

公司研究

业绩符合预期，ASP 兑现快速增长

——福耀玻璃（600660.SH、3606.HK）2023年一季报点评报告

要点

1Q23 业绩符合预期：1Q23 营业收入同比增长 7.7%至 70.5 亿元（占我们全年预测的 22%），归母净利润同比增长 5.0%至 9.1 亿元（占我们全年预测的 18%）。

收入稳健增长，上游成本波动拖累毛利率：管理层指引 1Q23 汽车玻璃收入同比增长 4%（收入占比 63%）；其中，国内与海外汽车玻璃收入分别同比增长 3%与 6%。1Q23 毛利率 33.2%同比-2.6pcts，主要由于能源与纯碱成本上涨分别拖累毛利率 1.3pcts/0.2pcts；环比+0.4pcts，主要由于天然气成本下降对冲营业收入环比回落导致的折旧摊销成本增加。1Q23 销管费用率同比+0.6pcts/环比-0.7pcts 至 16.8%，剔除汇率波动后的利润总额同比增长 2.6%。

行业持续头部集中，产品结构升级助力 ASP 增长：1) 量：竞争对手量产承压+公司产能优势，有望带动福耀全球市占率稳步抬升。2) 价：看好天幕/HUD 渗透率提升、带摄像头的 ADAS 前挡玻璃/钢化夹层隔音/隔热/调光等高附加值产品收入占比持续增加、以及智能电动化驱动全新技术+产品落地，驱动的 ASP 改善前景。管理层指引，1Q23 ASP 增速约 10%，高附加值产品收入占比 53%（其中，天幕+带摄像头的 ADAS 前挡玻璃+HUD+钢化夹层玻璃的收入占比同比增加 6pcts）；3) 利：我们预计 ASP 增长、上游成本或将回落、叠加公司精益化运营管控，利润率仍有望趋稳改善。我们看好汽车玻璃与铝饰条长期业务协同潜力。

维持 A 股“买入”评级，H 股“买入”评级：我们维持 2023E/2024E/2025E 归母净利润分别约人民币 50.4 亿元/60.7 亿元/71.0 亿元。维持 A/H 目标价分别为人民币 48.2 元/43.9 港币（分别对应 25x/20x 2023E PE）。我们看好公司长期成长性逻辑与业绩增长趋势，当前对应 2023E A/H 股息率分别约 4.0%/4.8%，维持 A 股“买入”评级，H 股“买入”评级。

风险提示：下游需求、产能利用率爬坡不及预期；智能电动化推进/高附加值产品应用比例增加幅度不及预期；成本控制不及预期；毛利率爬坡不及预期；德国 SAM 持续拖累风险；全球市占率抬升不及预期；汇率风险；市场风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	23,603	28,099	31,939	36,881	42,988
营业收入增长率	18.57%	19.05%	13.67%	15.48%	16.56%
净利润（百万元）	3,146	4,756	5,041	6,065	7,102
净利润增长率	20.97%	51.16%	6.00%	20.32%	17.09%
EPS（元）	1.21	1.82	1.93	2.32	2.72
ROE（归属母公司）（摊薄）	11.96%	16.40%	16.38%	18.20%	19.63%
P/E	28	19	18	15	12
P/E（H 股）	23	15	14	12	10

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，A 股价时间为 2023-04-28，H 股价时间为 2023-05-02
汇率：按 1HKD=0.88206CNY 换算

A 股：买入（维持）

当前价/目标价：33.95/48.2 元

H 股：买入（维持）

当前价/目标价：31.50/43.9 港元

作者

分析师：倪昱婧

执业证书编号：S0930515090002

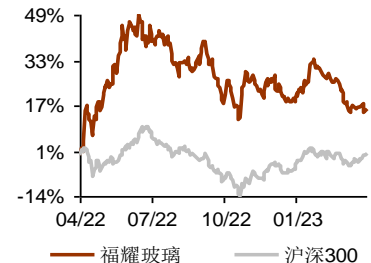
021-52523876

nijj@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	26.10
总市值(亿元):	886.01
一年最低/最高(元):	32.90/44.43
近 3 月换手率:	23.77%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-1.11	-11.22	-6.03
绝对	-2.61	-13.94	-3.01

资料来源：Wind

相关研报

产品结构改善提振 ASP，行业有望持续头部集中——福耀玻璃（600660.SH、3606.HK）2022 年季报点评报告（2023-03-18）

3Q22 业绩同比强劲增长，增长逻辑逐步兑现——福耀玻璃（600660.SH、3606.HK）2022 年三季报点评报告（2022-10-22）

疫情不改业绩增长趋势，增长前景有望持续向好——福耀玻璃（600660.SH、3606.HK）2022 年中期业绩点评报告（2022-08-31）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	23,603	28,099	31,939	36,881	42,988
营业成本	15,129	18,535	21,376	24,375	28,129
折旧和摊销	1,887	1,963	2,022	2,152	2,276
税金及附加	205	225	256	295	344
销售费用	1,151	1,351	1,517	1,752	2,042
管理费用	1,944	2,143	2,236	2,582	3,009
研发费用	997	1,249	1,437	1,660	1,934
财务费用	687	-1,011	550	620	680
投资收益	63	-8	65	62	60
营业利润	3,762	5,661	4,964	6,107	7,379
利润总额	3,819	5,579	5,894	7,092	8,304
所得税	676	826	855	1,028	1,204
净利润	3,143	4,753	5,039	6,063	7,100
少数股东损益	-3	-3	-2	-2	-2
归属母公司净利润	3,146	4,756	5,041	6,065	7,102
EPS(按最新股本计)	1.21	1.82	1.93	2.32	2.72

现金流量表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	5,677	5,893	6,980	6,818	7,964
净利润	3,146	4,756	5,041	6,065	7,102
折旧摊销	1,887	1,963	2,022	2,152	2,276
净营运资金增加	908	2,126	4,474	1,668	2,888
其他	-264	-2,952	-4,556	-3,067	-4,302
投资活动产生现金流	-1,863	-7,656	-4,020	-2,570	-2,060
净资本支出	-2,191	-3,047	-3,550	-2,550	-2,050
长期投资变化	229	250	0	0	0
其他资产变化	99	-4,859	-470	-20	-10
融资活动现金流	1,952	-1,236	-7,205	-2,271	-3,461
股本变化	101	0	0	0	0
债务净变化	271	1,337	-222	400	600
无息负债变化	1,387	1,951	-965	1,251	1,279
净现金流	5,517	-2,087	-4,244	1,977	2,443

主要指标

盈利能力 (%)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
毛利率	35.9%	34.0%	33.1%	33.9%	34.6%
EBITDA 率	26.8%	24.6%	23.7%	23.9%	24.1%
EBIT 率	18.8%	17.6%	17.3%	18.0%	18.8%
税前净利润率	16.2%	19.9%	18.5%	19.2%	19.3%
归母净利润率	13.3%	16.9%	15.8%	16.4%	16.5%
ROA	7.0%	9.4%	9.8%	10.9%	11.8%
ROE (摊薄)	12.0%	16.4%	16.4%	18.2%	19.6%
经营性 ROIC	11.8%	12.4%	11.7%	13.1%	14.7%

偿债能力	2021	2022	2023E	2024E	2025E
资产负债率	41%	43%	40%	40%	40%
流动比率	1.68	1.71	1.73	1.74	1.79
速动比率	1.38	1.40	1.41	1.41	1.43
归母权益/有息债务	2.66	2.58	2.80	2.92	3.01
有形资产/有息债务	4.30	4.32	4.53	4.74	4.89

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
总资产	44,785	50,767	51,358	55,545	60,280
货币资金	14,327	17,020	16,139	16,886	18,771
交易性金融资产	6	7	5	5	5
应收账款	4,311	5,258	5,740	6,629	7,726
应收票据	39	204	48	55	64
其他应收款 (合计)	161	138	160	184	215
存货	4,327	5,403	5,322	6,084	6,997
其他流动资产	1,273	1,411	1,028	1,275	969
流动资产合计	24,683	29,678	28,762	31,484	35,170
其他权益工具	69	78	78	78	78
长期股权投资	229	250	250	250	250
固定资产	14,502	14,446	14,575	14,464	14,110
在建工程	1,977	3,133	4,188	4,453	4,390
无形资产	1,235	1,245	1,265	1,289	1,313
商誉	155	155	150	150	150
其他非流动资产	-	-	0	0	0
非流动资产合计	20,102	21,090	22,596	24,062	25,109
总负债	18,491	21,779	20,593	22,244	24,123
短期借款	5,926	6,077	6,500	6,800	7,000
应付账款	1,525	2,025	2,138	2,437	2,813
应付票据	1,623	2,128	2,351	2,681	3,094
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	807	1,306	1,422	1,570	1,509
流动负债合计	14,719	17,360	16,656	18,061	19,634
长期借款	1,139	3,007	3,007	3,007	3,007
应付债券	1,199	0	0	0	0
其他非流动负债	678	671	863	1,110	1,416
非流动负债合计	3,772	4,419	3,937	4,184	4,489
股东权益	26,294	28,988	30,765	33,301	36,157
股本	2,610	2,610	2,610	2,610	2,610
公积金	12,881	13,283	13,283	13,283	13,283
未分配利润	11,245	12,990	14,769	17,307	20,164
归属母公司权益	26,306	29,003	30,782	33,320	36,178
少数股东权益	-12	-15	-17	-19	-21

费用率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
销售费用率	4.88%	4.81%	4.75%	4.75%	4.75%
管理费用率	8.24%	7.63%	7.00%	7.00%	7.00%
财务费用率	2.91%	-3.60%	1.72%	1.68%	1.58%
研发费用率	4.22%	4.44%	4.50%	4.50%	4.50%
所得税率	18%	15%	14%	14%	14%

每股指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股红利	1.00	1.25	1.35	1.63	1.90
每股经营现金流	2.18	2.26	2.67	2.61	3.05
每股净资产	10.08	11.11	11.80	12.77	13.86
每股销售收入	9.04	10.77	12.24	14.13	16.47

估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
PE	28	19	18	15	12
PE (H 股)	23	15	14	12	10
EV/EBITDA	14.8	13.6	13.0	11.2	9.6
股息率 (A 股)	2.9%	3.7%	4.0%	4.8%	5.6%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见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。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，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE