

# 福耀玻璃 (600660)

## 全球汽车玻璃龙头，出海、智能化升级驱动量价齐升

### 深耕汽车玻璃近四十载，全球化布局成就行业龙头

福耀玻璃是全球领先的汽车玻璃解决方案供应商，主营业务涵盖汽车级浮法玻璃、汽车玻璃、机车玻璃及铝饰件等产品的研发、生产和销售。截至2022年末，公司全球市占率超34%，产品销往全球70个国家，配套客户包括全球前二十大汽车生产商以及中国前十大乘用车生产商。

### 量增：国内外市场扩张与全球化产能支撑规模增长

截至2022年末，公司全球市占率约34%，中国市场占有率为68%，公司目前已是全球规模最大的汽车玻璃专业供应商。深度配套新能源车企，受益国内新能源汽车产销增长，在国内汽车玻璃市场持续巩固领先地位，为销量增长提供核心支撑。公司加速全球化产能布局，在美国市场采用“中国出口+美国本土供应”的双轨产能供应模式，且以美国本土供应为主，美国本土产能持续升级强化供应能力；欧洲市场采用“国内生产+欧洲本地化增值加工”的双端联动模式，通过强化国内生产端的供应能力与欧洲加工端的服务能力，进一步深化在欧洲市场的布局。

### 价增：行业智能化升级驱动产品价值跃升

汽车电动化、智能化的发展，有利于更多技术集成于汽车玻璃上，福耀通过HUD、镀膜隔热玻璃、调光玻璃、带摄像头的ADAS、天线玻璃等高附加值玻璃的技术迭代与功能集成，高附加值产品占比持续增长，带动公司产品销售单价的提升。2025年1-9月公司高附加值产品占比较去年同期提升4.92个百分点，平方米单价同比增长6.90%。

### 外饰件业务协同发展，打开新增长空间

公司自2015年成立福建福耀汽车饰件有限公司正式开展外饰件业务后，持续延伸产业链，既解决汽车玻璃集成所需饰件，又与汽车玻璃业务形成协同效应，增强与车企合作黏性，提升综合竞争力。

### 盈利预测与投资评级

预计2025-2027年公司营业收入有望达到470/550/628亿元，对应归母净利润有望达到96/109/124亿元。公司作为全球汽车玻璃龙头，在智能化升级和全球化扩张双轮驱动下，有望持续受益行业量价齐升趋势，首次覆盖给予“增持”评级。

**风险提示：**高附加值产品渗透率不及预期、海外扩张风险、汇率波动风险、原材料成本上涨、行业竞争加剧等；文中测算基于一定假设，仅供参考。

证券研究报告  
2025年12月13日

#### 投资评级

行业 汽车/汽车零部件

6个月评级 增持（首次评级）

当前价格 61.95元

目标价格 元

#### 基本数据

A股总股本(百万股) 2,002.99

流通A股股本(百万股) 2,002.99

A股总市值(百万元) 124,085.00

流通A股市值(百万元) 124,085.00

每股净资产(元) 13.59

资产负债率(%) 49.79

一年内最高/最低(元) 74.58/51.70

#### 作者

王彬宇 分析师  
SAC执业证书编号：S1110523070005  
wangbinyu@tfzq.com

孙潇雅 分析师  
SAC执业证书编号：S1110520080009  
sunxiaoya@tfzq.com

#### 股价走势



资料来源：聚源数据

#### 相关报告

- 《福耀玻璃-年报点评报告·经营业绩稳健增长，高端产品占比持续提升》 2022-03-18
- 《福耀玻璃-季报点评·经营稳步向前，Q3 净利同比+9%》 2021-10-30
- 《福耀玻璃-半年报点评·业绩符合预期，高增长仍在延续》 2021-08-06

财务数据和估值	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	33,161.00	39,251.66	46,967.10	54,963.63	62,830.36
增长率(%)	18.02	18.37	19.66	17.03	14.31
EBITDA(百万元)	9,751.99	12,128.38	12,976.65	14,686.77	16,511.14
归属母公司净利润(百万元)	5,629.26	7,497.98	9,618.90	10,911.43	12,427.63
增长率(%)	18.37	33.20	28.29	13.44	13.90
EPS(元/股)	2.16	2.87	3.69	4.18	4.76
市盈率(P/E)	28.72	21.56	16.81	14.82	13.01
市净率(P/B)	5.14	4.53	4.13	3.74	3.37
市销率(P/S)	4.88	4.12	3.44	2.94	2.57
EV/EBITDA	9.34	12.95	11.91	10.44	9.07

资料来源：wind，天风证券研究所

## 内容目录

<b>1. 深耕汽车玻璃四十年，持续拓展成就全球领导者 .....</b>	5
1.1. 深耕汽车玻璃近四十年，海外扩张巩固全球地位 .....	5
1.2. 股权结构锚定治理根基，子公司多维支撑全产业链与全球化战略 .....	5
1.3. 专注汽车玻璃主业，全球市占率稳居行业第一 .....	8
1.4. 客户布局广泛且结构健康，夯实经营稳健基础 .....	10
1.5. 营收利润稳健增长，盈利能力领先行业 .....	11
<b>2. 量：立足国内，拓展欧洲、北美市场增量 .....</b>	12
2.1. 中国：新能源与智能化渗透率提升，产能贴近配套筑牢市占率优势 .....	13
2.1.1. 新能源汽车渗透率跃升，驱动福耀产品智能化升级 .....	13
2.1.2. 国内产能全域布局，巩固行业市占率优势 .....	17
2.2. 美国：市场规模全球领先，双轨产能布局夯实本土竞争优势 .....	18
2.2.1. 美国汽车市场规模领先，福耀美国经营持续改善 .....	18
2.2.2. 美国双轨产能布局，本土产能扩产升级强化供应能力 .....	19
2.3. 欧洲：新能源汽车市场强势增长，双端布局强化竞争力 .....	20
2.3.1. 欧洲汽车市场是全球关键板块，新能源强势增长 .....	20
2.3.2. 欧洲汽车玻璃双端布局，本地化增值加工提升综合竞争力 .....	21
<b>3. 价：电动化与智能化双轮驱动，高附加值玻璃矩阵重构汽车玻璃价值增长空间 .....</b>	21
3.1. 电动化推动天幕玻璃普及，玻璃面积与价值量双向提升 .....	21
3.2. 智能化高附加值玻璃多技术路线布局，赋能汽车价值升级 .....	22
3.2.1. HUD 快速发展，福耀领跑高端车载玻璃赛道 .....	22
3.2.2. 隔热玻璃技术创新，全场景赋能节能舒适与价值提升 .....	23
3.2.3. 调光玻璃技术迭代升级，多路线布局拓展高附加值空间 .....	25
3.2.4. ADAS 玻璃技术突破，融合智驾前挡玻璃领跑智能驾控高价值赛道 .....	27
3.2.5. 天线玻璃应势智能化网联化，优化汽车通信场景 .....	28
<b>4. 布局外饰件业务，协同发展打开新空间 .....</b>	29
<b>5. 盈利预测 .....</b>	30
<b>6. 风险提示 .....</b>	31

## 图表目录

<b>图 1：公司发展历程 .....</b>	5
<b>图 2：公司股权结构（截至 2025 年 9 月 30 日） .....</b>	6
<b>图 3：公司与实际控制人之间的产权及控制关系图（截至 2024 年底） .....</b>	6
<b>图 4：2020-2025H1 福耀玻璃分红状况 .....</b>	6
<b>图 5：2021-2025Q1-3 福耀玻璃资本开支状况 .....</b>	7
<b>图 6：2021-2025Q1-3 福耀玻璃研发支出状况 .....</b>	7
<b>图 7：全球化布局 .....</b>	8

图 8：公司汽车玻璃产品及主要功能.....	9
图 9：公司业务中汽车玻璃业务占比.....	9
图 10：2023 年中国车窗玻璃市场份额 .....	10
图 11：2021 年全球汽车玻璃市场份额 .....	10
图 12：2020-2024 年公司前五大客户合计收入占比.....	10
图 13：2019-2025Q1-3 公司营业总收入 .....	11
图 14：2019-2025Q1-3 公司归母净利润 .....	11
图 15：2019-2025Q1-3 公司毛利率、净利率 .....	11
图 16：2019-2025H1 福耀玻璃分业务毛利率变化 .....	11
图 17：2019-2025Q1-3 福耀玻璃期间费用率变化 .....	12
图 18：2018-2024 年公司汽车玻璃销量及同比增速.....	12
图 19：2018-2024 年公司浮法玻璃销量及同比增速.....	12
图 20：2019-2024 年公司海外营收情况.....	13
图 21：2023-2025 年 1-10 月中国新能源汽车渗透率.....	13
图 22：2024-2025 年 1-10 月中国新能源汽车渗透率月度走势 .....	13
图 23：2024 年 2025 年 1-4 月中国乘用车 ADAS 装配量 (万辆) .....	16
图 24：2024 年 2025 年 1-4 月中国乘用车 ADAS 装配率 .....	16
图 25：2024 年 1-12 月中国乘用车新车 HUD 装配量及装配率 .....	16
图 26：2022-2025 年 4 月中国乘用车 AR-HUD 装配量及装配率 .....	16
图 27：2021-2025Q1-3 福耀高附加值产品占比同比增长 (百分点) .....	17
图 28：福耀集团中国市场布局 .....	18
图 29：2019-2024 年美国汽车销量 (万辆) .....	18
图 30：2025 年 1-8 月汽车销售份额 .....	18
图 31：2018-2024 年福耀美国营收情况 .....	19
图 32：2018-2024 年福耀美国净利润及利润率 .....	19
图 33：欧洲汽车市场份额及同比增长率情况 .....	20
图 34：2024-2025 年国内乘用车全景天窗季度标配装配情况 .....	21
图 35：2024-2025 年 1-3 月全景天窗分类型搭载情况 .....	21
图 36：抬头显示成像效果 .....	23
图 37：抬头显示原理 .....	23
图 38：热反射效果图 .....	23
图 39：镀膜玻璃结构 .....	23
图 40：Super UV+IR CUT 隔热原理 .....	24
图 41：遮光系列效果图 .....	25
图 42：滤光系列效果图 .....	25
图 43：智己 L6 瞬感智控调光天幕 .....	25
图 44：智己 L6 瞬感智控调光天幕 .....	25
图 45：2022-2024 中国乘用车调光天幕市场规模 .....	26
图 46：PDLC 原理 .....	26
图 47：PDLC 效果 .....	26
图 48：融合智驾前挡玻璃使用效果图 .....	28

图 49：融合智驾前挡玻璃安装效果图 .....	28
图 50：各种外饰件集成种类 .....	29
图 51：独立高亮外饰产品安装部位 .....	29

表 1：福耀主要子公司及对公司净利润影响达 10%以上的参股公司情况 .....	7
表 2：福耀主要研发基地 .....	8
表 3：福耀主要海外子公司 .....	8
表 4：福耀汽车玻璃可实现功能 .....	14
表 5：福耀美国产能情况 .....	19
表 6：欧洲 25H1 销量以及 EV 渗透率 .....	20
表 7：福耀隔热玻璃产品情况 .....	23
表 8：2025 年 1-5 月中国乘用车新车 ADAS 方案按视觉分类情况 .....	27
表 9：福耀玻璃天线可实现功能 .....	28
表 10：福耀铝饰件生产线布局 .....	30
表 11：公司分业务营收及预测 .....	30

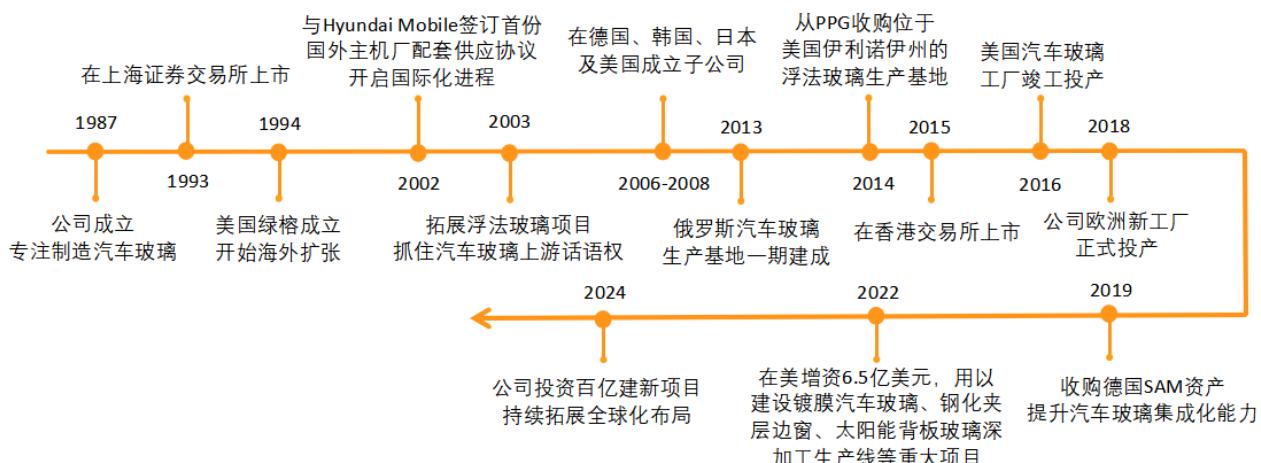
## 1. 深耕汽车玻璃四十年，持续拓展成就全球领导者

### 1.1. 深耕汽车玻璃近四十年，海外扩张巩固全球地位

福耀玻璃是全球汽车玻璃行业的领军企业。公司成立于 1987 年，开启汽车玻璃制造业务；于 1993 年在上海证券交易所挂牌上市，成为国内首家汽车玻璃上市公司；于 2015 年在香港交易所上市，形成兼跨境内外两大资本平台的“A+H”模式。1994 年，公司成立美国绿榕玻璃工业有限公司，开始海外扩张；2002 年，公司与现代摩比斯签订首份国外主机厂配套供应协议，开启国际化配套进程。2003 年启动浮法玻璃项目，完善上游产业链布局。2006 年至 2008 年，公司在德国、韩国、日本及美国成立了子公司，为这些市场的配套客户提供销售及客户支援服务；2013 年起，公司先后在俄罗斯、美国、欧洲等地区建设生产基地并投产，进一步提升本土化配套能力，持续释放海外产能并开始贡献增量；近年来，公司投资百亿在福建福清、安徽合肥、上海嘉定、美国等地建设新项目，以新质生产力推动全面高质量发展。

经过三十余年的发展，福耀集团已在中国 18 个省区市以及美国、俄罗斯、德国、日本、韩国等 12 个国家建立现代化生产基地和商务机构，并在中、美、德、日设立 10 个设计中心和 2 个研发中心。福耀产品得到全球知名汽车制造企业及合作伙伴的认可和选用，以全产业链协同发展模式，提供全球 OEM 配套服务和汽车玻璃全套解决方案。根据公司内部测算，截至 2022 年末，**公司全球市占率约 34%，中国市场占有率约 68%，公司目前已是全球规模最大的汽车玻璃专业供应商。**

图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网、公司公告、天风证券研究所

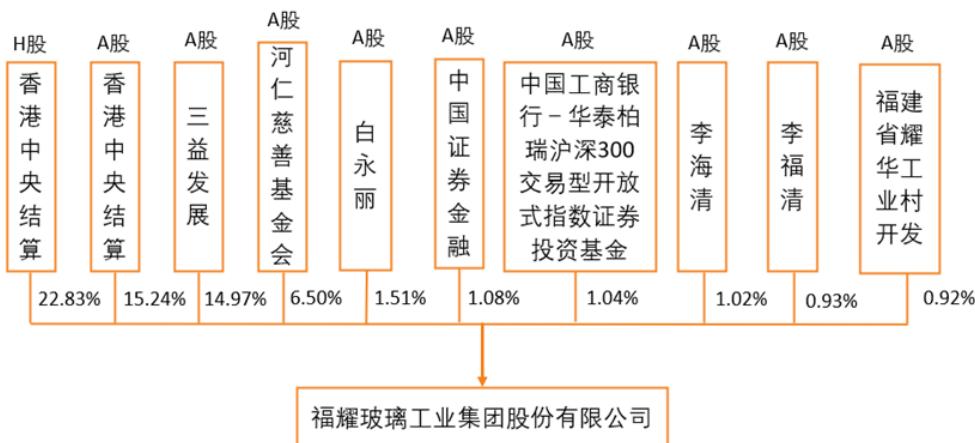
### 1.2. 股权结构锚定治理根基，子公司多维支撑全产业链与全球化战略

**公司股权结构分散，曹德旺先生为实际控制人。**公司的第一大股东为 HKSCC NOMINEES LIMITED，持股比例 22.83%；第二大股东为香港中央结算有限公司，持股比例 15.24%；第三大股东为三益发展有限公司（以下简称“三益发展”），持股比例 14.97%。截至 2025 年 9 月 30 日，公司前十大股东合计持股 66.04%；截至 2024 年底，曹德旺先生通过直接控制控股股东三益发展，实际控制福耀玻璃，作为公司实际控制人直接或间接持有公司 15.7% 股份。我们认为公司股权结构较为分散，但实际控制人曹德旺先生通过对控股股东的直接控制形成核心锚点，既保障了中小股东权益，又为公司长期战略的延续性提供了治理基础。

其中，HKSCC NOMINEES LIMITED 即香港中央结算（代理人）有限公司，由于公司 H 股在香港联交所交易，投资者会将其持有的公司 H 股存放于香港联交所旗下的中央结算及交收系统内，并以香港联交所全资附属成员机构香港中央结算（代理人）有限公司的名义登记 H 股股份合计数。体现了福耀玻璃兼跨境内外两大资本平台的“A+H”模式特点。

2025年10月16日，公司发布人事变动公告。曹德旺先生虽辞去董事长、法定代表人及董事局战略发展委员会主任职务，但并未脱离公司治理体系，其仍以公司董事、部分子公司董事/董事长身份履职，且被委任为终身荣誉董事长，这意味着其作为实际控制人对公司战略方向的核心影响力得以延续；与此同时，公司选举曹晖先生接任董事长、法定代表人及董事局战略发展委员会主任，我们认为这一人事变动夯实了维持长期战略延续性的治理基础，也通过治理结构的优化响应了公司可持续发展需求。

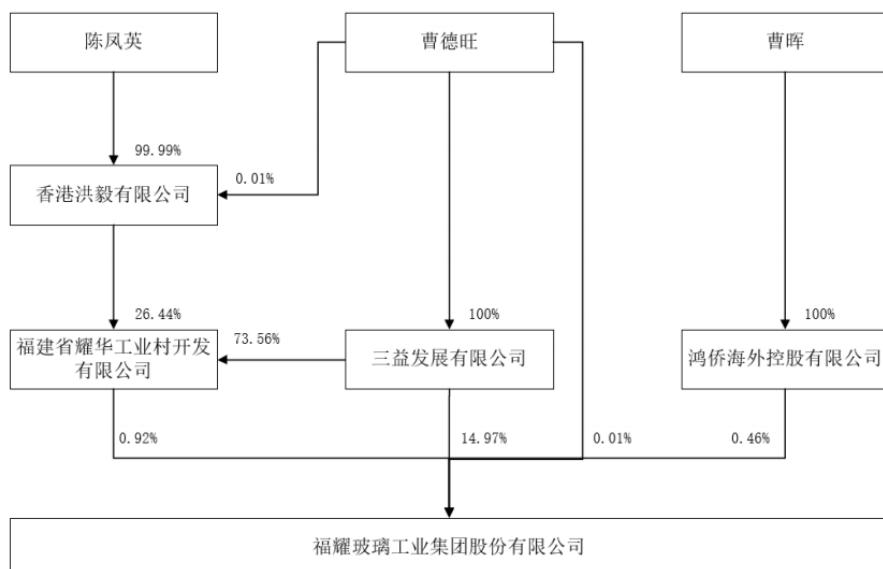
图2：公司股权结构（截至2025年9月30日）



注：A股、H股均指股份类型

资料来源：公司公告、天风证券研究所

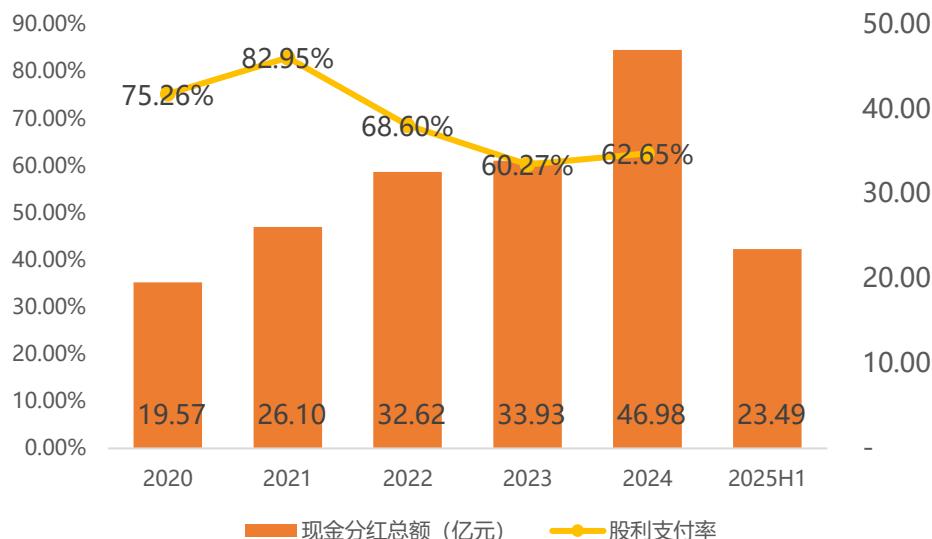
图3：公司与实际控制人之间的产权及控制关系图（截至2024年底）



资料来源：公司公告、天风证券研究所

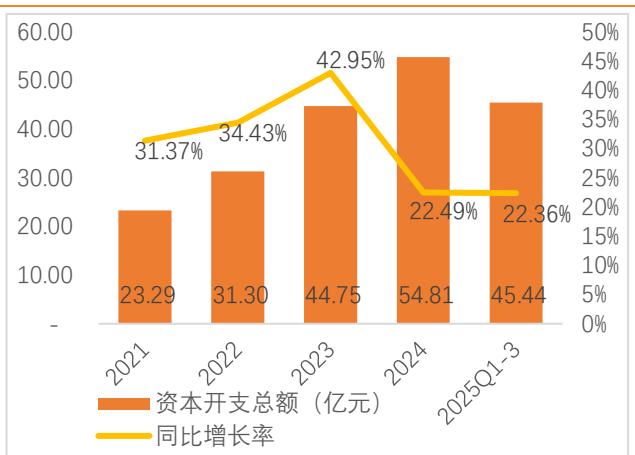
**公司治理机制成熟，既注重短期股东回报，也保障长期战略落地。**在股东回报方面，公司现金分红总额呈稳步增长态势，由2020年的19.57亿元增长至2024年的46.98亿元，2022-2024年公司分红比例分别达68.6%、60.27%、62.65%，持续维持高比例现金分红，符合“新国九条”对上市公司分红的规范要求；在长期发展保障方面，公司资本开支与研发投入有序推进——2024年资本开支达55亿元，同比增长22%，重点投向福建福清、安徽合肥等新增产能，同时研发投入17亿元，同比增长20%，聚焦智能全景天幕玻璃、可调光玻璃等高附加产品的技术迭代，为全球市占率提升与产品结构升级奠定基础。

图4：2020-2025H1福耀玻璃分红状况



资料来源：Choice、天风证券研究所

图 5：2021-2025Q1-3 福耀玻璃资本开支状况



资料来源：Choice、天风证券研究所

图 6：2021-2025Q1-3 福耀玻璃研发支出状况



资料来源：Choice、天风证券研究所

**福耀玻璃持续推进全产业链布局与全球化发展**，以境内外子公司为载体，构建“上游原材料供给-中游汽车玻璃制造-下游协同业务拓展”的完整业务链路，**各板块子公司主营业务高度匹配落地需求**。**国内端**，以福耀福清汽车玻璃、福耀上海汽车玻璃为核心的子公司聚焦汽车用玻璃制品的规模化生产，同步布局文昌硅砂、本溪硅砂、溆浦硅砂、福清浮法、本溪浮法、重庆浮法、通辽精铝等子公司，主营业务覆盖硅砂、浮法玻璃、铝锭铝棒等上游原材料生产，另有福耀技术中心、福耀科技发展（苏州）有限公司、福耀高性能玻璃科技（福建）有限公司聚焦智能化技术研发，为高附加值产品迭代提供支撑。**海外端**，发挥全球生产基地和商务机构优势，以美国、俄罗斯、匈牙利等核心生产基地为支点，匹配区域汽车产业需求；德国 FYSAM 汽车饰件有限公司拓展汽车铝饰件协同业务，日本、韩国及中国香港子公司则承担区域商贸与投资职能，全方位夯实全产业链竞争力与全球化服务能力。

表 1：福耀主要子公司及对公司净利润影响达 10%以上的参股公司情况

公司名称	参控关系	主要业务
福建省万达汽车玻璃工业有限公司	控股子公司	汽车用玻璃制品的生产和销售
福耀玻璃美国有限公司	全资子公司	汽车用玻璃制品的生产和销售

资料来源：Choice、天风证券研究所

表 2：福耀主要研发基地

研发基地名称	参控关系	主要业务
福耀技术中心	——	2006年9月被认定为“国家认定企业（集团）技术中心”。内设汽车玻璃研究所、建筑玻璃研究所、浮法玻璃研究所、先进技术研究所、CAM/CAE应用开发部、技术情报与专利部、检验与实验中心、规划与项目管理部、设备技术研究所、模具检具研发中心等10个分支机构。
福耀科技发展（苏州）有限公司	间接全资子公司	研发型企业。2019年8月15日成立，聚焦智能制造与工业机器人系统、天线、薄膜、传感器、仿真技术、光电技术的研发。
福耀高性能玻璃科技（福建）有限公司	全资子公司	研发型企业。2021年8月成立，主要开展新材料技术研发与玻璃制造相关工作。

资料来源：公司公告、中玻网、Choice、天风证券研究所

表 3：福耀主要海外子公司

公司名称	参控关系	主要业务
福耀玻璃配套北美有限公司	全资子公司	汽车玻璃附件安装、仓储、销售及服务
福耀玻璃美国有限公司	全资子公司	汽车用玻璃制品的生产和销售
福耀玻璃伊利诺伊有限公司	间接全资子公司	浮法玻璃的生产及销售
福耀玻璃俄罗斯有限公司	全资子公司	汽车用玻璃制品的生产和销售
福耀欧洲玻璃工业有限公司	间接全资子公司	汽车用玻璃制品的生产和加工
福耀（东欧）有限责任公司	间接全资子公司	汽车用其他零部件和配件的生产
FYSAM 汽车饰件有限公司	间接全资子公司	汽车铝饰件的设计、开发、生产销售
FYSAM 汽车饰件（斯洛伐克）有限公司	间接全资子公司	汽车铝饰件的设计、开发、生产销售
FYSAM 汽车饰件（墨西哥）有限公司	间接全资子公司	汽车铝饰件的设计、开发、生产销售

资料来源：公司公告、公司官网、Choice、天风证券研究所

图 7：全球化布局



资料来源：公司官网、天风证券研究所

### 1.3. 专注汽车玻璃主业，全球市占率稳居行业第一

福耀集团的主营业务是为各种交通运输工具提供安全玻璃和汽车饰件全解决方案，包括汽

车级浮法玻璃、汽车玻璃、机车玻璃、行李架、车窗饰件相关的设计、生产、销售及服务，公司的经营模式为全球化研发、设计、制造、配送及售后服务。作为全球汽车玻璃和汽车级浮法玻璃设计、开发、制造、供应及服务一体化解决方案的领导企业，奉行技术领先和快速反应的品牌发展战略，与客户一道同步设计、制造、服务、专注于产业链的完善，系统地、专业地、快速地响应客户日新月异的需求，为客户创造价值。

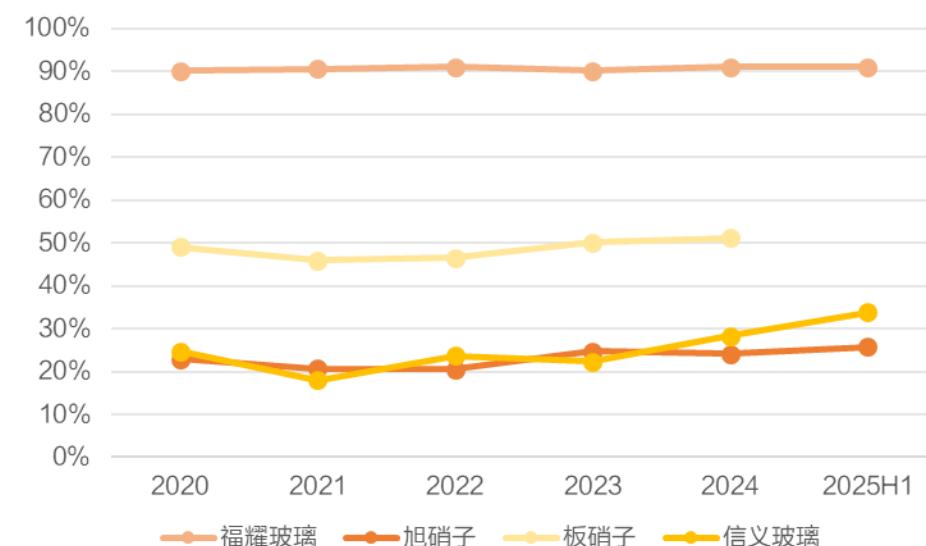
图 8：公司汽车玻璃产品及主要功能



资料来源：公司官网、天风证券研究所

**公司专注汽车玻璃主业，营收占比稳定在 90%以上，业务结构高度聚焦。**2024 年福耀玻璃汽车玻璃业务实现收入 357 亿元，占总营收比重达 91%，近五年该比例始终维持在 90% 左右，公司对汽车玻璃赛道深度聚焦。相比之下，同期海外龙头如旭硝子、板硝子、信义玻璃等业务布局较为分散，汽车玻璃占比分别为 24%、51%、28%，福耀在专业性与资源集中度上优势显著。

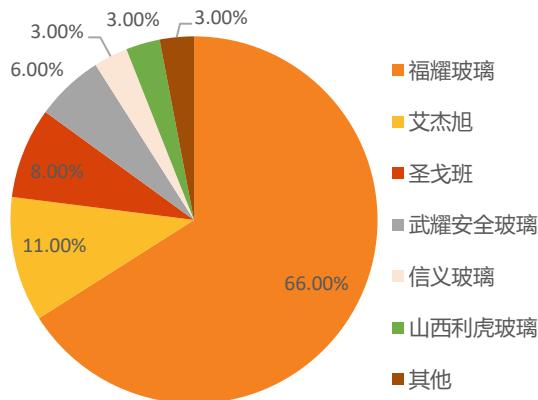
图 9：公司业务中汽车玻璃业务占比



资料来源：各公司财报、天风证券研究所

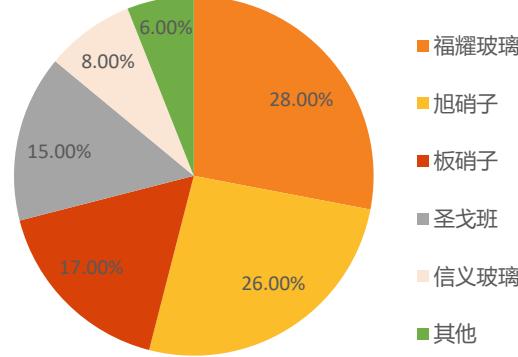
**福耀玻璃全球市占率约 34%，稳居行业第一。**根据 Marklines，2021 年全球汽车玻璃 CR4 市占率达 86%，市场竞争格局呈现寡头垄断，主要参与者包括福耀玻璃、旭硝子、板硝子、圣戈班、信义玻璃等。根据公司内部测算，截至 2022 年末，公司全球市占率约 34%，中国市场占有率为 68%，公司目前已是全球规模最大的汽车玻璃专业供应商。

图 10：2023 年中国车窗玻璃市场份额



资料来源：Marklines、天风证券研究所

图 11：2021 年全球汽车玻璃市场份额



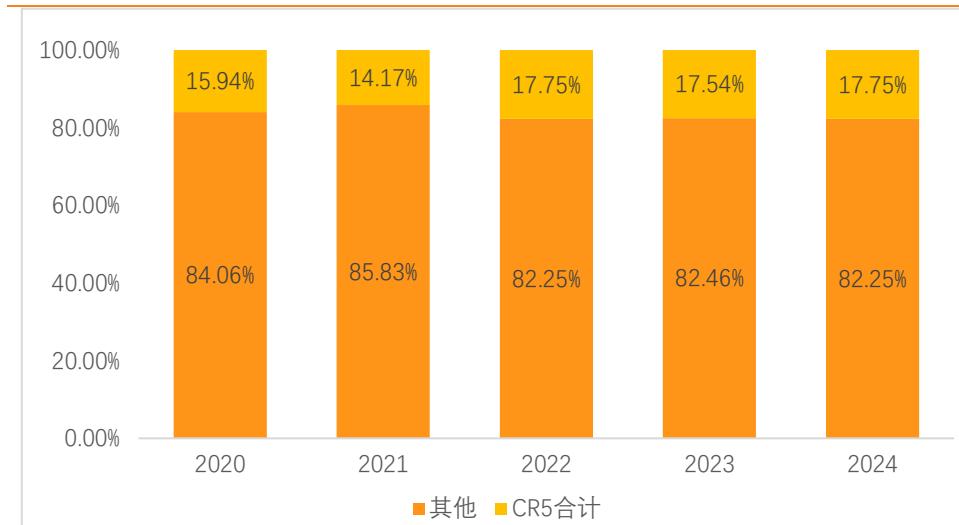
资料来源：Marklines、天风证券研究所

#### 1.4. 客户布局广泛且结构健康，夯实经营稳健基础

**福耀玻璃依托良好品牌声誉，合作知名客户。**公司围绕集团经营战略，以“为客户持续创造价值”为中心，以市场为导向，以技术创新为支持，以规范管理为保障，致力于提升公司综合竞争力，福耀产品得到全球知名汽车制造企业及合作伙伴的认证和选用，包括奔驰、宝马、奥迪、大众、通用、丰田、福特、比亚迪、华为等，为其提供全球 OEM 配套服务和汽车玻璃全套解决方案，截至 2022 年末，全球市场份额达 34%，并被各大汽车制造企业评为“全球优秀供应商”。

**福耀玻璃客户结构分散均衡，抗风险能力突出。**从收入占比看，2020-2024 年公司前五大客户合计收入占比始终维持在低于 20% 的水平，2024 年占比为 17.75%，最大客户则占收入的 4.47%，呈现出“无单一客户依赖、多元客户共同支撑”的格局。同时，公司与主要客户合作关系长期稳定，与最大客户合作时长超 20 年，且前五大客户均为独立第三方，不存在与公司董监高或持股 5% 以上股东的关联关系，既保障了业务的独立性与公平性，也从结构层面筑牢了经营的稳健性基础。

图 12：2020-2024 年公司前五大客户合计收入占比



资料来源：Choice、天风证券研究所

## 1.5. 营收利润稳健增长，盈利能力领先行业

**营收持续稳健扩张，2019-2024 年 CAGR 达 13.21%。**受益于全球汽车玻璃市占率提升及高附加值产品放量，公司经营规模快速扩大，公司营收从 2019 年 211.0 亿元增至 2024 年 392.5 亿元，五年复合年增长率达 13.21%；2025 年前三季度，公司实现营业收入 333.02 亿元，较上年同期增长 17.62%；尽管 2020 年受疫情短期扰动，公司自 2021 年起的营业收入均保持双位数增长，增长动能强劲。

**归母净利润短期调整后持续高增长。**随着高附加值产品占比提升，2019-2024 年，公司归母净利润从 29.0 亿元增至 75.0 亿元，CAGR 达 20.94%，略高于营收增速。公司归母净利润呈现短期调整后持续高增长的发展态势，2019-2020 年，受德国 FYSAM 汽车饰件项目整合期及疫情短期扰动影响，归母净利润出现阶段性波动；自 2021 年起，盈利快速回升且增长动能持续释放，2025 年前三季度，公司实现归母净利润 70.64 亿元，较上年同期增长 28.93%，盈利增长的韧性与潜力持续显现。

**公司盈利水平的提升，得益于产业链垂直整合与高附加值产品占比提升的双重驱动。**从毛利率看，浮法玻璃作为上游核心原材料，垂直整合下的自主供应模式，助力公司高效控制成本，其毛利率自 2022 年触底后持续回升，2025 年上半年达 39.40%，为下游业务筑牢成本支撑；同时，智能全景天幕玻璃、可调光玻璃等高附加值产品占比提升，2021-2024 年，高附加值产品占比较上年同期分别提升 3.31、6.21、9.54、5.02 个百分点带动汽车玻璃毛利率从 2022 年的 29.65%逐步改善至 2025 年上半年的 30.90%，两者协同下，综合毛利率于 2022 年触底后稳步回升，2025Q1-3 升至 37.36%。在此基础上，叠加期间费用管控等运营效率优化，净利率实现更显著的增长：2019-2021 年净利率维持在 13% 左右，2022 年起随毛利率修复与内部管理提效加速上行，2025 年前三季度已提升至 21.22%，充分体现出“上游降本+下游提效”的盈利放大效应。

图 13：2019-2025Q1-3 公司营业收入



资料来源：Choice、天风证券研究所

图 15：2019-2025Q1-3 公司毛利率、净利率

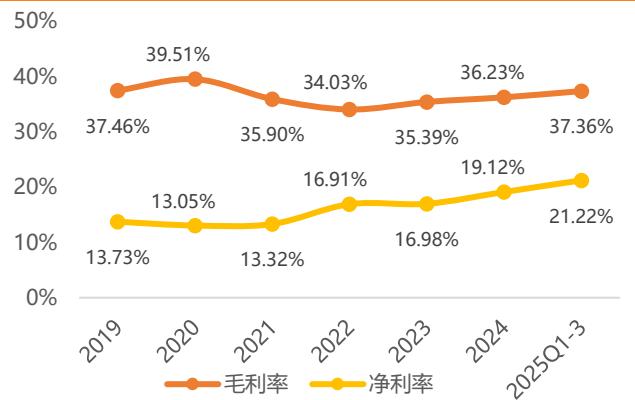
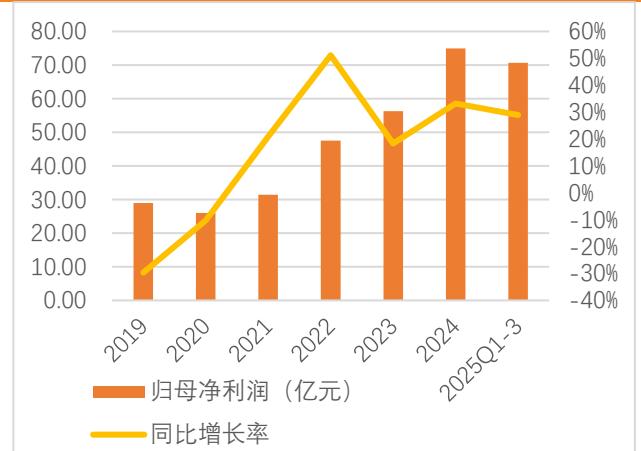
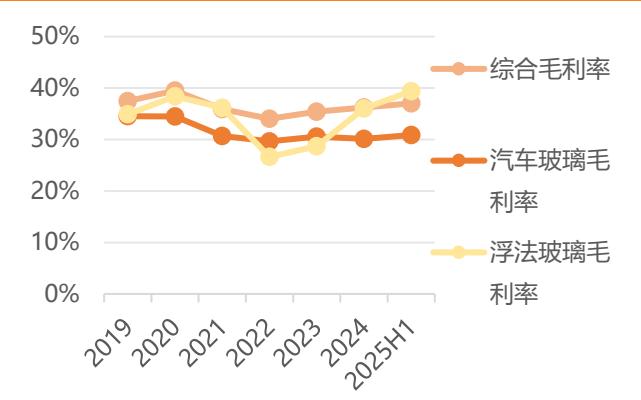


图 14：2019-2025Q1-3 公司归母净利润



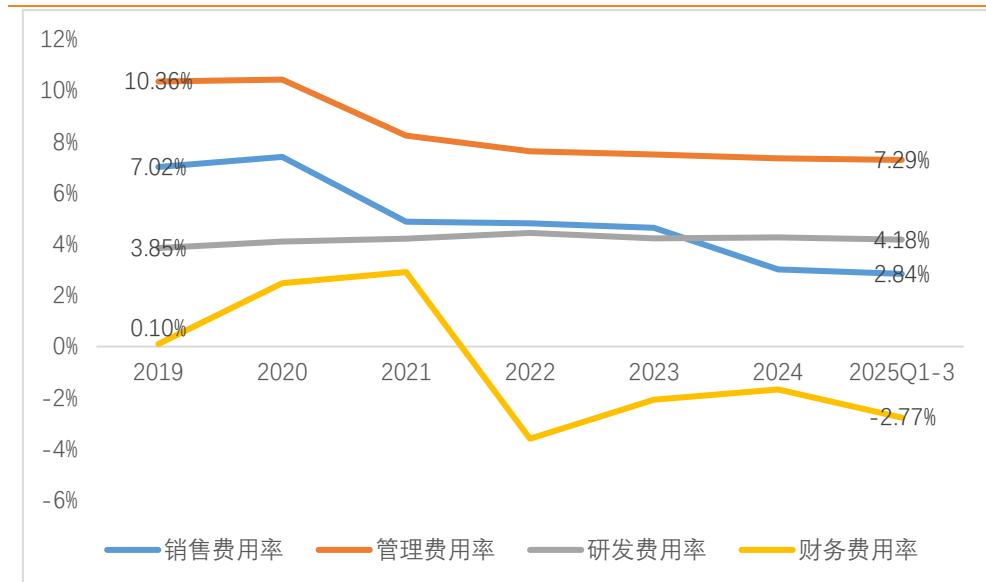
资料来源：Choice、天风证券研究所

图 16：2019-2025H1 福耀玻璃分业务毛利率变化



**规模化优势显现，费用端优化趋势明确。**2019年以来，公司期间费用率下降趋势明显，管理费用率由2019年的10.4%降至2025Q1-3的7.29%，销售费用率由2019年的7.02%降至2025年Q1-3的2.84%，财务费用率由2019年的0.10%降至2025Q1-3的-2.77%，体现业务规模化下的费用管控成效；同时，研发投入精准聚焦高附加值领域，研发费用率呈稳中有升趋势，2025Q1-3研发费用为13.93亿元，占营业收入的4.18%，较上年同期增长14.70%，支撑技术领先优势。

图 17：2019-2025Q1-3 福耀玻璃期间费用率变化



资料来源：公司财报、天风证券研究所

## 2. 量：立足国内，拓展欧洲、北美市场增量

福耀玻璃的量增逻辑在区域维度呈现差异化布局：中国市场作为基本盘，为其提供稳健的增量支撑；美国市场通过基地经营改善，在存量市场中实现增量释放；欧洲市场是重点新增量区域，公司通过定向产能扩张与本地化加工布局，推动该区域量增。

