

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

核心观点

2023Q1 公司收入同比增加 8%，超越国内汽车行业 12pct。福耀 2023Q1 实现营收 70.52 亿，同比+7.7%，环比-7.9%，营收表现超越行业 12pct（23Q1 国内汽车产量同比-4.3%），营收超越行业的原因预计主要系汽车玻璃 ASP 同比提升所致。2023Q1 公司实现归母净利润 9.15 亿（汇兑负面影响 1.2 亿），同比+5.0%，环比+7.0%，扣非净利润 8.78 亿，同比+2.6%，环比+3.2%，利润总额 11 亿，同比提升 4%，环比提升 11%

2023Q1 毛利率环比+0.4pct，四费率同比-1.74pct。2023Q1 公司毛利率为 33.20%，同比-2.56pct，环比+0.35pct，毛利率同比下滑，我们预计主要系能源及纯碱涨价对成本的影响；净利率 12.97%，同比-0.33pct，环比+1.81pct。公司 2023Q1 四费率为 17.26%，同比-1.74pct，环比-0.06pct，其中销售/管理/财务/研发费用率分别 4.82/7.73/0.44/4.27%，同比变动+0.31/+0.12/-2.30/+0.13pct，环比变动-0.27/-0.03/+0.65/-0.40pct。

高附加值新品周期叠加产能新一轮扩张周期，汽车玻璃产品价量双升。量端，2022 年，公司汽车玻璃销量 127.14 百万平方米，按每辆车 4 平米玻璃折算，相当于装配了 3179 万辆汽车，22 年全球汽车销量 7839 万辆，测算公司汽车玻璃全球市占率 40.6%，同比+3.7pct。8 月 30 日福耀公告，1) 拟对福耀美国加投资 6.5 亿美元，扩建镀膜汽车玻璃、浮法玻璃等；2) 合作郑州政府，规划全产业链布局；3) 增资 6 亿人民币建设福清镀膜汽车玻璃、钢化夹层边窗生产线等。2023 年，公司预计资本支出人民币 63.77 亿元，同比+107%。**价端**，汽玻单平米价格由 2016 年的 152.4 元持续提升至 2022 年的 201.3 元，CAGR 为 4.7%，2022 年加速提升（ASP 同比+12%，高附加值产品占比同比+6pct）。伴随天幕玻璃、HUD 玻璃等高附加值玻璃的渗透，我们测算汽车玻璃行业单车价值量 2020-2025 年 CAGR 预计 8%-15%。

风险提示：海外疫情不确定性影响公司汽玻业务和 SAM 整合进度。

投资建议：维持盈利预测，维持“买入”评级。

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），从 600 元提升至 2000 元以上。后续汽车玻璃、网联化打开新天地，行业 ASP 提升有望加速。我们维持盈利预测，预计 23-25 年营收 320/381/435 亿，23-25 年归母净利润分别 49/59/71 亿，对应 PE 分别 18/15/13x，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	23,603	28,099	31,999	38,079	43,537
(+/-%)	18.6%	19.0%	13.9%	19.0%	14.3%
净利润(百万元)	3146	4756	4934	5936	7057
(+/-%)	21.0%	51.2%	3.7%	20.3%	18.9%
每股收益(元)	1.21	1.82	1.89	2.27	2.70
EBIT Margin	17.7%	16.4%	18.1%	18.5%	19.3%
净资产收益率 (ROE)	12.0%	16.4%	15.9%	17.8%	19.5%
市盈率 (PE)	28.2	18.7	18.0	15.0	12.6
EV/EBITDA	17.7	16.9	14.3	12.2	10.6
市净率 (PB)	3.38	3.06	2.87	2.66	2.46

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：杨彬

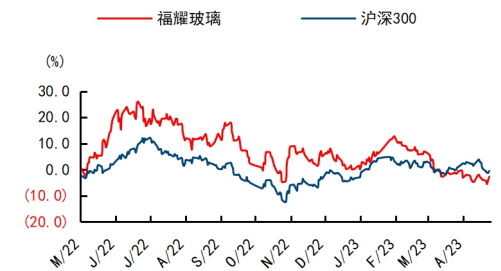
0755-81982771

yangshan@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	34.04 元
总市值/流通市值	88836/88836 百万元
52 周最高价/最低价	44.43/32.90 元
近 3 个月日均成交额	391.63 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

