

# 福耀玻璃 (600660.SH)

## 北美经营持续改善，产品及产能共振开启全球成长新周期

优于大市

### 核心观点

**24Q2 公司营收同比增速超越全球行业 19pct，归母净利润同比增长 10%。**福耀玻璃 2024Q2 实现营收 95.04 亿元，同比+19.12%，环比+7.56%，营收同比增速超越行业 19pct (24Q2 全球汽车产量同比接近持平，环比+3.21%)；实现归母净利润 21.11 亿元 (汇兑收益 0.74 亿)，同比+9.84%，环比+52%；经营性利润 (扣非扣汇兑) 为 19.84 亿，同比+66%，环比+24%。

**公司规模效应显现、持续推进提质增效，叠加原材料价格下降，盈利能力显著提升。**公司 24Q2 毛利率为 37.73%，同比+2.76pct，环比+0.91pct；净利率为 22.24%，同比-1.85pct，环比+6.53pct。我们分析公司盈利能力改善来自规模效应兑现、提质增效及原材料成本等利好，包括北美公司 2024 年上半年营业利润率提升至 15.68%，同比提升 5.6pct。国内重质纯碱价格从 23Q2 平均的 2490 元/吨到 24Q2 的 2107 元/吨，下滑约 15%，原材料成本变动同样贡献一定增量。

**高附加值新品周期叠加产能新一轮扩张周期，汽车玻璃产品量价双升。**量端，23 年公司汽车玻璃销量 140 百万平方米，按每辆车 4 平米折算，相当于装配 3504 万辆汽车，同比增长 10%，23 年全球汽车销量 8724 万辆，假设后装市场占据前装市场 10%~15%，测算公司汽车玻璃全球市占率 36%+。**公司积极在福清、安徽、北美扩产，有望开启新一轮产能周期，继续增强公司的头部企业虹吸效应，全球市占率有望持续提升。**价端，汽玻单平方米价格由 20 年 174 元提升至 23 年 213 元，CAGR 为 7.0%，24 年上半年智能全景天幕玻璃、可调光玻璃、抬头显示玻璃、超隔绝玻璃、轻量化超薄玻璃、镀膜可加热玻璃、钢化夹层玻璃等高附加值产品占比同比+4.82pct。伴随高附加值玻璃渗透，我们测算汽车玻璃行业单车价值量 24-26 年 CAGR 预计 7%以上。

**风险提示：**公司汽玻业务出海节奏、SAM 整合进度。

**投资建议：**上调盈利预测，维持“优于大市”评级。公司是全球汽车玻璃龙头，智能化大趋势下，汽车玻璃有望 1) 单车玻璃面积从 4 平米增长到 6 平米；2) 单平方米价值量提升 (镀膜、隔热、包边、HUD、调光、5G 通信等)，单车配套价值从 600 元提升至今年约 1000 元，远期展望 2000 元以上。后续汽车玻璃网联化打开新天地，行业 ASP 有望持续提升。考虑公司高附加值产品份额增长、海外进展顺利，我们上调盈利预测，预计公司 24-26 年归母净利润分别 73/88/101 亿元 (原预测为 65/75/88 亿元)，低估值、高分红 (21-23 年分红比例维持 60%+) 的全球汽车玻璃龙头，维持“优于大市”评级。

### 盈利预测和财务指标

|              | 2022   | 2023   | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 (百万元)   | 28,099 | 33,161 | 40,917 | 48,109 | 55,287 |
| (+/-%)       | 19.0%  | 18.0%  | 23.4%  | 17.6%  | 14.9%  |
| 归母净利润 (百万元)  | 4756   | 5629   | 7281   | 8781   | 10054  |
| (+/-%)       | 51.2%  | 18.4%  | 29.3%  | 20.6%  | 14.5%  |
| 每股收益 (元)     | 1.82   | 2.16   | 2.79   | 3.36   | 3.85   |
| EBIT Margin  | 16.4%  | 18.3%  | 22.5%  | 22.4%  | 22.2%  |
| 净资产收益率 (ROE) | 16.4%  | 17.9%  | 21.2%  | 23.2%  | 24.0%  |
| 市盈率 (PE)     | 24.7   | 20.8   | 16.1   | 13.4   | 11.7   |
| EV/EBITDA    | 21.2   | 17.5   | 13.2   | 11.5   | 10.2   |
| 市净率 (PB)     | 4.05   | 3.73   | 3.42   | 3.10   | 2.80   |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

### 公司研究·财报点评

#### 汽车·汽车零部件

证券分析师：唐旭霞

0755-81981814

tangxx@guosen.com.cn

S0980519080002

联系人：余珊

0755-81982555

yushan1@guosen.com.cn

#### 基础数据

|             |                   |
|-------------|-------------------|
| 投资评级        | 优于大市 (维持)         |
| 合理估值        |                   |
| 收盘价         | 44.97 元           |
| 总市值/流通市值    | 117360/117360 百万元 |
| 52 周最高价/最低价 | 52.18/35.90 元     |
| 近 3 个月日均成交额 | 613.82 百万元        |

#### 市场走势



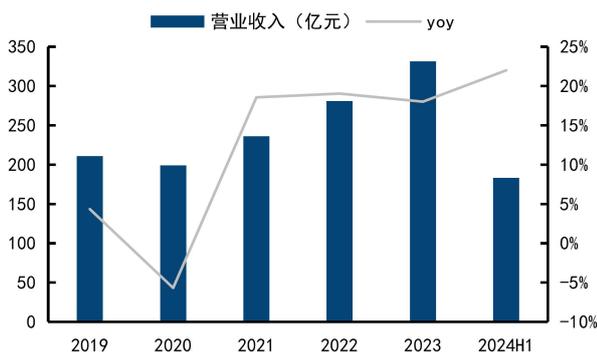
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

- 《福耀玻璃 (600660.SH) - 营收增速持续超越行业，一季度扣非净利润同比增长 73%》——2024-04-26
- 《福耀玻璃 (600660.SH) - 单四季度利润同比增长 76%，盈利能力同环比提升》——2024-03-20
- 《福耀玻璃 (600660.SH) - 三季度营收历史新高，盈利能力同环比提升》——2023-10-18
- 《福耀玻璃 (600660.SH) - 二季度毛利率同环比提升，汽车玻璃产品量价双升》——2023-08-20
- 《福耀玻璃 (600660.SH) - 一季度营收同比增长 8%，汽车玻璃单车价值量持续提升》——2023-04-28