**公司销量水平稳步提升**，2024年公司实现汽车玻璃销量156百万平方米，同比+11%，2020-2024年CAGR达11%；2024年公司实现浮法玻璃销量170万吨，2020-2024年CAGR达7%。

**公司海外营收规模稳步提升**，由2019年102亿元提升至2024年176亿元，2019-2024年CAGR达11.5%。

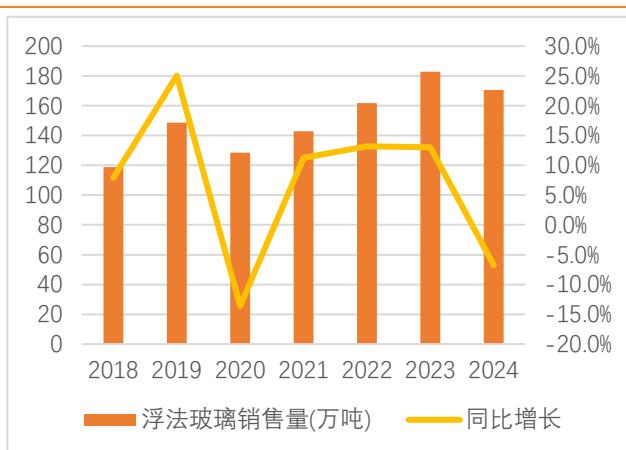
图 18：2018-2024 年公司汽车玻璃销量及同比增速

图 19：2018-2024 年公司浮法玻璃销量及同比增速

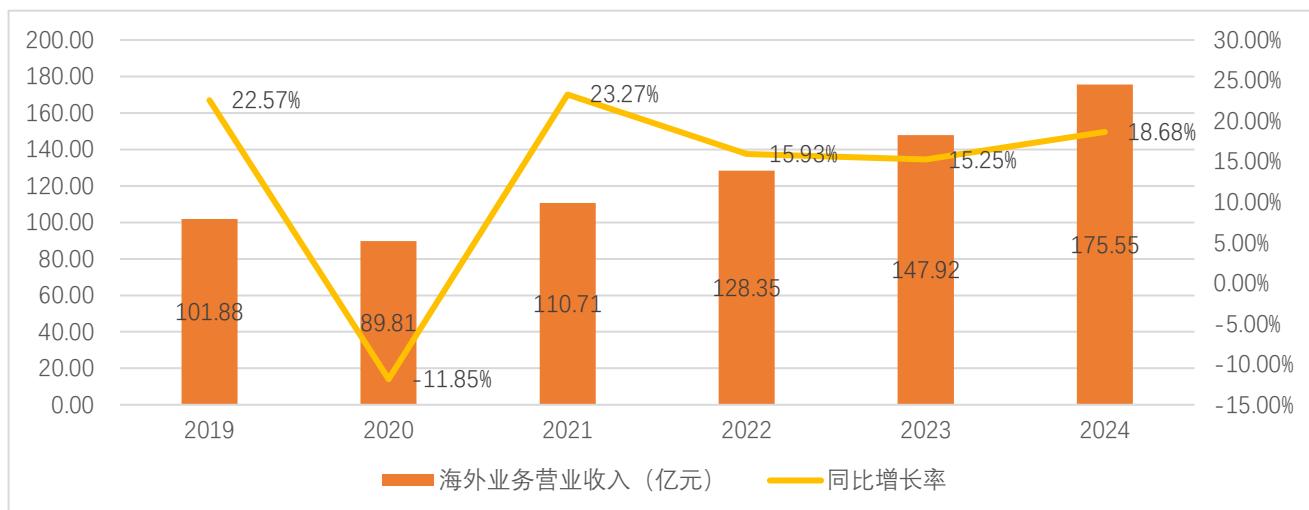


资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 20：2019-2024 年公司海外营收情况



资料来源：公司公告、天风证券研究所



资料来源：Choice、公司公告、天风证券研究所

## 2.1. 中国：新能源与智能化渗透率提升，产能贴近配套筑牢市占率优势

### 2.1.1. 新能源汽车渗透率跃升，驱动福耀产品智能化升级

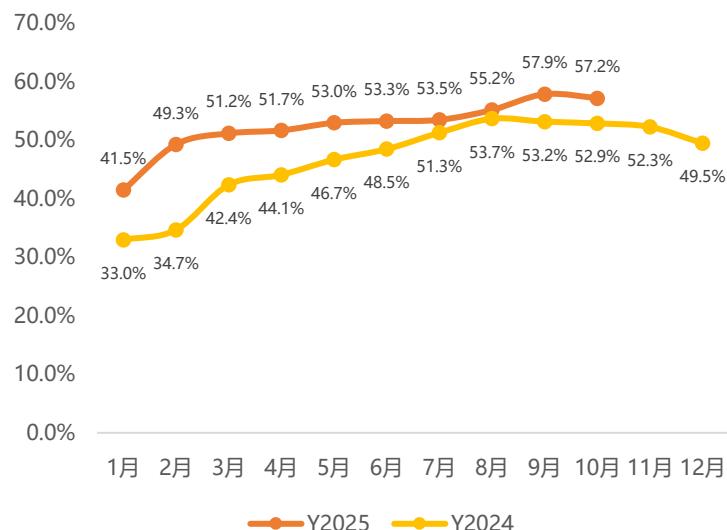
新能源汽车市场的蓬勃发展，为汽车产业“新四化”浪潮提供了广阔土壤，催生出对高附加值、智能化汽车玻璃的新增需求与产品升级需求。ACEA口径下，2025H1 全球汽车注册量增长 5%至 3740 万辆，其中中国以 12%的涨幅领跑，这一增长得益于汽车“以旧换新”报废补贴政策和新能源汽车政策的推动。近年来，中国新能源汽车渗透率呈快速攀升态势。据中国汽车流通协会乘用车市场信息联席分会统计，汽车总销量口径下，2020 年新能源汽车渗透率仅为 5.4%，到 2025 年 1-9 月已提升至 52.1%，2025 年 10 月，中国新能源汽车渗透率达到 57.2%，呈现平稳增长态势。当前，汽车产业“电动化、网联化、智能化、共享化”的“新四化”已成为产业发展的潮流和趋势，推动汽车产业进入需求多元、结构优化的新发展阶段，智能汽车也已进入大众化应用阶段，正朝着可移动的智能终端转变。而汽车“新四化”的发展使得越来越多的新技术集成到汽车玻璃中，既对汽车玻璃提出新要求，也为汽车玻璃行业发展提供新机遇，推动汽车玻璃从传统安全部件向“安全舒适、节能环保、美观时尚、智能集成”的方向发展，高附加值产品占比也在不断提升。

图 21：2023-2025 年 1-10 月中国新能源汽车渗透率

图 22：2024-2025 年 1-10 月中国新能源汽车渗透率月度走势



资料来源：中国汽车流通协会乘用车市场信息联席分会、天风证券研究所



资料来源：中国汽车流通协会乘用车市场信息联席分会、天风证券研究所

**表 4：福耀汽车玻璃可实现功能**

功能	玻璃类型	产品特点	应用部位	可集成功能
安全舒适	楔形膜 抬头显示玻璃	使驾驶者在行驶过程中无需低头即可知晓车辆、导航、地图、预警等信息	前挡风玻璃	超薄、隔热、隔音、加热、天线
	镀膜	在楔形膜工艺产品特点基础上，开发周期更短、图像尺寸更大。		隔热、隔音、加热、天线
适	半钢化夹层玻璃	具备防盗抗冲击特性，安全性更优，还能实现静音效果，且可达成多功能兼容	门玻璃、后挡风玻璃、天窗	氛围灯、隔音、加热、热反射、太阳能、调光、憎水
	隔音玻璃	兼具静音、舒适的使用体验，能防紫外线以保护皮肤、防止内饰件老化		超薄、氛围灯、隔热、加热、太阳能、调光、憎水
智能控制	可加热玻璃	提高视野清晰度以保障驾驶安全；对雨刮、雨传感器、相机区域进行针对性加热	前挡风玻璃、门玻璃、后挡风玻璃	超薄、隔热、隔音
	憎水玻璃	提升雨天行车能见度、视野更清晰；更易除去玻璃上的污染物		超薄、隔热、隔音、调光
智能控制	PDLC 调光玻璃	个性化调节玻璃透光度，有效提升私密性	门玻璃、后挡风玻璃、天窗	超薄、隔热、隔音
	热致变色	可定制多种玻璃颜色，颜色能随温度变化而改变，且隔热效果好		超薄、隔热
玻璃天线	印刷天线	可取代外置天线，搭配流线型车身更美观，信号接收灵敏度高，设计图案多样化，不受环境影响、经久耐用	前挡风玻璃、后挡风玻璃	超薄、隔热、隔音、加热、调光、抬头显示
	夹丝天线	可取代外置天线，搭配流线		超薄、隔热、隔音、加

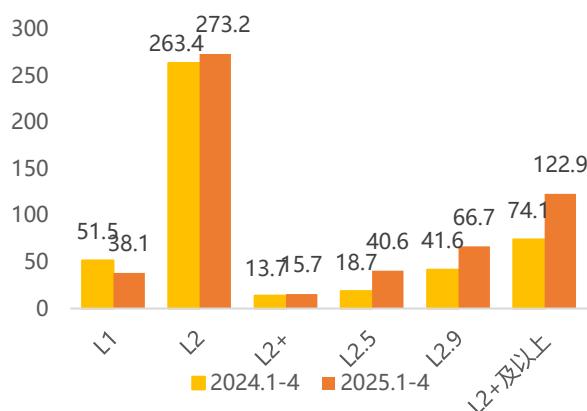
		型车身更美观，信号接收灵敏度高，天线设计图案多样化，不受环境影响、经久耐用	玻璃、后挡风玻璃	热、调光、抬头显示
	镀膜天线	可取代外置天线，搭配流线型车身更美观，且无天线图案，与车身融为一体	前挡风玻璃	超薄、隔热、隔音、加热、抬头显示
	TAGA 天线	比传统天线系统更稳定，操作更简单，同时还易于更换	前挡风玻璃、后挡风玻璃	超薄、隔热、隔音、调光、抬头显示
	镀膜热反射	反射红外线，更快达到舒适温度，节能减排；减少紫外线对汽车内饰的伤害，延长内饰寿命；且隔热效果不用额外维护	前挡风玻璃、门玻璃、后挡风玻璃、天窗	超薄、隔音、加热、调光
节能环保	PVB 膜	减少热量进入，提升舒适度；节能减排；防紫外线，延长内饰寿命；防止无线电屏蔽	前挡风玻璃、门玻璃、后挡风玻璃、天窗	超薄、隔音、加热、调光
	低辐射玻璃	降低空调负荷，更节能；有效保温，尤其适合高寒地区使用	天窗	超薄、隔音、调光
节能环保	Super UV+IR CUT	隔绝红外线，提升车内舒适度；隔绝紫外线，防止汽车内饰老化，避免晒伤皮肤	门玻璃	憎水
	太阳能天窗	将太阳能转化为电能，为车载电器供能，同时能降低油耗	天窗	—
轻量化玻璃	钢化玻璃	降低车身重量、减少油耗及二氧化碳排放	门玻璃、后挡风玻璃	—
	夹层玻璃	更轻可降低油耗及二氧化碳排放，更薄却更为强韧；更清晰光学质量优于普通玻璃	门玻璃、后挡风玻璃、天窗	—
美观时尚	全景天窗	提供无遮挡的超大上空视野，采光效果极佳；放大车内部空间，提高驾乘体验	天窗	氛围灯、隔热、隔音、太阳能、调光
	氛围灯玻璃	可选多种颜色，提升用户体验；提升夜间后排视觉享受	天窗	调光
美观时尚	外饰件集成玻璃	集成多材质外饰，造型美观、风阻小，外观多彩且高光泽	前挡风玻璃、门玻璃、后挡风玻璃、天窗	—
	独立高亮外饰	有镜面高光，造型自由，可实现悬浮车顶，带导轨导向玻璃升降	—	—
集成总	平齐式车窗	造型简约美观，且含外饰件在内的各车窗与车身钣金平整度高，风阻小	门玻璃、天窗	—
	玻璃包边总成	防水防尘、隔音降噪	—	—
集成总	车窗密封件总成	防水防尘、隔音降噪	—	—

成	成	实现门玻升降的导向作用；滑动导轨可作为内外饰，提高美观度；导轨与玻璃采用一体式结构，简化汽车总装	—	—
		工序	—	—
	便捷安装模块	定位快速精确、装车高效便捷	—	—
滑动窗总成		可活动，能加强空气流通，方便取物；手动电动开合一体；外观平齐或错层	门玻璃、后挡风玻璃	—

资料来源：公司官网、天风证券研究所

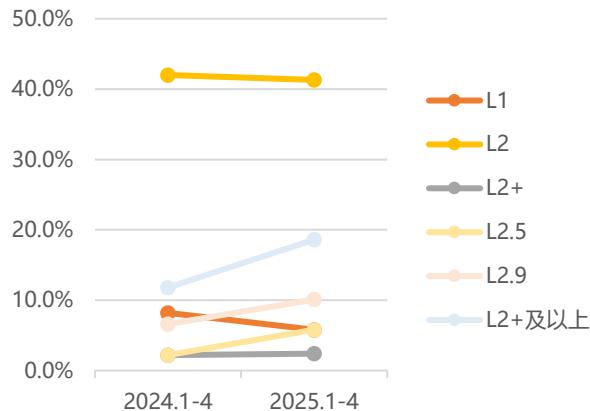
**中国乘用车新车智驾等级持续提升，L2+渗透率不断提高。**2025年1-4月，中国乘用车整体ADAS（L1-L2.9）装配量为434.1万辆，同比增长11.6%，装配率65.7%，较去年同期增长3.7个百分点；其中L2级装配量最多，达273.2万辆，同比增长3.7%，装配率最高达41.3%；主要受小米SU7、理想L6、深蓝S05拉动，L2.5级增长最快，装配量同比增幅达116.6%。据佐思汽研预测，2022-2027年中国乘用车智驾等级中，L2.5自2025年3月起进入爆发期，2025年预计装配423.3万辆，装配率17.3%；L2.9紧随其后，2025年预计装配297.9万辆，装配率12.2%。

图 23：2024 年 2025 年 1-4 月中国乘用车 ADAS 装配量（万辆）



资料来源：佐思汽车研究公众号、天风证券研究所

图 24：2024 年 2025 年 1-4 月中国乘用车 ADAS 装配率

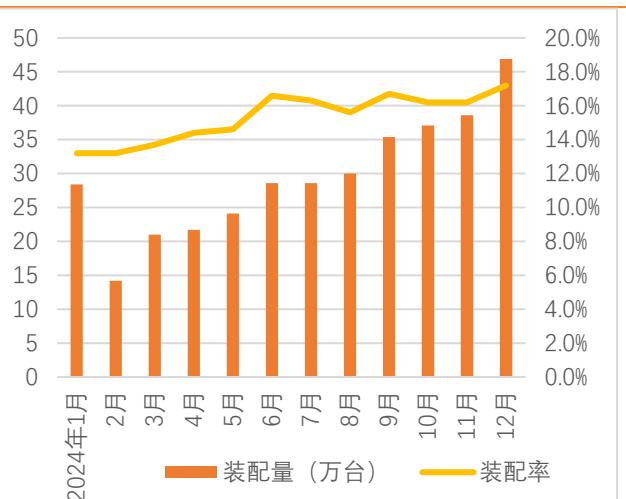


资料来源：佐思汽车研究公众号、天风证券研究所

**HUD 装配量及装配率呈现快速提升趋势，市场渗透率持续走高。**随着智能座舱普及，汽车抬头显示技术（HUD）成为提升驾驶安全性与科技感的关键配置，带动专用前挡风玻璃需求。据佐思汽研，2024年全年，中国乘用车HUD装配量达355万台，同比增长63.0%，装配率达到15.5%，同比扩大5.2个百分点。分月度看，2024年2月-12月，HUD装配量整体呈现上升趋势，12月达到46.9万辆；2024年6月-12月，装配率数据表现较为“稳定”，连续7个月维持在16%上下；2025年1-4月，HUD装配量接近110万台，同比增长27.6%。根据CINNO Research11月10日报告数据显示和预测，随着自主品牌及造车新势力在搭载HUD方面的持续发力，预计2025年中国乘用车市场HUD渗透率约17%，其中，AR-HUD标配率为6%，中国整体乘用车市场HUD和AR-HUD标配量2025-2030年CAGR分别为14%和30%。

图 25：2024 年 1-12 月中国乘用车新车 HUD 装配量及装配率

图 26：2022-2025 年 4 月中国乘用车 AR-HUD 装配量及装配率



资料来源：佐思汽研、天风证券研究所

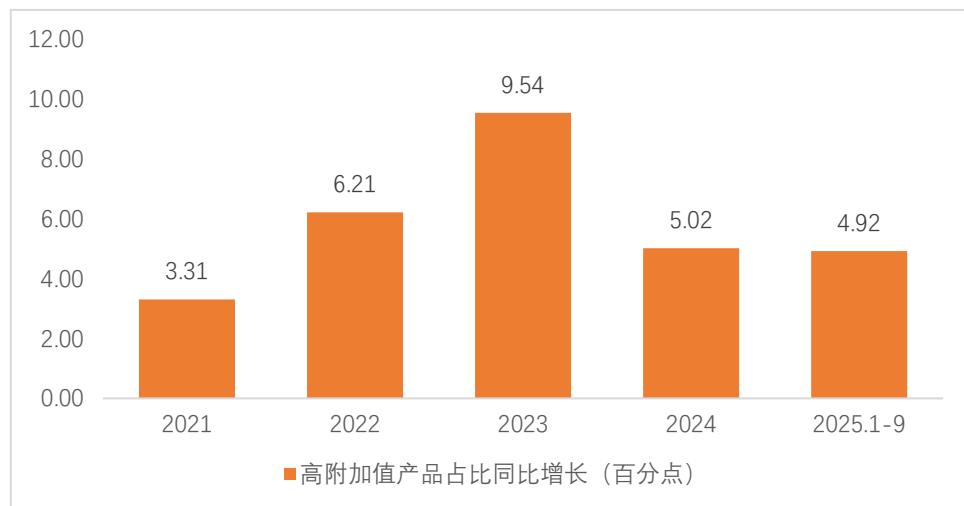


资料来源：佐思汽研、天风证券研究所

**分 HUD 产品类型来看**, AR-HUD 占比逐年快速提升,成为 HUD 市场增长的核心动力,2024 年, AR-HUD 占比提升至 26.0%, 同比增加 15.4 个百分点; W-HUD 作为传统主流类型,占比持续下降并逐步被 AR-HUD 替代; C-HUD 占比微乎其微,自 2023 年后几乎退出主流市场,整体呈现出汽车智能化进程中 HUD 产品向更高技术层级 (AR-HUD) 迭代升级的行业趋势。具体到 AR-HUD 品类来看, 2024 年全年, AR-HUD 装配量突破 90 万台, 同比大幅增长 300.7%; 2025 年 1-4 月, AR-HUD 装配量接近 25 万台, 预计 2025 年全年 AR-HUD 装配量将突破 100 万台。同时, 全景 HUD (P-HUD) 正成为 HUD 技术的新发展方向, 小米 YU7 是全球率先实现 P-HUD 量产的车型, 宝马 iX3 则成为第二款量产该技术的车型。

**随着汽车智能化渗透率持续提升, HUD 渗透率、L2+ 渗透率不断提高, 福耀汽车玻璃产品智能化升级步伐加快, 高附加值产品占比不断提升。**2021-2025 年 1-9 月, 高附加值产品占比同比增长分别达 3.31、6.21、9.54、5.02、4.92 个百分点; 福耀在本行业技术的领导地位, 为公司汽车玻璃销售带来结构性的机会。

