

公司研究

全年业绩符合预期，智能化加速带动汽玻龙头持续受益

——福耀玻璃（600660.SH、3606.HK）2024 年报业绩点评报告

要点

全年业绩符合预期：2024 年福耀总营业收入同比+18.4%至 392.5 亿元（vs. 我们预测约 398 亿元），归母净利润同比+33.2%至 75.0 亿元（vs. 我们预测约 75.1 亿元）；其中，4Q24 营业收入同比+17.2%/环比+9.7%至 109.4 亿元，归母净利润同比+34.3%/环比+2.0%至 20.2 亿元。

全年盈利稳健，静待美国工厂爬坡：2024 年公司汽车玻璃销量同比增长 11.2%，ASP 同比增长 7.5%（高附加值产品占比同比+5.0pcts 至 59.0%），汽车玻璃收入同比+19.5%至人民币 357 亿元；其中，国内/海外汽车玻璃收入分别同比+19.4%/+19.6%。2024 年毛利率同比+0.8pcts 至 36.2%，销管费用率同比-1.7pcts 至 14.6%；其中，4Q24 毛利率同比-4.4pcts/环比-6.7pcts 至 32.1%，4Q24 销管费用率同比-5.7pcts/环比-4.8pcts 至 11.3%，主要由于包装费用计入科目调整。我们判断，1) 美国工厂二期爬坡/员工培训费用增加+天然气价格上涨短期拖累毛利率；2) 2025E 美国工厂盈利向上趋势有望延续（2024 年美国工厂营业利润率同比+1.7pcts 至 13.1%）、叠加原材料价格或持续下行（4Q24 末纯碱价格较 4Q24 初下降约 25%）+海运成本有望下降，看好公司汽玻毛利率持续增长前景。

高分红+高成长龙头标的，或持续受益于行业智能化加速：2024 年公司资本开支 54.8 亿元，主要用于美国工厂二期、安徽/福建新工厂等项目的建设，预计 2025E 将持续投入资本开支用于新产能建设。分业务来看，1) 汽玻业务方面，随着国内外新产能逐步释放，公司全球领军地位有望进一步加固；2) 铝饰条方面，国内福清/长春工厂已实现盈利、德国 FYSAM 呈营业好转迹象（2024 年子公司 FYSAM 资产减值计提同比减少 1.28 亿元）。我们看好福耀持续实现 **1) 高分红：**公司上市至今保持稳定高分红比例，2024 年公司拟现金分红占归母净利润比率高达 62.65%；**2) 高成长：**受益于公司全球产能扩张+行业智能化提速，量/价/利齐升逻辑有望延续。**量：**竞争对手量产承压+公司产能优势，有望带动福耀全球市占率稳步抬升；**价：**行业智能化加速，调光天幕/AR-HUD/车内互联等新品类放量将带动高附加值产品收入占比提升、以及 ASP 持续向上；**利：**预计成本控制/规模效应+公司精益化运营管理，有望带动利润率趋稳改善。看好公司规模效应、智能电动化助力业务持续向上以及汽车玻璃与铝饰条长期协同。

维持 A 股“买入”评级，H 股“买入”评级：鉴于公司有望受益于行业智能化加速，我们上调 2025E/2026E 归母净利润预测 3%/3%至约人民币 88.4 亿元/105.9 亿元，新增预测 2027E 归母净利润 122.0 亿元；维持 A/H 目标价分别为人民币 72.19 元/69.05 港币，维持 A/H 股“买入”评级。

风险提示：下游需求、产能利用率爬坡不及预期；智能电动化推进/高附加值产品应用比例增加幅度不及预期；成本控制不及预期；毛利率爬坡不及预期；德国 SAM 持续拖累风险；全球市占率抬升不及预期；汇率风险；市场风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	33,161	39,252	46,113	53,856	60,942
营业收入增长率	18.02%	18.37%	17.48%	16.79%	13.16%
净利润（百万元）	5,629	7,498	8,845	10,591	12,204
净利润增长率	18.37%	33.20%	17.96%	19.74%	15.23%
EPS（元）	2.16	2.87	3.39	4.06	4.68
ROE（归属母公司）（摊薄）	17.91%	21.01%	22.20%	23.57%	24.13%
P/E	26	20	17	14	12
P/E（H 股）	24	18	15	13	11

