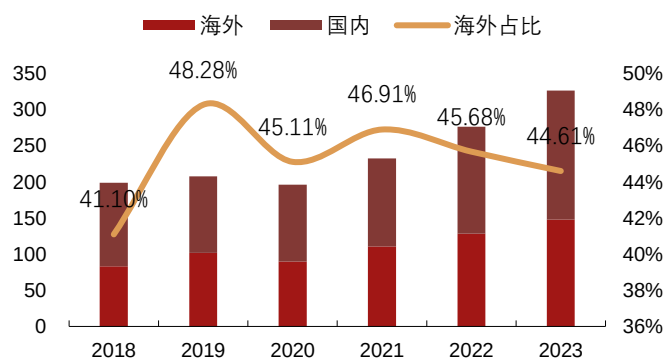
图 10：公司销售毛利率及净利率



资料来源：iFinD、招商证券

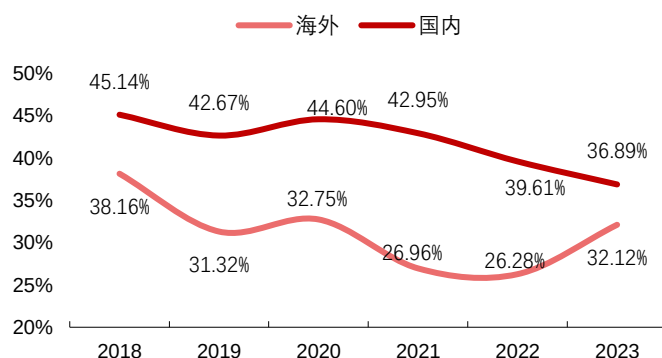
公司汽车玻璃业务遍及全球多个地区国家，全球市场占有率约 34%，中国市场占有率约 68%。截至 2023 年海外业务占比为 44.61%，且近些年海外业务占比均维持在 45%以上，国内业务毛利率相对较高，2023 年为 36.89%，海外业务毛利率也在提升，2023 年达到了 32.12%，后续随着美国产能的释放，海外业务毛利率有望进一步提升。

图 11: 公司海内外营收及占比 (亿元)



资料来源: iFinD、招商证券

图 12: 公司海内外销售毛利率



资料来源: iFinD、招商证券

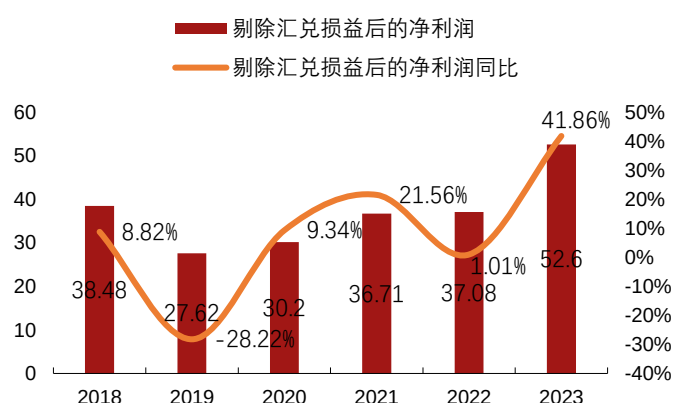
图 13: 公司全球业务布局



资料来源: 公司官网、招商证券

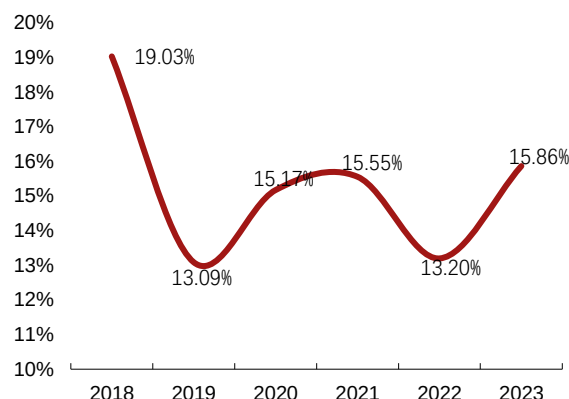
由于公司海外业务占比较大，因此汇兑损益对公司利润的影响较为明显，在剔除汇兑损益后，2023 年公司实现盈利 52.6 亿元，同比+41.86%；公司剔除汇兑损益后的净利率在 14%上下波动，2023 年公司经营净利率为 15.86%，同比+2.66pct。

图 14：剔除汇兑损益净利润及同比（亿元）



资料来源：WIND、招商证券

图 15：剔除汇兑损益的净利率



资料来源：WIND、招商证券

分季度来看，公司近 7 个季度经营持续优化，主要体现在营收持续保持两位数增幅，剔除汇兑损益的扣非归母净利润增幅更是大幅优于营收增速，且毛利率、剔除汇兑损益后的扣非归母净利率持续提升，截至 2024Q3 分别为 38.78%、21.03%，一方面得益于原材料下降等外部因素，主要归功于公司的精益管理和规模效应。

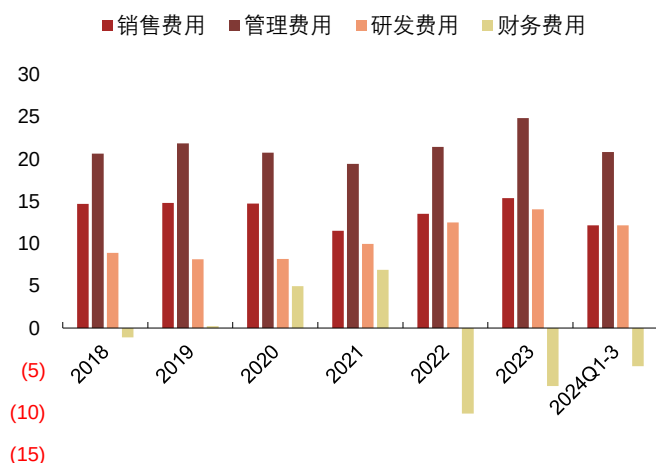
表 1：近 7 个季度公司主要财务情况（亿元）

福耀玻璃-财务摘要(单季)	2024Q3	2024Q2	2024Q1	2023Q4	2023Q3	2023Q2	2023Q1
营业总收入	99.74	95.04	88.36	93.35	87.95	79.79	70.52
同比	13.41%	19.11%	25.29%	21.89%	16.70%	25.53%	7.71%
环比	4.95%	7.56%	-5.35%	6.15%	10.22%	13.14%	-7.92%
归属母公司股东的净利润	19.80	21.11	13.88	15.03	12.90	19.22	9.15
同比	53.49%	9.83%	51.76%	75.88%	-15.09%	27.21%	4.97%
环比	-6.21%	52.09%	-7.68%	16.56%	-32.89%	110.14%	6.99%
扣非后归属母公司股东的净利润	19.74	21.71	15.18	14.65	12.69	19.15	8.78
同比	55.56%	13.37%	72.89%	72.24%	-15.65%	31.64%	2.61%
环比	-9.07%	43.02%	3.58%	15.46%	-33.72%	118.12%	3.19%
汇兑损益	-1.24	0.74	-0.88	0.33	-2.64	7.18	-1.19
利息收入	3.19	2.80	2.30	1.60	1.72	1.33	1.50
剔除汇兑损益的扣非归母净利润	20.98	20.97	16.06	14.32	15.33	11.97	9.97
同比	36.83%	75.19%	61.08%	64.79%	61.20%	47.60%	0.61%
环比	0.03%	30.57%	12.15%	-6.59%	28.07%	20.06%	14.73%
毛利率	38.78%	37.73%	36.82%	36.54%	36.31%	34.97%	33.20%
剔除汇兑损益的扣非归母净利率	21.03%	22.06%	18.18%	15.34%	17.43%	15.00%	14.14%

资料来源：WIND、招商证券

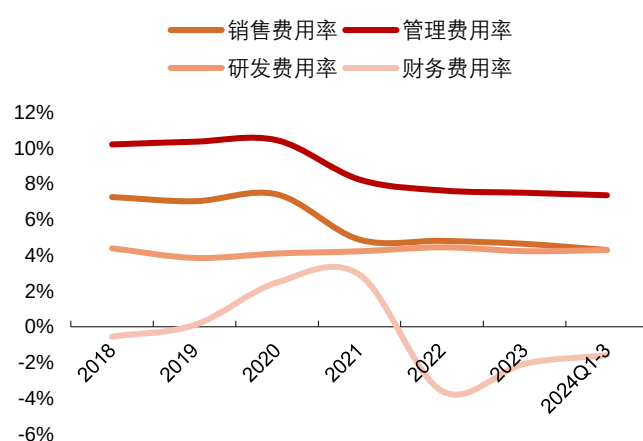
公司销售、管理、研发费用相对稳定。公司近两年在研发投入方面有所提高，研发费用率常年维持在 4% 左右，于 2023 年达到近年最高，为 14.03 亿元。财务费用率的波动主要由汇兑损益引起。公司各项费用率近些年稳中有降，主要得益于公司在不同纬度全面深化数字化精益管理，提质增效，节能降本。

图 16：公司期间费用（亿元）



资料来源：iFinD、招商证券

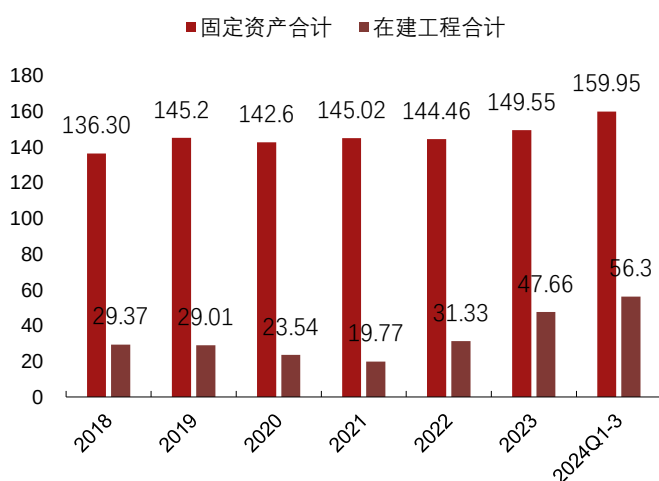
图 17：公司期间费用率变化趋势



资料来源：iFinD、招商证券

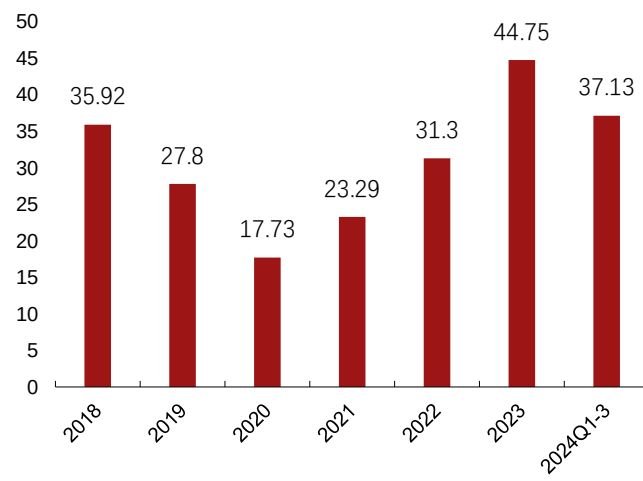
加速投资，逆势扩张。2023 年公司加大了资本开支力度，当年投资金额为 44.75 亿元，同比增加 42.97%。公司于 2023 年 12 月 30 日、2024 年 1 月 25 日分别公告，拟投资 32.5 亿元在福清市新投资建设一个年产约 2050 万平方米汽车安全玻璃的生产基地，拟出资 57.5 亿元在合肥设立三家全资子公司，建设汽车安全玻璃项目（OEM 配套市场）、汽车配件玻璃项目（ARG 售后维修市场）和优质浮法玻璃项目，最终形成年产汽车安全玻璃约 2610 万平方米的生产规模和两条优质浮法玻璃生产线。2024Q1-3，公司资本开支已经达到了 37.13 亿元，预计四季度投资额将进一步加大，考虑到扩产时效性，2025、2026 年公司进入新一轮扩张周期，业绩有望加速。

图 18：公司固定资产及在建工程（亿元）



资料来源：iFinD、招商证券

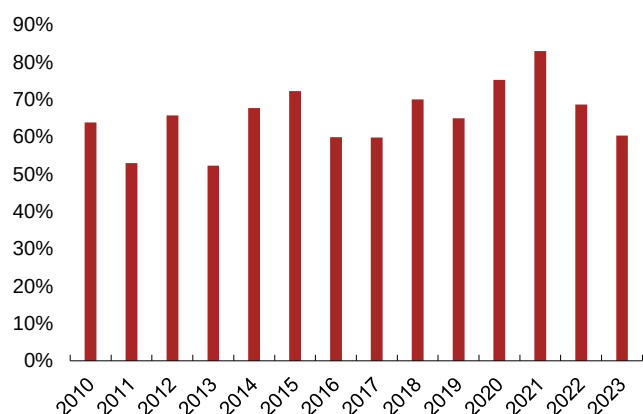
图 19：公司资本开支（亿元）



资料来源：iFinD、招商证券

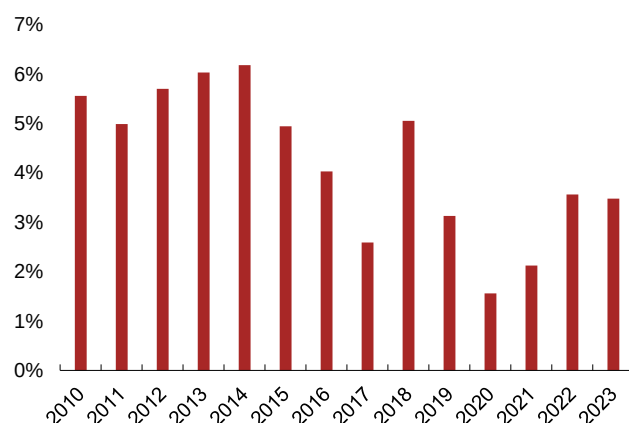
重视股东利益，持续高分红。十多年来公司股利支付率都保持在 50%以上，2023 年公司每股分配现金股利 1.3 元（含税），共派发股利 33.93 亿元（含税），股利支付率 60.27%，股息率 3.48%，公司过去三年的分红比例达到 68.47%，远高于汽车行业平均水平。

图 20: 公司股利支付率



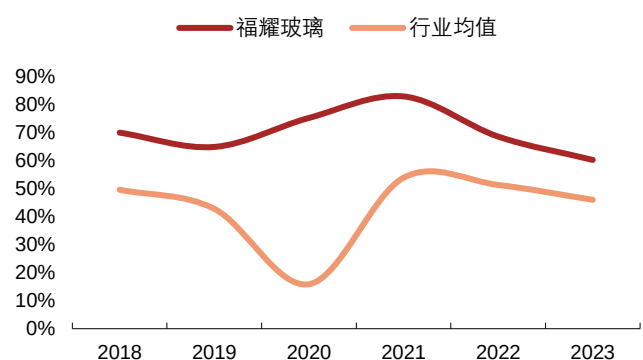
资料来源: WIND、招商证券

图 21: 公司股息率



资料来源: WIND、招商证券

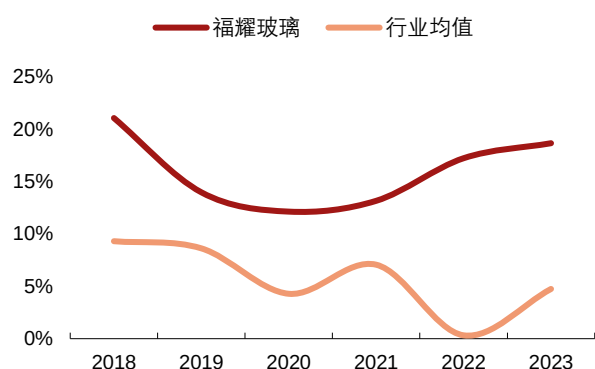
图 22: 公司年度现金分红比例与行业均值变化



资料来源: WIND、招商证券

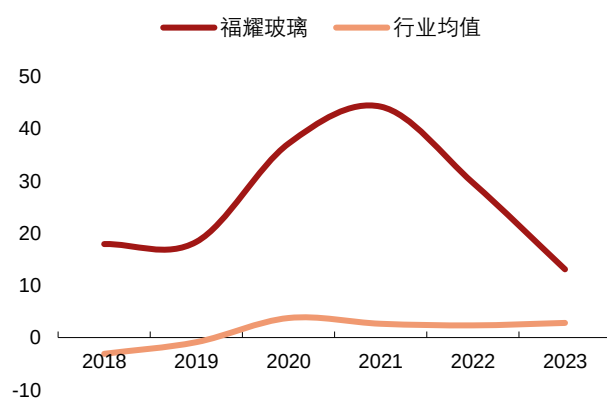
资产收益率和自由现金流均领跑行业。2023 年公司 ROE 为 18.63%，同比 +1.43pct，且近些年公司净资产收益率在稳步提升，且大幅跑赢行业。公司自有现金流充裕，常年都有非常优异的现金流量，常年大幅优于行业。

图 23: 公司净资产收益率与行业均值变化



资料来源: WIND、招商证券

图 24: 公司自由现金流量与行业均值变化 (亿元)



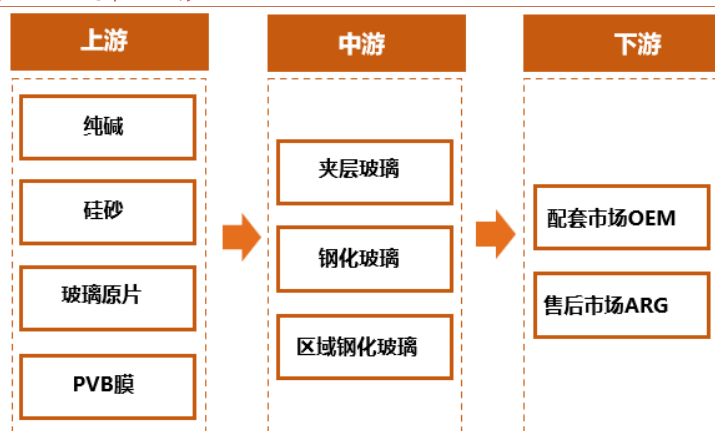
资料来源: WIND、招商证券

二、多重因素共振优化

1、汽车玻璃产业链较短，成本主要看纯碱和天然气

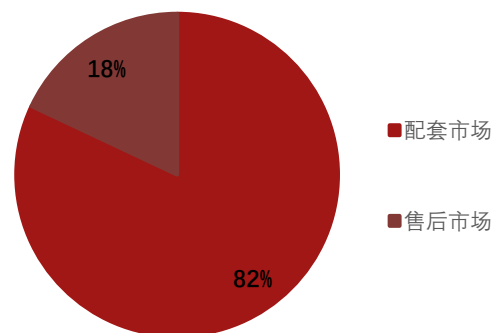
汽车玻璃产业链中，上游汽车玻璃原材料主要包括浮法玻璃（玻璃原片）、PVB 中间膜等。其中浮法玻璃是汽车玻璃的重要原辅材料，其成型过程是在通入保护气体（N₂、H₂）的锡槽中完成的，具有结构紧密、手感平滑、透明度好等优点，其原材料主要为纯碱、硅砂、石灰石等。行业产业链下游则为整车配套市场（OEM）和售后维修更换市场（ARG）。从市场结构来看，OEM 市场是我国汽车玻璃最主要的细分市场，2022 年市场占比达 82%，ARG 市场占比为 18%。

图 25：汽车玻璃产业链



资料来源：华经产业研究院、招商证券

图 26：汽车玻璃下游分配套及售后市场

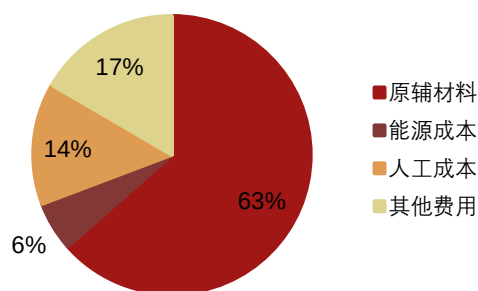


资料来源：华经产业研究院、招商证券

2、四季度纯碱、天然气价格继续下探

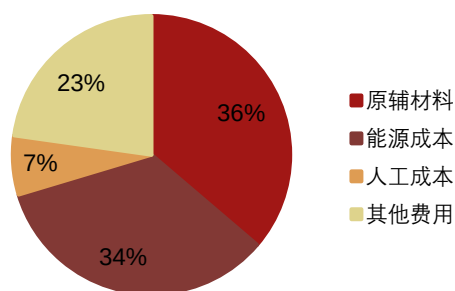
短期纯碱与天然气价格对成本端有正向贡献。公司汽车玻璃成本构成主要为浮法玻璃（最主要原材料）、PVB 原料、人工、电力及制造费用，而浮法玻璃成本主要为纯碱原料、天然气燃料、人工、电力及制造费用。影响公司成本的主要原材料是纯碱，主要能源是天然气。今年四季度初，重碱价格为 1936 元/吨，截至 10 月 21 日已经快速下探至 1521 元/吨，降幅达 27.28%；四季度初国内液化天然气价格也出现较大降幅，预计四季度公司成本端也会有较大贡献。