图 27: 2021-2025Q1-3 福耀高附加值产品占比同比增长 (百分点)



资料来源：Choice、天风证券研究所

### 2.1.2. 国内产能全域布局, 巩固行业市占率优势

**福耀玻璃紧扣全产业链布局, 各板块子公司主营业务高度匹配战略落地需求。**以福耀福清汽车玻璃、福耀上海汽车玻璃为核心的子公司聚焦汽车用玻璃制品的规模化生产, 同步布局文昌硅砂、本溪硅砂、溆浦硅砂、福清浮法、本溪浮法、重庆浮法、通辽精铝等子公司, 主营业务覆盖硅砂、浮法玻璃、铝锭铝棒等上游原材料生产, 另有福耀技术中心、福耀科

技发展（苏州）有限公司、福耀高性能玻璃科技（福建）有限公司聚焦智能化技术研发，为高附加值产品迭代提供支撑。

**福耀玻璃通过新项目布局与合作，持续拓展产业链边界并深化技术创新。**2024年，福建福清年产400万套智能车用安全玻璃生产项目投资32.5亿元，定位全球一流零碳智能工厂，投产后预计年产值约30亿元；安徽全产业链生产基地总投资57.5亿元，建成后年产汽车配套玻璃400万套、配件玻璃400万片，预计年产值60亿元；截至目前，公司投资建设的福清阳下项目、安徽合肥项目预计2025年9月前各有100万套建成，剩余产能预计2025年底建成。2025年，上海嘉定铝合金金属制品饰件项目计划投资近7亿元，预计2026年投产，达产后年产高精度铝合金饰件2100万件。合作方面，与汇川技术签订全面科技合作协议，围绕装备自动化、数字能源管理等领域开展原创性技术攻关，推动汽车玻璃装备向高端化、绿色化、数字化方向发展。

图 28：福耀集团中国市场布局



资料来源：公司官网、天风证券研究所

**福耀玻璃持续强化行业竞争力，巩固行业市占率优势。**根据公司内部测算，截至2022年末，公司全球市占率约34%，中国市场占有率约68%，公司目前已是全球规模最大的汽车玻璃专业供应商。

## 2.2. 美国：市场规模全球领先，双轨产能布局夯实本土竞争优势

### 2.2.1. 美国汽车市场规模领先，福耀美国经营持续改善

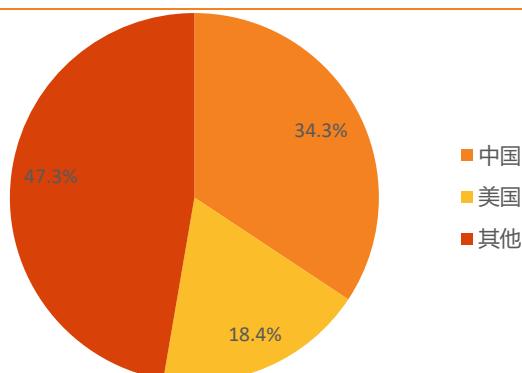
**美国汽车市场规模位居全球前列，具有较强的市场韧性与消费活力。**从销量趋势看，2020年前长期维持在1700万辆以上的高位，2019年美国汽车销量达1757.6万辆；2020年受外部因素影响下滑至1499.2万辆，2021年回升至1554.6万辆，2022年小幅回落至1438.4万辆，2023-2024年持续复苏，分别达到1612.5万辆、1644.3万辆，展现出较强的市场韧性。从全球市场地位看，2025年1-8月美国汽车销量达1128万辆，销量份额达18.4%，是仅次于中国(34.3%)的全球第二大汽车消费市场，消费需求多元且稳定，竞争格局成熟，也是全球汽车品牌战略布局的核心区域之一，近年来在新能源、智能化领域的产业升级与市场迭代也在持续推进。

图 29：2019-2024 年美国汽车销量（万辆）

图 30：2025 年 1-8 月汽车销售份额



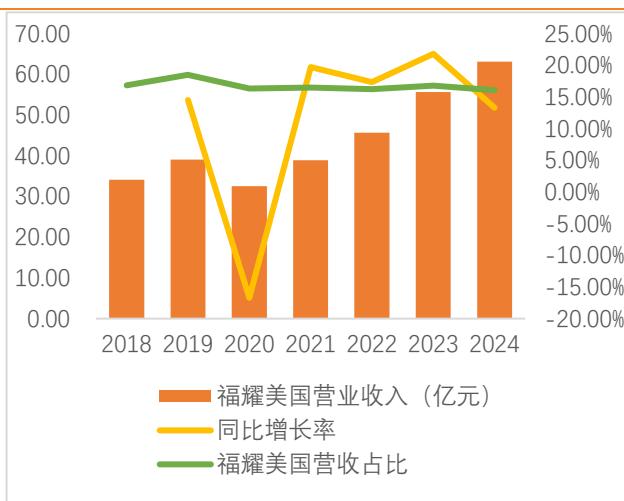
资料来源：Marklines、天风证券研究所



资料来源：Marklines、天风证券研究所

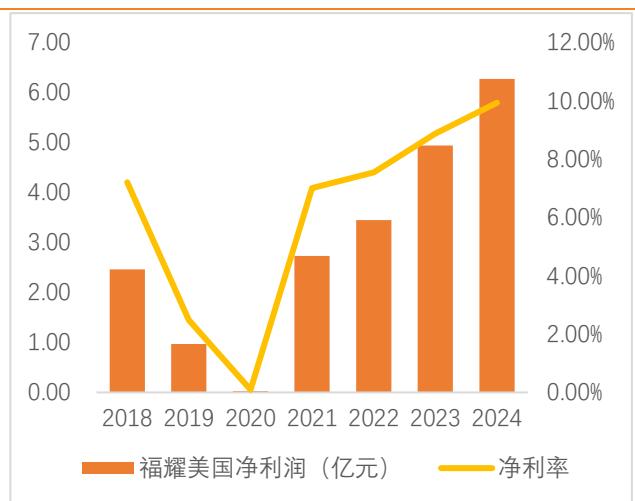
**福耀美国经营持续改善。**2018-2024 年，除 2020 年受疫情影响外，福耀美国经营持续改善，营业收入从 34.12 亿元增长至 63.12 亿元，占公司总营收比例长期保持在 16% 左右；净利润从 2.46 亿元提升至 6.27 亿元，净利率从 7.21% 增长至 9.93%，呈现出营收与盈利的双增长态势。这种本土化产能布局不仅能满足美国市场供应需求，还通过与客户的战略协同，有效降低了关税等外部因素的影响，巩固了其在美汽车玻璃市场的竞争力。

图 31：2018-2024 年福耀美国营收情况



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 32：2018-2024 年福耀美国净利润及利润率



资料来源：公司公告、天风证券研究所

### 2.2.2. 美国双轨产能布局，本土产能扩产升级强化供应能力

**福耀在美国市场采用“中国出口+美国本土供应”的双轨产能供应模式，且以美国本土供应为主，**这一布局有效支撑了其在美业务的稳定发展。福耀在赴美建厂前已经设立了商务机构，为配套客户提供销售及客户支援服务。2014 年，福耀开始筹建北美项目并持续增资扩产，进一步提升本土化配套能力，2015 年福耀俄亥俄州汽玻、2016 年伊利诺伊州浮法陆续投产，持续释放海外产能并开始贡献增量。

**美国福耀汽玻工厂**一期、二期产能合计约为 550 万套，三期项目主要聚焦于镀膜玻璃、全景天幕玻璃、平齐式钢化夹层边窗等高附加值产品的生产，已于 2024 年底建成投产，目前已进入爬坡量产阶段。**全资子公司福耀玻璃伊利诺伊有限公司**，同时生产光伏组件背板玻璃，目前已有背板玻璃四条深加工生产线，年产量约 14 万吨，供应稳定；为满足美国汽车玻璃基地对浮法玻璃原片的需求、降低成本，公司追加投资建设汽车级浮法玻璃生产线，新增浮法产线处于筹建中，预计 2025 年启动，届时北美 4 座浮法窑炉中将有 2 条浮法生产线用于满足汽车玻璃原片的需求，另外 2 条用于加工太阳能背板玻璃。

表 5：福耀美国产能情况

工厂名称	产品定位	项目进展
------	------	------

福耀俄亥俄州 汽玻工厂	一期、二期	550 万套汽车玻璃	2014 年收购并建设 2015 年投入运营并爬产 2018 年达到预期产能
	三期	聚焦高附加值汽车玻璃	目前已进入爬坡量产阶段
	4 座浮法窑炉	2 条用于满足汽车玻璃原片的需求 2 条用于加工太阳能背板玻璃	2014 年收购并升级 (2 条浮法玻璃生产线) 2022 年筹备扩产, 预计 2025 年启动 2025 年 3 月增资建设新产线
福耀伊利诺伊 有限公司	4 条背板玻璃深 加工生产线	14 万吨	2022 年筹备二期项目扩产

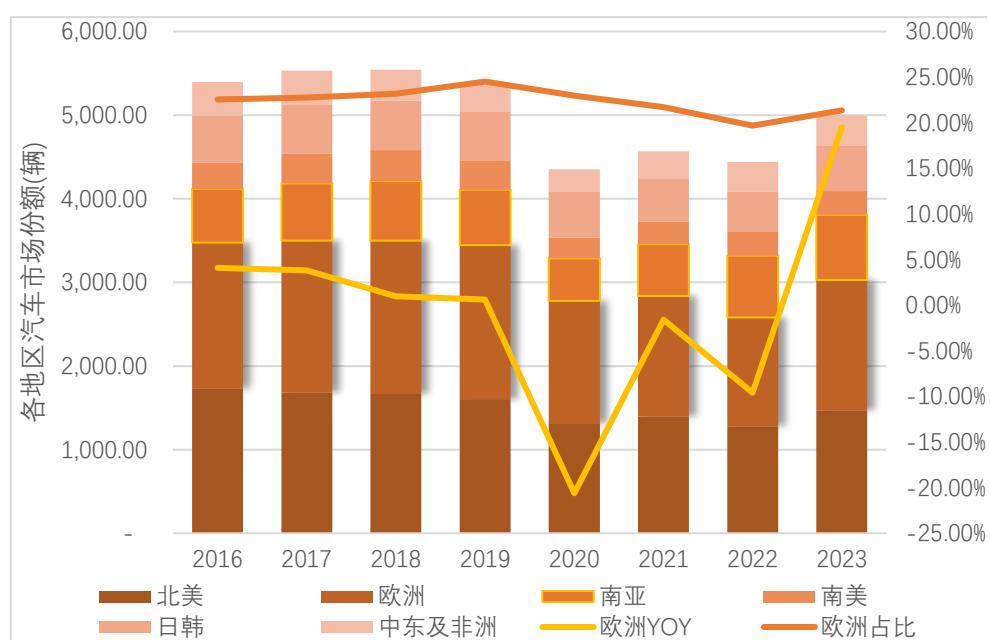
资料来源: Choice、Marklines、公司公告、投资者关系活动表、天风证券研究所

### 2.3. 欧洲: 新能源汽车市场强势增长, 双端布局强化竞争力

#### 2.3.1. 欧洲汽车市场是全球关键板块, 新能源强势增长

从市场规模看, 欧洲汽车市场占全球汽车注册量的 20%以上, 除 2020-2022 年受外部因素影响下滑, 年新注册汽车超 1550 万辆; 2024 年总注册量回升至 1610 万辆, 同比增长 3.9%, 其中欧盟同比增长 0.8% 至约 1060 万辆, 英国同比增长 2.6% 展现韧性, EFTA 国家则下降 4.6%。

图 33: 欧洲汽车市场份额及同比增长率情况



资料来源: ACEA、天风证券研究所

在新能源领域, ACEA 口径下的欧洲 (EU+EFTA+UK) 25H1 新能源销量 178.5 万辆, 同比增长 24%, 其中 BEV 同比增长 25%, PHEV 同比增长 21%, 是全球新能源汽车市场的核心增长极之一, 也是全球汽车品牌在电动化、智能化领域战略布局的重点区域。

表 6: 欧洲 25H1 销量以及 EV 渗透率

EU + EFTA + UK (万辆)	24Q1	24Q2	24H1	24Q3	24Q4	24 年	25Q1	25Q2	25H1
BEV	44.8	50.6	95.4	47.9	56.0	199.3	57.4	62.0	119.3
YOY	3.5%	0.1%	1.6%	-10.2%	2.4%	-1.3%	27.9%	22.5%	25.0%
PHEV	25.3	23.5	48.8	20.7	25.8	95.2	26.8	32.4	59.2
YOY	10.4%	-6.8%	1.4%	-14.2%	-4.2%	-3.9%	5.9%	37.9%	21.3%
<b>BEV+PHEV</b>	<b>70.1</b>	<b>74.1</b>	<b>144.2</b>	<b>68.6</b>	<b>81.8</b>	<b>294.5</b>	<b>84.1</b>	<b>94.4</b>	<b>178.5</b>

YOY	5. 9%	-2. 2%	1. 6%	-11. 4%	0. 2%	-2. 1%	20. 0%	27. 4%	23. 8%
<b>合计</b>	<b>339. 5</b>	<b>348. 4</b>	<b>687. 9</b>	290. 0	318. 4	<b>1296. 4</b>	<b>338. 2</b>	343. 3	<b>681. 5</b>
YOY	4. 9%	3. 9%	4. 4%	-6. 3%	0. 7%	0. 9%	-0. 4%	-1. 5%	-0. 9%
<b>EU + EFTA + UK (%)</b>	<b>24Q1</b>	<b>24Q2</b>	<b>24H1</b>	<b>24Q3</b>	<b>24Q4</b>	<b>24 年</b>	<b>25Q1</b>	<b>25Q2</b>	<b>25H1</b>
BEV 渗透率	13. 2%	14. 5%	13. 9%	16. 5%	17. 6%	15. 4%	17. 0%	18. 0%	17. 5%
PHEV 渗透率	7. 4%	6. 7%	7. 1%	7. 1%	8. 1%	7. 3%	7. 9%	9. 4%	8. 7%
BEV+PHEV 渗透率	20. 6%	21. 3%	21. 0%	23. 6%	25. 7%	22. 7%	24. 9%	27. 5%	26. 2%
BEV 占比（占新能源）	64. 0%	68. 3%	66. 2%	69. 9%	68. 5%	67. 7%	68. 2%	65. 7%	66. 9%
PHEV 占比（占新能源）	36. 0%	31. 7%	33. 8%	30. 1%	31. 5%	32. 3%	31. 8%	34. 3%	33. 1%

资料来源：ACEA、天风证券研究所

### 2.3.2. 欧洲汽车玻璃双端布局，本地化增值加工提升综合竞争力

**公司布局欧洲汽车玻璃市场采用“国内生产+欧洲本地化增值加工”的双端联动模式。**国内聚焦汽车玻璃核心产品的规模化生产，为欧洲市场提供稳定的产品供应；欧洲则在德国、匈牙利、斯洛伐克等地布局增值加工布点，开展本地化的产品加工与服务，高效响应当地汽车厂商的需求；同时，公司在福清新建汽车玻璃生产出口基地，后续将持续提升国内出口基地产能，通过强化国内生产端的供应能力与欧洲加工端的服务能力，进一步深化在欧洲市场的布局，抢占更多市场份额。

**德国 FYSAM 是福耀玻璃布局欧洲汽车饰件市场的核心载体，经历了从资产整合到逐步减亏的发展过程。**2019 年，福耀通过海外子公司收购德国 SAM 公司资产后成立该主体，主要聚焦汽车饰件产品的生产与服务，旨在为欧洲车企提供集成化解决方案、提升产品附加值，有利于提升公司的综合竞争力。初期受疫情导致的欧洲车企停产、整合期成本压力等因素影响，其经营面临挑战；为支撑其运营，福耀曾于 2020 年增资 6500 万欧元补充流动资金。随着产能爬坡、效率提升及协同效应释放，其经营状况持续改善，2024 年 1-9 月营业利润亏损收窄至 -665 万欧元，同比减少亏损 1706 万欧元；2025 年第一季度，FYSAM 营业利润 -294 万欧元，同比减少亏损 703 万欧元，公司铝件 BU 整体实现盈利，减亏成效显著。公司将加快现有工厂的产能爬坡、效率提升，发挥铝饰件国内外协同效应，发挥铝饰件与汽车玻璃的协同效应，提升公司的综合竞争力以及铝饰件的盈利能力。

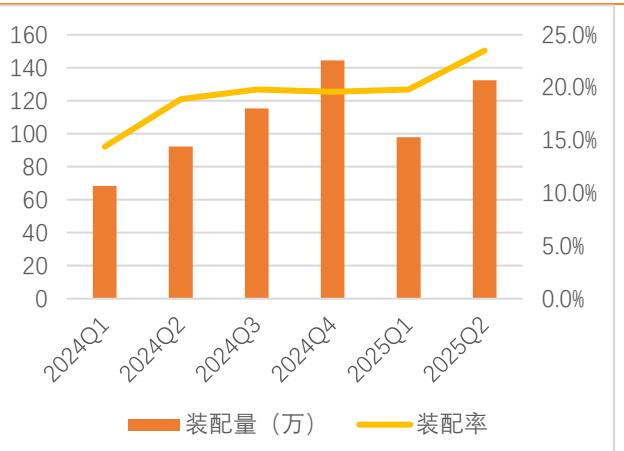
## 3. 价：电动化与智能化双轮驱动，高附加值玻璃矩阵重构汽车玻璃价值增长空间

### 3.1. 电动化推动天幕玻璃普及，玻璃面积与价值量双向提升

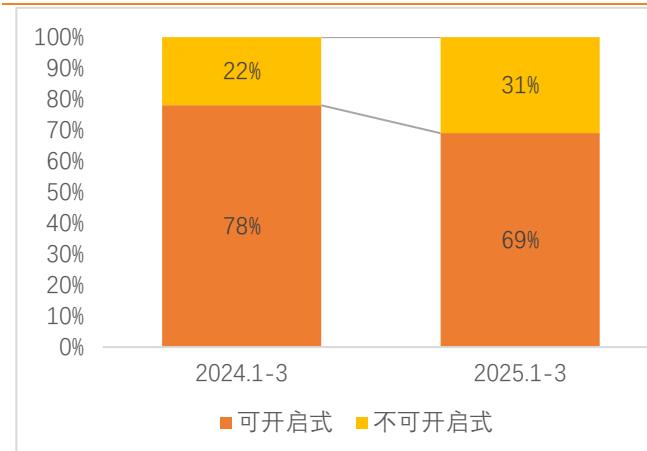
**电动化趋势显著改变了汽车顶部设计理念，推动天幕玻璃快速普及。**车顶天窗经历了“无天窗-小天窗-全景天窗-全景天幕”的发展历程。随着新能源汽车对垂向空间利用率的提升以及消费者对座舱体验品质要求的日益增长，全景天幕市场正迎来快速增长期。据佐思汽研，2025 年上半年市场数据显示，全景天幕在新车型中的搭载率持续攀升。2025H1 全景天幕装配量达 230.3 万辆，同比增长 143.3%；标配率 21.8%，较上年同期增加 5.1 个百分点。分季度看，2025 年 Q2 全景天幕装配量为 132.5 万辆，较上季度增长 35.5%；较上年同期增长 43.5%；标配率为 23.5%，较上季度增加 3.7 个百分点，较上年同期增加 4.6 个百分点。从增长潜力来看，全景天幕具备较强的市场吸引力，有望助力车企座舱差异化，成为未来增长点。

图 34：2024-2025 年国内乘用车全景天窗季度标配装配情况

图 35：2024-2025 年 1-3 月全景天窗分类型搭载情况



资料来源：佐思汽研、天风证券研究所



资料来源：盖世汽车、天风证券研究所

**与传统天窗相比，全景天幕具有多重优势：**首先，天幕玻璃能够为电池包提供更多垂直空间，优化整车布置；另一方面，天幕玻璃带来更开阔的视野和更强的科技感，符合消费者对智能化座舱的期待。其功能趋势亦呈多元发展：一是功能集成化，集隔热、隔音、调光等多种功能于一体；二是交互能力增强，与智能座舱深度融合，支持语音、手势、中控屏等多方式控制；三是娱乐性与个性化体验提升，可与氛围灯、音响联动，还能实现专属化模式切换。

**在供应链端，全景天幕的发展也带来了新变革。**全景天幕由全景天窗进化而来，是钢化夹层玻璃上附加隔热、调光等功能的一体化玻璃天幕，拥有较大视野，和全景天窗的主要区别在于全景天幕不可开启。这一特点体现在供应链上，全景天幕省去开闭结构，玻璃厂商将直接给整车厂供应玻璃，**供应链缩短或将推动以福耀玻璃为代表的玻璃厂商转变为一级供应商**。除开启方式外，全景天幕相较全景天窗，采光面积大，尺寸一般在 0.8-1.2 m<sup>2</sup>，全景天窗一般不足 1 m<sup>2</sup>，带动单车玻璃面积明显提升；全景天幕成本较低，单车平均 1500 元，可开启式的全景天窗因结合其他零部件，单车价值约 3000-10000 元；其轻量化构成可实现更长续航里程，但因封闭无法通风换气、隔热性较差，需集成调光、隔热等技术。**全景天幕的玻璃面积相对之前有明显提升，且集成更多功能后，单车价值量由开闭导轨转向天幕玻璃。**

据盖世汽车预测，未来全景天幕的装配量将会呈现上升趋势，更多功能的集成将会带动全景天幕玻璃价值量上升，市场规模也将保持上升，预计 2027 年全景天幕的市场规模或将达到 181.4 亿。**这种量价齐升的趋势为汽车玻璃行业带来可观的增长空间。**

**福耀玻璃在天幕玻璃领域具备显著优势。**公司不仅提供基础天幕玻璃产品，还开发出集成调光、隔热、氛围灯等功能的智能天幕系统。公司天幕玻璃产品已配套多款热门新能源车型，包括岚图 FREE、丰田威飒、比亚迪海豹、智己 L6 等，其中典型产品为岚图 FREE 的 PDLC 调光+镀膜隔热全景天幕，技术均为福耀玻璃自研提供。

### 3.2. 智能化高附加值玻璃多技术路线布局，赋能汽车价值升级

2025 年 1-9 月，公司汽车玻璃销量大幅好于全球汽车行业增速；得益于研发创新，公司高附加值产品占比提升，2025 年 1-9 月占比较去年同期提升 4.92 个百分点，平方米单价同比增长 6.90%，量价齐升。

#### 3.2.1. HUD 快速发展，福耀领跑高端车载玻璃赛道

**HUD 的快速发展，对前挡风玻璃提出新的技术要求。**作为全球汽车玻璃龙头，福耀玻璃凭借技术积累与产业链整合能力，在中高端 HUD 专用玻璃市场建立起显著优势。针对 HUD 显示对光学性能的特殊需求，**福耀聚焦“楔形膜”与“镀膜”两大核心技术方向**。普通前挡风玻璃由内外两层玻璃与均匀厚度的 PVB 中间膜构成，HUD 投射的光线会在玻璃内外表面分别形成反射，产生主像与副像，导致驾驶员看到重影。福耀楔形膜类 HUD 玻璃的关键突破的是将 PVB 中间膜设计为“楔形结构”，通过精准控制楔形角，校正重像，确保 HUD 显示的车速、导航等信息清晰无叠影。而镀膜类 HUD 玻璃则是利用夹层前挡上沉积

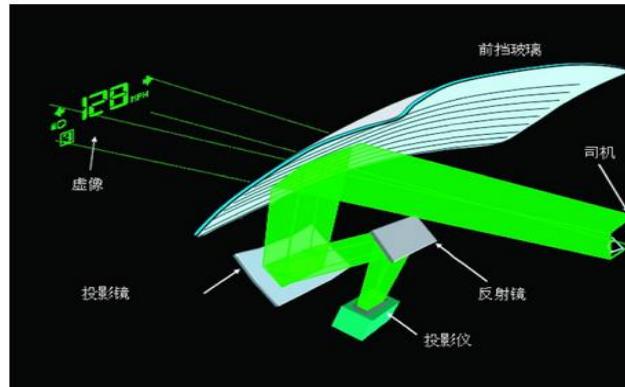
的透明纳米膜与偏振光组合作用，消弱副像的同时，增强主像，提高主像和副像之间的亮度比值，实现目视无重影；与楔形 PVB 工艺相比，开发周期更短，图像尺寸更大。

图 36：抬头显示成像效果



资料来源：公司官网、天风证券研究所

图 37：抬头显示原理



资料来源：公司官网、天风证券研究所

### 3.2.2. 隔热玻璃技术创新，全场景赋能节能舒适与价值提升

福耀的隔热玻璃包括镀膜热反射、PVB 膜、低辐射玻璃和 Super UV+IR CUT 玻璃，旨在通过前沿创新技术达到提升人体舒适度、节能减排、延长汽车内饰使用寿命等目的。

表 7：福耀隔热玻璃产品情况

玻璃类型	产品特点	应用部位	可集成功能
镀膜热反射	反射红外线，更快达到舒适温度，节能减排；减少紫外线对汽车内饰的伤害，延长内饰寿命；且隔热效果一直有效，不用额外维护	前挡风玻璃、门玻 璃、后挡风玻璃、天窗	超薄、隔音、加热、调光
	减少热量进入车内，提升人体舒适度、节能减排；同时可防紫外线，延长内饰使用寿命；防止无线屏蔽	前挡风玻璃、门玻 璃、后挡风玻璃、天窗	超薄、隔音、加热、调光
	降低空调负荷，更节能；还能有效保温，尤其适合高寒地区使用。	天窗	超薄、隔音、调光
	隔绝 80% 以上的红外线，提升车内舒适度；隔绝 99% 以上的紫外线，防止汽车内饰老化，避免晒伤皮肤	门玻璃	憎水
Super UV+IR CUT			

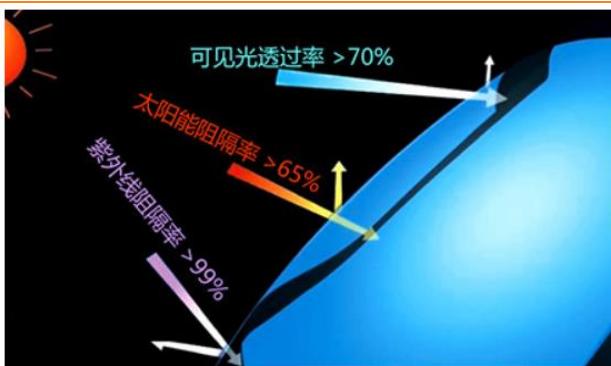
资料来源：公司官网、天风证券研究

镀膜热反射玻璃采用磁控真空溅射技术，在汽车玻璃内表面镀 9~20 层厚 50-300 纳米的金属化合物膜，起到反射太阳能的作用，通过反射红外线以降低车内温度，提升用户驾驶舒适度，并减少空调使用率，降低燃油消耗约 3%，实现节能减排；另一方面，通过阻隔 99% 以上的紫外线，减少其对汽车内饰的损害，延长使用寿命；同时，隔热效果永久有效，终身免维护。

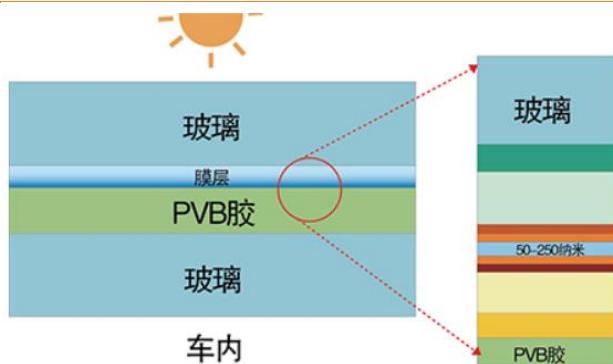
PVB 膜可实现减少热量进入车内以提升车内人体舒适度，降低空调负荷以节能减排，防紫外线以延长内饰使用寿命，以及防止无线屏蔽，其功能有两种实现方式，其一在 PVB 膜中加入吸热粒子，吸收热量；其二在普通 PVB 中增加特殊的热反射膜，起到反射太阳能的作用。

图 38：热反射效果图

图 39：镀膜玻璃结构



资料来源：公司官网、天风证券研究所

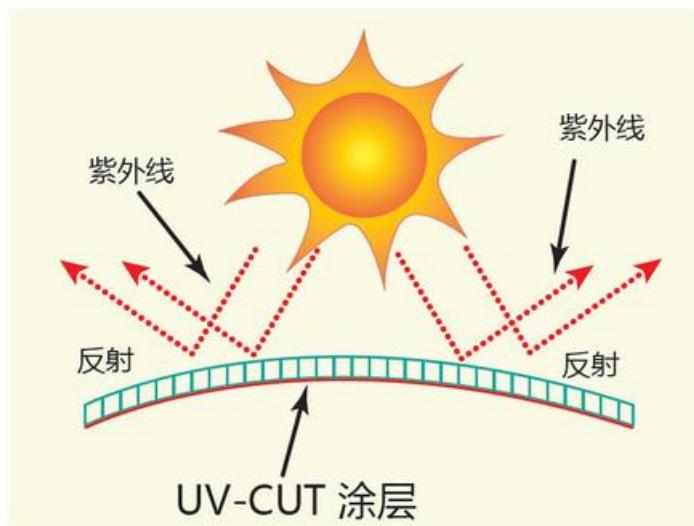


资料来源：公司官网、天风证券研究所

针对高寒地区，福耀推出低辐射玻璃，通过对天窗内片玻璃使用一种特殊涂层，减少车内外热量交换，有效保温，并降低空调负荷，节能减排。

另外对于门玻璃，在其表面涂覆可吸收红外线和隔绝紫外线的有机-无机杂化膜层，Super UV+IR CUT 可隔绝 80%以上红外线，提高车内舒适度，并隔绝 99%以上紫外线，防止内饰老化和皮肤晒伤。

图 40：Super UV+IR CUT 隔热原理



资料来源：公司官网、天风证券研究所

**福耀全新一代智能隔热全景天幕上市，重构汽车天窗新体验。**2024年6月，福耀集团发布了三大系列汽车遮阳隔热天幕产品，包括遮光系列、滤光系列、御光系列，旨在通过前沿创新技术解决当下全景天幕暴晒问题，从而提升用户驾乘体验，打造更加舒适、便捷和安全的移动生活空间。这一系列创新产品的发布，集中展现了福耀集团的研发水平，进一步巩固了福耀在遮阳隔热天幕领域的领先地位，标志着福耀向智能化天幕时代迈出了坚实的一步。

为应对无遮阳帘天窗产品的暴晒问题、加装版遮阳帘产品占用头部空间等使用痛点，福耀集团推出了遮光系列一体式遮阳帘产品。该产品将遮阳帘与天窗总成无缝集成，通过将天窗总成厚度最大减少 30mm、电机侧厚度减小 10mm、导轨侧厚度减少 6mm，释放 30mm 头部空间；同时采用 100%遮光材料，关闭状态下可完全隔绝阳光直射，保障高温酷暑下的清凉出行；在静音性能上，依托先进结构设计，一体式集成遮光帘开合仅产生 50dB 音量，一体式集成直驱遮光帘更将音量降至 45dB 以下，营造静谧驾乘空间；细节设计上，其通过优化增大 80mm 采光范围，满足无需遮阳时的采光需求，还取消前梁设计，既提升安装便捷灵活性，又为车身造型赋予优雅流畅的视觉效果。

福耀集团滤光系列天幕将防晒隔热性能全面强化。其采用先进三银镀膜技术，可隔绝高达99%的红外线与紫外线，总能量隔绝率达89%，能有效控制车内温度，为驾乘者营造良好的车内环境；这一高效隔热性能在实际场景中亦得到验证，在温度38℃、辐照强度1000w/m<sup>2</sup>的标定环境下，装载该天幕的车型不开空调时，室内温度比普通天窗玻璃低7-10℃。为保障性能持久性，该天幕通过三银镀膜技术在夹层中镀制20层以纳米级金属“银”及其他金属氧化物为主要介质的金属离子膜，并精准控制沉积温度、沉积速度和气氛气压等工艺参数，使其具备出色稳定性以适应复杂环境变化；同时，产品兼顾人性化设计，采用低反射技术使可见光反射率低于2%，减少镜面效果与驾驶眩光干扰，为驾驶者提供清晰舒适的驾驶视野。

图 41：遮光系列效果图



资料来源：盖世汽车每日速递公众号、天风证券研究所

图 42：滤光系列效果图



资料来源：盖世汽车每日速递公众号、天风证券研究所

福耀集团全新品系中，御光系列作为高端产品系列，包含染料PDLC调光天幕与黑色EC二代调光天幕两款产品，为不同需求层次用户提供个性化解决方案。其中，染料PDLC调光天幕以高对比度和出色遮蔽性提供私密驾乘环境，可全面降低紫外线、红外线侵入，紫外线隔绝率高达99%，且在2.5H标准暴晒工况下，其降温效果比滤光系列玻璃凉2-5℃，隔热效率更胜一筹；针对遮挡阳光与欣赏车外风光的平衡需求，黑色EC二代调光天幕暗透对比度高达30倍以上，暗态下可见光透过率可低至0.5%以下，可通过操作加深颜色以减弱太阳眩光，且低雾度设计保障车外视野清晰，同时能大幅降低紫外线和红外线侵入，保持车内舒适的驾乘温度。2025年6月，福耀宣布瞬感智控调光天幕已首次搭载智己L6，实现染料PDLC调光技术首次实车搭载。

图 43：智己 L6 瞬感智控调光天幕



资料来源：智己官网、天风证券研究所

图 44：智己 L6 瞬感智控调光天幕



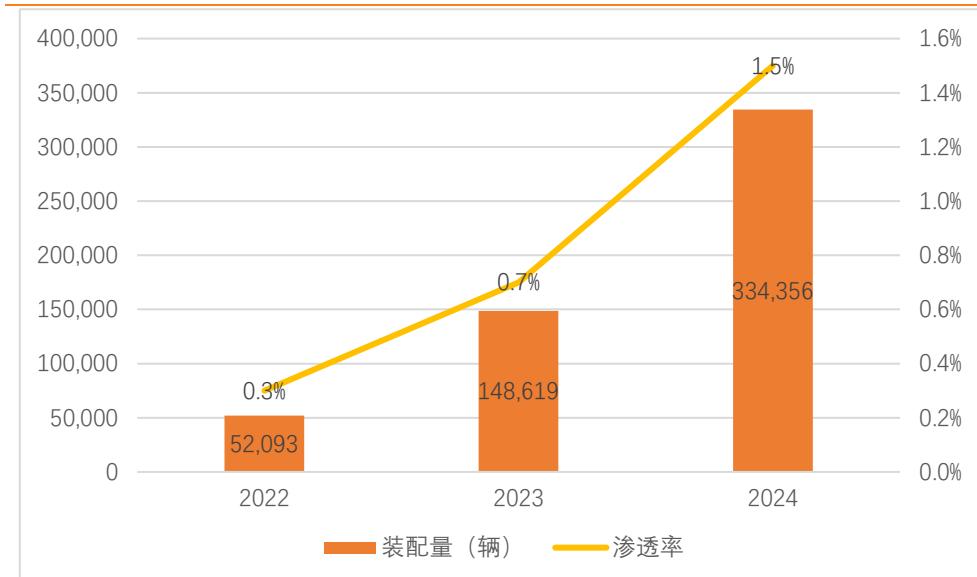
资料来源：智己官网、天风证券研究所

### 3.2.3. 调光玻璃技术迭代升级，多路线布局拓展高附加值空间

因为防晒隔热是全景天幕的核心痛点，**调光玻璃凭借隔热、隔音与隐私等功能具有明显优势，应用范围主要为天幕及车窗**。目前应用到汽车领域的主流调光技术路线主要有PDLC（聚合物分散液晶膜）、EC（电致变色）、SPD（悬浮粒子）、DLC（染料液晶）四种，受限于价格和应用效果等因素，目前应用于全景天幕的技术主要为以岚图FREE为代表的

PDLC 技术、和以极氪 001 为代表的 EC 技术。据佐思汽研预测，随着调光技术逐渐成熟稳定，成本持续下探，性价比逐渐凸显后，调光天幕渗透率将有望在 2030 年达到 10%，对应装配量将超过 260 万辆。

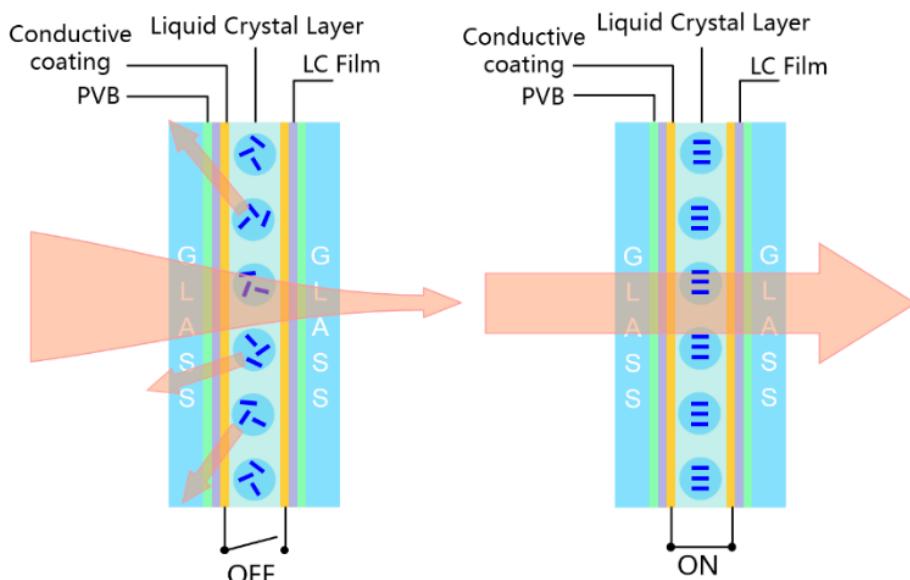
图 45：2022-2024 中国乘用车调光天幕市场规模



资料来源：佐思汽车研究公众号、天风证券研究所

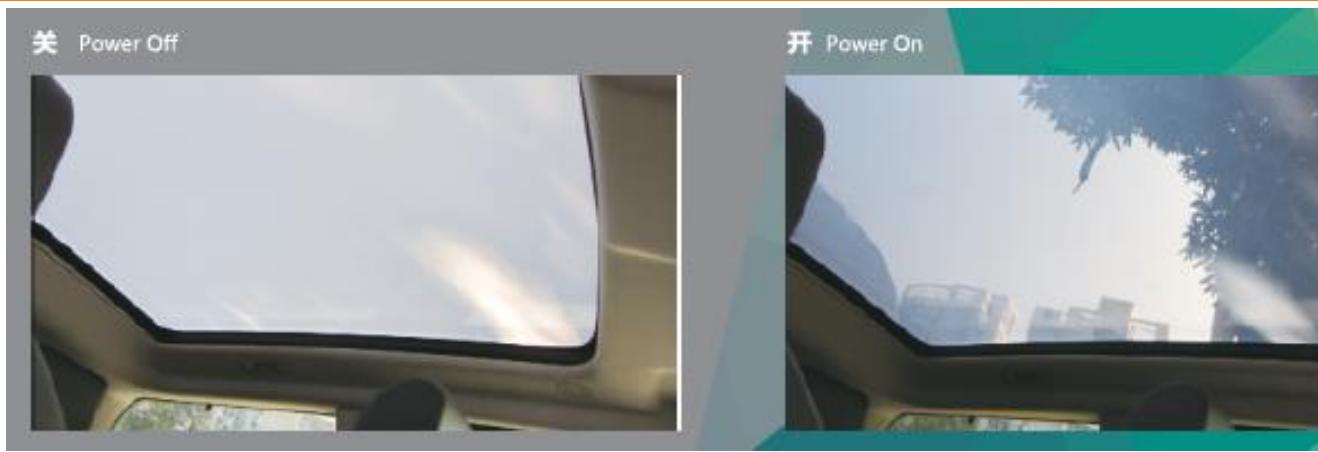
**PDLC，即聚合物分散液晶膜，可让玻璃在透明和雾化两种状态切换。**其工作原理为在两片玻璃间中加入 PDLC 膜，对引出端施加电压，通过调节电压使 PDLC 膜中的粒子按一定方向排列来改变玻璃的透光度。无电场下，液晶分子会呈现不规则的散步状态，呈现透光而不透明的外观；施加电场时液晶分子呈现整齐排列，光线可以自由穿透，呈现透明状态。同时，由于这种断电时高散射特性，所以调光玻璃在断电时可作为投影屏使用。PDLC 方案技术发展成熟、成本低，价格在 600-1400 元/平方米，是调光技术中应用最多的技术路线。福耀玻璃典型产品为岚图 FREE 的 PDLC 调光+镀膜隔热全景天幕，技术均为福耀玻璃自研提供。

图 46：PDLC 原理



资料来源：公司官网、天风证券研究所

图 47：PDLC 效果



资料来源：公司官网、天风证券研究所

**染料 PDLC 调光技术，突破传统 PDLC 白色雾化局限，实现灰黑色雾化调光。**其工作原理是于玻璃中嵌入高分子调光材料，通过电场精准调控分子排列，可在 0.1 秒极速响应下完成透光度调节，同时具备卓越的光学防护性能。玻璃雾化状态下，透光率<1%，雾度>95%，为乘客打造私密驾乘空间，并支持分区感应自动调光，可进行多分档明暗控光，满足不同场景的光线需求；同时能隔绝 99.99% 全波段紫外线，叠加≥99.6% 最大遮光率，有效阻隔热量侵入，提升驾乘舒适性、延长内饰使用寿命。该技术已实现产业化应用。

2025 年 6 月，福耀宣布瞬感智控调光天幕已首次搭载智己 L6，实现染料 PDLC 调光技术首次实车搭载；2025 年 7 月，福耀发布行业首款染料 PDLC 调光侧窗，搭载全新比亚迪仰望 U8L，推动智能光学技术在交通领域的创新升级。

**EC，即电致变色技术，可让玻璃在通电状态下实现透明和着色状态的切换。**其工作原理为通过电化学氧化还原反应让玻璃在通电状态下实现透明和着色状态的切换，变色过程保持通透质感，成本适中，在 2000-3000 元/平方米左右，其技术已发展至第三代，凭借其稳定性、断电记忆、隔热性好等优势，成为近年新车光感天幕的主流技术路线。

2025 年 4 月，福耀发布全新黑色 EC 整车调光方案，现已搭载问界 M9 2025 款，该方案在后排侧窗与全景天幕搭载新一代黑色 EC 调光玻璃，一是具备卓越的遮光与隔热防晒性能，极致暗态下侧窗最高遮光率 99.6%、天窗超 99.8%，隐私保护能力突出；同时太阳能总透过率仅 12.7%，并将正午刺眼强光转化为柔和漫光。二是控制方式便捷精准，提供双区控制光感系统；三是视觉效果出众，区别于 PDLC 调光玻璃的雾面效果，其以小于 5% 的超低雾度打破视觉屏障，视觉通透性更优。

### 3.2.4. ADAS 玻璃技术突破，融合智驾前挡玻璃领跑智能驾控高价值赛道

**汽车 ADAS 正加速向高视觉配置迭代。**2025 年 1-5 月，中国乘用车新车 ADAS 摄像头装车量共计 3316.0 万颗，同比增长 38.6%；2024 年全年，中国乘用车新车 ADAS 摄像头装车量共计 7642.4 万颗，同比增长 44.4%。从车型搭载的 ADAS 方案来看，2025 年 1-5 月，12V 方案增长最快，11V 方案次之。其中，12V 方案装配量达 36.6 万辆，同比增长 1241.8%；11V 方案装配量 70.7 万辆，同比增长 80.0%。

表 8：2025 年 1-5 月中国乘用车新车 ADAS 方案按视觉分类情况

方案	装配量（万辆）	同比变化	占比变化（百分点）
1V	130.2	-19.4%	-8.2
5V	239.1	12.2%	0.1
10V	15.6	44.2%	0.6
11V	70.7	80.0%	4.3
12V	36.6	1241.8%	5.4

资料来源：佐思汽车研究公众号、天风证券研究所

**带摄像头的 ADAS 玻璃成为福耀布局高附加值产品的关键方向。**2025 年 9 月，福耀发布行业首款舱内激光视觉融合方案“融合智驾前挡玻璃”，已首发搭载于全新问界 M7。该玻璃实现激光雷达与摄像头两大核心传感器与前挡玻璃深度融合，以“舱内集成”为核心，通过创新材料与工艺攻克曲面玻璃激光雷达信号衰减难题，具备近红外光高透过率；相较纯视觉方案新增激光雷达，使车辆从“被动接收”跃升为“主动探测”，系统响应更迅捷，可及时触发紧急转向辅助，且创新光学架构大幅提升识别精度，高速下仍能精准捕捉低矮障碍物，在低能见度条件下可靠性突出，显著提升自动紧急制动性能；传感器置于玻璃后，避免传统外置易受损风险，延长使用寿命；同时标配镀膜隔热技术，可集成 HUD 抬头显示功能，兼顾座舱舒适性与行车安全。

图 48：融合智驾前挡玻璃使用效果图



资料来源：福耀集团公众号、天风证券研究所

图 49：融合智驾前挡玻璃安装效果图



资料来源：福耀集团公众号、天风证券研究所

### 3.2.5. 天线玻璃应势智能化网联化，优化汽车通信场景

随着汽车智能化、网联化的快速发展，车辆对通信的实时性、稳定性提出了极高要求；L3 级及以上智能网联汽车需搭载 20 根以上天线，占整车超 1/3 面积的汽车玻璃是理想集成平台。

表 9：福耀玻璃天线可实现功能

	产品特点	应用部位	可集成功能
印刷天线	可取代外置天线，搭配流线型车身更美观，信号接收灵敏度高，设计图案多样化，不受环境影响、经久耐用	前挡风玻璃、后挡风玻璃	超薄、隔热、隔音、加热、调光、抬头显示
夹丝天线	可取代外置天线，搭配流线型车身更美观，信号接收灵敏度高，天线设计图案多样化，不受环境影响、经久耐用	前挡风玻璃、门玻璃、后挡风玻璃	超薄、隔热、隔音、加热、调光、抬头显示
镀膜天线	可取代外置天线，搭配流线型车身更美观，且无天线图案，与车身融为一体	前挡风玻璃	超薄、隔热、隔音、加热、抬头显示
TAGA 天线	比传统天线系统更稳定，操作更简单，同时还易于更换	前挡风玻璃、后挡风玻璃	超薄、隔热、隔音、调光、抬头显示

资料来源：公司官网、天风证券研究所

2025 年 8 月，福耀推出智能网联天线玻璃解决方案，涵盖 5G 天线玻璃、UWB 天线玻璃、GNSS 天线玻璃、V2X 天线玻璃等，将天线集成于玻璃内部并做特殊处理以保障信号畅通。其采用无痕美学设计，告别传统外露天线，借助玻璃非金属、不阻隔信号的特性实现天线功能，使车身线条流畅契合未来设计潮流；同时提供一体化集成方案，将多根天线整合进玻璃，省去二次安装，减少线束与信号模块，降低车重能耗与成本；性能上实现全域信号覆盖，天线间高隔离减小干扰，信号强度增强 3-5dB（较传统玻璃提升 2 倍），玻璃受损天线功能仍在线，还能提升地库 OTA 升级效率与下载速度，满足导航、影音、通讯及智能驾驶的高频信号需求。

