

福耀玻璃 (600660.SH)

一季度营收创新高，单车价值量提升加速

买入

核心观点

2022Q1 营收创历史新高，扣除汇兑、纯碱和海运费上涨因素的利润总额同比+24%。福耀玻璃 2022Q1 实现营收 65.48 亿（同比+14.75%，环比+1.51%），营收创单季历史新高；实现归母净利润 8.71 亿（同比+1.86%，环比+58.28%），扣除人民币升值、汇兑、纯碱和海运费上涨的利润总额 13.7 亿（同比+24%）。**总体来看，2021Q1 年公司营收创历史新高，营收增速稳健超越汽车行业 12pct（汽车产量同比+1.95%），预计主要系汽车玻璃 ASP 和市占率同比提升所致，汇兑、纯碱和海运费涨价等非经常性因素影响利润端增速表现。**

人民币升值、海运费和纯碱价格上涨影响毛利率，费用率同比持平。公司考虑会计准则调整后的可比口径 2021Q1 毛利率为 35.75%，同比-1.50pct，主要原因在于人民币升值、海运费和纯碱涨价的影响。22Q1 “毛利率-销售费用率-管理费用率”为 23.63%，同比-0.80pct，环比+2.79pct，可比口径下 22Q1 环比 21Q1 有所提升。依照新会计政策调整后，公司 2022Q1 四费率为 19.00%，同比+0.01pct，其中销售/管理/财务/研发费用率分别 4.51%/7.61%/2.74%/4.14%，同比变动-0.23/-0.47/+0.70/+0.01pct。

单车价值量提升加速，远期看好汽车玻璃创新产品。德国端：德国 SAM 22Q1 预计营收 2781 万欧元（去年同期 3800 万欧元），20Q4/21Q1/21Q2/21Q3/21Q4/22Q1 预计分别亏损 400 多万/510 万/520 万/806/2025/671 万欧元；美国端：福耀美国 22Q1 营收预计 1.67 亿美元，营业利润预计 1949 万美元，净利润率约 8%，21 年营收 39 亿元人民币，净利润 2.7 亿元人民币，净利率约 7%。2021 年福耀智能全景天幕玻璃、可调光玻璃等高附加值产品占比提升 3.3pct，汽车玻璃单平米价格由 2016 年的 152.4 元持续提升至 2021 年的 180.5 元，CAGR 为 3.44%，22Q1 预计 ASP 呈现加速提升态势。2022 年 3 月，福耀与清华大学联合成立智能工业互联网研究中心，降损增效；并推出发光外饰系统和 ETC 前挡风玻璃等新技术，让汽车玻璃更智能。

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，上调至“买入”评级。

前期由于俄乌冲突、汽车缺芯、疫情等因素影响，公司股价回调幅度较大，当前安全边际高，前期市场对盈利的担心过度，预计短期将会有所修复；中期看，疫情和供应链压力缓解后，公司有望成为汽车板块基本面相对强势（超越行业）的品种；长期看，ASP 提升逻辑兑现后行业成长属性凸显，有望带来估值弹性。2023 年可比公司平均估值 21 倍，我们更新福耀玻璃 2023 年目标估值 39-44 元（2023 年 18-20xPE），当前股价距离目标估值仍有 37% 的提升空间，上调至“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	19,907	23,603	28,259	33,929	40,755
(+/-%)	-5.7%	18.6%	19.7%	20.1%	20.1%
净利润(百万元)	2601	3146	4783	5710	7131
(+/-%)	-10.3%	21.0%	52.0%	19.4%	24.9%
每股收益(元)	1.04	1.21	1.83	2.19	2.73
EBIT Margin	16.6%	17.7%	20.2%	20.8%	21.5%
净资产收益率 (ROE)	12.0%	12.0%	16.9%	18.7%	21.4%
市盈率 (PE)	30.8	26.5	17.4	14.6	11.7
EV/EBITDA	18.7	16.8	13.4	11.4	9.6
市净率 (PB)	3.70	3.16	2.95	2.73	2.50

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

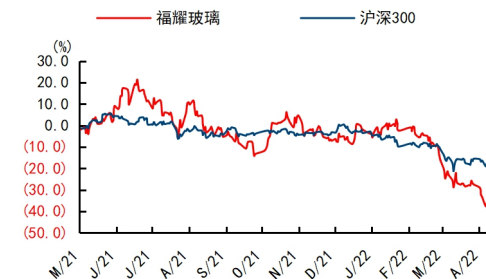
tangxx@guosen.com.cn

S0980519080002

基础数据

投资评级	买入(上调)
合理估值	
收盘价	31.89 元
总市值/流通市值	83233/83233 百万元
52 周最高价/最低价	60.54/30.23 元
近 3 个月日均成交额	703.75 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

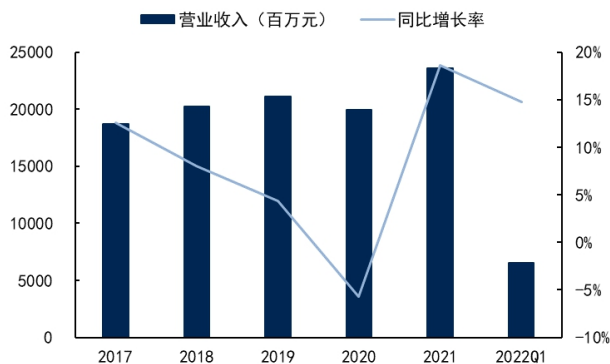
相关研究报告

- 《福耀玻璃 (600660.SH) - 营收增长稳健超行业，四季度营收创历史新高》——2022-03-18
- 《国信证券-福耀玻璃-600660-2021 年三季报点评：业绩稳健，三季度利润同比增长 9%》——2021-10-30
- 《福耀玻璃-600660-2021 年中报点评：业绩符合预期，长期看好汽车玻璃创新产品》——2021-08-06
- 《福耀玻璃-600660-2021 年一季报点评：业绩符合预期，净利率同环比改善》——2021-04-16
- 《福耀玻璃-600660-2020 年报点评：业绩符合预期，盈利持续改善》——2021-03-31

2022Q1 营收创历史新高, 扣除汇兑、纯碱和海运费上涨因素的利润总额同比+24%。福耀玻璃 2022Q1 实现营收 65.48 亿 (同比+14.75%, 环比+1.51%), 营收创单季历史新高; 实现归母净利润 8.71 亿 (同比+1.86%, 环比+58.28%), 扣非归母净利润 8.56 亿 (同比+5.24%, 环比+95.69%)。

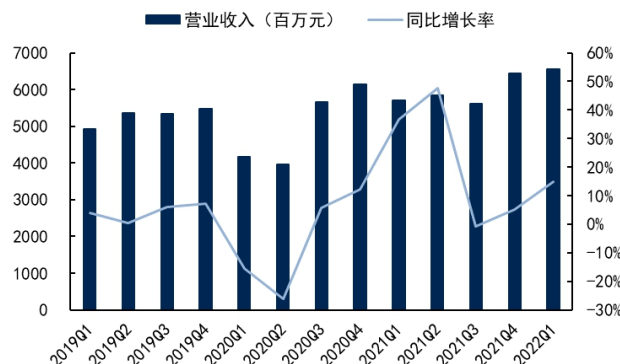
总结来看, 营收端, 公司 2022Q1 营收创单季历史新高, 营收持续增长预计主要系汽车玻璃 ASP 和市占率同比提升所致。利润端, 人民币升值、汇兑损失、纯碱涨价、海运费涨价等因素影响利润端增速表现, 22Q1 公司利润总额为 10.66 亿, 同比增长 3%, 若扣除下述因素影响, 则测算利润总额约 13.7 亿, 同比增长 24.35%: 1) 人民币升值影响毛利比上年同期减少人民币 0.5 亿元; 同时, 人民币升值产生财务费用汇兑损失人民币 1.3 亿元 (上年同期汇兑损失 0.7 亿元); 2) 纯碱涨价影响成本增加, 使利润总额比上年同期减少人民币 0.7 亿元; 3) 海运费涨价影响成本增加, 使利润总额比上年同期减少人民币 0.5 亿元。

图1: 福耀玻璃营业收入及同比增速



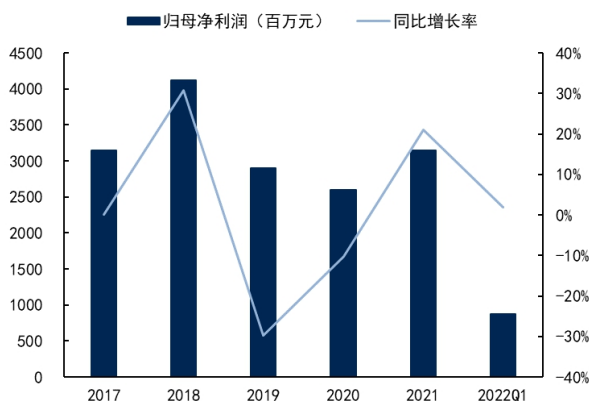
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

受人民币升值、海运费和纯碱涨价的影响, 考虑会计准则调整后的可比口径公司 2022Q1 毛利率同比-1.50pct。公司根据 2021 年 11 月财政部关于企业会计准则的实施问答, 将相关运输成本由原计入当期期间费用更改为采用与商品或服务收入确认相同的基础摊销至营业成本; 将与存货的生产和加工相关的固定资产日常修理费用, 由原计入当期期间费用更改为按照存货成本确定原则进行处理。本报告

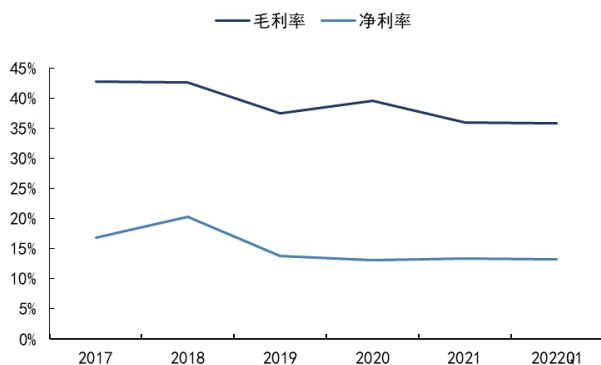
期，公司已按上述会计政策编制财务报表，同时对上年同期比较财务报表进行调整列报。上述会计政策变更后，2021Q1 毛利率为 35.75%，上年同期为 37.25%，同比-1.50pct，主要原因在于人民币升值、海运费和纯碱涨价的影响。22Q1 可比口径的“毛利率-销售费率-管理费用率”环比 21Q4 有所提升，21Q4 起毛利率因为会计准则变更，部分管理及销售费用在 Q4 挪至成本端，这里用毛利率-销售费率-管理费用率的口径，该口径 22Q1 毛利率-销售费用率-管理费用率为 23.63%，同比-0.80pct，环比 +2.79pct（21Q1/Q2/Q3/Q4 分别为 24.43%/23.86%/22.24%/20.85%）。

表1：会计政策变更的主要内容及对公司的影响（单位：元人民币）

会计政策变更的内容	受影响的报表项目名称
针对发生在商品控制权转移给客户之前，且为履行销售合同而发生的运输成本，本集团及本公司将其自销售费用全额重分类至营业成本	营业成本 销售费用
针对制造部门不符合固定资产资本化后续支出条件的日常修理费发生额，本集团及本公司将其自管理费用全额重分类至营业成本	营业成本 管理费用

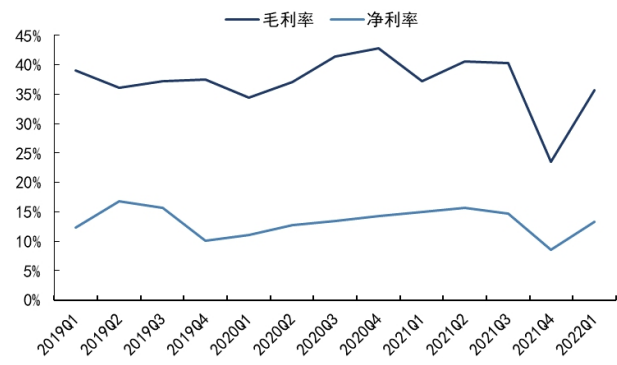
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

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 2022Q1 为会计政策变更后的数据）

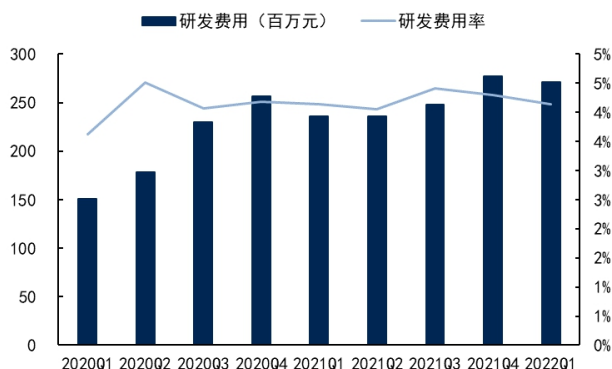
图6：福耀玻璃单季度毛利率和净利率



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

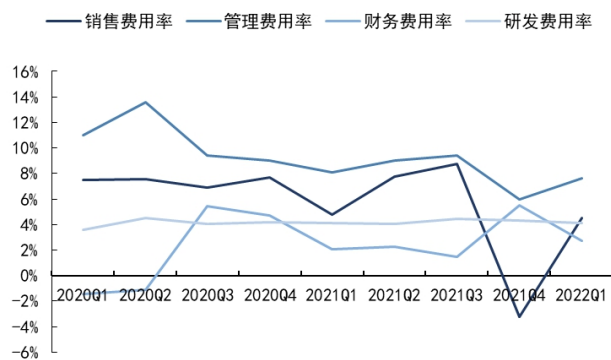
费用率方面，2022Q1 整体同比持平。考虑到会计政策变更导致费用率表观数据不可比，因而我们此处依照新会计政策的规定调整 2021Q1 的销售费用率和管理费用率。可比口径下，公司 2022Q1 四费率为 19.00%，同比+0.01pct，其中销售/管理/财务/研发费用率分别 4.51%/7.61%/2.74%/4.14%，同比变动 -0.23/-0.47/+0.70/+0.01pct。受到汇兑损失增加影响，公司 2022Q1 财务费用率增加。

图7：福耀玻璃研发费用及费用率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

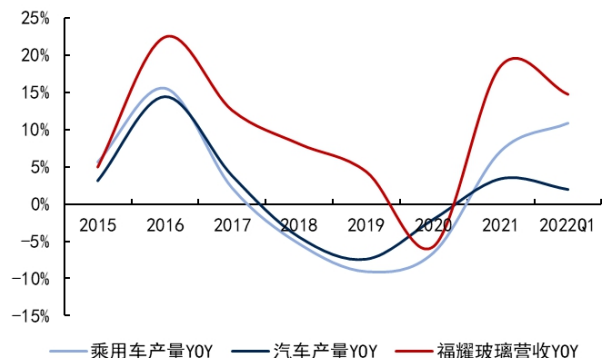
图8：福耀玻璃四项费用率变化情况



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

2022Q1 福耀营收增速超国内汽车行业 12pct，汽车玻璃业务国内外持续推进。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，2022Q1 国内汽车行业在缺芯背景下产量同比增加 1.95%，乘用车产量同比增加 10.85%，公司营收同比增加 14.75%，表现持续超行业。拆分区域来看，福耀美国 22Q1 营收预计 1.67 亿美元，营业利润预计 1949 万美元，净利润率约 8%，21 年营收 39 亿元人民币，净利润 2.7 亿元人民币，净利率约 7%，20Q4/21Q1/21Q2/21Q3/21Q4/22Q1 营业利润预计分别 1900 万（内含 700 万美元政府奖励）/1006 万/1794 万/1462 万/1300 万/1949 万美元。

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：乘用车产销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

欧洲产能逐渐恢复，SAM 整合完成 22Q1 营收同比增长。自 2019 年收购德国 SAM 铝亮饰条资产后，为了提高其运营效率，公司着手开始整合工作，并于 2020 年上半年完成项目整合，一定程度保障了 Q2 海外疫情大幅影响营收的背景下 SAM 亏损并未放大，自 Q3 开始随着海外疫情有所缓解，SAM 产能利用率环比改善，亏损幅度自 20Q2 以来呈现减亏趋势，21Q4 受一次性报废计提影响，SAM 亏损环比有所增加。德国 SAM22Q1 预计营收 2781 万欧（去年同期 3800 万欧），20Q4/21Q1/21Q2/21Q3/21Q4/22Q1 预计分别亏损 400 多万/510 万/520 万/806/2025/671 万欧。铝饰件业务的发展，将进一步强化福耀汽车玻璃的集成化能力，同时将拓展福耀的发展空间。

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 2020 年的 8.15 亿元，CAGR 达 18.05%。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%，2020 年研发费用率达 4.10%，高于远高于板硝子的 1.62% 和圣戈班的 1.13%。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。同时为了响应国家“碳中和”、“碳达峰”要求，福耀在创新产品制造上积极引入高度自动化生产线，大幅度提升产品生产效率和质量的同时，进一步降低了生产能耗。

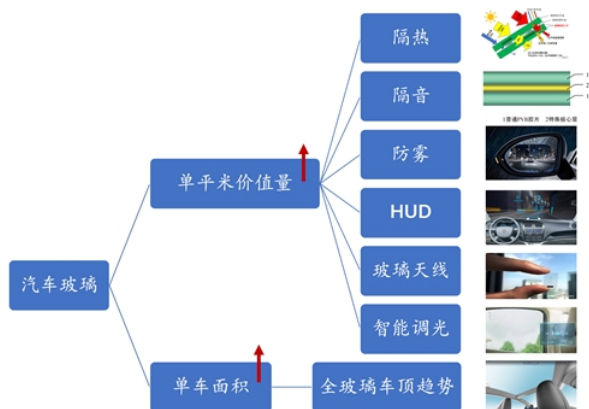
表 2：2010-2021 四家全球主流玻璃企业研发费用率对比

	FY 2010	FY 2011	FY 2012	FY 2013	FY 2014	FY 2015	FY 2016	FY 2017	FY 2018	FY 2019	FY2020	FY2021
福耀玻璃	1.82%	1.86%	2.31%	3.38%	4.01%	4.37%	4.38%	4.29%	4.39%	3.85%	4.10%	4.22%
旭硝子	3.06%	3.82%	3.96%	3.55%	3.32%	2.94%	3.06%	3.00%	3.00%	3.13%	3.29%	2.91%
板硝子	2.05%	1.39%	1.45%	1.40%	1.30%	1.31%	1.56%	1.46%	1.52%	1.53%	1.62%	1.66%
圣戈班	1.00%	1.02%	1.04%	0.99%	1.02%	1.10%	1.13%	1.10%	1.09%	1.09%	1.13%	/

资料来源：BLOOMBERG、公司公告、国信证券经济研究所整理

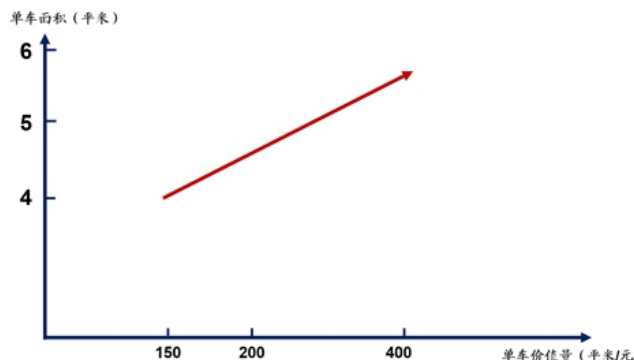
研发创新与技术引领，公司玻璃产品不断增值升级。公司持续推动汽车玻璃朝“安全舒适、节能环保、美观时尚、智能集成”方向发展，智能全景天幕玻璃、可调光玻璃、抬头显示玻璃、超隔绝玻璃、轻量化超薄玻璃、镀膜可加热玻璃等高附加值产品占比持续提升，占比较上年同期上升 3.31pct，价值得以体现。福耀汽车玻璃单平米价格由 2016 年的 152.4 元持续提升至 2021 年的 180.5 元，CAGR 为 3.44%。2021 年 9 月，福耀集团与清华大学、北京大学组建联合团队，启动数字智能制造创新项目，推进汽车玻璃智能制造的创新研发；2021 年 12 月，全球首列全景观光山地旅游列车在湖南株洲正式下线，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 11：汽车玻璃行业单车面积和单平米价值量提升路径



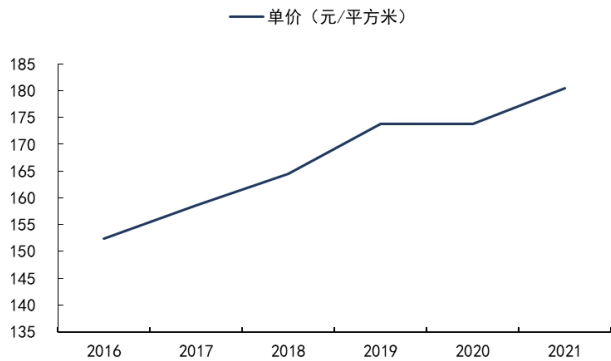
资料来源：汽车之家、国信证券经济研究所整理

图 12：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 13: 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 14: 全球首列全景观光山地旅游列车正式下线



资料来源：福耀集团微信公众号、国信证券经济研究所整理

表 3: 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℃；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、隔热、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、隔热、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；在夜间给予后排乘客视觉上的享受。	调光	天窗
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	天窗
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；可实现车身悬浮式车顶效果；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。		
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 3 月，福耀集团与清华大学联合成立智能工业互联网研究中心，使工业生产进入“数字先行”阶段，该模式将显著提升设计生产效率、降损增效、提高企业的智能制造能力。福耀持续创新，推出发光外饰系统和 ETC 前挡风玻璃等新技术，使汽车玻璃更智能，福耀 ETC 前挡风玻璃是目前唯一带着前档玻璃通过 ITCS

和中汽研认证的 ETC 产品。

图 15: 福耀与清华大学联合成立智能工业互联网研究中心



资料来源：福耀集团微信公众号、国信证券经济研究所整理

图 16: 福耀 ETC 前挡风玻璃



资料来源：福耀集团微信公众号、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）、调光玻璃为代表的應用逐渐普及，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，采用光羿的 EC 电致变色技术，实现渐变式变色调光，目前已搭载于极氪 001、广汽 AION S PLUS 等车型。

表 4: 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	已搭载车型
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
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

资料来源：公司官网、福耀集团公众号、国信证券经济研究所整理

图17: 广汽 AION S PLUS 的可调光天幕玻璃



资料来源: 埃安微信公众号、国信证券经济研究所整理

图18: 公司推出新品福耀 EC 调光天幕



资料来源: 福耀集团微信公众号、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, 上调至“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(31%市占率), 盈利能力远超全球竞争对手。2022Q1 公司营收创历史新高(65.5 亿, 同比+14.75%), 超越国内汽车行业 12pct, 人民币升值、汇兑、纯碱和海运费涨价等因素影响利润端增速表现(利润总额同比+3%), 若扣除上述因素影响, 测算利润总额约 13.7 亿, 同比增长 24%。受人民币升值、海运费和纯碱涨价的影响, 考虑会计准则调整后的可比口径公司 2022Q1 毛利率同比-1.50pct。短期维度, 2022 年预计在玻璃升级、海运及芯片缓解、市占率提升背景下公司业绩有望高速增长; 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。维持盈利预测, 预期 22-24 年利润分别 48/57/71 亿, 对应 PE 分别 17/15/12x。

前期由于俄乌冲突、汽车缺芯、疫情等因素影响, 公司股价回调幅度较大, 当前安全边际高, 前期市场对盈利的担心过度, 预计短期将会有所修复; 中期看, 疫情和供应链压力缓解后, 公司有望成为汽车板块基本面相对强势(超越行业)的品种; 长期看, ASP 提升逻辑兑现后行业成长属性凸显, 有望带来估值弹性。2023 年可比公司平均估值 21 倍, 我们更新福耀玻璃 2023 年目标估值 39-44 元(2023 年 18-20xPE), 当前股价距离目标估值仍有 37%的提升空间, 上调至“买入”评级。

表5：可比公司估值表

公司 代码	公司 名称	投资 评级	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	EPS				PE			
					2020	2021A/E	2022E	2023E	2020	2021A/E	2022E	2023E
601799.SH	星宇股份	买入	118.13	337	4.20	3.32	4.94	6.36	28.1	35.6	23.9	18.6
601689.SH	拓普集团	增持	49.00	540	0.60	0.95	1.50	1.82	81.7	51.6	32.7	26.9
603786.SH	科博达	买入	42.99	172	1.29	1.08	1.58	2.14	33.3	39.8	27.2	20.1
002050.SZ	三花智控	增持	15.46	555	0.41	0.47	0.64	0.81	37.7	32.9	24.2	19.1
	平均								45.2	40.0	27.0	21.2
600660.SH	福耀玻璃	买入	31.89	783	1.04	1.21	1.83	2.19	30.8	26.5	17.4	14.6

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）	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	8810	14327	9410	11285	12606	营业收入	19907	23603	28259	33929	40755
应收款项	4280	4511	7742	9296	11166	营业成本	12042	15129	17274	20573	24386
存货净额	3281	4327	5253	6295	7532	营业税金及附加	198	205	271	326	408
其他流动资产	1728	1512	565	679	815	销售费用	1474	1151	1413	1696	2038
流动资产合计	18560	24683	22976	27560	32124	管理费用	2077	1944	2451	2933	3514
固定资产	16615	16479	16898	17136	17242	研发费用	816	997	1130	1357	1630
无形资产及其他	1271	1235	1186	1136	1087	财务费用	494	687	61	47	32
投资性房地产	1772	2159	2159	2159	2159	投资收益	71	63	70	20	20
长期股权投资	207	229	279	329	379	资产减值及公允价值变动	30	10	(10)	(10)	(10)
资产总计	38424	44785	43497	48321	52992	其他收入	(456)	(798)	(1130)	(1357)	(1630)
短期借款及交易性金融负债	6436	7553	4000	5000	5000	营业利润	3267	3762	5718	7006	8758
应付款项	2466	3148	3502	4197	5021	营业外净收支	(157)	57	(30)	(50)	(70)
其他流动负债	3229	4017	3958	4746	5682	利润总额	3110	3819	5688	6956	8688
流动负债合计	12131	14719	11460	13942	15703	所得税费用	511	676	910	1252	1564
长期借款及应付债券	3184	2338	2338	2338	2338	少数股东损益	(2)	(3)	(5)	(6)	(7)
其他长期负债	1518	1434	1494	1554	1614	归属于母公司净利润	2601	3146	4783	5710	7131
长期负债合计	4701	3772	3832	3892	3952	现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	16833	18491	15292	17834	19655	净利润	2601	3146	4783	5710	7131
少数股东权益	(4)	(12)	(14)	(16)	(19)	资产减值准备	7	(12)	2	0	0
股东权益	21595	26306	28219	30503	33355	折旧摊销	1869	1887	1618	1800	1933
负债和股东权益总计	38424	44785	43497	48321	52992	公允价值变动损失	(30)	(10)	10	10	10
						财务费用	494	687	61	47	32
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	营运资本变动	160	(73)	(2853)	(1167)	(1422)
每股收益	1.04	1.21	1.83	2.19	2.73	其它	(7)	11	(4)	(3)	(3)
每股红利	0.88	0.87	1.10	1.31	1.64	经营活动现金流	4599	4950	3555	6351	7649
每股净资产	8.61	10.08	10.81	11.69	12.78	资本开支	0	(1678)	(2000)	(2000)	(2000)
ROIC	11%	13%	17%	22%	25%	其它投资现金流	401	454	0	0	0
ROE	12%	12%	17%	19%	21%	投资活动现金流	394	(1246)	(2050)	(2050)	(2050)
毛利率	40%	36%	39%	39%	40%	权益性融资	(376)	3579	0	0	0
EBIT Margin	17%	18%	20%	21%	22%	负债净变化	792	(846)	0	0	0
EBITDA Margin	26%	26%	26%	26%	26%	支付股利、利息	(2219)	(2278)	(2870)	(3426)	(4279)
收入增长	-6%	19%	20%	20%	20%	其它融资现金流	(1308)	4482	(3553)	1000	0
净利润增长率	-10%	21%	52%	19%	25%	融资活动现金流	(4539)	1813	(6423)	(2426)	(4279)
资产负债率	44%	41%	35%	37%	37%	现金净变动	454	5517	(4918)	1875	1321
息率	2.7%	2.7%	3.4%	4.1%	5.1%	货币资金的期初余额	8356	8810	14327	9410	11285
P/E	30.8	26.5	17.4	14.6	11.7	货币资金的期末余额	8810	14327	9410	11285	12606
P/B	3.7	3.2	2.9	2.7	2.5	企业自由现金流	0	3574	1569	4409	5711
EV/EBITDA	18.7	16.8	13.4	11.4	9.6	权益自由现金流	0	7210	(2036)	5371	5684

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