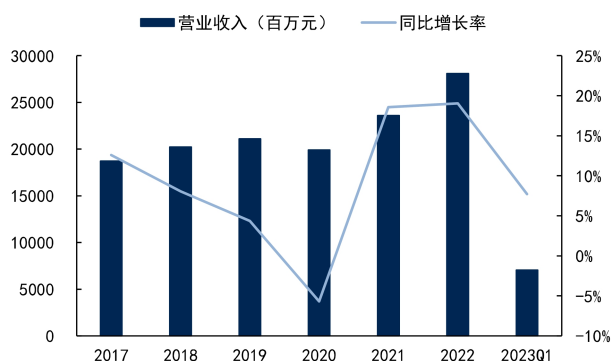
- 《福耀玻璃 (600660.SH) - 单四季度营收同比增长 19%，汽车玻璃量价双升》——2023-03-17
- 《福耀玻璃 (600660.SH) - 单四季度净利润同比增长 49%-106%，汽车玻璃产品量价双升》——2023-01-19
- 《福耀玻璃 (600660.SH) - 单三季度净利润同比增长 84%，汽车玻璃量价双升》——2022-10-21
- 《福耀玻璃 (600660.SH) - 高附加值新品周期与产能新一轮扩张周期共振》——2022-08-31
- 《福耀玻璃 (600660.SH) - 原材料成本与人民币汇率跟踪及敏感性分析》——2022-05-15

2023Q1 公司实现收入 70.5 亿元，同比增加 8%。福耀玻璃 2023Q1 实现营收 70.52 亿，同比+7.7%，环比-7.9%，营收表现超越行业 12pct（23Q1 国内汽车产量同比-4.3%），营收超越行业的原因预计主要系汽车玻璃 ASP 同比提升所致。

2023Q1 公司实现归母净利润 9.15 亿（汇兑负面影响 1.2 亿），同比+5.0%，环比+7.0%，扣非净利润 8.78 亿，同比+2.6%，环比+3.2%，利润总额 11 亿，同比 22Q1 的 10.7 亿提升 4%，环比 22Q4 的 10 亿提升 11%，若扣除下述因素影响，23Q1 利润总额比上年同期增长 2.83%：

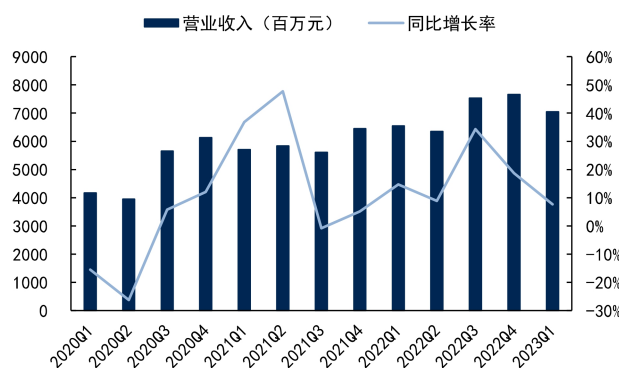
- 1) 23Q1 汇兑损失 1.19 亿（22Q1 损失 1.35 亿），使利润总额比上年同期增加人民币 1573.99 万元；
- 2) 海运费降价影响成本减少，使 23Q1 利润总额比上年同期增加人民币 1.01 亿元；
- 3) 能源涨价影响成本增加，使 23Q1 利润总额比上年同期减少人民币 8877 万元；
- 4) 纯碱涨价影响成本增加，使 23Q1 利润总额比上年同期减少人民币 1503 万元。

图1：福耀玻璃营业收入及同比增速



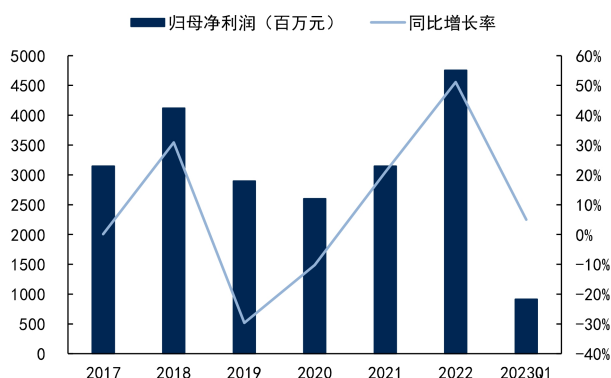
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：福耀玻璃单季度营业收入及同比增速