**24Q2 公司营收同比增速超越全球行业 19pct，归母净利润同比增长 10%。**福耀玻璃 2024Q2 实现营收 95.04 亿元，同比+19.12%，环比+7.56%，营收同比增速超越行业 19pct（24Q2 全球汽车产量同比接近持平，环比+3.21%）；归母净利润 21.11 亿元（汇兑收益 0.74 亿），同比+9.84%，环比+52.09%；扣非归母净利润 20.58 亿，同比+7.49%，环比+35.57%；扣非归母净利润扣除汇兑为 19.84 亿，同比+66%，环比+24%。从利润总额角度，福耀玻璃 2024Q2 利润总额 24.31 亿元，同比+10.20%，环比+43.42%。我们分析福耀经营性净利率环比大幅提升或受益于纯碱成本下降、国内及北美盈利持续改善、精益管理等因素。

图1：福耀玻璃营业收入及同比增速



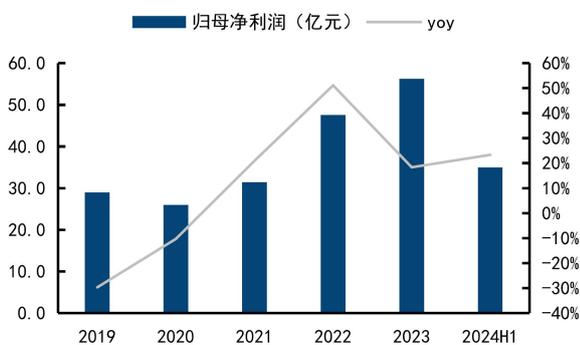
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：福耀玻璃单季度营业收入及同比增速



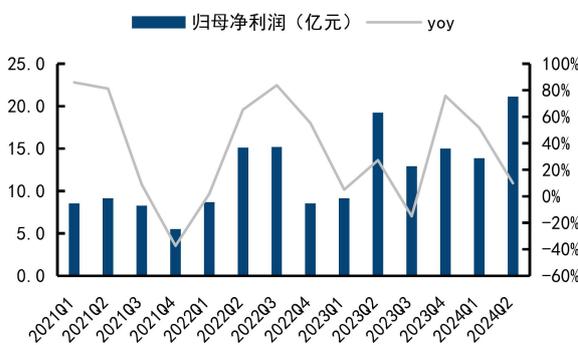
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：福耀玻璃归母净利润及同比增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：福耀玻璃单季度归母净利润及同比增速

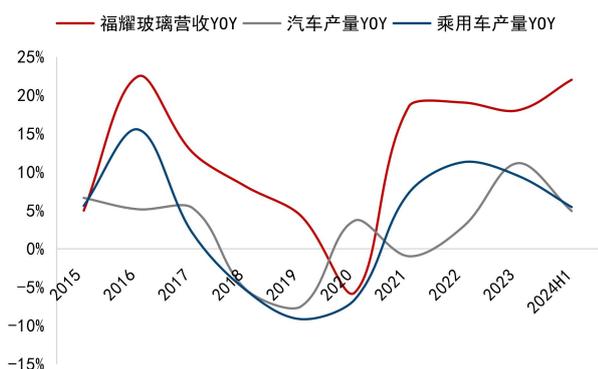


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**24Q2 公司营收同比增速超越国内汽车行业 15pct。**2013 年以来，福耀玻璃年度营收增速和分季度营收增速波动走向大体和国内车市行业一致，其营收增速绝对值基本维持一定程度高于行业，2024Q2 国内汽车行业产量同比增加 3.69%，公司营收同比增加 19.12%，增速超越行业 15.43pct。

图5：汽车/乘用车产量增速和福耀玻璃营收增速对比

图6：汽车/乘用车产量增速和福耀玻璃营收增速季度对比



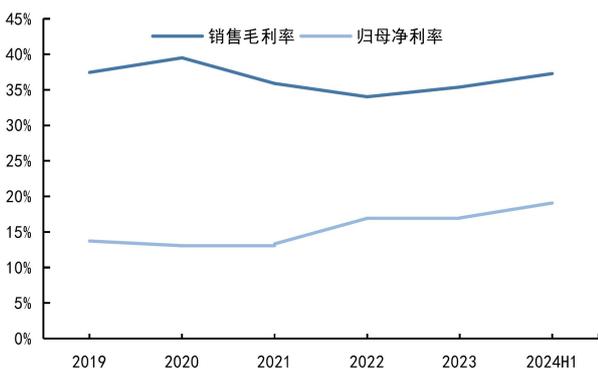
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

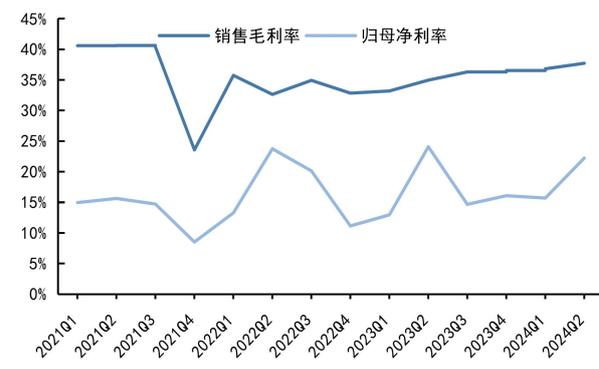
**公司 24Q2 毛利率为 37.73%，同比+2.76pct，环比+0.91pct。2024Q2 公司毛利率为 37.73%，同比+2.76pct，环比+0.91pct；净利率为 22.24%，同比-1.85pct，环比+6.53pct。**

图7：福耀玻璃毛利率和净利率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：福耀玻璃单季度毛利率和净利率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

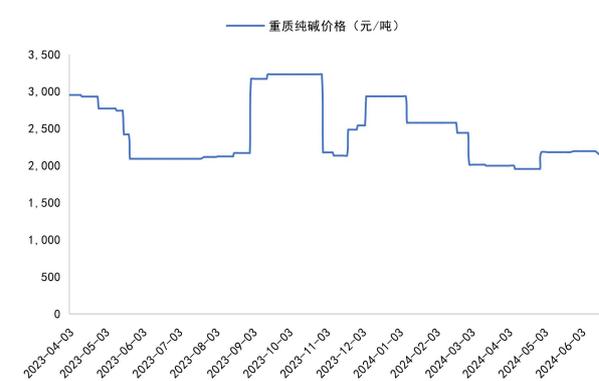
**我们分析公司盈利能力改善来自规模效应兑现、提质增效及原材料成本等利好，包括北美公司伴随规模效应持续兑现，2024 年上半年营业利润率提升至 15.68%，同比提升 5.6pct。同时国内重质纯碱价格从 23Q2 平均的 2490 元/吨到 24Q2 的 2107 元/吨，下滑约 15%，原材料成本变动也贡献一定增量。**

