下载日志已记录，仅供内部参考

汽玻主业量利齐升，协同效能持续释放

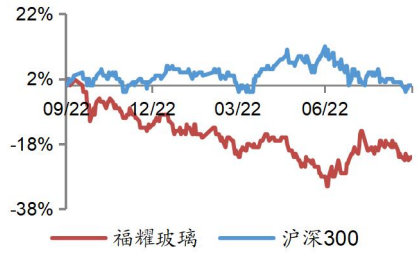
投资评级：买入

首次覆盖

报告日期：2026-09-22

收盘价（元）	54.14
近 12 个月最高/最低（元）	73.69/47.53
总股本（百万股）	2,610
流通股本（百万股）	2,003
流通股比例（%）	76.75
总市值（亿元）	1,413
流通市值（亿元）	1,084

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：张志邦

执业证书号：S0010523120004

电话：15652947918

邮箱：zhangzhibang@hazq.com

分析师：刘千琳

执业证书号：S0010524050002

邮箱：liuqianlin@hazq.com

相关报告

主要观点：

● 深耕核心汽玻主业，拓展布局铝饰件业务

公司是全球领先的汽车玻璃制造企业，可同时提供 OEM 原厂配套及 ARG 售后替换产品与服务，产品得到奔驰、宝马、奥迪、大众、通用、丰田等全球知名汽车制造企业认可。2003-2010 年，公司开启纵向产业链延伸，布局上游汽车级浮法玻璃产能，实现核心原材料自主可控。2011-2019 年公司逐步从国内深耕转向全球布局，陆续在俄罗斯、美国、德国等地落地生产基地，从纯成品出口模式切换为海外属地化就近配套的全球化经营体系，海外营收占比持续提升。2020 年至今，公司依托全球产能布局成熟、海外工厂经营拐点显现，叠加全景天幕、HUD 智能玻璃等高附加值产品持续放量，同时铝饰条新业务逐步落地贡献增量，公司正式进入份额提升、产品提价共振的量价齐升阶段，整体盈利能力持续优化。

● 整车需求升级重塑行业，单车配套价值量持续提升

汽车玻璃是汽车车身安全系统的核心零部件，行业集中度较高，高壁垒属性突出。随着汽车新能源加速渗透，智能化发展提速，汽车玻璃行业迎来重构，新能源汽车与传统燃油车在玻璃配置上存在显著差异，电动车因底盘布置电池导致车身高度增加，普遍采用大面积全景天幕以平衡头部空间与造型；同时智能化水平更高，汽车对 HUD、调光、隔音等功能玻璃需求更强。天幕玻璃逐渐成电动车标配，量价齐升助力 ASP 提升；同时 HUD 加速普及，前挡玻璃价值重估。高附加值玻璃对原片光学品质、镀膜工艺、成品精度的要求显著提高，技术门槛抬升加速行业份额向具备研发与一体化制造能力的头部企业集中。

● 公司垂直整合优势凸显，协同效能持续释放

公司产品结构持续升级，2026H1 高附加值产品收入占比达 59.68%，同比提升 8.03 个百分点，增长主要来自调光天幕和静音玻璃，占收入的比重分别为 3.78%、7.97%，同比分别提升 2.25pct、2.16pct。垂直整合提供盈利弹性，公司较早向上游延伸，已在福清、通辽、重庆、本溪及美国伊利诺伊等地布局浮法基地，浮法玻璃自给率长期维持在 90%以上。“矿山—浮法—汽玻”的纵向一体化布局使公司能够留存上游原材料价格下行的红利，成本优势持续兑现。同时国内扩产加速推进，北美本地化布局有序推进，全产业链配套持续完善；欧洲模式灵活高效，市占率提升空间广阔。此外，公司积极拓展铝饰件业务，协同效应有望持续释放，第二增长曲线逐渐成型。

● 投资建议

预计公司 26-28 年营业收入分别为 500.4/541.9/583.0 亿元，增速分别 9.3%/8.3%/7.6%。预计归母净利润分别为 97.3/108.2/119.0 亿元，增速分别 4.4%/11.3%/10.0%。公司当前市值对应 26-28 年 PE 分别 15/13/12x。首次覆盖给予“买入”评级。

● 风险提示

海外销量不及预期；行业价格竞争激烈；汽车行业景气度下行；上游原材料价格上涨；新品研发落地不及预期

下载日志已记录，仅供内部参考

● 重要财务指标 单位:百万元

主要财务指标	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	45787	50044	54186	58300
收入同比（%）	16.7%	9.3%	8.3%	7.6%
归属母公司净利润	9312	9725	10821	11902
净利润同比（%）	24.2%	4.4%	11.3%	10.0%
毛利率（%）	37.3%	37.5%	37.9%	38.3%
ROE（%）	24.8%	22.2%	20.9%	19.7%
每股收益（元）	3.57	3.73	4.15	4.56
P/E	18.14	14.53	13.06	11.87
P/B	4.50	3.22	2.73	2.34
EV/EBITDA	12.38	9.05	7.89	6.85

资料来源： wind，华安证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

正文目录

1 全球汽车玻璃领军者，量利齐升盈利向好 5
1.1 深耕主业铸基石，全球布局拓新局 5
1.2 汽玻主业稳健，拓展布局铝饰件协同 6
1.3 量利齐升盈利向好，费率短期承压长期可控 7
1.4 控股架构定根基，多元资本拓格局 10
2 汽玻行业集中度高，智能升级打开成长空间 11
2.1 汽车玻璃寡头格局稳固，行业集中度较高 11
2.2 汽玻产品多样化发展，ASP 上行趋势明显 12
2.3 原料能源低位运行，整车需求升级重塑行业 13
3 垂直整合优势凸显，协同效能持续释放 15
3.1 垂直整合提供盈利弹性，成本优势铸造护城河 15
3.2 国内扩产稳固根基，海外布局灵活推进 15
3.3 高附加值产品占比提升，铝饰件协同布局推进 17
3.4 柔性生产响应效率高，客户认证壁垒深厚 17
4 盈利预测与投资建议 19
4.1 盈利预测 19
4.2 投资建议 20
5 风险提示 20

下载日志已记录，仅供内部参考

图表目录

图表 1 公司发展历程 6
图表 2 2021-2026H1 福耀玻璃主营业务收入（亿元） 7
图表 3 2021-2026H1 营业总收入及增速（亿元，%） 8
图表 4 2021-2026H1 归母净利润及增速（亿元，%） 8
图表 5 公司毛利率及净利率（%） 8
图表 6 公司各项费用率（%） 8
图表 7 公司资本支出及同比（%） 9
图表 8 公司各项现金流状况（亿元） 9
图表 9 汽车/乘用车产量增速和福耀玻璃营收增速对比 9
图表 10 国内外收入占比 9
图表 11 公司股权结构图 10
图表 12 全球汽车玻璃竞争格局 11
图表 13 2021-2026H1 新能源乘用车零售销量及渗透率 12
图表 14 汽车玻璃智能化升级的主要方向 12
图表 15 汽车玻璃产业链结构图 14
图表 16 行业主要公司营业利润率对比一览 15
图表 17 福耀垂直一体化护城河的关键环节 15
图表 18 福耀玻璃美国工厂收入及净利率 16
图表 19 福耀出海从出口走向本地化配套 16
图表 20 2021-2025 公司 ASP 及同比增长率（%） 17
图表 21 2021-2025 公司高附加值产品占比及同比 17
图表 22 可比公司估值 20

下载日志已记录，仅供内部参考

1 全球汽车玻璃领军者，量利齐升盈利向好

1.1 深耕主业铸基石，全球布局拓新局

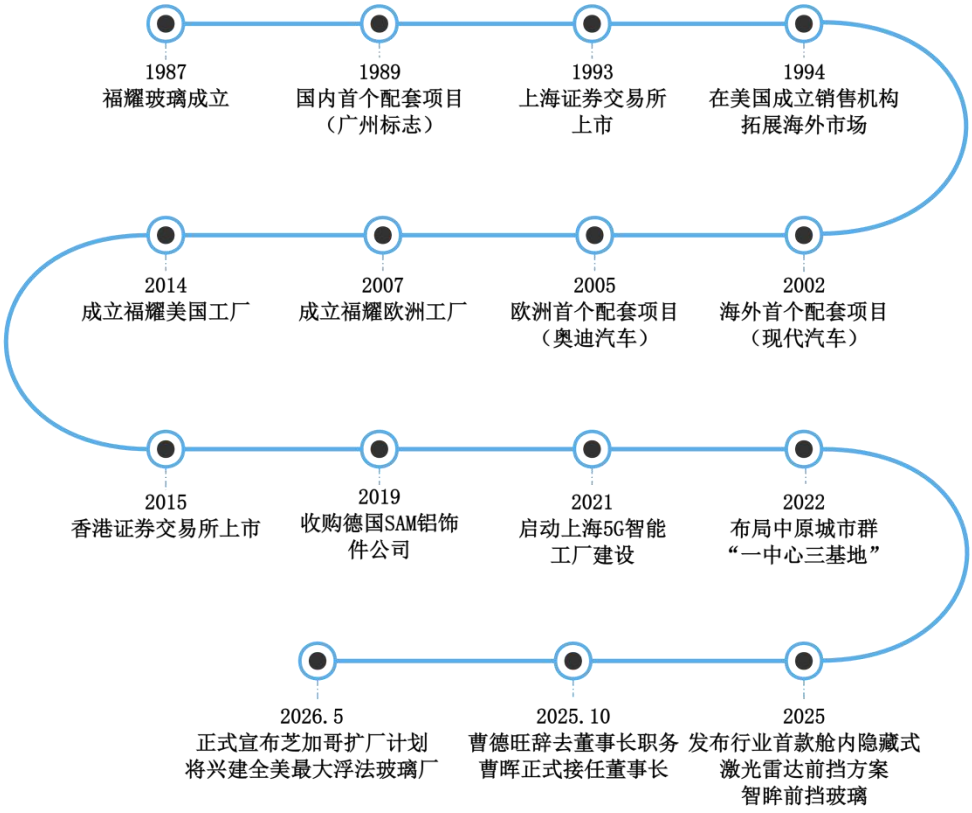
深耕汽玻数十载，布局全球地位领先。福耀玻璃工业集团股份有限公司 1987 年在福建福州成立，是一家致力于全球汽车玻璃和汽车饰件设计、开发、制造、供应及服务一体化解决方案的大型跨国工业集团。公司不仅是全球领先的汽车玻璃制造企业，也是全球新车生产的原厂配套头部企业，可同时为全球整车厂商提供 OEM 原厂配套及 ARG 售后替换产品与服务，产品得到全球知名汽车制造企业及合作伙伴的认证和选用，包括奔驰、宝马、奥迪、大众、通用、丰田等。

四阶战略踏发展节奏，全球产能布局实现经营模式升级。自 1987 年成立以来，公司伴随国内汽车产业发展逐步成长，经营战略随行业周期持续迭代。成立初期至 2002 年，公司主动剥离非核心业务，集中资源深耕汽车玻璃赛道，业务从售后替换市场逐步渗透整车厂前装配套体系，成功站稳国内市场，截至 2002 年国内市占率已达 45%左右，确立本土领先地位。2003 至 2010 年，公司开启纵向产业链延伸，布局上游汽车级浮法玻璃产能，实现核心原材料自主可控，搭建起一体化生产壁垒，同时积极拓展海外主流整车客户体系，盈利规模实现高速增长。2011-2019 年公司逐步从国内深耕转向全球布局，陆续在俄罗斯、美国、德国等地落地生产基地，从纯成品出口模式切换为海外属地化就近配套的全球化经营体系，海外营收占比持续提升。2020 年至今，公司依托全球产能布局成熟、海外工厂经营拐点显现，叠加全景天幕、HUD 智能玻璃等高附加值产品持续放量，同时铝饰条新业务逐步落地贡献增量，公司正式进入份额提升、产品提价共振的量价齐升阶段，整体盈利能力持续优化。

关键节点前瞻性决策，成长路径战略连贯。复盘公司数十年成长轨迹，每一次跨越式发展均来自关键战略决策的前瞻性落地。发展早期公司主动收缩多元化布局、聚焦汽玻主业，为技术积累与产能迭代奠定基础。1999 年圣戈班退出中国，公司通过股权回购锁定国内市场独家发展窗口期，有效规避国际巨头的直接竞争，抓住国内汽车产业爆发红利，实现业绩短期快速增长，1999-2003 年，公司归母净利润由 0.71 亿元增长至 3.21 亿元，复合年增长率为 45.8%。2004 年起布局汽车级浮法玻璃，从成本、质量、交付三个维度建立长期竞争优势。2011 年后海外建厂提速，标志着公司由“出口全球”转向“制造全球”，商业模式开始从中国供应商升级为全球配套商。整体而言，公司成长具备极强的战略连贯性，从主业聚焦、供应链闭环、全球化布局到第二成长曲线拓展，逐步搭建起难以复制的综合竞争体系。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 1 公司发展历程



资料来源：公司官网，华安证券研究所

1.2 汽玻主业稳健，拓展布局铝饰件协同

公司业务主要分为汽车玻璃、浮法玻璃、汽车铝饰件三大板块，板块之间具备较强协同效应。汽车玻璃为收入利润基本盘，浮法玻璃承担上游配套职能，铝饰条作为横向延伸业务打造第二成长曲线。2023-2025 年公司整体营收分别为 331.6 亿元、392.5 亿元、457.9 亿元，2024、2025 年同比增速分别为 18.37%、16.65%，业务规模随全球汽车产量与产品结构升级持续扩张。

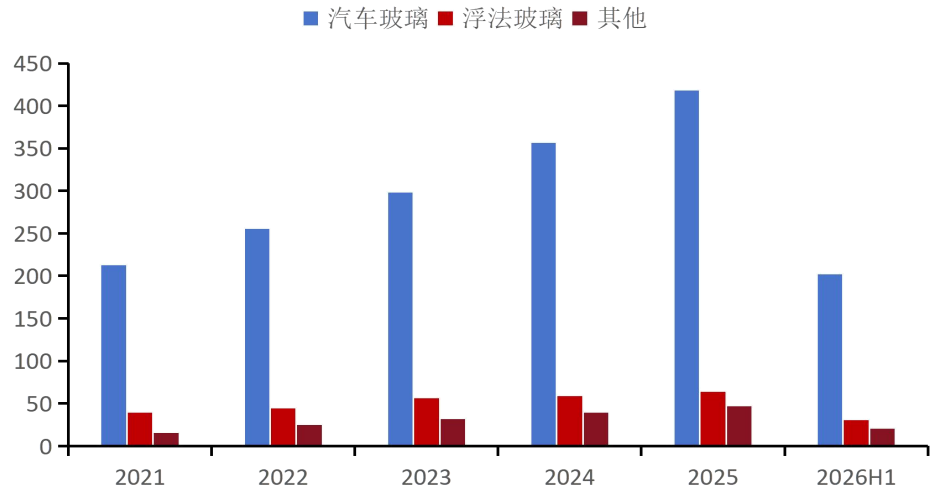
汽车玻璃是公司核心主业。2026H1 实现营收 202.7 亿元，同比增长 3.75%，结构化占比 92.26%。业务划分为 OEM 新车配套与 ARG 售后替换两大市场，OEM 面向全球整车厂为新车提供成品玻璃，业务占汽车玻璃收入大头，受车型周期、主机厂年降政策约束；ARG 售后业务面向存量破损车辆更换，产品与 OEM 执行同一套制造标准，仅商标标识存在差异，无年降压力，盈利稳定性更强。公司高附加值产品占比提升的驱动力主要来自智能座舱对汽车玻璃功能需求的提升，26H1 公司高附加值产品收入同比提升 8.03 个百分点，受此驱动，汽车玻璃 ASP 同比显著提升。依托国内外属地化产能布局，公司同时实现国内整车配套、国内整车出口随车配套、海外基地本地配套三种供货模式，客户覆盖全球主流整车厂商。

下载日志已记录，仅供内部参考

浮法玻璃业务为纵向一体化配套板块，以内部供给为主、少量对外销售。2026H1 该业务实现营收 31.6 亿元，以内部配套汽车玻璃深加工为主。浮法玻璃是汽车玻璃深加工的基材原片，公司自建浮法线，实现硅砂采选、原片生产内部配套，从源头把控原片光学品质、交付稳定性，对冲大宗商品价格波动。该板块不以对外大规模销售为目标，主要服务汽车玻璃主业的成本与质量管控。

公司拓展布局铝饰件业务。2019 年公司收购德国 SAM，将其整合为 FYSAM，目前仍以欧洲运营为主。SAM 历史持续亏损，主要由于收购前 SAM 已处于破产清算状态，收购后的整合期间涉及工厂关停、产能合并、人员优化等一次性重组成本，叠加欧洲高企的人力与能源成本共同导致。2024-2025 年 SAM 的亏损呈现持续收窄趋势，后续扭亏的关键在于 OEM 新订单能否按期完成验证并进入量产交付。铝饰条为公司横向拓展的汽车外饰件业务，公司依托 SAM 的技术工艺，同步在国内建设铝饰件产能，推进“玻璃—铝饰条”一体化总成供货模式。2025 年国内铝饰件收入已达 13.35 亿元，同比增长 23%，营业利润率近 10%，已实现稳定盈利。目前国内多条新建产线尚处于产能爬坡阶段，预计 26 年国内营业利润率同比稳定，该业务是公司重要的第二成长曲线。

图表 2 2021-2026H1 福耀玻璃主营业务收入（亿元）



资料来源：iFinD，华安证券研究所

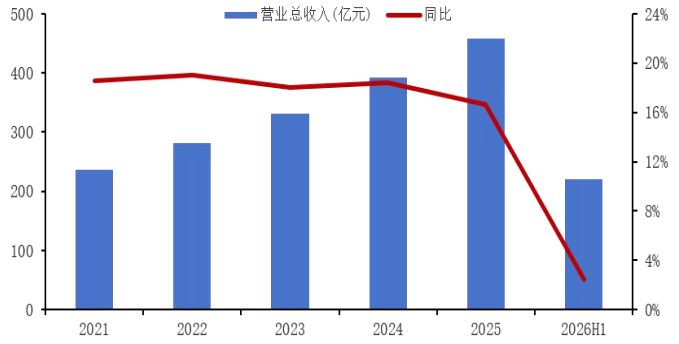
1.3 量利齐升盈利向好，费率短期承压长期可控

营收稳健增长，利润主业向好韧性凸显。2025 年公司营收 457.87 亿元，同比增长 16.65%。增长主要来自：国内整车产量回暖带动 OEM 配套需求释放，海外属地化工厂产能持续释放拉动海外板块收入提升，同时铝饰条等新业务实现规模放量。2026H1 公司实现营收 219.7 亿元，同比增速回落至 2.44%，增速明显放缓，主要受国内车市阶段性承压和高基数影响。在营收强劲扩张的带动下，公司展现出优异的盈利弹性。2025 年公司归母净利润 93.12 亿元，同比增长 24.20%，快于营收增速，全年综合毛利率提升至 37.27%，高附加值汽车玻璃占比抬升带动主业盈利水平持续优化，叠加当期汇兑形成正向收益，进一步增厚利润。2026 上半年

下载日志已记录，仅供内部参考

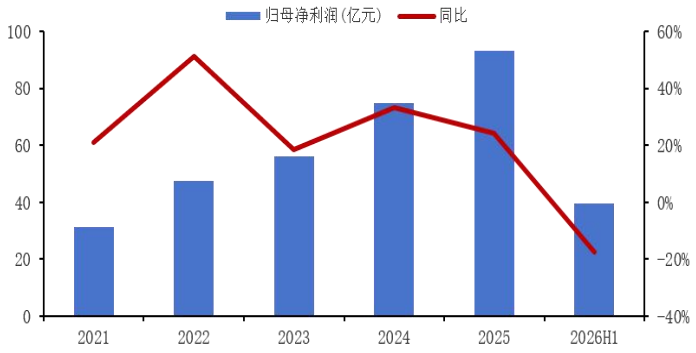
出现增收不增利现象，归母净利润 39.7 亿元，同比下降 17.3%，主因汇率波动扰动，26H1 汇兑损失 8.03 亿元，去年同期汇兑收益 6.02 亿元，若扣除上述因素影响，利润总额比上年同期增长 4.78%，公司主业经营层面依然稳健，汇兑及产能爬坡属于阶段性扰动因素，并未对核心盈利能力构成实质性侵蚀。

图表 3 2021-2026H1 营业总收入及增速（亿元，%）



资料来源：iFinD，华安证券研究所

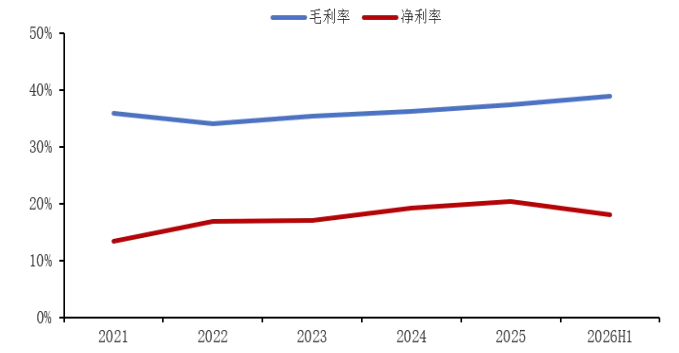
图表 4 2021-2026H1 归母净利润及增速（亿元，%）



资料来源：iFinD，华安证券研究所

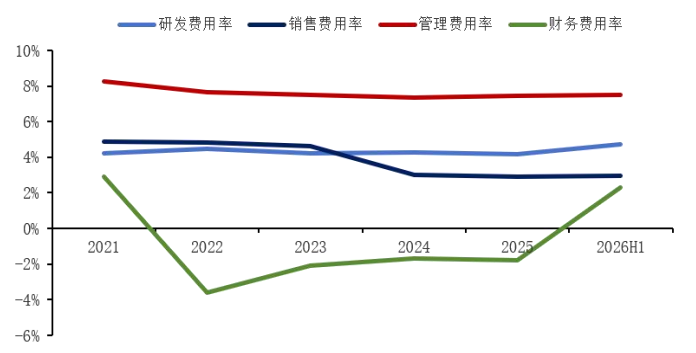
毛利率水平改善，费用随扩张承压。2021-2025 年公司综合毛利率呈现先承压后持续修复的走势，26H1 上行至 38.84%。近两年毛利率持续修复，一方面得益于高附加值天幕、HUD 等汽车玻璃产品占比不断提升，产品结构优化拉动单位盈利水平上行，另一方面浮法玻璃纵向一体化布局完善，原片自给对冲原材料价格波动，同时海外工厂运营效率改善共同推高整体盈利水平。费用端，公司三费合计费用率整体保持相对可控区间，规模效应一定程度对冲扩张带来的费用增加，但近两年随着海外项目落地、铝饰条等新业务产线投产，费用刚性逐步显现。2025 年销售、管理、研发三项费用合计 66.44 亿元，随业务扩张同比增长 15.6%，三项费用金额随业务扩张增长，但增速低于收入，合计费用率略有下降；2026H1 因费用增长快于收入，费率阶段性抬升，新产线尚处于爬坡阶段，阶段性推高经营费用率。长期看，伴随新产线逐步爬坡达产，公司规模效应有望释放，经营费用率存在回落空间，毛利率也有望依托产品结构升级维持高位。

图表 5 公司毛利率及净利率（%）



资料来源：iFinD，华安证券研究所

图表 6 公司各项费用率（%）



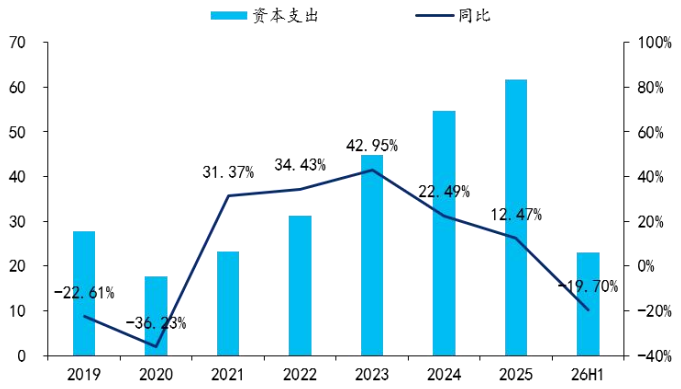
资料来源：iFinD，华安证券研究所

资本开支回落，经营性现金流充裕。2026H1 公司资本开支 22.98 亿元，同比减少约 19.7%，为近 5 年上半年持续加码后的首次收缩，但投向仍集中于美国汽

下载日志已记录，仅供内部参考

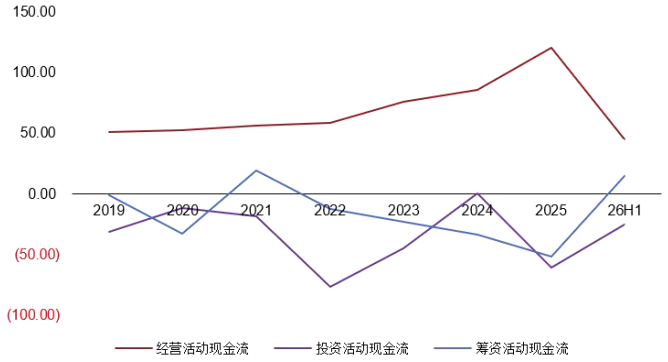
玻、安徽及福建配套项目。期末在建工程 85.89 亿元，美国镀膜项目进度约 97%、福建/安徽项目进度约 60%/56%，扩产节奏有所放缓但未停止。现金流端，26H1 公司经营活动现金流净额 45.51 亿元，同比下降 15%，主因上年年末应付票据在本期集中兑付，以及减少商业汇票、改用现金结算采购款所致。公司 26H1 销售收现 216.38 亿元、与收入基本同步，经营现金流仍然高于 39.70 亿元的归母净利润，利润质量扎实。筹资活动由上年同期净流出 30.43 亿元转为净流入 14.71 亿元，一方面公司以较低利率新增借款 128.84 亿元、增配长期借款以优化融资结构，另一方面上年同期支付 2024 年全年股利而本期仅支付 2025 年末期股利，股利支出同比减少 14.42 亿元。上半年现金及现金等价物净增加 28.86 亿元，期末余额 221.27 亿元创同期新高，公司现金流充裕，扩产与高分红均有支撑。

图表 7 公司资本支出及同比（%）



资料来源：iFinD，华安证券研究所

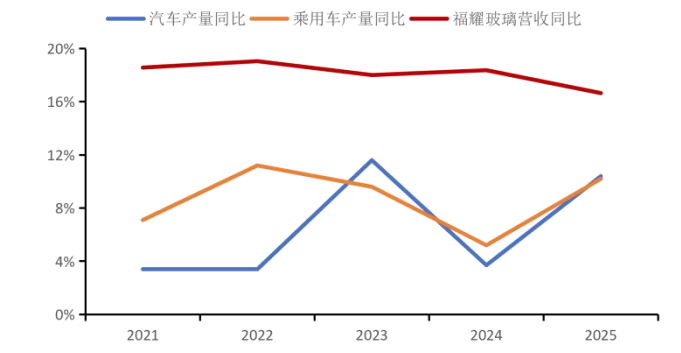
图表 8 公司各项现金流状况（亿元）



资料来源：iFinD，华安证券研究所

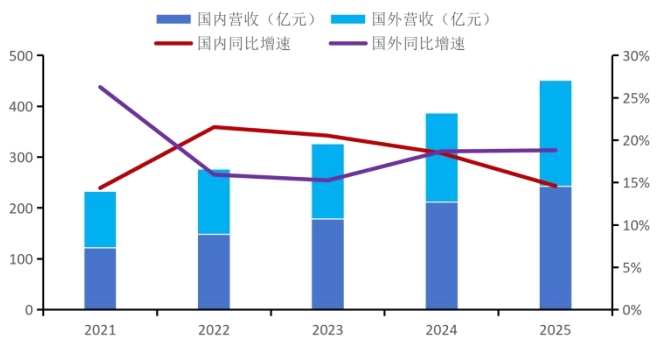
国内增速领跑行业，海外占比持续抬升。国内市场方面，2021-2025 年间国内汽车产量增速在 3%-12%区间波动，而公司营收增速连续五年维持在 16%以上，跑赢行业产量增速，公司在国内市场的份额提升与产品结构升级红利持续释放，收入增长并不完全依赖行业总量扩张。海外市场方面，公司通过属地化建厂实现全球配套，海外收入规模五年间接近翻倍，2025 年海外收入同比增长 18.81%，海外收入占比提升至 45.55%，与国内收入占比趋于均衡，全球化布局有效对冲了国内汽车行业的周期波动风险。

图表 9 汽车/乘用车产量增速和福耀玻璃营收增速对比



资料来源：中汽协，iFinD，华安证券研究所

图表 10 国内外收入占比



资料来源：iFinD，华安证券研究所

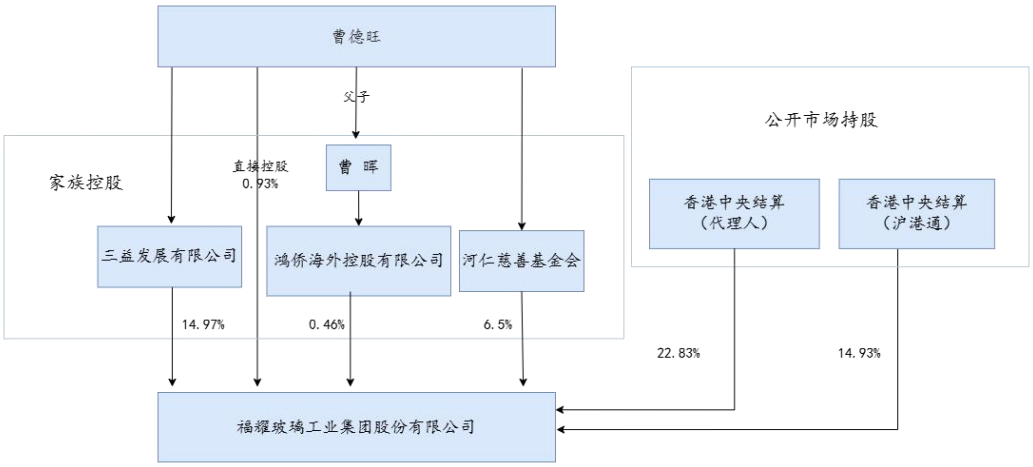
下载日志已记录，仅供内部参考

1.4 控股架构定根基，多元资本拓格局

实控人控制力较强，公司经营持续性好。公司的股权结构以家族控制为核心，创始人曹德旺通过直接加间接控股掌握公司控制权。截至 2026 年 6 月 30 日，曹德旺直接持有 A 股 31.5 万股，并通过三益发展有限公司持有 A 股 4.15 亿股，合计持股占总股本 15.90%；其子曹晖通过鸿侨海外控股有限公司持有约 0.46%，父子二人合计控制约 16.36%的股份。2011 年曹德旺捐出 3 亿股股票设立的河仁慈善基金会持有福耀玻璃 6.50%的股份。2025 年 10 月曹德旺辞任董事长，曹晖接任，公司实现了经营权层面的平稳过渡。

A+H 双轮并举，内外资多元共治。公司总股本约 26.10 亿股，其中 A 股约 20.03 亿股、H 股约 6.07 亿股。A 股层面，三益发展有限公司持股 14.97%，香港中央结算有限公司持股 14.93%，河仁慈善基金会持股 6.50%，创始家族通过三益发展掌握控制权，河仁慈善基金会承载长期持股与社会责任承诺，保障了公司的战略稳定与治理连续性。H 股层面，香港中央结算代理人有限公司作为名义登记人集中持有总股本的 22.83%。截至 2026 年 6 月 30 日，JP Morgan、BlackRock、Citigroup、Mitsubishi UFJ 分别持有 H 股 14.23%、7.17%、6.32%与 5.81%。内外资多元共治，使公司兼具决策效率与市场约束，为公司长期发展奠定了坚实的股权基础。

图表 11 公司股权结构图



资料来源：公司公告，华安证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

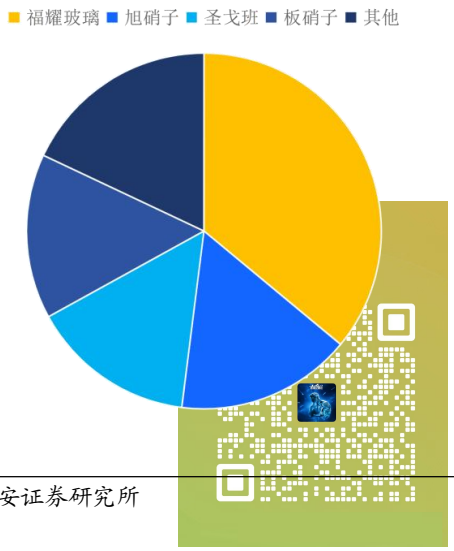
2 汽玻行业集中度高，智能升级打开成长空间

2.1 汽车玻璃寡头格局稳固，行业集中度较高

汽车玻璃是汽车车身安全系统的核心零部件，按产品形态可分为前挡风、侧窗、后挡及全景天幕等，按应用市场可划分为 OEM 新车配套与 ARG 售后替换两大市场，OEM 市场受整车产量周期驱动，AM 市场取决于存量车保有量，二者需求逻辑存在差异。亚太地区是全球最大的汽车玻璃市场，而中国在亚太地区汽车玻璃行业中占据主导地位。作为全球最大的汽车市场之一，中国汽车产销量已经连续多年位居世界第一，庞大的汽车产销规模为汽车玻璃行业提供了广阔的市场空间。据统计，2025 年，中国汽车玻璃产量 1.97 亿 m²，需求量 1.55 亿 m²，市场规模 306.21 亿元。其中，OEM 市场 248.71 亿元，占 81.22%；ARG 市场 57.5 亿元，占 18.78%，行业正处于稳健扩容的上升通道之中。

汽车玻璃行业集中度较高，高壁垒属性突出。汽玻壁垒主要来自四个维度：第一，重资产投入高，汽车级浮法玻璃和深加工产线资本开支大；第二，产品认证周期长，前挡等作为安全件，对光学性能、强度、碎裂方式、耐候性要求极高；第三，运输半径受限，玻璃易损且不适合长距离运输，要求企业围绕主机厂建立配套网络；第四，客户黏性强，车企替换供应商成本较高。2025 年全球汽车玻璃市场规模约 350 亿美元，市场长期由福耀玻璃、旭硝子、板硝子、圣戈班四家主导。近年来市场格局发生了明显变化，福耀玻璃的全球份额持续提升，目前已达约 36%，稳居行业第一。海外三家份额普遍收缩，圣戈班 2024 年关闭了西班牙阿维莱斯的挡风玻璃工厂、将产能转移至摩洛哥，主因当地能源和劳动力成本过高；旭硝子则在 2024 年初完成了俄罗斯业务的转让并退出俄罗斯市场。公司目前仍在大规模扩产，2024 年初在福建福清、安徽合肥启动了两个汽车玻璃项目，合计投资约 90 亿元，同年年底建成美国二期项目，已进入爬坡量产阶段。海外巨头扩张意愿减弱的背后，主要是本土制造成本高企，叠加业务重心向电子、建材等领域分散，汽车玻璃资本开支持续缩减，而公司依托中国制造业成本优势、浮法原片一体化配套和全球化产能布局，持续承接海外巨头退出的份额，行业集中度持续提升。

图表 12 全球汽车玻璃竞争格局



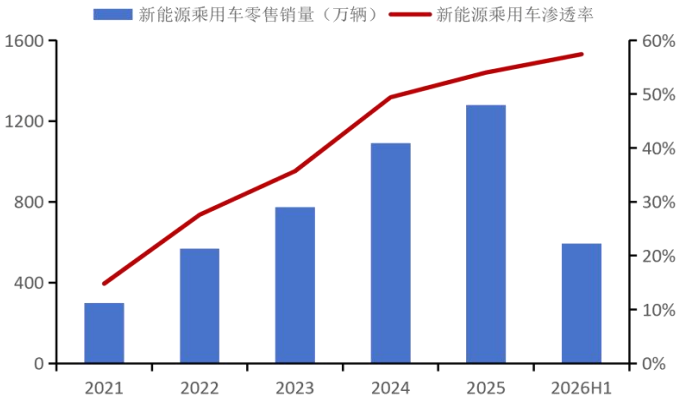
资料来源：公司公告，华安证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

2.2 汽玻产品多样化发展，ASP 上行趋势明显

新能源加速渗透，汽玻智能化提速。我国新能源乘用车渗透率由 2021 年的 14.8% 快速提升至 2026 年上半年的 57.4%，五年间渗透率跃升近四倍，新能源化已成为汽车行业不可逆转的结构性趋势。新能源汽车与传统燃油车在玻璃配置上存在显著差异，电动车因底盘布置电池导致车身高度增加，普遍采用大面积全景天幕以平衡头部空间与造型；同时智能化水平更高，对 HUD、调光、隔音等功能玻璃需求更强。新能源渗透率的持续提升，直接加速了汽车玻璃从传统安全件向智能化、功能化平台的转型进程，为行业打开了量价齐升的新成长空间。汽车玻璃智能化升级主要集中在以下几个方向：全景天幕成为电动车设计中的高频方案，直接增加单车玻璃使用面积；HUD 逐步从高端选装件走向车型标配，推动前挡风玻璃功能升级；双层夹胶边窗、镀膜隔热玻璃逐步从豪华车向更广价格带渗透，提升边窗产品单价。与新能源化、智能化趋势高度绑定，汽车玻璃行业 ASP 持续上行。

图表 13 2021-2026H1 新能源乘用车零售销量及渗透率



资料来源：乘联会，华安证券研究所

图表 14 汽车玻璃智能化升级的主要方向

智能化方向	主要应用位置	核心功能	价值提升逻辑
全景天幕	车顶	采光、空间感、轻量化、一体化造型	天幕ASP较传统天窗提升约**30%-40%**，部分镀膜/调光方案价值提升更高
HUD前挡	前挡风玻璃	行车信息投影、提升安全与交互体验	W-HUD/AR-HUD导入显著提升前挡附加值
调光玻璃	天幕、侧窗	隐私保护、隔热、防晒、场景交互	单价显著高于传统玻璃，部分调光产品可达**600-3000元/平方米**
镀膜隔热玻璃	前挡、车顶、侧窗	阻隔红外线/紫外线、降低车内温度	镀膜天幕单车价值可提升至约**1500元**
双层/夹层边窗	侧窗	隔音、安全、保温、防晒	边窗由低值件向功能件升级

资料来源：公司公告，华安证券研究所

天幕成电动车标配，量价齐升助力 ASP 提升。全景天幕的核心优势在于大幅提升车内空间通透感与整车造型科技感，同时无需传统天窗的机械开启结构，成本可控、NVH 表现更优，因此成为新能源车企差异化竞争的高频配置。天幕产品可分为低端普通夹层玻璃与高端带调光隔热镀膜功能玻璃两类，高端天幕单平米价值量可达普通玻璃的 2 倍以上。2024 年国内汽车天幕渗透率达 18%，10 万元以上车型全景天幕配置率显著提升。纯电车型渗透率约 45%，增程车型接近 90%。自主品牌全价格带天幕配置率高于行业整体，在问界 M9 等热销车型带动下，50 万元以上自主品牌天幕配置率接近 100%。天幕渗透率持续提升推动单车玻璃用量与价值量增长，面积从小天窗 0.2-0.6m²扩大至全景天幕 1.0-1.5m²，功能从基础天幕约 1300 元向镀膜天幕约 2000 元、智能调光天幕约 4000 元逐级跃升，带动高附加值功能玻璃占比提升，从量和价两个维度共同推动汽车玻璃 ASP 上行。

HUD 加速普及，前挡玻璃价值重估。 HUD 将车速、导航、ADAS 警示等核心驾驶信息投射至前挡风玻璃上，实现驾驶者视线无中断的“透明化”信息交互，在减少驾驶员分心、提升驾驶安全性方面具有显著优势。目前 HUD 主要分为三类：W-HUD 风挡式抬头显示是最基础的方案，将车速、导航等基本信息直接投射在前挡玻璃上，目前仍占主导地位；AR-HUD 增强现实抬头显示是进阶方案，能将导航箭头、车道线等虚拟信息与前方真实道路场景精准融合，显示更直观；P-HUD

下载日志已记录，仅供内部参考

全景抬头显示是更高阶的方案，显示画面横跨整个挡风玻璃底部区域，带来更大、更宽的沉浸式体验。2021-2025 年，中国乘用汽车前装 AR-HUD 搭载量由 5.1 万台大幅增长至 155.0 万台，复合年增长率高达 135.0%，市场渗透率由 0.2%显著增长至 6.7%，实现从导入期向快速成长期跃迁。从产品结构来看，AR-HUD 在 HUD 整体中的搭载占比由 2021 年的 4.7%提升至 2025 年的 35.3%，逐步成为主流技术路线，其对楔形膜、镀膜等工艺要求更高，产品溢价能力更强，其加速渗透正推动前挡玻璃单车价值持续提升。

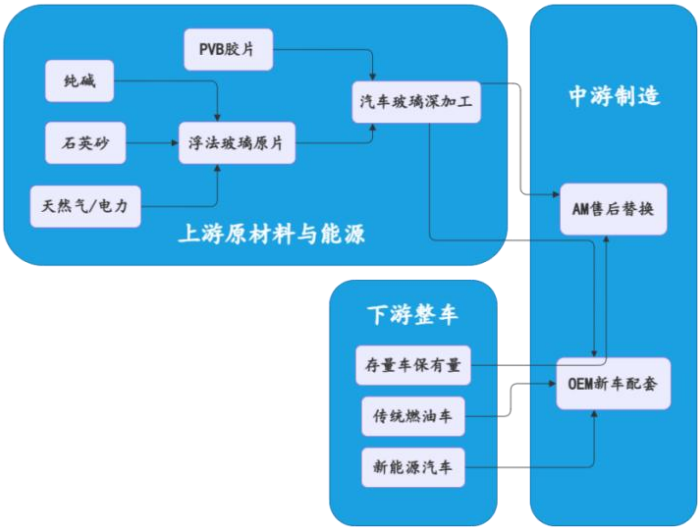
2.3 原料能源低位运行，整车需求升级重塑行业

上游原料能源双低，成本红利持续释放。公司 2025 年汽车玻璃业务成本构成中，原辅材料占比 64.16%，能源成本占比 4.88%，两者合计约 69%，是汽车玻璃生产成本的主要组成部分。浮法玻璃业务作为汽车玻璃的核心中间品，原辅材料以纯碱为主，能源以天然气为主，两者合计占浮法玻璃成本的 65%以上，其价格变动通过内部配套传导至汽车玻璃环节，直接影响最终产品的成本水平。纯碱方面，受光伏玻璃需求拉动，2022 年 4 月华中地区重碱市场价一度突破 2900 元/吨，此后随新增产能释放持续下行，到 2025 年底已回落至 1100-1200 元/吨，较高点跌约六成；2026 年供给进一步宽松，价格在 1100 元/吨左右的低位震荡，连续多年低位构成成本端较为确定的利好。相较纯碱，天然气价格波动更受区域供需、季节性和地缘因素影响，国内外气价差异显著。2025 年 Henry Hub 现货均价约 3.52 美元/MMBtu，欧洲因能源对外依赖度高，气价受地缘冲突影响波动剧烈，中国国内工业用气价格相对平稳，普遍在 3-4 元/立方米区间，内陆产区更低。公司自身气源较稳，价格机制稳定，未形成明显的成本压力。纯碱与天然气两大核心成本要素处于低位运行区间，浮法原片生产成本优势明显，为汽车玻璃行业毛利率修复提供了坚实的成本端支撑，具备浮法一体化配套能力的企业受益更为显著。

下游需求量价齐升，结构升级重塑行业。整车端的变化对汽车玻璃行业的影响已从单纯的总量拉动，转向总量与结构双重驱动。总量层面，国内汽车产量五年间增长 32.4%，为 OEM 新车配套市场提供了稳定的需求来源，同时存量车保有量持续累积，也带动 ARG 售后替换市场稳步扩容。结构层面，新能源乘用车渗透率由 2021 年的 14.8% 快速提升至 2026 年上半年的 57.4%，这一变化对汽车玻璃行业产生了三重连带影响：其一，新能源车型因全景天幕、异形侧窗等配置普及，单车玻璃用量较燃油车高出约 20%-30%，拉动单车的玻璃配套面积增长，汽玻行业需求增速跑赢整车产量增速；其二，全景天幕在新能源车型中的渗透率逐步提高，天幕化已成为新能源车的普遍配置，叠加 HUD、调光、隔音隔热等高附加值功能玻璃放量，推动行业产品结构从传统安全玻璃向智能化、功能化玻璃升级，带动 ASP 持续上行，打开了单平米盈利空间；其三，高附加值玻璃对原片光学品质、镀膜工艺、成品精度的要求显著提高，技术门槛抬升加速行业份额向具备研发与一体化制造能力的头部企业集中。整体看，整车新能源化不仅是汽车玻璃需求增量的来源，更是推动汽车玻璃行业价值量提升与竞争格局优化的核心驱动力。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 15 汽车玻璃产业链结构图



资料来源：公司公告，华安证券研究所

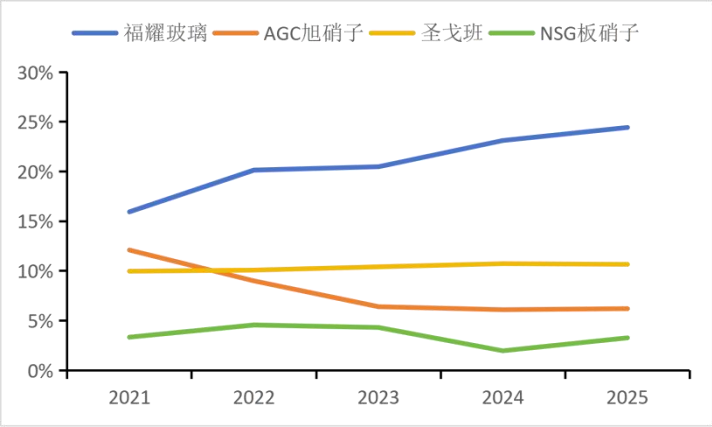
下载日志已记录，仅供内部参考

3 垂直整合优势凸显，协同效能持续释放

3.1 垂直整合提供盈利弹性，成本优势铸造护城河

构建产业生态护城河，成本优势持续兑现。公司最核心也最具长期壁垒的能力是其围绕汽车玻璃主业所建立的全产业链垂直一体化模式。公司已建成覆盖砂矿资源、汽车级浮法玻璃、工艺设备研发制造、多功能集成玻璃、延伸至铝饰件产业、全球 R&D 中心和供应链网络的产业生态。汽车玻璃成本中，浮法玻璃原片与 PVB 膜是占比最高的两项核心原材料，二者合计构成汽玻成本的主体；而浮法玻璃自身成本中，原辅材料与能源成本为最主要的支出项。在这样的成本结构下，掌握浮法玻璃是降低汽车玻璃成本的关键要素。公司较早向上游延伸，已在福清、通辽、重庆、本溪及美国伊利诺伊等地布局浮法基地，浮法玻璃自给率长期维持在 90%以上。“矿山—浮法—汽玻”的纵向一体化布局使公司能够留存上游原材料价格下行的红利。成本端优势最终反映在整体盈利能力上，2025 年公司浮法玻璃业务实现收入 64.80 亿元，毛利率高达 39.64%，同比大幅提升 3.60 个百分点；公司整体毛利率达 37.27%，同比提升 1.04 个百分点，其中汽车玻璃毛利率 31.32%，同比提升 1.17 个百分点。

图表 16 行业主要公司营业利润率对比一览



资料来源：各公司官方数据，华安证券研究所

图表 17 福耀垂直一体化护城河的关键环节

产业链环节	布局情况	关键能力	影响
上游砂矿	自建硅砂基地	在海南文昌、湖南溆浦、辽宁本溪、内蒙古通辽布局硅砂基地	稳定关键原料供应 降低波动风险
浮法玻璃	自建汽车级浮法产线	在辽宁本溪、重庆万盛、内蒙古通辽、安徽自建汽车级浮法产线	控制汽车玻璃最大成本项 保障品质和供给
核心设备	自研自制	全资子公司 福耀集团（福建）机械制造有限公司 承担工艺设备研发制造	降低资本开支 提高良率和柔性化生产能力
深加工制造	全球化汽玻基地	在中国境内 18 个省区市、 全球 13 个国家或地区建立产销基地	缩短运输半径 强化响应速度
产品总成集成	玻璃+功能模块+饰件	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、平齐式钢化夹层玻璃	提升单车价值量 增强客户粘性
下游延伸	铝饰件业务协同	玻璃-铝复合结构、总成化配套	从单一玻璃供应商 向解决方案供应商升级

资料来源：公司公告，华安证券研究所

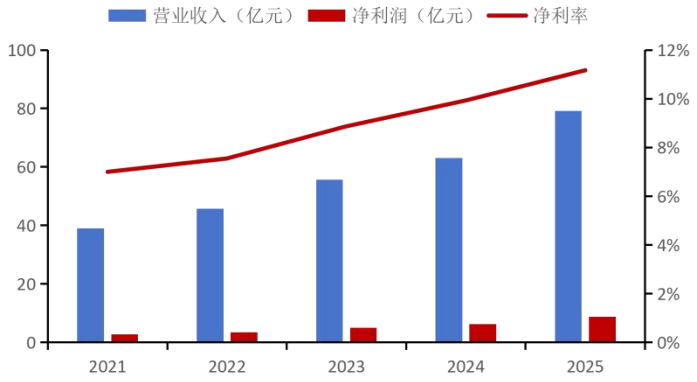
3.2 国内扩产稳固根基，海外布局灵活推进

国内扩产加速推进，产能布局持续完善。公司已形成福清出口基地与合肥内陆配套的国内布局。福清项目投资 32.5 亿元，定位全球最大汽车玻璃出口基地，规划年产 400 万套高端智能车用安全玻璃，项目于 2025 年 9 月先期建成 100 万套产能，至年底累计建成 300 万套，目前正有序爬坡量产；合肥项目总投资 57.5 亿元，于 2024 年 1 月公告设立三家全资子公司，规划年产汽车安全玻璃约 2610 万平方米、配件玻璃 400 万片并配套两条优质浮法玻璃生产线，基地 2025 年 6 月首片玻璃下线、8 月第一百万套正式投产，年底产能已达 200 万套，就近配套比亚迪、奇瑞、蔚来、大众、江淮等车企集群，2025 年公司在安徽市场占有率已达 77%。为贴近主机厂、完善本地化配套，公司 2025 年 9 月与肥西县再次签约启动二期汽车饰件生产基地，总投资 20 亿元，向产业链上游进一步延伸，一个覆盖汽车配套玻璃、配件玻璃、优质浮法原料及汽车饰件模具的全产业链集群正加速成型。

下载日志已记录，仅供内部参考

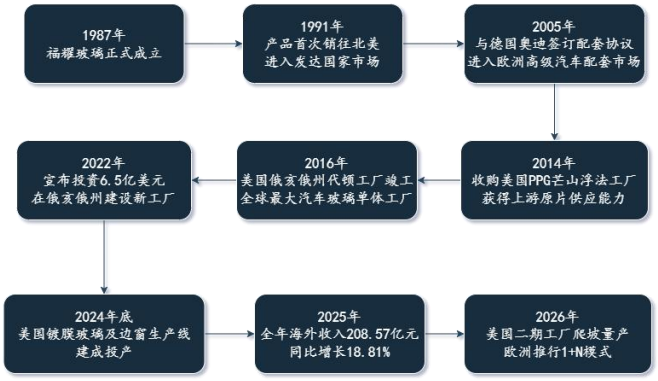
北美本地化布局有序推进，全产业链配套持续完善。公司早期通过出口切入北美市场，后因反倾销等贸易壁垒及运输半径问题转向当地建厂，目前美国工厂已形成汽车玻璃与浮法玻璃的全产业链本地化布局。俄亥俄州莫瑞恩汽车玻璃基地为全球最大的汽车玻璃单体工厂，一期设计产能约 550 万套，就近配套通用、福特、本田等北美主机厂；伊利诺伊州芒山浮法基地拥有两条汽车级浮法生产线、年产原片约 26 万吨，为北美汽玻业务提供本土原片供应，使美国工厂具备从原片到成品的完整配套能力。2025 年 3 月公司进一步追加约 29 亿元人民币投资用于伊利诺伊汽车级浮法玻璃生产线建设，以巩固原材料自给能力；2024 年底莫瑞恩二期建成镀膜隔热、平齐式钢化夹层边窗等高附加值产线并进入爬坡量产。目前美国工厂的盈利已进入良性释放期，美国子公司营业收入从 2021 年的 38.96 亿元增长至 2025 年的 79.17 亿元，四年实现翻番，年均复合增速约 19%；净利润由 2.73 亿元增至 8.84 亿元，年均复合增速约 34%，增速显著快于营收。净利率由 2021 年的 7.0%稳步提升至 2025 年的 11.2%，规模效应与高附加值产品占比提升同步兑现。美国子公司 2025 年营收已占公司海外总营收的约 38%，其量利齐升是公司全球化红利中较为确定的增量之一。

图表 18 福耀玻璃美国工厂收入及净利率



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 19 福耀出海从出口走向本地化配套



资料来源：公司公告，华安证券研究所

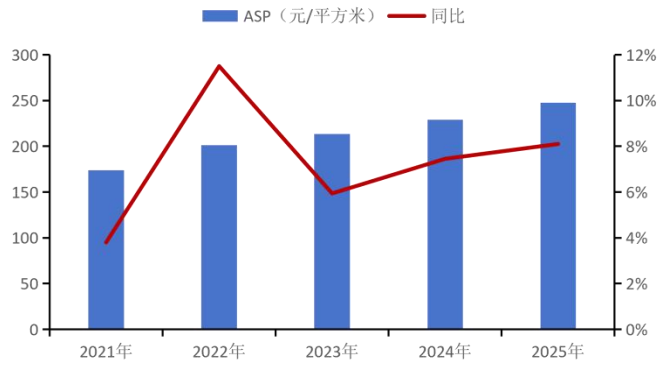
欧洲模式灵活高效，市占率提升空间广阔。考虑到欧洲成本高企、能源价格波动较大，公司对欧洲业务采取“1+N”运营模式，即以国内临近港口的多个生产基地作为统一供应链支点，将玻璃半成品出口至德国、匈牙利等海外基地进行后道附件安装与本地化加工。国内基地完成浮法原片与汽车玻璃主体生产，欧洲据点则承接包边总成、附件安装等后道工序，就近配套大众、宝马、奔驰、特斯拉等欧洲主机厂。这一模式的优势在于兼顾成本与响应效率，借助国内制造体系和出口基地，公司可利用中国制造端的成本与产业链优势，规避欧洲高昂的人工与能源成本；未安装附件的玻璃半成品更适于长途海运，降低了物流损耗；而欧洲本地化加工则缩短了交付周期、提升了服务能力、进一步增强客户粘性。从本地化布局看，公司自 2019 年收购德国 SAM 铝亮饰条资产切入欧洲高端供应链，叠加德国、匈牙利、斯洛伐克后道加工基地，已在欧洲形成较为完整的配套体系，有效提升了供应链协同灵活性与响应速度，欧洲客户粘性持续增强。当前汽车玻璃尚未被欧盟列入原产地强制要求，贸易政策环境整体平稳，为公司进一步深耕欧洲、扩大对欧洲主机厂的配套覆盖提供了有利条件。

下载日志已记录，仅供内部参考

3.3 高附加值产品占比提升，铝饰件协同布局推进

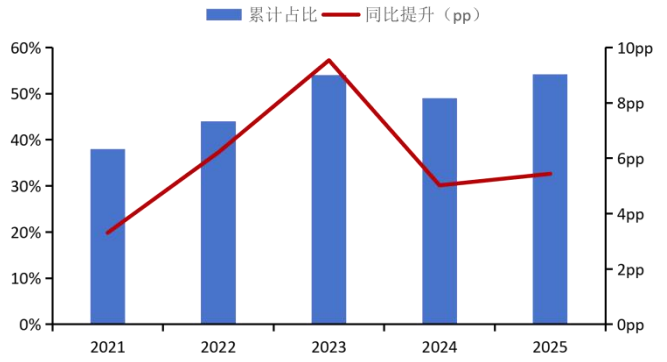
公司产品结构升级，汽车玻璃 ASP 持续上行。随着汽车“新四化”趋势深化，公司已从传统汽车玻璃供应商转型为智能玻璃解决方案提供商，产品线覆盖智能全景天幕玻璃、可调光玻璃、HUD 玻璃、超隔绝隔音玻璃、轻量化超薄玻璃、镀膜可加热玻璃、平齐式钢化夹层玻璃等高附加值品类。2026H1 公司高附加值产品占比较上年同期提升 8.03 个百分点；其中智能全景天幕玻璃、可调光玻璃等智能玻璃品类占比提升，驱动产品结构持续向高附加值方向升级。公司汽车玻璃 ASP 从 2021 年的 180.5 元/平方米提升至 2025 年的 247.6 元/平方米，四年累计涨幅约 37%，年均复合增速约 8%。分年看，2022 年公司汽车玻璃 ASP 同比提升约 11.5%，此时新能源车渗透率快速爬坡，增速最高；2023/2024/2025 年 ASP 增速分别为 5.9%/7.5%/8.08%，公司汽车玻璃 ASP 已连续五年保持正增长，且高附加值产品放量的拉动效应仍在强化。公司研发投入持续加码为 ASP 持续提升提供支撑，2025 年公司研发费用达 19.13 亿元，同比增长 14.03%，研发团队规模 6338 人，占公司总人数的 14.90%；公司过去十年累计研发投入超百亿元，在镀膜、调光、HUD、天线集成等领域实现核心技术自主可控。

图表 20 2021-2025 公司 ASP 及同比增长率（%）



资料来源：iFinD，华安证券研究所

图表 21 2021-2025 公司高附加值产品占比及同比



资料来源：iFinD，华安证券研究所

铝饰件协同效应有望持续释放，第二增长曲线逐渐成型。公司国内铝件盈利质量逐季向好，26Q2 营业利润率显著提升。海外方面，公司 2019 年收购的德国 SAM 铝饰件工厂整合持续见效，26 年上半年亏损 217 万欧元、同比减亏 135 万欧元，全年有望实现盈亏平衡。公司正通过国内外铝件业务以及与汽车玻璃业务的协同，持续改善其盈利能力。一方面加强国内外铝件业务之间的产能与客户协同，另一方面推进铝件与汽车玻璃主业在客户资源、渠道网络上的高度协同。产能布局方面，福清、长春基地已投产，上海、重庆基地将陆续建设。2025 年 12 月，公司签约重庆万盛经开区轻量化铝饰件智能制造项目，计划投资 10 亿元建设高端铝合金饰件生产基地，规划年产超 2000 万件铝饰件，覆盖行李架、水切饰条、角窗饰条等六大品类。

3.4 柔性生产响应效率高，客户认证壁垒深厚

柔性生产快速响应，全球服务高效协同。公司凭借强大的研发创新能力、柔性生产能力及前瞻性产能规划，能够快速响应汽车新四化对设计、开发、量产的高要求。公司通过智能制造增强生产柔性，以全面预算为核心，稳步推进精益管理体系建设。海外布局方面，公司将生产运营前移至国际客户所在地，为海外市场的发展

下载日志已记录，仅供内部参考

提供更快、更有价值的服务。在欧洲市场，公司采用“中国大板成型+欧洲增值加工”模式，在中国完成玻璃大板成型与钢化，再将半成品运至匈牙利、斯洛伐克的加工中心做包边、镀膜、装配，兼顾成本优势与本地快速响应能力，使其在欧洲豪华车天窗玻璃细分市场份额已超过40%。

公司认证壁垒护城河深，客户关系长期稳固。客户认证方面，汽车玻璃作为车身安全系统的核心零部件，整车企业对供应商的认证周期长、标准严苛。公司深耕行业数十年，已完成了全球主流车企的供应商认证体系搭建，客户涵盖丰田、大众、通用、特斯拉、宝马、奔驰、本田、日产等全球主流汽车品牌。2025年，公司多家工厂获得上汽通用五菱“全球优秀伙伴奖”、吉利汽车“卓越保障奖”、岚图汽车“优秀合作伙伴”等客户奖项。长期稳定的合作关系叠加新供应商通常需要2年以上认证周期的高壁垒，构成公司客户资源端的深厚护城河。柔性生产体系与客户认证壁垒的双重加持，公司在全球汽车玻璃市场的领先地位稳固。

下载日志已记录，仅供内部参考

4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

营业收入及归母净利润：我们预计公司 26-28 年营业收入分别为 500.4/541.9/583.0 亿元，增速分别 9.3%/8.3%/7.6%。预计归母净利润分别为 97.3/108.2/119.0 亿元，增速分别 4.4%/11.3%/10.0%。在 2025 年较高收入基数上，公司海外工厂逐步进入成熟期，前期高速扩张带来的增量效应会减弱，公司收入增速预计缓慢回落，但仍保持稳定增长。2026 年预计净利润增速低于收入增速，主要由于销售及管理费用继续增加，同时人民币升值带来一定汇兑损失，导致利润端暂时承压；2027-2028 年随着收入规模扩大，利润增速逐步恢复。

毛利率：我们预计公司 2026-2028 年毛利率分别为 37.45%、37.94%和 38.31%，毛利率改善主要来自三个方面：一是汽车玻璃产品结构升级，HUD、天幕、隔音和调光玻璃等产品的单位价值量高于普通玻璃，高附加值产品占比提升带动汽车玻璃整体毛利率改善；二是规模效应逐步释放，随着海外工厂产能利用率提高、成熟项目收入增加，单位制造费用和固定成本进一步摊薄，规模扩张开始从投入期逐步转向盈利贡献期；三是内部配套效率改善，浮法玻璃主要服务于汽车玻璃生产，内部配套能够减少原片采购成本和供应链波动，提高毛利率稳定性。

汽车玻璃：预计 2026-2028 年汽车玻璃收入分别为 456.59 亿元、493.12 亿元和 527.64 亿元，同比增长 9%、8%和 7%。汽车玻璃是公司收入和利润增长的核心来源，未来增长主要来自海外客户配套份额提升以及 HUD、天幕玻璃、隔音玻璃和调光玻璃等高附加值产品渗透率提升。随着单车配套玻璃面积和单车价值量提升，在全球汽车销量增速逐步放缓的背景下公司仍具备通过产品升级实现收入增长的能力；但考虑到汽车玻璃业务规模已经较大，海外产能扩张带来的增量逐步释放，预计收入增速逐步回落。预计 2026-2028 年汽车玻璃毛利率分别为 32.0%、32.5%和 33.0%，主要受高附加值产品占比提升、成熟工厂产能利用率改善以及规模效应释放推动。

浮法玻璃：预计 2026-2028 年浮法玻璃收入分别为 69.33 亿元、73.84 亿元和 78.64 亿元，同比增长 7%、6.5%和 6.5%。浮法玻璃主要为汽车玻璃业务提供原片配套，因此收入增长主要受汽车玻璃产量、内部生产需求和公司产能布局带动，预计维持中个位数增长，并略低于汽车玻璃业务增速。预计 2026-2028 年浮法玻璃毛利率分别为 40.0%、40.5%和 41.0%，随着高品质原片占比提升、能源成本控制、生产效率改善以及内部供应链协同增强，浮法玻璃盈利能力预计保持稳定并小幅改善。

其他主营业务：预计 2026-2028 年其他主营业务收入分别为 50.67 亿元、54.22 亿元和 58.01 亿元，增速保持 7%。该板块主要为铝饰件等汽车配套产品，受客户项目导入和海外业务爬坡带动保持增长，整体表现为稳健扩张。预计 2026-2028 年毛利率分别为 22.5%、23.0%和 23.5%，该业务毛利率预计随规模效应释放小幅改善。

内部交易抵消：预计 2026-2028 年内部抵消金额分别为-83.68 亿元、-87.44 亿元和-90.06 亿元，抵消金额对应增速约为 5%、5%和 3%。内部抵消主要用于抵销集团内部公司之间的重复交易收入和成本，其中浮法玻璃向汽车玻璃业务提

下载日志已记录，仅供内部参考

供原片所形成的内部销售是重要来源。随着汽车玻璃和浮法玻璃内部配套规模扩大，内部交易金额仍会增加，但由于预计两项业务增速逐步放缓，内部抵消金额的增速预计相应回落。

4.2 投资建议

预计公司 26-28 年营业收入分别为 500.4/541.9/583.0 亿元，增速分别为 9.3%/8.3%/7.6%。预计归母净利润分别为 97.3/108.2/119.0 亿元，增速分别为 4.4%/11.3%/10.0%。考虑到 A 股汽车玻璃上市公司规模较小，估值可比性较低，我们选取汽车零部件不同细分领域领先公司作为可比公司，可比公司 26 年对应 PE 均值为 14.5x，公司当前市值对应 26-28 年 PE 分别 15/13/12x。首次覆盖给予“买入”评级。

图表 22 可比公司估值

单位：亿元人民币		总市值	归母净利润			PE		
			2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
601689.SH	拓普集团	796.97	31.24	38.14	45.69	25.5	20.9	17.4
600741.SH	华域汽车	471.02	73.85	80.43	86.74	6.4	5.9	5.4
601799.SH	星宇股份	204.83	17.65	21.97	26.18	11.6	9.3	7.8
行业平均			40.91	46.84	52.87	14.50	12.03	10.23
600660.SH	福耀玻璃	1,413.00	97.25	108.21	119.02	14.5	13.1	11.9

资料来源：可比公司归母净利润来自 ifind 一致预期，福耀玻璃归母净利润来自华安证券研究所测算，截至 2026-09-22

5 风险提示

海外销量不及预期；行业价格竞争激烈；汽车行业景气度下行；上游原材料价格上涨；新品研发落地不及预期

下载日志已记录，仅供内部参考

财务报表与盈利预测

资产负债表 单位:百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	39345	47996	59719	71557
现金	19274	26312	36336	46479
应收账款	8478	9731	10536	11336
其他应收款	170	153	166	178
预付账款	344	376	404	432
存货	6799	7391	7940	8492
其他流动资产	4281	4034	4338	4641
非流动资产	30717	32974	34864	36430
长期投资	413	413	413	413
固定资产	18132	18234	18051	17583
无形资产	1800	2104	2392	2664
其他非流动资产	10373	12224	14009	15770
资产总计	70062	80970	94584	107988
流动负债	25566	26932	29107	31770
短期借款	7610	9610	10610	12110
应付账款	3059	3478	3736	3996
其他流动负债	14898	13845	14760	15664
非流动负债	6944	10202	13722	15752
长期借款	3669	6669	10169	12169
其他非流动负债	3275	3533	3553	3583
负债合计	32510	37134	42828	47522
少数股东权益	-4	-2	0	2
股本	2610	2610	2610	2610
资本公积	9701	9701	9701	9701
留存收益	25246	31528	39445	48153
归属母公司股东权益	37556	43838	51755	60464
负债和股东权益	70062	80970	94584	107988

现金流量表 单位:百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	12055	12787	14407	15915
净利润	9317	9727	10823	11904
折旧摊销	3077	3251	3576	3901
财务费用	600	376	512	626
投资损失	21	10	11	6
营运资金变动	-1284	-639	-524	-530
其他经营现金流	10925	10427	11357	12443
投资活动现金流	-6099	-5487	-5488	-5483
资本支出	-6124	-5049	-5049	-5049
长期投资	0	-8	-8	-8
其他投资现金流	25	-430	-431	-426
筹资活动现金流	-5170	349	1105	-290
短期借款	3021	2000	1000	1500
长期借款	-3544	3000	3500	2000
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	-4648	-4651	-3395	-3790
现金净增加额	507	7038	10024	10143

利润表 单位:百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	45787	50044	54186	58300
营业成本	28722	31301	33628	35965
营业税金及附加	346	375	406	437
销售费用	1328	1451	1571	1691
管理费用	3403	3603	3901	4198
财务费用	-831	111	-15	-101
资产减值损失	-14	-2	-2	-2
公允价值变动收益	3	0	0	0
投资净收益	-38	-10	-11	-6
营业利润	11185	11604	12909	14196
营业外收入	40	41	41	41
营业外支出	64	65	65	65
利润总额	11162	11580	12885	14172
所得税	1845	1853	2062	2268
净利润	9317	9727	10823	11904
少数股东损益	4	2	2	2
归属母公司净利润	9312	9725	10821	11902
EBITDA	13464.28	14941.58	16446.15	17972.36
EPS（元）	3.57	3.73	4.15	4.56

主要财务比率

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力				
营业收入	16.7%	9.3%	8.3%	7.6%
营业利润	23.3%	3.7%	11.2%	10.0%
归属于母公司净利润	24.2%	4.4%	11.3%	10.0%
获利能力				
毛利率（%）	37.3%	37.5%	37.9%	38.3%
净利率（%）	20.3%	19.4%	20.0%	20.4%
ROE（%）	24.8%	22.2%	20.9%	19.7%
ROIC（%）	15.9%	15.3%	14.1%	13.3%
偿债能力				
资产负债率（%）	46.4%	45.9%	45.3%	44.0%
净负债比率（%）	86.6%	84.7%	82.8%	78.6%
流动比率	1.54	1.78	2.05	2.25
速动比率	1.22	1.46	1.73	1.94
营运能力				
总资产周转率	0.69	0.66	0.62	0.58
应收账款周转率	5.50	5.50	5.35	5.33
应付账款周转率	9.81	9.58	9.32	9.30
每股指标（元）				
每股收益	3.57	3.73	4.15	4.56
每股经营现金流(摊薄)	4.62	4.90	5.52	6.10
每股净资产	14.39	16.80	19.83	23.17
估值比率				
P/E	18.14	14.53	13.06	11.87
P/B	4.50	3.22	2.73	2.34
EV/EBITDA	12.38	9.05	7.89	6.85

资料来源：公司公告，华安证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

分析师与研究助理简介

分析师：张志邦，华安证券电新&汽车行业首席分析师，所长助理，香港中文大学金融学硕士，8 年卖方行业研究经验，专注于储能/ 新能源车/电力设备工控行业研究。
分析师：刘千琳，华安证券汽车行业联席首席分析师，凯斯西储大学金融学硕士，10 年行业研究经验。

重要声明

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，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
中性—未来 6 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 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

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。