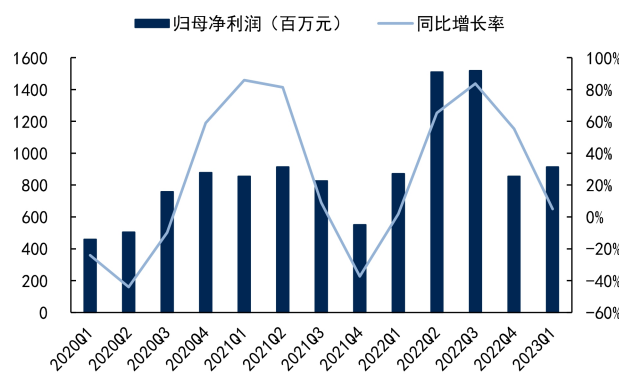
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

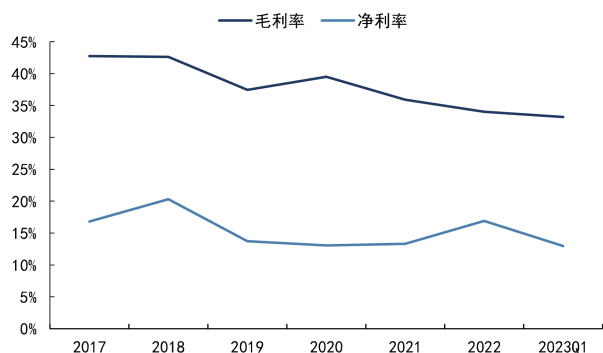
图4：福耀玻璃单季度归母净利润及同比增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

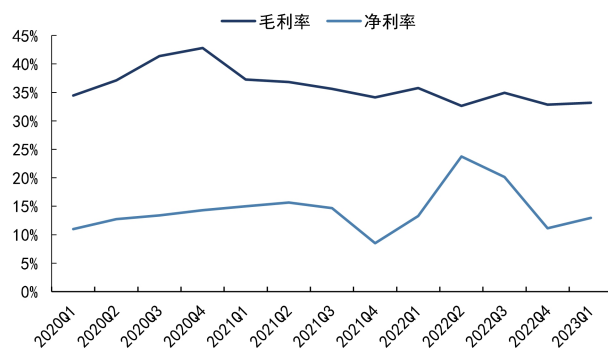
公司 2023Q1 毛利率环比+0.4pct，净利率环比+1.8pct。2023Q1 公司毛利率为 33.20%，同比-2.56pct，环比+0.35pct，毛利率同比下滑，我们预计主要系能源及纯碱涨价对成本的影响；净利率 12.97%，同比-0.33pct，环比+1.81pct。

图5：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（注：此处的2022/2023Q1为会计政策变更后的数据）

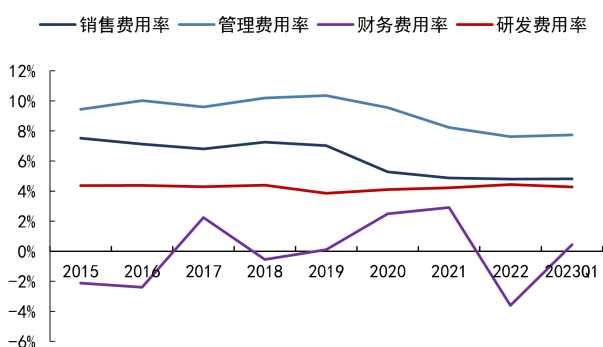
图6：福耀玻璃单季度毛利率和净利率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理（注：此处的2021Q1/2021Q2/2021Q3/2021Q4/2022Q1/2022Q2/2022Q3/2022Q4/2023Q1为会计政策变更后的数据）

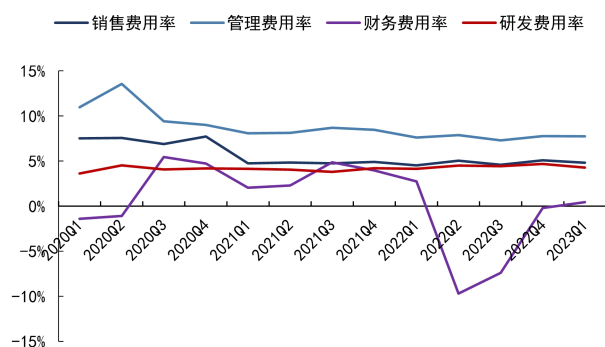
2023Q1 公司四费率同比-1.74pct。公司 2023Q1 四费率为 17.26%，同比-1.74pct，环比-0.06pct，其中销售/管理/财务/研发费用率分别 4.82/7.73/0.44/4.27%，同比变动+0.31/+0.12/-2.30/+0.13pct，环比变动-0.27/-0.03/+0.65/-0.40pct。

图7：福耀玻璃四项费用率变化情况



资料来源：（注：此处 2020、2021、2022、2023Q1 年四费率为根据会计政策调整后的数据）

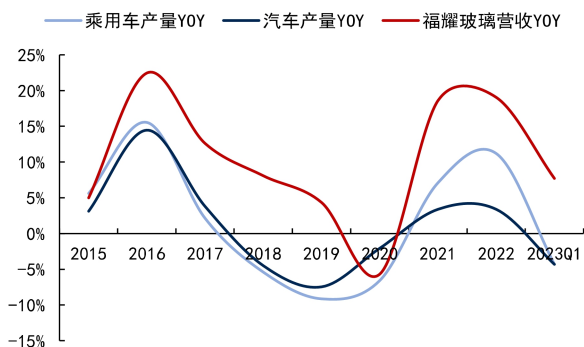
图8：福耀玻璃单季度四项费用率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理（注：此处的2021Q1/2021Q2/2021Q3/2021Q4/2022Q1/2022Q2/2022Q3/2022Q4/2023Q1为会计政策变更后的数据）

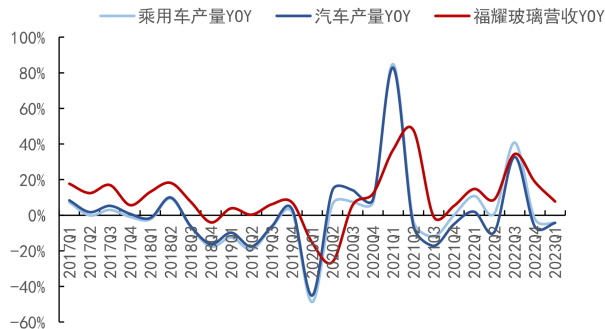
2023Q1 福耀营收增速超国内汽车行业 12pct。2013 年以来，福耀玻璃年度营收增速和分季度营收增速波动走向大体和国内车市行业一致，其营收增速绝对值基本维持一定程度高于行业，2023Q1 国内汽车行业产量同比减少 4.3%，公司营收同比增加 7.7%，表现超国内汽车行业 12.0pct。

图9：汽车/乘用车产量增速和福耀玻璃营收增速年度对比



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10：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

● 量端：开启新一轮产能扩张周期，全球市占率有望持续提升

2022年，公司汽车玻璃销量127.14百万平方米，按每辆车4平米玻璃折算，相当于装配了3179万辆汽车，参考marklines数据，2022年全球汽车销量7839万辆，测算公司汽车玻璃全球市占率40.6%，同比+3.7pct。

表1：福耀汽车玻璃销量和全球市占率情况

	2017	2018	2019	2020	2021	2022
汽车玻璃销量（百万平方米）	112.64	117.66	109.09	103.21	118.46	127.14
YOY		4.46%	-7.28%	-5.39%	14.78%	7.33%
每辆车使用玻璃平米数	4	4	4	4	4	4
装配汽车销量（万辆）	2816	2941.5	2727.25	2580.25	2961.5	3178.5
全球汽车销量（万辆）	9265.85	9265.45	8902.46	7705.70	8040.62	7839.31
公司汽车玻璃全球市占率	30.39%	31.75%	30.63%	33.48%	36.83%	40.55%

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）

当前公司汽车玻璃产能基地覆盖国内、美国、俄罗斯，其中国内现有产能3550万套，美国现有产能550万套（15%研发产能），俄罗斯现有产能130万套。根据公司公告，公司后续将在美国、郑州、福清继续扩建汽车玻璃产能。

当前公司浮法玻璃产能基地覆盖国内、美国，其中国内现有产能135万吨，美国产能26万吨。根据公司公告，公司后续将在美国扩建浮法玻璃/光伏玻璃产能。

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地	产能（万套/年）
福清本部	1987年	出口市场、金龙、东南汽车等	400
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	600
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	郑州日产、郑州宇通、奇瑞、海马等	300
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）

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表3：福耀玻璃海外汽车、浮法玻璃现有产能基地

汽车玻璃基地	投产时间	下游辐射的主要汽车产业集群地	现有/规划产能（万套/年）	生产类型
福耀俄罗斯	2014年	俄罗斯雷诺、标致、大众、通用、福特以及欧洲汽车厂商等	130/300万套	汽车玻璃
福耀美国俄亥俄州（代顿）	2016年	通用、克莱斯勒、宝马、大众、现代、本田、丰田、宝马等	550万套	汽车玻璃
德国海德堡	规划	奔驰、奥迪、大众、宾利等	-	包边等后道工序
福建美国伊利诺伊州（芒山）	2016年	-	26万吨	浮法玻璃

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表4：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	30万吨（9月前） 45万吨（9月后）	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

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

1) 美国：

8月30日，福耀发布《福耀玻璃工业集团股份有限公司关于对全资子公司福耀玻璃美国有限公司及其子公司增加投资的公告》，福耀拟对全资子公司福耀美国加投资65,000万美元，其中30,000万美元用于投资建设福耀美国的镀膜汽车玻璃生产线、钢化夹层边窗生产线等项目；另外35,000万美元由福耀美国用于对其子公司福耀伊利诺伊追加投资并由福耀伊利诺伊用于投资建设一窑两线（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项目。

2) 郑州：

8月30日，福耀发布《福耀玻璃工业集团股份有限公司关于公司与郑州市人民政府签署战略合作协议的公告》，郑州市人民政府将在郑州南站枢纽产业园区规划500亩左右的用地规模，用于本公司发展需要。福耀将郑州作为中长期布局以及中原城市群深耕的重点区域，在郑州实施全产业链布局，扩大产能，建设“一中心三基地”：1) 面向新能源汽车新技术和客户新需求，建立多功能的汽车玻璃及新技术研发中心；2) 进一步扩大产能，使OEM配套服务覆盖中原地区车企，将郑州生产基地打造成为区域、全国乃至全球售后配件玻璃基地之一，扩大售后市场；3) 未来有望新增铝饰件生产和出口配件基地；4) 将全资子公司郑州福耀玻璃有限公司作为新能源等汽车玻璃全套（包括钢化、镀膜、模具生产等）配套生产基地。

3) 福清：

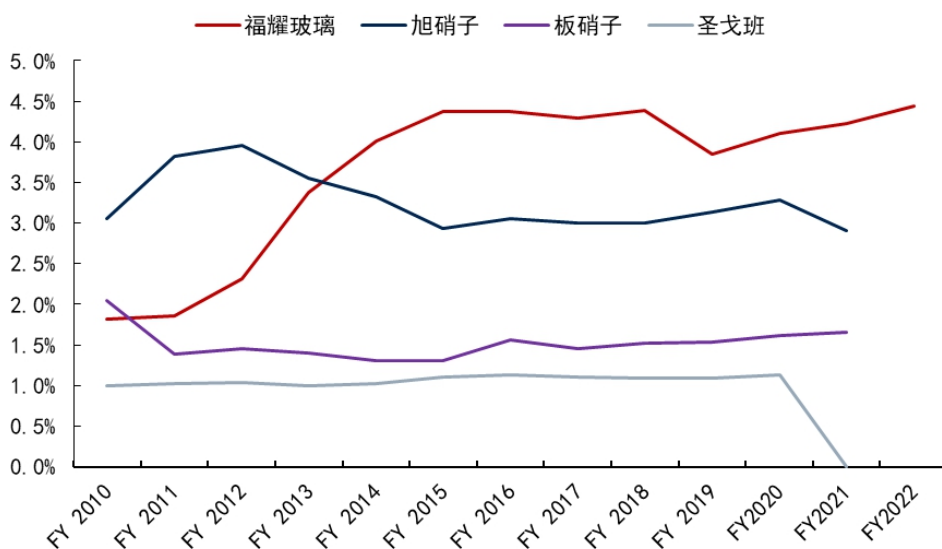
8月30日，福耀发布《福耀玻璃工业集团股份有限公司自愿披露关于对全资子公司增加投资的公告》，公司对福清汽车玻璃增加投资人民币6亿元用于建设镀膜汽车玻璃生产线、钢化夹层边窗生产线等项目，该项目已于2021年6月在福清市发展和改革局备案，并于2022年8月土建动工。

我们认为，此次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。

● 价端：持续研发投入，高附加值产品占比提升

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 2022 年的 12.49 亿元，CAGR 达 19%。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%，2022 年研发费用率达 4.44%，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。

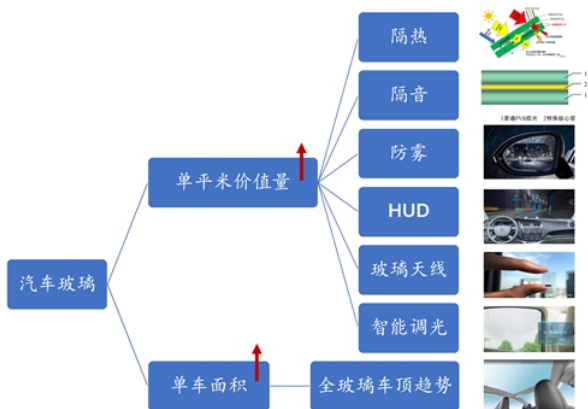
图 11：2010-2022 年四家全球主流玻璃企业研发费用率对比



资料来源：BLOOMBERG、公司公告、国信证券经济研究所整理

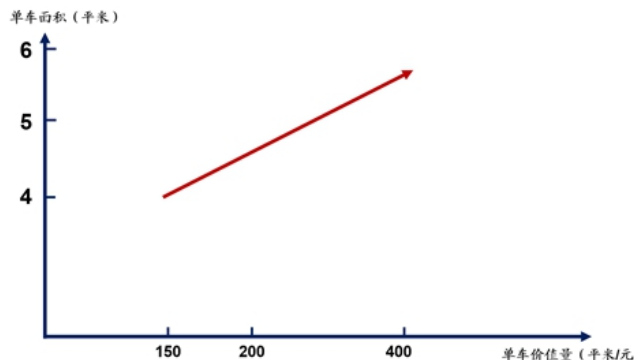
研发创新与技术引领，公司玻璃产品不断增值升级。公司持续推动汽车玻璃朝“安全舒适、节能环保、美观时尚、智能集成”方向发展，2022 年，智能全景天幕玻璃、可调光玻璃、抬头显示玻璃、超隔绝玻璃、轻量化超薄玻璃、镀膜可加热玻璃等高附加值产品占比持续提升，占比较上年同期上升 6.21pct，价值得以体现。福耀汽车玻璃单平米价格由 2016 年的 152.4 元持续提升至 2022 年的 201.3 元，CAGR 为 4.7%。2021 年 12 月，全球首列全景观光山地旅游列车在湖南株洲正式下线，预计将于 2022 年下旬在丽江城市综合轨道交通 1 号线投入使用，列车的外观前窗“天空之镜”采用了超大曲面前窗设计，玻璃面积约为 5.2 m²，是目前尺寸最大的轨道交通前窗产品，此外，该列车侧窗采用电动可调色玻璃。

图 12: 汽车玻璃行业单车面积和单平米价值量提升路径



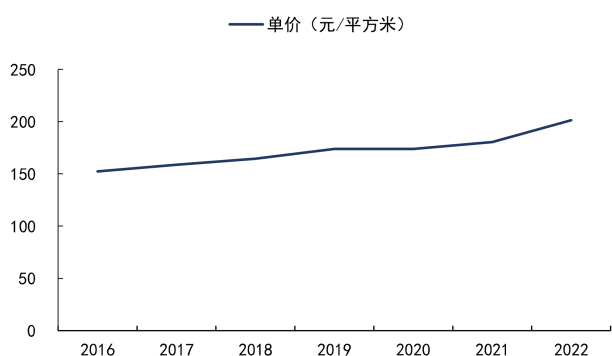
资料来源: 汽车之家、国信证券经济研究所整理

图 13: 汽车玻璃行业受益于单车面积和单平米价值量提升



资料来源: 汽车之家、国信证券经济研究所整理

图 14: 福耀汽车玻璃单价 (元/平方米)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 15: 全球首列全景观光山地旅游列车正式下线



资料来源: 福耀集团官微、国信证券经济研究所整理

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, 带来如导航、图像显示等丰富的驾驶体验。	隔热、隔音、加热、天线	前挡风玻璃
隔音	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
天线	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
隔热	反射红外线, 降低车内温度, 最高可达 10°C; 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
可加热	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
轻量化	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
半钢化夹层	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
憎水	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
智能调光	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
氛围灯	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	调光	天窗

	后排乘客视觉上的享受。	
太阳能	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
全景天窗	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
外饰件集成玻璃	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
独立高亮外饰	可呈现出镜面高光效果、外型炫亮；造型设计自由；可实现车身悬浮车顶效果；具有导轨结构，为玻璃升降提供导向。	
平齐式车窗	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
玻璃包边总成	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。	
滑动窗总成	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

资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

2022年12月，福耀发布透明投影显示玻璃，关上隔音侧窗玻璃后，可将视频清洗地投影在全景天幕上；并推出了全新的激光雷达内置方案——将激光雷达放置于前挡风玻璃的内侧，这是目前从车辆的外观造型、激光雷达的布局位置二者中和后得到的最优解决方案，不仅保留了车身流畅的曲线造型，还不会因为安装位置过低影响探测结果，有了前挡风玻璃作为保护层，激光雷达装置就可以取消雷达罩，省去清洁方案，也省去了除霜除雾方案，当然也免受碎石等冲击，从而实现制造成本和维修成本的双重降低。

图16：福耀透明投影显示玻璃



资料来源：福耀集团官微、国信证券经济研究所整理

图17：福耀推出激光雷达内置方案——将激光雷达放置于前挡风玻璃内侧



资料来源：福耀集团官微、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 提升有望加速。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，采用光奔的 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。 2) 有效提升私密性, 保证用户隐私。	在两片玻璃间加入 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。 2) 颜色可随温度变化而变化。 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转化成着色粒子。	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。变色保护隐私, 阻隔阳光的同时窗外风景清晰可见。 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%。	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

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 18: 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 19: 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(22 年测算市占率 40%), 盈利能力远超全球竞争对手。短期维度, 2023 年预计在玻璃产品升级、海运及芯片缓解、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、国内郑州和福清等多地增资扩产, 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），从 600 元提升至 2000 元以上。后续汽车玻璃、网联化打开新天地，行业 ASP 提升有望加速。

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

我们维持盈利预测，预计 23–25 年营收 320/381/435 亿，23–25 年归母净利润分别 49/59/71 亿，对应 PE 分别 18/15/13x。2024 年可比公司平均估值 21 倍，我们更新福耀玻璃 2024 年目标估值 34–45 元（2023 年 20–25xPE），当前股价距离目标估值仍有 33%的提升空间，维持“买入”评级。

表 8：可比公司估值表

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘（元） 20230428	总市值（亿元）	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
601799.SH	星宇股份	买入	110.96	317	3.30	4.37	5.61	33.7	25.4	19.8
601689.SH	拓普集团	买入	52.17	575	1.54	2.13	2.97	33.9	24.5	17.6
603786.SH	科博达	买入	54.90	222	1.11	1.66	2.27	49.5	33.1	24.2
002050.SZ	三花智控	买入	23.32	837	0.76	9.87	1.04	30.7	2.4	22.4
	平均							36.9	21.3	21.0
600660.SH	福耀玻璃	买入	34.04	852	1.82	1.89	2.27	18.7	18.0	15.0

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

风险提示：海外疫情不确定性影响公司汽玻业务和 SAM 整合进度。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	14327	17020	10961	12916	14578	营业收入	23603	28099	31999	38079	43537
应收款项	4511	5600	8767	10433	11928	营业成本	15129	18535	20573	24237	27361
存货净额	4327	5403	6319	7493	8492	营业税金及附加	205	225	256	381	435
其他流动资产	1512	1647	640	762	871	销售费用	1151	1351	1600	1904	2177
流动资产合计	24683	29678	26694	31610	35876	管理费用	1944	2143	2386	2830	3228
固定资产	16479	17579	18079	18241	18265	研发费用	997	1249	1408	1675	1916
无形资产及其他	1235	1245	1196	1146	1096	财务费用	687	(1011)	(207)	(222)	(241)
投资性房地产	2159	2015	2015	2015	2015	投资收益	63	(8)	70	20	20
长期股权投资	229	250	300	350	400	资产减值及公允价值变动	10	138	(10)	(10)	(10)
资产总计	44785	50767	48284	53362	57652	其他收入	(798)	(1324)	(1408)	(1675)	(1916)
短期借款及交易性金融负债	7553	8222	4000	5000	5000	营业利润	3762	5661	6043	7285	8671
应付款项	3148	4154	4213	4995	5661	营业外净收支	57	(82)	(30)	(50)	(70)
其他流动负债	4017	4985	4631	5495	6237	利润总额	3819	5579	6013	7235	8601
流动负债合计	14719	17360	12844	15490	16898	所得税费用	676	826	1082	1302	1548
长期借款及应付债券	2338	3007	3007	3007	3007	少数股东损益	(3)	(3)	(3)	(4)	(4)
其他长期负债	1434	1412	1472	1532	1592	归属于母公司净利润	3146	4756	4934	5936	7057
长期负债合计	3772	4419	4479	4539	4599	现金流量表 (百万元)					
负债合计	18491	21779	17323	20029	21497	净利润	3146	4756	4934	5936	7057
少数股东权益	(12)	(15)	(16)	(17)	(19)	资产减值准备	(12)	121	(118)	0	0
股东权益	26306	29003	30977	33351	36174	折旧摊销	1887	1963	1658	1877	2016
负债和股东权益总计	44785	50767	48284	53362	57652	公允价值变动损失	(10)	(138)	10	10	10
关键财务与估值指标						财务费用	687	(1011)	(207)	(222)	(241)
每股收益	1.21	1.82	1.89	2.27	2.70	营运资本变动	(73)	(85)	(3427)	(1255)	(1135)
每股红利	0.87	1.11	1.13	1.36	1.62	其它	11	(122)	116	(2)	(2)
每股净资产	10.08	11.11	11.87	12.78	13.86	经营活动现金流	4950	6495	3173	6567	7946
ROIC	13%	13%	16%	21%	24%	资本开支	(1678)	(3255)	(2000)	(2000)	(2000)
ROE	12%	16%	16%	18%	20%	其它投资现金流	454	(1)	0	0	0
毛利率	36%	34%	36%	36%	37%	投资活动现金流	(1246)	(3278)	(2050)	(2050)	(2050)
EBIT Margin	18%	16%	18%	19%	19%	权益性融资	(249)	0	0	0	0
EBITDA Margin	26%	23%	23%	23%	24%	负债净变化	(846)	1868	0	0	0
收入增长	19%	19%	14%	19%	14%	支付股利、利息	(2278)	(2908)	(2960)	(3562)	(4234)
净利润增长率	21%	51%	4%	20%	19%	其它融资现金流	8310	1555	(4222)	1000	0
资产负债率	41%	43%	36%	38%	37%	融资活动现金流	1813	(525)	(7182)	(2562)	(4234)
息率	2.6%	3.3%	3.3%	4.0%	4.8%	现金净变动	5517	2692	(6059)	1956	1662
P/E	28.2	18.7	18.0	15.0	12.6	货币资金的期初余额	8810	14327	17020	10961	12916
P/B	3.4	3.1	2.9	2.7	2.5	货币资金的期末余额	14327	17020	10961	12916	14578
EV/EBITDA	17.7	16.9	14.3	12.2	10.6	企业自由现金流	3574	2538	967	4406	5786
						权益自由现金流	11038	5961	(3331)	5342	5737

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

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 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