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-3-21；汇率：按 1HKD=0.9233CNY 换算

A 股：买入（维持）

当前价/目标价：56.70/72.19 元

H 股：买入（维持）

当前价/目标价：55.75/69.05 港币

作者

分析师：倪昱婧

执业证书编号：S0930515090002

021-52523876

nijj@ebscn.com

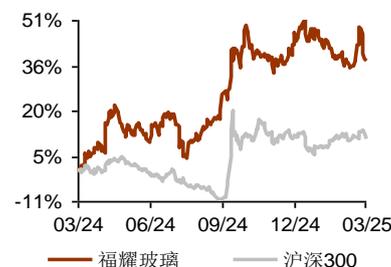
联系人：邢萍

xingping@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	26.10
总市值(亿元):	1479.72
一年最低/最高(元):	40.68/64.02
近 3 月换手率:	27.23%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	1.19	-4.72	26.81
绝对	-0.19	-5.20	37.24

资料来源：Wind

相关研报

3Q24 毛利率持续提升，新一轮资本开支周期开启——福耀玻璃（600660.SH、3606.HK）2024 年三季度业绩点评报告（2024-10-20）

业绩表现强劲，持续看好量价齐升前景——福耀玻璃（600660.SH、3606.HK）2024 年半年报点评报告（2024-08-07）

业绩表现强劲，头部效应持续显现——福耀玻璃（600660.SH、3606.HK）2024 年一季报点评报告（2024-04-28）

2023 全年业绩表现稳健，持续扩大汽车玻璃业务规模——福耀玻璃（600660.SH、3606.HK）2023 年年报业绩点评报告（2024-03-17）

3Q23 毛利率表现亮眼，海外业务发展步入加速期——福耀玻璃（600660.SH、3606.HK）2023 年三季度业绩点评报告（2023-10-18）

业绩稳健向上，智能电动化助力持续向上——福耀玻璃（600660.SH、3606.HK）2023 年中期业绩点评报告（2023-08-22）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	33,161	39,252	46,113	53,856	60,942
营业成本	21,424	25,031	29,131	33,622	37,801
折旧和摊销	2,082	2,224	2,268	2,392	2,499
税金及附加	240	286	323	377	427
销售费用	1,539	1,180	1,337	1,508	1,645
管理费用	2,486	2,888	3,320	3,824	4,266
研发费用	1,403	1,678	1,960	2,289	2,590
财务费用	-687	-655	117	216	367
投资收益	-6	-72	65	62	60
营业利润	6,791	9,075	10,531	12,600	14,511
利润总额	6,716	8,991	10,541	12,620	14,541
所得税	1,087	1,487	1,687	2,019	2,327
净利润	5,629	7,504	8,855	10,601	12,214
少数股东损益	0	6	10	10	10
归属母公司净利润	5,629	7,498	8,845	10,591	12,204
EPS(元)	2.16	2.87	3.39	4.06	4.68

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	7,625	8,562	12,512	7,039	13,392
净利润	5,629	7,498	8,845	10,591	12,204
折旧摊销	2,082	2,224	2,268	2,392	2,499
净营运资金增加	3,785	3,667	166	8,043	3,399
其他	-3,872	-4,827	1,233	-13,987	-4,709
投资活动产生现金流	-4,449	56	-5,866	-5,538	-5,040
净资本支出	-4,382	-5,379	-6,050	-5,550	-5,050
长期投资变化	182	441	0	0	0
其他资产变化	-248	4,993	184	12	10
融资活动现金流	-2,280	-3,358	-9,291	1,209	-5,872
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	2,900	523	-4,819	6,527	713
无息负债变化	540	1,827	-755	2,035	1,505
净现金流	1,113	5,383	-2,645	2,710	2,480

