

# 五维看福耀：极致专注，内外兼修

华泰研究

深度研究

2025年10月15日 | 中国内地/中国香港

玻璃

公司是全球领先的汽车玻璃龙头，自成立以来专注于该领域的创新拓展，市场份额持续提升。公司通过技术领先和快速反应战略创造客户价值，我们通过五个维度对公司的长期成长进行了分析，继续看好公司产品升级和精益制造驱动的可持续增长。公司新一轮资本开支项目即将集中投产，产能优势更加突出，而公司21年以来净负债率持续为负，本轮资本开支周期结束后公司自由现金流将进一步改善，分红水平有望提升，维持“买入”。

## 一维壁垒：极致专注汽车玻璃，二维份额：海外提升大有可为

公司深耕中国，但凭借优异的规模效应、持续的研发创新和精细化管理，全球市场份额有望长期提升。我们测算公司2024年在汽车玻璃 OEM 国内市场份额约70%，美国份额约43%，欧洲从2022年以前的15%提升至20%以上，是推动公司近年增长的重要因素。公司单个工厂投入产出比高于圣戈班、AGC和NSG等竞争对手，未来有望加快提升对其主导市场的渗透。公司通过海外本地设厂等方式加大对成熟市场的份额获取，其美国工厂投产后持续爬坡，1H25收入39亿，归母净利4.3亿元，分别同比+20%/+12%。

## 三维 ASP：全球新四化趋势提速，高端品放量推升 ASP

2020年以来，全球新能源车强劲增长，汽车“新四化”（电动化、智能化、网联化和共享化）开始加速渗透和提升，福耀积极推动智能全景天幕玻璃、可调光玻璃和抬头显示玻璃等创新型产品的应用。公司1H25全景天幕玻璃等高附加值产品占比达到50.7%，同比+4.8pct，随着新能源车渗透率的提升和智能网联化加速，我们预计未来三年的占比每年仍有望提升约4-5pct。受益于高价值产品占比的提升，公司汽车玻璃毛利率有望向上突破，1H25汽车玻璃 ASP 同比+6%，毛利率同比+0.6pct 达到30.9%。

## 远期成长：四维保有量市场崛起、五维积极延伸铝饰件

中国汽车保有量和报废量加快提升，出口市场依然稳健，共同推动中国汽车销量稳健增长，并有望加快公司在后装 ARG 和前装 OEM 玻璃市场的全系列应用。公司国内福清及合肥生产基地预计2H25建成，将进一步提升出口及 ARG 市场份额。公司通过国内外并购的形式，快速完善汽车铝饰件产业链，基于产业链协同和客户资源优势，有望加快拓展延伸汽车铝饰市场。

## 与市场观点不同之处

市场担忧汽车销量波动和海外市场竞争会影响公司长期优质成长，我们认为：1) 单车玻璃消费量和 ASP 有望持续提升；2) 中国市场是公司基本盘，国内汽车销量有望稳健增长；3) 前瞻布局的视野及执行力、因地制宜的商业模式是公司出海的成功内核；4) 公司在研发费用率、资本开支强度、营业利润率等多项经营指标上明显领先竞争对手。

## 盈利预测与估值

基于公司全球市场份额和 ASP 提升较快，我们小幅上调公司25-27年 EPS 至3.80/4.27/4.97元（前值3.60/4.18/4.82元），上调公司 A/H 目标价至98.21元/89.15港元，基于23x/19x 26年 P/E，均较2017年以来平均值高1个标准差（前目标价76.08元/70.28港元，基于18x/15x 26年 P/E，与2017年以来均值一致），主要基于公司持续亮眼的业绩及分红提升潜力。

风险提示：汽车消费力度弱于预期，成本上升强于预期，汇率大幅波动及地缘政治风险。

|       | 600660 CH | 3606 HK  |
|-------|-----------|----------|
| 投资评级： | 买入(维持)    | 买入(维持)   |
| 目标价：  | 人民币：98.21 | 港币：89.15 |

**方晏荷** 研究员  
SAC No. S0570517080007 fangyanhe@htsc.com  
SFC No. BPW811 +(86) 755 2266 0892

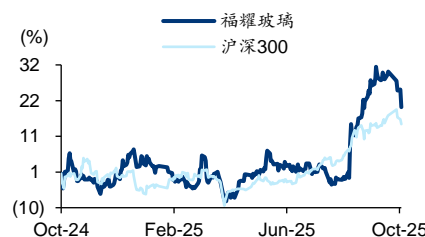
**宋亭亭** 研究员  
SAC No. S0570522110001 songtingting021619@htsc.com  
SFC No. BTK945 +(86) 21 2897 2228

**王玺杰\*** 研究员  
SAC No. S0570524110002 wangxijie@htsc.com  
+(86) 755 8249 2388

## 基本数据

| (人民币/港币)      | 600660 CH   | 3606 HK     |
|---------------|-------------|-------------|
| 收盘价(截至10月14日) | 66.64       | 72.10       |
| 市值(百万)        | 173,913     | 188,163     |
| 6个月平均成交额(百万)  | 819.69      | 161.59      |
| 52周价格范围       | 53.53-74.20 | 44.25-86.00 |

## 股价走势图



资料来源：Wind

## 经营预测指标与估值

| 会计年度(人民币)    | 2024   | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|--------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万)     | 39,252 | 45,122 | 52,435 | 60,635 |
| +/-%         | 18.37  | 14.96  | 16.21  | 15.64  |
| 归属母公司净利润(百万) | 7,498  | 9,913  | 11,135 | 12,968 |
| +/-%         | 33.20  | 32.21  | 12.33  | 16.46  |
| EPS(最新摊薄)    | 2.87   | 3.80   | 4.27   | 4.97   |
| ROE(%)       | 22.34  | 25.88  | 25.68  | 26.58  |
| PE(倍)        | 23.19  | 17.54  | 15.62  | 13.41  |
| PB(倍)        | 4.87   | 4.25   | 3.80   | 3.36   |
| EV EBITDA(倍) | 15.59  | 13.64  | 11.77  | 9.93   |
| 股息率(%)       | 2.70   | 3.58   | 4.03   | 4.69   |

资料来源：公司公告、华泰研究预测

## 盈利预测

### 资产负债表

| 会计年度 (人民币百万)   | 2023    | 2024   | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|----------------|---------|--------|--------|--------|--------|
| <b>流动资产</b>    | 33,536  | 36,403 | 37,122 | 39,725 | 45,191 |
| 现金             | 18,518  | 18,785 | 18,059 | 16,493 | 19,852 |
| 应收账款           | 8,811   | 10,891 | 11,757 | 14,562 | 15,873 |
| 其他应收账款         | 143.82  | 126.11 | 126.11 | 126.11 | 126.11 |
| 预付账款           | 316.53  | 305.46 | 305.46 | 305.46 | 305.46 |
| 存货             | 5,144   | 5,971  | 6,548  | 7,914  | 8,709  |
| 其他流动资产         | 603.30  | 325.41 | 325.40 | 325.41 | 325.41 |
| <b>非流动资产</b>   | 23,094  | 26,851 | 31,952 | 34,624 | 35,838 |
| 长期投资           | 181.54  | 441.49 | 441.49 | 441.49 | 441.49 |
| 固定投资           | 14,955  | 16,450 | 17,914 | 20,788 | 23,224 |
| 无形资产           | 1,316   | 1,601  | 1,992  | 2,167  | 2,134  |
| 其他非流动资产        | 6,641   | 8,359  | 11,604 | 11,227 | 10,038 |
| <b>资产总计</b>    | 56,630  | 63,254 | 69,074 | 74,349 | 81,029 |
| <b>流动负债</b>    | 15,103  | 17,989 | 18,585 | 18,949 | 19,653 |
| 短期借款           | 5,616   | 7,439  | 7,439  | 7,439  | 7,439  |
| 应付账款           | 5,523   | 5,803  | 6,399  | 6,764  | 7,467  |
| 其他流动负债         | 3,964   | 4,747  | 4,747  | 4,747  | 4,747  |
| <b>非流动负债</b>   | 10,116  | 9,580  | 9,580  | 9,580  | 9,580  |
| 长期借款           | 8,513   | 7,213  | 7,213  | 7,213  | 7,213  |
| 其他非流动负债        | 1,603   | 2,367  | 2,367  | 2,367  | 2,367  |
| <b>负债合计</b>    | 25,219  | 27,569 | 28,165 | 28,529 | 29,233 |
| 少数股东权益         | (14.86) | (8.80) | (0.78) | 8.22   | 18.71  |
| 股本             | 2,610   | 2,610  | 2,610  | 2,610  | 2,610  |
| 资本公积           | 9,701   | 9,701  | 9,701  | 9,701  | 9,701  |
| 留存公积           | 15,184  | 18,966 | 23,190 | 26,978 | 31,647 |
| 归属母公司股东权益      | 31,426  | 35,694 | 40,910 | 45,812 | 51,777 |
| <b>负债和股东权益</b> | 56,630  | 63,254 | 69,074 | 74,349 | 81,029 |

### 现金流量表

| 会计年度 (人民币百万)  | 2023     | 2024    | 2025E    | 2026E   | 2027E   |
|---------------|----------|---------|----------|---------|---------|
| <b>经营活动现金</b> | 7,625    | 7,625   | 9,889    | 8,844   | 13,292  |
| 净利润           | 5,629    | 7,498   | 9,913    | 11,135  | 12,968  |
| 折旧摊销          | 2,522    | 2,728   | 1,899    | 2,128   | 2,386   |
| 财务费用          | 687.40   | 654.72  | 1,089    | 628.60  | 675.65  |
| 投资损失          | (0.86)   | (60.68) | (6.00)   | (6.00)  | (6.00)  |
| 营运资金变动        | (716.14) | (2,049) | (847.87) | (3,806) | (1,403) |
| 其他经营现金        | (497.52) | (1,146) | (2,158)  | (1,236) | (1,329) |
| <b>投资活动现金</b> | (4,449)  | 55.73   | (7,006)  | (4,806) | (3,606) |
| 资本支出          | (4,382)  | (5,379) | (7,000)  | (4,800) | (3,600) |
| 长期投资          | 10.00    | 0.00    | 0.00     | 0.00    | 0.00    |
| 其他投资现金        | (76.48)  | 5,434   | (6.00)   | (6.00)  | (6.00)  |
| <b>筹资活动现金</b> | (2,280)  | (3,358) | (3,609)  | (5,605) | (6,327) |
| 短期借款          | (2,606)  | 1,823   | 0.00     | 0.00    | 0.00    |
| 长期借款          | 5,506    | (1,300) | 0.00     | 0.00    | 0.00    |
| 普通股增加         | 0.00     | 0.00    | 0.00     | 0.00    | 0.00    |
| 资本公积增加        | 0.00     | 0.00    | 0.00     | 0.00    | 0.00    |
| 其他筹资现金        | (5,180)  | (3,881) | (3,609)  | (5,605) | (6,327) |
| 现金净增加额        | 895.30   | 4,322   | (725.34) | (1,567) | 3,359   |

资料来源:公司公告、华泰研究预测

### 利润表

| 会计年度 (人民币百万)  | 2023     | 2024     | 2025E    | 2026E    | 2027E    |
|---------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| <b>营业收入</b>   | 33,161   | 39,252   | 45,122   | 52,435   | 60,635   |
| 营业成本          | (21,424) | (25,031) | (28,194) | (32,571) | (37,438) |
| 营业税金及附加       | (239.90) | (285.99) | (328.76) | (382.04) | (441.78) |
| 营业费用          | (1,539)  | (1,180)  | (1,128)  | (1,311)  | (1,516)  |
| 管理费用          | (2,486)  | (2,888)  | (3,204)  | (3,670)  | (4,244)  |
| 财务费用          | 687.40   | 654.72   | 1,089    | 628.60   | 675.65   |
| 资产减值损失        | (222.42) | (111.65) | (110.00) | (105.00) | (100.00) |
| 公允价值变动收益      | (1.66)   | 1.94     | 1.94     | 3.00     | 4.00     |
| 投资净收益         | (5.51)   | (71.97)  | (55.00)  | (40.00)  | (35.00)  |
| <b>营业利润</b>   | 6,069    | 8,188    | 10,372   | 12,298   | 14,448   |
| 营业外收入         | 49.84    | 35.91    | 39.50    | 43.45    | 47.80    |
| 营业外支出         | (125.00) | (120.00) | (114.00) | (108.30) | (102.89) |
| <b>利润总额</b>   | 6,716    | 8,991    | 11,887   | 13,352   | 15,550   |
| 所得税           | (1,087)  | (1,487)  | (1,966)  | (2,208)  | (2,571)  |
| <b>净利润</b>    | 5,629    | 7,504    | 9,921    | 11,144   | 12,978   |
| 少数股东损益        | (0.15)   | 6.06     | 8.01     | 9.00     | 10.48    |
| 归属母公司净利润      | 5,629    | 7,498    | 9,913    | 11,135   | 12,968   |
| EBITDA        | 8,551    | 11,064   | 12,697   | 14,852   | 17,260   |
| EPS (人民币, 基本) | 2.16     | 2.87     | 3.80     | 4.27     | 4.97     |

### 主要财务比率

| 会计年度 (%)          | 2023    | 2024    | 2025E  | 2026E  | 2027E   |
|-------------------|---------|---------|--------|--------|---------|
| <b>成长能力</b>       |         |         |        |        |         |
| 营业收入              | 18.02   | 18.37   | 14.96  | 16.21  | 15.64   |
| 营业利润              | 32.06   | 34.93   | 26.67  | 18.57  | 17.48   |
| 归属母公司净利润          | 18.37   | 33.20   | 32.21  | 12.33  | 16.46   |
| <b>获利能力 (%)</b>   |         |         |        |        |         |
| 毛利率               | 35.39   | 36.23   | 37.52  | 37.88  | 38.26   |
| 净利率               | 16.98   | 19.10   | 21.97  | 21.24  | 21.39   |
| ROE               | 18.63   | 22.34   | 25.88  | 25.68  | 26.58   |
| ROIC              | 19.03   | 22.12   | 24.29  | 24.50  | 25.91   |
| <b>偿债能力</b>       |         |         |        |        |         |
| 资产负债率 (%)         | 44.53   | 43.58   | 40.78  | 38.37  | 36.08   |
| 净负债比率 (%)         | (13.97) | (11.58) | (8.33) | (4.02) | (10.04) |
| 流动比率              | 2.22    | 2.02    | 2.00   | 2.10   | 2.30    |
| 速动比率              | 1.88    | 1.69    | 1.65   | 1.68   | 1.86    |
| <b>营运能力</b>       |         |         |        |        |         |
| 总资产周转率            | 0.62    | 0.65    | 0.68   | 0.73   | 0.78    |
| 应收账款周转率           | 4.15    | 3.86    | 3.88   | 3.89   | 3.91    |
| 应付账款周转率           | 3.30    | 3.30    | 3.39   | 3.70   | 4.01    |
| <b>每股指标 (人民币)</b> |         |         |        |        |         |
| 每股收益(最新摊薄)        | 2.16    | 2.87    | 3.80   | 4.27   | 4.97    |
| 每股经营现金流(最新摊薄)     | 2.92    | 2.92    | 3.79   | 3.39   | 5.09    |
| 每股净资产(最新摊薄)       | 12.04   | 13.68   | 15.68  | 17.55  | 19.84   |
| <b>估值比率</b>       |         |         |        |        |         |
| PE (倍)            | 30.89   | 23.19   | 17.54  | 15.62  | 13.41   |
| PB (倍)            | 5.53    | 4.87    | 4.25   | 3.80   | 3.36    |
| EV EBITDA (倍)     | 20.03   | 15.59   | 13.64  | 11.77  | 9.93    |

## 正文目录

|                              |    |
|------------------------------|----|
| 投资要点 .....                   | 6  |
| 与市场观点不同之处 .....              | 7  |
| 成长复盘：专注笃行，厚积薄发 .....         | 8  |
| 一看：极致专注构建核心壁垒 .....          | 11 |
| 专注汽车玻璃，研发和投资更为聚焦 .....       | 11 |
| 深耕中国，享受市场布局红利 .....          | 12 |
| 精细化管理产效突出，规模投资管控出色 .....     | 13 |
| 二看：海外及 ARG 市场份额长期有提升空间 ..... | 15 |
| 三看：高端品放量推升 ASP 和利润率提升 .....  | 18 |
| 四看：首购、换新及出口推动汽车市场稳增长 .....   | 23 |
| 五看：内外并购积极探索铝饰件业务 .....       | 26 |
| 盈利预测和估值 .....                | 29 |
| 风险提示 .....                   | 33 |

## 图表目录

|                                       |    |
|---------------------------------------|----|
| 图表 1：“新四化”趋势下福耀玻璃成长逻辑梳理 .....         | 7  |
| 图表 2：福耀玻璃股价和发展历程复盘 .....              | 8  |
| 图表 3：福耀玻璃收入 vs 中国和全球汽车产量 .....        | 10 |
| 图表 4：福耀玻璃海外收入和毛利润占比 .....             | 10 |
| 图表 5：福耀玻璃毛利润 vs 中国和全球汽车产量 .....       | 10 |
| 图表 6：福耀玻璃核心净利润 vs. 中国和全球汽车产量 .....    | 10 |
| 图表 7：福耀玻璃和主要竞争对手全球汽车玻璃业务收入 .....      | 11 |
| 图表 8：福耀玻璃和主要竞争对手汽车玻璃业务经营性利润 .....     | 11 |
| 图表 9：汽车玻璃收入占集团收入比重(2024 年) .....      | 11 |
| 图表 10：旭硝子各主营业务板块收入占比(2024 年) .....    | 11 |
| 图表 11：圣戈班各主营业务板块收入占比(2024 年) .....    | 12 |
| 图表 12：板硝子各主营业务板块收入占比(2024 年) .....    | 12 |
| 图表 13：福耀玻璃和竞争对手汽玻业务的研发投入比较 .....      | 12 |
| 图表 14：福耀玻璃和竞争对手汽玻业务的资本开支比较 .....      | 12 |
| 图表 15：汽玻企业中国基地辐射汽车产量占比(2024 年) .....  | 13 |
| 图表 16：历年中国和全球(除中国外)其他地区汽车产量及同比 .....  | 13 |
| 图表 17：福耀玻璃在中国国内的产能布局 .....            | 13 |
| 图表 18：汽车玻璃项目投资额和产能规模 .....            | 14 |
| 图表 19：福耀玻璃和主要竞争对手单厂收入比较(2024 年) ..... | 14 |
| 图表 20：福耀玻璃和主要竞争对手汽车玻璃营业利润率比较 .....    | 14 |

|                                             |    |
|---------------------------------------------|----|
| 图表 21: 福耀玻璃在各细分市场中的份额(OEM).....             | 15 |
| 图表 22: 公司海外及美国基地收入和占比 .....                 | 15 |
| 图表 23: 公司美国基地营业利润及占比 .....                  | 15 |
| 图表 24: 福耀美国投产以来营业能力稳步提升 .....               | 16 |
| 图表 25: 中国车辆用安全玻璃对美国出口金额 .....               | 16 |
| 图表 26: 中国车辆用安全玻璃对美国出口数量 .....               | 16 |
| 图表 27: 福耀玻璃和主要竞争对手分区域汽车玻璃收入比较(2024 年) ..... | 17 |
| 图表 28: 福耀玻璃全球汽车玻璃产能和下游市场布局 .....            | 17 |
| 图表 29: 汽车玻璃的价值演变规律 .....                    | 18 |
| 图表 30: 部分高附加值产品价值提升列举 .....                 | 19 |
| 图表 31: 典型高附加值产品在汽车玻璃业务收入中的占比 .....          | 19 |
| 图表 32: 福耀玻璃 ASP vs. 浮法原片价格 .....            | 19 |
| 图表 33: 全球主要地区新能源汽车保有量渗透率(纯电+插混) .....       | 20 |
| 图表 34: 公司收入增速与国内 OEM 汽玻量/价敏感性 .....         | 20 |
| 图表 35: 公司收入增速与海外 OEM 汽玻量/价敏感性 .....         | 20 |
| 图表 36: 公司核心净利润率国内 OEM 汽玻量/价敏感性 .....        | 20 |
| 图表 37: 公司核心净利润率海外 OEM 汽玻量/价敏感性 .....        | 20 |
| 图表 38: 公司核心净利润增速国内 OEM 汽玻量/价敏感性 .....       | 21 |
| 图表 39: 公司核心净利润增速国内 OEM 汽玻量/价敏感性 .....       | 21 |
| 图表 40: 汽车玻璃业务成本构成(2024 年).....              | 21 |
| 图表 41: 公司汽车玻璃单位成本及毛利 .....                  | 21 |
| 图表 42: 浮法玻璃能源成本 vs. 天然气价格 .....             | 22 |
| 图表 43: 浮法玻璃原料成本 vs. 纯碱价格 .....              | 22 |
| 图表 44: 人工成本同比 vs. CPI 同比.....               | 22 |
| 图表 45: 物流运输成本 vs. 集装箱出口运价指数 .....           | 22 |
| 图表 46: 美国新车上牌量 vs 人均保有量和人均 GDP.....         | 23 |
| 图表 47: 日本千人汽车保有量 vs 人均 GDP .....            | 23 |
| 图表 48: 德国新车上牌量 vs 人均保有量和人均 GDP.....         | 23 |
| 图表 49: 中国新车上牌量 vs 人均保有量和人均 GDP.....         | 23 |
| 图表 50: 历年汽车报废量推算 .....                      | 24 |
| 图表 51: 历年新车注册上牌量 .....                      | 24 |
| 图表 52: 中国年度汽车出口量及结构.....                    | 24 |
| 图表 53: 中国月度汽车出口量和同比增速 .....                 | 24 |
| 图表 54: 中国月度新能源乘用车出口量和同比增速 .....             | 25 |
| 图表 55: 门窗边缘的车身饰条与汽车玻璃具备高度协同性 .....          | 26 |
| 图表 56: 2021-2030 年中国新能源乘用车外饰件市场规模 .....     | 26 |
| 图表 57: 全球汽车车身饰条市场主要参与者及份额(2020 年).....      | 27 |
| 图表 58: 中国汽车车身饰条市场主要参与者及份额(2020 年).....      | 27 |
| 图表 59: 福耀玻璃与敏实集团毛利率比较 .....                 | 27 |
| 图表 60: 福耀汽车铝饰条的主要工艺流程及产业链配套.....            | 27 |



|                                      |    |
|--------------------------------------|----|
| 图表 61: 公司铝饰等其他主营业务收入及同比增速 .....      | 28 |
| 图表 62: 公司铝饰等其他主营业务毛利率及收入占比 .....     | 28 |
| 图表 63: 福耀玻璃汽车铝饰件主要在建项目梳理 .....       | 28 |
| 图表 64: 公司汽车玻璃业务预测 .....              | 29 |
| 图表 65: 公司浮法玻璃业务预测 .....              | 30 |
| 图表 66: 公司分业务收入及毛利率预测 .....           | 31 |
| 图表 67: 公司期间费用率预测 .....               | 31 |
| 图表 68: 2017 年以来福耀玻璃 A 股 P/E 走势 ..... | 32 |
| 图表 69: 2017 年以来福耀玻璃 H 股 P/E 走势 ..... | 32 |
| 图表 70: 福耀玻璃 PE-Bands .....           | 33 |
| 图表 71: 福耀玻璃 PB-Bands .....           | 33 |

