

福耀玻璃（600660.SH）

归母净利润同比增长 46%，持续推进提质增效

优于大市

核心观点

2025Q1 归母净利润同比增长 46%。福耀玻璃 2025Q1 实现营收 99.1 亿元，同比增长 12.16%（中汽协口径，一季度国内汽车销量同比增长 11.2%），环比下降 9.40%；实现归母净利润 20.3 亿元，同比增长 46.25%，环比增长 0.52%；实现归母扣非净利润 19.87 亿，同比增长 30.90%，环比增长 4.83%。

2025Q1 毛利率为 35.40%，环比+3.28pct。公司 2025Q1 毛利率为 35.40%，同比存在会计准则调整影响，环比+3.28pct；净利率为 20.50%，同比+4.79pct，环比+2.02pct。公司持续推进提质增效，考虑核心利润（营业收入-营业成本-税金-销售费用-管理费用-研发费用），2025Q1 核心利润率为 20.44%，同比提升 0.96pct，环比提升 0.32pct。同时 25Q1 国内重质纯碱价格基本维持 1500-1600 元/吨水平，同比去年一季度 2936-2000 元/吨价格明显下降，原材料有望持续贡献利好。

汽车玻璃智能化演进加速，行业有望进入新一轮爆发时刻。汽车玻璃单车面积 4 m² 以上，具备智能化升级空间，近几年小米、蔚来、比亚迪等推动镀膜天幕及调光天幕上车；宝马提出 P-HUD 概念，汽车玻璃智能化加速。福耀重视技术研发，目前具备智能全景天幕玻璃、可调光玻璃、抬头显示玻璃等高附加值产品，24 年高附加值产品占比同比提升 5pct，后续有望进入新一轮爆发时刻。**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开启新一轮成长周期。**量端，24 年公司汽玻销量 156 百万平方米，按每辆车 4.3 平米折算，相当于装配 3600 万辆汽车，测算全球市占率 36%+，同比提升 1.88pct。**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，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 24 年 229 元，CAGR 为 7.0%，伴随高附加值玻璃渗透，我们预测行业单车价值 25-27 年 CAGR 为 7%+。

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。公司是全球汽玻龙头，智能化大趋势下，汽车玻璃有望 1) 单车玻璃面积从 4 m² 增长到 6 m²；2) 单平方米价值量提升（HUD、调光、镀膜、隔热、包边、5G 通信等），单车价值从 600 元提升至今年约 1000 元，远期展望 2000 元以上。后续调光玻璃、P-HUD、智能化产品打开新天地，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 25-27 年归母利润 88.1/100.9/118.5 亿元，低估值、高分红（21-24 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

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	33,161	39,252	45,442	52,499	60,495
(+/-%)	18.0%	18.4%	15.8%	15.5%	15.2%
归母净利润(百万元)	5629	7498	8813	10091	11853
(+/-%)	18.4%	33.2%	17.5%	14.5%	17.5%
每股收益(元)	2.16	2.87	3.38	3.87	4.54
EBIT Margin	18.3%	20.9%	23.7%	23.3%	23.6%
净资产收益率(ROE)	17.9%	21.0%	22.5%	23.3%	24.7%
市盈率(PE)	25.2	18.9	16.1	14.1	12.0
EV/EBITDA	20.5	16.3	13.6	12.1	10.7
市净率(PB)	4.51	3.97	3.62	3.28	2.95

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	54.11 元
总市值/流通市值	141213/141213 百万元
52 周最高价/最低价	64.02/42.22 元
近 3 个月日均成交额	798.32 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）-单季度收入创新高，全年净利率同比提升 2.14pct》——2025-03-22

《福耀玻璃（600660.SH）-规模效应持续体现，三季度毛利率环比提升》——2024-10-19

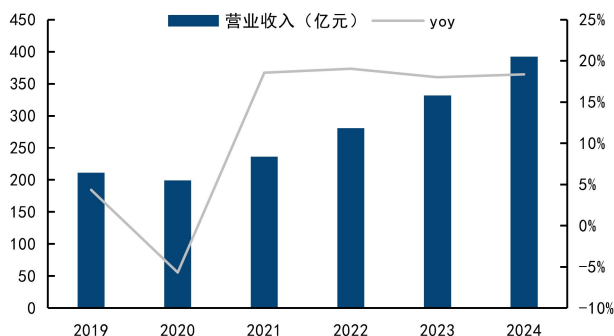
《福耀玻璃（600660.SH）-全球汽车玻璃龙头的复盘与展望》——2024-09-26

《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

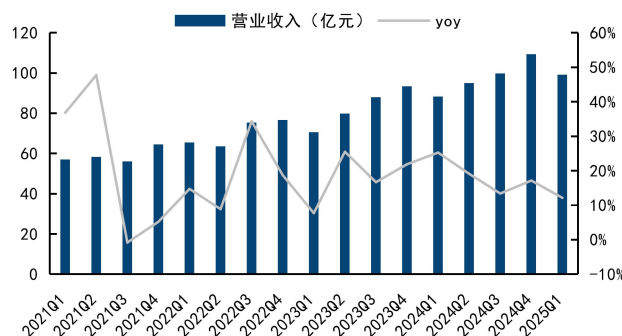
25Q1 归母净利润同比增长 46%，收入创历史一季度新高。福耀玻璃 2025Q1 实现营收 99.1 亿元，同比+12.16%，环比-9.40%；实现归母净利润 20.3 亿元，同比+46.25%，环比+0.52%；实现归母扣非净利润 19.87 亿，同比+30.90%，环比+4.83%。

图1：福耀玻璃营业收入及同比增速



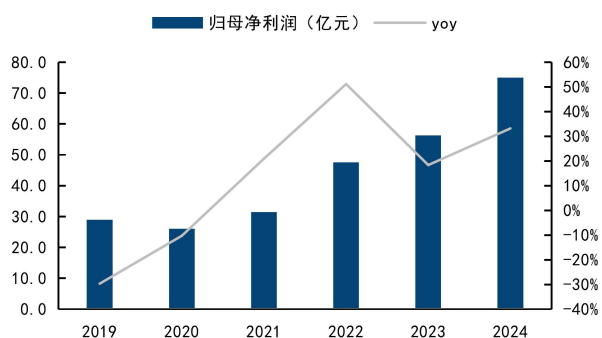
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：福耀玻璃单季度营业收入及同比增速



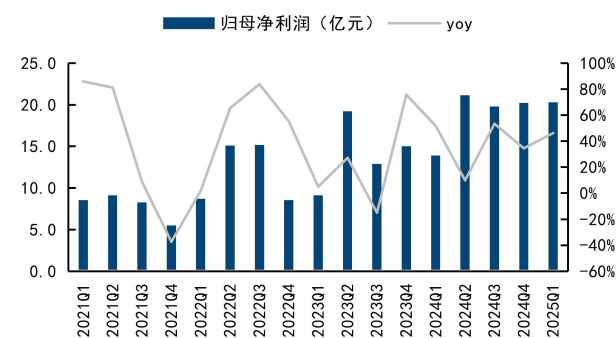
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

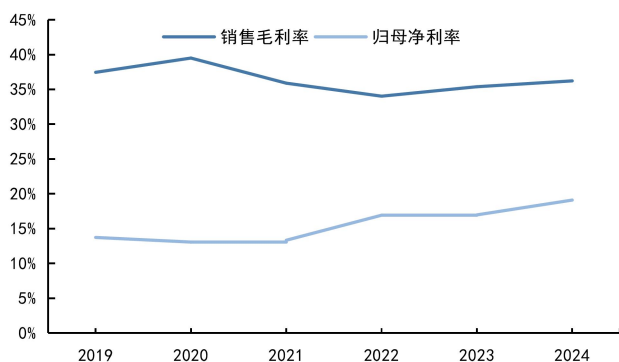


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

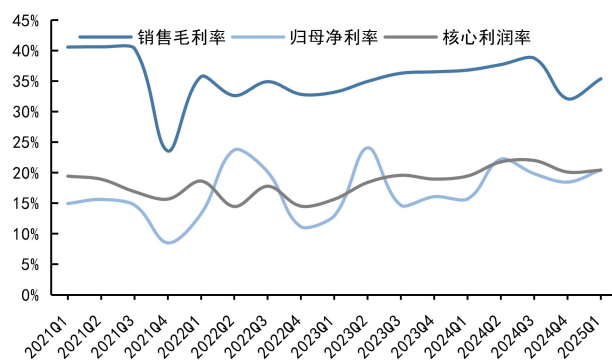
公司 25Q1 毛利率为 35.40%，环比+3.28pct。2025Q1 公司毛利率为 35.40%，同比略有下降主要为会计准则调整影响，环比+3.28pct；净利率为 20.50%，同比+4.79pct，环比+2.02pct。公司持续推进提质增效，我们考虑核心利润（营业收入-营业成本-税金-销售费用-管理费用-研发费用），公司 2025Q1 核心利润率为 20.44%，同比提升 0.96pct，环比提升 0.32pct。

图5：福耀玻璃毛利率和净利率

图6：福耀玻璃单季度毛利率和净利率



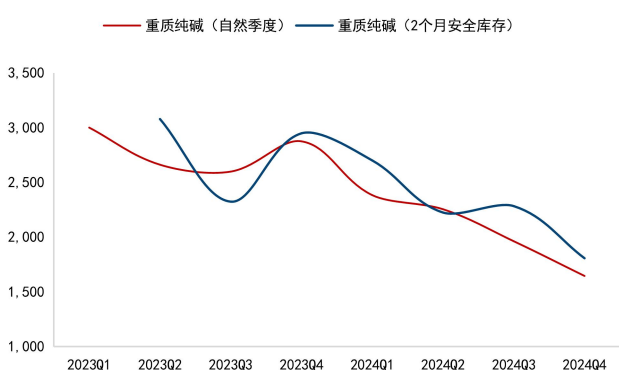
· 资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

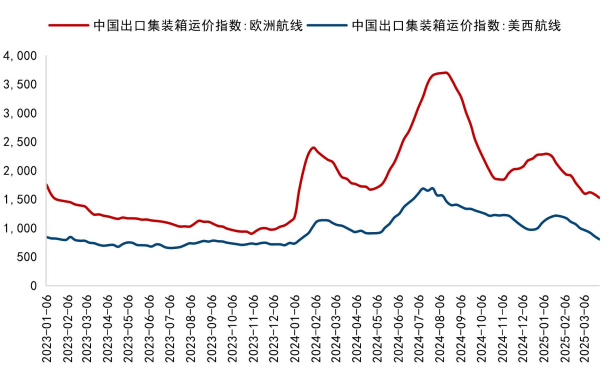
原材料价格贡献利好，后续有望持续受益于原材料及海运价格回落。公司核心原材料重质纯碱价格持续下降，2025Q1 国内价格基本维持 1500-1600 元/吨，同比去年一季度 2936-2000 元/吨价格明显下降，原材料持续贡献利好。向后展望，全年维度公司一方面受益于纯碱低价利好，一方面受益于自 2024 年 3 月开始上涨的海运费价格回落，伴随规模效应持续兑现，公司盈利能力提升可期。

图7：公司原材料持续贡献利好



· 资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：公司 2025 年有望受益于海运价格逐步回落

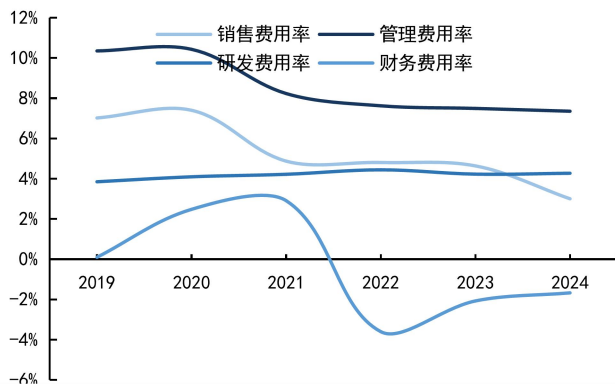


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

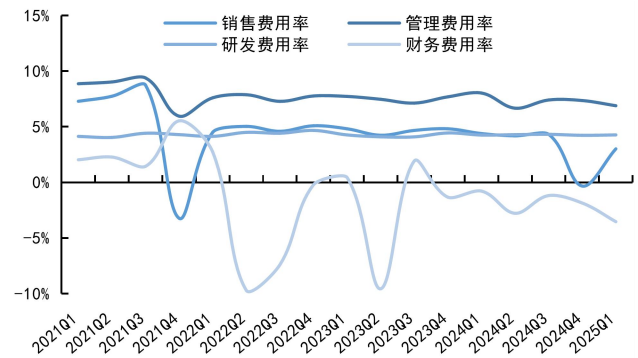
25Q1 公司管理费用率同比下降 1.14pct，降本增效持续推进。公司 2025 年第一季度四费率为 10.65%，同比-5.3pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 3.02%/6.89%/4.27%/-3.53%，同比变动-1.37/-1.14/0.01/-2.75pct，销售费用率波动较大，主要受公司 24 年为进一步加强汽车玻璃全工业链可追溯质量管理体系，将包装费用调整到营业成本影响，管理费用受益于公司降本增效持续下降。

图9：福耀玻璃四项费用率变化情况

图10：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



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

2024 年，公司汽车玻璃销量 155.87 百万平方米，按每辆车 4.33 平米玻璃折算，相当于装配了 3600 万辆汽车，参考 marklines 数据，2024 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%+，同比+1.88pct。

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	2024
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	155.87
YOY		4.46%	-7.28%	-5.39%	14.78%	7.33%	10.24%	11.20%
每辆车使用玻璃平米数	4	4	4	4	4.08	4.16	4.24	4.33
装配汽车销量（万辆）	2816	2942	2727	2580	2903	3055	3302	3600
全球汽车销量（万辆）	9266	9265	8901	7705	8038	7947	8724	9018
售后市场需求（万辆）	926.6	926.5	890.1	770.5	803.8	794.7	872.4	901.8
公司汽车玻璃全球市占率	27.63%	28.87%	27.85%	30.44%	32.84%	34.95%	34.41%	36.29%

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 2020 年后受益于天幕玻璃上车，单车玻璃用量每年增长 2% 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 23 年公告，暂无时间规划	出口市场、金龙、东南汽车等 出口市场、金龙、东南汽车等	400 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 22 年公告，暂无时间规划	郑州日产、郑州宇通、奇瑞、海马等 郑州日产、郑州宇通、奇瑞、海马等	300 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 m²，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

北美二期工厂投产，高附加值产品全球布局进一步完善。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，美国原有产能 550 万套（15%研发产能），俄亥俄州二期工厂去年末进入试生产状态，新建产能针对镀膜天幕、夹层边窗等高附加值产品，完善海外高附加值产线布局。

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 4 m²，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 5 m² 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 0.5 m²）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。

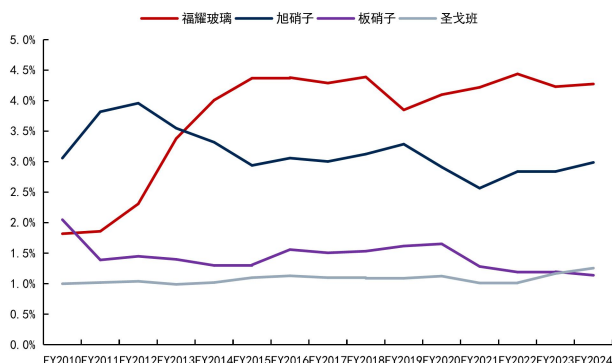
表5：汽车玻璃市场规模测算

	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
全球汽车玻璃市场（亿元）	617	671	750	882	971	1064	1157
YOY（%）		8.74%	11.83%	17.63%	10.03%	9.56%	8.77%
单车均价（元）	729	766	820	893	968	1044	1119
YOY（%）		5.06%	7.06%	8.86%	8.41%	7.94%	7.16%
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

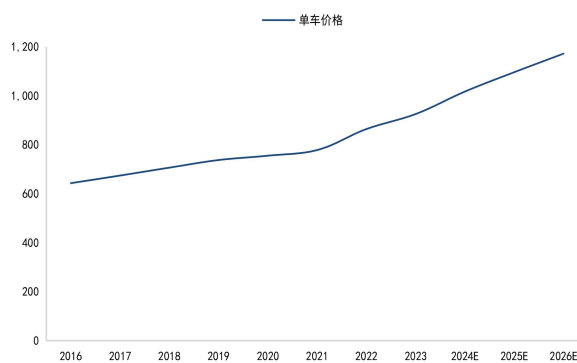
前瞻技术储备保证领先优势，公司单车价值持续提升。为保持竞争优势，福耀集团打造了一支超 5600 人的研发团队，并将每年营收的 4% 以上用于创新研发，研发投入从 2010 年的 1.55 亿元不断增长至 2024 年的 16.78 亿元，CAGR 达 18.5%，高于海外汽车玻璃龙头。如今福耀实现核心技术 100% 自主可控，先后主持或参与编制国内外标准 53 项，成功解决行业 13 项“卡脖子”技术难题。**截至 2024 年底，福耀集团高附加值产品销售占比较上年同期上升 5pct。**从打破国外技术壁垒到探索未来创新，逐渐形成以福耀为引领的新产业格局，高附加值产品上车，单车配套价值持续提升。

图11: 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12: 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, 调光、镀膜天幕有望进入爆发时刻。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, 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13: 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14: 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

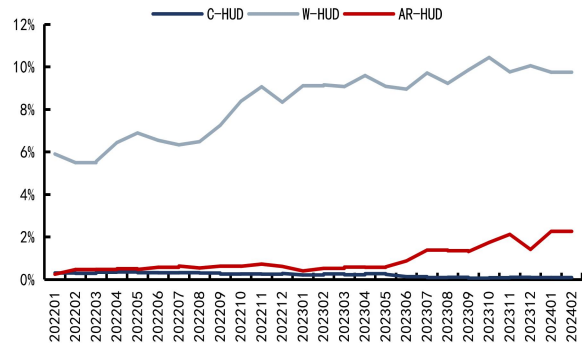
前挡玻璃适配 HUD 需求, 镀膜产品开始上车。汽车行业从安装在仪表板上的小型 2D 屏幕, 到可以将图像与车辆外部环境整合在一起的新一代 3D 增强现实抬头显示 (AR-HUD)。HUD 提升驾乘人员安全, **预计 2021 年至 2026 年期间将以超过 24% 的复合年增长率 (CAGR) 持续发展。**玻璃厂商关注前挡形态、层压工艺、层厚和楔角变化, 保证 HUD 投射画面不失真, 同时也有小米 SU7 等车型在前挡叠加镀膜方案, 进一步向隔热、提升前排舒适性升级。

图15: 小米 SU7 前挡玻璃叠加镀膜

图16: 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“优于大市”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。后续调光玻璃、P-HUD、智能化产品打开新天地，行业 ASP 有望持续提升。我们维持盈利预测，预计 25-27 年公司实现归母净利润 88.1/100.9/118.5 亿元，考虑公司业绩强确定性，维持“优于大市”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) 2025/4/17	总市值(亿元)	EPS 2024/2024E	EPS 2025E	EPS 2026E	PE 2024/2024E	PE 2025E	PE 2026E
601799.SH	星宇股份	优于大市	121.55	347	4.93	5.95	7.76	24.7	20.4	15.7
601689.SH	拓普集团	优于大市	46.92	815	1.75	2.30	2.84	26.8	20.4	16.5
603786.SH	科博达	优于大市	55.17	223	2.11	2.75	3.27	26.1	20.1	16.9
002050.SZ	三花智控	优于大市	23.98	895	0.83	1.00	1.17	28.9	24.0	20.5
	平均							26.6	21.2	17.4
600660.SH	福耀玻璃	优于大市	54.34	1,418	2.87	3.38	3.87	18.9	16.1	14.0

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）					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	18518	18785	21602	24843	28569	营业收入	33161	39252	45442	52499	60495
应收款项	7640	9096	10582	12226	14088	营业成本	21424	25031	28083	32872	37906
存货净额	5144	5971	6880	8017	9258	营业税金及附加	240	286	318	367	423
其他流动资产	1913	2545	2954	3412	3932	销售费用	1539	1180	1136	1207	1391
流动资产合计	33536	36403	42026	48505	55854	管理费用	2486	2888	3245	3634	4057
固定资产	19721	22959	25154	27322	29270	研发费用	1403	1678	1909	2179	2420
无形资产及其他	1316	1601	1537	1473	1409	财务费用	(687)	(655)	(73)	(116)	(171)
投资性房地产	1875	1850	1850	1850	1850	投资收益	(6)	(72)	(29)	(29)	(29)
长期股权投资	182	441	512	600	739	资产减值及公允价值变动	(207)	(106)	(152)	(152)	(152)
资产总计	56630	63254	71078	79749	89122	其他收入	(1156)	(1268)	(1909)	(2179)	(2420)
短期借款及交易性金融负债	5616	7439	10337	12315	14323	营业利润	6791	9075	10644	12175	14288
应付款项	5523	5803	5794	6751	7796	营业外净收支	(75)	(84)	(81)	(81)	(81)
其他流动负债	3964	4747	5843	7116	8191	利润总额	6716	8991	10564	12095	14207
流动负债合计	15103	17989	21973	26182	30310	所得税费用	1087	1487	1743	1996	2344
长期借款及应付债券	8513	7213	7213	7213	7213	少数股东损益	(0)	6	7	8	10
其他长期负债	1603	2367	2678	3100	3598	归属于母公司净利润	5629	7498	8813	10091	11853
长期负债合计	10116	9580	9891	10312	10811	现金流量表（百万元）					
负债合计	25219	27569	31864	36494	41121	净利润	5629	7498	8813	10091	11853
少数股东权益	(15)	(9)	(5)	(1)	4	资产减值准备	65	(97)	47	14	13
股东权益	31426	35694	39220	43256	47998	折旧摊销	2082	2224	2032	2503	2823
负债和股东权益总计	56630	63254	71078	79749	89122	公允价值变动损失	207	106	152	152	152
关键财务与估值指标						财务费用	(687)	(655)	(73)	(116)	(171)
每股收益	2.16	2.87	3.38	3.87	4.54	营运资本变动	(1301)	(1160)	(1361)	(573)	(991)
每股红利	1.38	1.42	2.03	2.32	2.73	其它	(65)	100	(44)	(10)	(8)
每股净资产	12.04	13.68	15.03	16.57	18.39	经营活动现金流	6617	8672	9640	12177	13842
ROIC	13.47%	15.71%	17%	18%	19%	资本开支	0	(5168)	(4362)	(4773)	(4872)
ROE	17.91%	21.01%	22%	23%	25%	其它投资现金流	(315)	314	0	0	0
毛利率	35%	36%	38%	37%	37%	投资活动现金流	(246)	(5114)	(4433)	(4860)	(5011)
EBIT Margin	18%	21%	24%	23%	24%	权益性融资	218	0	0	0	0
EBITDA Margin	25%	27%	28%	28%	28%	负债净变化	5506	(1300)	0	0	0
收入增长	18%	18%	16%	16%	15%	支付股利、利息	(3597)	(3714)	(5288)	(6055)	(7112)
净利润增长率	18%	33%	18%	14%	17%	其它融资现金流	(8909)	6736	2899	1978	2007
资产负债率	45%	44%	45%	46%	46%	融资活动现金流	(4872)	(3292)	(2389)	(4077)	(5105)
股息率	2.5%	2.6%	3.7%	4.3%	5.0%	现金净变动	1499	266	2818	3240	3726
P/E	25.2	18.9	16.1	14.1	12.0	货币资金的期初余额	17020	18518	18785	21602	24843
P/B	4.5	4.0	3.6	3.3	3.0	货币资金的期末余额	18518	18785	21602	24843	28569
EV/EBITDA	20.5	16.3	13.6	12.1	10.7	企业自由现金流	0	2731	5286	7378	8899
						权益自由现金流	0	8166	8310	9486	11065

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