

# 福耀玻璃成长复盘及展望

——2024年汽车零部件的思考（六）

证券分析师：黄细里

执业证书编号：S0600520010001

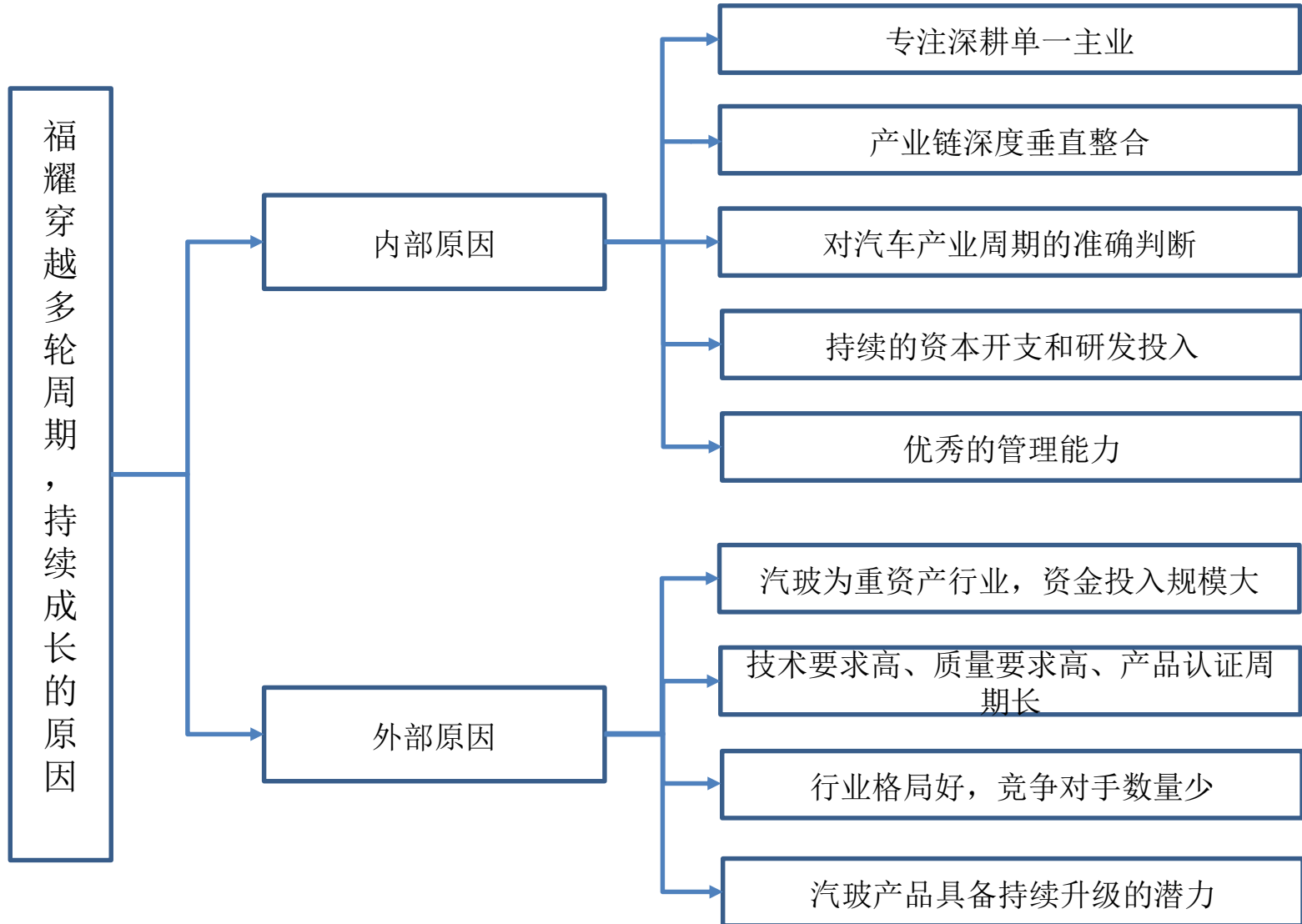
证券分析师：刘力宇

执业证书编号：S0600522050001

二零二四年九月二十五日

- **福耀玻璃——深耕主业近四十年的全球汽车玻璃龙头。**福耀是全球汽车玻璃和汽车级浮法玻璃设计、开发、制造、供应及服务一体化解决方案的领导企业。福耀作为中国汽车零部件行业单一品类布局的代表和标杆企业，我们也尝试对其持续能够持续穿越行业周期的原因进行归纳和总结。
  - ✓ **内部原因：**1、专注深耕单一主业；2、产业链深度垂直整合；3、对汽车产业周期的准确判断；4、持续的资本开支和研发投入；5、优秀的管理能力；
  - ✓ **外部原因：**1、汽玻为重资产行业，资金投入规模大；2、技术要求高、质量要求高、产品认证周期长；3、行业格局好，竞争对手数量少；4、汽玻产品具备持续升级的潜力。
- **福耀玻璃的成长复盘：轿车周期，SUV周期和新能源周期。**自1987年成立，福耀共经历了国内汽车行业发展的三轮大周期。
  - ✓ **轿车周期（2005-2011）：**中国汽车产销量快速增长，成为全球最大市场。国内汽车市场的快速扩容成为了福耀这一阶段成长的核心驱动。同时，福耀在这一阶段也完成垂直一体化布局+聚焦汽玻核心主业的蜕变。
  - ✓ **SUV周期（2012-2019）：**中国汽车行业进入低速增长阶段，但需求结构发生明显变化，SUV渗透率持续提升。这一阶段，福耀持续完善国内产能布局并同时开启了海外产能扩张，国内汽车总量低速增长+美国工厂放量成为福耀这一阶段的核心成长驱动。
  - ✓ **新能源周期（2020-2024）：**中国汽车行业总量稳中微增，新能源渗透率持续提升并伴随着自主品牌份额持续提升。这一阶段，国内汽车玻璃市场量价齐升+海外市场份额持续增长成为了福耀玻璃的核心成长驱动。
- **福耀玻璃未来展望：智能化周期（2025-2030）中，福耀全球份额+汽玻ASP仍将持续提升。**份额方面，福耀主要竞争对手当前汽玻业务均处于低盈利状态，且扩张意愿较低，未来的主要发展目标主要集中在提升盈利能力和经营效率上。福耀整体盈利能力大幅领先竞争对手，且正处于第三轮资本开支周期，随着后续新产能陆续释放，公司全球份额有望实现进一步提升。单车价值量方面，随着汽车智能化的发展和消费升级的趋势，汽车玻璃产品的功能也在持续升级的过程中，我们判断汽车玻璃单车ASP将在未来较长一段周期内实现持续提升。
  - **投资建议：**推荐全球汽车玻璃行业龙头【福耀玻璃】。
    - ✓ 1) 公司积极拓展“一片玻璃”边界，加强对智能玻璃、集成趋势的研究，持续推进铝饰件业务，提升单车配套价值量；
    - ✓ 2) 全球份额保持提升趋势，福耀有望以高质量&高性价比的竞争优势抢占海外市场竞品企业更多的份额。
  - **风险提示：**原材料及能源成本上涨超预期；海运费价格上涨超预期；业务及客户拓展不及预期。

图1：福耀持续穿越汽车行业周期实现成长的归因





- **轿车周期（2005-2011）：国内汽车行业销量高速增长带动公司发展**
- **SUV周期（2012-2019）：国内行业总量增速放缓，海外市场拓展放量**
- **新能源周期（2020-2024）：汽玻ASP加速增长+全球份额进一步提升**
- **智能化周期展望（2025-2030）：全球份额+汽玻ASP仍将进一步提升**
- **投资建议及风险提示**

## 一、轿车周期（2005-2011）：国内汽车行业销量高速增长带动公司发展

## ■ 中国汽车行业的总量在轿车周期（2005-2011年）实现大幅提升，2009年成为全球最大汽车市场。

- ✓ 2004年，中国人均GDP超过3000美金，进入到汽车快速普及阶段，行业销量增速保持在双位数；
- ✓ 2008年，受全球金融危机影响，国际汽车产业出现衰退，国内汽车产销量增速回落，当年国内汽车销量增速降至6.70%。
- ✓ 2009-2010年，受益于国家积极的财政政策以及《汽车产业调整和振兴规划》政策出台的支持，国内汽车行业销量实现高速增长。其中，2009年国内汽车销量1364.48万辆，同比增长45.46%；2010年国内汽车销量1806.19万辆，同比增长32.37%。
- ✓ 2011年，受宏观调控、购置税减免政策退出等因素的影响，国内汽车行业全年销量增速大幅回落，全年实现销量1850.51万辆，同比增速回落至2.45%。

图2：中国汽车销量自2005年以来快速增长

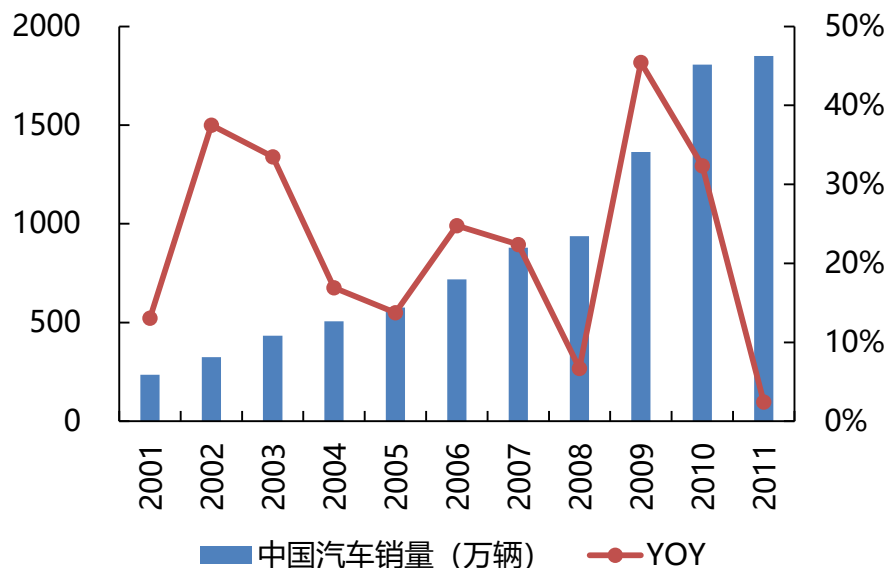
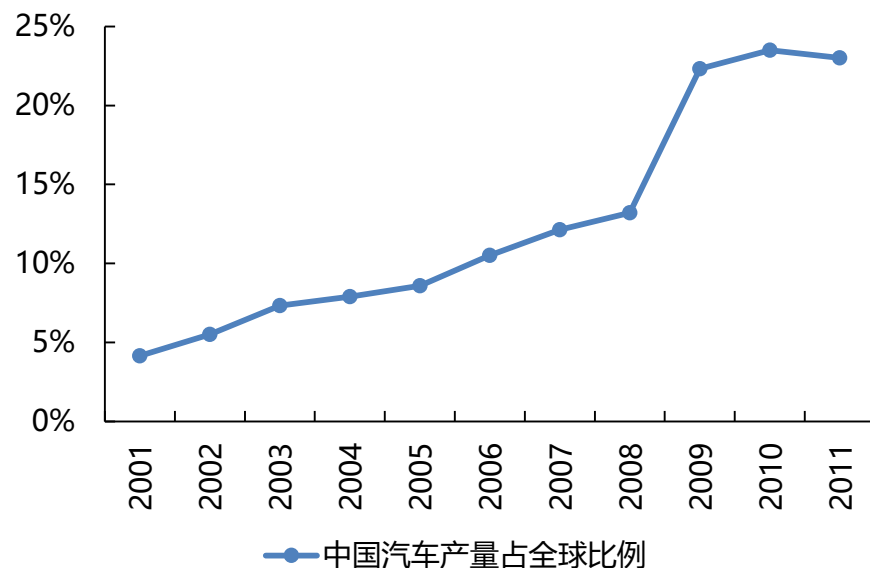


图3：中国汽车产量占全球比例持续提升



- 在国内轿车周期中，福耀玻璃营业收入保持稳定增长。福耀营业收入从2001年的9.38亿元持续增长至2011年96.89亿元，10年复合增长率为26.30%。其中，公司2008年实现营业收入57.17亿元，同比增长10.67%，增速有所下降，主要系国内汽车工业增速进一步放缓，影响国内汽玻OEM业务收入增速。
- 国内轿车周期中，福耀毛利率整体稳定，部分年份有所波动。福耀玻璃综合毛利率基本稳定在35%-40%区间，在2005年和2008年出现一定下滑。其中，2005年公司毛利率下滑主要系公司浮法玻璃产品毛利率同比下降12.98个百分点，拖累公司整体毛利率；2008年公司毛利率下降主要系重油、纯碱价格上升，推高生产成本，以及人民币升值，公司出口产品毛利率下降。

图4：福耀玻璃2001-2011年营业收入情况

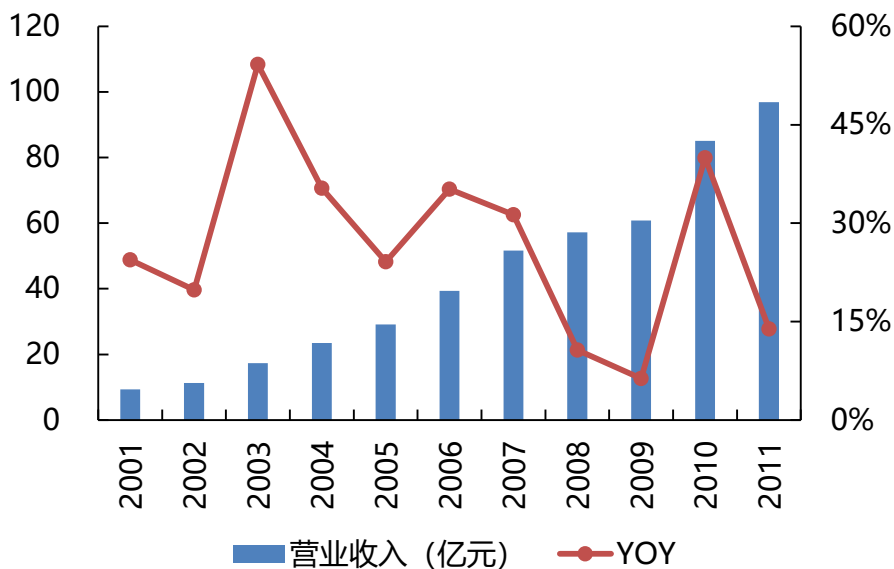
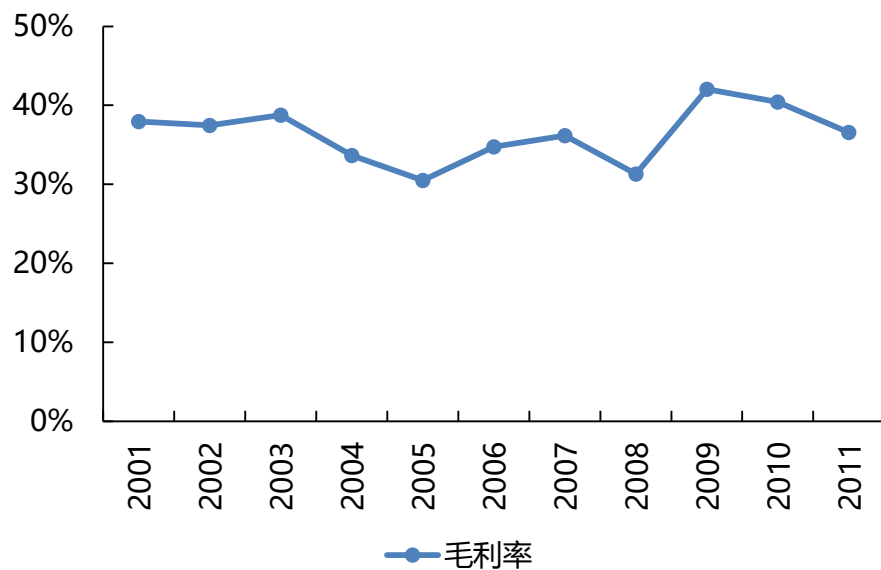


图5：福耀玻璃2001-2011年毛利率情况



- 福耀归母净利润规模在2001-2011年整体保持增长，部分年份公司归母净利润存在波动。福耀玻璃归母净利润从2001年的1.52亿元增长至2011年的15.13亿元，10年复合增长率为25.83%。其中，2008年由于浮法玻璃毛利率大幅下降+资产减值损失的影响，公司当年实现归母净利润2.46亿元，同比下降73.17%；2011年由于汽玻和浮法毛利率下滑的影响，福耀当年归母净利润为15.13亿元，同比下降15.38%。

图6：福耀玻璃2001-2011年毛利率情况

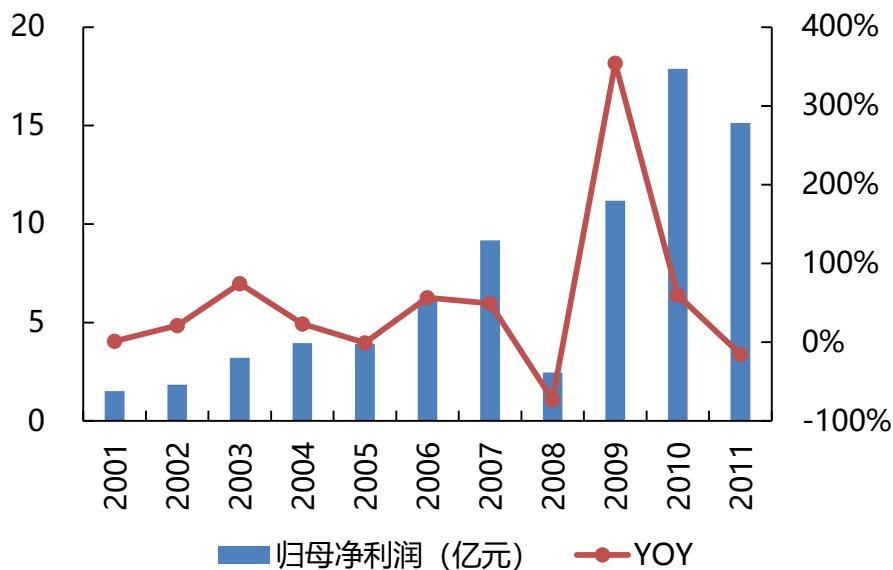
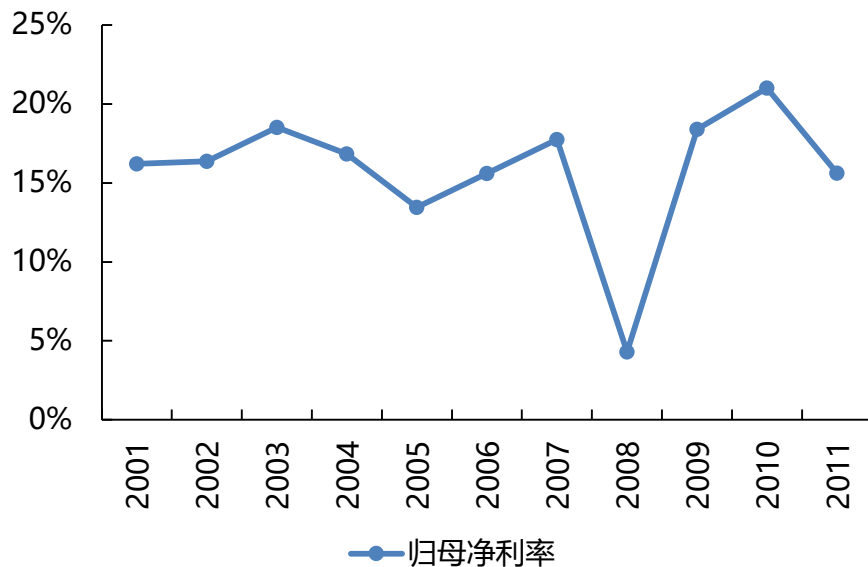


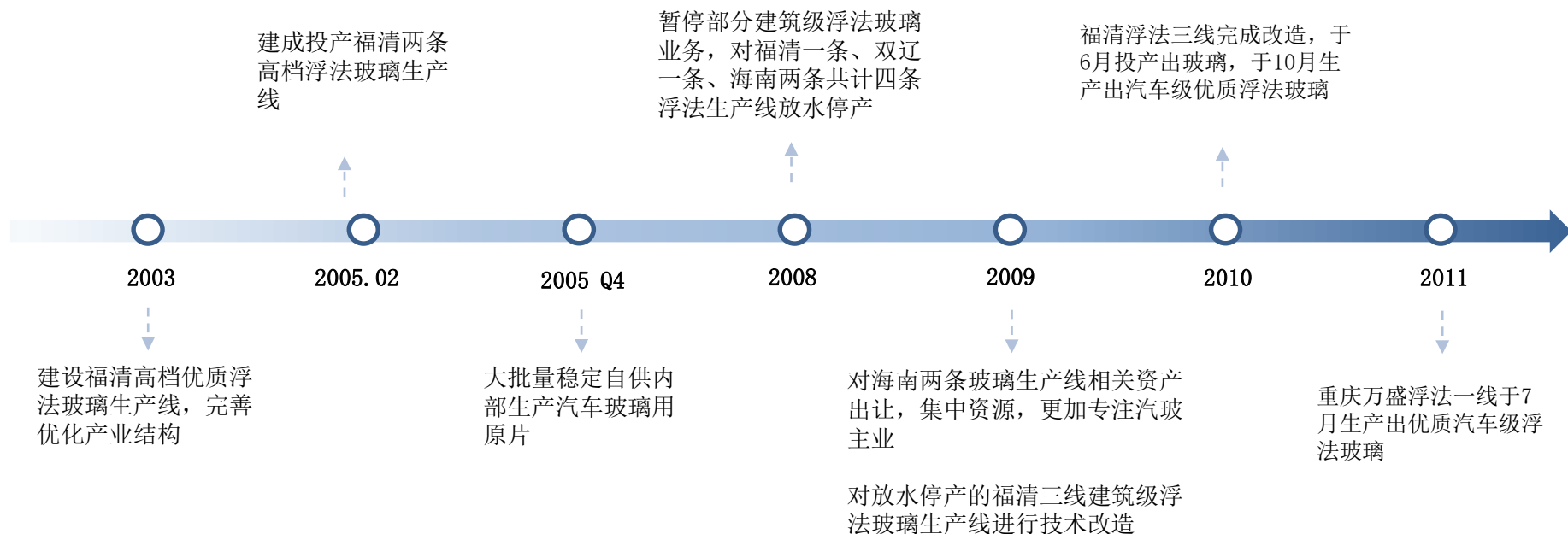
图7：福耀玻璃2001-2011年归母净利率情况





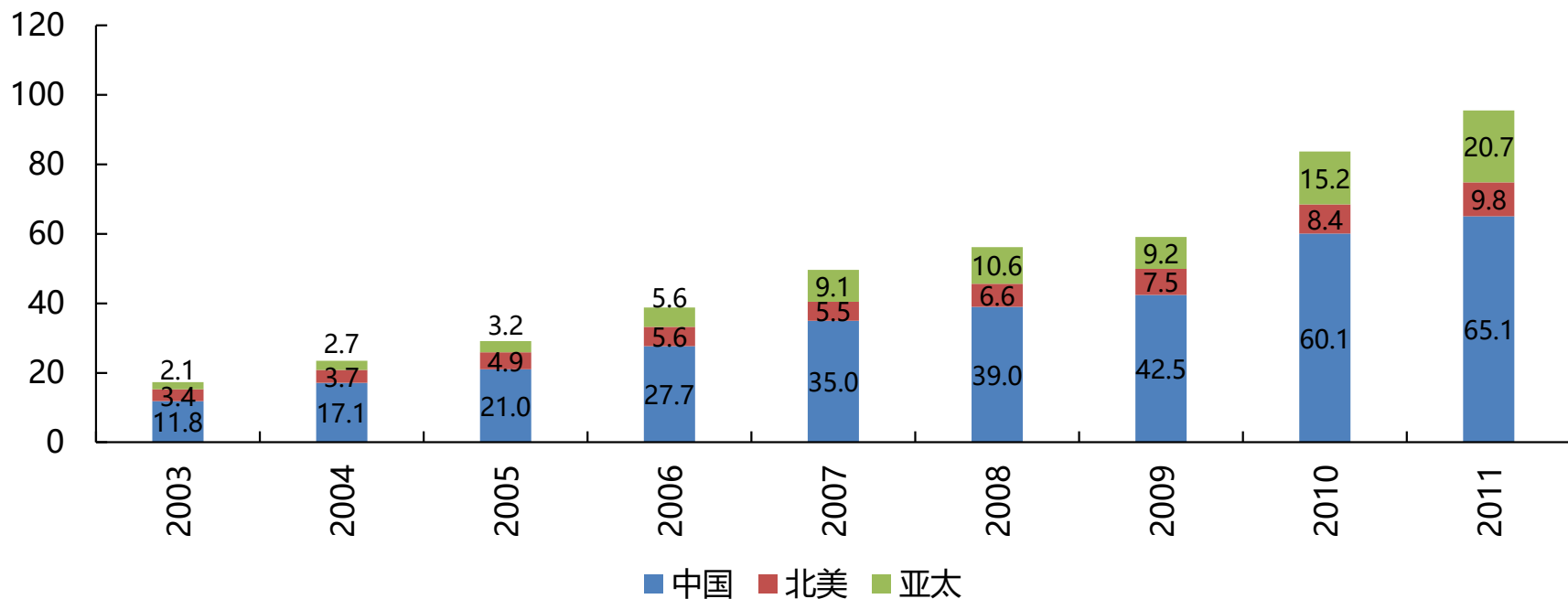
- 在国内汽车行业这一轮轿车周期（2005-2011年）中，福耀玻璃调整和完善了自身的产业布局。
- ✓ 向上延伸产业链。2003年，福耀从汽车玻璃向上进入浮法玻璃领域，建设福清高档优质浮法玻璃生产线，从而完善产业结构、降低生产成本、降低原材料采购的风险。2005年2月，两条高档浮法玻璃生产线建成；2005年第四季度，福耀实现了内部生产汽车玻璃用原片的大批量稳定自供。2010-2011年陆续完成福清浮法三线的汽车级产品改造和重庆万盛浮法一线的生产。
- ✓ 聚焦汽玻核心主业。2008年，福耀根据地域竞争格局和市场状况决定剥离建筑浮法玻璃业务，专注主业汽玻的经营发展。在2008年11-12月期间，对福清一条、双辽一条、海南两条共计四条浮法生产线放水停产，计提各项资产减值准备4.18亿元。

图8：2001-2011年福耀在产业链布局和业务结构调整方面的主要历程



- 分地区拆分本轮轿车周期中福耀的增量，国内汽车市场的快速扩容是福耀本轮成长的核心驱动。
- ✓ 福耀玻璃来自中国地区的营收从2003年的11.8亿元持续提升至2011年的65.1亿元，8年复合增长率为23.8%，同期国内汽车行业销量符合增速约为20%。
- ✓ 此外，福耀亚太区收入从2003年的2.1亿元增长至2011年的20.7亿元；北美区收入从2003年的3.4亿元提升至2011年的9.8亿元（北美地区此前遭受了反倾销调查）。

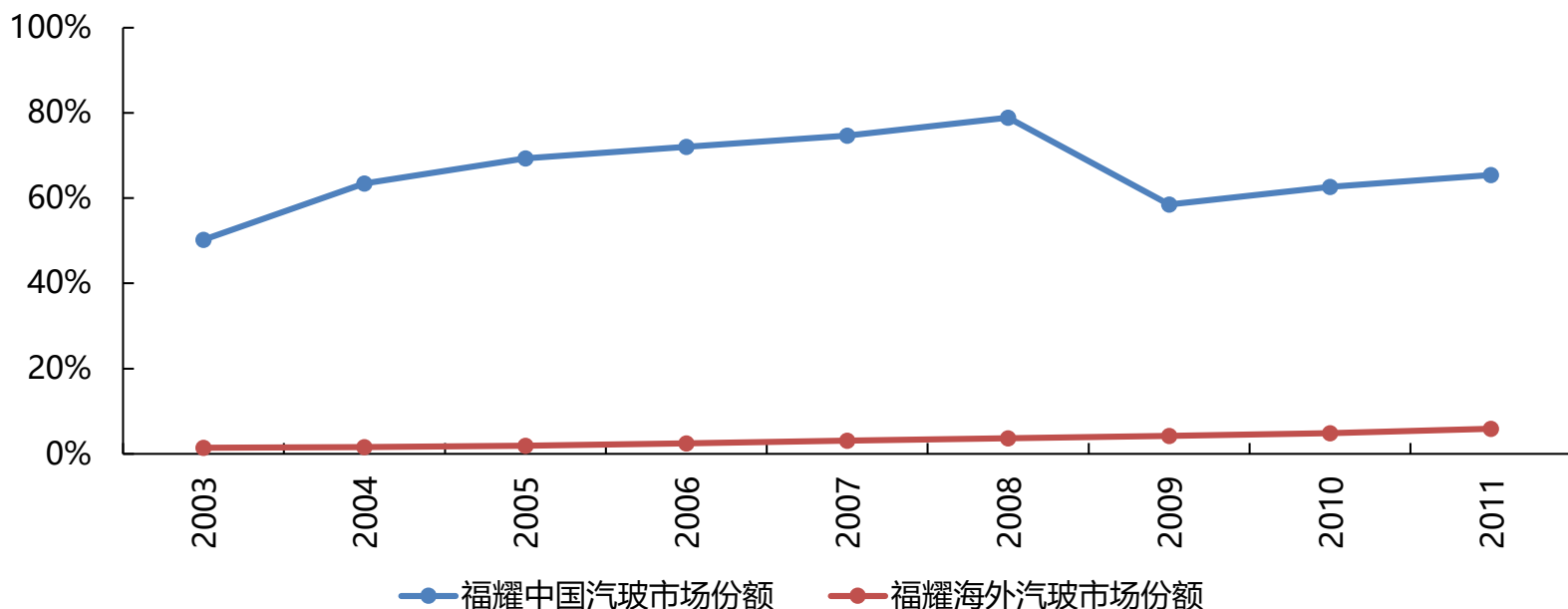
图9：福耀玻璃2003-2011年分区域营收（亿元）



## ■ 福耀汽玻国内外市占率情况：

- ✓ 在中国汽车行业发展初期，福耀在国内汽车玻璃市场就拥有较高的市场份额，并且在国内汽车行业销量快速增长的阶段持续保持着其市场份额的稳中有升。
- ✓ 2003-2011年，福耀在海外汽玻市场的市占率处于较低水平，且提升速度较慢，这一阶段福耀以出口的方式覆盖海外的AM和OEM市场。

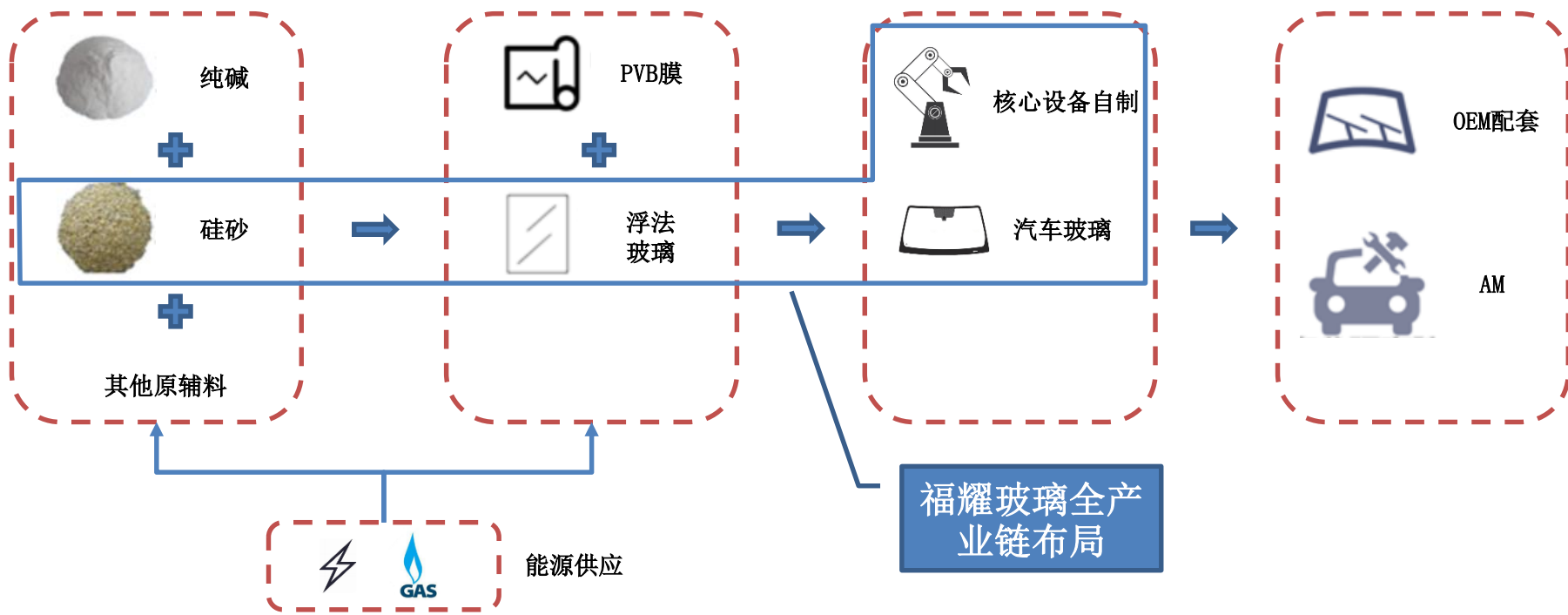
图10：福耀玻璃2003-2011年分区域市场份额测算情况



- **准确判断国内汽车行业的发展节奏和产业周期，使企业发展节奏和行业发展节奏相匹配。**
- ✓ **2001-2007年：**准确判断国内汽车行业的启动和快速发展，陆续建设长春工厂（2001年投产）、重庆工厂（2002年投产）、上海工厂（2003年投产）和广州工厂（2007年投产），持续推动产能扩张以匹配下游汽车行业销量的快速增长。
- ✓ **2008年：**受全球金融危机和汽车行业增速回落的影响，行业整体承压，公司积极应对各项不利因素的挑战，a、强化现金流，调整投资策略和资金政策，减少投资支出，加快账款回笼；b、调整业务结构，剥离建筑级浮法玻璃业务，专注汽玻主业；c、加强规范管理，强化成本控制。
- ✓ **2009-2010年：**抓住国内汽车行业高速增长和国际汽车工业恢复增长的契机，在国内和国际两个市场持续发力。
- ✓ **2011年：**受国家宏观调控、汽车消费鼓励政策退出、部分城市出台限购政策等因素的影响，国内汽车行业增速大幅回落。公司加强营销力度，保证收入增长；强化成本控制，加强管理，保证盈利水平；调整投资节奏和产能释放周期，将重庆浮法二线（原计划2011年10月点火）和郑州工厂（原计划2012年初投产）分别调整至2012年4月点火和2012年年底投产。

- **专注单一汽玻核心主业，产业链深度垂直一体化整合，建立强大的业务护城河。**
- ✓ **浮法玻璃自制：**福耀于2003年向上延伸产业链，拓展浮法玻璃项目，玻璃原片实现自给自足；
- ✓ **布局硅砂：**公司进一步向上延伸，布局矿砂资源，能有效控制最上游原材料的供应价格；
- ✓ **自主研发独特生产设备：**福耀自行研发汽车玻璃专用成型设备，可进行小批量多品种生产；且通过自制生产设备可有效降低投资成本。

图11：福耀玻璃的全产业链一体化布局



## 二、SUV周期（2012-2019）：国内行业总量增速放缓，海外市场拓展放量

- 2012-2019年中国汽车行业总量复合增速较低，且2018-2019年出现连续两年负增长。从数据来看，国内汽车行业销量从2012年的1930.64万辆增长至2019年的2576.87万辆，7年复合增长率为4.21%，可见这一阶段国内汽车总量增速相比轿车周期已经明显回落。
- 乘用车需求结构发生变化，轿车需求总量基本稳定，SUV销量占比持续提升。在国内汽车市场SUV周期中，乘用车的需求结构发生明显变化。其中，轿车行业销量整体保持稳定，2012-2019年基本保持在1000万-1200万区间波动；而SUV行业销量从2012年的200.04万辆持续提升至2019年的947.32万辆，7年复合增速为24.88%，显著高于同期的汽车行业整体销量增速。与此同时，SUV在乘用车中的销量占比也从2012年的14.66%提升至2019年的44.88%。

图12：2012-2019年中国汽车行业销量情况

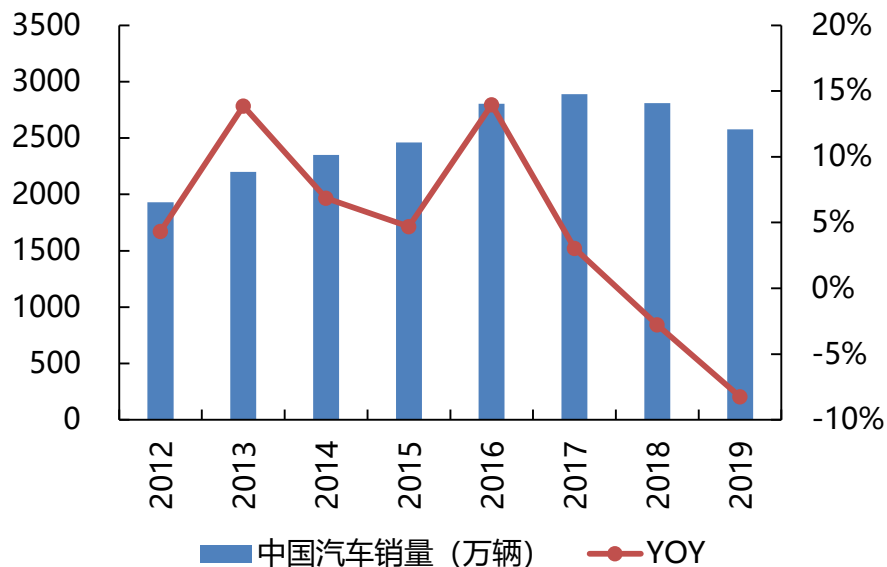
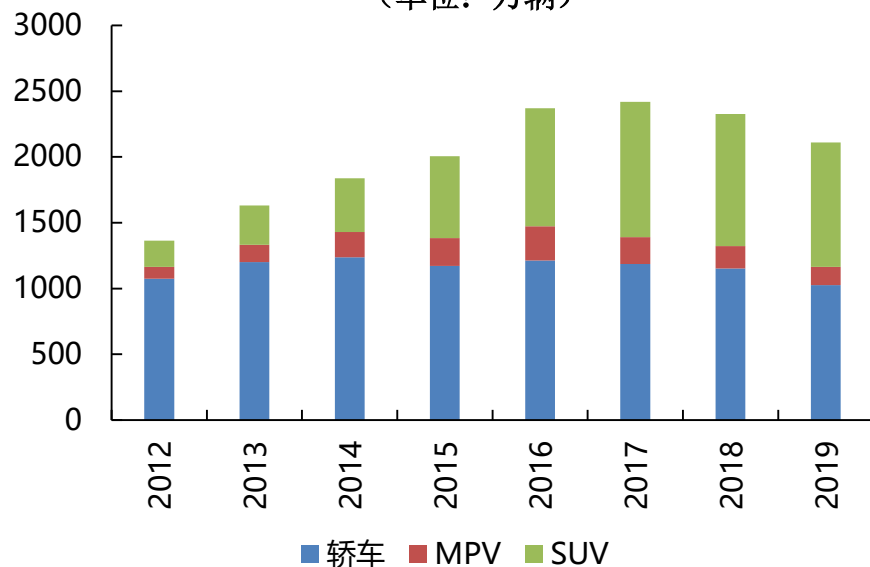


图13：2012-2019年中国乘用车行业分类型销量（单位：万辆）



- 国内SUV周期阶段，福耀玻璃营业收入保持稳定持续增长。福耀玻璃营业收入从2012年的102.47亿元持续增长至2019年的211.04亿元，7年复合增长率为10.87%，复合增速高于国内汽车行业。
- 2012-2018年福耀毛利率水平整体稳定，2019年受多项因素影响有所下滑。2012-2018年，公司毛利率水平整体稳定在【41%-43%】的区间。2019年，福耀综合毛利率下降至37.46%，主要系：1、汽车饰件处于整合期，拉低公司整体毛利率；2、外销浮法玻璃毛利率下降；3、国内汽车行业销量负增长，导致公司国内汽车玻璃销售收入下降进而折旧、摊销占收入比例增加影响毛利率。

图14：2012-2019年福耀玻璃营业收入情况

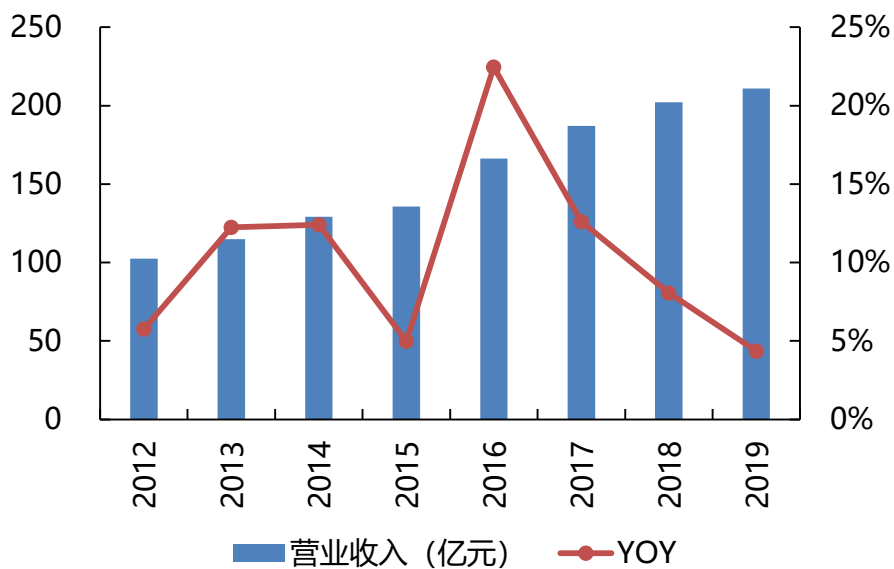
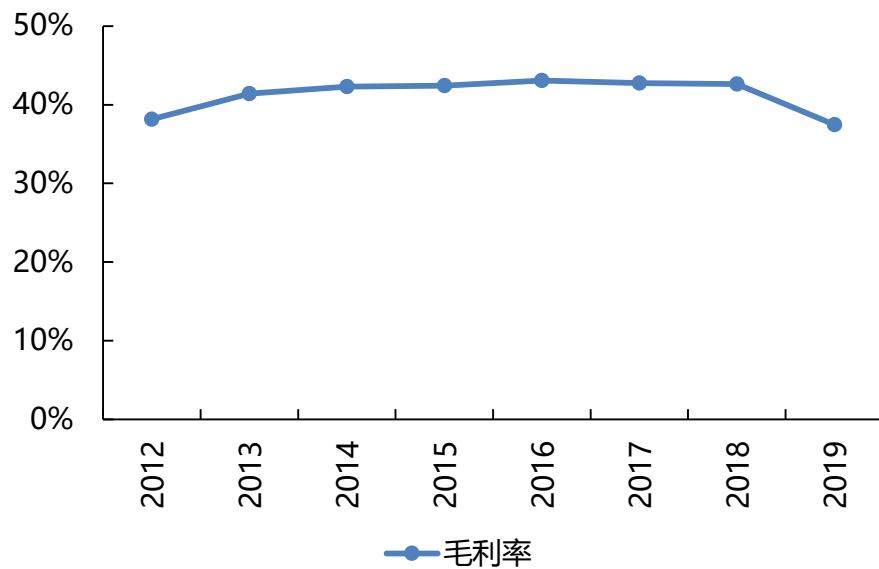


图15：2012-2019年福耀玻璃毛利率情况





## ■ 2012-2018年福耀归母净利润保持稳定增长，2019年受多项因素影响出现下滑。

- ✓ 公司归母净利润从2012年的15.25亿元增长至2018年的41.20亿元。
- ✓ 2019年，公司归母净利润为28.98亿元，同比下降约30%，主要系多方面因素影响：1、2018年出售北京福通确认投资收益6.64亿元；2、德国FYSAM当期整合亏损；3、汇兑收益相比2018年有所下降；4、福耀伊利诺伊违反独家经销协议支付赔偿等。若扣除上述不可比因素，福耀2019年利润总额同比下降约7.4%。

图16：2012-2019年福耀玻璃归母净利润情况

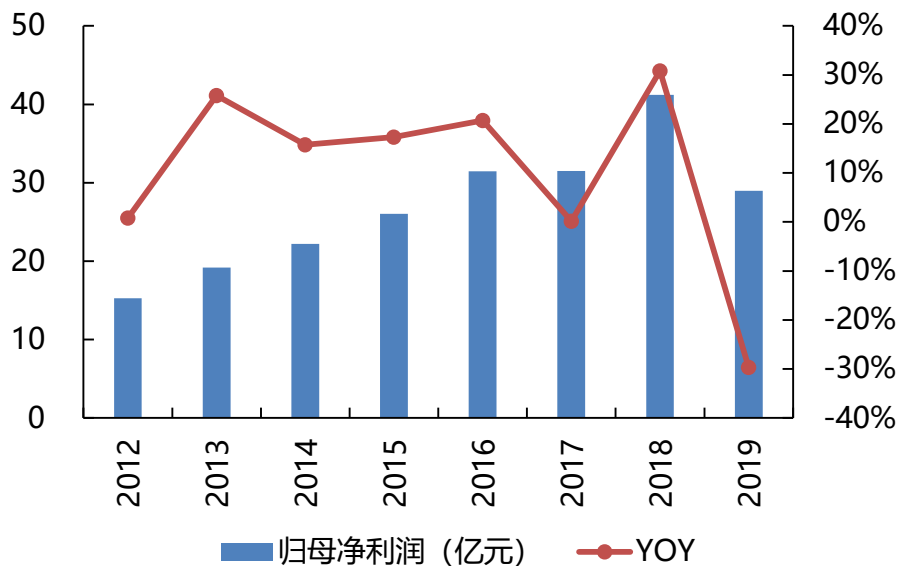
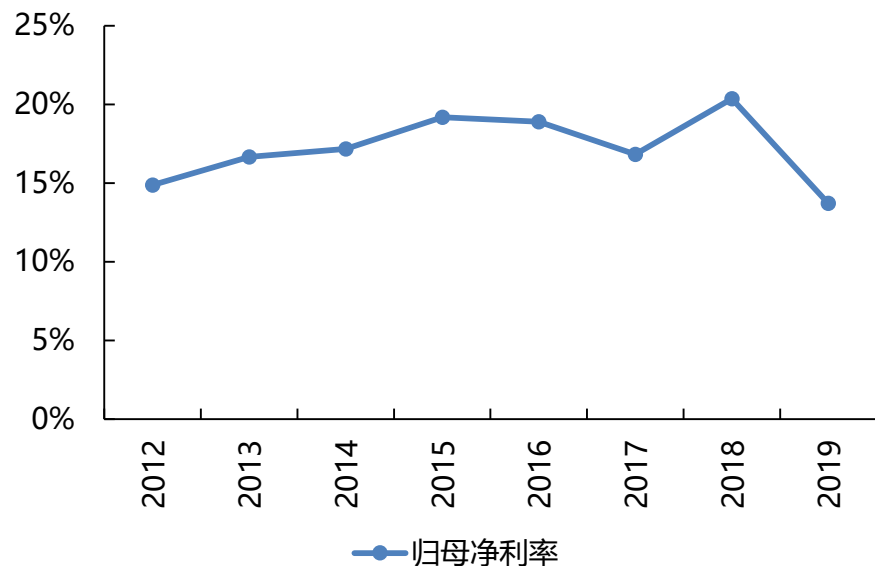


图17：2012-2019年福耀玻璃归母净利率情况



- **2012-2019年，国内汽车行业进入到低速增长阶段，福耀开启了新一轮海外资本开支和产能扩张。**
- ✓ **第一阶段（2011年及之前，国内生产、出口海外）：**这一阶段福耀主要是利用国内较低的生产成本，通过国内生产、出口海外的方式拓展海外市场，这一阶段主要实现的是销售的全球化；
- ✓ **第二阶段（2012年及之后，海外产能建设+海外本土配套）：**开启海外工厂建设，海外产能陆续释放，海外生产本地化配套的收入占比持续提升。

表1：福耀玻璃海外市场发展历程

时间	事件	海外发展阶段划分
1989	福耀开始向香港配件市场出口汽车玻璃	
1991	福耀向加拿大TCG出口汽车玻璃，代表着公司业务拓展至海外发达国家配件市场	
1994	福耀在美国南卡罗来纳州成立美国绿榕，负责北美市场的汽车玻璃销售，开启海外扩张	
2002	福耀在加拿大赢得汽车玻璃反倾销案；福耀与现代签订了第一份配套汽车玻璃销售协议	
2004	福耀在美国南卡罗来纳州成立福耀北美玻璃工业有限公司	
2005	福耀与德国奥迪签订汽车玻璃配套供货协议	国内生产，出口海外
2007	福耀组建福耀欧洲玻璃工业有限公司，为欧洲配套客户提供销售和客户支援服务；福耀组建福耀韩国玻璃工业有限公司，为韩国配套客户提供销售和客户支援服务	
2008	福耀组建福耀日本株式会社，为日本配套客户提供销售和客户支援服务	
2010	福耀收购福耀玻璃配套北美有限公司全部股权	
2011	福耀与俄罗斯卡卢加州政府签署汽车玻璃生产项目投资协议 福耀俄罗斯汽车玻璃生产基地一期建成投产	
2013	公司拟在美国俄亥俄州独资组建“福耀玻璃美国有限公司”，投资2亿美元建设汽车安全玻璃项目，形成年产300万套汽车安全玻璃的生产规模	
2014	7月，公司拟对福耀美国增加投资20,000万美元，并由福耀美国在美国伊利诺伊州独资设立子公司“福耀玻璃伊利诺伊有限公司”，由该子公司投资20,000万美元建设浮法玻璃项目	开启海外工厂建设，海外生产本地化配套的收入占比持续提升
2015	芒山浮法第一条线投产	
2016	俄亥俄汽玻工厂投产；芒山浮法第二条线投产；3月，公司拟对福耀美国增加投资20,000万美元，最终形成年产2,200万平方米（不含包边厂108万平方米）汽车安全玻璃的生产规模。	
2017	俄亥俄汽玻550万套和芒山浮法两条产线均完成建设	

- 国内汽车总量低速增长+汽玻出口业务增长，福耀在国内SUV周期阶段进一步扩建国内产能，完善国内工厂布局。福耀在2012-2019年陆续投资建设郑州福耀（2013年投产）、福耀沈阳（2015年投产）、福耀天津（2017年投产）、福耀苏州（2020年投产），提升国内汽玻产能。与此同时，福耀也在同步扩建国内浮法玻璃产能。
- 2019年，福耀并购德国SAM；同时在国内收购江苏饰件，成立通辽精铝，完善铝饰件的产业链布局。进入铝饰件领域进一步提升了福耀汽车玻璃的集成化供货能力，提升了公司整体单车配套价值量。

表2：2012-2019年福耀玻璃国内产能新增情况

汽车玻璃基地	投产时间	辐射客户	汽玻理论折算产能（万套/年）
郑州福耀	2013年	郑州日产、宇通客车、奇瑞汽车	300
福耀沈阳	2015年	一汽系、华晨系等	200
福耀天津	2017年	一汽丰田、北京奔驰、长城汽车等	450
福耀苏州	2020年	长城汽车、特斯拉等	400
汽车级浮法玻璃基地	投产时间	辐射范围	浮法产线数量（条）
通辽浮法	2014（从建筑级升级改造为汽车级）	长春、北京、郑州等汽车玻璃基地	2
重庆浮法	2012	重庆、湖北等汽车玻璃基地	2
本溪浮法	2018	沈阳、长春、天津等地汽车玻璃生产基地	2

- 国内汽车行业总量提升+福耀国内份额稳定，推动福耀国内营收稳定增长。福耀国内营收从2012年的67.4亿元持续提升至2019年的105.8亿元，7年复合增长率为6.65%（基本与下游行业总量增速相匹配）。其中，2018-2019年由于国内汽车行业总量连续下滑，福耀国内市场营收2019年出现同比下降。
- 福耀美国工厂自2016年投产后营收持续增长，海外本土配套占比快速提升。福耀美国工厂投产后，营业收入从2016年的7.21亿元持续增长至2019年的39.07亿元，三年复合增长率高达75.65%。对应的美国工厂营收在福耀总营收中的占比从2016年的4.34%提升至2019年的18.52%；美国工厂营收占福耀整体海外营收的比例从2016年的12.85%提升至2018年的41.05%。

图18：2012-2019年福耀分地区主营业务收入情况

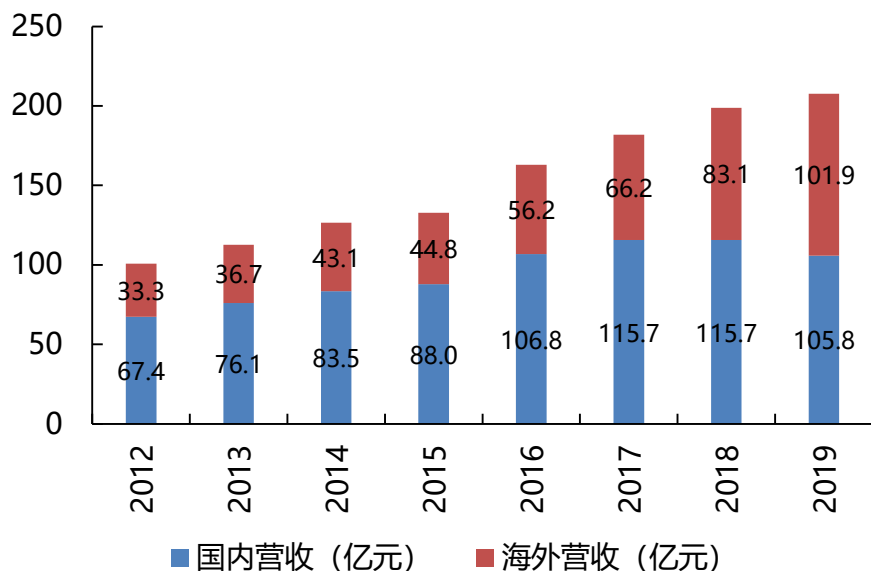
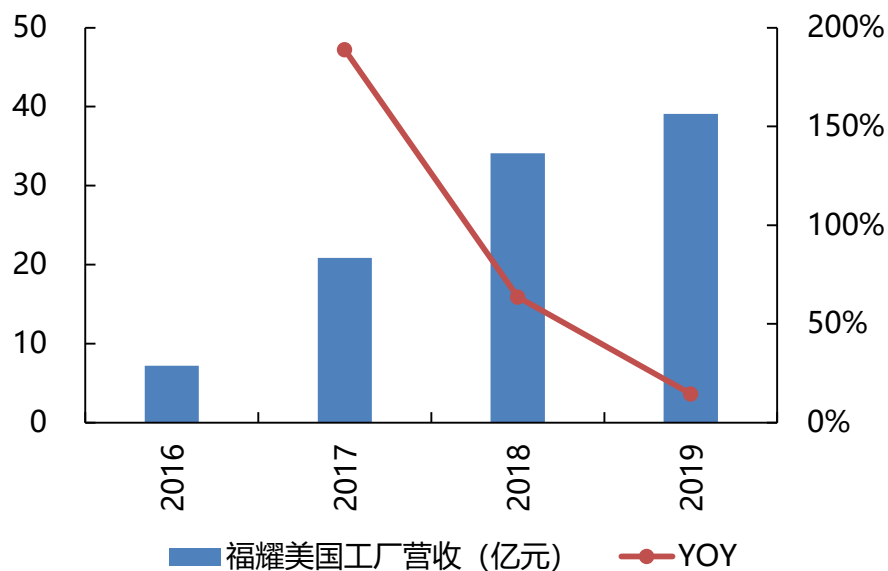


图19：2016-2019年福耀美国工厂营业收入情况



## ■ 分国内和国外两大区域看福耀市场份额的变化情况。

- ✓ 2012-2019年福耀国内汽玻市场份额整体稳定。在国内汽车行业SUV周期中，福耀在国内市场的市占率基本稳定在60%-65%区间。
- ✓ 2012-2019年福耀海外汽玻市场份额持续提升。受益于福耀美国工厂的持续放量，福耀海外市场的市场份额从2016年开始加速提升，从2015年的7.5%快速提升至2019年的15.6%。

图20：2012-2019年福耀汽玻中国市场市占率测算情况

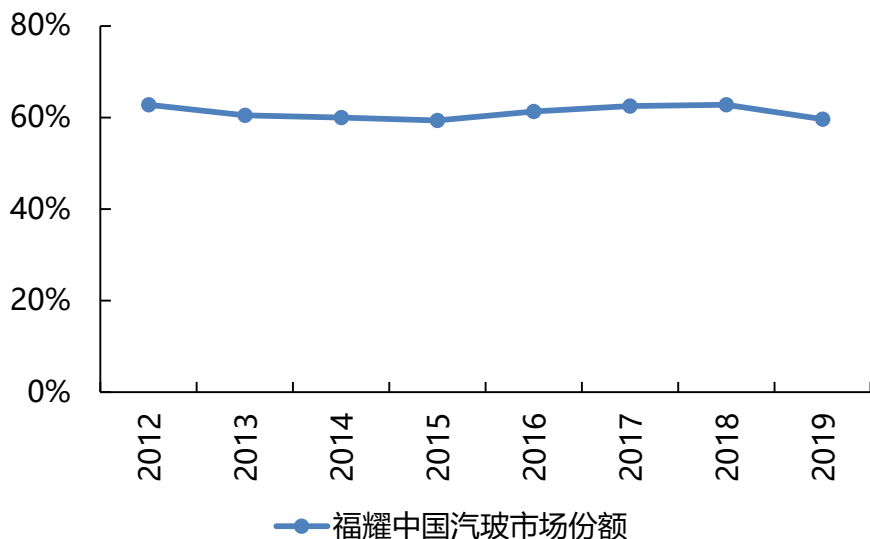
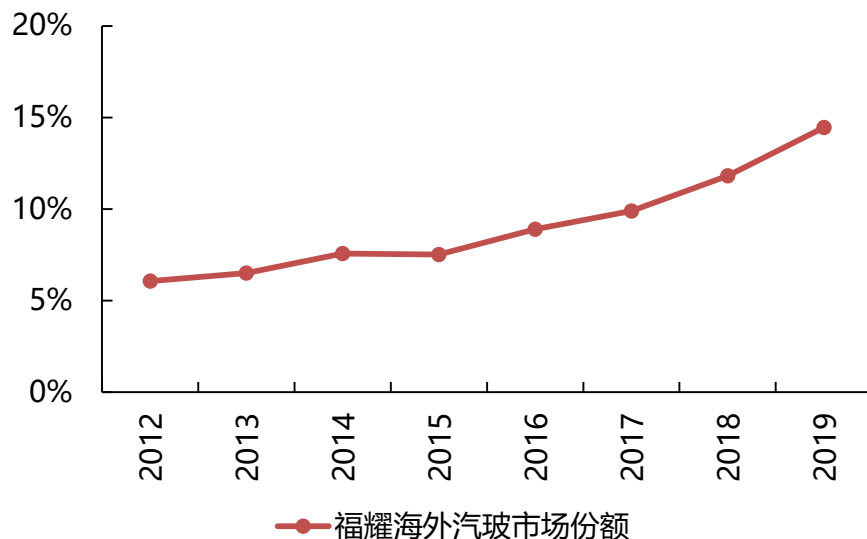
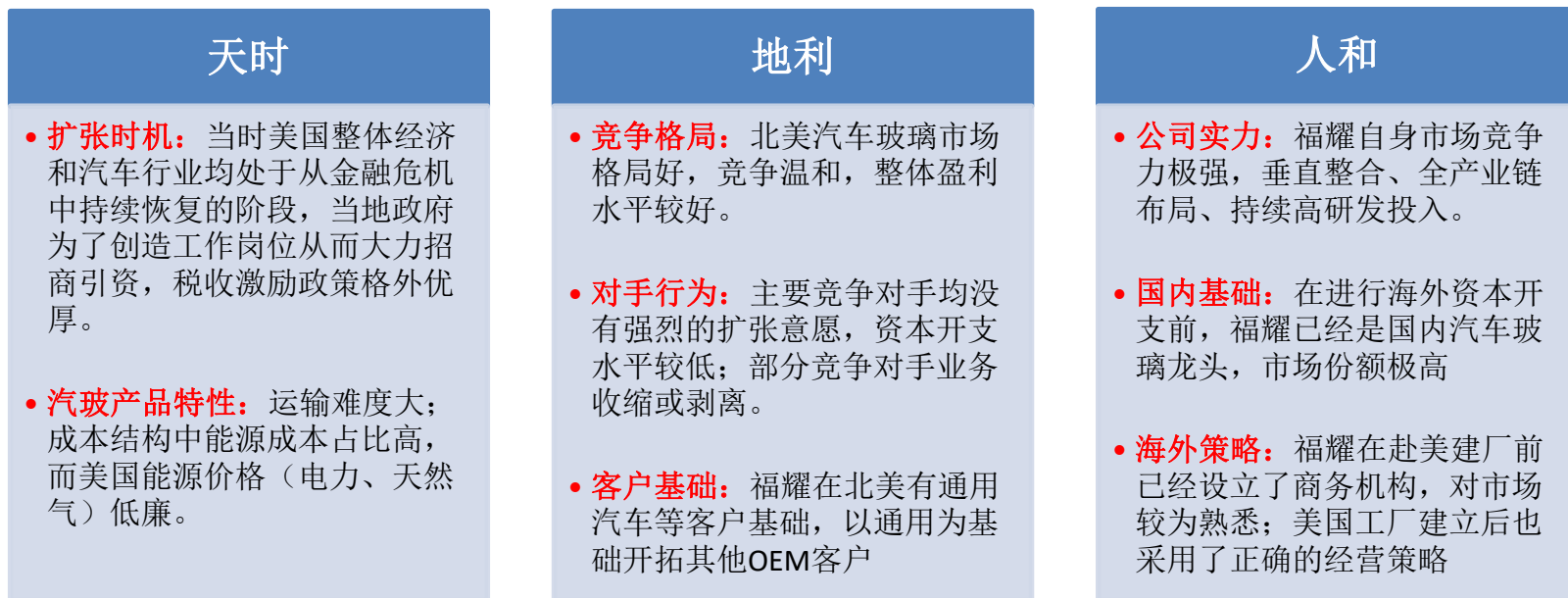


图21：2012-2019年福耀汽玻海外市场市占率测算情况



- 在稳居国内汽车玻璃行业龙头的同时，福耀坚定推行全球化和国际化战略，推动全球市场份额持续提升。
- ✓ 福耀选择了一个非常好的海外扩张时机：1、北美正从2008年金融危机中逐渐复苏，对制造业投资有着非常好的优惠政策；2、竞争对手扩张意愿较低，竞争格局温和；3、与通用的合作提供了北美扩张的客户基础；4、福耀当时已经成为了国内汽玻龙头，公司各方面能力已经达到较高水平。
- ✓ 福耀在北美采取了正确的经营策略：解决美国工人的散漫和效率低下，核心是企业要融入美国，要融入美国本土文化。走出自身的文化舒适圈，深耕目的地市场的本土文化是跨国企业的核心。

图22：三大因素助力福耀实现海外市场拓展



### 三、新能源周期（2020-2026）：汽玻ASP加速增长+全球份额进一步提升

- 2020-2023年国内汽车行业总量整体呈低速增长状态。国内汽车行业销量从2020年的2531.11万辆增长至2023年的3009.37万辆，复合增长率为5.94%。
- 汽车行业销量结构发生较大变化。
- ✓ 新能源渗透率持续提升。国内新能源汽车行业销量从2019年的120.60万辆快速提升至2023年的949.52万辆，复合增长率高达67.51%。对应的新能源汽车渗透率也从2019年的4.68%快速提升至2023年的31.55%。
- ✓ 自主品牌乘用车市场份额提升。国内乘用车市场中的自主品牌市占率从2020年的37.35%提升至2023年的56.43%。

图23：2020-2023年中国汽车行业销量情况

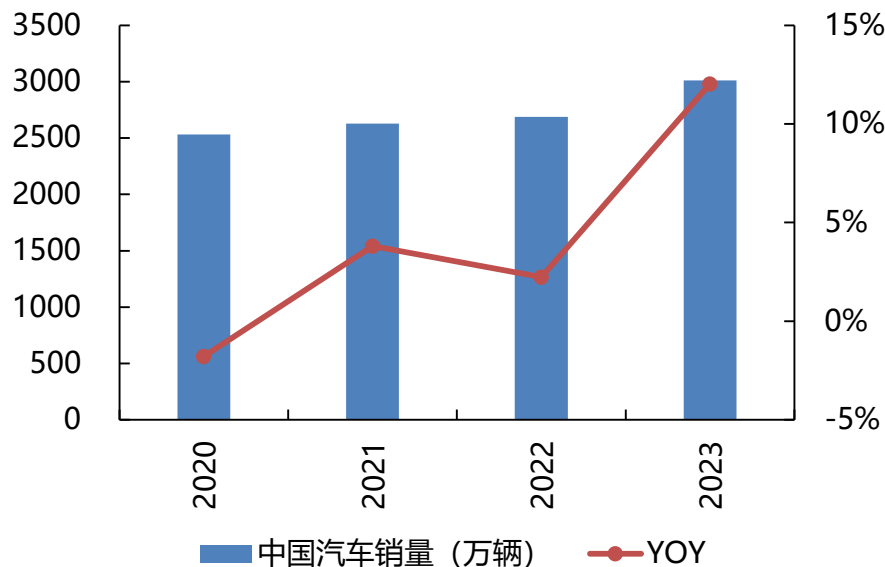
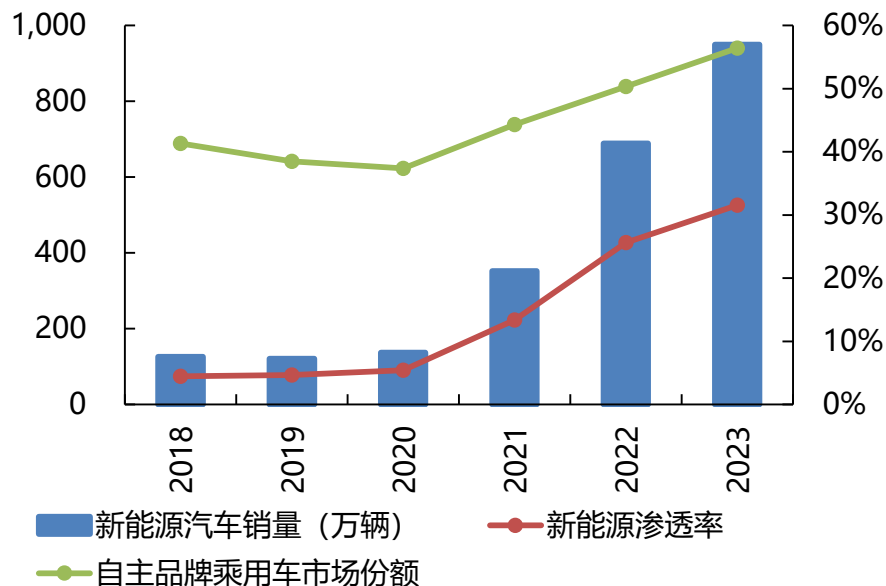


图24：2020年以来国内新能源汽车销量及渗透率，自主品牌份额均持续提升





- **福耀营收规模实现持续增长。**公司营业收入从2020年的199.07亿元持续增长至2023年的331.61亿元，3年复合增长率为18.54%。
- **公司综合毛利率水平整体保持稳定。**2021年，由于会计准则的调整，公司当年毛利率为35.90%，同比下降3.61个百分点；若还原会计准则变化的影响，2021年公司毛利率同比微降0.60个百分点，主要系海运费和纯碱价格上涨的影响。

图25：福耀玻璃2020-2023年营业收入情况

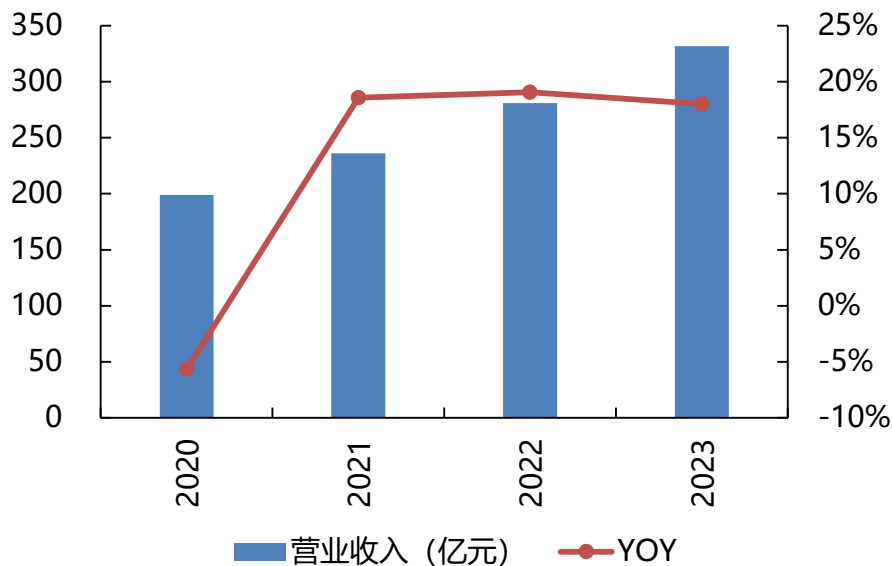
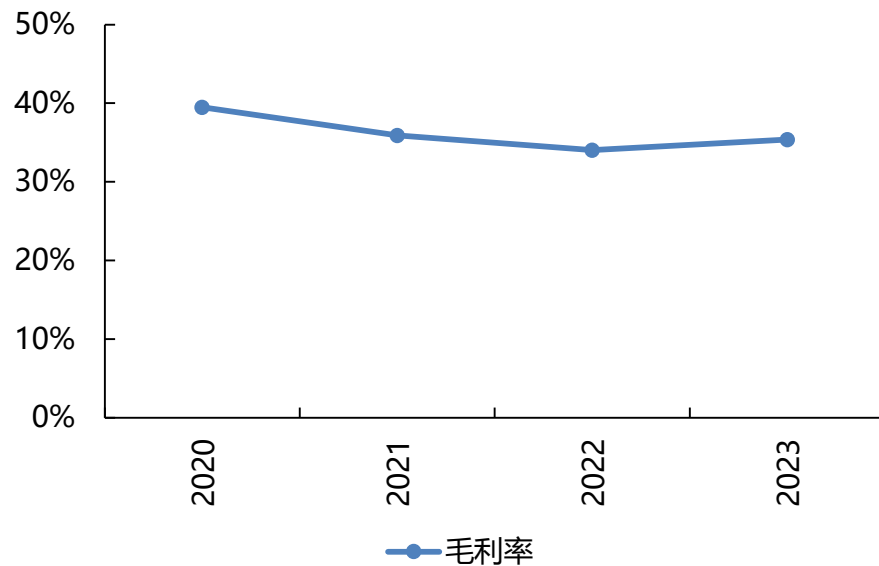


图26：福耀玻璃2020-2023年毛利率情况



- **新能源周期中福耀归母净利润持续增长。**福耀归母净利润从2020年的26.01亿元持续增长至2023年的56.29亿元，3年复合增长率为29.35%。
- ✓ 其中，2022年公司实现归母净利润47.56亿元，同比增长51.18%，若扣除汇兑及资产减值等不可比因素的影响（2022年公司汇兑收益10.45亿元，上年同期为汇兑亏损5.28亿元；2022年FYSAM汽车饰件计提长期资产减值准备1.06亿元），公司2022年利润总额同比增长6.73%。

图27：福耀玻璃2020-2023年归母净利润情况

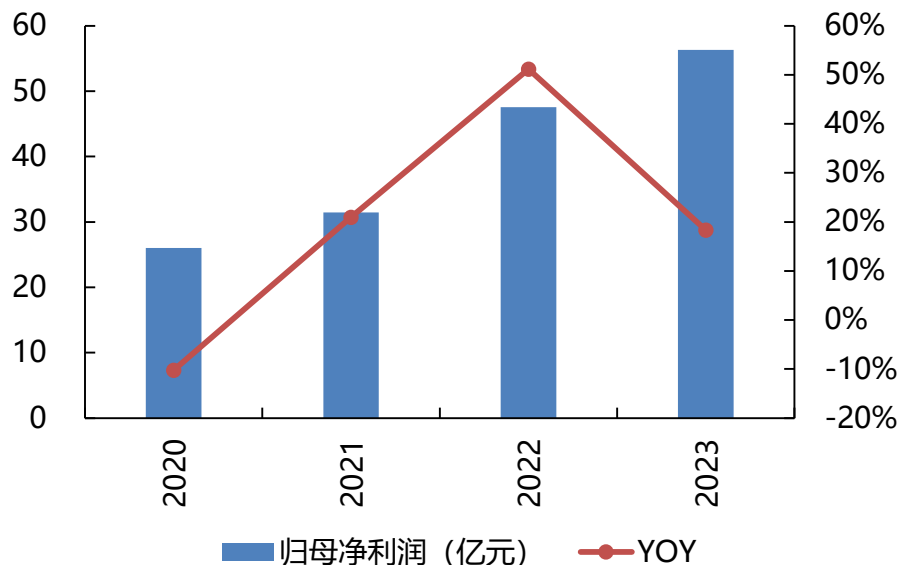
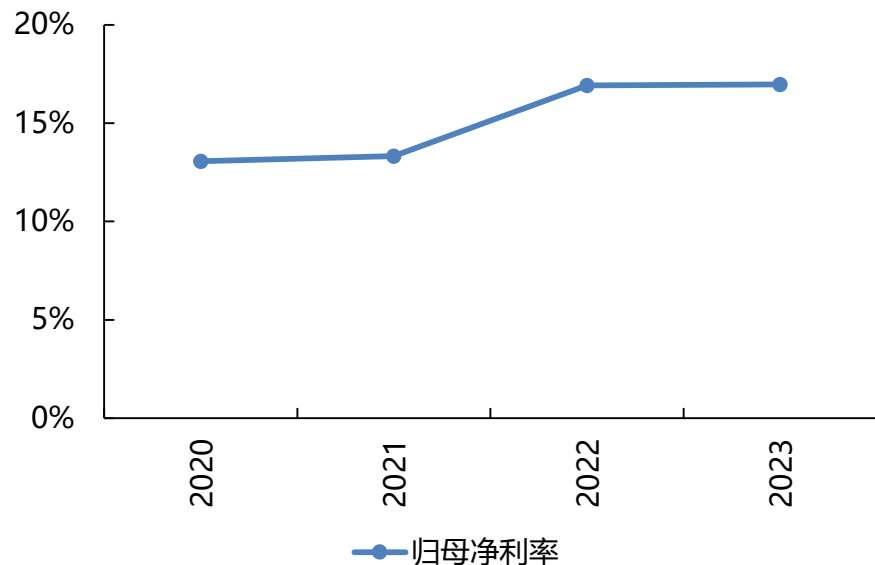


图28：福耀玻璃2020-2023年归母净利率情况



## 国内汽玻市场：行业总量、市场份额及ASP均持续提升。

- 国内汽车行业总量从2020年的2531.11万辆增长至2023年的3009.37万辆，复合增长率为5.94%。
- 福耀汽玻在国内的市场份额从2019年的约60%持续提升至2023年的73%。
- 随着国内新能源汽车渗透率持续提升，汽车玻璃产品持续升级，全景天幕、HUD前挡、双层边窗等产品渗透率持续提升，推动汽车玻璃ASP持续提升。公司汽玻单平米价格从2019年的174元提升至2023年的213元。

图29：2019-2023年福耀国内市场份额测算情况

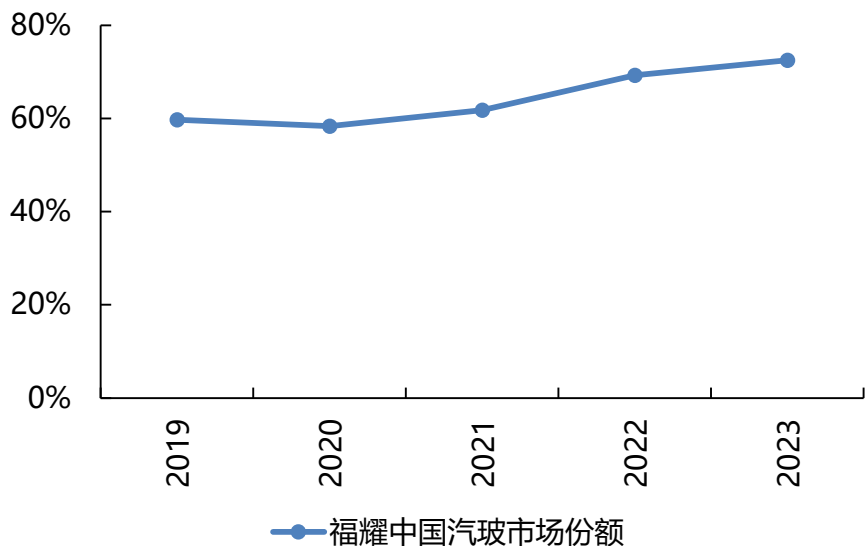
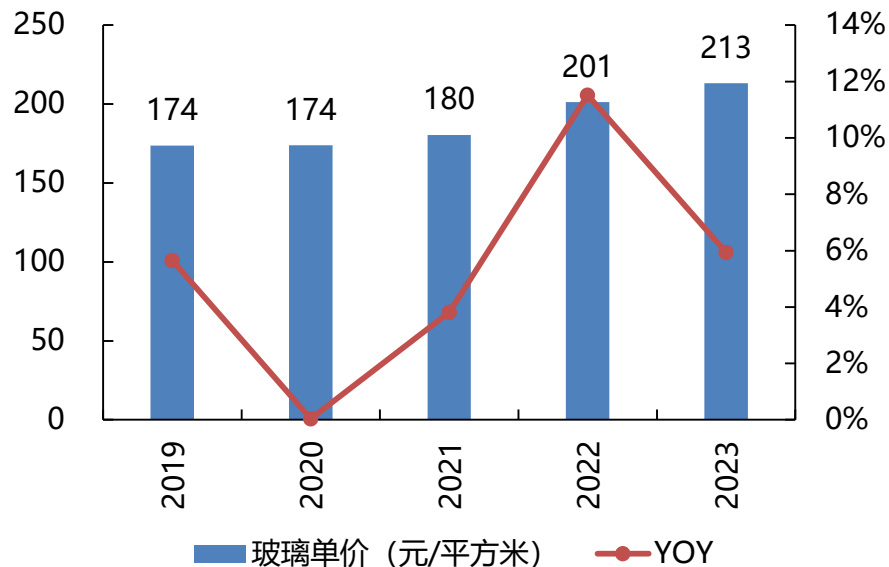


图30：2019-2023年福耀汽玻单平米价格情况



## ■ 海外汽玻市场：福耀市场份额持续提升。

- ✓ 美国汽玻工厂产量和营收持续爬坡。2020年福耀美国工厂实现营收32.54亿元，同比下降16.72%，主要系全球公共卫生事件的影响；2021-2023年，福耀美国工厂营收持续增长，从2020年的32.54亿元增长至2023年的55.70亿元。
- ✓ 福耀海外汽玻份额持续提升。随着福耀美国工厂产量持续爬坡以及福耀加大对欧洲出口力度，福耀汽玻在海外市场的市占率从2019年的15.6%提升至2023年的21.0%。

图31：2019-2023年福耀美国工厂营收及YOY

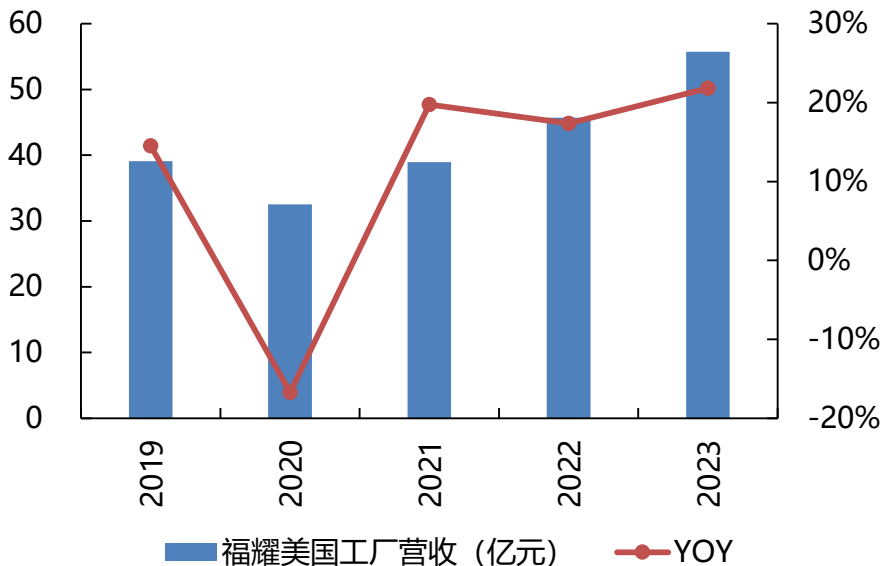
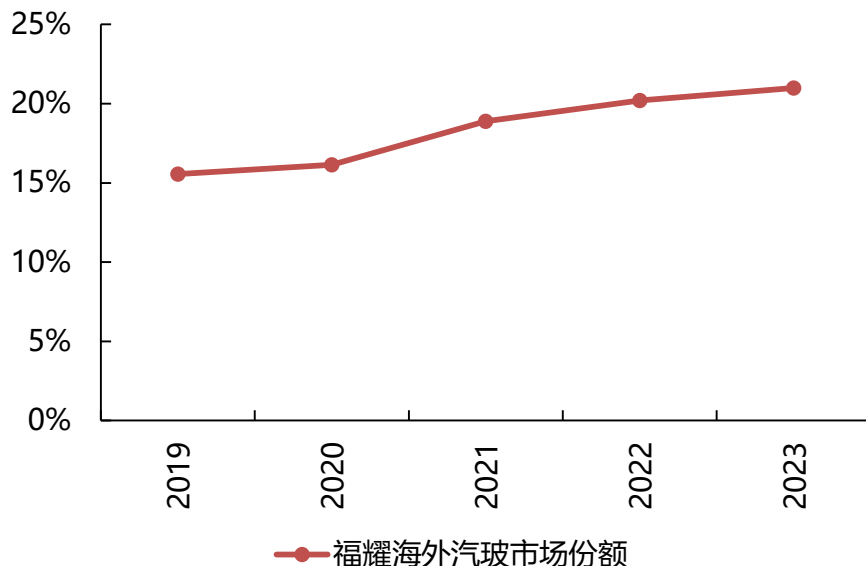


图32：2019-2023年福耀海外汽玻市场份额测算情况



- **加快布局高附加值产品，顺应汽玻产品升级趋势。**随着汽车消费升级和产品技术进步，高附加值的汽车玻璃需求持续提升。福耀依托清晰的产品战略研发路线持续创新，从“安全舒适、节能环保、造型美观、智能集成”四个维度开展新技术新产品研发，提升产品附加值。
- **公司高附加值产品销售占比持续提升。**近年来，智能全景天幕、可调光玻璃、HUD玻璃、超隔绝玻璃、镀膜可加热玻璃、钢化夹层玻璃等高附加值产品在福耀汽玻营收中的占比加速提升。

图33：福耀高附加值汽车玻璃产品情况

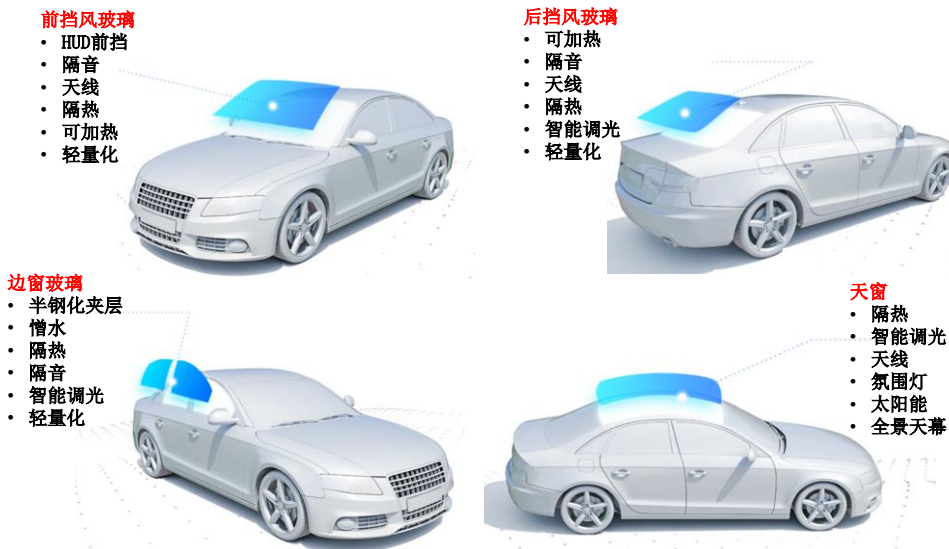
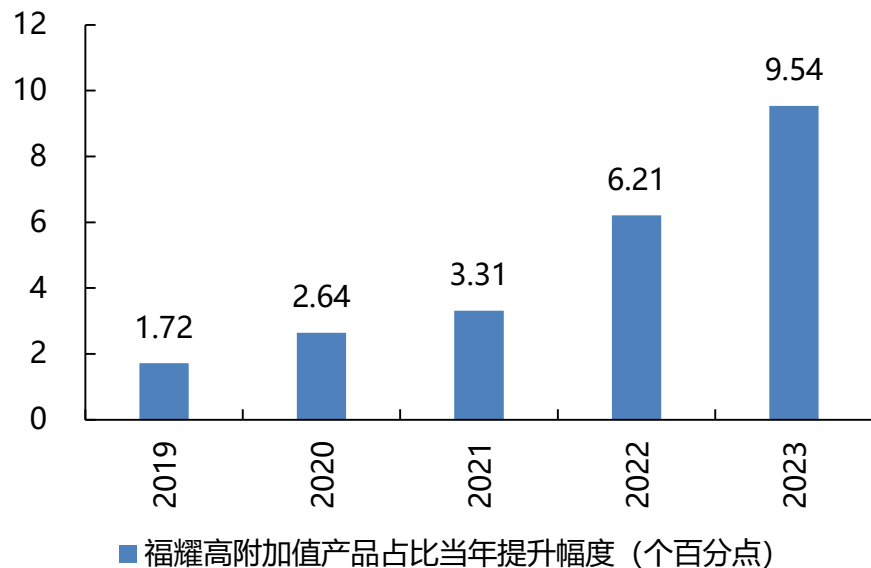
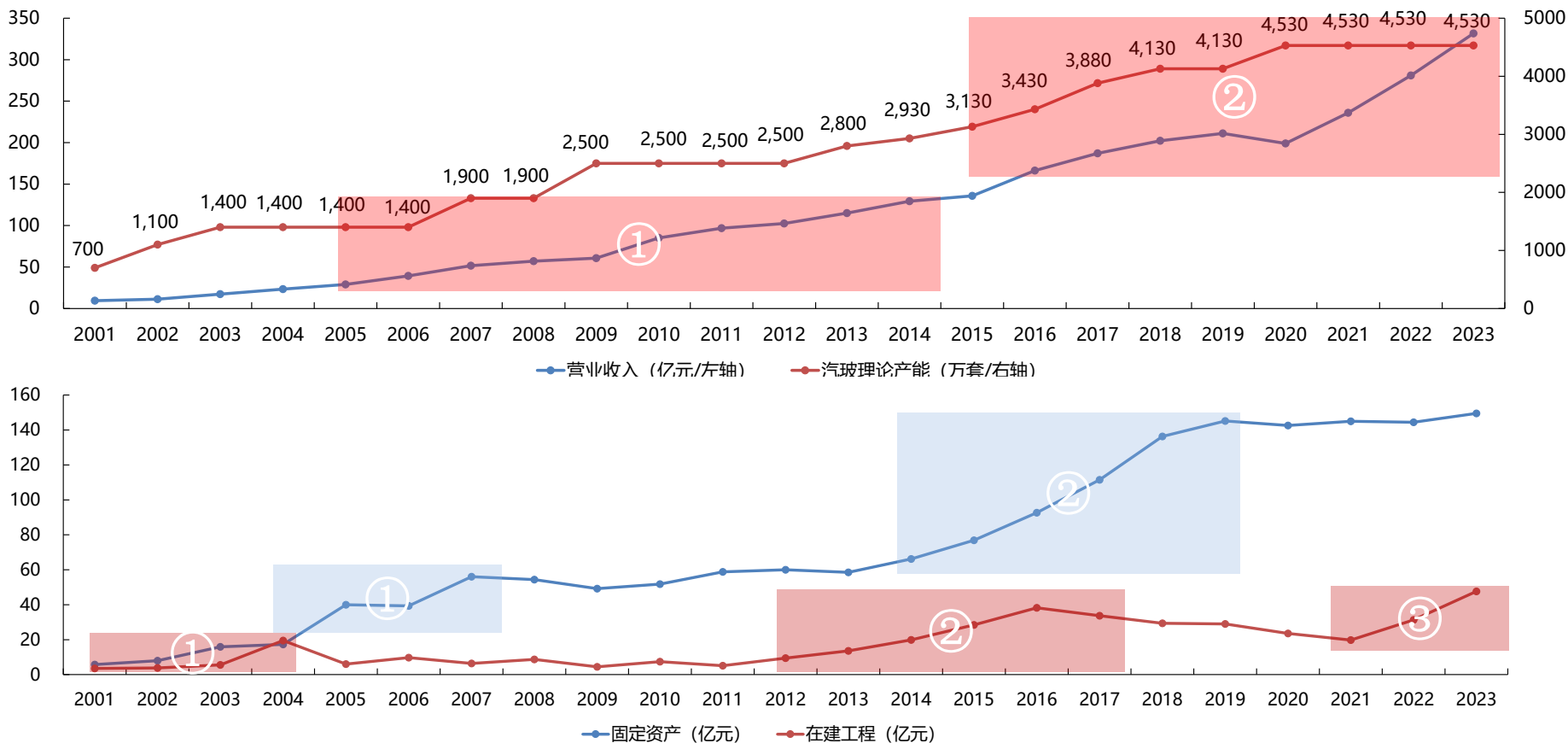


图34：福耀汽车玻璃产品中高附加产品占比历年提升幅度情况



- **逆势产能扩张，提前完成资本开支。**2017-2020年，公司在国内陆续完成了天津工厂和苏州工厂的建设，在海外完成美国工厂二期300万套产能扩张。因此，公司有充足的产能来应对后续新能源周期国内行业总量和公司市场份额的提升，以及实现北美汽玻份额的持续提升。

图35：2017-2020年福耀提前完成新能源周期的产能布局



#### 四、智能化周期展望（2025-2030）：全球份额+汽玻ASP仍将进一步提升

- 通过对汽玻行业各主要玩家在【业务专注度】、【汽玻营收历史增速】、【汽玻业务盈利水平】、【汽玻全球份额变化】、【汽玻业务资本开支】、【汽玻业务中期发展战略】等维度进行对比，**我们判断福耀汽车玻璃的全球份额未来仍将持续提升。**

表3：全球主要汽车玻璃企业对比

	旭硝子	圣戈班	板硝子	福耀玻璃
汽车玻璃业务收入占比 (2023年)	24%	8%	50%	<b>90%</b>
汽车玻璃收入复合增速 增速 (2014年-2023年)	4.4%	3.3%	3.2%	<b>11.0%</b>
汽车玻璃历史份额变化 (全球市场份额/2023相比2014变化)	基本稳定	基本稳定	小幅下滑	<b>持续提升</b>
汽车玻璃业务营业利润率 (2023年)	4.4%	12.0% (HPS部门)	2.7%	<b>20.5%</b>
汽车玻璃业务当前资本 开支水平	较低	中	低	<b>高</b>
汽车玻璃业务中期发展 战略	规模稳定，提升盈利	规模稳定，提升盈利	规模稳定，提升盈利	<b>继续扩张，盈利稳定</b>



- **福耀汽车玻璃产能梳理：**目前福耀汽玻建成产能约**4530万套**，在建产能**1260万套**，未来全部投产后产能合计**5790万套**。
- **本轮资本开支投产后的理论产值：**假设目前福耀在建产能全部投产，且产能利用率达到85%，按汽车玻璃单套ASP为900元计算，福耀汽车玻璃产值有望达到**443亿元**。

表4：福耀汽车玻璃产能梳理

汽车玻璃基地	投产时间	辐射客户	理论折算产能 (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	300
福耀重庆	2002年	长安系	400
福耀上海	2003年	上汽系、路虎、吉利汽车	300
广州福耀	2007年	广汽本田、广汽丰田、东风日产等	500
福耀湖北	2009年	东风日产、东风本田、江淮、奇瑞等	600
郑州福耀	2013年	郑州日产、宇通客车、奇瑞汽车	300
福耀沈阳	2015年	一汽系、华晨系等	200
福耀天津	2017年	一汽丰田、北京奔驰、长城汽车等	450
福耀苏州	2020年	长城汽车、特斯拉等	400
福耀俄罗斯	2014年	俄罗斯雷诺、标致、大众、福特及欧洲主机厂	130
福耀美国俄亥俄州	2015年	通用、克莱斯勒、宝马、大众、现代、本田、丰田、宝马等	550
<b>已有汽玻产能合计</b>			<b>4530</b>
福耀美国俄亥俄扩产	预计2025年	北美主机厂	330
福耀福清出口基地	预计2026年	汽玻出口基地	400
福耀合肥	预计2026年	合肥地区主机厂客户及售后市场	530
<b>全部汽玻产能合计 (已有+在建)</b>			<b>5790</b>

## ■ 汽车玻璃单车ASP提升的几个主要方向：

- ✓ **前挡风**：HUD将前挡风单车ASP从200元提升至500-1000元（W-HUD前挡500元，AR-HUD 1000元）。
- ✓ **天窗**：天幕玻璃相比传统天窗面积更大，带动天窗玻璃ASP提升。此外，天幕本身的功能升级进一步推高天幕玻璃的价值量。
- ✓ **边窗**：传统边窗玻璃单车ASP较低，一般在200元；随着边窗的功能性持续提升，如隔音、隔热等，其价值量有望大幅提升。

表5：汽车玻璃主要升级趋势及其价值提升情况

汽玻部位	单车面积（平方米）	基础单车ASP（元）	可集成升级功能	升级后单车ASP（元）
前挡风	1.3-1.4	200-300	HUD前挡/隔音/隔热/可加热/轻量化/天线	W-HUD前挡风 500 AR-HUD前挡风 1000
天窗	小天窗 0.2-0.6 全景天窗 0.5-1.0	小天窗 50 全景天窗 120-150	全景天幕/调光/隔热/天线/太阳能/氛围灯	普通天幕 700 镀膜天幕 1500 智能调光天幕 3000+
边窗	1.6（0.4×4）	200-250	半钢化夹层/憎水/隔热/隔音/智能调光/轻量化	双层边窗等 400-800
后挡风	0.8-1.0	150	可加热/隔音/天线/隔热/智能调光/轻量化	200-250

# 2025-2030年智能化周期展望：汽玻升级推动ASP持续增长

- 我们对汽玻单车加权ASP进行了测算，汽车玻璃单车ASP从2013年的593.20元提升至2023年的804.80元，并且我们预计汽玻单车ASP将在2027年进一步提升至1285.50元。

表6：汽车玻璃单车ASP测算

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
<b>前挡ASP (元)</b>	<b>200.0</b>	<b>200.0</b>	<b>200.0</b>	<b>200.0</b>	<b>201.5</b>	<b>205.0</b>	<b>210.0</b>	<b>217.0</b>	<b>225.4</b>	<b>237.8</b>	<b>255.6</b>	<b>272.0</b>	<b>290.0</b>	<b>312.0</b>	<b>342.5</b>
YOY	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.75%	1.74%	2.44%	3.33%	3.85%	5.52%	7.49%	6.42%	6.62%	7.59%	9.78%
<b>普通前挡风ASP (元)</b>	<b>200.0</b>	<b>200.0</b>	<b>200.0</b>	<b>200.0</b>	<b>200.0</b>	<b>200.0</b>	<b>200.0</b>	<b>200.0</b>	<b>200.0</b>	<b>200.0</b>	<b>200.0</b>	<b>200.0</b>	<b>200.0</b>	<b>200.0</b>	<b>200.0</b>
渗透率	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	99.50%	99.00%	98.00%	96.50%	94.63%	92.40%	88.80%	86.00%	83.00%	79.50%	74.00%
<b>HUD前挡风ASP (元)</b>					500.0	500.0	500.0	514.3	523.3	539.5	553.6	571.4	588.2	609.8	625.0
渗透率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.50%	1.00%	2.00%	3.50%	5.37%	7.60%	11.20%	14.00%	17.00%	20.50%	26.00%
<b>W-HUD前挡风ASP (元)</b>					500.0	500.0	500.0	500.0	500.0	500.0	500.0	500.0	500.0	500.0	500.0
渗透率					0.00%	0.50%	1.00%	2.00%	3.40%	5.12%	7.00%	10.00%	12.00%	14.00%	19.50%
<b>AR-HUD前挡风ASP (元)</b>					1000.0	1000.0	1000.0	1000.0	1000.0	1000.0	1000.0	1000.0	1000.0	1000.0	1000.0
渗透率								0.00%	0.10%	0.25%	0.60%	1.20%	2.00%	3.00%	4.50%
<b>集成摄像头额外增加价值量 (元)</b>					200.0	200.0	200.0	200.0	200.0	200.0	200.0	200.0	200.0	200.0	200.0
渗透率								0.00%	1.00%	2.00%	3.00%	4.00%	6.00%	8.00%	10.00%
<b>天窗ASP (元)</b>	<b>43.2</b>	<b>45.6</b>	<b>48.0</b>	<b>50.4</b>	<b>52.8</b>	<b>55.2</b>	<b>58.0</b>	<b>70.3</b>	<b>89.9</b>	<b>139.1</b>	<b>164.2</b>	<b>240.8</b>	<b>323.6</b>	<b>421.0</b>	<b>518.0</b>
YOY	5.88%	5.56%	5.26%	5.00%	4.76%	4.55%	5.07%	21.21%	27.88%	54.68%	18.08%	46.65%	34.39%	30.10%	23.04%
<b>无天窗ASP (元)</b>															
渗透率	40.00%	38.00%	36.00%	34.00%	32.00%	30.00%	27.00%	25.00%	23.00%	22.00%	21.00%	20.00%	18.00%	16.00%	15.00%
<b>小天窗ASP (元)</b>															
渗透率	36.00%	36.00%	36.00%	36.00%	36.00%	36.00%	37.00%	35.50%	33.50%	31.90%	32.00%	30.00%	28.00%	25.00%	21.00%
<b>全景天窗ASP (元)</b>															
渗透率	24.00%	26.00%	28.00%	30.00%	32.00%	34.00%	36.00%	38.00%	40.00%	38.00%	36.00%	34.00%	32.00%	30.00%	28.00%
<b>全景天幕ASP (元)</b>										700.0	814.3	996.3	983.6	1175.0	1245.5
渗透率										0.00%	1.50%	3.50%	8.10%	11.00%	16.00%
<b>普通天幕ASP (元)</b>										700.0	700.0	700.0	700.0	700.0	700.0
渗透率										0.00%	1.50%	3.00%	5.10%	7.10%	9.00%
<b>镀膜天幕ASP (元)</b>										1500.0	1500.0	1500.0	1500.0	1500.0	1500.0
渗透率										0.00%	0.00%	0.50%	3.00%	3.90%	6.00%
<b>调光天幕ASP (元)</b>										3500.0	3500.0	3500.0	3500.0	3500.0	3500.0
渗透率										0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	1.00%
<b>侧窗</b>	<b>200.0</b>	<b>200.0</b>	<b>200.0</b>	<b>200.0</b>	<b>200.0</b>	<b>205.0</b>	<b>205.0</b>	<b>210.0</b>	<b>215.0</b>	<b>225.0</b>	<b>235.0</b>	<b>245.0</b>	<b>255.0</b>	<b>265.0</b>	<b>275.0</b>
YOY	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	2.50%	0.00%	2.44%	2.38%	4.65%	4.44%	4.26%	4.08%	3.92%	3.77%
<b>普通侧窗</b>															
渗透率	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	99.00%	99.00%	98.00%	97.00%	95.00%	93.00%	91.00%	89.00%	87.00%	85.00%
<b>双层边窗</b>															
渗透率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	1.00%	1.00%	2.00%	3.00%	5.00%	7.00%	9.00%	11.00%	13.00%	15.00%
<b>后挡</b>	<b>150.0</b>	<b>150.0</b>	<b>150.0</b>	<b>150.0</b>	<b>150.0</b>	<b>150.0</b>	<b>150.0</b>	<b>150.0</b>	<b>150.0</b>	<b>150.0</b>	<b>150.0</b>	<b>150.0</b>	<b>150.0</b>	<b>150.0</b>	<b>150.0</b>
YOY	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
<b>普通后挡风</b>															
渗透率	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
<b>结论1：中国汽玻单车ASP (元)</b>	<b>593.2</b>	<b>595.6</b>	<b>598.0</b>	<b>600.4</b>	<b>604.3</b>	<b>615.2</b>	<b>623.0</b>	<b>647.3</b>	<b>680.3</b>	<b>751.9</b>	<b>804.8</b>	<b>907.8</b>	<b>1018.6</b>	<b>1148.0</b>	<b>1285.5</b>
YOY	0.41%	0.40%	0.40%	0.40%	0.65%	1.80%	1.27%	3.90%	5.09%	10.53%	7.04%	12.80%	12.21%	12.70%	11.98%

## 五、投资建议及风险提示

- **推荐逻辑：**（1）公司积极拓展“一片玻璃”边界，整合车身多产品，单车ASP持续提升：公司加强对玻璃智能、集成趋势的研究，持续推进铝饰件业务，提升单车配套价值量；（2）全球份额保持提升趋势，福耀有望以高质量&高性价比抢占海外市场竞品企业更多的份额。
- **盈利预测：** 预计2024-2026年归母净利润为70.04亿元、82.45亿元、95.86亿元，对应的EPS分别为2.68元、3.16元、3.67元，对应PE为19.48倍、16.52倍、14.22倍（PE数据对应2024年9月20日收盘价）。

表7：福耀玻璃业绩预测（单位：百万元）

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	23,603	28,099	33,161	39,597	46,091	53,892
%增长率	18.6%	19.0%	18.0%	19.4%	16.4%	16.9%
毛利率	35.9%	34.0%	35.4%	36.9%	37.0%	37.0%
销售费用	1,151	1,351	1,539	1,742	2,014	2,344
%销售收入	4.9%	4.8%	4.6%	4.4%	4.4%	4.4%
管理费用	1,944	2,143	2,486	2,930	3,411	3,988
%销售收入	8.2%	7.6%	7.5%	7.4%	7.4%	7.4%
研发费用	997	1,249	1,403	1,663	1,936	2,263
%销售收入	4.2%	4.4%	4.2%	4.2%	4.2%	4.2%
财务费用	687	-1,011	-687	-277	-277	-269
%销售收入	2.9%	-3.6%	-2.1%	-0.7%	-0.6%	-0.5%
归属于母公司股东的净利润	3,146	4,756	5,629	7,004	8,245	9,586
净利率	13.3%	16.9%	17.0%	17.7%	17.9%	17.8%

- **原材料及能源成本上涨超预期。**汽车玻璃成本结构中原材料和能源的占比较高，若原材料价格或能源价格出现大幅上涨，将对公司盈利水平产生不利影响。
- **海运费价格上涨超预期。**公司部分海外业务依靠出口模式进行，若海运费价格上涨超预期，则将对公司盈利能力产生不利影响。
- **业务及客户拓展不及预期。**公司收入增长依赖新客户新项目的拓展，若新项目开拓不及预期，则将对公司业务成长造成不利影响。
- **汽车玻璃产品升级不及预期。**若公司汽车玻璃在产品功能升级方面不及预期，则将对公司营收持续增长造成不利影响。

# 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证50指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在15%以上；

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于5%与15%之间；

中性：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与5%之间；

减持：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来6个月内，行业指数相对强于基准5%以上；

中性：预期未来6个月内，行业指数相对基准-5%与5%；

减持：预期未来6个月内，行业指数相对弱于基准5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街5号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

# 东吴证券 财富家园