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	35.4%	36.2%	36.8%	37.6%	38.0%
EBITDA 率	26.9%	28.7%	27.6%	28.2%	28.4%
EBIT 率	19.7%	22.2%	22.6%	23.7%	24.3%
税前净利润率	20.3%	22.9%	22.9%	23.4%	23.9%
归母净利润率	17.0%	19.1%	19.2%	19.7%	20.0%
ROA	9.9%	11.9%	14.3%	14.0%	14.7%
ROE (摊薄)	17.9%	21.0%	22.2%	23.6%	24.1%
经营性 ROIC	14.3%	16.2%	17.8%	17.7%	18.5%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	45%	44%	36%	40%	39%
流动比率	2.22	2.02	2.47	1.96	2.00
速动比率	1.88	1.69	1.92	1.56	1.59
归母权益/有息债务	2.22	2.44	4.05	2.75	2.96
有形资产/有息债务	3.84	4.13	6.00	4.44	4.72

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	56,630	63,254	61,837	75,510	83,370
货币资金	18,518	18,785	16,140	18,849	21,330
交易性金融资产	6	8	5	5	5
应收账款	7,128	8,157	4,593	9,655	10,926
应收票据	368	812	69	81	91
其他应收款 (合计)	144	126	231	269	305
存货	5,144	5,971	6,891	8,306	9,350
其他流动资产	1,596	2,239	2,445	2,832	2,478
流动资产合计	33,536	36,403	30,811	40,502	45,051
其他权益工具	91	83	83	83	83
长期股权投资	182	441	441	441	441
固定资产	14,955	16,450	19,470	22,110	24,340
在建工程	4,766	6,510	6,682	6,662	6,496
无形资产	1,316	1,601	1,618	1,635	1,652
商誉	155	154	154	154	154
其他非流动资产	-	-	-	-	-
非流动资产合计	23,094	26,851	31,026	35,009	38,319
总负债	25,219	27,569	21,994	30,557	32,774
短期借款	5,414	4,589	1,119	7,546	7,859
应付账款	2,698	2,796	2,913	3,362	3,780
应付票据	2,825	3,007	3,204	3,698	4,158
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	0	106	312	544	474
流动负债合计	15,103	17,989	12,470	20,645	22,509
长期借款	8,513	7,213	7,213	7,213	7,213
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	725	1,264	1,607	1,995	2,349
非流动负债合计	10,116	9,580	9,524	9,911	10,266
股东权益	31,411	35,686	39,843	44,954	50,595
股本	2,610	2,610	2,610	2,610	2,610
公积金	13,632	14,119	14,119	14,119	14,119
未分配利润	15,007	18,626	22,773	27,874	33,506
归属母公司权益	31,426	35,694	39,842	44,943	50,574
少数股东权益	-15	-9	1	11	21

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	4.64%	3.01%	2.90%	2.80%	2.70%
管理费用率	7.50%	7.36%	7.20%	7.10%	7.00%
财务费用率	-2.07%	-1.67%	0.25%	0.40%	0.60%
研发费用率	4.23%	4.27%	4.25%	4.25%	4.25%
所得税率	16%	17%	16%	16%	16%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	1.30	1.80	2.10	2.52	2.90
每股经营现金流	2.92	3.28	4.79	2.70	5.13
每股净资产	12.04	13.68	15.27	17.22	19.38
每股销售收入	12.71	15.04	17.67	20.64	23.35

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE (A股)	26	20	17	14	12
PB (A股)	4.7	4.1	3.7	3.3	2.9
EV/EBITDA	18.0	14.4	12.4	10.8	9.5
股息率	2.3%	3.2%	3.7%	4.4%	5.1%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP