

福耀玻璃 (600660.SH)

强烈推荐 (维持)

2025Q2 业绩超预期，盈利能力显著优化

营收利润双增长，现金流质量保持稳健。营收利润双增长，毛利率提升显效益。扣除特殊因素，内生增长质量显著。资本开支大幅增加，多个项目同步推进。高附加值玻璃产品占比持续提升。存货周转效率提升，浮法玻璃改善明显。强化质量管控，全球化布局提升交付能力。

- **营收利润双增长，现金流质量保持稳健。** 2025H1，公司营业收入 214.47 亿元，同比增长 16.95%；归属于上市公司股东的净利润 48.05 亿元，同比增长 37.33%，扣非归母净利润 47.07 亿元，同比增长 31.61%。经营性净现金流达 53.54 亿元，同比大幅增长 61.02%，收现比维持 0.99 的高位，现金流质量保持稳健。
- **二季度业绩超预期。** 2025Q2，公司营业收入达到 115.37 亿元，同比增长 21.39%，环比增长 16.42%；归属于上市公司股东的净利润 27.75 亿元，同比增长 31.45%，环比增长 36.70%；扣非归母净利润 27.20 亿元，同比增长 32.13%，环比增长 36.72%。
- **扣除特殊因素，内生增长质量显著。** 2025 年上半年度，公司利润总额比上年同期增长 40.46%，若扣除下列因素影响，则本报告期利润总额比上年同期增长 20.75%：1) 本报告期汇兑收益人民币 6.02 亿元，上年同期汇兑损失人民币 0.14 亿元，使本报告期利润总额比上年同期增加人民币 6.16 亿元；2) 本报告期投资收益损失同比减少人民币 1.97 亿元，主因 2024 年同期太原金诺实业有限公司终止股权转让约定导致投资损失集中确认。扣除上述影响后，利润总额内生增长质量显著，反映主营业务的盈利能力提升。
- **资本开支大幅增加，多个项目同步推进。** 2025 年上半年，公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金为人民币 28.61 亿元，其中福耀美国汽车玻璃项目资本性支出约人民币 4.70 亿元、安徽配套汽玻、安徽配件汽玻及安徽浮法项目资本性支出约人民币 7.90 亿元、福建配套玻璃项目资本性支出约人民币 5.28 亿元。其中二季度资本开支 16.31 亿元，环比增加 32.60%。
- **高附加值玻璃产品占比持续提升。** 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持续提升，占比较上年同期上升 4.81 个百分点。
- **存货周转效率提升，浮法玻璃改善明显。** 上半年存货周转天数 82 天，上年同期 84 天，其中汽车玻璃存货周转天数维持 60 天，浮法玻璃存货周转天数 96 天，较上年同期 107 天显著压缩 11 天。
- **强化质量管控，全球化布局提升交付能力。** 作为汽车玻璃行业的头部企业，量价齐升，虹吸效应持续增强，盈利能力进一步突破。2025 年上半年，公司聚焦经营战略核心，依托“市场导向+技术创新”双轮驱动深化竞争力构建：1) 强化全流程质量管控体系，严格执行自工序完结机制并推行“质量一票否决制”，以卓越品质巩固客户黏性；2) 推进智能制造全球化布局，加速合肥、福清等基地建设，同步在欧美地区投建本地化产能，通过柔性生产与规模效应提升全球交付能力；3) 加速高附加值产品迭代，智能全景天幕玻璃、可调光玻璃等高技术产品占比同比提升 4.81 个百分点，推动营业收入达 214.47 亿元 (同比+16.94%)，归母净利润同比增长 37.33%至 48.05 亿元；4) 深

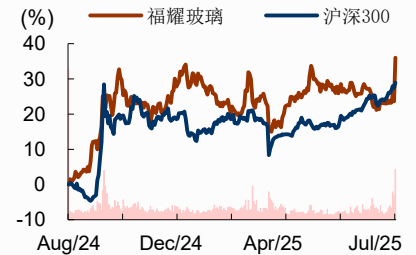
中游制造/汽车
目标估值: NA
当前股价: 61.35 元

基础数据

总股本 (百万股)	2610
已上市流通股 (百万股)	2003
总市值 (十亿元)	160.1
流通市值 (十亿元)	122.9
每股净资产 (MRQ)	13.7
ROE (TTM)	24.7
资产负债率	45.8%
主要股东	三益发展有限公司
主要股东持股比例	14.97%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	7	11	40
相对表现	1	2	12



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

- 《福耀玻璃 (600660) —2025Q1 业绩符合预期，盈利同比高增》 2025-04-18
- 《福耀玻璃 (600660) —2024 年业绩高增，高附加值产品占比提升》 2025-03-19
- 《福耀玻璃 (600660) —经营持续优化，虹吸效应加强》 2024-10-24

汪刘胜 S1090511040037

wangls@cmschina.com.cn

陆乾隆 S1090523060001

luqianlong@cmschina.com.cn

化客户协同机制，通过铁三角管理整合研发、采购与质量资源，构建适配不同定位的产品品牌文化，并依托数字化中台实现全流程服务升级；5) 推进人才梯队国际化转型，强化技术工人培养与传帮带体系，支撑知识型团队可持续发展。

□ **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，增长确定性高，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，鉴于上半年业绩超预期主要系核心经营能力优化，我们上修 2025 年归母净利润至 95.52 亿元（原为 89.67 亿元），预计 2026、2027 年归母净利润分别为 108.09、124.95 亿元，分别对应 16.8、14.8、12.8 XPE，持续强烈推荐！

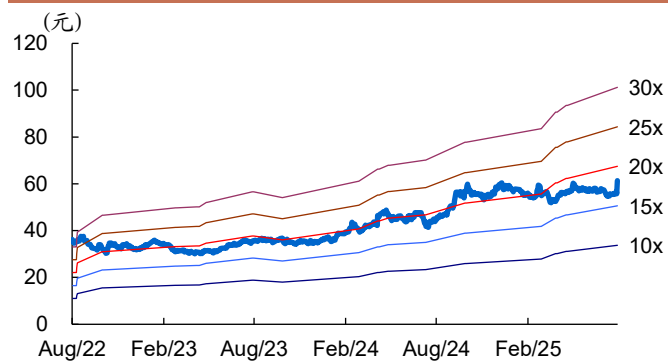
□ **风险提示：**1、宏观经济风险；2、新增产品利用率不饱和风险。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	33161	39252	46709	54183	62852
同比增长	18%	18%	19%	16%	16%
营业利润(百万元)	6791	9075	11534	13040	15057
同比增长	20%	34%	27%	13%	15%
归母净利润(百万元)	5629	7498	9552	10809	12495
同比增长	18%	33%	27%	13%	16%
每股收益(元)	2.16	2.87	3.66	4.14	4.79
PE	28.4	21.4	16.8	14.8	12.8
PB	5.1	4.5	3.9	3.4	2.9

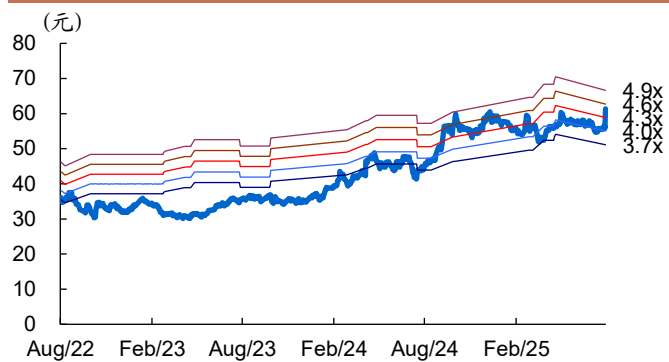
资料来源：公司数据、招商证券

图 1: 福耀玻璃历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 2: 福耀玻璃历史 PB Band



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	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	33536	36403	33853	40454	48998
现金	18518	18785	13154	16377	21069
交易性投资	6	8	8	8	8
应收票据	368	812	967	1121	1301
应收款项	7128	8157	9707	11260	13062
其它应收款	144	126	150	174	202
存货	5144	5971	6852	8013	9295
其他	2229	2545	3015	3501	4061
非流动资产	23094	26851	27822	28654	29367
长期股权投资	182	441	441	441	441
固定资产	14955	16450	17731	18829	19771
无形资产商誉	1471	1754	1579	1421	1279
其他	6486	8206	8070	7962	7876
资产总计	56630	63254	61674	69108	78364
流动负债	15103	17989	11547	12860	14309
短期借款	5414	4589	0	0	0
应付账款	5523	5803	6660	7788	9034
预收账款	979	807	927	1083	1257
其他	3187	6790	3961	3988	4018
长期负债	10116	9580	9580	9580	9580
长期借款	8513	7213	7213	7213	7213
其他	1603	2367	2367	2367	2367
负债合计	25219	27569	21127	22439	23889
股本	2610	2610	2610	2610	2610
资本公积金	9701	9701	9701	9701	9701
留存收益	19116	23384	28238	34350	42147
少数股东权益	(15)	(9)	(1)	8	18
归属于母公司所有者权益	31426	35694	40549	46660	54457
负债及权益合计	56630	63254	61674	69108	78364

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	7625	8562	9703	11118	12588
净利润	5629	7504	9559	10818	12505
折旧摊销	2381	2559	2658	2796	2915
财务费用	(239)	(128)	(100)	(100)	(100)
投资收益	1	61	(330)	(330)	(330)
营运资金变动	(342)	(1775)	(2083)	(2066)	(2401)
其它	194	341	0	0	0
投资活动现金流	(4449)	56	(3298)	(3298)	(3298)
资本支出	(4475)	(5481)	(3628)	(3628)	(3628)
其他投资	26	5537	330	330	330
筹资活动现金流	(2280)	(3358)	(12036)	(4598)	(4598)
借款变动	315	(1091)	(7439)	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	(3262)	(3393)	(4698)	(4698)	(4698)
其他	666	1125	100	100	100
现金净增加额	895	5260	(5631)	3223	4693

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	33161	39252	46709	54183	62852
营业成本	21424	25031	28726	33593	38968
营业税金及附加	240	286	340	395	458
营业费用	1539	1180	1401	1625	1886
管理费用	2486	2888	3270	3793	4400
研发费用	1403	1678	1868	2167	2514
财务费用	(687)	(655)	(100)	(100)	(100)
资产减值损失	(221)	(99)	0	0	0
公允价值变动收益	(2)	2	2	2	2
其他收益	263	400	400	400	400
投资收益	(6)	(72)	(72)	(72)	(72)
营业利润	6791	9075	11534	13040	15057
营业外收入	50	36	36	36	36
营业外支出	125	120	120	120	120
利润总额	6716	8991	11450	12955	14973
所得税	1087	1487	1890	2137	2468
少数股东损益	(0)	6	8	9	10
归属于母公司净利润	5629	7498	9552	10809	12495

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	18%	18%	19%	16%	16%
营业利润	20%	34%	27%	13%	15%
归母净利润	18%	33%	27%	13%	16%
获利能力					
毛利率	35.4%	36.2%	38.5%	38.0%	38.0%
净利率	17.0%	19.1%	20.4%	19.9%	19.9%
ROE	18.6%	22.3%	25.1%	24.8%	24.7%
ROIC	11.9%	14.7%	19.5%	21.3%	21.6%
偿债能力					
资产负债率	44.5%	43.6%	34.3%	32.5%	30.5%
净负债比率	24.9%	23.2%	11.7%	10.4%	9.2%
流动比率	2.2	2.0	2.9	3.1	3.4
速动比率	1.9	1.7	2.3	2.5	2.8
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.7	0.7	0.8	0.9
存货周转率	4.1	4.5	4.5	4.5	4.5
应收账款周转率	5.1	4.8	4.8	4.7	4.7
应付账款周转率	4.4	4.4	4.6	4.7	4.6
每股资料(元)					
EPS	2.16	2.87	3.66	4.14	4.79
每股经营净现金	2.92	3.28	3.72	4.26	4.82
每股净资产	12.04	13.68	15.54	17.88	20.87
每股股利	1.30	1.80	1.80	1.80	1.80
估值比率					
PE	28.4	21.4	16.8	14.8	12.8
PB	5.1	4.5	3.9	3.4	2.9
EV/EBITDA	20.7	15.9	11.9	10.7	9.4

资料来源：公司数据、招商证券

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。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，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，任何机构和个人均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。