## 投资要点

我们认为公司投资逻辑主要包括：**短期新一轮资本开支投建产能将陆续投放，有望推动经营业绩增长和分红提升，中长期看好全球市场份额和 ASP 持续提升兑现的优质成长。**短期看，公司国内合肥、福清等生产基地将于 2025 年末陆续投产，美国俄亥俄州高附加值汽车玻璃和伊利诺伊州浮法玻璃产能也正加快推进，我们认为公司新一轮资本开支将进入尾声，为未来三年成长提供产能支撑。另一方面，公司 2021 年以来净负债率持续为负，此轮资本开支收尾后，自由经营现金流有望进一步改善，为公司提升分红奠定基础。公司今年已进行中期派息每股 0.9 元（最近一次为 2018 年），对应派息比 49%，按公司 22-24 年每年派息比均不低于 60%，预计 25H2 派息仍有提升空间。

中长期来看，我们认为公司是全球领先的汽车玻璃龙头，自成立以来专注于该领域的技术研发和拓展，市场份额持续提升，并体现出超越行业的增长速度。公司在经历了 2010 年以前的国内深耕、2011-2019 年的国内外双轮驱动，目前正处于海外成长驱动的新阶段。我们在对比了全球主要汽车玻璃竞争对手的研发投入、资本开支、工厂产效和盈利能力后，继续看好福耀玻璃海外市场份额的提升、高附加值产品占比提升带动 ASP 上涨，公司有望兑现长期优质成长能力。

我们在本报告从五个维度分析了福耀玻璃的中长期成长逻辑，概括来说，聚焦在量价两个方面的增长上。具体而言：

**1. 量方面，海外成熟市场份额提升有望推动全球份额提升，中国国内汽车玻璃需求有望稳健增长。**公司通过技术领先和快速反应的品牌战略持续创造客户价值，2019 年以来海外收入占比稳定在 45%-50%，我们测算公司 2024 年在全球汽车玻璃市场的份额约 33%，其中前装玻璃 OEM 国内市场份额约 70%，美国份额约 43%，欧洲从 2022 年以前的 15% 左右提升至 20% 以上，是推动公司近年增长的重要因素。公司通过积极扩建美国工厂、在德国等欧洲国家设立总成工厂等，未来三年有望加强本地化服务能力、提升海外成熟市场产能。

从竞争能力看，我们测算比较了福耀玻璃与圣戈班 SGO、旭硝子 AGC 和板硝子 NSG 等全球汽车玻璃头部企业的不同经营指标，发现福耀玻璃在研发费用率、资本开支强度、单个工厂创收、营业利润率等指标方面均领先竞争对手，且福耀玻璃的高附加值产品占比和工厂智能数字化程度也更高。我们认为随着海外扩建产能投产和海外新能源汽车占比提升，公司有望加快提升对国际龙头企业主导的成熟市场渗透。

而在市占率已然较高的中国本土市场，我们认为中国的汽车工业仍有不小增长空间，推动公司汽车玻璃稳步增长。主要体现为三大支撑力：1) 对标欧美国千人汽车保有量和人均 GDP 等指标，我们认为中国的汽车首购需求尚未见顶；2) 中国首个新车消费高峰期 2008-2010 年的新车正在进入报废期，以旧换新等政策有望加速替换市场崛起；以及 3) 中国汽车出口仍然大有可为。

**2. 价方面，高附加值产品占比提升和铝饰件品类延伸有望推升盈利能力。**1) 公司一方面通过上下游一体化实现降本，尤其自供浮法玻璃原片保障了汽车玻璃产品质量和供应链安全，另一方面通过研发创新拓展全景天幕等高端汽车玻璃产品提升 ASP。2020 年以来，全球新能源车强劲增长，汽车“新四化”（电动化、智能化、网联化和共享化）开始加速渗透和提升，推动公司高附加值产品占比快速提升，1H25 达到 50.73%，我们预计 2025-2027 年的占比每年仍将提升约 4-5pct，并推动公司汽车玻璃毛利率向 33% 突破。

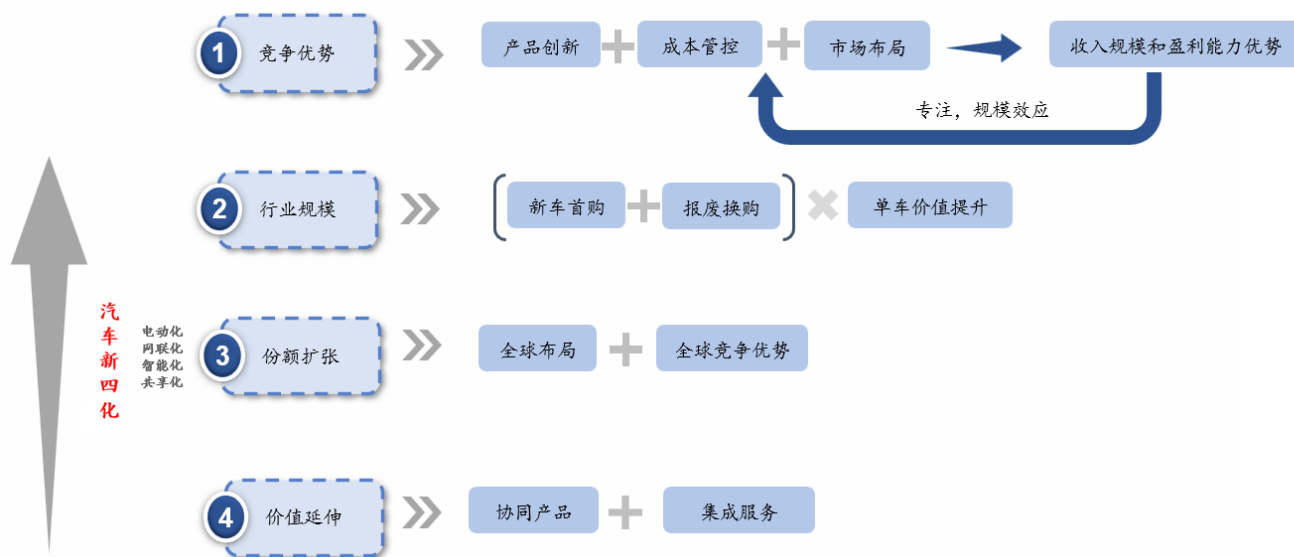
此外，公司积极延伸铝饰件等强协同性、高集成化品类，而铝饰龙头敏实集团的铝件及饰条毛利率较公司汽车玻璃毛利率更高，2021-1H25 平均高 3.9pct。公司向市场空间和盈利能力更高的品类延伸，2026 年有望集中投产部分相关产能，且前期收购的海外铝饰件资产盈利能力逐渐改善，有望共同推升公司综合盈利能力。

### 与市场观点不同之处

市场担忧汽车销量波动会影响公司长期优质成长。1) 虽然汽车销量确实会对公司经营产生阶段性扰动，但长期来看，公司国内外双轮驱动发展，能够明显提升公司经营韧性，公司2016年汽车玻璃销量首次突破1亿平米，2024年首次突破1.5亿平米，我们预计2027年有望达到2亿平米左右，增长速度有望加快；2) 单车玻璃消费量和ASP提升较汽车销售总量更重要，我们测算的单车玻璃消费量持续提升，而公司2021年以来ASP提升明显加快，2021-2024年年均增幅8.3%，高于2012-2024年的4.8%，未来随着新能源车“新四化”趋势提速，公司单车玻璃消费面积和ASP有望继续提升；3) 我们测算认为中国国内汽车玻璃销量和ASP是当前影响公司收入及盈利能力的更敏感因子，而公司长期深耕国内，在汽车玻璃销量和高端产品占比上领先其他竞争对手。此外，我们认为首购需求尚未见顶、换新周期和出口等三个因素有望共同推动中国汽车销量稳健增长，据中国汽车工业协会数据，2024年9M25中国汽车销量分别为3143.6/2436.3万辆，同比+4.5%/+12.9%。

市场担忧公司在欧美成熟市场的市占率能否继续提升。我们在本报告复盘总结了公司出海的成功经验，并从多个维度指标对比分析了福耀与其他海外竞争对手的优势。我们认为公司当前正处于海外产能扩张贡献的新成长阶段，公司在美国市场目前的成功主要得益于恰当时机地进行了本土化全产业链产能投资、持之以恒地深度服务好通用汽车等客户，以及领先的渠道铺设。而在欧洲市场，公司具有大众等长期客户基础，并采取了不同于美国的“以内供外”模式，即通过在中国工厂生产汽车玻璃半成品+欧洲本土化后道加工，避免了欧洲能源成本的大幅波动影响，并推动公司份额快速提升。因此，前瞻性布局的视野及执行力、因地制宜的商业模式是公司出海成功的经验内核，这也将成为公司进一步提升海外市占率的驱动力。此外，我们在深入对比了全球主要汽车玻璃企业在研发费用率、资本开支强度、单个工厂创收、营业利润率等方面指标后，认为福耀玻璃的领先优势明显，对公司提升欧美成熟市场份额有信心。

图表1：“新四化”趋势下福耀玻璃成长逻辑梳理



资料来源：公司公告，中国汽车工业协会，华泰研究

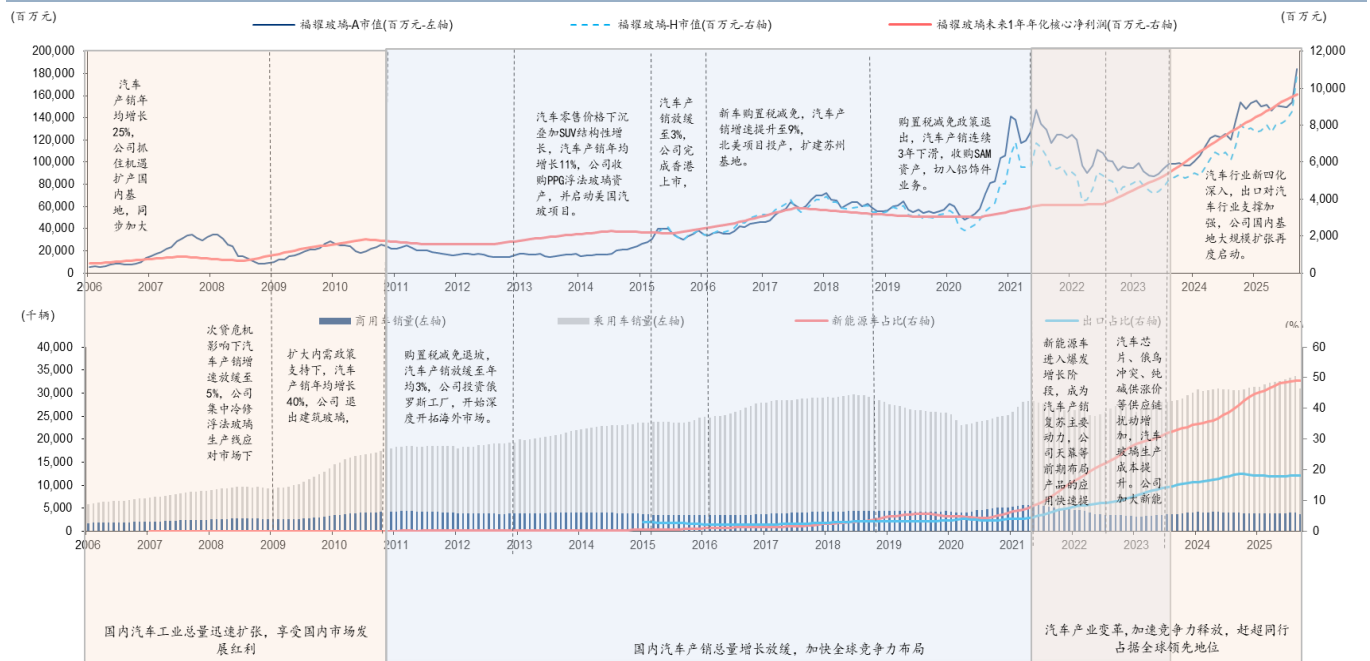
## 成长复盘：专注笃行，厚积薄发

我们结合福耀玻璃的公司发展、股价表现、盈利情况和行业背景，对福耀玻璃的成长之路进行了复盘。我们认为，公司至今为止的成功，既得益于时代的红利，又超越了时代的红利。凭借公司长期专注汽车玻璃产业的战略定力、全球化前瞻布局的视野、收放自如但言出法随的执行力以及润物细无声的精细化管理能力，公司不仅确立并巩固了国内汽车玻璃行业的龙头地位，也在近年赶超竞争对手，逐渐成长为全球汽车玻璃行业的领跑者。

2006年至今,根据行业背景和战略重心的不同,我们认为公司的发展主要经历了三个阶段:

1. 深耕国内，充分把握汽车发展红利。2010年以前，随着中国汽车产销总量，尤其是乘用车的快速增长，福耀玻璃将国内深耕作为发展重点。公司1993年6月于A股上市，逐渐确立了中国汽车玻璃行业的主导者地位。
2. 探索出海，国内外双轮驱动发展。2011-2019年，尽管国内汽车乘用车产销总量增长速度开始放缓，但公司逆势小幅扩张，并将国际化打造成公司战略发展方向。公司陆续在俄罗斯和美国投建了汽车玻璃工厂，并于2015年3月完成H股上市，为海外市场份额的快速提升奠定了良好的基础。
3. 2020年以来，全球汽车工业加速变革。新能源车出现了强劲的结构增长，汽车的“新四化”（电动化、智能化、网联化和共享化）开始加速和渗透深入，汽车出口对国内汽车产业的支撑作用提升。福耀玻璃紧抓变革机遇，快速跃升为全球汽车玻璃领跑者。

图表2：福耀玻璃股价和发展历程复盘



资料来源：公司公告，国家统计局，中国汽车工业协会，华泰研究

结合汽车行业周期、公司发展和股价表现，我们进一步做出以下详细梳理和总结：

2006年1月-2007年9月，汽车产销增长强劲，2006-2007年CAGR达25%。公司在北长春、南福清、西重庆和东上海的基础上，陆续投资建设了北京、荆门、增城等基地，完善了国内市场的布局。在此期间，福耀玻璃-A股价相对沪深300指数+123%。

2007年9月-2008年11月，美国次贷危机逐步扩散至全球，中国汽车2008年产量同比增速放缓至5%，其中2008年下半年负增长。公司陆续对吉林、福建和海南的浮法玻璃生产线进行放水冷修，以应对市场的下行。此阶段福耀玻璃-A股价相对沪深300指数-11%。

2008年11月-2010年1月，政府陆续出台了小排量汽车购置税减免、汽车下乡和以旧换新补贴等政策，2009-2010年中国汽车产量CAGR达到40%，2009年中国汽车玻璃销量成为全球第一。公司在此期间决定退出建筑玻璃市场、专注汽车玻璃业务，将福清第三条生产线改造为符合汽车玻璃需求的原片生产线、收购重庆浮法玻璃项目并出售了海南浮法玻璃项目，以更好支持汽车玻璃业务的发展。此阶段福耀玻璃-A股价相对沪深300指数+182%。

2010年1月-2012年11月，购置税减免等政策开始退坡，汽车产销增长放缓，2011-2012年国内汽车产量CAGR下行至3%。但公司继续聚焦汽车玻璃业务，在郑州、沈阳等地扩建汽车玻璃产能，并对到龄浮法玻璃生产线陆续进行升级改造，全面对标汽车玻璃原片需求。在国内市场增速放缓的同时，公司也开始迈出海外生产基地建设的第一步，俄罗斯项目在此期间启动。此阶段福耀玻璃-A股价相对沪深300指数+14%。

2012年11月-2014年6月，汽车终端零售价的下沉激发了购车需求，尤其是SUV的增长表现强劲，2013-2014年国内汽车CAGR提升至11%。公司继续加快海外生产基地布局，俄罗斯汽车玻璃项目在此期间建成投产。此外公司美国项目的布局启动，完成了对PPG在伊利诺伊州浮法玻璃生产线的收购，并开始筹备美国汽车工厂的投资建设。此阶段福耀玻璃-A股价相对沪深300指数+20%。

2014年6月-2015年12月，国内轿车需求开始见顶回落，商用车市场也受到房地产投资降速的影响收缩，国内汽车产量2015年同比增速放缓至3%。公司继续逆势扩张，启动了天津汽车玻璃生产基地的建设，并完成香港上市，为海外业务的发展提供了有力的支持。此阶段福耀玻璃-A相对沪深300指数+58%。

2015年12月-2017年9月，政府再次推出了汽车购置税减免政策，2016-2017年国内汽车产量的年均增长回升至9%。公司美国汽车玻璃项目建成投产，并在苏州扩建多元化一体化超级工厂。此阶段福耀玻璃-A股价相对沪深300指数+73%，福耀玻璃-H股价相对恒生综合指数+51%，期间公司前瞻P/E均值分别为12.1x/9.2x。

2017年9月-2020年3月，购置税减免政策逐步退坡，购车需求进入调整期，2018-2020年国内汽车产量出现连续3年回落，CAGR-5%。公司在此阶段放缓了规模扩张的速度，通过收购了德国SAM资产进入铝饰件行业。此阶段福耀玻璃-A股价相对沪深300指数-10%，福耀玻璃-H股价相对恒生综合指数-8%，期间分别对应公司前瞻P/E均值15.9x/14.3x。

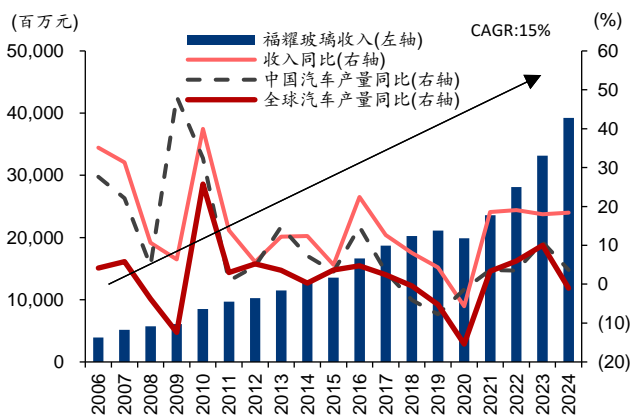
2020年3月-2021年1月，新能源乘用车进入高速增长期，成为汽车行业在疫情后复苏的首要动力。公司在高附加值产品上的前期投入开始见效，高附加值产品的占比开始出现快速提升的势头。在此期间福耀玻璃-A股价相对沪深300指数+171%，福耀玻璃-H股价相对恒生综合指数+159%，对应公司前瞻P/E均值分别为19.1x/13.6x。

2021年1月-2023年6月，新能源乘用车继续呈现强劲的结构增长，2021-2022年国内新能源乘用车的产量CAGR达到+133%，传统燃油车在此期间CAGR-5%，国内汽车总体产量CAGR+3%。公司启动了福清基地和美国基地扩建，加大全景天幕、镀膜和夹层边窗等高附加值产品的布局。然而，在汽车产销总量平稳增长、“新四化”加速开始的同时，芯片、天然气、纯碱、海外运输等产品的供给扰动对汽车玻璃的产销节奏和生产成本形成了更多扰动，对公司利润率产生了更多不利影响。期间福耀玻璃-A股价相对沪深300指数-14%，福耀玻璃-H股价相对恒生综合指数-0.3%，分别对应公司前瞻P/E均值22.9x/18.4x。

2023年6月至今，乘用车的“新四化”趋势深入，主机厂国内市场竞争加剧的同时，积极开拓海外市场，出口对国内汽车工业的支撑作用得到增强。公司启动了新一轮国内生产基地的建设，在福清和合肥分别扩建2000万平米和2600万平米汽车玻璃产能。截至25年9月30日，期间福耀玻璃-A股价较沪深300指数+102%，福耀玻璃-H股价较恒生综合指数+120%，对应公司前瞻P/E均值分别为14.5x/12.4x。

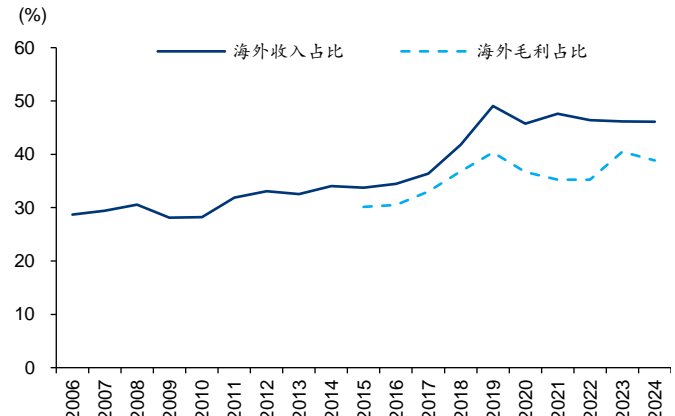
公司 2006-2024 年间的收入 CAGR 为 15%，期间资本开支 CAGR 为 8%，低于收入增长的速度，反映了公司资产周转率和投入产出比的高效提升。随着公司国际化步伐加快，公司 2013-2019 经历了海外收入占比的快速提升。不过 2020 年以来，由于国内汽车行业“新四化”的推进，以及换新政策的积极推进，使得国内汽车玻璃产品升级的速度和价格上涨速度快于海外市场，海外收入占比有所回落，但仍然保持在 46% 以上。同时，公司盈利的增长速度也强于收入增速，2006-2024 毛利润的 CAGR 为 16%，核心净利润(扣除了汇兑损益和资产处置收益等非经常性收入)的 CAGR 为 17%，体现了公司的高水平经营质量。由于汽车行业的周期属性，公司盈利增长的节奏同行业周期有一定关联，股价的波动也往往来源于这一周期性变化。但总体来看，无论公司收入、毛利润和核心净利润的增长总体优于中国和全球汽车产量的增长。

图表3：福耀玻璃收入 vs 中国和全球汽车产量



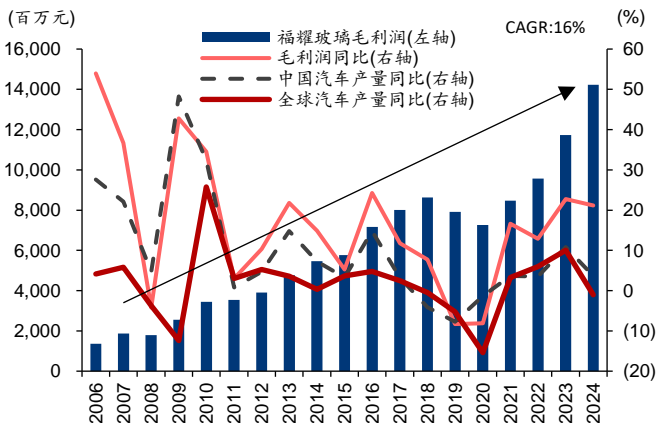
资料来源：公司公告，华泰研究

图表4：福耀玻璃海外收入和毛利润占比



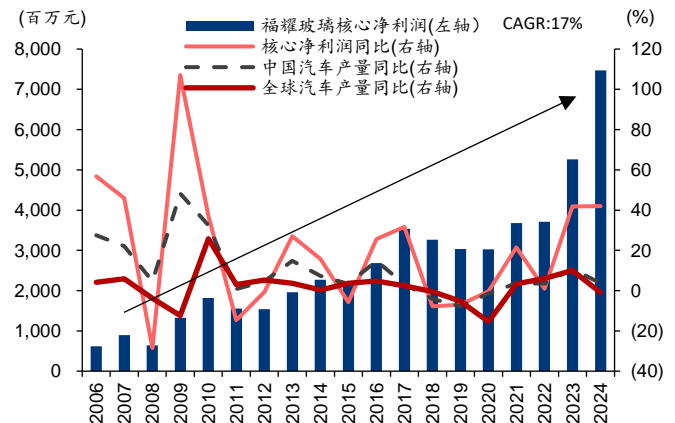
资料来源：公司公告，华泰研究

图表5：福耀玻璃毛利润 vs 中国和全球汽车产量



资料来源：公司公告，华泰研究

图表6：福耀玻璃核心净利润 vs. 中国和全球汽车产量



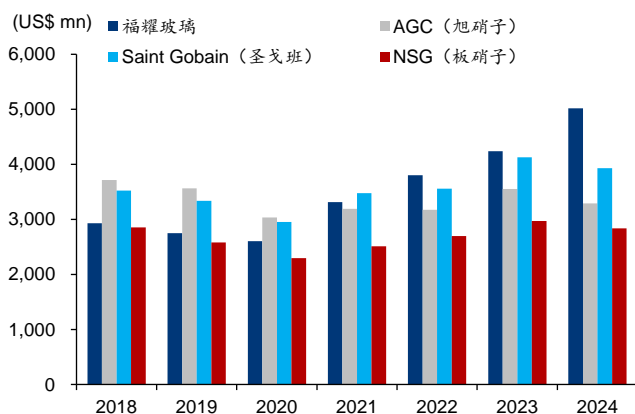
资料来源：公司公告，华泰研究

总结公司历史上分阶段股价及经营表现，我们认为福耀玻璃此前的前瞻性布局为公司至今的成功奠定了基础，实现了持续成长。公司自 2022 年起超越其他竞争对手，成为全球汽车玻璃收入和盈利能力均领先的企业。展望未来，我们认为这一势头仍将维持，本报告从五个维度对此进行了分析，并回答市场的重点关注：1) 公司竞争优势的来源及可持续性；2) 市场份额的提升空间；3) ASP 和成本端下降对利润率提升的影响；4) 汽车玻璃需求的内生长；5) 铝饰件业务的发展空间。我们认为，公司持续成长最核心的基本盘-竞争优势、行业规模的增长、市场份额的扩张以及产业链价值的延伸仍然较为扎实，我们继续看好公司延续优质成长。

## 一看：极致专注构建核心壁垒

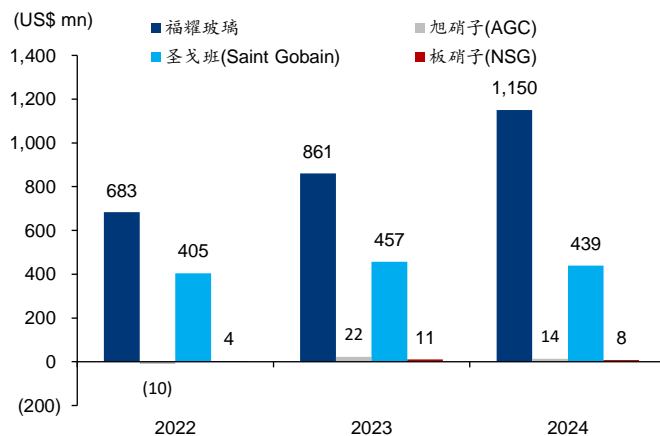
全球汽车玻璃市场来看，福耀玻璃、圣戈班、旭硝子、板硝子均是全球领先的汽车玻璃翘楚，2024年福耀玻璃在中国市场的份额超过70%，而在北美和欧洲市场，四家汽车玻璃企业的份额合计均在90%左右。从收入规模来看，2024年，福耀玻璃汽车玻璃业务收入357.1亿元，按年末汇率估算约50.2亿美元，以产品出厂价值计算，约占全球市场的30%，是全球汽车玻璃龙头企业。而更为突出的是，公司的盈利能力也明显领先于圣戈班、旭硝子和板硝子等全球主要竞争对手。我们认为三方面的不同之处构筑了福耀玻璃盈利能力的领先：1) 对汽车玻璃业务的极致专注；2) 市场布局相比于竞争对手更有优势；3) 投资端管控更加出色，工厂的综合产效更加突出。

图表7：福耀玻璃和主要竞争对手全球汽车玻璃业务收入



资料来源：公司公告，华泰研究

图表8：福耀玻璃和主要竞争对手汽车玻璃业务经营性利润

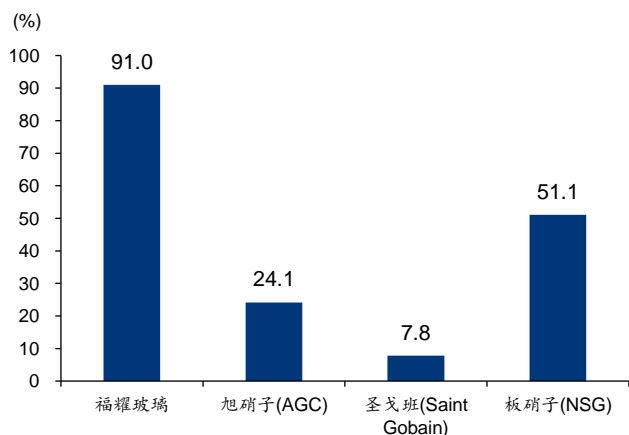


注：圣戈班未单独披露汽车玻璃业务经营性利润，此处以其汽车玻璃业务收入和HPS板块(汽车玻璃业务所在板块)的经营性利润率估算  
资料来源：公司公告，华泰研究

## 专注汽车玻璃，研发和投资更为聚焦

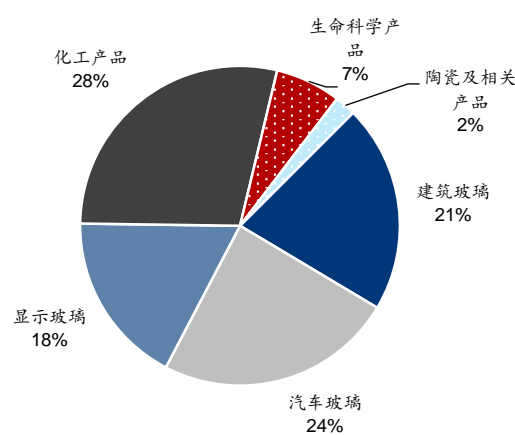
汽车玻璃业务是福耀玻璃的核心主业，2024年占公司总收入的91%。相比之下，主要竞争对手的多元化程度更高，2024年旭硝子、圣戈班、板硝子汽车玻璃业的收入占比分别为24.1%、7.8%、51.1%。从前文对福耀的成长复盘来看，公司2003年延伸汽车级浮法玻璃生产，2008年退出建筑浮法玻璃，全面聚焦研发生产汽车玻璃。

图表9：汽车玻璃收入占集团收入比重(2024年)



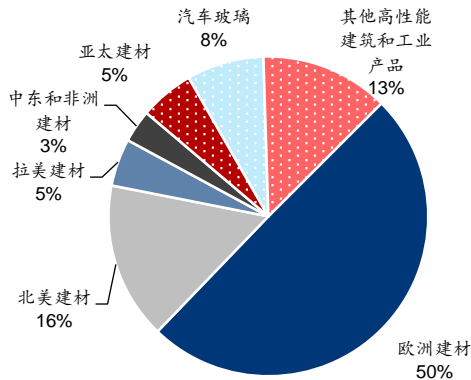
注：以上收入占比为占扣除内部抵销后的总收入，与主营收入占比略有差异。  
资料来源：公司公告，华泰研究

图表10：旭硝子各主营业务板块收入占比(2024年)



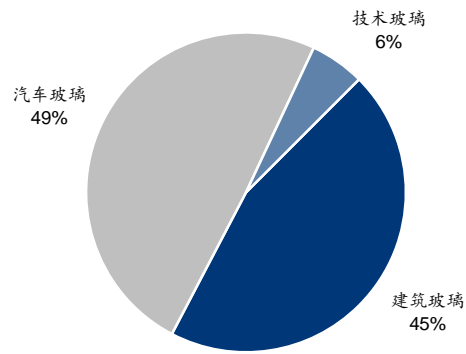
资料来源：公司公告，华泰研究

图表11: 圣戈班各主营业务板块收入占比(2024年)



资料来源:公司公告, 华泰研究

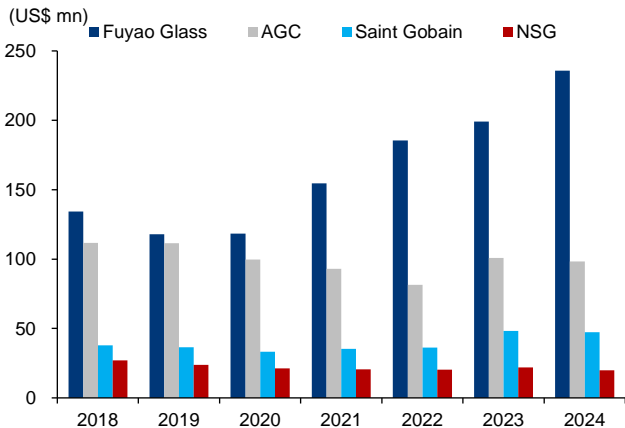
图表12: 板硝子各主营业务板块收入占比(2024年)



资料来源:公司公告, 华泰研究

2024年,福耀玻璃的研发投入2.4亿美元,2018-2024年占汽车玻璃收入比重均维持在4%-5%,明显高于竞争对手1%-3%的研发投入水平。公司2024年资本开支6.9亿美元,也明显高于三大主要竞争对手在汽车玻璃业务的投入,其他企业2021年以来在汽车玻璃业务领域的资本开支逐年减少或基本维持,这也是福耀玻璃全球市占率持续提升的重要因素。我们认为研发和资本开支的聚焦,有助于福耀玻璃将新产品开发、工艺升级、新市场布局等方面的优势进一步加以巩固和强化。

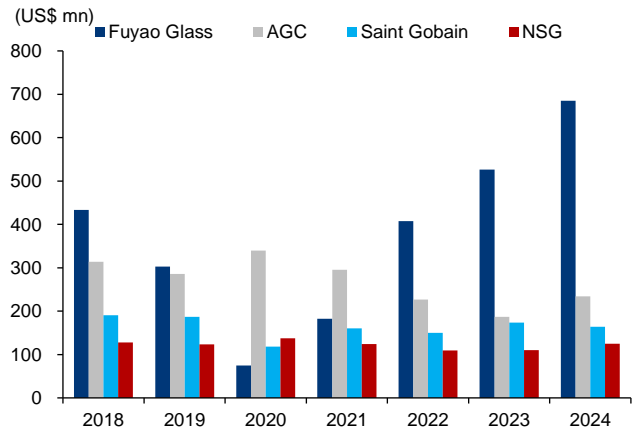
图表13: 福耀玻璃和竞争对手汽车玻璃业务的研发投入比较



注:圣戈班(Saint Gobain)未单独披露汽车玻璃业务的研发投入,此处以汽车玻璃收入占比和综合研发投入估算

资料来源:公司公告, 华泰研究

图表14: 福耀玻璃和竞争对手汽车玻璃业务的资本开支比较



注:圣戈班(Saint Gobain)未单独披露汽车玻璃业务的资本开支,此处以汽车玻璃收入占比和 High Performance Solutions (HPS) 板块的资本开支金额估算

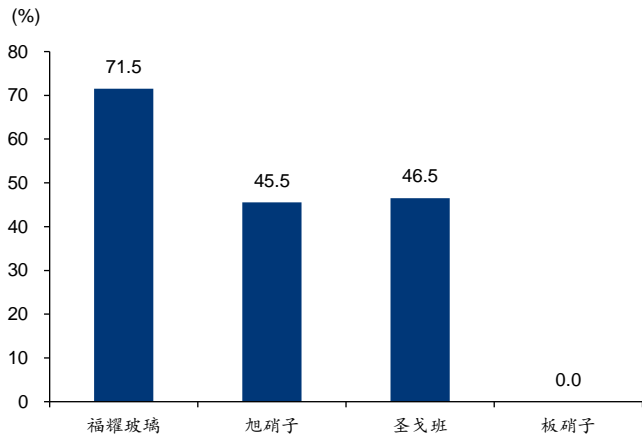
资料来源:公司公告, 华泰研究

## 深耕中国,享受市场布局红利

据我们统计,截至2024年末,福耀玻璃在中国市场的汽车玻璃生产基地布局最广,所处区域辐射了全国72%的汽车产量,使得公司得以服务全国几乎所有OEM客户。而作为对比,旭硝子和圣戈班在中国市场的基地布局所辐射的汽车产量占比分别为46%和47%,板硝子已于2022年重组整合中国国内的汽车玻璃业务,将其全资子公司NSG天津和NSG桂林的全部股权出售给上海耀皮康桥汽车玻璃公司,至此退出中国的直接生产,转而持有康桥汽玻29%股权。

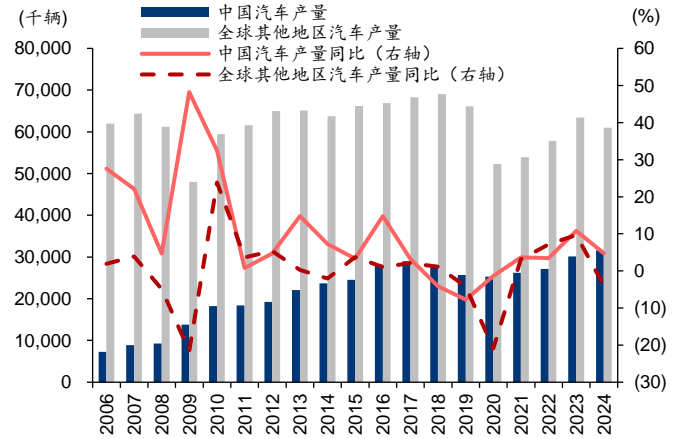
2006-2024年,中国汽车的年产量从728万辆提升至3156万辆,年均增长8.0%。而同期全球其他地区的年产量从6194万辆下降至6095万辆,减少约100万辆。考虑到中国市场仍相对较低的汽车保有量、中国汽车工业在“新四化”方面正逐步建立优势,我们认为中国市场的增长仍有望优于全球其他主要市场,福耀玻璃市场布局的红利仍有望得到维系。

图表15: 汽玻企业中国基地辐射汽车产量占比(2024年)



注: 我们以不同汽车玻璃企业在中国生产基地辐射区域内的汽车产量占比, 作为OEM客户配套率衡量指标, 其中京津冀、江浙沪、川渝均作为一个区域统计, 其他以各省为一个区域统计  
资料来源: 公司公告, 国家统计局, 华泰研究

图表16: 历年中国和全球(除中国外)其他地区汽车产量及同比



资料来源: 国际统计局, OICA, 华泰研究

图表17: 福耀玻璃在中国国内的产能布局



资料来源: 公司官网, 华泰研究

### 精细化管理产效突出, 规模投资管控出色

除了研发、规模以及产能区位优势, 我们认为精细化的工厂管理也是成就福耀玻璃竞争壁垒的重要因素。我们梳理了2011年以来福耀玻璃和主要竞争对手在汽车玻璃工厂方面的投资建设情况(以绿地项目为主), 我们认为公司在投资管控的表现总体比竞争对手更为出色。根据我们统计的样本项目推算, 福耀玻璃每套汽车玻璃产品的投资平均在432元/套, 较主要竞争对手低14%-23%。我们认为, 除了管理方面的严格把控, 公司对生产工艺以及装备的深刻理解也在其中发挥了重要作用。通过对部分核心设备的自研自制, 福耀玻璃可以更好的节省设备采购的费用。

图表18: 汽车玻璃项目投资额和产能规模

| 汽车玻璃项目               | 所属企业              | 投资额<br>百万元 | 产能<br>千套/年 | 单位投资<br>元/套 |
|----------------------|-------------------|------------|------------|-------------|
| 沈阳福耀(一期+二期)          | 福耀玻璃              | 430        | 1,500      | 287         |
| 天津弘德                 | 福耀玻璃              | 1,245      | 4,000      | 311         |
| 福耀玻璃(苏州)             | 福耀玻璃              | 1,364      | 4,000      | 341         |
| 美国汽车玻璃项目             | 福耀玻璃              | 3,555      | 5,500      | 646         |
| 俄罗斯斯卡卢加汽车玻璃项目        | 福耀玻璃              | 455        | 1,300      | 350         |
| <b>福耀玻璃平均</b>        |                   |            |            | <b>432</b>  |
| 佛山艾杰旭                | 旭硝子(AGC)          | 530        | 1,000      | 530         |
| 苏州旭硝子扩建项目            | 旭硝子(AGC)          | 120        | 375        | 320         |
| AGC Induver JV       | 旭硝子(AGC)          | 816        | 1,100      | 742         |
| AGC - Villa de Reyes | 旭硝子(AGC)          | 369        | 800        | 462         |
| <b>旭硝子平均</b>         |                   |            |            | <b>560</b>  |
| 梅州圣戈班(一期+二期)         | 圣戈班(Saint Gobain) | 352        | 800        | 440         |
| 上海圣戈班升级项目            | 圣戈班(Saint Gobain) | 115        | 200        | 575         |
| 青岛圣戈班                | 圣戈班(Saint Gobain) | 246        | 400        | 614         |
| 武汉圣戈班(一期+二期)         | 圣戈班(Saint Gobain) | 154        | 250        | 617         |
| <b>圣戈班平均</b>         |                   |            |            | <b>525</b>  |
| NSG-Chmielow         | 板硝子(NSG)          | 810        | 1,700      | 476         |
| NSG-São Paulo        | 板硝子(NSG)          | 543        | 1,000      | 543         |
| <b>板硝子平均</b>         |                   |            |            | <b>501</b>  |

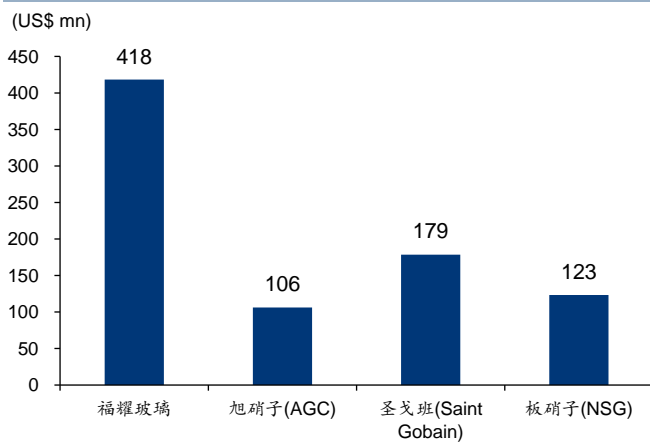
资料来源: 公司公告, 地方政府网站, 华泰研究

截至 2024 年末, 福耀玻璃在全球布局了 12 个汽车玻璃综合性工厂(福清、苏州、天津、重庆、荆门、郑州、上海、吉林、沈阳、广东、美国、俄罗斯), 2024 年单厂收入 4.2 亿美元。作为对比, 旭硝子/圣戈班/板硝子在全球分别布局了 31/22/23 个汽车玻璃工厂, 2024 年单厂收入分别为 1.1/1.8/1.2 亿美元。凭借更为优越的规模效应, 公司可以节省产品生产的频繁切换所带来的损耗、降低综合能耗物耗、更好地管控人员和管理成本。

此外, 虽然四大玻璃企业都基本实现了汽车级浮法玻璃原片的自供, 但福耀玻璃的高附加值产品收入占比领先同行, 1H25 超过了 50%, 而板硝子在其 2030 Vision 展望中, 规划高附加值产品 2027 年达到 30%。

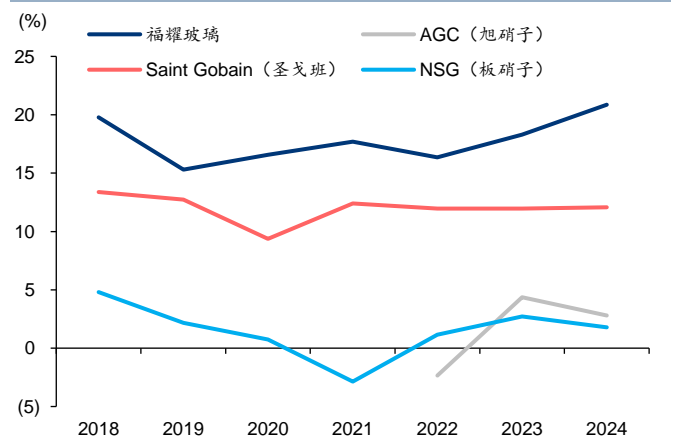
工厂投资管控的出色和产品结构的优化, 共同造就了福耀更高的盈利能力, 2018 年以来, 公司汽车玻璃营业利润率保持在 15% 以上, 位居四大汽车玻璃企业之首, 这也使得公司有更大信心和有能力增加对汽车玻璃的研发和资本投入, 进一步提升全球市场份额。

图表19: 福耀玻璃和主要竞争对手单厂收入比较(2024年)



资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表20: 福耀玻璃和主要竞争对手汽车玻璃营业利润率比较

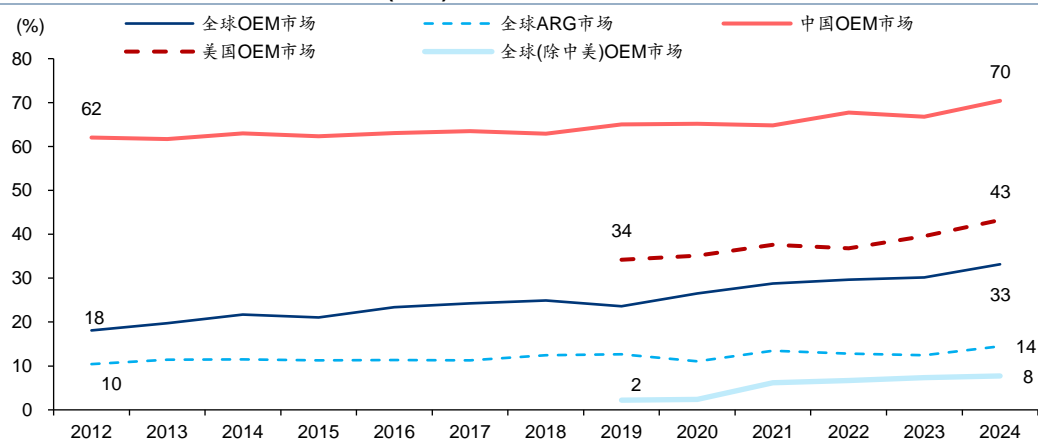


资料来源: 公司公告, 华泰研究

## 二看：海外及 ARG 市场份额长期有提升空间

尽管福耀玻璃 2024 年已经是全球汽车玻璃的龙头企业，我们测算其市场份额约 33%，但我们认为仍有较大提升空间。从各个细分市场的情况看，我们预计公司在中国 OEM（汽车新装玻璃）这一最重要的基本盘中的市场份额有望维持总体平稳。福耀和旭硝子在北美市场相对领先，而福耀在美国本土的工厂已经获得本土主机厂较为普遍的认可，我们预计随着扩产产能投放，公司在美国 OEM 市场有望维持较快的份额扩张速度。尽管圣戈班和板硝子在欧洲市场仍然领先，但我们认为福耀通过以内供外的模式逐渐成熟，未来中美以外的全球其他区域市场的份额提升有望获得加速。此外，尽管 ARG（售后替换玻璃）市场对公司整体成长的贡献幅度目前仍然相对较小，但我们预计中国 ARG 市场的更快成长有望使公司在全球 ARG 市场份额获得稳步的提升。

图表21：福耀玻璃在各细分市场中的份额(OEM)

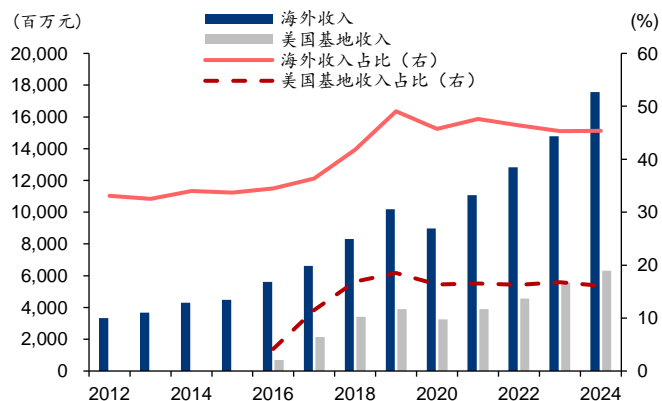


资料来源：OICA，中国汽车工业协会，公司公告，华泰研究测算

公司 2010 年以前就已奠定国内汽车玻璃的主导供应商地位，而近年在国内 OEM 市场的份额仍有小幅提升。我们测算公司 2024 年在中国 OEM 市场的份额约 70%，较 2012 年提升了 8 个百分点。公司安徽合肥新基地将于今年末陆续投产，我们预计将有望提升国内 OEM 市场的供应能力约 15%。

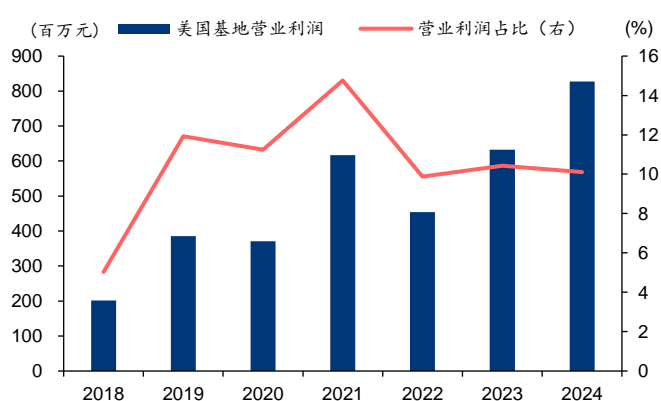
**美国工厂产能持续释放，收入利润稳步增长。**2012-2024 年公司海外收入由 33.3 亿元持续增长至 175.6 亿元（除 2020 年受疫情影响略有回落），海外收入占比也由 33.1% 提升至 45.3%，其中美国基地的投产为公司打开美国本土市场带来有力支撑。福耀玻璃美国有限公司成立于 2014 年，在美国俄亥俄州投资建设的汽车玻璃生产基地于 2016 年投产，并于次年实现盈亏平衡；二期投产后，美国工厂年设计产能达 550 万套，随着产能逐步释放，公司 2022-2024 年营业利润率保持在 10% 左右。

图表22：公司海外及美国基地收入和占比



资料来源：公司公告，华泰研究

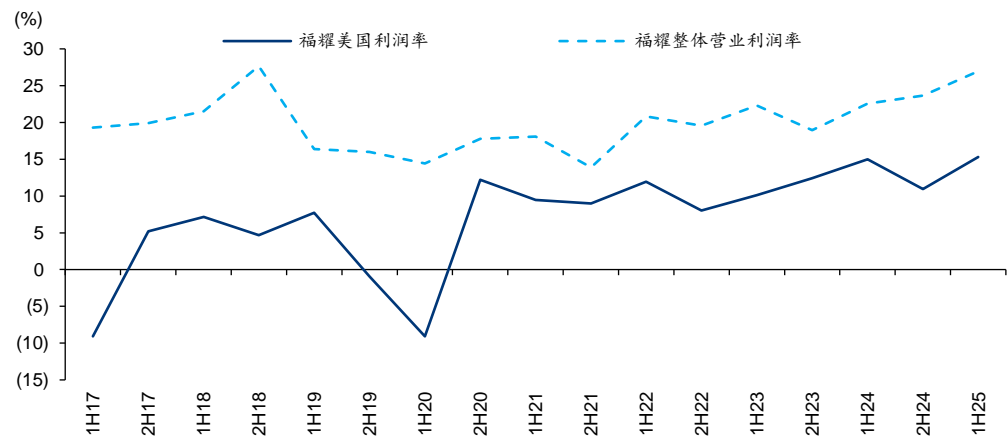
图表23：公司美国基地营业利润及占比



资料来源：公司公告，华泰研究

**高附加值新产能投产有望助力美国市场份额进一步提升。**随着美国俄亥俄州汽车玻璃工厂逐步爬坡，福耀玻璃近年在美国 OEM 市场的份额稳步提升。公司在 2021-2022 年陆续落实了一轮美国主机厂客户的报价上调，我们认为这也是公司美国市场的竞争力和市场地位的印证。随着美国项目接近满产，公司 2022 年启动了高附加值汽车玻璃产品（年产能 150 万套）的扩建计划，有望在 2025 年投产并逐步爬坡贡献产能。据公司 2025 年半年报，公司 1H25 福耀美国公司实现收入 38.5 亿元，营业利润 5.9 亿元，营业利润率为 15.3%，创历史最好水平，而旭硝子、板硝子 2024 年美洲区域的营业利润率均不足 5%。

**图表24：福耀美国投产以来营业能力稳步提升**



资料来源：公司公告，华泰研究

**关税扰动下本土化布局优势有望显现。**据海关总署数据，我们统计自 2016 年公司美国基地投产以来，我国直接出口至美国的车辆用安全玻璃（包括钢化及层压两种）总金额及总数量均呈下降趋势，其中 2024 年出口数量/金额分别为 9.5 万吨/15.6 亿元，相比 2015 年下降 37.2%/15.8%（金额降幅相对较小主要系单价整体呈提升趋势），也侧面反映出随着公司美国基地产能逐步释放，公司在美国市场销售的汽车玻璃逐步转为本土供应为主。2024 年公司美国子公司实现总收入 63.1 亿元，结合海关出口数据，我们预计当前公司由国内直接出口美国的汽车玻璃占公司美国市场销售的收入比例约 10%-20%，对应公司总收入的占比预计在 3%-5%，因此整体来看关税政策的扰动对公司总收入的影响有限。

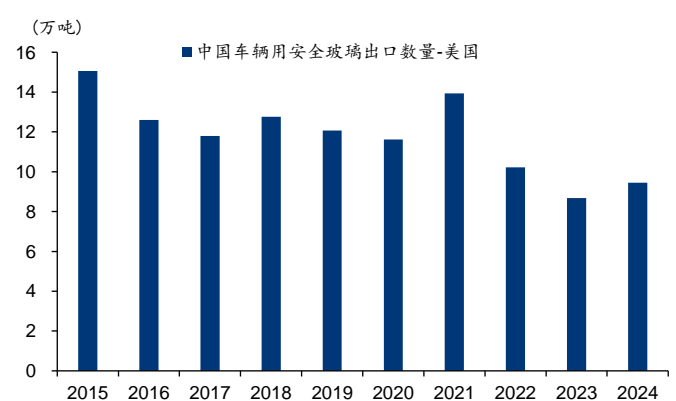
据我们统计，公司在北美市场的主要竞争对手中，旭硝子和板硝子分别在美国本土建有 2 个/5 个汽车玻璃工厂。旭硝子在墨西哥还有一个汽玻工厂，板硝子在加拿大和墨西哥各有 2 个/1 个汽玻工厂，圣戈班仅在墨西哥拥有 3 个汽玻工厂，但短期均无扩产规划，而加拿大和墨西哥在本次美国关税中同样受到较多扰动。由于福耀玻璃具备美国本土化汽车玻璃及浮法玻璃基地，且新产能投产在即，相比于其他竞争对手或将更加受益。

**图表25：中国车辆用安全玻璃对美国出口金额**



资料来源：海关总署，华泰研究

**图表26：中国车辆用安全玻璃对美国出口数量**

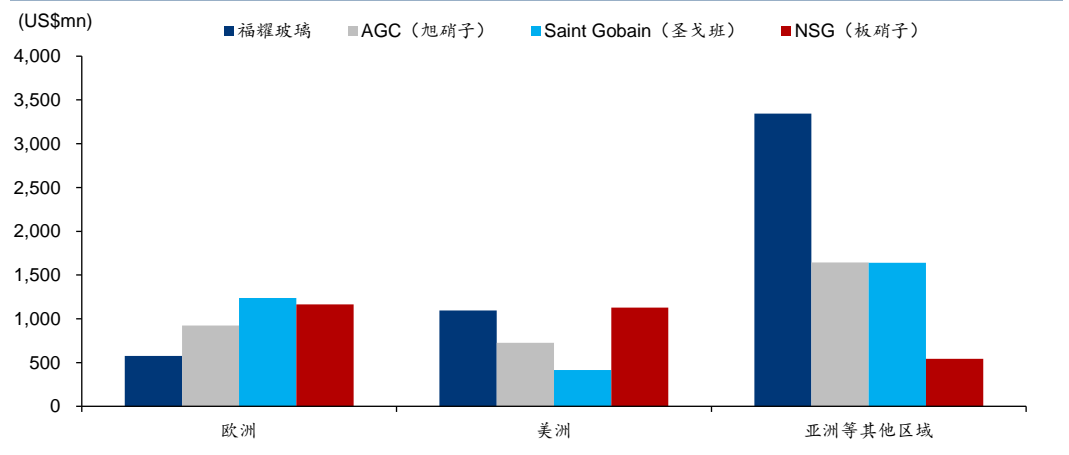


资料来源：海关总署，华泰研究

在中美市场以外，其他区域市场尤其欧洲的份额扩张近年来也开始成为福耀玻璃越来越重要的增长引擎。我们认为公司在美国市场成功成为市占率第一的汽车玻璃企业，主要得益于公司本土化的产能基地、以通用汽车为主的客户基础和领先的渠道铺设。而在中美以外的其他地区 OEM 市场，我们测算公司市场份额从 2019 年约 2% 已提升至 2024 年的 8%，其中欧洲本土 OEM 的突破是主要驱动力，我们测算公司在欧洲汽车玻璃市场的份额约 20%。尽管圣戈班、板硝子等汽车玻璃企业在欧洲均有超过 10 家的本地化工厂布局，市场份额也较福耀玻璃更大，但 2020 年以来，由于全球供应链扰动较此前更为频繁，欧洲浮法玻璃原片成本大幅上升，而通过中国工厂供应欧洲主机厂的“以内供外”的模式得到了更多的尝试和应用，为福耀玻璃扩大欧洲 OEM 市场的影响力创造了机遇。

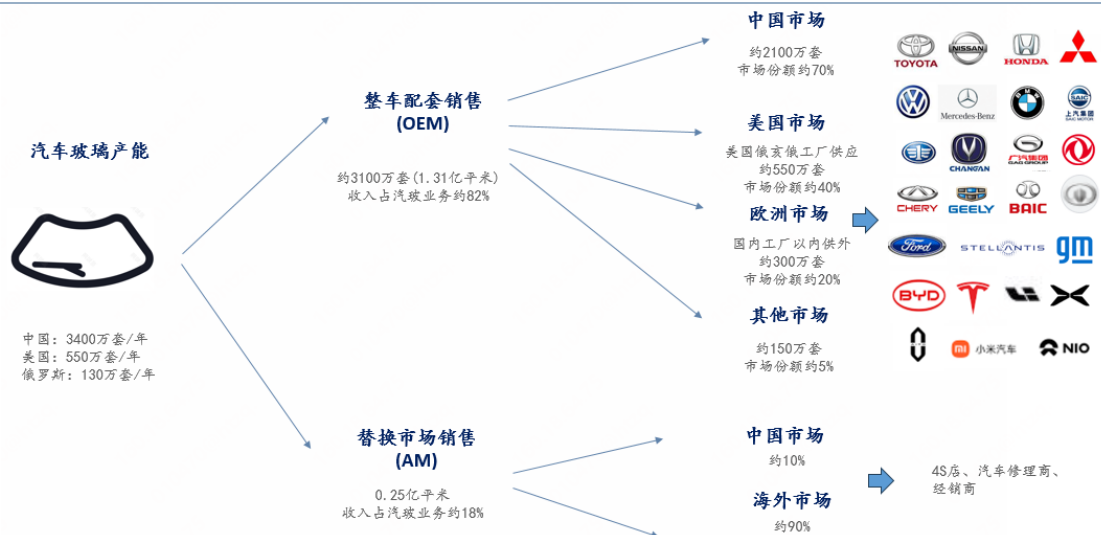
与在美国投资建设本土化产能不同，公司在中国国内生产汽车玻璃半成品，并在德国、匈牙利、斯洛伐克等欧洲国家设厂做增值加工（主要是注塑包边和附件安装），从而实现对汽车厂商本土化提供产品和服务。2024 年福耀玻璃启动了福清出口新基地的建设，计划总投资 32.5 亿元，建设 400 万套/年的智能车用安全玻璃项目，将成为全球最大的汽车玻璃出口基地，这一项目的逐步建成和爬坡有望为“以内供外”的模式提供更好的产能保障。而其他欧洲汽车玻璃企业，2021 年以来资本开支逐年减少，凭借公司在设计、开发、量产、运输、售后等诸多环节综合服务能力的优势，以及大众、标致等欧洲客户的基础，我们预计公司在欧洲 OEM 市场也有望再度复制成功。

图表27：福耀玻璃和主要竞争对手分区域汽车玻璃收入比较(2024 年)



注：圣戈班以最新可得的 2018 年占比估算，板硝子美洲区域收入为日本财年全美洲收入。  
资料来源：公司公告，华泰研究

图表28：福耀玻璃全球汽车玻璃产能和下游市场布局

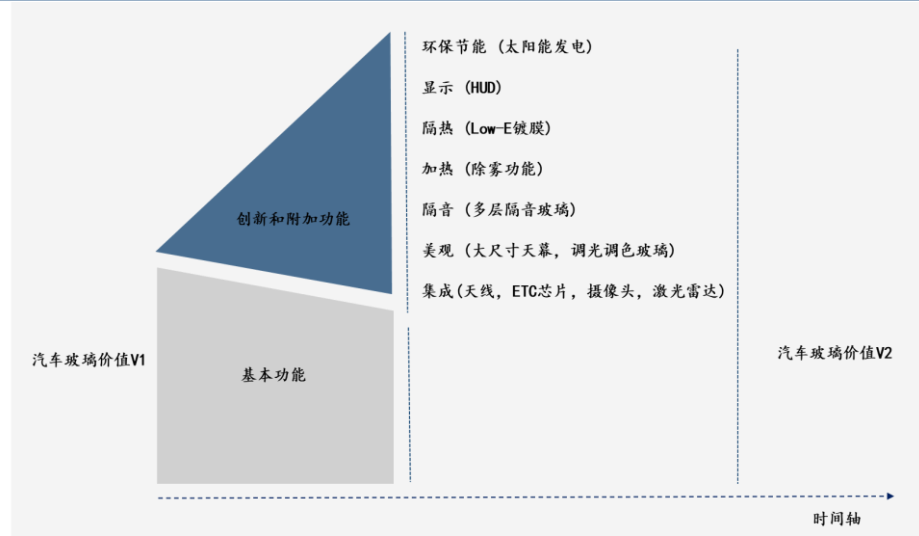


资料来源：公司定期报告，公司投资者关系活动记录表，华泰研究

### 三看：高端品放量推升 ASP 和利润率提升

汽车玻璃不仅为车内的人员提供了安全与庇护环境，也是驾驶员及乘客与车外环境进行沟通的重要媒介。随着社会生活水平的发展与提升，尤其是新能源汽车“新四化”的快速推进，承载于汽车玻璃的创新和改进也从未停歇，全景天幕、HUD 抬头显示玻璃、多层隔音玻璃和适用 ADAS 摄像头的前挡风玻璃等高附加值产品收入占福耀玻璃总收入的比例持续提升，并带动公司 ASP 快速提升。另一方面，原燃料、人工和物流运输成本是影响汽车玻璃 ASP 和利润率的主要成本要素，我们对此也进行了综合分析，认为福耀 2022 年以来产品端 ASP 的提升已经超越了成本驱动，且当前阶段国内汽车玻璃销量和 ASP 仍是影响公司收入及盈利能力的更敏感因子。

图表29：汽车玻璃的价值演变规律



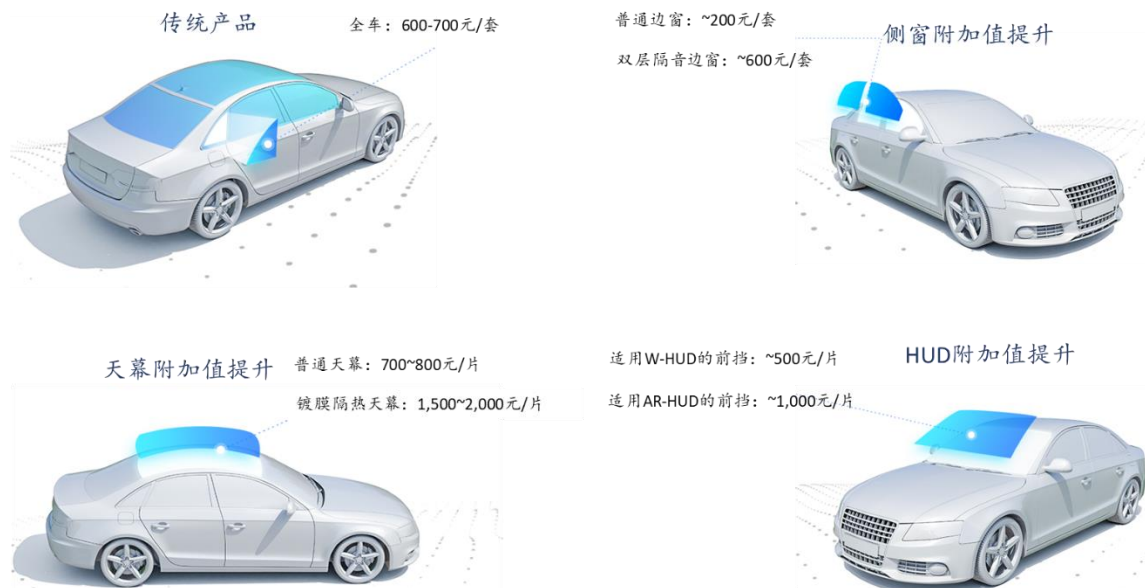
资料来源：华泰研究

在 2020 年以来加速的汽车电动化和智能化的浪潮中，汽车玻璃的功能升级不仅在其中扮演了重要角色，协助为主机厂进行功能赋能，相关新产品也享受了电动化和智能化的趋势，汽车玻璃价值提升的速度加快。天幕玻璃、双层侧窗、适用于抬头显示的 W/AR-HUD 前挡风玻璃、以及适配 ADAS 摄像头的前挡风玻璃，这些与汽车电动化和智能化有密切联系的典型产品，在越来越多的热销车型中得到应用。

根据我们的统计，传统汽车玻璃单车的价值在 600-700 元/套(通常包括了 1\*前挡风玻璃、1\*后挡风玻璃、4\*边窗、2\*三角侧窗)，面积一般在 4 平方米左右。若全部 4 片边窗升级为双层隔音边窗，单车价值增加约 400 元/套 (边窗价值从 200 元/套提升至 600 元/套)；若采用全景天幕，全车的汽车玻璃价值增加约 700-800 元/套，若在此基础上增加镀膜隔热的功能，增量价值提升至 1500-2000 元/套。若前挡风玻璃适配 W-HUD(成像面积小，显示信息较为有限)，单车的价值约 500 元/套，而若需适用 AR-HUD，其价值将提升至约 1000 元/套。因此，综合来看，若全部按照双层隔音边窗、镀膜隔热全景天幕和适配 AR-HUD 前挡风玻璃产品升级上限展望，我们认为将有望提升单车汽车玻璃的价值量约 2900-3400 元，是传统汽车玻璃单车价值的 5 倍。

此外，我们测算单辆汽车玻璃的面积从 20 世纪 50 年代的约 2.2m<sup>2</sup>上升到 2020 年约 4.2m<sup>2</sup>，随着单汽车玻璃面积的逐年增长，也带动了福耀集团营收的增加。未来随着汽车“新四化”的进一步推进，单车汽车玻璃应用面积有望继续提升。

图表30: 部分高附加值产品价值提升列举

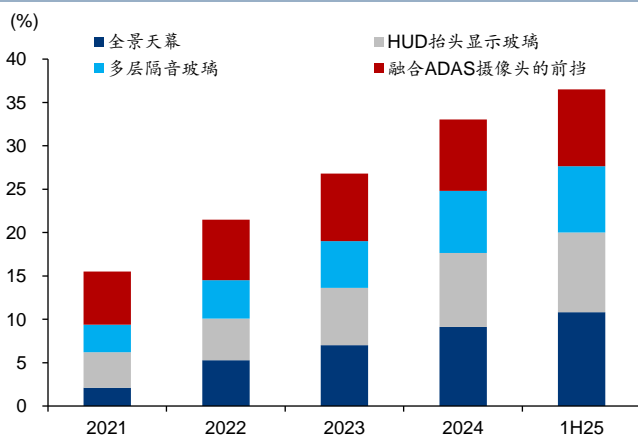


资料来源: 公司官网, 华泰研究

高附加值产品占比持续提升,“新四化”带动汽车玻璃 ASP 增长提速。从公司自身的情况来看,新产品渗透率的提升也在收入结构的演变中得到了体现。据公司年报及投资者关系活动记录表(20250829),公司1H25公司全景天幕、HUD 抬头显示玻璃、多层隔音玻璃和适用 ADAS 摄像头的前挡玻璃等高附加值产品收入占比 51%,同比+5pct。

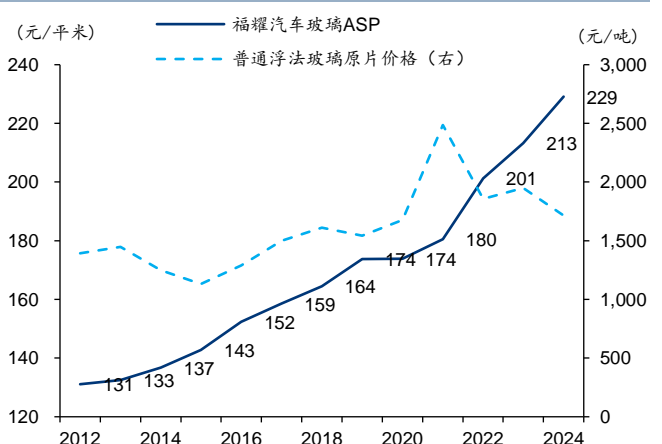
尽管汽车玻璃在产品外观形态上和普通浮法玻璃较为接近,但得益于个性化差异化的属性和附加值的不断提升,汽车玻璃的产品价格更少受到经济周期的扰动。2012-2024 年公司每平米汽车玻璃的销售价格(ASP)总体保持了逐年提升的态势,从 2012 年的 131 元/平米提升至 2024 年的 229 元/平米,年均增长 4.8%,且得益于汽车电动化和智能化推动的高附加值产品渗透率提升,2021 年公司汽车玻璃 ASP 增幅进一步提速,2021-2024 年的年均增幅达 8.3%,其中 2022 年以来,公司 ASP 提升趋势与浮法玻璃原片价格呈现相反走势,超越了传统的成本驱动加成定价模式,汽车玻璃的消费属性进一步提升。

图表31: 典型高附加值产品在汽车玻璃业务收入中的占比



资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表32: 福耀玻璃 ASP vs. 浮法原片价格

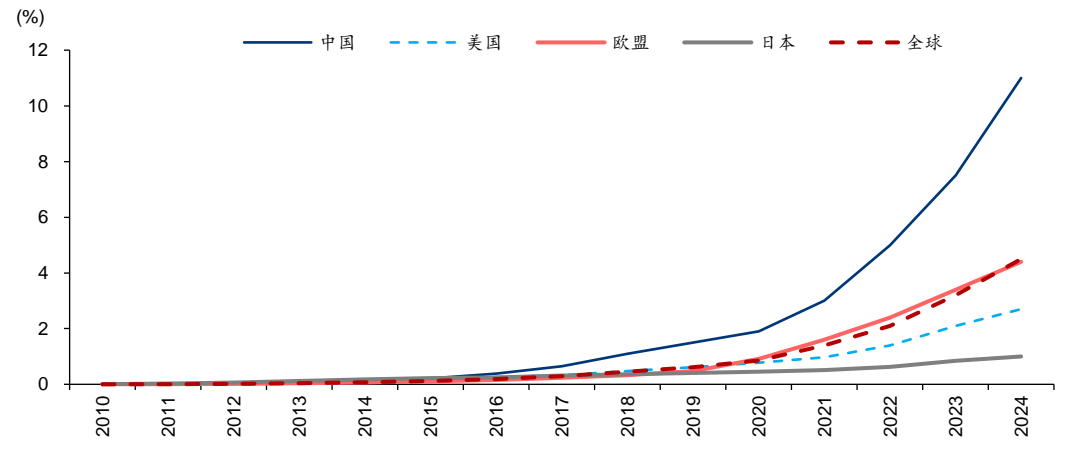


资料来源: 公司公告, 卓创资讯, 华泰研究

我们认为欧美等成熟市场的汽车电动化率如能更快提升,有望对公司 ASP 的增长带来更强的支撑。由于新能源车“新四化”的应用推广程度更高,因此新能源车的渗透率会影响汽车玻璃的 ASP 和市场空间。根据 IEA 的统计, 2024 年末中国的新能源车保有率 11.0%,领先于欧盟(4.4%)、美国(2.7%)和日本(1.0%)等其他主要市场,这也是福耀深耕中国国内市场的优势。2020 年以来, 欧盟和美国等成熟市场的电动化渗透率同样出现了加速增长的势

头，只是提升的速度仍慢于中国。但我们认为得益于中国相对领先的新能源车产业链和广阔的应用市场，福耀玻璃已在高端产品研发和应用上走在前列，未来有望在欧美电动化提速的趋势下取得更多市场份额和更高 ASP。

图表33：全球主要地区新能源汽车保有量渗透率(纯电+插混)



资料来源：IEA，华泰研究

综合前述分析，我们认为国内外汽车销量和汽车玻璃 ASP 是影响公司收入及净利润增长的重要因素之一，因此就公司国内外 OEM 市场的汽车玻璃 ASP 和销量进行敏感性分析。整体来看，国内汽车玻璃销量和 ASP 是当前影响公司收入及盈利能力的更敏感因子，这也再次验证了公司深耕国内发展决策的正确性；但随着公司海外收入占比的进一步提升，海外 ASP 提升对于加快公司收入及净利润增长日趋重要。

图表34：公司收入增速与国内 OEM 汽玻量/价敏感性

| 2025E 营收增速       |       | 国内 OEM 汽玻销量-同比 |       |       |       |       |
|------------------|-------|----------------|-------|-------|-------|-------|
|                  |       | 8.0%           | 9.0%  | 10.0% | 11.0% | 12.0% |
| 国内 OEM 汽玻 ASP 同比 | 6.1%  | 13.6%          | 14.1% | 14.7% | 15.2% | 15.7% |
|                  | 7.1%  | 14.2%          | 14.7% | 15.2% | 15.8% | 16.3% |
|                  | 8.1%  | 14.7%          | 15.2% | 15.8% | 16.3% | 16.9% |
|                  | 9.1%  | 15.2%          | 15.8% | 16.3% | 16.9% | 17.4% |
|                  | 10.1% | 15.8%          | 16.3% | 16.9% | 17.4% | 18.0% |

资料来源：华泰研究测算

图表35：公司收入增速与海外 OEM 汽玻量/价敏感性

| 2025E 营收增速       |      | 海外 OEM 汽玻销量 - 同比 |       |       |       |       |
|------------------|------|------------------|-------|-------|-------|-------|
|                  |      | 7.0%             | 8.0%  | 9.0%  | 10.0% | 11.0% |
| 海外 OEM 汽玻 ASP 同比 | 2.6% | 14.7%            | 14.9% | 15.2% | 15.4% | 15.7% |
|                  | 3.6% | 14.9%            | 15.2% | 15.5% | 15.7% | 16.0% |
|                  | 4.6% | 15.2%            | 15.5% | 15.7% | 16.0% | 16.3% |
|                  | 5.6% | 15.5%            | 15.7% | 16.0% | 16.3% | 16.5% |
|                  | 6.6% | 15.7%            | 16.0% | 16.3% | 16.5% | 16.8% |

资料来源：华泰研究测算

图表36：公司核心净利润率国内 OEM 汽玻量/价敏感性

| 2025E 归母净利润率     |       | 国内 OEM 汽玻销量-同比 |       |       |       |       |
|------------------|-------|----------------|-------|-------|-------|-------|
|                  |       | 8.0%           | 9.0%  | 10.0% | 11.0% | 12.0% |
| 国内 OEM 汽玻 ASP 同比 | 6.1%  | 20.5%          | 20.5% | 20.6% | 20.7% | 20.7% |
|                  | 7.1%  | 20.8%          | 20.8% | 20.9% | 21.0% | 21.0% |
|                  | 8.1%  | 21.0%          | 21.1% | 21.2% | 21.3% | 21.3% |
|                  | 9.1%  | 21.3%          | 21.4% | 21.5% | 21.6% | 21.6% |
|                  | 10.1% | 21.6%          | 21.7% | 21.8% | 21.8% | 21.9% |

资料来源：华泰研究测算

图表37：公司核心净利润率海外 OEM 汽玻量/价敏感性

| 2025E 归母净利润率     |      | 海外 OEM 汽玻销量 - 同比 |       |       |       |       |
|------------------|------|------------------|-------|-------|-------|-------|
|                  |      | 7.0%             | 8.0%  | 9.0%  | 10.0% | 11.0% |
| 海外 OEM 汽玻 ASP 同比 | 2.6% | 20.8%            | 20.8% | 20.9% | 20.9% | 21.0% |
|                  | 3.6% | 20.9%            | 21.0% | 21.0% | 21.1% | 21.1% |
|                  | 4.6% | 21.1%            | 21.1% | 21.2% | 21.2% | 21.3% |
|                  | 5.6% | 21.2%            | 21.3% | 21.3% | 21.4% | 21.4% |
|                  | 6.6% | 21.4%            | 21.4% | 21.5% | 21.5% | 21.6% |

资料来源：华泰研究测算

图表38: 公司核心净利润增速国内 OEM 汽玻量/价敏感性

| 2025E 归母净利润      |       | 国内 OEM 汽玻销量-同比 |       |       |       |       |
|------------------|-------|----------------|-------|-------|-------|-------|
| 增速               |       | 8.0%           | 9.0%  | 10.0% | 11.0% | 12.0% |
| 国内 OEM 汽玻 ASP 同比 | 6.1%  | 17.6%          | 18.6% | 19.5% | 20.5% | 21.4% |
|                  | 7.1%  | 19.9%          | 20.9% | 21.8% | 22.8% | 23.8% |
|                  | 8.1%  | 22.1%          | 23.1% | 24.1% | 25.1% | 26.1% |
|                  | 9.1%  | 24.4%          | 25.4% | 26.4% | 27.5% | 28.5% |
|                  | 10.1% | 26.7%          | 27.7% | 28.7% | 29.8% | 30.8% |

资料来源: 华泰研究测算

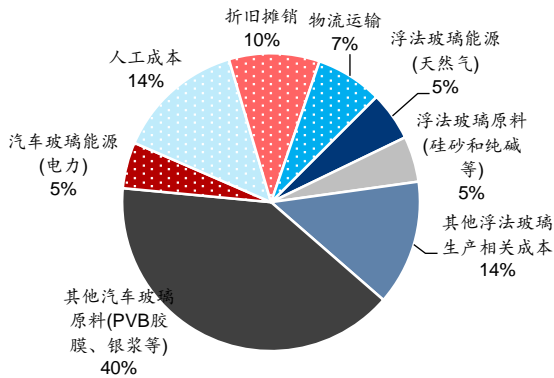
图表39: 公司核心净利润增速国内 OEM 汽玻量/价敏感性

| 2025E 归母净利润      |      | 海外 OEM 汽玻销量 - 同比 |       |       |       |       |
|------------------|------|------------------|-------|-------|-------|-------|
| 增速               |      | 7.0%             | 8.0%  | 9.0%  | 10.0% | 11.0% |
| 海外 OEM 汽玻 ASP 同比 | 2.6% | 20.7%            | 21.2% | 21.7% | 22.3% | 22.8% |
|                  | 3.6% | 21.8%            | 22.4% | 22.9% | 23.4% | 23.9% |
|                  | 4.6% | 23.0%            | 23.5% | 24.0% | 24.6% | 25.1% |
|                  | 5.6% | 24.1%            | 24.6% | 25.2% | 25.7% | 26.3% |
|                  | 6.6% | 25.2%            | 25.8% | 26.3% | 26.9% | 27.4% |

资料来源: 华泰研究测算

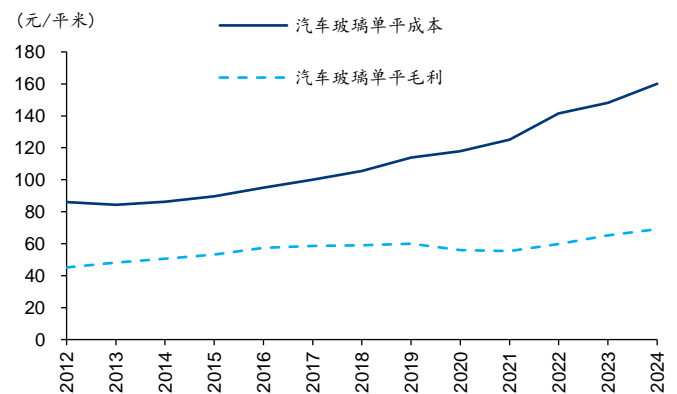
从公司汽车玻璃的成本构成来看, 2024 年与浮法玻璃相关的成本占比合计为 24%, 其中浮法玻璃原辅材料 (硅砂和纯碱等)、浮法玻璃能源 (天然气) 各占 5% 左右, 是影响浮法玻璃成本的主要因素。除浮法玻璃外, 其他汽车玻璃原辅材料 (PVB 胶膜、银浆等) 占比最大, 为 40%; 此外, 人工成本、折旧摊销、物流运输及其他占比分别为 14%、10%、7%。整体来看, 原燃料是汽车玻璃成本的主要构成, 因此主要原材料的价格的变化是影响公司成本的重要因素。

图表40: 汽车玻璃业务成本构成(2024 年)



资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表41: 公司汽车玻璃单位成本及毛利

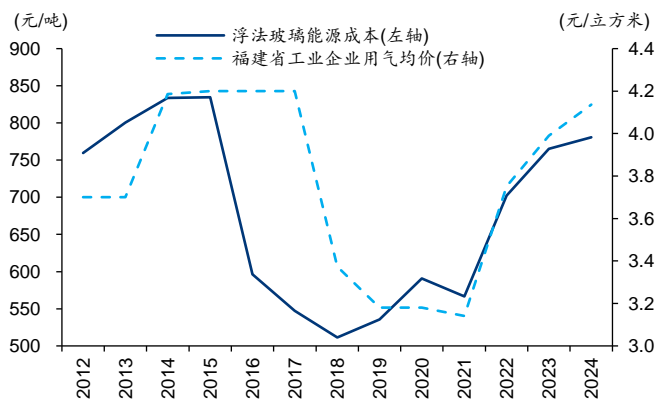


资料来源: 公司公告, 华泰研究

预计原材料、能源成本端压力延续相对宽松。具体来看, 据 Wind, 2012-2023 年华东地区纯碱主流市场均价从 1506 元/吨增长至 2736 元/吨, 而同期公司浮法玻璃原材料成本也由 486 元/吨增长至 778 元/吨, 期间两者的变化趋势基本相似, 纯碱的价格是造成浮法玻璃原材料成本变动的主要因素。2024 年以来, 随着上游的产能释放, 纯碱价格整体呈下行趋势, 24 年全国纯碱均价同比下降超 40%, 2025 年以来延续下行, 我们预计有望对公司成本端带来积极影响。

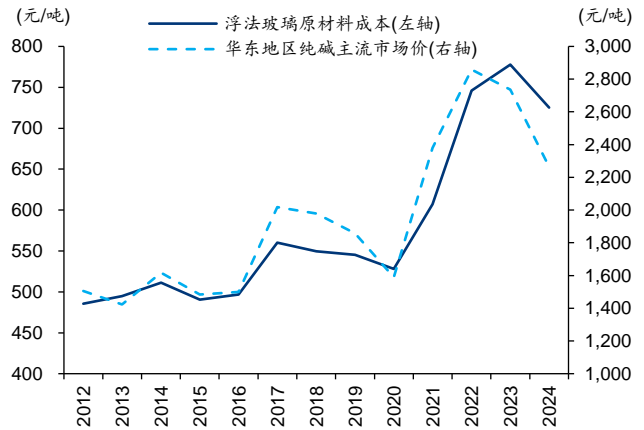
能源成本方面, 近年来浮法玻璃行业逐步推行天然气作为主要的燃料能源, 2012-2024 年公司浮法玻璃能源成本的波动趋势与福建省工业用气均价基本一致, 因此天然气的价格变动是影响公司能源成本的主要因素。另一方面, 汽车玻璃的加工使用到的能源主要是电力, 在成本中占比约为 5%, 但电价整体趋势变化不大。

图表42: 浮法玻璃能源成本 vs. 天然气价格



资料来源: 公司公告, 隆众资讯, 华泰研究

图表43: 浮法玻璃原料成本 vs. 纯碱价格



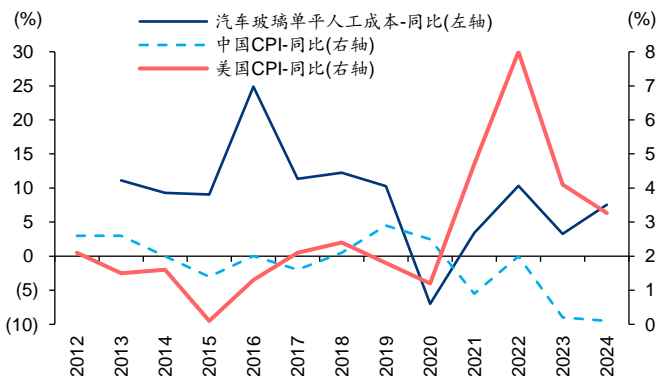
资料来源: 公司公告, 隆众资讯, 华泰研究

**海外本地化供应有望降低物流运输侧成本压力。**公司汽车玻璃运输物流及其他成本从2元/平方米升至12元/平方米(2012-2024年),一方面由于公司海外出口占比提升,另一方面2020年以来受国际形势动荡等因素影响集装箱出口运价指数大幅上涨,运价的提升是造成过去几年物流成本上升的主要因素,同时2024年公司包装费由销售费用转计入营业成本,导致公司24年其他成本有所上升。物流成本的飙升使得公司需要优化本地化产能布局(如美国、欧洲工厂)以缩短供应链,因此2022年公司宣布增加6.5亿美元投资美国,其中3亿美元用于汽车玻璃生产线扩产项目。25年3月,公司再次宣布对美国全资子公司增资4亿美元,用于建设一条汽车级浮法玻璃生产线。在物流费用及关税政策存在不确定性的背景下,公司前瞻布局美国工厂并持续扩充本土化产能,有望提升公司供应安全和高效,降低物流成本,进一步强化公司本土供应能力。

**数字智能化大幅赋能提升人效和产效。**2022年,福耀集团第一家以“灯塔工厂”为目标打造的数字化绿色工厂在沈阳建成投产,该工厂构建了拥有物流、采购、财务等六大功能的数字化服务系统,将复杂的大数据分析、现场管理、订单交付、物流周转等交给了大数据,从而实现供应商、承运商、客户、中转库的数字全贯通,实现了科学安排、实时监控的物流全过程数字化管理模式。在这座灯塔工厂里,福耀集团的生产线工人减少了近20%,但生产效率反而提升200%,每30秒就能生产一套天窗,且为工人创造了更“舒适”的环境。

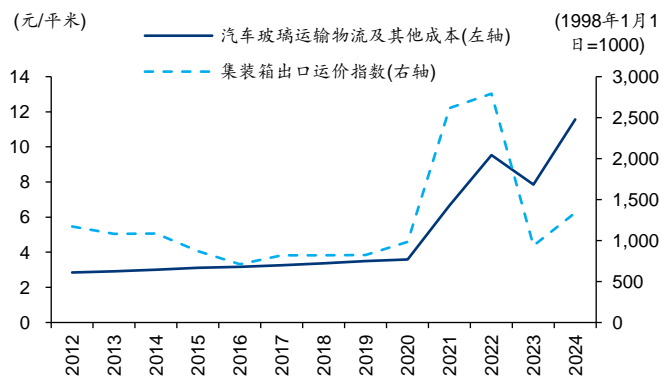
截至2023年末,福耀集团就已拥有2229台工业机器人,平均每万名员工拥有743台,为国内平均水平的两倍。安徽合肥、福建福清基地不仅智能化标准继续提升,还催生了智能设备操作、质量AI检测等新型技术工种。此外,福耀集团目前在全球的50座工厂,已有50%以上的自制数控机床采用了互联传感器等技术接入信息处理中心,从订单计划至产品交付,实现了数据实时分析对比,为福耀的成本控制、质量保证等决策提供了科学依据。

图表44: 人工成本同比 vs. CPI同比



资料来源: 公司公告, Wind, 华泰研究

图表45: 物流运输成本 vs. 集装箱出口运价指数



资料来源: 公司公告, Wind, 华泰研究

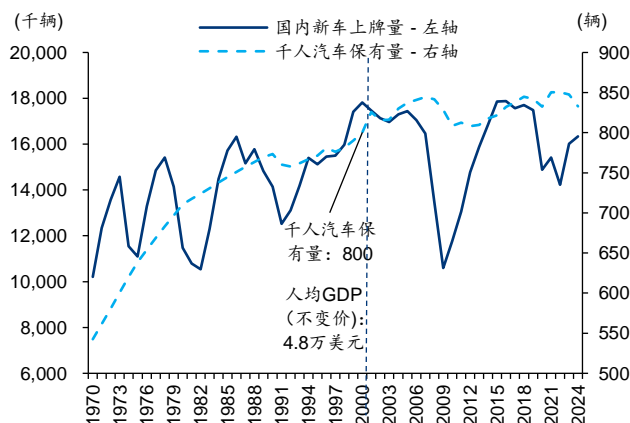
## 四看：首购、换新及出口推动汽车市场稳增长

在中国、美国、欧洲这三大福耀玻璃的核心市场中，我们认为中国汽车工业整体仍有不小增长空间，推升中国 OEM 市场的体量。相对而言，欧美市场的内生增长空间或较为有限，公司在欧美成熟市场的增长更多需要依靠份额的扩张。而我们认为中国市场的增长有三大支撑力：1) 中国的汽车保有量仍在提升通道中，首购需求尚未见顶；2) 报废量有望进入快速增长期；以及 3) 中国汽车出口仍然大有可为。

我国人均汽车保有量仍低于成熟市场见顶时期水平。尽管中国汽车消费的内需在 2017 年阶段性见顶后有所回落，直至 2024 年消费量仍低于 2016-2017 年，但我们认为这更多反映了 2016-2017 年购置税减免阶段，部分购车需求的前置释放，而非终端需求的见顶。从发达国家经验看，美国/德国/日本汽车内需分别在 2000 年/1999 年/1990 年见顶，此后保有量的增长开始放缓，消费更多依靠置换需求而非首购需求驱动。但当时美国/德国/日本的千人汽车保有量已经分别达到了 800 辆/517 辆/467 辆，市场已然较为饱和，彼时人均 GDP(不变价)分别达到了 4.8 万/3.3 万/2.8 万美元。在这些成熟市场见顶前，汽车消费的内需尽管也受经济周期影响有所波动，但总体处于波动上行的通道。

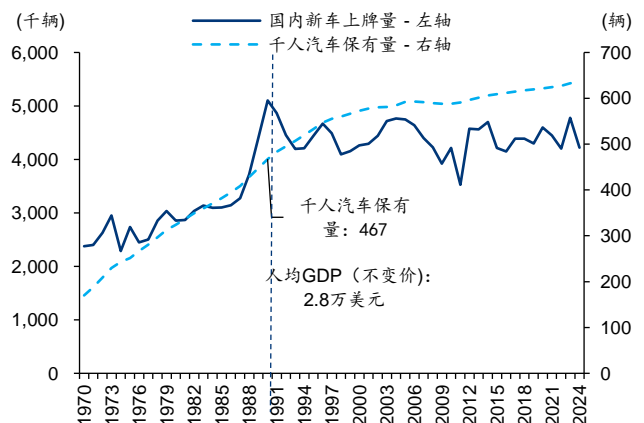
根据中国汽车工业协会和世界银行的数据，2024 年中国千人汽车保有量仅 251 辆、人均 GDP1.2 万美元，饱和度仍远低于欧美成熟市场见顶前后水平。且随着产品价格中枢的下行、“新四化”加速带来的汽车产品革新，叠加宏观逆周期政策加码后经济增长预期的改善，我们认为新车首购需求的潜力有望逐步得到释放。2025 年 9 月 12 日，国家工信部等八部门印发《汽车行业稳增长工作方案(2025—2026 年)》，推动汽车产销和出口稳健增长。

图表 46：美国新车上牌量 vs 人均保有量和人均 GDP



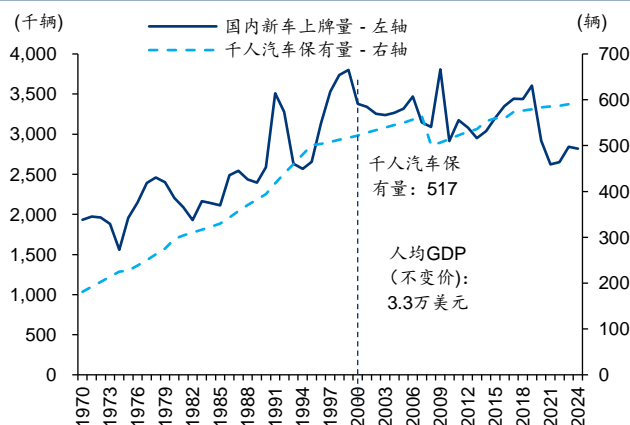
资料来源：美国交通运输部，世界银行，华泰研究

图表 47：日本千人汽车保有量 vs 人均 GDP



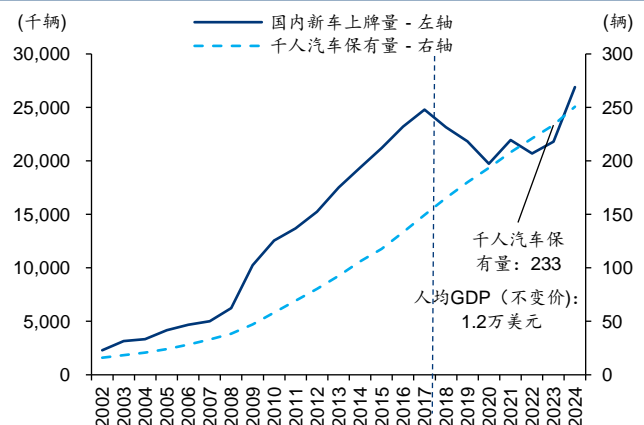
资料来源：日本汽车工业协会，世界银行，华泰研究

图表 48：德国新车上牌量 vs 人均保有量和人均 GDP



资料来源：德国交通运输部，世界银行，华泰研究

图表 49：中国新车上牌量 vs 人均保有量和人均 GDP

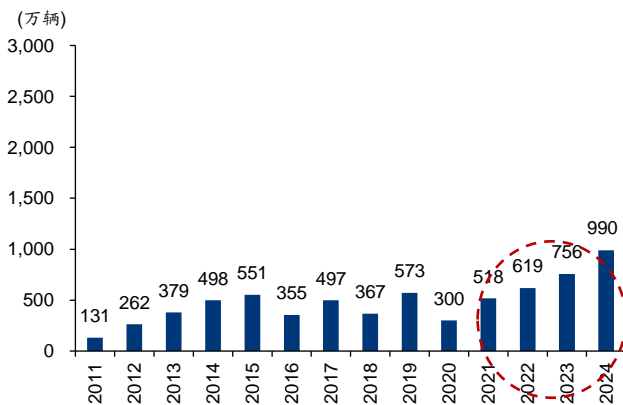


资料来源：中国汽车工业协会，世界银行，华泰研究

其次，我们预计汽车报废更新需求未来有望为新车消费提供更强支撑。中国的新车消费在2008-2010年上了一个较大台阶，2009年成为全球第一大汽车生产消费国家，并直至2017年都维持了增长。以一辆汽车的平均寿命15年左右推算，2008-2010年的新车消费正在进入报废期。尽管车辆实际的报废周期与使用习惯、维修成本等诸多因素相关，但我们认为潜在的报废需求正进入到跃升并持续增长阶段的趋势已经开始出现。根据新车注册上牌量和汽车保有量变动的差异，我们可以推算2021-2023年旧车报废的数量已经处于逐步增长之中，与2006-2008年的新车注册量基本匹配。

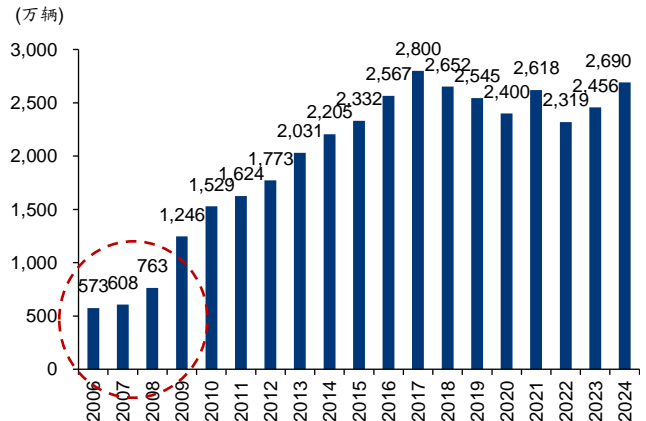
我们认为以旧换新政策的推出和加码也有望进一步激发置换需求的释放。2024年4月26日，商务部等7部门印发了《汽车以旧换新补贴实施细则》，明确对满足条件的车型报废更新给予补贴。7月25日，发改委和财政部又发布了《关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施》，提高乘用车报废更新补贴标准至1.5/2万元；支持国三及以下营运类柴油货车加快更新为低排放货车并提供每辆车3/3.5/8万元补贴；推动城市公交车电动化替代，为符合标准的新能源公交车更新提供平均每辆车6万元补贴。根据商务部数据，截至2025年9月10日，汽车以旧换新申请量达到了830万份，下一步还将持续开展千县万镇新能源汽车消费季以及推进汽车流通税费改革等促消费举措。

图表50：历年汽车报废量推算



资料来源：公安部，华泰研究

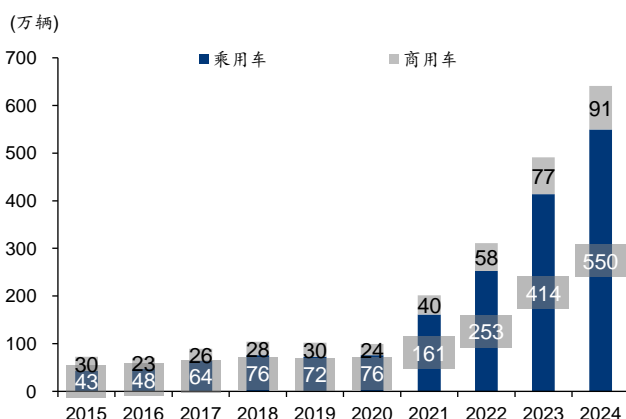
图表51：历年新车注册上牌量



资料来源：公安部，华泰研究

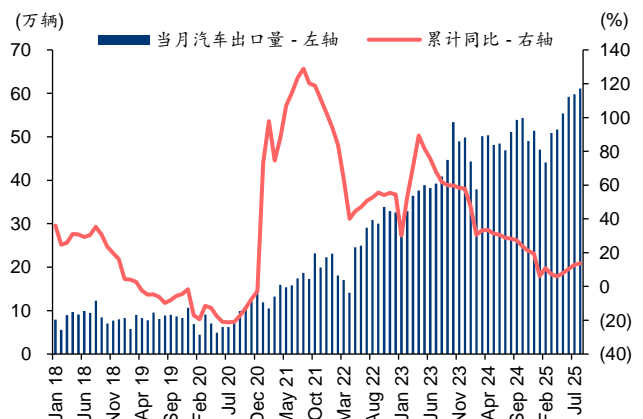
第三，汽车出海正在成为中国汽车工业发展的强劲动力之一。2011-2020年，中国的汽车出口常年在100万辆左右徘徊。但2021年以来，我国汽车出口迎来了高速增长，实现了跨越式的突破，2021-2022年相继超越200万辆、300万辆大关，2023-2024年出口量分别达到了491/641万辆，其中乘用车的增长尤其显著。2025年1-8月累计出口183万辆，增速放缓但仍然实现了10.5%同比增长。

图表52：中国年度汽车出口量及结构



资料来源：中国汽车工业协会，华泰研究

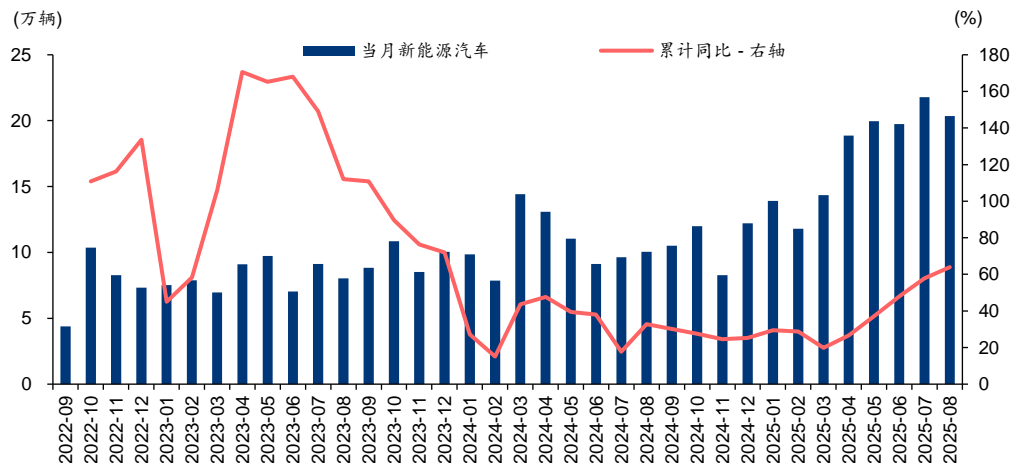
图表53：中国月度汽车出口量和同比增速



资料来源：海关总署，华泰研究

我们认为中国汽车出口的增长有望成为一个结构性趋势。除了后疫情时代海外需求的恢复性增长、全球供应链扰动加剧等阶段性因素以外，中国品牌自身竞争力的提升、汽车“新四化”带来的产品变革机遇、海外销售渠道多年的积累等更持续的因素也在发挥作用。总结来看，我们认为中国汽车出口，尤其是新能源汽车的出口有望成为推动中国汽车和汽车玻璃工业稳健增长的重要因素。

图表54：中国月度新能源乘用车出口量和同比增速



资料来源：乘用车市场信息联席会，华泰研究

## 五看：内外并购积极探索铝饰件业务

除了汽车玻璃主业的量价齐升以外，我们认为公司围绕汽车玻璃产业链的相关品类延伸，有望为公司 ASP 提升和收入规模增长构建长期可持续的增长点，其中铝饰件业务的布局较为完善，且产品协同性有望更高。尽管铝饰件业务目前已存在优秀的竞争性企业，但其竞争格局相较汽车玻璃更分散，且龙头企业敏实集团铝件毛利率稍高于福耀的汽车玻璃业务，我们认为公司通过外延并购快速切入该领域后，其极致专注研发和精细化管理体系有望为公司铝饰业务发展提供强支撑。

公司副董事长曹晖 2015 年成立福建三锋汽饰，聚焦汽车门框、铝框、外饰装饰密封件等新业务，并于 2017 年 9 月新增投产高端铝镁合金材料，新增铝饰条、行李架及其他高端汽车外饰材料制造。2018 年 6 月，公司以 2.2 亿元收购福建三锋集团 100% 股权，纵深拓展汽车配件领域，可以同公司的包边玻璃、天窗等业务发挥协同效应。2019 年 3 月，公司以 6600 万元收购江苏三锋饰件 100% 股权，并缴纳补足注册资本中剩余出资 1.85 亿元，进一步完善公司治理，更好地向客户提供集成化产品、提升产品附加值、扩大汽车饰件规模。

海外方面，2019 年 2 月，公司德国全资子公司以 5883 万欧元收购德国 SAM 公司铝亮饰条资产，并追加 6617 万欧元硬件投资，全面改造整并成两条完整生产线，此次收购为公司首次推进业务横向集成化拓展。2020 年 3 月完成该资产交割，受疫情影响追加 6500 万欧元以补充流动性，并开始对其整合改造，期限 1 年，截至 2020 年 7 月已完成。结合国内收购的江苏饰件，并成立通辽精铝，与德国铝饰件形成上下游联动，完善铝饰件产业链。

**铝饰条工艺难度有一定壁垒，且集成化和延展性较高。**根据敏实集团 A 股 IPO 招股书，外饰件材料决定了最终产品屈服强度、细腻度等产品特性，核心是表面处理工艺，对于产品外观、性能和耐久性至关重要，包括阳极氧化、电镀、涂装等多项关键工艺。其中铝合金外饰件系统大多应用于豪华车及中高端新势力车型，不锈钢外饰件系统多应用于日系等中端车型，复合材料外饰件系统多应用于入门级车型。据佐思汽研测算，2024 年中国新能源乘用车外饰件市场规模为 675.5 亿元，其中智能外饰 250.5 亿元，占比 37.1%；其预计 2030 年中国新能源乘用车外饰件市场规模将达到 1531.9 亿元，智能化外饰件占比将超过 50%。我们认为汽车外饰件的整体市场规模较汽车玻璃更大，且从龙头企业发展来看，通过汽车铝饰件集成供应能够延伸进入更大的汽车配件市场。

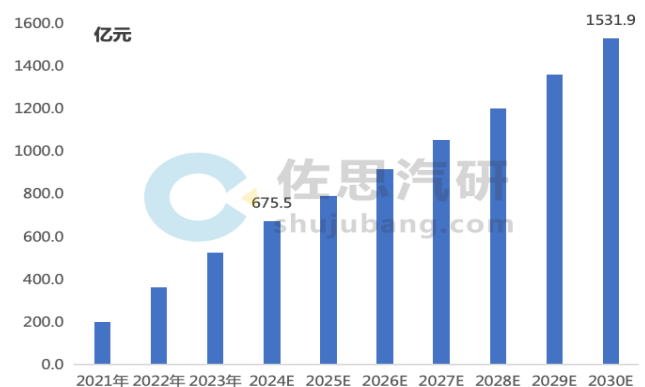
与汽车玻璃市场相比，汽车铝饰竞争格局相对分散，据中钢国汽车工业协会及敏实集团 IPO 招股书披露数据，2020 年敏实集团在车身饰条和行李架的市场占有率国内第一、全球第一，市占率分别约为 30%、23%；散热器格栅国内第一、全球第三。但从毛利率来看，2021 年以来，敏实集团的铝件业务毛利率稍高于福耀的汽车玻璃业务毛利率，而其金属及饰条业务毛利率略低于福耀的汽车玻璃业务毛利率。

图表55：门窗边缘的车身饰条与汽车玻璃具备高度协同性



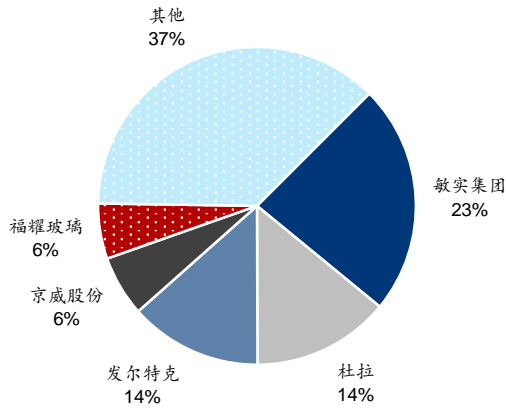
资料来源：敏实集团官网，华泰研究

图表56：2021-2030 年中国新能源乘用车外饰件市场规模



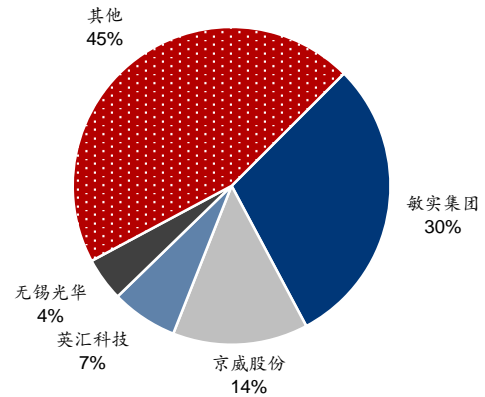
资料来源：佐思汽研，华泰研究

图表57: 全球汽车车身饰条市场主要参与者及份额(2020年)



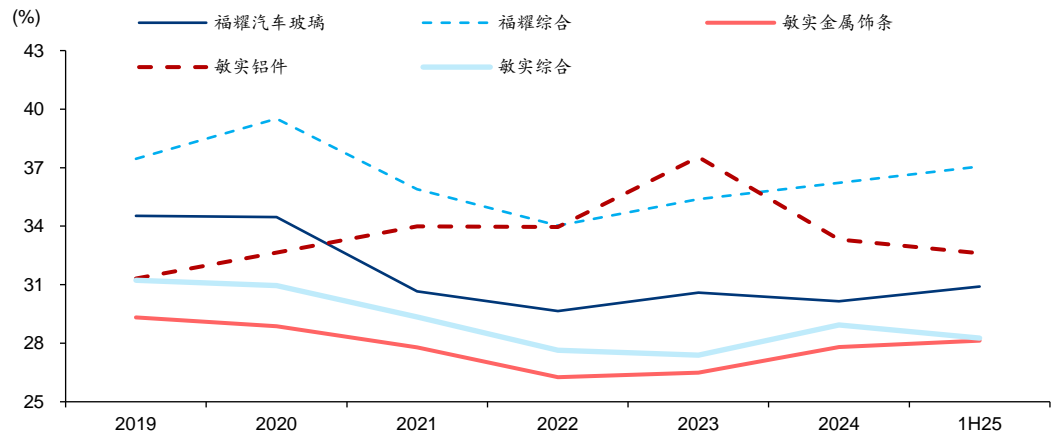
资料来源: 敏实集团招股书, 中国汽车工业协会, 华泰研究

图表58: 中国汽车车身饰条市场主要参与者及份额(2020年)



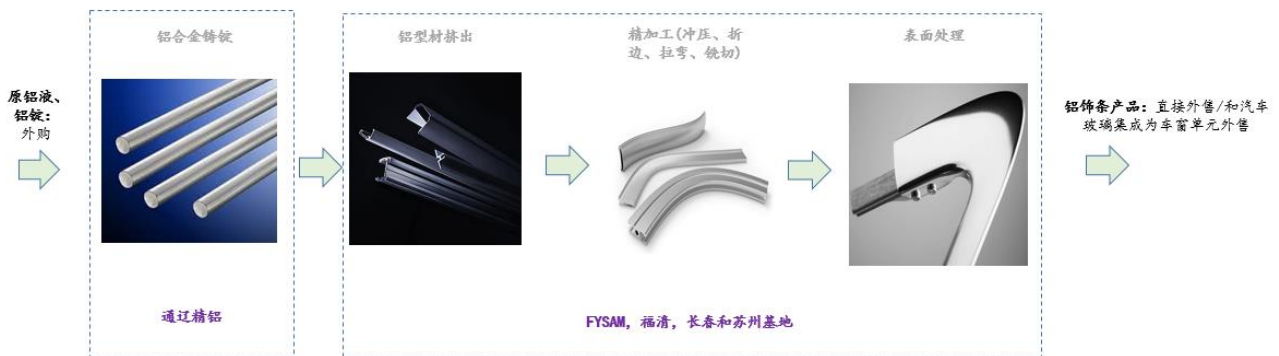
资料来源: 敏实集团招股书, 中国汽车工业协会, 华泰研究

图表59: 福耀玻璃与敏实集团毛利率比较



资料来源: 公司公告, Wind, 华泰研究

图表60: 福耀汽车铝饰条的主要工艺流程及产业链配套

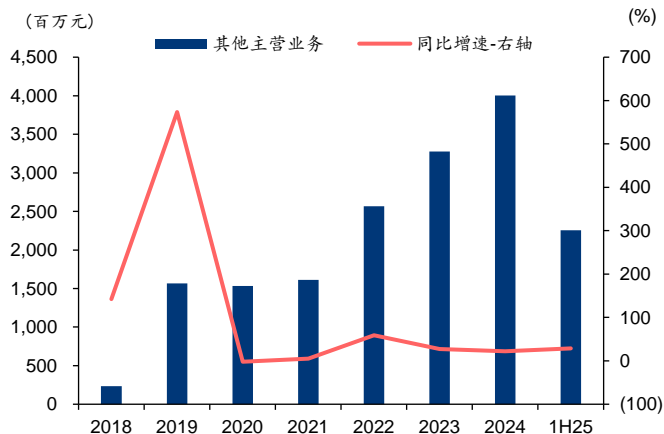


资料来源: 公司官网, 华泰研究

轻量化与电动化驱动铝饰件需求增长, 公司具备产业链协同和客户资源优势。由于新能源汽车对轻量化的要求迫切, 而铝饰件较传统钢材减重 30%-50%, 且耐腐蚀性强, 因此在轻量化与电动化的趋势下铝饰件的需求有望持续增长。2018-2019 年公司通过国内外并购拓展铝饰件业务, 此后公司陆续在福建、苏州、长春和海外等地建设了铝饰件工厂, 公司铝饰条业务迎来快速发展。

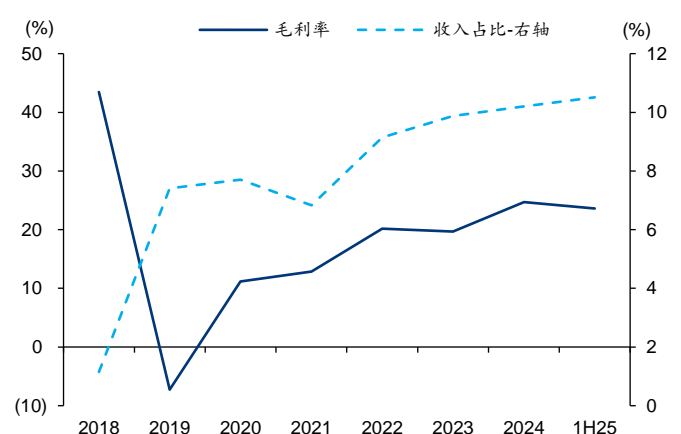
2019年公司其他主营业务由2.3亿元大幅增长至15.6亿元，主要来自于收购SAM后贡献的铝饰件业务收入。2019-2024年公司其他主营业务收入继续由15.6亿元增长至40.0亿元，CAGR达20.7%，收入占比也由7.4%提升至10.2%。毛利率方面，在经历了德国工厂整合改造升级和国内工厂规模扩张后，公司该项业务毛利率由2019年的-7.3%提升至2024年的24.7%，盈利能力显著改善，但较敏实等龙头企业仍有提升空间。根据公司2025年中报披露，公司铝饰等其他主营业务实现收入22.6亿元，同比+28.8%，占收入比重进一步提升至10.5%，毛利率同比+1.9pct至23.9%。

图表61：公司铝饰等其他主营业务收入及同比增速



资料来源：公司公告，华泰研究

图表62：公司铝饰等其他主营业务毛利率及收入占比



资料来源：公司公告，华泰研究

**铝饰件在建产能将于2026年集中释放，有望成为公司成长新驱动。**据上海市人民政府官网报道，2025年2月福耀集团饰件项目正式签约落地嘉定，项目计划投入近7亿元，预计2026年投产，达产后每年可实现高精度铝合金金属制品饰件2100万件的生产规模。同时，公司福清基地扩建600万件汽车饰件项目已通过节能审查，拟于2025年开工建设，2026年4月投产，公司铝饰件产能有望进一步扩张。

我们认为公司依靠在汽车玻璃领域积累的丰富的技术经验，在玻璃-铝复合结构（如天幕玻璃边框）领域具备技术优势，可通过工艺协同降低铝饰件生产成本。同时，公司在汽车零部件领域拥有完善的产业链布局，与汽车主机厂尤其是中高端汽车客户建立了长期稳定的合作关系。通过产业链协同，福耀玻璃能够更好地理解客户需求，提供更优质的产品和服务，为汽车铝饰件业务的增长提供有力支持。

图表63：福耀玻璃汽车铝饰件主要在建项目梳理

| 地区 | 项目名称                  | 产能 (万件) | 总投资 (亿元) | 预计投产时间 |
|----|-----------------------|---------|----------|--------|
| 福建 | 高性能高外观铝合金汽车外饰件产业化项目   | 600     | -        | 2026年  |
| 吉林 | 福耀集团长春有限公司高端汽车铝合金饰件项目 | 1300    | 35       | 2026年  |
| 上海 | 福耀上海饰件项目              | 2100    | 7        | 2026年  |

资料来源：公司公告，华泰研究

总结全部五个维度的分析，我们认为：1) 公司极致专注于汽车玻璃并构建了坚实的竞争壁垒，在研发费用率、资本开支强度、单个工厂创收、营业利润率、高附加值产品占比和工厂智能化水平等方面均领先竞争对手；2) 公司国内出口基地和海外本土化工厂扩建加快推进，有望推动公司欧美市场份额提升；3) 首购需求尚未见顶、换新周期和出口等三个因素有望共同推动中国汽车销量稳健增长。而在ASP方面，4) 高附加值产品占比持续提升，以及公司玻璃产品消费属性的提升，将推动公司ASP和利润率提升；5) 公司积极延伸铝饰件业务，对标龙头企业毛利率仍有提升空间。

## 盈利预测和估值

公司主营业务收入由汽车玻璃、浮法玻璃、铝饰件等业务构成，2021-2024 年公司收入由 236.0 亿元增长至 392.5 亿元，CAGR+18.5%，主要受汽车玻璃及铝饰等其他主营业务增长驱动。我们认为全球化布局有望带动公司市场份额稳步提升、高附加值产品占比提升有望带动 ASP 上涨、产能扩张及产业链协同有望带动铝饰件业务快速增长，多项因素驱动下公司收入有望延续较快增长，预测公司 25-27 年收入达 451/524/606 亿元，同比+15.0%/+16.2%/+15.6%。具体分析如下：

**1) 汽车玻璃：**公司汽车玻璃产品线覆盖前挡、侧挡、后挡玻璃等各种产品，能够满足不同车型的多元化需求，在完善国内产能布局的同时，进一步扩大国际产能布局，截至 24 年底公司在全国拥有 12 个汽车玻璃生产基地，海外基地主要分布在俄罗斯和美国，并在德国等欧洲国家建立总成加工配套基地。2021-2024 年公司汽车玻璃销量由 1.2 亿平米增长至 1.6 亿平米，CAGR+9.6%，高于期间全球汽车产量增速（5.1%），主要得益于公司产能扩张及全球化布局带动市场份额提升。公司 1H25 实现汽车玻璃收入 195.4 亿元，同比+16.2%。我们认为随着国内新一轮“汽车下乡”、以旧换新、延续和优化新能源汽车车辆购置税减免至 27 年 12 月底等一系列政策推动下，国内汽车产销量有望延续较快增长，而美国基地和福清出口基地的产能逐步释放有望带动公司在全球 OEM 市场的份额进一步提升，预测 25-27 年公司汽车玻璃销量为 1.7/1.8/2.0 亿平米，同比+8.4%/+8.3%/+8.1%。

同时，公司持续研发智能全景天幕玻璃、可调光玻璃、抬头显示玻璃等高附加值产品，以满足市场对智能化、高端化产品的需求，据公司 24 年 10 月 29 日及 25 年 8 月 29 日发布的投资者调研纪要，24 年前三季度公司高附加值产品收入占比 58.2%，同比提升 5.3pct；25 年上半年高附加值产品收入占比 50.7%，同比+4.8pct，汽车玻璃每平方米单价同比+6.2%。我们认为随着汽车智能化、辅助驾驶级别不断提升、各种新技术和场景的应用和发展、用户体验式消费增强，公司产品结构将持续优化升级，汽车玻璃销售单价有望逐步提升，预测 25-27 年公司汽车玻璃 ASP 为 243/258/274 元/平米，同比+6.2%/+6.0%/+6.1%。结合量价数据，我们预测 25-27 年公司汽车玻璃业务收入达 411/472/542 亿元，同比+15.1%/+14.8%/+14.7%。

图表64：公司汽车玻璃业务预测

|              | 2021   | 2022   | 2023   | 2024   | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 汽车玻璃销量（百万平米） | 118    | 127    | 140    | 156    | 169    | 183    | 198    |
| yoy          | 14.8%  | 7.3%   | 10.2%  | 11.2%  | 8.4%   | 8.3%   | 8.1%   |
| ASP（元/平米）    | 180    | 201    | 213    | 229    | 243    | 258    | 274    |
| yoy          | 3.8%   | 11.5%  | 5.9%   | 7.4%   | 6.2%   | 6.0%   | 6.1%   |
| 汽车玻璃收入（百万元）  | 21,380 | 25,591 | 29,887 | 35,712 | 41,115 | 47,220 | 54,165 |
| yoy          | 19.2%  | 19.7%  | 16.8%  | 19.5%  | 15.1%  | 14.8%  | 14.7%  |

资料来源：公司公告，华泰研究预测

**2) 浮法玻璃：**公司浮法玻璃业务主要为汽车玻璃生产提供优质原材料，通过垂直整合实现关键原材料的稳定供应。截至 24 年底，公司在国内有四处建成的现代化浮法玻璃生产基地，分别位于福建福清、重庆、内蒙古和辽宁，在国外有一处现代化浮法玻璃生产基地，地点位于美国。上述五处浮法玻璃生产基地共有 11 条已投产的浮法玻璃生产线，主要生产作为汽车玻璃再加工原料的汽车级浮法玻璃，从数量上看，据公司债券募集说明书，2021-2024 年公司浮法玻璃产品用于生产汽车玻璃的原片自给率达到 85% 以上。2021-2024 年浮法玻璃销量由 142.9 万吨增长至 170.1 万吨（24 年因浮法玻璃市场低迷，公司增加外采导致自销浮法玻璃同比下降 6.7%），CAGR+6.1%。同时，公司 25 年 3 月公告将对福耀美国追加 4 亿美元投资，用于美国伊利诺伊工厂新建一条汽车级浮法玻璃产线，该项目计划今年启动。随着汽车玻璃产能扩张带来的配套需求增长，预测 25-27 年公司浮法玻璃销量为 185/200/217 万吨，同比+8.4%/+8.3%/+8.1%。

公司 2021-2024 年浮法玻璃收入均同比增长, 1H25 实现相应收入 31.0 亿元, 同比+11.2%。考虑浮法玻璃行业整体产能相对宽松且上游原材料价格回落, 我们预计浮法玻璃价格中枢呈回落趋势, 预测 25-27 年浮法玻璃 ASP 同比-3.0%/-2.0%/-2.0%。综合量价变化, 我们预测 25-27 年公司浮法玻璃业务收入达 62.7/66.6/70.5 亿元, 同比+5.2%/+6.1%/+6.0%。

**图表65: 公司浮法玻璃业务预测**

|              | 2021  | 2022  | 2023  | 2024  | 2025E | 2026E | 2027E |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 浮法玻璃销量 (千吨)  | 1429  | 1617  | 1828  | 1705  | 1,849 | 2,002 | 2,165 |
| yoy          | 11.3% | 13.2% | 13.0% | -6.7% | 8.4%  | 8.3%  | 8.1%  |
| ASP (元/吨)    | 2821  | 2806  | 3123  | 3497  | 3,392 | 3,324 | 3,257 |
| yoy          | 3.7%  | -0.5% | 11.3% | 11.9% | -3.0% | -2.0% | -2.0% |
| 浮法玻璃收入 (百万元) | 4,029 | 4,537 | 5,708 | 5,961 | 6,270 | 6,655 | 7,053 |
| yoy          | 15.4% | 12.6% | 25.8% | 4.4%  | 5.2%  | 6.1%  | 6.0%  |

资料来源: 公司公告, 华泰研究预测

**3) 其他主营业务 (铝饰件等):** 公司其他主营业务主要为汽车配套铝饰件业务, 同时公司位于美国的全资子公司福耀玻璃伊利诺伊有限公司生产光伏组件背板玻璃, 有背板玻璃四条深加工生产线, 产量约 13 万吨左右, 目前经营状况良好。公司通过并购整合切入铝饰件领域, 形成与汽车玻璃的协同配套能力, 产品包括车窗饰条、行李架等, 2021-2024 年收入由 16.1 亿元增长至 40.0 亿元, CAGR+35.4%, 主要受益于德国 SAM 工厂的整合改造升级以及全球新建产线的产能释放, 公司 1H25 其他主营收入 22.3 亿元, 同比+28.8%。随着福建、上海等新基地建设及客户拓展加速, 我们预计公司铝饰件等其他主营业务有望延续较快增长, 预测 25-27 年收入达 51.2/62.8/74.9 亿元, 同比+27.9%/+22.7%/+19.2%。

毛利率方面, 受能源、原材料、运费等成本端价格上涨影响, 21-22 年公司毛利率连续两年下滑, 但随着成本端价格回落, 叠加公司高附加值产品占比提升带动 ASP 提升, 23 年起公司毛利率恢复增长趋势, 23/24 年公司毛利率分别达 35.4%/36.2%, 同比+1.4/+0.8pct。公司 1H25 毛利率为 37.1%, 同比-0.2pct, 其中汽车玻璃毛利率 30.9%, 同比+0.6pct; 浮法玻璃毛利率 39.4%, 同比+3.9pct; 铝饰件等其他主营业务毛利率 23.6%, 同比+1.9pct。

具体展望看, 公司汽车玻璃毛利率主要受原材料 (浮法玻璃、PVB 膜) 价格上涨、海外运输成本上升及汇率波动影响, 但随着公司高附加值产品 (智能天幕、HUD 玻璃等) 收入占比提升带动 ASP 提升, 以及美国基地产能释放带动单位固定成本以及运费下降, 我们预计公司汽车玻璃业务毛利率有望持续提升, 预测 25-27 年毛利率为 30.9%/32.3%/33.6%。浮法玻璃方面, 据 Wind, 24 年全国纯碱价格同比下降 24.8%, 1H25 同比继续下降, 成本端压力相对宽松, 但考虑浮法玻璃产能整体宽松且上游原材料价格有望趋稳, 因此我们预计公司 25-27 年浮法玻璃业务毛利率为 38.3%/35.7%/33.0%。其他主营业务方面, 铝饰件并购整合后公司生产效率及产能利用率明显提升, 毛利率已由 2020 年的 8.0% 提升至 2024 年的 24.7%, 未来随着新产能逐步释放以及产品高端化, 我们预计公司汽车其他主营业务毛利率有望稳步提升, 预测 25-27 年毛利率为 26.7%/28.5%/30.2%。综合各项业务, 我们预测 25-27 年公司综合毛利率为 37.5%/37.9%/38.3%。

图表66：公司分业务收入及毛利率预测

|               | 2021   | 2022   | 2023   | 2024   | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 汽车玻璃收入（百万元）   | 21,380 | 25,591 | 29,887 | 35,712 | 41,115 | 47,220 | 54,165 |
| yoy           | 19.2%  | 19.7%  | 16.8%  | 19.5%  | 15.1%  | 14.8%  | 14.7%  |
| 毛利率           | 30.7%  | 29.7%  | 30.6%  | 30.2%  | 30.9%  | 32.3%  | 33.6%  |
| 浮法玻璃收入（百万元）   | 4,029  | 4,537  | 5,708  | 5,961  | 6,270  | 6,655  | 7,053  |
| yoy           | 15.4%  | 12.6%  | 25.8%  | 4.4%   | 5.2%   | 6.1%   | 6.0%   |
| 毛利率           | 36.2%  | 26.6%  | 28.7%  | 36.0%  | 38.3%  | 35.7%  | 33.0%  |
| 其他主营业务收入（百万元） | 1,613  | 2,568  | 3,276  | 4,004  | 5,122  | 6,284  | 7,491  |
| yoy           | 5.2%   | 59.2%  | 27.6%  | 22.2%  | 27.9%  | 22.7%  | 19.2%  |
| 毛利率           | 12.9%  | 20.2%  | 19.7%  | 24.7%  | 26.7%  | 28.5%  | 30.2%  |
| 其他业务收入（百万元）   | 342    | 448    | 511    | 541    | 541    | 541    | 541    |
| 内部抵消          | -3,761 | -5,045 | -6,222 | -6,966 | -7,927 | -8,265 | -8,616 |
| 总收入（百万元）      | 23,603 | 28,099 | 33,161 | 39,252 | 45,122 | 52,435 | 60,635 |
| yoy           | 18.6%  | 19.0%  | 18.0%  | 18.4%  | 15.0%  | 16.2%  | 15.6%  |
| 综合毛利率         | 35.0%  | 33.2%  | 34.7%  | 36.2%  | 37.5%  | 37.9%  | 38.3%  |

资料来源：公司公告，华泰研究预测

期间费用率方面，公司 2021-2024 年公司期间费用率由 20.3%持续下降至 13.0%，四项费用率均有所优化，主要得益于收入增长带来的规模效应，公司在销售、管理等各方面的优化，以及部分科目调整。公司 1H25 期间费用率 10.1%，同比-4.0pct；其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 2.9%/7.2%/4.1%/-4.1%，同比-1.4/-0.2/-0.2/-2.3pct。具体来看：

1) 销售费用率由 2021 年的 4.9%下降至 2024 年的 3.0%，公司持续优化销售渠道及海外物流体系整合，美国等海外基地投产有望减少跨境物流及营销成本，其中 24 年会计政策调整将包装材料由销售费用计入营业成本，随着公司海外直销占比提升及数字化营销深化，预测 25-27 年公司销售费用率为 2.5%/2.5%/2.5%；

2) 管理费用率由 2021 年的 7.6%下降至 2024 年的 7.4%，主要得益于公司内部管理优化及数字化转型，行政人员占比由 2020 年的 3.7%小幅下降至 2024 年的 3.5%，随着公司智能化效率进一步提升，预测 25-27 年公司管理费用率为 7.1%/7.0%/7.0%；

3) 研发方面，公司持续保持高强度的研发投入，2021-2024 年研发费用率由 4.2%小幅提升至 4.3%，考虑汽车行业技术加速迭代发展，公司将继续加大智能座舱玻璃、固态激光雷达集成等前沿技术攻关，研发投入有望保持较高水平，但随着收入增长带来的摊薄效应，我们预计公司研发费用率或稳中有降，预测 25-27 年研发费用率为 4.2%/4.2%/4.2%；

4) 财务费用率方面，2022-2024 年公司财务费用率分别为-3.6%/-2.1%/-1.7%，主要系汇率收益（22/23 年分别为 10.5/3.7/-0.2 亿元）和利息收入增加，考虑公司海外业务占比有望进一步提升，汇率变动或对公司财务费用造成明显影响，但公司通过超短融、绿色债券置换存量高息负债，融资成本有望进一步压降。由于公司 1H25 汇兑收益 6.0 亿元，较去年同期汇兑损失 0.1 亿元大幅增加，且 9 月末人民币汇率相对稳定，我们预测 25-27 年汇兑收益为 4/0/0 亿元，结合利息收入支出，预计 25-27 年公司财务费用率为-2.4%/-1.2%/-1.1%。

图表67：公司期间费用率预测

|       | 2021   | 2022   | 2023   | 2024   | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 销售费用率 | 4.9%   | 4.8%   | 4.6%   | 3.0%   | 2.5%   | 2.5%   | 2.5%   |
| 管理费用率 | 8.2%   | 7.6%   | 7.5%   | 7.4%   | 7.1%   | 7.0%   | 7.0%   |
| 研发费用率 | 4.2%   | 4.4%   | 4.2%   | 4.3%   | 4.2%   | 4.2%   | 4.2%   |
| 财务费用率 | 2.9%   | -3.6%  | -2.1%  | -1.7%  | -2.4%  | -1.2%  | -1.1%  |
| 期间费用率 | -20.2% | -13.3% | -14.3% | -13.0% | -11.4% | -12.5% | -12.6% |

资料来源：公司公告，华泰研究预测

综合四项费用率，我们预测 25-27 年公司期间费用率为 11.4%/12.5%/12.6%。综合收入及费用率预测，我们预计公司 25-27 年归母净利润为 99/111/130 亿元，对应 EPS 分别为 3.80/4.27/4.97 元（较前值 3.60/4.18/4.82 元分别上调 5.6%/2.2%/3.1%）。考虑到公司全球化布局有望带动公司市场份额稳步提升、高附加值产品占比提升带动 ASP 上涨、产能扩张及产业链协同有望带动铝饰件业务增长，多项因素驱动下公司净利有望延续较快增长。

此外，公司在资产质量和现金流方面有望继续兑现优质成长，截至 1H25，公司资产负债率 45.8%，整体保持在较低水平，我们预计公司 25-27 年资产负债率趋降。公司 1H25 经营现金净流入 53.5 亿元，同比+61.0%，随着公司新一轮资本投资项目将于 25 年末陆续投产，我们预计公司 25-27 年投资现金净流出逐年减少，自由现金流逐年改善。公司 22-24 年每年派息比均不低于 60%，预计 25H2 派息仍有提升空间，我们预计公司 25-27 年 A 股股息率分别为 3.6%/4.0%/4.7%（按 2025 年 10 月 14 日收盘价）。公司 2021 年以来净负债率持续为负，随着公司自由经营现金流改善，有望为公司提升分红奠定基础。

公司 A 股/H 股分别于 1993/2015 年上市，结合 H 股新股估值消化及前文成长阶段基本面和 P/E 复盘等因素，我们认为可选取公司 2017 年以来的前瞻 P/E 作为公司估值参考。2017 年至今（截至 2025 年 10 月 14 日），公司 A/H 股平均 P/E 分别为 18x/15x，其中 A 股 P/E 波动区间为 10x-37x，H 股 P/E 波动区间为 9x-32x。我们认为公司当前仍处于优质成长阶段，且考虑公司的分红潜力，认可给予公司 A/H 股 2026 年 23x/19x P/E，较 2017 年以来平均 P/E 高 1 个标准差，对应目标价为 98.21 元/89.15 港元，维持“买入”。

图表68：2017年以来福耀玻璃A股P/E走势



资料来源：Wind，华泰研究

图表69：2017年以来福耀玻璃H股P/E走势



资料来源：Wind，华泰研究

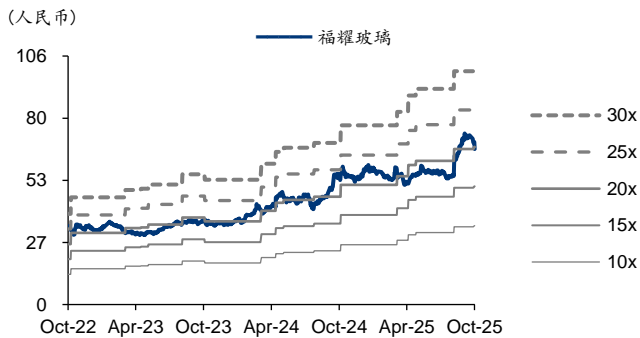
## 风险提示

**汽车消费力度弱于预期：**公司经营表现与汽车行业整体消费周期有关，我们在报告中对成熟市场分析了千人汽车保有量、报废换新周期和出口等因素，认为以旧换新、汽车下乡和车购税等相关政策有利于刺激国内汽车整体消费，但全球来看汽车消费仍然偏弱。且结构性来看，全球新能源车渗透率和“新四化”推进速度取决于多种因素，若全球汽车销量及高附加值产品渗透率提升弱于预期，将可能影响报告对公司经营的预测。

**成本上升强于预期：**汽车玻璃成本构成主要包括浮法玻璃原料、PVB 原料、人工、电力、物流运输及制造费用，而浮法玻璃成本又主要为石英砂、纯碱、天然气、人工、电力等，部分成本要素受国际大宗商品价格和港口海运运费波动影响较多。随着公司加大海外本地建厂，以及积极拓展铝饰件等关联品类，原燃料成本影响要素将进一步增加。过去两年上游大宗原辅材价格低迷，有利于公司毛利率提升，但若未来成本要素上升幅度超预期，将可能影响公司业绩。

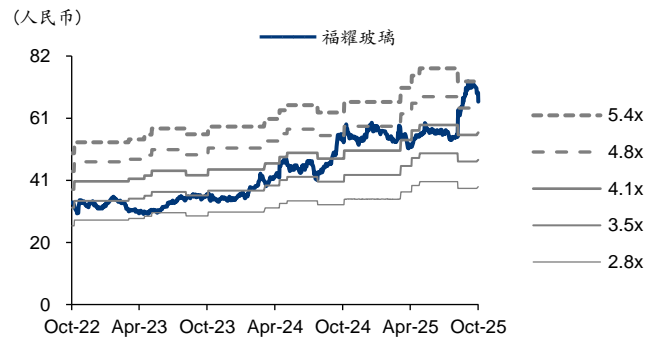
**汇率大幅波动及地缘政治风险：**公司 45% 以上的收入来源于海外业务，且规模逐年增大，而世界经济的波动、部分国家的动荡、局部热点地区的紧张升级，以及各国的货币松紧举措，都可能导致关税或汇率波动。尽管公司通过加强外币管理、欧美本地建厂等举措积极规避汇率波动风险，但外汇仍然可能大幅波动，并影响公司短期业绩。此外，公司对欧洲主要通过以内供外的模式进行，若欧洲对中国出口的汽车或汽车玻璃加征关税，也可能导致公司出口业务收入波动。

图表70：福耀玻璃 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

图表71：福耀玻璃 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

## 免责声明

### 分析师声明

本人，方晏荷、宋亭亭、王玺杰，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。请注意，标\*的人员并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

### 一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作，华泰证券股份有限公司和其关联机构统称为“华泰证券”（华泰证券股份有限公司已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格）。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供华泰证券及其客户和其关联机构使用。华泰证券不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于华泰证券认为可靠的、已公开的信息编制，但华泰证券对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰证券不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰证券对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

华泰证券（华泰证券（美国）有限公司除外）不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰证券力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议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，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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，华泰证券及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰证券不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰证券及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰证券可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰证券的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰证券违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为华泰证券所有。未经华泰证券书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯华泰证券版权。如征得华泰证券同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。华泰证券保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为华泰证券的商标、服务标记及标记。

### 中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

### 香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 福耀玻璃（600660 CH）、福耀玻璃（3606 HK）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司实益持有标的公司的市场资本值的 1%或以上。
- 福耀玻璃（3606 HK）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 [https://www.htsc.com.hk/stock\\_disclosure](https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure) 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

### 美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

### 美国-重要监管披露

- 分析师方晏荷、宋亭亭、王玺杰本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 福耀玻璃（600660 CH）、福耀玻璃（3606 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司实益持有标的公司某一类普通股证券的比例达 1%或以上。
- 福耀玻璃（3606 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

### 新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第 32C 条的规定分发其在华泰证券内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所分发的信息相关的事宜。

## 评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力(含此期间的股息回报)相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500 指数, 台湾市场基准为台湾加权指数, 日本市场基准为日经 225 指数, 新加坡市场基准为海峡时报指数, 韩国市场基准为韩国有价证券指数, 英国市场基准为富时 100 指数, 德国市场基准为 DAX 指数), 具体如下:

## 行业评级

**增持:** 预计行业股票指数超越基准  
**中性:** 预计行业股票指数基本与基准持平  
**减持:** 预计行业股票指数明显弱于基准

## 公司评级

**买入:** 预计股价超越基准 15% 以上  
**增持:** 预计股价超越基准 5%~15%  
**持有:** 预计股价相对基准波动在-15%~5%之间  
**卖出:** 预计股价弱于基准 15% 以上  
**暂停评级:** 已暂停评级、目标价及预测, 以遵守适用法规及/或公司政策  
**无评级:** 股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

## 法律实体披露

**中国:** 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J  
**香港:** 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809  
**美国:** 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231  
**新加坡:** 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问, 经营许可证编号为: 202233398E

## 华泰证券股份有限公司

**南京**  
南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码: 210019  
电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521  
电子邮件: ht-rd@htsc.com

**深圳**  
深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码: 518017  
电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062  
电子邮件: ht-rd@htsc.com

## 华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中 99 号中环中心 53 楼  
电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123  
电子邮件: research@htsc.com  
<http://www.htsc.com.hk>

## 华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道 280 号 21 楼东(纽约 10017)  
电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702  
电子邮件: Huatai@htsc-us.com  
<http://www.htsc-us.com>

## 华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心 1 号大厦, #08-02, 新加坡 018981  
电话: +65 68603600  
传真: +65 65091183  
<https://www.htsc.com.sg>

©版权所有 2025 年华泰证券股份有限公司

## 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层/  
邮政编码: 100032  
电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275  
电子邮件: ht-rd@htsc.com

## 上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码: 200120  
电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068  
电子邮件: ht-rd@htsc.com