图 27：汽车玻璃成本构成



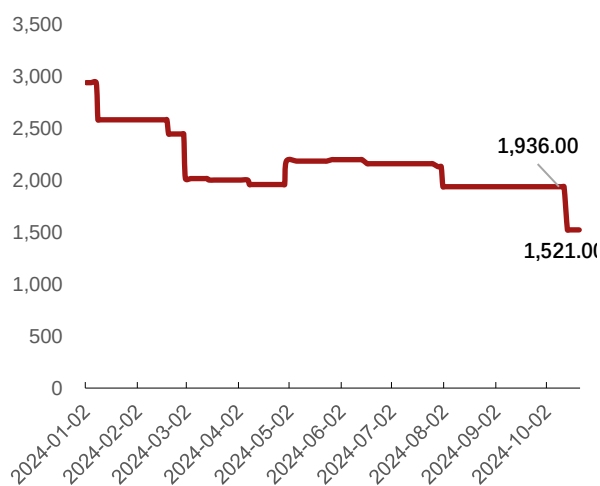
资料来源：公司公告、招商证券

图 28：浮法玻璃成本构成



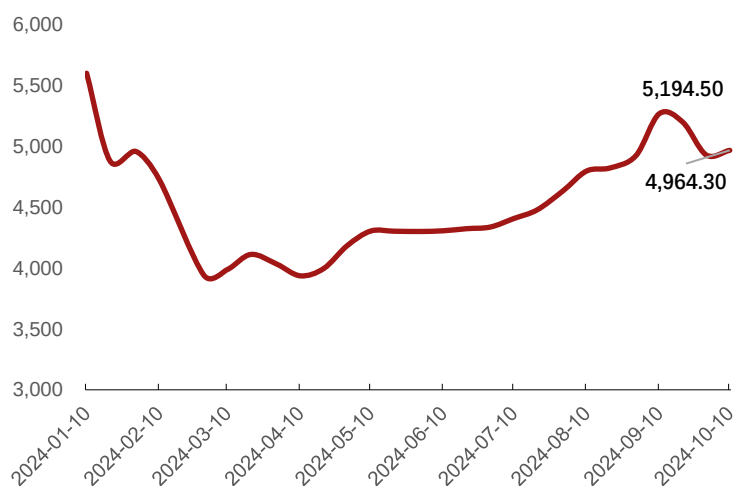
资料来源：公司公告、招商证券

图 29：纯碱价格（元/吨）



资料来源：WIND、招商证券

图 30：国内液化天然气市场价（元/吨）

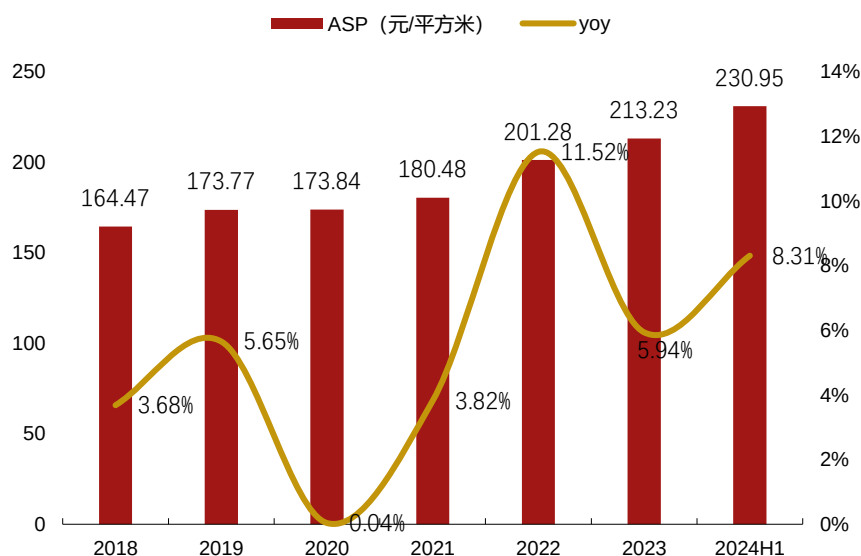


资料来源：WIND、招商证券

3、ASP 增速继续回升

公司汽车玻璃 ASP 稳步提升。2023 年公司汽车玻璃销售收入为 298.87 亿元，同比+16.79%，销量为 1.4 亿平方米，ASP 为 213.24 元/平方米，同比增长 5.94%，近三年复合增速为 7.04%。2024H1，公司 ASP 增速继续提升至 8.31%。后续随着新能源汽车占比的增加，智能化、高端化趋势的不断演绎，公司 ASP 还将持续增长。

图 31：福耀汽车玻璃 ASP 变化情况（元/平方米）



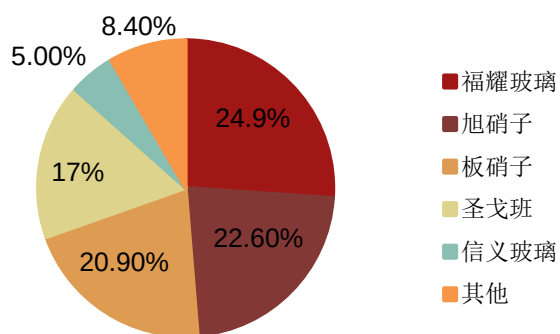
资料来源：WIND、招商证券

4、对手经营恶化，格局持续向好

稳坐全球汽车玻璃龙头，逆势扩张，有望迎来新一轮加速发展。自 1987 年成立以来，公司三十年间保持高速增长，近十年复合增长率超 10%。2020 年新冠疫情背景的全球影响下，公司实现了新的里程碑，全球市场份额达到 27%，位列全球第一。2021 年，福耀玻璃在全球汽车玻璃市场市占率约为 28%。根据公司最新公开数据，目前公司已在全国 18 个省区市以及美国、俄罗斯、德国、日本、韩国等全球 12 个国家建立产销研基地，全球市场占有率达 34%，位居全球第一，中国市场占有率约 68%。

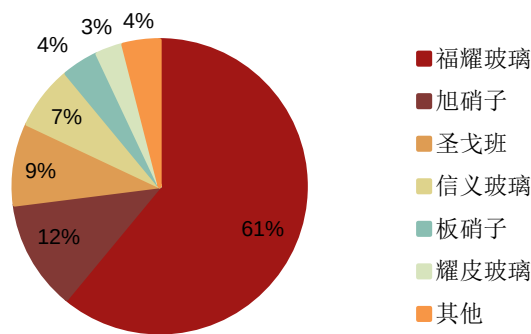
2023 年公司加大了资本开支力度，当年投资金额为 44.75 亿元，同比增加 42.97%。公司于 2023 年 12 月 30 日、2024 年 1 月 25 日分别公告，拟投资 32.5 亿元在福清市新投资建设一个年产约 2050 万平方米汽车安全玻璃的生产基地，拟出资 57.5 亿元在合肥设立三家全资子公司，建设汽车安全玻璃项目（OEM 配套市场）、汽车配件玻璃项目（ARG 售后维修市场）和优质浮法玻璃项目，最终形成年产汽车安全玻璃约 2610 万平方米的生产规模和两条优质浮法玻璃生产线。2025、2026 年公司将进入新一轮扩张周期，公司业绩有望加速，全球市占率有望持续提升。

图 32: 2019 年全球玻璃行业市场格局



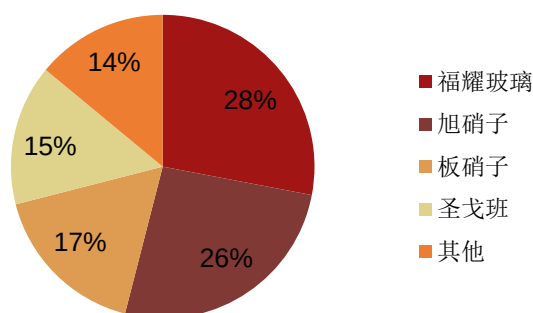
资料来源: 智研咨询、招商证券

图 33: 2019 年中国玻璃行业市场格局



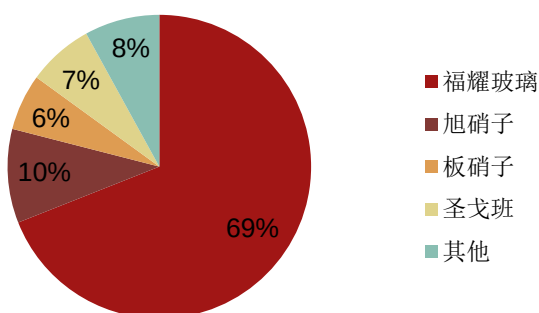
资料来源: 智研咨询、招商证券

图 34: 2021 年全球汽车玻璃行业市场格局



资料来源: 智研咨询、招商证券

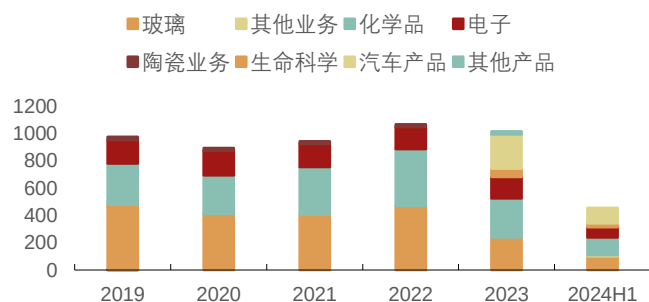
图 35: 2021 年中国汽车玻璃行业市场格局



资料来源: 智研咨询、招商证券

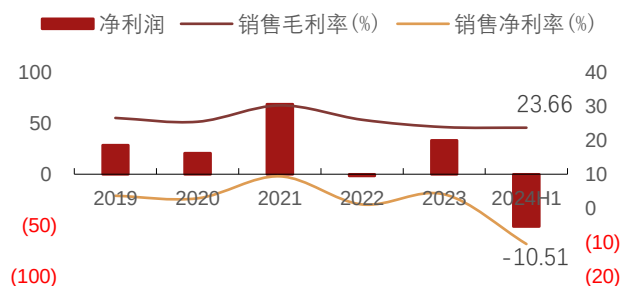
竞争格局持续优化, 龙头虹吸效应加强。公司主要竞争对手旭硝子、板硝子、圣戈班均为综合性工业集团, 其中汽车玻璃仅为其中业务之一, 旭硝子、板硝子两家日本企业近些年经营情况持续恶化, 2024H1, 旭硝子、板硝子的净利率分别仅有-10.51%、1.31%, 且毛利率持续下滑, 法国企业圣戈班的经营情况相对较好, 但净利率也仅有 7.26%。全球玻璃四巨头中, 仅有福耀玻璃经营优异, 毛利率、净利率远超竞争对手, 虹吸效应将进一步加大。

图 36: 旭硝子收入结构 (亿元)



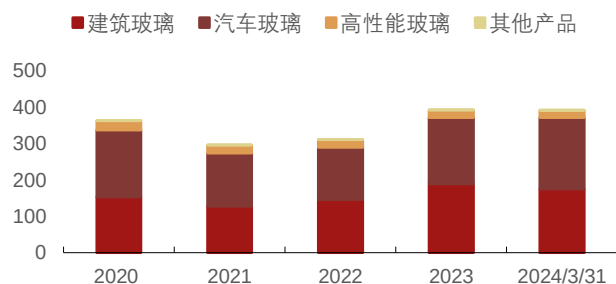
资料来源: WIND、招商证券

图 37: 旭硝子盈利情况 (亿元)



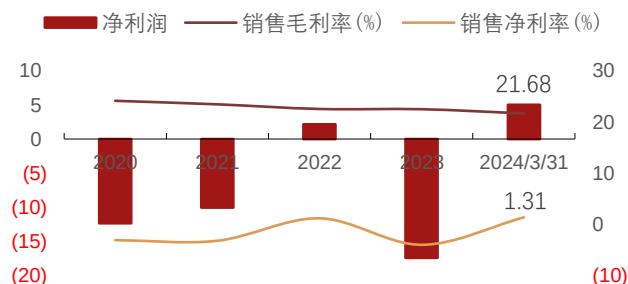
资料来源: WIND、招商证券

图 38: 板硝子收入结构 (亿元)



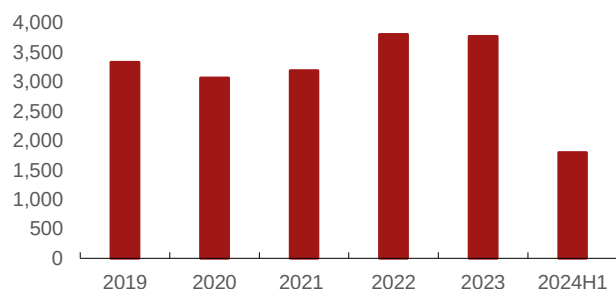
资料来源: WIND、招商证券

图 39: 板硝子盈利情况 (亿元)



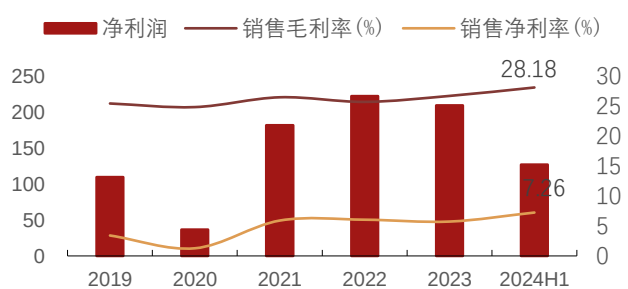
资料来源: WIND、招商证券

图 40: 圣戈班收入结构 (亿元)



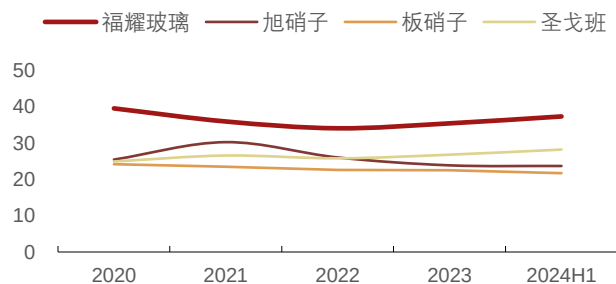
资料来源: WIND、招商证券

图 41: 圣戈班盈利情况 (亿元)



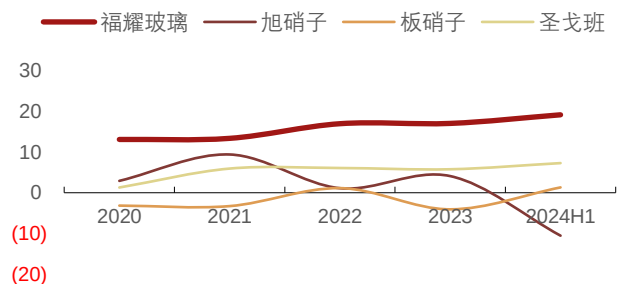
资料来源: WIND、招商证券

图 42: 四家公司近几年毛利率对比 (%)



资料来源: WIND、招商证券

图 43: 四家公司近几年净利率对比 (%)



资料来源: WIND、招商证券

三、盈利预测及投资建议

1、盈利预测

汽车玻璃: 我们预计 2024、2025、2026 年, 分别实现营收 367.61、444.81、524.87 亿元, yoy 分别+23%、+21%、18%, 营收的增长主要得益于产品 ASP 提升 (预计未来三年每年提升 6-10%左右)、全球市占率扩大 (预计未来三年每年提升 2 个百分点)、我国汽车市场扩容 (预计未来三年每年提升 2%左右)、单车玻璃用量增加 (预计未来三年每年提升 2%左右)。预计 2024-2026 年公