图9：福耀北美净利率显著提升



请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图10：重质纯碱价格同比下滑 15%

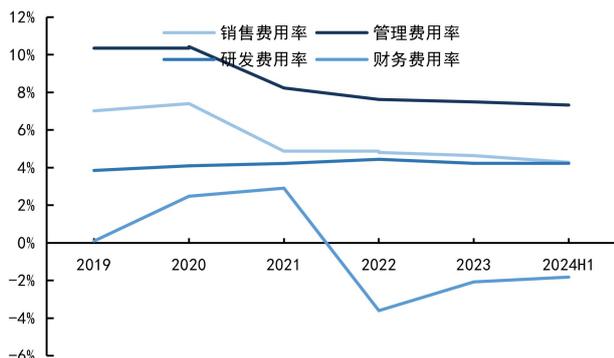


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

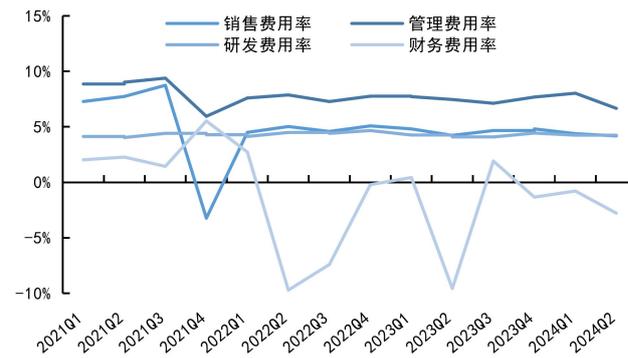
**2024Q2 公司四费率同比+6.13pct，核心为汇兑收益变动对财务费用影响。**公司2024Q2 四费率为 12.37%，同比+6.13pct，环比-3.53pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 4.19%/6.67%/4.29%/-2.78%，同比变动 -0.05/-0.80/+0.19/+6.78pct，环比-0.20/-1.36/+0.04/-2.00pct，受汇兑损益影响，公司财务费用率波动较大。

图11：福耀玻璃四项费用率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图12：福耀玻璃单季度四项费用率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**六个阶段造就龙头，当下福耀已经进入增长新阶段。**汽车玻璃行业呈现出寡头垄断的格局，福耀玻璃、圣戈班、旭硝子和板硝子的全球市场占有率合计超过 75%，福耀玻璃是全球龙头，全球份额超 35%，国内市场份额更超过 70%。我们总结福耀玻璃核心竞争力在于自研设备等带来产能快速复制、产业链纵向延伸及专注汽玻璃带来的精益管理能力，竞争结果上体现为公司的高毛利、高市场份额，追溯历史，我们认为公司核心竞争力形成于以下几个关键时点：1) 1987 年结缘汽车玻璃；2) 1995 年专注汽车玻璃主业，加速产能扩建，铺设全球市场布局；3) 1999 年圣戈班退出中国市场，福耀持续推进全球战略；4) 延伸浮法玻璃，完善产业链自主可控；5) 2011 年出海加速，海外建厂赋能全球车企；6) 2020 年位居全球汽车玻璃龙头，市场份额达到 28%，此后市占率持续增长，至 2023 年福耀业绩增长、海外盈利已进入全新阶段。

● **量端：开启新一轮产能扩张周期，全球市占率有望持续提升**

2023 年，公司汽车玻璃销量 140.16 百万平方米，按每辆车 4 平米玻璃折算，相当于装配了 3504 万辆汽车，参考 marklines 数据，2023 年全球汽车销量 8724 万辆，按照售后市场需求为汽车销量 10%测算，公司汽车玻璃全球市占率 36.5%，同比+0.15pct。

表1：福耀汽车玻璃销量和全球市占率情况

|               | 2017   | 2018   | 2019   | 2020   | 2021   | 2022   | 2023   |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 汽车玻璃销量（百万平方米） | 112.64 | 117.66 | 109.09 | 103.21 | 118.46 | 127.14 | 140.16 |
| YOY           |        | 4.46%  | -7.28% | -5.39% | 14.78% | 7.33%  | 10.24% |
| 每辆车使用玻璃平米数    | 4      | 4      | 4      | 4      | 4      | 4      | 4      |
| 装配汽车销量（万辆）    | 2816   | 2942   | 2727   | 2580   | 2962   | 3179   | 3504   |
| 全球汽车销量（万辆）    | 9266   | 9265   | 8901   | 7705   | 8038   | 7947   | 8724   |
| 售后市场需求（万辆）    | 926.6  | 926.5  | 890.1  | 770.5  | 803.8  | 794.7  | 872.4  |
| 公司汽车玻璃全球市占率   | 27.63% | 28.87% | 27.85% | 30.44% | 33.50% | 36.37% | 36.51% |

资料来源：公司公告，marklines，国信证券经济研究所整理（注：1、全球汽车销量参考 marklines 数据；2、按每辆车使用 4 平米折算公

司汽车玻璃装配的汽车销量，测算数据仅供参考；3、售后市场需求按照前装10%测算)

**福耀国内布局持续拓展，围绕主机厂及港口在全国11个城市建设汽玻产能，国内现有产能约3250万套，配套福清、通辽、合肥等多地浮法产线建设。考虑国内承担内销及出口欧美重任，在福耀玻璃需求旺盛、公司产能利用率高位情况下，公司积极扩建合肥及福清工厂，预计在福清投资32.5亿元建设2,050万平方米汽车安全玻璃生产规模；在合肥投资57.5亿元，用于建设2,610万平方米汽车安全玻璃和两条优质浮法玻璃生产线。**

表2: 福耀玻璃国内汽车玻璃现有产能基地

| 汽车玻璃基地 | 投产时间                   | 下游辐射的主要汽车产业集群基地                      | 产能(万套/年)                    |
|--------|------------------------|--------------------------------------|-----------------------------|
| 福清本部   | 1987年<br>23年公告, 暂无时间规划 | 出口市场、金龙、东南汽车等<br>出口市场、金龙、东南汽车等       | 400<br>规划扩产2050万平方米, 约400万套 |
| 福耀长春   | 2001年                  | 一汽系、沈阳金杯系、哈飞汽车等                      | 300                         |
| 福耀重庆   | 2002年                  | 长安系(自主系、长安福特、长安铃木)、红岩汽车等             | 300                         |
| 福耀上海   | 2003年                  | 上海系(上海通用、上海大众等), 南汽系、路虎、吉利汽车等        | 300                         |
| 广州福耀   | 2007年                  | 广州本田、广州丰田、东风日产、自主品牌等                 | 450                         |
| 福耀湖北   | 2009年                  | 东风神龙、东风日产、东风本田、江淮、奇瑞、江铃、长丰、昌河等       | 250                         |
| 郑州福耀   | 2013年<br>22年公告, 暂无时间规划 | 郑州日产、郑州宇通、奇瑞、海马等<br>郑州日产、郑州宇通、奇瑞、海马等 | 300<br>规划500亩左右用地规模         |
| 福耀沈阳   | 2015年                  | 一汽系、华晨系、沈阳金杯系、哈飞汽车等                  | 150                         |
| 福耀天津   | 2018年                  | 一汽系等                                 | 规划400-450                   |
| 福耀苏州   | 2020年                  | 上汽系等                                 | 规划400(20年200)               |
| 福耀合肥   | 24年公告, 暂无时间规划          | 比亚迪、奇瑞、大众、蔚来、江淮、长安等众多整车企业            | 规划2610万㎡, 约600万套            |

