

买入 (维持)

福耀玻璃 (600660)

收入表现超预期，产品结构持续改善

2023年03月27日

### 投资要点

- **2022年收入表现超预期，增速显著跑赢汽车行业产量增速。**2022年中国汽车产量2,702.1万辆，同比+3.4%。2022年公司实现收入281亿元，同比+19.05%；收入增速显著高于汽车行业产量增速。公司2022年归母净利润47.6亿元，同比+51.2%；2022年利润总额55.8亿元，同比+46.1%，若扣除汇兑损益、子公司FYSAM汽车饰件有限公司计提长期资产减值准备的影响，利润总额同比+6.7%。其中2022Q4收入76.6亿元，同比+18.7%；归母净利润8.5亿元，同比+55.3%。扣非归母净利润8.5亿元，同比+94.6%。
- **原材料涨价拖累整体毛利率表现。**2022年公司综合毛利率为34.0%，同比-1.87pct，主要为能源和纯碱的价格上涨影响，其中能源同比涨价4.15亿元，影响毛利率同比减少1.48pct；纯碱同比涨价1.84亿元，影响毛利率减少0.65pct。原材料涨价拖累公司整体毛利率水平。其中2022Q4毛利率32.8%，同比由于去年口径调整不可比，环比-2.1pct，毛利率环比下降预计可能受原材料价格调整等因素影响。
- **高附加值产品持续提升，SAM饰条业务有望减亏，维持“买入”评级。**玻璃升级趋势明确，公司高附加值产品占比持续提升，产品结构持续改善。当前天然气、运费价格有所回落，后续原材料价格有望进入下行区间，叠加产品结构改善，公司毛利率有望向上修复。伴随欧洲车市逐步恢复，SAM饰条业务新订单量产收入规模提升盈利能力改善，今年有望实现减亏。考虑到原材料、运费涨价因素影响，我们下调了公司盈利预测，预计公司2023-2024年归母净利润分别为50.84/64.81亿元（此前预计2023-2024年归母净利润预测为54.34/67.13亿元），首次给出2025年归母净利润80.28亿元，维持“买入”评级。
- **风险提示：天幕渗透率不及预期；乘用车产销不及预期；汇率产生波动。**

### 市场数据

市场数据日期	2023-03-24
收盘价(元)	34.39
总股本(百万股)	2609.74
流通股本(百万股)	2609.74
净资产(百万元)	29003.01
总资产(百万元)	50767.5
每股净资产(元)	11.11

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

### 相关报告

《【兴证汽车】福耀玻璃2022Q3财报点评: 2022Q3收入超预期, 毛利率环比改善》2022-10-23

《【兴证汽车】福耀玻璃2022年中报点评: 2022Q2业绩超预期, 玻璃升级趋势加速》2022-09-04

《【兴业证券】福耀玻璃22Q1财报点评: 22Q1业绩超预期, 产品结构持续改善》2022-04-15

### 分析师:

戴畅

daichang@xyzq.com.cn

S0190517070005

董晓彬

dongxiaobin@xyzq.com.cn

S0190520080001

### 主要财务指标

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	28099	33338	39350	46329
同比增长	19.0%	18.6%	18.0%	17.7%
归母净利润(百万元)	4756	5084	6481	8028
同比增长	51.2%	6.9%	27.5%	23.9%
毛利率	34.0%	37.1%	38.5%	39.0%
ROE	16.4%	15.0%	16.1%	16.6%
每股收益(元)	1.82	1.95	2.48	3.08
市盈率	18.9	17.7	13.8	11.2

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

## 报告正文

## 事件

- 公司发布 2022 年年报, 2022 年实现营收 281 亿元, 同比+19.05%; 实现归母净利润 47.6 亿元, 同比+51.2%; 扣非归母净利润 46.7 亿元, 同比+65.7%。其中 2022Q4 实现营收 76.6 亿元, 同比+18.7%; 实现归母净利润 8.5 亿元, 同比+55.3%。扣非归母净利润 8.5 亿元, 同比+94.6%。

## 点评

- **2022 年收入表现超预期, 增速显著跑赢汽车行业产量增速。**2022 年中国汽车产量 2,702.1 万辆, 同比+3.4%。2022 年公司实现收入 281 亿元, 同比+19.05%; 收入增速显著高于汽车行业产量增速。公司 2022 年归母净利润 47.6 亿元, 同比+51.2%; 2022 年利润总额 55.8 亿元, 同比+46.1%, 若扣除汇兑损益、子公司 FYSAM 汽车饰件有限公司计提长期资产减值准备的影响, 利润总额同比+6.7%。其中 2022Q4 收入 76.6 亿元, 同比+18.7%; 归母净利润 8.5 亿元, 同比+55.3%。扣非归母净利润 8.5 亿元, 同比+94.6%。
- **原材料涨价拖累整体毛利率表现。**2022 年公司综合毛利率为 34.0%, 同比-1.87pct, 主要为能源和纯碱的价格上涨影响, 其中能源同比涨价 4.15 亿元, 影响毛利率同比减少 1.48pct; 纯碱同比涨价 1.84 亿元, 影响毛利率减少 0.65pct。原材料涨价拖累公司整体毛利率水平。其中 2022Q4 毛利率 32.8%, 同比由于去年口径调整不可比, 环比-2.1pct, 毛利率环比下降预计可能受原材料价格调整等因素影响。
- **高附加值产品持续提升, SAM 饰条业务有望减亏, 维持“买入”评级。**玻璃升级趋势明确, 公司高附加值产品占比持续提升, 产品结构持续改善。当前天然气、运费价格有所回落, 后续原材料价格有望进入下行区间, 叠加产品结构改善, 公司毛利率有望向上修复。伴随欧洲车市逐步恢复, SAM 饰条业务新订单量产收入规模提升盈利能力改善, 今年有望实现减亏。考虑到原材料、运费涨价因素影响, 我们下调了公司盈利预测, 预计公司 2023-2024 年归母净利润分别为 50.84/64.81 亿元 (此前预计 2023-2024 年归母净利润预测为 54.34/67.13 亿元), 首次给出 2025 年归母净利润 80.28 亿元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 天幕渗透率不及预期; 乘用车产销不及预期; 汇率产生波动。

图 1、福耀玻璃分季度总营收及同比 (单位: 亿元)

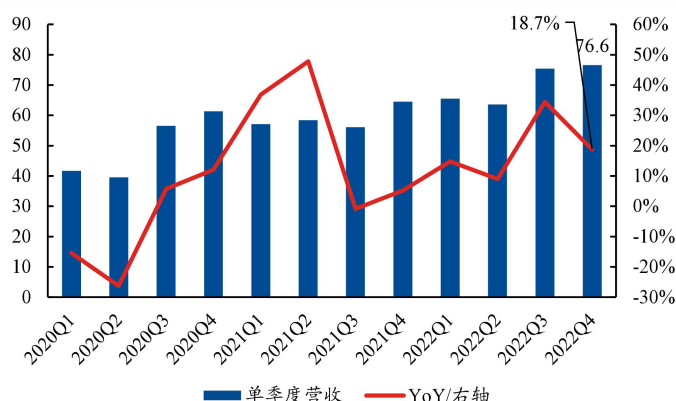
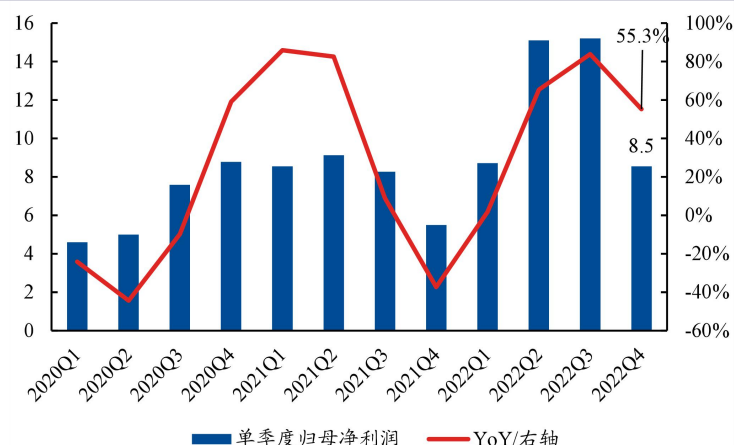


图 2、福耀玻璃分季度归母净利润与同比 (单位: 亿元)



数据来源: 公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理

图 3、福耀玻璃分季度毛利率及净利率

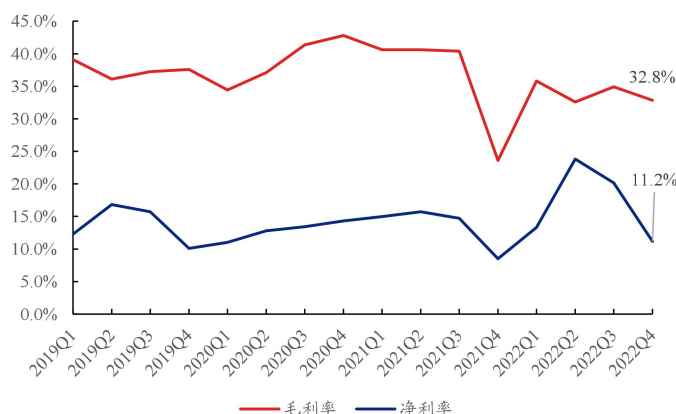


图 4、福耀玻璃分季度费用率合计



数据来源: 公司年报, 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

表 1、福耀玻璃分季度主要财务比率

	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4
营业税金率	1.0%	1.3%	0.8%	1.0%	0.8%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%
销售费用率	7.5%	7.6%	6.9%	7.7%	7.3%	7.7%	8.8%	-3.2%	4.5%	5.0%	4.6%	5.1%
管理费用率	11.0%	13.6%	9.4%	9.0%	8.9%	9.0%	9.4%	6.0%	7.6%	7.9%	7.3%	7.8%
财务费用率	-1.4%	-1.1%	5.4%	4.7%	2.0%	2.3%	1.4%	5.5%	2.7%	-9.7%	-7.4%	4.7%
研发费用率	3.6%	4.5%	4.1%	4.2%	4.1%	4.0%	4.4%	4.3%	4.1%	4.5%	4.4%	-0.2%
费用率合计	20.7%	24.5%	25.8%	25.6%	22.3%	23.1%	24.0%	12.6%	19.0%	7.7%	8.9%	17.3%
所得税/收入	3.8%	1.2%	2.1%	3.0%	3.2%	2.2%	3.0%	3.1%	3.0%	1.5%	5.2%	1.9%
毛利率	34.4%	37.1%	41.4%	42.8%	40.6%	40.6%	40.4%	23.6%	35.8%	32.6%	34.9%	32.8%
归母净利率	11.0%	12.8%	13.4%	14.3%	15.0%	15.7%	14.7%	8.5%	13.3%	23.8%	20.2%	11.2%

资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

## 附表

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	29678	36944	47038	58165
货币资金	17020	22743	30569	39021
交易性金融资产	7	56	31	36
应收票据及应收账款	5462	6336	7498	8850
预付款项	236	328	362	412
存货	5403	5965	6946	8107
其他	1550	1517	1632	1740
<b>非流动资产</b>	21090	19127	17078	14998
长期股权投资	250	236	239	240
固定资产	14446	12803	11079	9354
在建工程	3133	3133	3133	3133
无形资产	1245	1158	1077	998
商誉	155	155	155	155
长期待摊费用	484	237	-27	-291
其他	1375	1405	1421	1408
<b>资产总计</b>	50767	56072	64116	73163
<b>流动负债</b>	17360	16963	18189	18739
短期借款	6077	6445	6621	6247
应付票据及应付账款	4154	4,487	5,236	6,128
其他	7130	6030	6333	6365
<b>非流动负债</b>	4419	5303	5598	6043
长期借款	3007	3266	3670	4165
其他	1412	2036	1928	1878
<b>负债合计</b>	21779	22265	23787	24783
股本	2610	2610	2610	2610
资本公积	9701	9701	9701	9701
未分配利润	12990	17646	23587	30942
少数股东权益	-15	-15	-15	-15
<b>股东权益合计</b>	28988	33806	40329	48381
<b>负债及权益合计</b>	50767	56072	64116	73163

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
归母净利润	4756	5084	6481	8028
折旧和摊销	2222	2051	2054	2048
资产减值准备	140	-87	17	21
资产处置损失	128	0	0	0
公允价值变动损失	2	10	30	50
财务费用	-623	200	200	200
投资损失	-5	-5	-5	-5
少数股东损益	-3	0	0	0
营运资金的变动	-812	-1693	-1020	-1436
<b>经营活动产生现金流量</b>	5893	5486	7776	8909
<b>投资活动产生现金流量</b>	-7656	-310	-254	-303
<b>融资活动产生现金流量</b>	-1236	547	303	-154
现金净变动	-2087	5723	7826	8452
现金的期初余额	14325	17020	22743	30569
现金的期末余额	12238	22743	30569	39021

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	28099	33338	39350	46329
营业成本	18535	20976	24200	28261
税金及附加	225	267	316	372
销售费用	1351	1567	1849	2177
管理费用	2143	2667	3148	3706
研发费用	1249	1400	1653	1946
财务费用	-1011	200	200	200
其他收益	215	150	150	150
投资收益	-8	5	5	5
公允价值变动收益	-2	-10	-30	-50
信用减值损失	-4	0	0	0
资产减值损失	-140	-180	-150	-100
资产处置收益	-6	0	0	0
<b>营业利润</b>	5661	6226	7959	9672
营业外收入	81	80	30	80
营业外支出	163	180	180	80
<b>利润总额</b>	5579	6126	7809	9672
所得税	826	1041	1328	1644
净利润	4753	5084	6481	8028
少数股东损益	-3	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	4756	5084	6481	8028
<b>EPS(元)</b>	1.82	1.95	2.48	3.08

## 主要财务比率

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长性</b>				
营业收入增长率	19.0%	18.6%	18.0%	17.7%
营业利润增长率	50.5%	10.0%	27.8%	21.5%
归母净利润增长率	51.2%	6.9%	27.5%	23.9%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	34.0%	37.1%	38.5%	39.0%
归母净利率	16.9%	15.3%	16.5%	17.3%
ROE	16.4%	15.0%	16.1%	16.6%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	42.9%	39.7%	37.1%	33.9%
流动比率	1.71	2.18	2.59	3.10
速动比率	1.40	1.83	2.20	2.67
<b>营运能力</b>				
资产周转率	58.8%	62.4%	65.5%	67.5%
应收帐款周转率	586.2%	580.9%	581.9%	580.8%
存货周转率	376.1%	364.0%	369.9%	370.5%
<b>每股资料(元)</b>				
每股收益	1.82	1.95	2.48	3.08
每股经营现金	2.26	2.10	2.98	3.41
每股净资产	11.11	12.96	15.46	18.54
<b>估值比率(倍)</b>				
PE	18.9	17.7	13.8	11.2
PB	3.1	2.7	2.2	1.9



## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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的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。其中:A股市场以沪深300指数为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们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,致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

## 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

## 使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用,本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险,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,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,一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。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,本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌,过往表现不应作为日后的表现依据;在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告;本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时,本公司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。

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。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证,任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民,包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示,否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

在法律许可的情况下,兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此,投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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。

## 兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址: 上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址: 北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元	地址: 深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编: 200135	邮编: 100020	邮编: 518035
邮箱: research@xyzq.com.cn	邮箱: research@xyzq.com.cn	邮箱: research@xyzq.com.cn