## 4. 布局外饰件业务，协同发展打开新空间

公司外饰件业务包含外饰件集成玻璃和独立高亮外饰。外饰件集成玻璃是包边注塑或后装集成不锈钢或铝合金亮饰条、彩色字标、PMMA 高亮饰条等外饰件的玻璃总成产品，达到流畅的车身线条及客户需要的外观造型。该产品集成多种材质外饰件，造型美观且可实现平齐式造型以降低风阻，还能呈现多彩、高光泽度的绚丽外观，主要用于汽车外饰设计，兼顾空气动力学与视觉表现力，助力车辆在外观造型与性能上实现双重提升。

图 50：各种外饰件集成种类



资料来源：公司官网、天风证券研究所

**独立高亮外饰**通过单色或者双色注塑，形成高亮外饰件，用于装饰 A/B/C/D 柱，实现车身悬浮式车顶效果。外观上可呈现镜面高光效果，造型炫亮；造型设计自由度高，能实现车身悬浮式车顶效果；且具有导轨结构，为玻璃升降提供导向，在提升车辆外观质感与造型创新性的同时，兼顾功能实用性。

图 51：独立高亮外饰产品安装部位



资料来源：公司官网、天风证券研究所

**公司延伸产业链，布局汽车饰件业务，既解决汽车玻璃集成所需的饰件，又有利于延伸公司业务，发挥与汽车玻璃的协同效应，进一步增强公司与汽车厂的合作黏性。**2015 年，成立福建福耀汽车饰件有限公司，公司正式开展饰件业务。继收购福州模具，成立通辽精铝、福耀汽车铝件(福建)之后，2019 年，福耀通过海外子公司收购德国 SAM 公司资产后成立该主体，主要聚焦汽车饰件产品的生产与服务，旨在为欧洲车企提供集成化解决方案、提

升产品附加值，有利于提升公司的综合竞争力；2023年，成立福耀铝件(长春)；2025年2月，福耀饰件新项目落地上海嘉定，福耀继续发挥好链主企业作用，加快布局产业链上下游，投入更多研发力量，推动产品升级迭代，为国内外知名汽车品牌提供更优质的配套服务。

表 10：福耀铝饰件生产线布局

生产线类型	子公司	项目说明
铝锭铝棒生产线	福耀通辽	2018年成立，2025年进行二期扩建工程； 为汽车铝件及铝饰件业务提供上游原材料
模具检具中心	福州福耀模具	2018年作为福建三峰控股的子公司被收购 2019年成立
	福耀汽车铝件(福建)	2023年改扩建后年产铝镁合金汽车亮饰条等零件1700万件 高性能高外观铝合金汽车外饰件生产线扩建：2025年1月开工建设， 预计2026年4月建成投产
铝饰件生产线	德国 FYSAM 在斯洛伐克和墨西哥建有工厂	收购：2019年 整合：2019-2020年 爬产：2021-2025年，持续减亏
	福耀铝件(长春)	2023年成立
	上海嘉定饰件项目	2025年投资建设，预计2026年投产 预计生产规模：2100万件高精度铝合金金属制品饰件

资料来源：公司公告、Marklines、福州市人民政府网、福耀集团公众号、投资上海 Invest Shanghai 公众号等、天风证券研究所

## 5. 盈利预测

**汽车玻璃：**公司作为全球汽车玻璃龙头，全球市占率约34%，中国市场市占率达68%，客户覆盖奔驰、宝马、比亚迪等国内外主流车企。作为核心主业，受益于全球化布局及高附加值产品放量，**预计2025-2027年收入428.5/501.4/571.6亿元，增速20%/17%/14%。**

**浮法玻璃：**浮法玻璃作为汽车玻璃核心原材料，公司通过垂直整合实现自主供应，成本控制能力突出。随着汽车玻璃产能扩张，内部配套需求持续增长，同时公司持续扩产，提升浮法玻璃供给稳定性，**预计2025-2027年收入63.2/67.0/71.0亿元，增速6%/6%/6%。**

**其他业务（外饰件为主）：**其他业务主要包括汽车外饰件等，与汽车玻璃主业形成协同效应，增强客户合作黏性。公司通过布局铝饰件生产线，国内产能爬坡驱动增长，德国FYSAM饰件业务持续减亏，**预计2025-2027年收入53.2/60.3/67.3亿元，增速17%/13%/12%。**

**集团内部抵消：**集团内部抵消主要包含公司浮法玻璃内供给汽车玻璃用于生产的收入以及硅砂内供给浮法玻璃用于生产的收入。随着汽车玻璃、浮法玻璃及其他业务收入增长，内部配套交易规模同步扩大，抵消额稳步上升。**预计2025-2027年集团内部抵消金额分别为-75.2/-79.0/-81.6亿元。**

**我们预计2025-2027年公司整体营业收入有望达469.7/549.6/628.3亿元，同比增速分别为20%/17%/14%。**

表 11：公司分业务营收及预测

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(亿元)	331.6	392.5	469.7	549.6	628.3
YOY		18%	20%	17%	14%
毛利率	35%	36%	37%	36%	36%
汽车玻璃	298.9	357.1	428.5	501.4	571.6
YOY		19%	20%	17%	14%

毛利率	31%	30%	31%	31%	32%
浮法玻璃	57.1	59.6	63.2	67.0	71.0
YOY		4%	6%	6%	6%
毛利率	29%	36%	39%	39%	39%
其他	37.9	45.5	53.2	60.3	67.3
YOY		20%	17%	13%	12%
毛利率	28%	31%	31%	31%	31%
减：集团内部抵消	-62.2	-69.7	-75.2	-79.0	-81.6
YOY		12%	8%	5%	3%
毛利率	1%	2%	2%	3%	3%

资料来源：公司年报、天风证券研究所

综合来看，福耀玻璃作为全球汽车玻璃龙头，凭借技术壁垒、全产业链整合能力与全球化布局构建核心竞争力。**量增方面**，公司原有中国、北美市场基础扎实，欧洲是重点增量区域，通过该区域扩产能与本地化加工实现量增；美国基地经营改善亦贡献稳定量增，外饰件业务与主业协同也打开新增长空间。**价增方面**，在汽车电动化、智能化趋势下，天幕玻璃、HUD 专用玻璃、调光玻璃、ADAS 融合智驾玻璃等高附加值产品在各区域持续放量，推动产品结构升级，实现价增。

我们预计公司 2025-2027 年归母净利润有望达 96/109/124 亿元，同比增速分别为 28%/13%/14%，对应当前 PE 分别为 17/15/13X。公司营收利润多年稳健增长，盈利质量行业领先，首次覆盖予以“增持”投资评级，看好其在汽车玻璃高端化、全球化进程中的成长价值。

## 6. 风险提示

**1、高附加值产品渗透率不及预期风险：**公司业绩增长高度依赖智能全景天幕、AR-HUD 玻璃、调光玻璃等高附加值产品的持续放量，若因主机厂成本控制压力加大、消费者对新兴功能接受度不及预期或技术适配进度延迟，导致产品上车节奏放缓，将直接影响公司产品结构升级进程和 ASP 提升空间；

**2、海外扩张不及预期风险：**公司在美国、欧洲等地的产能布局可能面临当地产业政策变化、供应链配套效率不足、市场需求波动等挑战，若海外工厂产能释放进度滞后或产能利用率低于预期，将制约公司全球份额提升步伐；

**3、汇率波动风险：**公司海外业务收入占比近 45%，主要以美元、欧元结算，若人民币汇率出现大幅波动且套期保值措施未能有效对冲，可能产生汇兑损失，影响利润稳定性；

**4、原材料成本上涨风险：**纯碱、天然气等主要原材料价格若因供给紧张或地缘政治因素超预期上涨，而公司无法通过垂直整合优势完全传导成本压力，将挤压毛利率空间。此外，全球汽车行业竞争加剧、技术迭代加速等系统性风险也需关注。

5、文中测算基于一定假设，仅供参考。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	18,518.17	18,784.56	16,953.99	18,504.07	21,634.48	<b>营业收入</b>	33,161.00	39,251.66	46,967.10	54,963.63	62,830.36
应收票据及应收账款	7,496.01	8,969.46	10,057.95	12,603.75	13,075.83	营业成本	21,424.33	25,030.88	29,720.01	34,976.63	40,158.24
预付账款	316.53	305.46	446.99	430.34	581.67	营业税金及附加	239.90	285.99	328.77	549.64	628.30
存货	5,143.62	5,970.61	7,942.96	8,009.46	10,548.53	销售费用	1,538.78	1,180.26	1,362.05	1,538.98	1,696.42
其他	2,062.04	2,372.99	2,157.66	2,248.68	2,308.11	管理费用	2,486.05	2,888.29	3,287.70	3,847.45	4,398.12
<b>流动资产合计</b>	<b>33,536.37</b>	<b>36,403.08</b>	<b>37,559.55</b>	<b>41,796.29</b>	<b>48,148.62</b>	研发费用	1,403.03	1,677.75	1,878.68	2,143.58	2,387.55
长期股权投资	181.54	441.49	441.49	441.49	441.49	财务费用	(687.40)	(654.72)	(636.14)	(636.64)	(766.03)
固定资产	14,955.24	16,449.54	16,014.27	15,199.01	14,023.75	资产/信用减值损失	(222.42)	(111.65)	(52.00)	(52.00)	(52.00)
在建工程	4,766.14	6,509.67	8,309.67	10,109.67	11,909.67	公允价值变动收益	(1.66)	1.94	(2.68)	0.00	0.00
无形资产	1,315.86	1,600.77	1,691.60	1,772.43	1,843.26	投资净收益	(5.51)	(71.97)	(5.00)	(5.00)	(5.00)
其他	1,875.25	1,849.63	1,554.99	1,211.05	1,229.73	其他	264.56	413.52	400.00	400.00	400.00
<b>非流动资产合计</b>	<b>23,094.04</b>	<b>26,851.10</b>	<b>28,012.03</b>	<b>28,733.66</b>	<b>29,447.91</b>	<b>营业利润</b>	<b>6,791.29</b>	<b>9,075.05</b>	<b>11,366.35</b>	<b>12,886.98</b>	<b>14,670.75</b>
<b>资产总计</b>	<b>56,630.41</b>	<b>63,254.18</b>	<b>65,571.58</b>	<b>70,529.95</b>	<b>77,596.52</b>	营业外收入	49.84	35.91	50.00	50.00	50.00
短期借款	5,413.59	4,588.58	6,300.00	6,200.00	6,000.00	营业外支出	125.11	120.14	100.00	100.00	100.00
应付票据及应付账款	5,522.99	5,803.09	7,632.62	8,186.62	9,972.07	<b>利润总额</b>	<b>6,716.02</b>	<b>8,990.82</b>	<b>11,316.35</b>	<b>12,836.98</b>	<b>14,620.75</b>
其他	4,166.22	7,597.25	5,503.11	5,710.68	6,823.58	所得税	1,086.91	1,486.78	1,697.45	1,925.55	2,193.11
<b>流动负债合计</b>	<b>15,102.80</b>	<b>17,988.93</b>	<b>19,435.74</b>	<b>20,097.31</b>	<b>22,795.65</b>	<b>净利润</b>	<b>5,629.11</b>	<b>7,504.04</b>	<b>9,618.90</b>	<b>10,911.43</b>	<b>12,427.63</b>
长期借款	8,513.10	7,212.92	5,000.00	5,000.00	4,800.00	少数股东损益	(0.15)	6.06	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>5,629.26</b>	<b>7,497.98</b>	<b>9,618.90</b>	<b>10,911.43</b>	<b>12,427.63</b>
其他	1,603.19	2,366.76	1,984.97	2,175.87	2,080.42	每股收益 (元)	2.16	2.87	3.69	4.18	4.76
<b>非流动负债合计</b>	<b>10,116.29</b>	<b>9,579.68</b>	<b>6,984.97</b>	<b>7,175.87</b>	<b>6,880.42</b>						
<b>负债合计</b>	<b>25,219.09</b>	<b>27,568.61</b>	<b>26,420.71</b>	<b>27,273.18</b>	<b>29,676.07</b>						
少数股东权益	(14.86)	(8.80)	(8.80)	(8.80)	(8.80)						
股本	2,609.74	2,609.74	2,609.74	2,609.74	2,609.74						
资本公积	9,700.75	9,700.75	9,700.75	9,700.75	9,700.75						
留存收益	18,938.76	23,044.07	26,636.65	30,711.99	35,353.62						
其他	176.93	339.81	212.52	243.09	265.14						
<b>股东权益合计</b>	<b>31,411.32</b>	<b>35,685.57</b>	<b>39,150.87</b>	<b>43,256.77</b>	<b>47,920.45</b>						
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>56,630.41</b>	<b>63,254.18</b>	<b>65,571.58</b>	<b>70,529.95</b>	<b>77,596.52</b>						
现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	<b>偿债能力</b>	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	5,629.11	7,504.04	9,618.90	10,911.43	12,427.63	资产负债率	44.53%	43.58%	40.29%	38.67%	38.24%
折旧摊销	2,381.05	2,559.27	2,544.43	2,734.43	2,904.43	净负债率	-13.97%	-11.58%	-14.44%	-16.89%	-22.61%
财务费用	(238.81)	(128.00)	(636.14)	(636.64)	(766.03)	流动比率	2.22	2.02	1.93	2.08	2.11
投资损失	0.86	60.68	5.00	5.00	5.00	速动比率	1.88	1.69	1.52	1.68	1.65
营运资金变动	(1,512.04)	(1,428.46)	(491.43)	(1,390.26)	(437.69)	<b>营运能力</b>					
其它	1,364.41	(5.34)	(2.68)	(0.00)	0.00	应收账款周转率	5.12	4.77	4.94	4.85	4.89
<b>经营活动现金流</b>	<b>7,624.58</b>	<b>8,562.19</b>	<b>11,038.08</b>	<b>11,623.97</b>	<b>14,133.34</b>	存货周转率	6.29	7.06	6.75	6.89	6.77
资本支出	4,034.50	5,241.95	4,381.79	3,609.11	3,695.45	总资产周转率	0.62	0.65	0.73	0.81	0.85
长期投资	(68.50)	259.96	0.00	0.00	0.00	<b>每股指标 (元)</b>					
其他	(8,414.93)	(5,446.18)	(8,381.42)	(7,414.11)	(7,300.45)	每股收益	2.16	2.87	3.69	4.18	4.76
<b>投资活动现金流</b>	<b>(4,448.93)</b>	<b>55.73</b>	<b>(3,999.63)</b>	<b>(3,805.00)</b>	<b>(3,605.00)</b>	每股经营现金流	2.92	3.28	4.23	4.45	5.42
债权融资	3,587.51	1,177.49	(2,715.42)	536.64	366.03	每股净资产	12.04	13.68	15.01	16.58	18.37
股权融资	(3,336.57)	(4,534.66)	(6,153.59)	(6,805.53)	(7,763.95)	<b>估值比率</b>					
其他	(2,531.29)	(1.00)	0.00	0.00	0.00	市盈率	28.72	21.56	16.81	14.82	13.01
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(2,280.34)</b>	<b>(3,358.17)</b>	<b>(8,869.02)</b>	<b>(6,268.90)</b>	<b>(7,397.92)</b>	市净率	5.14	4.53	4.13	3.74	3.37
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBITDA	9.34	12.95	11.91	10.44	9.07
<b>现金净增加额</b>	<b>895.30</b>	<b>5,259.74</b>	<b>(1,830.58)</b>	<b>1,550.08</b>	<b>3,130.42</b>	EV/EBIT	11.88	15.85	14.82	12.83	11.01

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风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。

天风证券的销售人员、交易人员以及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。天风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。天风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。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com