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

表3: 福耀玻璃国内现有浮法玻璃工厂

| 工厂   | 生产线  | 年产能  | 生产燃料 | 所在地区 |
|------|--|------|------|------|
| 福清本部 | 三条汽车级浮法玻璃生产线, 其中一条于2019年放水停产, 2021年9月起恢复生产 | 45万吨 | 天然气  | 华南   |
| 通辽   | 两条汽车级浮法玻璃生产线, 均正常生产                        | 30万吨 | 天然气  | 东北   |
| 本溪   | 两条汽车级浮法玻璃生产线, 均正常生产                        | 30万吨 | 天然气  | 东北   |
| 重庆   | 两条汽车级浮法玻璃生产线, 均正常生产                        | 30万吨 | 天然气  | 西南   |
| 合肥   | 两条浮法玻璃生产线, 规划建设中                           | -    | -    | 华东   |

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

**北美现有产能550万套，新建工厂有望加速投产完善北美高附加值产品布局。为了抓住全球尤其是北美前装份额增长机遇，公司稳健进行海外扩张。在北美，公司在美国俄亥俄州投资建设的汽车玻璃生产基地(一期)于2015年8月开始量产，公司在美国俄亥俄州建成的全球最大汽车玻璃单体工厂在2016年10月投产，美国现有产能550万套(15%研发产能)，后续北美俄亥俄州有望于今年末、明年初投产，完善北美高附加值产线布局。**

表4: 福耀玻璃海外基地情况

| 区域 | 国家和地区   | 产品种类 | 计划投资    | 建设时间  | 投建项目                                 | 潜在目标客户                  | 投产时间       |
|----|---------|------|---------|-------|--------------------------------------|-------------------------|------------|
| 欧洲 | 俄罗斯卡卢加州 | 汽车玻璃 | 2亿美元    | 2011年 | 两期, 共年产200万套汽车玻璃                     | 大众、通用、日产等               | 2015年一期大批量 |
| 欧洲 | 俄罗斯卡卢加州 | 浮法玻璃 | 2.2亿美元  | 2013年 | 2条汽车级优质浮法玻璃生产线, 年产45万吨               | 福耀俄罗斯                   | /          |
| 欧洲 | 德国      | 后道工序 | -       | 2017年 | 在原有增值服务工厂基础上扩建为集包边总成、模块化产品、附件安装等功能工厂 | 雷诺、标致、通用、福特等            | /          |
| 北美 | 美国俄亥俄州  | 汽车玻璃 | 2亿美元    | 2013年 | 年产300万套汽车玻璃                          | 通用、克莱斯勒、现代、本田、丰田、大众、宝马等 | 2015年      |
| 北美 | 美国伊利诺伊州 | 浮法玻璃 | 2.56亿美元 | 2014年 | 5600万美元买PPG公司工厂, 投2亿美元升级2条福耀美国       |                         | 2017年      |

汽车级优质浮法玻璃生产线，年产 30 万吨

|    |         |      |         |        |  |                         |        |
|----|---------|------|---------|--------|--|-------------------------|--------|
| 北美 | 美国伊利诺伊州 | 汽车玻璃 | 2 亿美元   | 2016 年 | 年产 2,200 万平方米汽车安全玻璃项目                      | 通用、克莱斯勒、现代、本田、丰田、大众、宝马等 | 2017 年 |
| 北美 | 美国俄亥俄州  | 汽车玻璃 | 3 亿美元   | 2022 年 | 投建福耀美国的镀膜汽车玻璃生产线、钢化夹层边窗生产线                 | 通用、克莱斯勒、现代、本田、丰田、大众、宝马等 |        |
| 北美 | 美国伊利诺伊州 | 浮法玻璃 | 3.5 亿美元 | 2022 年 | 投建一窑两线（浮法玻璃生产线）、4 条太阳能背板玻璃深加工生产线、厂房及配套基础设施 | 福耀美国                    |        |

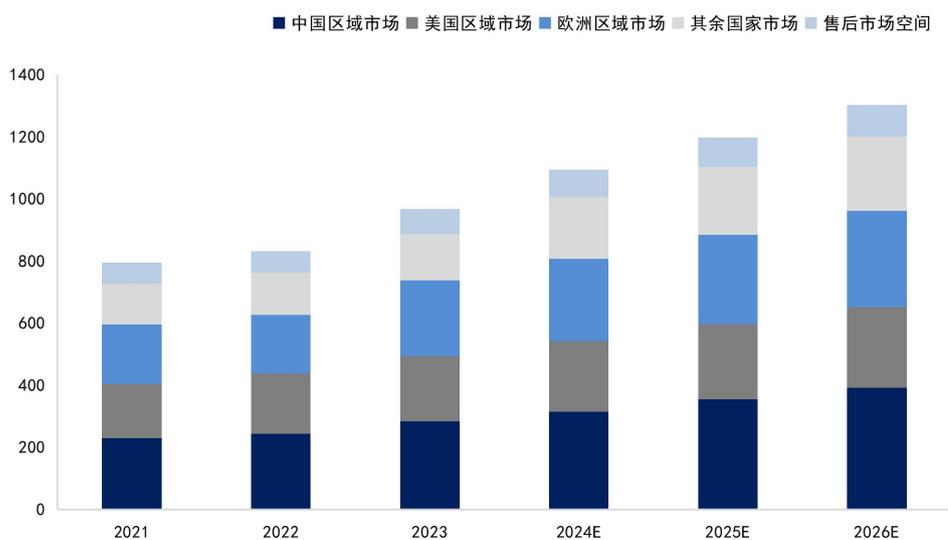
资料来源：公司公告、人民网、国信证券经济研究所整理

我们认为，此次增资扩产有望开启新一轮产能周期，继续增强公司的头部企业虹吸效应，扩产信号下公司汽车玻璃业务全球市占率有望持续提升。

● 价端：持续研发投入，高附加值产品占比提升

汽车玻璃是单车应用面积最大的零部件，天幕及智能化应用空间广阔，ASP 及单车面积有望同步提升。90 年代汽车单车玻璃面积已经达到 4 m<sup>2</sup>，经过 model y 对天幕玻璃、可开启的全景天窗等需求的培育，现在单车玻璃面积已达 5 m<sup>2</sup> 以上，成为单车应用面积最大零部件，我们统计今年上半年销量前 55 名车型配置天幕玻璃情况，全景天幕（不可开启且面积大于 0.5 m<sup>2</sup>）配置率已达 15%，大天窗配置率达 47%，单车玻璃面积有望持续上升，同时智能调光、隔热等智能化玻璃有望加速上车，和智慧车灯、智能内饰等提供智能化驾车体验，汽玻市场空间广阔。

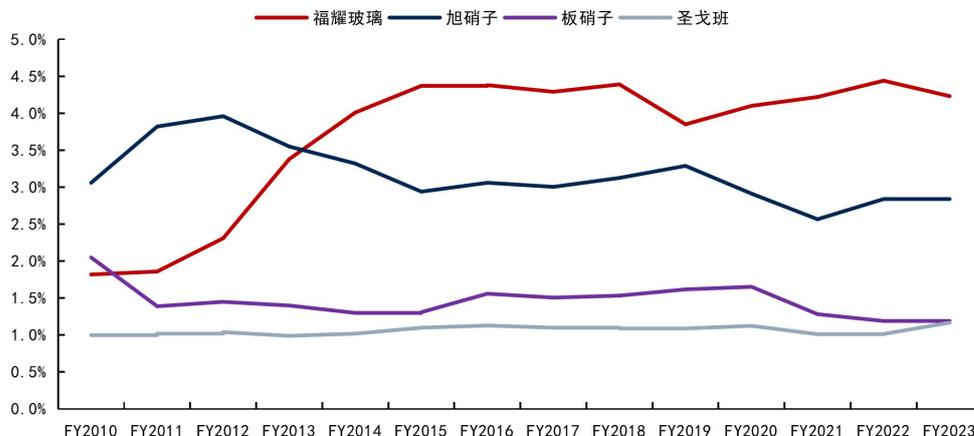
图13: 全球汽车玻璃市场空间拆分（单位：亿元）



资料来源：

福耀玻璃对新产品新技术一直保持较高投入。为保持竞争优势，公司不断加大研发投入，公司研发投入从 2010 年的 1.55 亿元不断增长至 2023 年的 14.03 亿元，CAGR 达 18.47%。公司研发投入高于行业内竞争对手，2014 年开始，公司研发费用率一直高于 3.80%，2023 年研发费用率达 4.23%，高于海外汽车玻璃龙头。公司设置了智能创新中心，建立智能网联创新团队，快速研发攻关，并在汽车玻璃关键成型工艺和设备、玻璃天线、镀膜、光电等核心技术领域实现突破，研发出轻量化超薄玻璃、镀膜可加热玻璃、抬头显示玻璃、超隔绝玻璃、带网联天线的 ETC RFID 5G 玻璃、智能全景天幕玻璃等，为用户带来全新绿色智能、节能环保、安全舒适的驾乘体验。

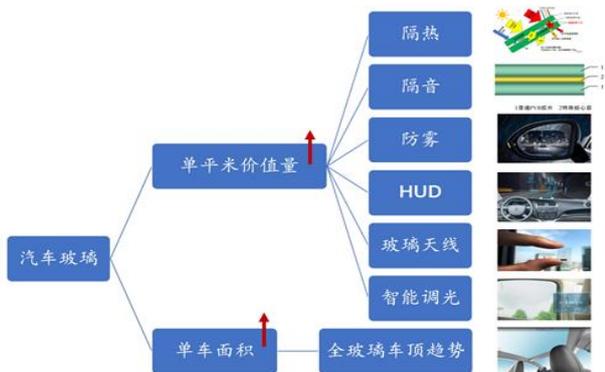
图14: 2010-2023 年四家全球主流玻璃企业研发费用率对比



资料来源: BLOOMBERG、公司公告、国信证券经济研究所整理

研发创新与技术引领,公司玻璃产品不断增值升级。公司持续推动汽车玻璃朝“安全舒适、节能环保、美观时尚、智能集成”方向发展,2024 年上半年智能全景天幕玻璃、可调光玻璃、抬头显示玻璃、超隔绝玻璃、轻量化超薄玻璃、镀膜可加热玻璃、钢化夹层玻璃等高附加值产品占比同比+4.82pct,相对 2015 年的 30% 收入份额提升至 50%以上。伴随高附加值玻璃渗透率,我们测算汽车玻璃行业单车价值量 2024-2026 年 CAGR 预计 7%以上。福耀汽车玻璃每平方米价格由 2020 年的 173.8 元持续提升至 2023 年的 213.2 元, CAGR 为 7.0%。

图15: 汽车玻璃行业单车面积和单平方米价值量提升路径



资料来源: 汽车之家、国信证券经济研究所整理

图16: 汽车玻璃行业受益于单车面积和单平方米价值量提升



资料来源: 汽车之家、国信证券经济研究所整理

镀银玻璃兼具性价比及隔热优势,有望加速配套前挡及天幕上车,带来下一个 model y 天幕时刻。当下天幕玻璃面临暴晒问题,调光玻璃方案成本较高,配置率提升速度相对平缓,镀银玻璃可一定程度上解决隔热问题,同时成本较调光玻璃显著下降。福耀玻璃具备完善技术储备,产品早期已经在蔚来上应用,小米 SU7 带动市场关注度,有望成为下一个爆款产品。

表5: 公司汽车玻璃产品

| 产品技术     | 产品特点   | 可集成功能       | 应用部分  |
|----------|--|-------------|-------|
| HUD 抬头显示 | 在行驶过程中, 驾驶者无需低头就能知晓车辆信息, 能更专注于观察道路状况, 遇外界突发状况反应更及时。结合车辆智能信息系统, 带来如 | 隔热、隔音、加热、天线 | 前挡风玻璃 |
|          | 导航、图像显示等丰富的驾驶体验。   |             |       |

|                |   |                         |                    |
|----------------|---|-------------------------|--------------------|
| <b>隔音</b>      | 静音、舒适；防紫外辐射，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  | 前挡风玻璃、门玻璃、后挡风玻璃、天窗 |
| <b>天线</b>      | 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。   | 超薄、隔热、隔音、加热、调光、抬头显示     | 前挡风玻璃、后挡风玻璃        |
| <b>隔热</b>      | 反射红外线，降低车内温度，最高可达 10℃；减少达到人体舒适温度的用时，最高可缩短 50%；减少紫外线对汽车内饰的损害，延长使用寿命。   | 超薄、隔音、加热、调光             | 前挡风玻璃、门玻璃、后挡风玻璃、天窗 |
| <b>可加热</b>     | 快速除去霜、雾、雪、冰，提高视野清晰度，保证驾驶安全；实现雨刮、雨感器、相机区域有针对性加热。   | 超薄、隔热、隔音                | 前挡风玻璃、门玻璃、后挡风玻璃    |
| <b>轻量化</b>     | 降低车身重量，减少油耗；减少二氧化碳排放。   |                         | 门玻璃、后挡风玻璃          |
| <b>半钢化夹层</b>   | 防盗抗冲击、更安全、静音、可实现多功能兼容。  | 氛围灯、隔音、加热、热反射、太阳能、调光、憎水 | 门玻璃、后挡风玻璃、天窗       |
| <b>憎水</b>      | 玻璃外表面不易沾水珠，提升雨天行车能见度、视野更清晰；更易除去玻璃上的灰尘、泥土、车蜡、油污等污染物。   | 超薄、隔热、隔音、调光             | 门玻璃                |
| <b>智能调光</b>    | 个性化调节玻璃透光度，提升用户体验；有效提升私密性，保证用户隐私  | 超薄、隔热                   | 门玻璃、后挡风玻璃、天窗       |
| <b>氛围灯</b>     | 多种颜色可供选择，提升用户体验；让车内气氛更加柔和；在夜间给予后排乘客视觉上的享受。  | 调光                      | 天窗                 |
| <b>太阳能</b>     | 通过太阳能转化为电能，为车载电器提供能源；降低油耗。  |                         | 天窗                 |
| <b>全景天窗</b>    | 无遮挡超大视野，上空美景一览无遗；采光效果极佳，又放大了车内空间，创造美好的驾乘体验。   | 氛围灯、隔热、隔音、太阳能、调光        | 天窗                 |
| <b>外饰件集成玻璃</b> | 集成各种材质的外饰件，造型优美；可实现平齐式造型，造型美观，风阻小；可呈现出多彩、高光泽度的绚丽外观。   |                         | 前挡风玻璃、门玻璃、后挡风玻璃、天窗 |
| <b>独立高亮外饰</b>  | 可呈现出镜面高光效果、外型炫亮；造型设计自由；可实现车身悬浮式车顶效果；具有导轨结构，为玻璃升降提供导向。   |                         |                    |
| <b>平齐式车窗</b>   | 造型简约美观；含外饰件在内的各车窗与车身钣金平齐度高，风阻小。   |                         | 门玻璃、天窗             |
| <b>玻璃包边总成</b>  | 1) 车窗密封件总成：防水防尘、隔音降噪，形成用户体验更佳的车身结构件；2) 带导轨车窗：实现门玻升降导向、滑动导轨可作为内外饰提高美观度、导轨与玻璃一体式结构简化汽车总装工序；3) 便捷安装模块：定位快速精确、装车高效便捷。 |                         |                    |
| <b>滑动窗总成</b>   | 可活动玻璃窗，加强空气流通；方便取物（适用于皮卡后挡）；手动与电动开合方式二合一；可实现平齐式或错层式的外观造型。   |                         | 门玻璃、后挡风玻璃          |
| <b>镀银玻璃</b>    | 在夹层玻璃中间提供 2/3 层银膜，进一步   |                         | 天幕、前挡              |

资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

**展望未来，以 HUD（大众 MEB/长城新平台等）、全玻璃车顶（特斯拉、小鹏等）、调光玻璃为代表的的应用逐渐普及，电动智能背景下汽车玻璃行业 ASP 有望持续提升。我们认为，调光玻璃凭借其在隔热、隔音、娱乐性、安全性等方面的功能，将赋予全景天幕玻璃更多的功能。福耀调光玻璃产品布局全面，已供货主流自主品牌电动智能车。目前，福耀的调光玻璃产品可分为 PDLC 调光玻璃、热致变色玻璃和 EC 调光玻璃，其中 PDLC 可调光全景天幕玻璃作为选配件已搭载于岚图 FREE，可实现 10 级透亮度可调，隔绝 99% 的紫外线；热致变色玻璃可定制多种玻璃颜色，且颜色可随温度变化而变化；EC 调光天幕为福耀今年推出的重磅调光玻璃新品，具备低雾度、智能感应自动调光、隔热隔紫外线等特点，采用光羿的 EC 电致变色技术，实现渐变式变色调光，搭载于极氪 001、广汽 AION S PLUS、比亚迪海豹等车型。**

表6: 福耀玻璃在调光玻璃上的布局

| 调光玻璃产品    | 产品特点  | 产品原理   | 可应用部位        | 可集成功能    | 搭载车型                               |
|-----------|---|--|--------------|----------|------------------------------------|
| PDLC 调光玻璃 | 1) 个性化调节玻璃透光度，提升用户体验。<br>2) 有效提升私密性，保证用户隐私。   | 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 | 门玻璃、后挡风玻璃、天窗 | 超薄、隔热、隔音 | 岚图 FREE、一汽丰田凌放、广汽丰田威飒              |
| 热致变色玻璃    | 1) 可定制多种玻璃颜色。<br>2) 颜色可随温度变化而变化。<br>3) 隔热效果好。   | 功能粒子分散在 PVB 内，在常温下透明；光照受热或加热后，无色功能粒子吸热反应用于转化着色粒子。            | 门玻璃、后挡风玻璃、天窗 | 超薄、隔热    | /                                  |
| EC 调光天幕   | 1) 低雾度，高质感：雾感小于 2%，呈现水晶透明质感。<br>变色保护隐私，阻隔阳光的同时窗外风景清晰可见。<br>2) 智能光感，自动控制：智能感应环境光线的强度，自动调节天幕颜色，可手动渐变式 | EC 调光天幕采用了光羿的 EC 电致变色技术。                                     | 天幕玻璃         | /        | 极氪 001、广汽 AION S PLUS、比亚迪海豹、哪吒 S 等 |

变色调光。

3) 隔热隔紫外线：搭配镀膜及 Low-e 技术, 紫外线隔绝高达 99.9%, 红外线隔绝达到 85%。

资料来源：公司官网、福耀集团官微、国信证券经济研究所整理

图17: 岚图 FREE PDLC 调光+镀膜隔热全景天幕



资料来源：福耀集团官微、国信证券经济研究所整理

图18: 比亚迪海豹搭载 EC 调光+LOW-E 全景天幕



资料来源：福耀集团官微、国信证券经济研究所整理

**投资建议：持续推荐优质赛道上的全球龙头福耀玻璃，维持“买入”评级。**

汽车电动化智能化背景下，行业机遇围绕 1) 增量/升级零部件；2) 自主崛起产业链两条主线展开。增量/升级零部件主线下，汽车玻璃天生具备卡位优势（占据车身表面积三分之一，围绕乘员四周），前期升级围绕前档 HUD 化、车顶天幕化进行，中期看调光玻璃的渗透，远期汽车玻璃有望成为车内生态应用端的海量数据输出载体（承载中控屏以外的信息量），具备远大成长空间（单车价值量从 700-1500-3000+）。

福耀玻璃伴随中国汽车工业成长多年，以极致专注和极强成本管控能力，已成长为全球汽车玻璃龙头（23 年测算市占率 36%+），盈利能力远超全球竞争对手。短期维度，2024 年预计在玻璃产品升级、原材料价格下降、市占率提升背景下公司业绩有望稳健增长；中期维度，公司在北美、国内福清、合肥等多地增资扩产，有望开启新一轮产能周期，扩产信号下公司汽车玻璃业务全球市占率有望持续提升；长期维度，公司作为全球汽车玻璃龙头，智能化大趋势下，汽车玻璃有望 1) 单车玻璃用量（面积）增长，从 4 平米到 6 平米；2) 单平米价值量提升（镀膜、隔热、包边、HUD、调光、5G 通信等），单车配套价值从 600 元提升至今年约 1000 元，远期展望 2000 元以上。后续汽车玻璃、网联化打开新天地，行业 ASP 有望持续提升。

表7: 福耀玻璃汽车玻璃业务 2020-2025 年价格敏感性测算

| 分品类   | 玻璃单价增加值（元）   | 2020 年渗透率 | 2025 年渗透率假设 1 | 2025 年渗透率假设 2 | 2025 年渗透率假设 3 |     |
|-------|--------------|-----------|---------------|---------------|---------------|-----|
| 车顶玻璃  | 含全景天幕+智能调光   | 2000      | 0%            | 3%            | 5%            | 7%  |
|       | 含全景天幕        | 1200      | 1%            | 20%           | 30%           | 40% |
|       | 不含全景天幕但带电动天窗 | 150       | 70%           | 55%           | 45%           | 35% |
|       | 不含电动天窗（最传统）  | 0         | 29%           | 25%           | 25%           | 25% |
| 前挡风玻璃 | 含 AR-HUD     | 500       | 0%            | 3%            | 5%            | 7%  |
|       | 含 W-HUD      | 300       | 4%            | 20%           | 30%           | 40% |
|       | 不含 HUD       | 0         | 96%           | 77%           | 65%           | 53% |

|               |                 |     |      |      |       |       |
|---------------|-----------------|-----|------|------|-------|-------|
| 5G 通信玻璃       | 含天线             | 300 | 0%   | 2%   | 4%    | 6%    |
|               | 不含天线            | 0   | 100% | 98%  | 96%   | 94%   |
| 玻璃 ASP 基础 (元) | 600             |     |      |      |       |       |
|               | 单车均价增加值 (元)     |     | 129  | 464  | 655   | 846   |
|               | 单车均价 (元)        |     | 729  | 1064 | 1255  | 1446  |
|               | 汽车玻璃行业 ASP 复合增速 |     |      | 7.8% | 11.5% | 14.7% |

资料来源：汽车之家，公司公告，国信证券经济研究所预测

**上调盈利预测，维持优于大市评级。**考虑公司高附加值产品份额持续提升、海外量产进展顺利，我们上调盈利预测，预计公司 24-26 年归母净利润分别 73/88/101 亿元（原预测为 65/75/88 亿元），对应 PE 分别 16/13/12x。2024 年可比公司平均估值 21 倍，考虑公司为汽车玻璃领域龙头，有望充分受益智能化上车带来的单车玻璃价值量持续提升，我们给予福耀玻璃 2024 年目标估值 56-61 元（2024 年 20-22xPE），当前股价距离目标估值仍有 24%-36%提升空间，维持“优于大市”评级。

表8: 可比公司估值表

| 公司代码      | 公司名称 | 投资评级 | 收盘 (元) 20240807 | 总市值 (亿元) | EPS  |       |       | PE   |       |       |
|-----------|------|------|-----------------|----------|------|-------|-------|------|-------|-------|
|           |      |      |                 |          | 2023 | 2024E | 2025E | 2023 | 2024E | 2025E |
| 601799.SH | 星宇股份 | 优于大市 | 124.50          | 356      | 3.86 | 5.43  | 7.20  | 32.3 | 22.9  | 17.3  |
| 601689.SH | 拓普集团 | 优于大市 | 34.36           | 579      | 1.95 | 1.77  | 2.45  | 17.6 | 19.4  | 14.0  |
| 603786.SH | 科博达  | 优于大市 | 47.75           | 193      | 1.51 | 2.23  | 2.79  | 31.6 | 21.4  | 17.1  |
| 002050.SZ | 三花智控 | 优于大市 | 17.38           | 649      | 0.78 | 0.95  | 1.15  | 22.3 | 18.3  | 15.1  |
|           | 平均   |      |                 |          |      |       |       | 25.9 | 20.5  | 15.9  |
| 600660.SH | 福耀玻璃 | 优于大市 | 44.97           | 1,174    | 2.16 | 2.79  | 3.36  | 20.8 | 16.1  | 13.4  |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

**风险提示：**公司汽玻业务出海节奏、SAM 整合进度。

# 财务预测与估值

| 资产负债表 (百万元)      |              |              |              |              |              | 利润表 (百万元)          |               |               |               |               |               |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
|                  | 2022         | 2023         | 2024E        | 2025E        | 2026E        |                    | 2022          | 2023          | 2024E         | 2025E         | 2026E         |
| 现金及现金等价物         | 17020        | 18518        | 16622        | 17387        | 17509        | 营业收入               | 28099         | 33161         | 40917         | 48109         | 55287         |
| 应收款项             | 5600         | 7640         | 11210        | 13181        | 15147        | 营业成本               | 18535         | 21424         | 25300         | 29822         | 34401         |
| 存货净额             | 5403         | 5144         | 7837         | 9224         | 10665        | 营业税金及附加            | 225           | 240           | 286           | 337           | 387           |
| 其他流动资产           | 1647         | 1913         | 2455         | 2887         | 3317         | 销售费用               | 1351          | 1539          | 1637          | 1924          | 2211          |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>29678</b> | <b>33536</b> | <b>38131</b> | <b>42685</b> | <b>46645</b> | 管理费用               | 2143          | 2486          | 2835          | 3324          | 3812          |
| 固定资产             | 17579        | 19721        | 21203        | 22709        | 24140        | 研发费用               | 1249          | 1403          | 1637          | 1924          | 2211          |
| 无形资产及其他          | 1245         | 1316         | 1263         | 1211         | 1158         | 财务费用               | (1011)        | (687)         | 626           | 377           | 366           |
| 投资性房地产           | 2015         | 1875         | 1875         | 1875         | 1875         | 投资收益               | (8)           | (6)           | 10            | 10            | 10            |
| 长期股权投资           | 250          | 182          | 232          | 282          | 332          | 资产减值及公允价值变动        | (142)         | (207)         | (10)          | (10)          | (10)          |
| <b>资产总计</b>      | <b>50767</b> | <b>56630</b> | <b>62704</b> | <b>68762</b> | <b>74150</b> | 其他收入               | (1044)        | (1156)        | (1637)        | (1924)        | (2211)        |
| 短期借款及交易性金融负债     | 8222         | 5616         | 7328         | 7890         | 7204         | 营业利润               | 5661          | 6791          | 8596          | 10400         | 11898         |
| 应付款项             | 4154         | 5523         | 5225         | 6149         | 7110         | 营业外净收支             | (82)          | (75)          | (30)          | (70)          | (70)          |
| 其他流动负债           | 4985         | 3964         | 5651         | 6651         | 7682         | <b>利润总额</b>        | <b>5579</b>   | <b>6716</b>   | <b>8566</b>   | <b>10330</b>  | <b>11828</b>  |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>17360</b> | <b>15103</b> | <b>18205</b> | <b>20690</b> | <b>21996</b> | 所得税费用              | 826           | 1087          | 1285          | 1549          | 1774          |
| 长期借款及应付债券        | 3007         | 8513         | 8513         | 8513         | 8513         | 少数股东损益             | (3)           | (0)           | (0)           | (0)           | (0)           |
| 其他长期负债           | 1412         | 1603         | 1663         | 1723         | 1783         | <b>归属于母公司净利润</b>   | <b>4756</b>   | <b>5629</b>   | <b>7281</b>   | <b>8781</b>   | <b>10054</b>  |
| <b>长期负债合计</b>    | <b>4419</b>  | <b>10116</b> | <b>10176</b> | <b>10236</b> | <b>10296</b> | <b>现金流量表 (百万元)</b> | <b>2022</b>   | <b>2023</b>   | <b>2024E</b>  | <b>2025E</b>  | <b>2026E</b>  |
| <b>负债合计</b>      | <b>21779</b> | <b>25219</b> | <b>28381</b> | <b>30926</b> | <b>32293</b> | 净利润                | 4756          | 5629          | 7281          | 8781          | 10054         |
| 少数股东权益           | (15)         | (15)         | (15)         | (15)         | (15)         | 资产减值准备             | 121           | 65            | 71            | 20            | 19            |
| 股东权益             | 29003        | 31426        | 34339        | 37851        | 41872        | 折旧摊销               | 1963          | 2082          | 1801          | 2155          | 2401          |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>50767</b> | <b>56630</b> | <b>62704</b> | <b>68762</b> | <b>74150</b> | 公允价值变动损失           | 142           | 207           | 10            | 10            | 10            |
|                  |              |              |              |              |              | 财务费用               | (1011)        | (687)         | 626           | 377           | 366           |
| <b>关键财务与估值指标</b> | <b>2022</b>  | <b>2023</b>  | <b>2024E</b> | <b>2025E</b> | <b>2026E</b> | 营运资本变动             | (85)          | (1301)        | (5286)        | (1785)        | (1767)        |
| 每股收益             | 1.82         | 2.16         | 2.79         | 3.36         | 3.85         | 其它                 | (122)         | (65)          | (71)          | (21)          | (19)          |
| 每股红利             | 1.11         | 1.38         | 1.67         | 2.02         | 2.31         | <b>经营活动现金流</b>     | <b>6775</b>   | <b>6617</b>   | <b>3806</b>   | <b>9160</b>   | <b>10698</b>  |
| 每股净资产            | 11.11        | 12.04        | 13.16        | 14.50        | 16.04        | 资本开支               | 0             | (4006)        | (3311)        | (3639)        | (3808)        |
| ROIC             | 12.74%       | 13.47%       | 15%          | 17%          | 18%          | 其它投资现金流            | (1)           | (315)         | 315           | 0             | 0             |
| ROE              | 16.40%       | 17.91%       | 21%          | 23%          | 24%          | <b>投资活动现金流</b>     | <b>(22)</b>   | <b>(4252)</b> | <b>(3046)</b> | <b>(3689)</b> | <b>(3858)</b> |
| 毛利率              | 34%          | 35%          | 38%          | 38%          | 38%          | 权益性融资              | 911           | 0             | 0             | 0             | 0             |
| EBIT Margin      | 16%          | 18%          | 23%          | 22%          | 22%          | 负债净变化              | 1868          | 5506          | 0             | 0             | 0             |
| EBITDA Margin    | 23%          | 25%          | 27%          | 27%          | 27%          | 支付股利、利息            | (2908)        | (3597)        | (4369)        | (5268)        | (6032)        |
| 收入增长             | 19%          | 18%          | 23%          | 18%          | 15%          | 其它融资现金流            | (2893)        | (4685)        | 1713          | 561           | (685)         |
| 净利润增长率           | 51%          | 18%          | 29%          | 21%          | 14%          | <b>融资活动现金流</b>     | <b>(4061)</b> | <b>(866)</b>  | <b>(2656)</b> | <b>(4707)</b> | <b>(6718)</b> |
| 资产负债率            | 43%          | 45%          | 45%          | 45%          | 44%          | <b>现金净变动</b>       | <b>2692</b>   | <b>1499</b>   | <b>(1896)</b> | <b>765</b>    | <b>122</b>    |
| 股息率              | 2.5%         | 3.1%         | 3.7%         | 4.5%         | 5.1%         | 货币资金的期初余额          | 14327         | 17020         | 18518         | 16622         | 17387         |
| P/E              | 24.7         | 20.8         | 16.1         | 13.4         | 11.7         | 货币资金的期末余额          | 17020         | 18518         | 16622         | 17387         | 17509         |
| P/B              | 4.0          | 3.7          | 3.4          | 3.1          | 2.8          | 企业自由现金流            | 0             | 1862          | 1042          | 5892          | 7251          |
| EV/EBITDA        | 21.2         | 17.5         | 13.2         | 11.5         | 10.2         | 权益自由现金流            | 0             | 2682          | 2478          | 6133          | 6254          |

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

| 投资评级标准  | 类别         | 级别   | 说明                    |
|---|------------|------|-----------------------|
| 报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。 | 股票<br>投资评级 | 优于大市 | 股价表现优于市场代表性指数10%以上    |
|   |            | 中性   | 股价表现介于市场代表性指数±10%之间   |
|   |            | 弱于大市 | 股价表现弱于市场代表性指数10%以上    |
|   |            | 无评级  | 股价与市场代表性指数相比无明确观点     |
|   | 行业<br>投资评级 | 优于大市 | 行业指数表现优于市场代表性指数10%以上  |
|   |            | 中性   | 行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间 |
|   |            | 弱于大市 | 行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上  |

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032