司汽车玻璃毛利率有望维持在 31%左右。

浮法玻璃：我们预计 2024、2025、2026 年，分别实现营收 70.21、84.95、101.09 亿元，yoy 分别+23%、+21%、+19%，公司浮法玻璃主要用作汽车玻璃生产，随着汽车玻璃的销售增长。预计 2024-2026 年公司浮法玻璃毛利率有望维持在 29%左右。

2024、2025、2026 年，公司合计营收预计分别为 409.82、496.37、586.40 亿元，yoy 分别为+23.6%、+21.1%、+18.1%。得益于资本开支的增加以及公司全球竞争力的提升，公司业务将加速发展，毛利率有望维持在 36%以上。

表 2：公司盈利预测（亿元）

	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
汽车玻璃							
收入	179.42	213.80	255.91	298.87	367.61	444.81	524.87
yoy	-5.4%	19.2%	19.7%	16.8%	23%	21%	18%
毛利率(%)	34.5%	30.7%	29.7%	30.6%	31%	31%	31%
浮法玻璃							
收入	34.92	40.29	45.37	57.08	70.21	84.95	101.09
yoy	-4.2%	15.4%	12.6%	25.8%	23%	21%	19%
毛利率(%)	38.4%	36.2%	26.6%	28.7%	29%	29%	29%
其他主营业务							
收入	15.33	16.13	25.68	32.76	43.90	57.07	74.19
yoy	-2.0%	5.2%	59.2%	27.6%	34%	30%	30%
毛利率(%)	11.2%	12.9%	20.2%	19.7%	23%	25%	28%
其他业务							
收入	2.65	3.42	4.48	5.11	5.88	6.76	7.77
yoy	-21.8%	29.1%	31.0%	14.1%	15%	15%	15%
毛利率(%)	63.3%	73.9%	72.0%	77.6%	76%	76%	76%
内部抵销							
收入	-33.25	-37.61	-50.45	-62.22	-77.78	-97.22	-121.52
yoy	-2.3%	13.1%	34.1%	23.3%	25%	25%	25%
营收合计							
收入	199.07	236.03	280.99	331.61	407.88	489.46	577.56
yoy	-5.7%	18.6%	19.0%	18.0%	23.0%	20.0%	18.0%
毛利率(%)	39.5%	35.9%	34.3%	35.7%	38.5%	38.5%	38.5%
盈利							
归母净利润	26.01	31.46	47.56	56.29	80.04	94.13	110.83
yoy		21.0%	51.2%	18.4%	42.2%	17.6%	17.7%
净利率	13.1%	13.3%	16.9%	17.0%	19.6%	19.2%	19.2%

资料来源：WIND、招商证券

2、投资建议

公司是全球汽车玻璃龙头企业，全球竞争力强劲。

公司已在中国 18 个省市以及美国、俄罗斯、德国、日本、韩国等 12 个国家和地区建立现代化生产基地和商务机构，并在中美德日设立 11 个研发设计中心，全球雇员约 2.9 万人。得到全球知名汽车制造企业及主要汽车厂商的认证和选用。全球市场占有率达 34%，位居全球第一，中国市场占有率约 68%。

资产质量优异，自由现金流充足，重视股东回报。

公司重视股东回报，上市以来累计分红 286.34 亿元，占归母净利润的 60.73%，2023 年股息率为 3.48%，股利支付率为 60.27%。资产收益率领跑行业，2023

年公司 ROE 为 18.63%，且近些年公司净资产收益率在稳步提升，且大幅跑赢行业。公司自由现金流充裕，常年大幅优于行业。

加大资本开支，兼具确定性与成长性。

（1）确定性：竞争格局持续优化，虹吸效应加大

公司主要竞争对手旭硝子、板硝子、圣戈班均为综合性工业集团，其中汽车玻璃仅为其中业务之一，旭硝子、板硝子两家日本企业近些年经营情况持续恶化，2024H1，旭硝子、板硝子的净利率分别仅有-10.51%、1.31%，且毛利率持续下滑，法国企业圣戈班的经营情况相对较好，但净利率也仅有 7.26%。全球玻璃四巨头中，仅有福耀玻璃经营优异，毛利率、净利率远超竞争对手，虹吸效应将进一步加大。

（2）成长性：加大资本开支，ASP、市占率有望持续提升

公司于 2023 年 12 月 30 日、2024 年 1 月 25 日分别公告，分别投资 32.5 亿元和 57.5 亿元分别在福清和合肥建设年产约 2050 万平方米、2610 万平方米的汽车玻璃生产基地。2025、2026 年公司进入新一轮扩张周期，公司业绩有望加速，全球市占率有望持续提升。

2023 年公司 ASP 为 213.24 元/平方米，同比增长 5.94%，近三年复合增速为 7.04%。2024H1，公司 ASP 增速继续提升至 8.31%。后续随着新能源汽车占比的增加，汽车玻璃智能化、高端化、功能化趋势的加强，公司 ASP 还将持续增长。

投资建议：公司高附加值产品占比不断提升，盈利能力持续优化，增长确定性强，业绩能见度高，全球市占率稳步提升，行业龙头地位凸显，行稳致远，预计 2024、2025、2026 年公司实现归母净利润 80.04、94.13、110.83 亿元，分别对应 19.9、16.9、14.3X PE，强烈推荐！

四、风险提示

1、下游需求不及预期

目前我国乘用车终端库存较高，产品价格有一定压力，可能存在下游需求不及预期从而拖累公司业绩的风险。

2、ASP 提升不及预期

公司 ASP 提升受新能源汽车放量拉升，后续如果新能源汽车增速放缓则可能影响公司 ASP 的提升速度。

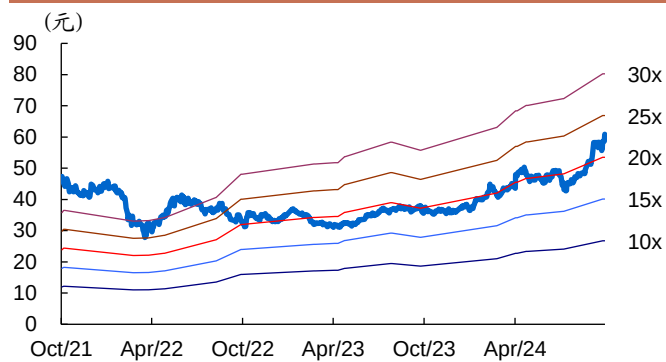
3、原材料价格波动超预期

公司主要原材料如果受到地缘政治影响价格发生大幅变动，则可能对成本端产生影响。

4、汇率风险

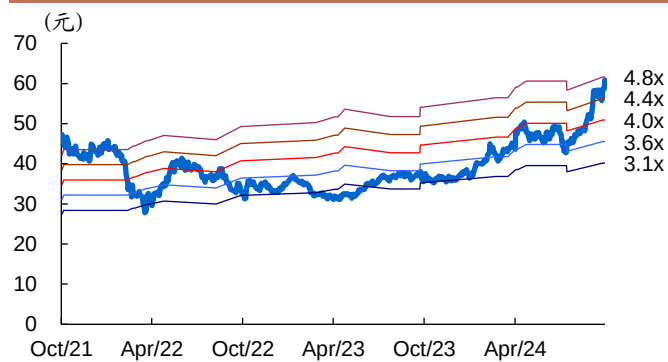
公司海外业务占比较大，汇兑损益可能对公司业绩产生较大影响。

图 44: 福耀玻璃历史 PEBand



资料来源：公司数据、招商证券

图 45: 福耀玻璃历史 PBBand



资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	29678	33536	38875	46261	55460
现金	17020	18518	20727	24484	29765
交易性投资	7	6	6	6	6
应收票据	204	368	453	543	641
应收款项	5258	7128	8767	10521	12415
其它应收款	138	144	177	212	250
存货	5403	5144	6022	7227	8528
其他	1647	2229	2723	3268	3856
非流动资产	21090	23094	23275	23432	23567
长期股权投资	250	182	182	182	182
固定资产	14446	14955	15393	15771	16096
无形资产商誉	1400	1471	1324	1191	1072
其他	4993	6486	6376	6288	6218
资产总计	50767	56630	62150	69693	79027
流动负债	17360	15103	16012	17534	19179
短期借款	6077	5414	5414	5414	5414
应付账款	4154	5523	6467	7760	9157
预收账款	932	979	1146	1376	1623
其他	6199	3187	2985	2985	2985
长期负债	4419	10116	10116	10116	10116
长期借款	3007	8513	8513	8513	8513
其他	1412	1603	1603	1603	1603
负债合计	21779	25219	26128	27650	29295
股本	2610	2610	2610	2610	2610
资本公积金	9701	9701	9701	9701	9701
留存收益	16693	19116	23727	29747	37438
少数股东权益	(15)	(15)	(15)	(15)	(16)
归属于母公司所有者	29003	31426	36037	42058	49748
负债及权益合计	50767	56630	62150	69693	79027

现金流量表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	5893	7625	8070	9416	10939
净利润	4753	5629	8004	9413	11083
折旧摊销	2222	2381	2334	2358	2380
财务费用	(623)	(239)	7	7	7
投资收益	(5)	1	(256)	(256)	(256)
营运资金变动	(499)	(342)	(2025)	(2113)	(2282)
其它	45	194	6	7	8
投资活动现金流	(7656)	(4449)	(2260)	(2260)	(2260)
资本支出	(3130)	(4475)	(2515)	(2515)	(2515)
其他投资	(4526)	26	256	256	256
筹资活动现金流	(1236)	(2280)	(3601)	(3399)	(3399)
借款变动	1604	315	(202)	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
股利分配	(2610)	(3262)	(3393)	(3393)	(3393)
其他	(230)	666	(7)	(7)	(7)
现金净增加额	(2999)	895	2209	3757	5280

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	28099	33161	40788	48946	57756
营业成本	18535	21424	25085	30102	35520
营业税金及附加	225	240	295	354	418
营业费用	1351	1539	1648	1978	2334
管理费用	2143	2486	2772	3474	4099
研发费用	1249	1403	1603	1973	2328
财务费用	(1011)	(687)	7	7	7
资产减值损失	(150)	(221)	(10)	(10)	(10)
公允价值变动收	(2)	(2)	(2)	(2)	(2)
其他收益	215	263	263	263	263
投资收益	(8)	(6)	(6)	(6)	(6)
营业利润	5661	6791	9624	11305	13297
营业外收入	81	50	50	50	50
营业外支出	163	125	125	125	125
利润总额	5579	6716	9549	11230	13222
所得税	826	1087	1545	1817	2139
少数股东损益	(3)	(0)	(0)	(0)	(0)
归属于母公司净利	4756	5629	8004	9413	11083

主要财务比率

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
年成长率					
营业总收入	19%	18%	23%	20%	18%
营业利润	50%	20%	42%	17%	18%
归母净利润	51%	18%	42%	18%	18%
获利能力					
毛利率	34.0%	35.4%	38.5%	38.5%	38.5%
净利率	16.9%	17.0%	19.6%	19.2%	19.2%
ROE	17.2%	18.6%	23.7%	24.1%	24.1%
ROIC	10.5%	11.9%	16.9%	17.9%	18.6%
偿债能力					
资产负债率	42.9%	44.5%	42.0%	39.7%	37.1%
净负债比率	22.1%	24.9%	22.4%	20.0%	17.6%
流动比率	1.7	2.2	2.4	2.6	2.9
速动比率	1.4	1.9	2.1	2.2	2.4
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.6	0.7	0.7	0.8
存货周转率	3.8	4.1	4.5	4.5	4.5
应收账款周转率	5.7	5.1	4.9	4.8	4.8
应付账款周转率	5.1	4.4	4.2	4.2	4.2
每股资料(元)					
EPS	1.82	2.16	3.07	3.61	4.25
每股经营净现	2.26	2.92	3.09	3.61	4.19
每股净资产	11.11	12.04	13.81	16.12	19.06
每股股利	1.25	1.30	1.30	1.30	1.30
估值比率					
PE	33.4	28.2	19.9	16.9	14.3
PB	5.5	5.1	4.4	3.8	3.2
EV/EBITDA	18.6	15.0	10.1	8.9	7.7

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。