下载日志已记录，仅供内部参考

福耀玻璃（600660.SH）

强烈推荐（维持）

中游制造/汽车
目标估值：NA
当前股价：54.0 元

份额&ASP 持续提升，稳健分红，行稳致远

公司是全球汽车玻璃龙头企业，全球竞争力强劲。公司已在中国 18 个省市以及美国、俄罗斯、德国、日本、韩国等 12 个国家和地区建立现代化生产基地和商务机构，并在中美德日设立 11 个研发设计中心，产品得到全球知名汽车制造企业及主要汽车厂商的认证和选用。全球市场占有率达 34%，位居全球第一，中国市场占有率约 68%。

❑ 资产质量优异，自由现金流充足，重视股东回报。

公司重视股东回报，上市以来累计现金分红 414.24 亿元。2026 年中期每股派发 1.00 元，合计 26.10 亿元，分红比例 65.73%。资产收益率领跑行业，2025 年公司加权平均 ROE 为 25.56%，经营活动现金流净额 120.55 亿元创历史新高，自由现金流 54.94 亿元。

❑ 加大资本开支，兼具确定性与成长性。

确定性：竞争格局持续优化，虹吸效应加大

公司主要竞争对手旭硝子、板硝子、圣戈班均为综合性工业集团，汽车玻璃仅为其业务之一。2025 年旭硝子汽车玻璃事业收入 5,203 亿日元，集团营业利润率仅约 6.2%、ROE 4.7%；板硝子汽车玻璃事业收入营业利润率仅约 1%，2026 年 3 月北美汽车玻璃业务计提 34 亿日元商誉减值，并已引入外部资本重组、现已退市；圣戈班启动轻资产战略，汽车玻璃不再作为核心业务。全球汽玻四巨头中仅福耀玻璃经营优异，2025 年公司毛利率 37.27%、净利率 20.35%，虹吸效应进一步增强。

成本端延续友好。2026 年上半年国内重碱主流终端均价 1,250 元/吨、同比下跌 14.2%，轻碱主流出厂均价 1,208 元/吨、同比下跌 13.9%，纯碱价格处于近十年低位；上半年全国纯碱产能 4,408 万吨，较 2025 年底增加 8.1%，供给宽松格局短期难以扭转。同时公司高附加值产品占比与 ASP 持续提升，量价与成本两端共同支撑盈利能力。

成长性：加大资本开支，ASP、市占率有望持续提升

公司于 2023 年 12 月、2024 年 1 月先后公告在福清、合肥投资建设汽车玻璃生产基地，合计投资约 90 亿元，部分产能已于 2025 年末进入调试状态；2024 年底美国二期项目建成投产。公司 2025 年资本开支 61.64 亿元、2026H1 为 22.98 亿元，产能储备充足。随着新产能持续爬坡，公司全球市占率有望进一步提升。

2025 年公司汽车玻璃 ASP 为 247.6 元/平方米，较 2024 年 229.1 元/平方米提升约 8.1%。后续随着新能源汽车占比提升，汽车玻璃智能化、高端化、功能化趋势加强，公司 ASP 有望持续上行。

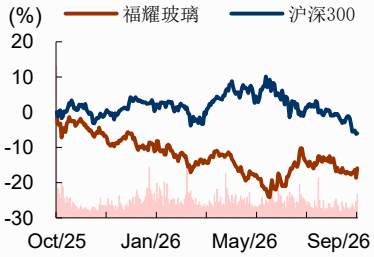
❑ 投资建议：公司高附加值产品占比不断提升，盈利能力持续优化，成本端受益于纯碱价格低位运行，管道天然气价格平稳，LNG 价格小幅上涨但使用较少；全球市占率稳步提升，行业龙头地位凸显。预计 2026、2027、2028 年

基础数据

总股本（百万股）	2610
已上市流通股(百万股)	2003
总市值（十亿元）	140.9
流通市值（十亿元）	108.2
每股净资产（MRQ）	14.6
ROE（TTM）	22.2
资产负债率	48.4%
主要股东	三益发展有限公司
主要股东持股比例	14.97%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	2	-3	-23
相对表现	7	2	-14



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

1、《福耀玻璃（600660）—2026Q2 业绩强劲，持续跑赢行业》2026-08-25
2、《福耀玻璃（600660）—2026Q1 业绩强劲，跑赢行业》2026-04-24
3、《福耀玻璃（600660）—2025 年业绩强劲，持续稳健增长》2026-03-20

汪刘胜 S1090511040037
wangls@cmschina.com.cn
陆乾隆 S1090523060001
luqianlong@cmschina.com.cn

下载日志已记录，仅供内部参考

公司实现归母净利润 87.20、101.95、112.50 亿元，分别对应 16.2、13.8、12.5 倍 PE，业绩下修主要系下游整车需求低于预期，并且 2026 年汇兑损失较大，不影响实际经营，维持“强烈推荐”评级！

- **风险提示：1、下游需求不及预期；2、ASP 提升不及预期；3、原材料价格波动超预期；4、汇率风险。**

财务数据与估值

会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	39252	45787	46978	51206	55814
同比增长	18%	17%	3%	9%	9%
营业利润(百万元)	9075	11185	10480	12247	13510
同比增长	34%	23%	-6%	17%	10%
归母净利润(百万元)	7498	9312	8720	10195	11250
同比增长	33%	24%	-6%	17%	10%
每股收益(元)	2.87	3.57	3.34	3.91	4.31
PE	18.8	15.1	16.2	13.8	12.5
PB	3.9	3.8	3.4	3.1	2.7

资料来源：公司数据、招商证券

下载日志已记录，仅供内部参考

正文目录

一、 公司基本情况分析 5
1、 四十年专注主业，成就全球汽车玻璃龙头 5
2、 股权结构稳定，治理结构清晰 5
3、 十年维度下的持续成长 5
4、 毛利率、净利率与费用管控表现优异 6
5、 ROE 与 ROIC 双升，显著跑赢行业整体 7
6、 汇兑损益扰动下的真实盈利 7
7、 注重股东回报，延续高分红传统 9
8、 自由现金流充沛，支撑逆势扩张 9
9、 海外贡献持续提升 10
二、 行业及公司竞争力分析 10
1、 国内汽车产销温和增长，新能源渗透率快速提升 10
2、 全球产销稳步恢复，中国份额持续提升 11
3、 汽车玻璃四巨头此消彼长，龙头虹吸效应加强 12
4、 ASP 与高附加值占比同步提升 14
5、 原辅材料与能源为核心成本变量 15
6、 国内业务：市占率领先，产能储备充足 17
7、 美国业务：十年从亏损到利润中心，利润率持续爬坡 17
8、 欧洲业务：铝饰件协同布局推进，区域需求待修复 18
9、 核心竞争力：一体化、全球化与技术护城河 19
三、 盈利预测及投资建议 20
1、盈利预测 20
2、投资建议 20
四、 风险提示 21

图表目录

图 1：公司营业收入及同比（2016-2025） 6
图 2：公司归母净利润及同比（2016-2025） 6
图 3：公司毛利率、净利率与期间费用率（2016-2025） 7

下载日志已记录，仅供内部参考

图 4：公司加权平均 ROE、行业整体 ROE 与 ROIC（2016-2025）.....7
图 5：公司汇兑损益与财务费用（2016-2026H1）.....8
图 6：剔除汇兑损益后归母净利润及净利率（2016-2025）.....8
图 7：公司每股股利与股利支付率（2016-2025）.....9
图 8：公司经营现金流、资本开支与自由现金流（2016-2025）.....10
图 9：公司分地区收入结构（2016-2025）.....10
图 10：中国汽车产销与新能源渗透率（2016-2025）.....11
图 11：全球汽车产量、销量与中国的份额（2016-2024）.....12
图 12：全球汽车玻璃市占率：2015 vs 2025.....12
图 13：中国汽车玻璃市场份额（2023）.....12
图 14：公司汽车玻璃 ASP 及同比增速（2016-2025）.....14
图 15：高附加值产品占比同比提升幅度.....15
图 16：汽车玻璃成本构成（2024 年报口径）.....15
图 17：浮法玻璃成本构成（2024 年报口径）.....15
图 18：纯碱、天然气价格与海运费走势（2023H1-2026H1）.....16
图 19：公司研发费用（2017-2025）.....19
图 20：公司期间费用率趋势（2017-2025）.....19
图 21：福耀玻璃历史 PE Band.....22
图 22：福耀玻璃历史 PB Band.....22

表 1：公司前十大股东（截至 2026-06-30）.....5
表 2：全球汽车玻璃四巨头经营对比.....13
表 3：公司美国子公司经营情况与利润率趋势（2016-2026H1）.....18
表 4：公司盈利预测（亿元）.....20

下载日志已记录，仅供内部参考

一、公司基本情况分析

1、四十年专注主业，成就全球汽车玻璃龙头

福耀玻璃工业集团股份有限公司（简称“福耀玻璃”，股票代码 600660.SH / 03606.HK）成立于 1987 年，1993 年在上海证券交易所上市，2015 年在香港联合交易所上市，是全球规模最大的汽车玻璃专业供应商。公司主营业务为汽车玻璃与浮法玻璃的研发、生产、销售及服务，产品覆盖前挡风玻璃、侧窗、后挡、天窗以及模块化总成，并延伸至铝饰件业务。公司已在中国 18 个省市以及美国、俄罗斯、德国、日本、韩国等 12 个国家和地区建立现代化生产基地和商务机构，并在中美德日设立 11 个研发设计中心，产品得到全球主要汽车厂商的认证和选用。

2、股权结构稳定，治理结构清晰

截至 2026 年 6 月 30 日，公司总股本 26.10 亿股，其中 A 股 20.14 亿股、H 股 5.96 亿股。第一大股东为三益发展有限公司，持股 3.91 亿股、占总股本 14.97%，实际控制人为曹德旺先生；河仁慈善基金会持股 1.70 亿股、占 6.50%，该基金会由曹德旺先生捐赠设立。香港中央结算有限公司（陆股通）持股 3.90 亿股、占 14.93%，HKSCC NOMINEES LIMITED 代表 H 股股东持股 5.96 亿股、占 22.83%。公司股权结构稳定、管理层长期稳定，为长期主义经营提供了扎实的治理基础。

表 1：公司前十大股东（截至 2026-06-30）

排名	股东名称	持股数量（股）	持股比例
1	HKSCC NOMINEES LIMITED（H 股持有人）	595,825,494	22.83%
2	三益发展有限公司（曹德旺家族控股平台）	390,578,816	14.97%
3	香港中央结算有限公司（陆股通）	389,578,089	14.93%
4	河仁慈善基金会（曹德旺捐赠设立）	169,512,888	6.50%
5	白永丽	39,499,815	1.51%
6	李海清	25,785,862	0.99%
7	李福清	24,291,709	0.93%
8	福建省耀华工业村开发有限公司	24,077,800	0.92%
9	农银大成高鑫股票型证券投资基金	23,907,790	0.92%
10	中国人寿保险-传统-普通保险产品	20,942,486	0.80%

资料来源：公司公告、iFinD、招商证券

3、十年维度下的持续成长

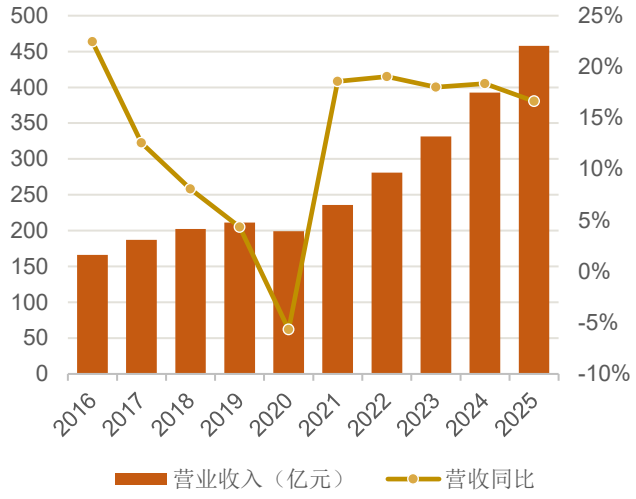
公司营业收入由 2016 年的 166.21 亿元增长至 2025 年的 457.87 亿元，十年间增长 1.75 倍，年复合增长率 11.9%；归母净利润由 31.44 亿元增长至 93.12 亿元，十年间增长 1.96 倍，年复合增长率 12.8%。2019—2020 年受国内汽车行业景气度下行及疫情冲击，公司收入增长放缓、利润明显回落；2021 年起随着海外需求修复、新能源汽车放量以及高附加值产品占比提升，公司进入新一轮成长期，2021—2025 年收入年复合增长率 18.0%、归母净利润年复合增长率 31.2%。2026H1 公司实现营业收入 219.71 亿元、同比+2.44%，归母净

下载日志已记录，仅供内部参考

利润 39.70 亿元、同比-17.37%，利润下滑主要受汇兑损失以及美国工厂火情造成的一次性损失影响，收入端仍保持稳健增长，且明显优于同期国内汽车产销 4%左右的下滑幅度。

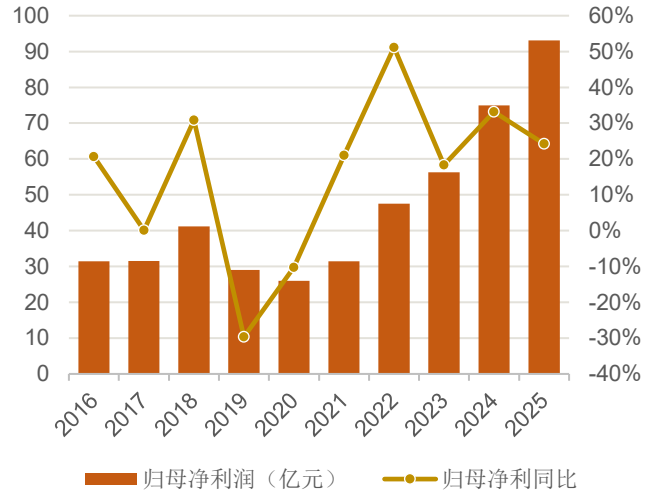
从盈利质量看，公司归母净利润增速长期高于收入增速。2022—2025 年公司归母净利润同比增速分别为 51.16%、18.37%、33.20%、24.20%，均高于同期收入增速，反映出公司在规模扩张的同时实现了产品结构升级与经营效率提升。

图 1：公司营业收入及同比（2016-2025）



资料来源：iFinD、公司年报、招商证券

图 2：公司归母净利润及同比（2016-2025）



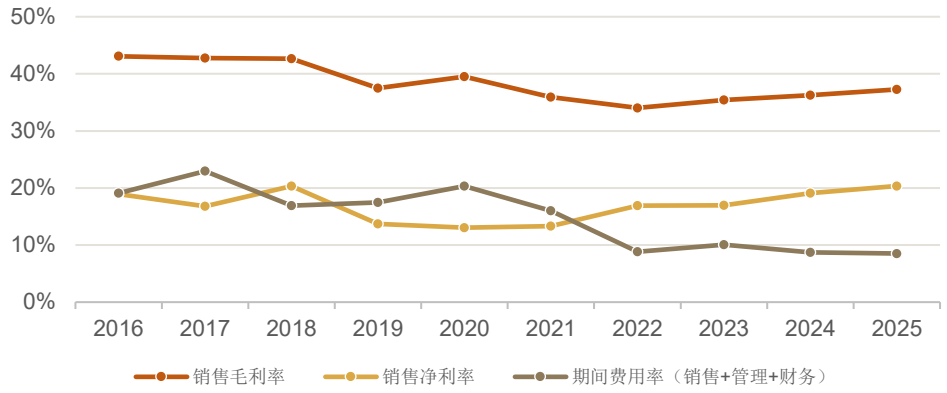
资料来源：iFinD、公司年报、招商证券

4、毛利率、净利率与费用管控表现优异

2016 年以来公司销售毛利率维持在 34%—43% 区间，2022 年受纯碱、天然气等能源原材料价格大幅上涨影响回落至 34.03% 的低点，此后随着成本端回落、ASP 提升以及规模效应释放持续修复，2025 年毛利率回升至 37.27%，较 2022 年低点提升 3.24 个百分点。销售净利率走势与毛利率基本一致，2025 年达到 20.35% 的历史高位，较 2016 年提升 1.44 个百分点。费用管控成效显著，销售费用率由 2016 年的 7.13% 下降至 2025 年的 2.90%，期间费用率（销售+管理+财务）由 19.12% 下降至 8.52%，主要得益于规模效应下单位费用摊薄。2026H1 公司综合毛利率 38.84%、同比提升 1.78 个百分点，其中汽车玻璃业务毛利率 32.45%、同比提升 1.55 个百分点，浮法玻璃业务毛利率 41.58%、同比提升 2.18 个百分点，主营业务盈利能力仍在改善。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 3：公司毛利率、净利率与期间费用率（2016-2025）



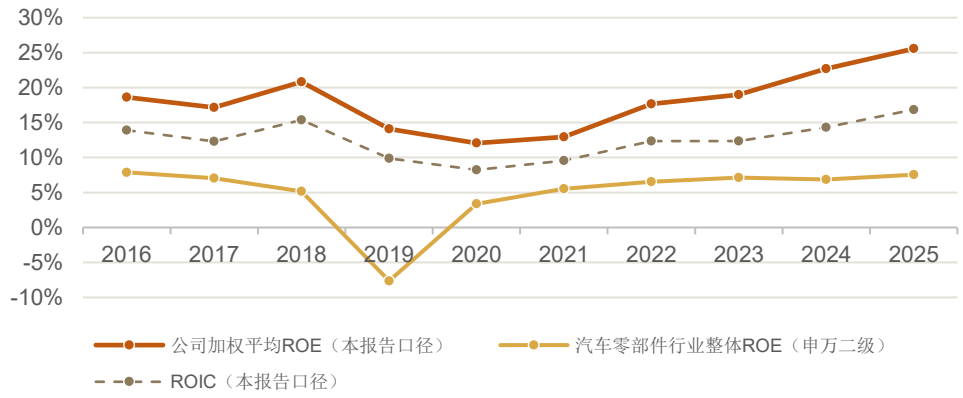
资料来源：iFinD、公司年报、招商证券

5、ROE 与 ROIC 双升，显著跑赢行业整体

2016—2025 年公司加权平均净资产收益率（ROE）由 18.62% 提升至 25.56%，2020 年因疫情影响回落至 12.06% 的低点后连续五年回升；投入资本回报率（ROIC）由 2016 年的 13.90% 提升至 2025 年的 16.86%。公司在持续保持高资本开支的同时实现 ROE 与 ROIC 同步提升，新增产能的边际投资回报良好，扩张并未摊薄股东回报。

与行业整体比较，公司 ROE 长期显著领先。同期 A 股汽车零部件行业（申万二级）整体 ROE 由 2016 年的 7.89% 波动下行至 2019 年的-7.63%（行业经历商誉减值与产能出清），2020 年起逐步修复至 2025 年的 7.57%。公司 ROE 相对行业整体的超额收益（ROE 差值）在十年间始终为正，且从 2016 年的约 10.7 个百分点扩大至 2025 年的约 18.0 个百分点。值得注意的是，行业整体 ROE 的波动主要来自周期与减值因素，而公司 ROE 的波动主要来自汇兑损益与产能投放节奏，反映的是经营质量差异而非周期同步性。

图 4：公司加权平均 ROE、行业整体 ROE 与 ROIC（2016-2025）



资料来源：iFinD、公司年报、招商证券

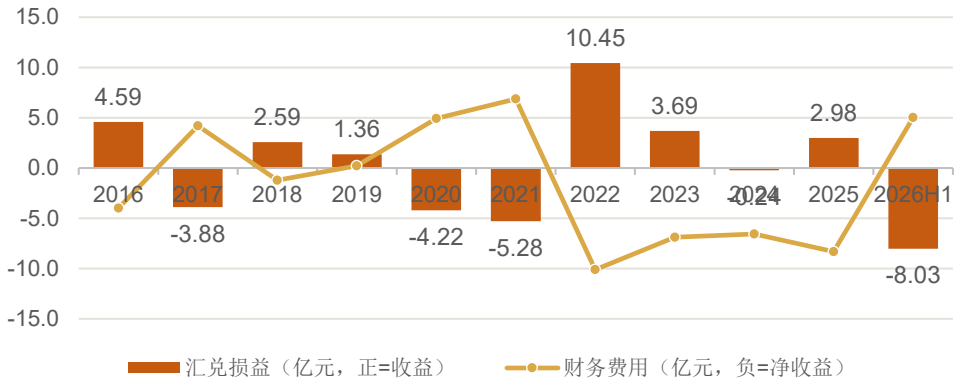
6、汇兑损益扰动下的真实盈利

公司海外收入占比接近 46%，美元、欧元资产与负债规模较大，汇兑损益对表

下载日志已记录，仅供内部参考

观利润影响较为明显。2016—2025 年公司汇兑损益分别为 +4.59、-3.88、+2.59、+1.36、-4.22、-5.28、+10.45、+3.69、-0.24、+2.98 亿元，十年间正负交替、单一年度波动幅度最高超过 10 亿元。其中 2017 年受人民币升值影响录得汇兑损失 3.88 亿元，2020 年损失扩大至 4.22 亿元，2022 年则因美元升值录得汇兑收益 10.45 亿元，对当年利润增长贡献显著。2026H1 受人民币汇率走势影响，公司汇兑损失 8.03 亿元，而上年同期为汇兑收益 6.02 亿元，两者形成近 14 亿元的利润缺口，直接导致当期利润总额同比-19.95%。剔除汇兑损益影响后，公司主营业务盈利的稳定性显著优于表观数据。

图 5：公司汇兑损益与财务费用（2016-2026H1）

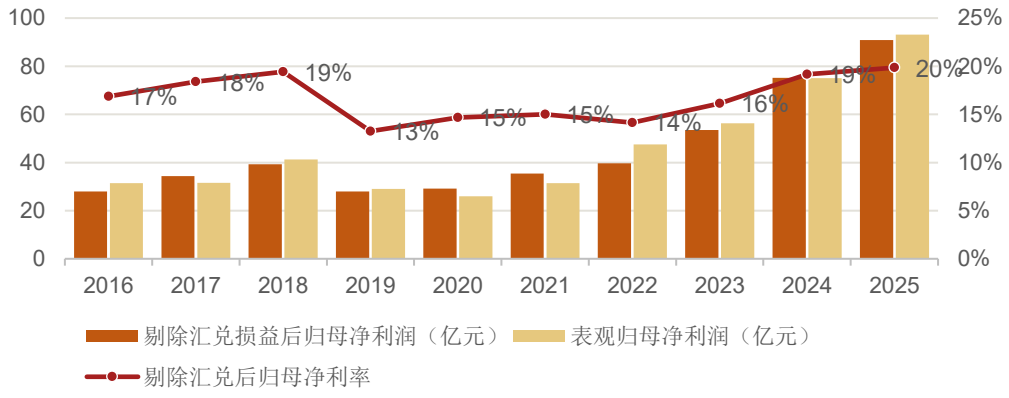


资料来源：iFinD、公司年报、招商证券

剔除汇兑损益后，公司归母净利润由 2016 年的 28.00 亿元增长至 2025 年的 90.89 亿元，十年年复合增长率 14.0%，增速高于表观归母净利润的 12.8%。

从归母净利率看，剔除汇兑损益后的净利率由 2016 年的 16.85% 提升至 2025 年的 19.85%，与表观净利率（20.35%）趋势基本一致，但波幅明显收窄：表观净利率在 2019—2020 年因美国工厂爬坡与疫情回落至 13.73%、13.05%，剔除汇兑后为 13.25%、14.66%，2020 年反而高于表观值（当年汇兑损失 4.22 亿元拖累表观利润）。2026H1 受人民币升值影响，公司汇兑损失 8.03 亿元（上年同期为汇兑收益 6.02 亿元），导致表观归母净利润 39.70 亿元、同比-17.37%，归母净利率 18.07%；按同口径还原后，2026H1 归母净利润约 45.72 亿元、还原后归母净利率 20.81%，同比提升 1.68 个百分点。

图 6：剔除汇兑损益后归母净利润及净利率（2016-2025）



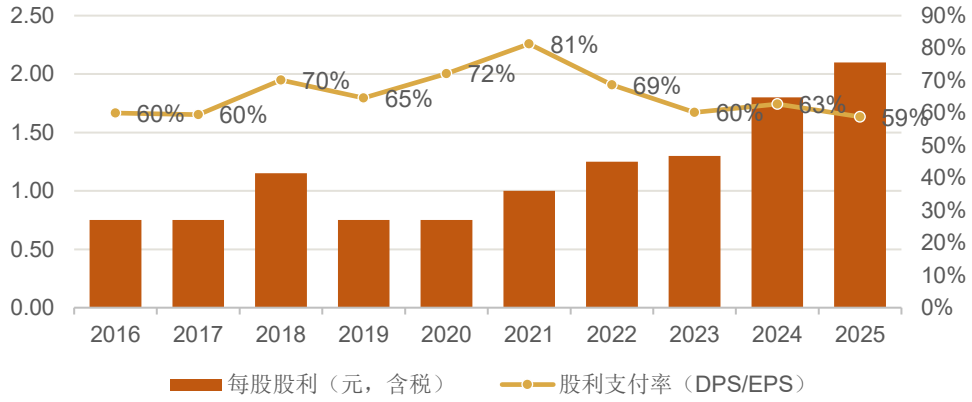
下载日志已记录，仅供内部参考

资料来源：iFinD、公司年报、招商证券

7、注重股东回报，延续高分红传统

公司长期保持较高的分红水平。2016—2025 年每股股利由 0.75 元提升至 2.10 元，年复合增长率 12.1%，十年间累计每股派现 11.60 元。股利支付率长期维持在 58%—81% 区间，其中 2016 年为 60.0%、2021 年因当年利润基数偏低升至 81.3%、2025 年度为 58.85%，持续高于公司章程约定的最低分红比例。上市以来公司累计现金分红 414.24 亿元，累计派现与累计募资之比约 3.33 倍，位居汽车零部件行业第 3 名，为股东的长期回报提供了有力保障。

图 7：公司每股股利与股利支付率（2016-2025）



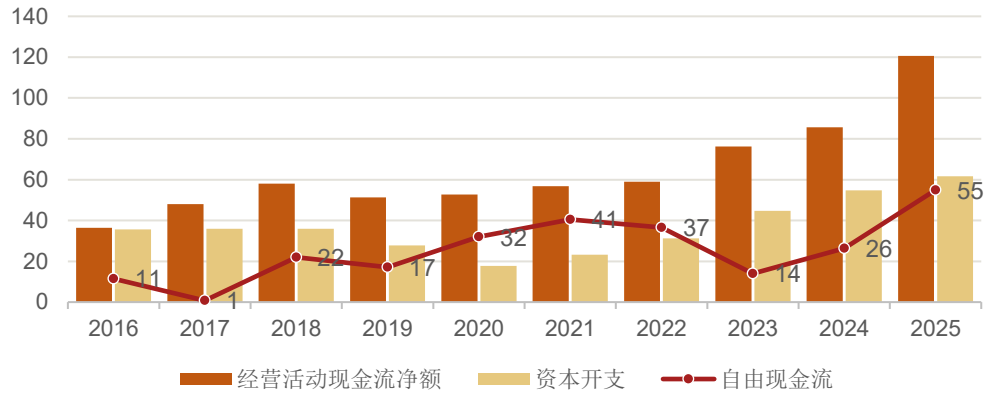
资料来源：iFinD、公司年报、招商证券

8、自由现金流充沛，支撑逆势扩张

公司经营活动产生的现金流量净额由 2016 年的 36.37 亿元增长至 2025 年的 120.55 亿元，十年年复合增长率 14.2%，2025 年净利润现金含量达 129.39%，现金流质量优异。同期公司资本开支由 35.68 亿元波动上行至 2025 年的 61.64 亿元，2025 年自由现金流达 58.91 亿元。2026H1 公司经营活动现金流净额 45.51 亿元、资本开支 22.98 亿元。充裕的经营现金流为公司在行业下行期逆势扩张提供了坚实支撑，也使公司能够在竞争对手收缩资本开支的阶段持续承接全球份额。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 8：公司经营现金流、资本开支与自由现金流（2016-2025）

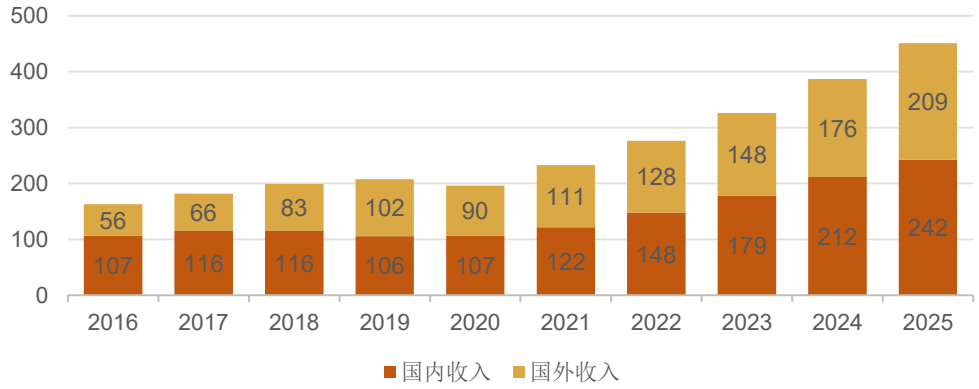


资料来源：iFinD、公司年报、招商证券

9、海外贡献持续提升

2016—2025 年，公司国内收入由 106.75 亿元增长至 242.41 亿元，年复合增长率 9.5%；国外收入由 56.16 亿元增长至 208.57 亿元，年复合增长率 15.7%，增速显著快于国内。海外收入占比由 2016 年的 33.8% 提升至 2025 年的 45.6%。2026H1 末公司境外资产 252.96 亿元，占总资产的 34.21%。海外市场的快速扩张一方面来自美国工厂产能利用率提升，另一方面来自欧洲、亚太等地区配套份额的持续提升。

图 9：公司分地区收入结构（2016-2025）



资料来源：iFinD、公司年报、招商证券

二、行业及公司竞争力分析

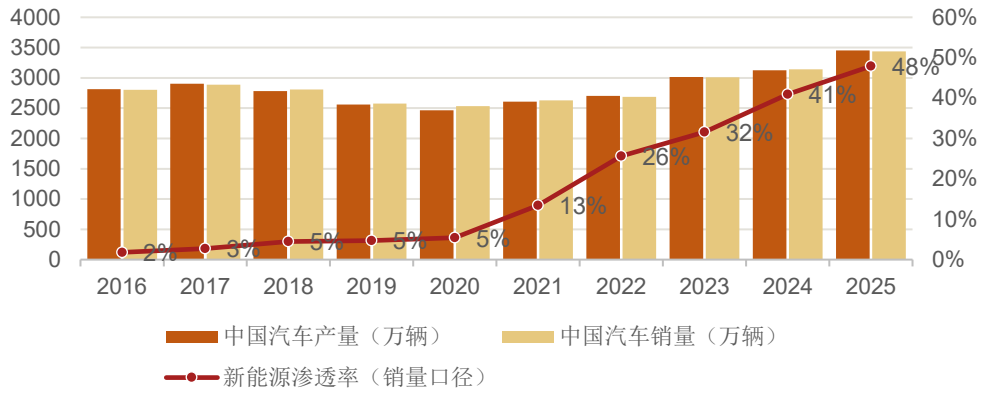
1、国内汽车产销温和增长，新能源渗透率快速提升

中国汽车产量由 2016 年的 2,811.9 万辆增长至 2025 年的 3,453.1 万辆，年复合增长率 2.3%；销量由 2,802.8 万辆增长至 3,440.0 万辆。2018—2020 年行业经历连续调整，产量一度回落至 2,462.5 万辆的低点；2021 年起在新能源

下载日志已记录，仅供内部参考

汽车快速放量的带动下，行业重回增长通道，2025 年国内汽车产销量同比分别增长 10.4%、9.4%。新能源汽车渗透率（销量口径）由 2016 年的 1.8% 快速提升至 2025 年的 47.9%。2026H1 国内汽车产量 1,499.3 万辆、同比-4.0%，销量 1,501.7 万辆、同比-4.1%。对汽车玻璃行业而言，新能源汽车带来的不仅是量的支撑，更重要的是单车玻璃面积与价值量的提升。新能源车型普遍采用全景天幕、大面积前挡、低辐射镀膜、抬头显示（HUD）等配置，单车玻璃面积与单价均明显高于传统燃油车，成为汽车玻璃 ASP 上行的核心驱动力。

图 10：中国汽车产销与新能源渗透率（2016-2025）



资料来源：中国汽车工业协会、招商证券

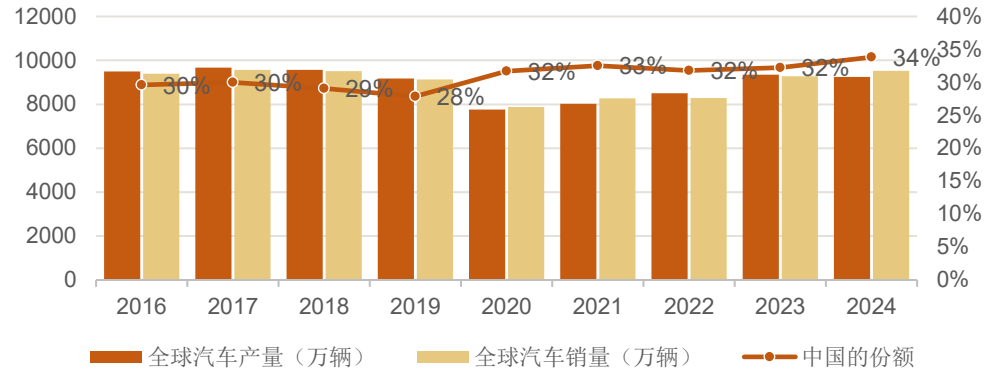
2、全球产销稳步恢复，中国份额持续提升

据世界汽车组织（OICA）统计，全球汽车产量由 2016 年的 9,497.7 万辆下降至 2020 年的 7,762.2 万辆，此后逐年恢复至 2024 年的 9,250.4 万辆，尚未完全回到 2017 年 9,674.7 万辆的峰值水平。全球汽车销量走势与产量基本同步：2017 年达到 9,566 万辆的阶段高点，2020 年受疫情冲击降至 7,878.8 万辆（同比约-13.7%），2021 年回升至 8,275.5 万辆，2023 年恢复至 9,272.5 万辆，2024 年进一步升至 9,531.5 万辆，已超过疫情前（2019 年 9,130 万辆）水平。产销缺口的持续存在（2024 年销量高出产量约 281 万辆）反映全球渠道库存处于回补阶段。分区域看，中国在全球汽车产量中的份额由 2016 年的 29.6% 提升至 2024 年的 33.8%，成为全球汽车产业链最重要的制造基地。海外市场方面，欧洲汽车产量受能源成本高企与需求疲软影响恢复缓慢，北美市场相对稳健，新兴市场（印度、东南亚、南美）成为全球增量的重要来源。

从竞争格局的区域分布看，全球汽车玻璃四巨头中，福耀玻璃凭借中国制造成本优势与全球化产能布局，在北美、欧洲、亚太等主要市场同步提升配套份额；海外巨头则因本土制造成本高企、业务重心向建材及电子等领域分散，持续收缩汽车玻璃资本开支，行业集中度进一步提升。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 11：全球汽车产量、销量与中国的份额（2016-2024）



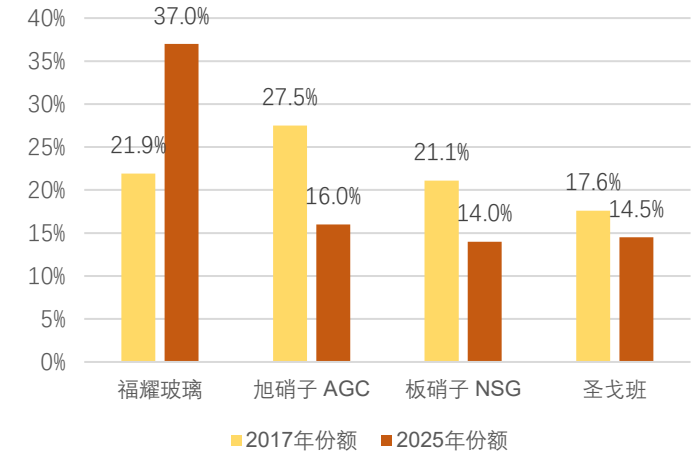
资料来源：OICA、中国汽车工业协会、招商证券

3、汽车玻璃四巨头此消彼长，龙头虹吸效应加强

汽车玻璃行业集中度较高，高壁垒属性突出：一是重资产投入高，汽车级浮法玻璃与深加工产线资本开支大；二是产品认证周期长，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；三是运输半径受限，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；四是客户黏性强，整车厂更换供应商的成本较高。

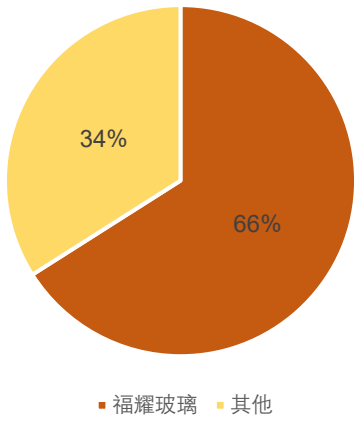
从全球份额变化看，2017 年福耀玻璃全球市占率约 21.9%，落后于旭硝子（27.5%），与板硝子（21.1%）接近、高于圣戈班（17.6%）；至 2025 年，福耀玻璃全球市占率提升至约 37%，跃居全球第一，旭硝子、板硝子、圣戈班份额分别收缩至约 16%、14%、15%。口径方面，公司官方口径相对保守，为全球市占率约 34%、中国市占率约 68%。

图 12：全球汽车玻璃市占率：2017 vs 2025



资料来源：智研咨询、新浪财经、招商证券

图 13：中国汽车玻璃市场份额（2023）



资料来源：华经产业研究院、招商证券

海外巨头的经营困境为公司提供了持续获取份额的窗口。从增速看，四巨头已出现明显分化：福耀玻璃 2025 年营业收入 457.87 亿元、同比+16.65%，是全

下载日志已记录，仅供内部参考

球唯一保持双位数增长的企业；AGC 2025/12 期营业收入 20,588 亿日元、同比-0.4%，连续两年负增长；板硝子 2026/3 期收入 8,795 亿日元、同比+4.5%，增长主要来自建筑玻璃；圣戈班 2025 年销售额 465 亿欧元、同比+2.1%（当地货币口径），有机销售额同比-0.5%，第四季度有机增速-0.6%。

从盈利能力看，差距更为悬殊。福耀玻璃 2025 年集团营业利润率 24.4%、汽车玻璃毛利率约 31.3%；AGC 集团营业利润率仅 6.2%，其汽车玻璃事业 2025 年收入 5,203 亿日元、折合人民币约 225 亿元，收入利润率约 2.7%；板硝子集团营业利润率 3.3%，汽车玻璃事业收入营业利润率仅约 1%，且北美汽车玻璃业务计提商誉减值 34 亿日元；圣戈班集团营运利润率 11.4%，但汽车玻璃归属工业部门、未单独披露，且已被明确为非核心业务方向。

从近两年经营动态看，海外巨头的收缩与重组明显加速：

AGC 方面，公司 2026 年上半年营业收入 11,006 亿日元、同比+10.6%，营业利润 647 亿日元、同比+19.6%，但汽车玻璃分部营业收入 2,803 亿日元、同比+9.6% 的同时营业利润 133 亿日元、同比-11.9%，利润率由约 5.9% 降至 4.7%，公司在决算说明中明确指出下滑源于“欧洲与美国的制造成本上升”；公司 FY2026 全年指引归母净利润 770 亿日元、ROE 5.20%，汽车分部营业利润指引 320 亿日元、同比+9%，并已将战略重心转向半导体材料、电子材料等高壁垒领域。

板硝子（NSG）方面，公司 2026 年 3 月期实现营业收入 8,795 亿日元、同比+4.5%，营业利润 288 亿日元、同比+74.5%，最终损益扭亏为盈 44 亿日元，但其中包含递延税资产 88 亿日元的一次性贡献，且利润改善主要来自建筑玻璃业务（营业利润率约 8%），汽车玻璃事业营业利润同比减少约 27 亿日元、收入营业利润率仅约 1%。公司已接受阿波罗全球管理（Apollo）约 37 亿美元（约 5,900 亿日元）的收购要约，并获合计约 3,000 亿日元资本支援（1,650 亿日元增资 + 1,400 亿日元债转股），预计 2026 年 11 月退市重组，标志其从公开资本市场退出。

圣戈班方面，公司 2025 年销售额 465 亿欧元、同比+2.1%，营运利润 53 亿欧元、同比+3.8%，营运利润率稳定在 11.4%，归母净利润 28.8 亿欧元，ROCE 14%，自由现金流 38 亿欧元（同比增长约 29%）。集团已成功完成 2021—2025 年“Grow & Impact”规划并启动 2026—2030 年“Lead & Grow”新战略，规划将资产轮换规模提升至销售额的 20% 以上，重点投向化学建材（2025 年收购 Cemix、FOSROC，化学建材整体增长 15.9%）与高增长地区，汽车玻璃不再作为核心业务方向；2026 年集团 EBITDA 利润率指引为 15% 以上。

表 2：全球汽车玻璃四巨头经营对比

公司	集团营业收入（人民币）	营业收入增速	集团营业利润（人民币）	营业利润率	汽车玻璃业务收入（人民币）	汽车玻璃业务盈利情况
福耀玻璃（2025A）	457.87 亿元（本币计）	+16.65%	111.85 亿元	24.4%	418.89 亿元	汽车玻璃毛利率约 31.3%
旭硝子 AGC（2025/12 期）	20,588 亿日元 ≈889 亿元人民币	-0.4%	1,275 亿日元 ≈55 亿元	6.2%	汽车玻璃 5,203 亿日元 ≈225 亿元	汽车玻璃收入利润率约 2.7%，为集团主要盈利来源；集团 ROE 仅 4.7%
板硝子 NSG（2026/3 期）	8,795 亿日元 ≈380 亿元人民币	+4.5%	288 亿日元 ≈12 亿元	3.3%	汽车玻璃约占集团收入 50% ≈190 亿元	汽车玻璃营业利润率仅约 1%；北美汽玻计提商誉减值 34 亿日元
圣戈班	465 亿欧元 ≈3,592	+2.1%	53 亿欧元（营运	11.4%	汽车玻璃为工业部	集团营运利润率 11.4%、

下载日志已记录，仅供内部参考

（2025A）	亿元人民币	利润）	≈409 亿元	门内业务	未单独披露	ROCE 14%；汽车玻璃非核心业务，轻资产战略下持续收缩

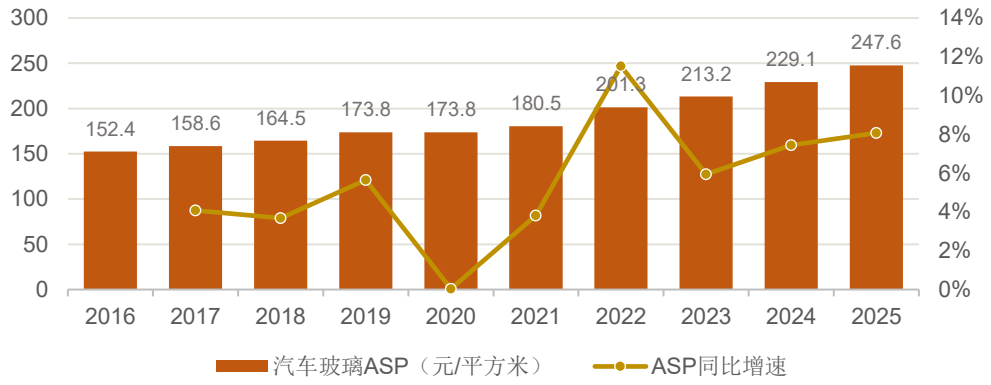
资料来源：各公司年报/公告、中国外汇交易中心（汇率）、招商证券

综合来看，全球汽车玻璃四巨头中仅福耀玻璃保持持续优异的盈利能力与增长动能：2025 年公司销售毛利率 37.27%、销售净利率 20.35%、ROE 25.56%，全面远超海外竞争对手。海外巨头扩张意愿减弱的背后，是本土制造成本高企（AGC 明确提及欧美制造成本上升）叠加业务重心分散（AGC 转向半导体材料、圣戈班转向化学建材、板硝子引入外部资本重组退出），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以及全球化产能布局，持续承接海外巨头退出的份额，行业龙头虹吸效应进一步增强。

4、ASP 与高附加值占比同步提升

汽车玻璃 ASP 持续上行且十年维度趋势清晰。按公司汽车玻璃业务收入与销量测算，平均单价（ASP）由 2016 年的 152.41 元/平方米提升至 2025 年的 247.60 元/平方米，十年提升 62.5%，年复合增长率 5.5%。其中 2019—2020 年单价基本持平（173.77、173.84 元/平方米），2021 年恢复增长，2022 年起明显加速：2022 年同比+11.5%、2023 年+5.9%、2024 年+7.4%、2025 年+8.1%，反映出智能电动车型对高价值玻璃产品的需求快速释放。

图 14：公司汽车玻璃 ASP 及同比增速（2016-2025）

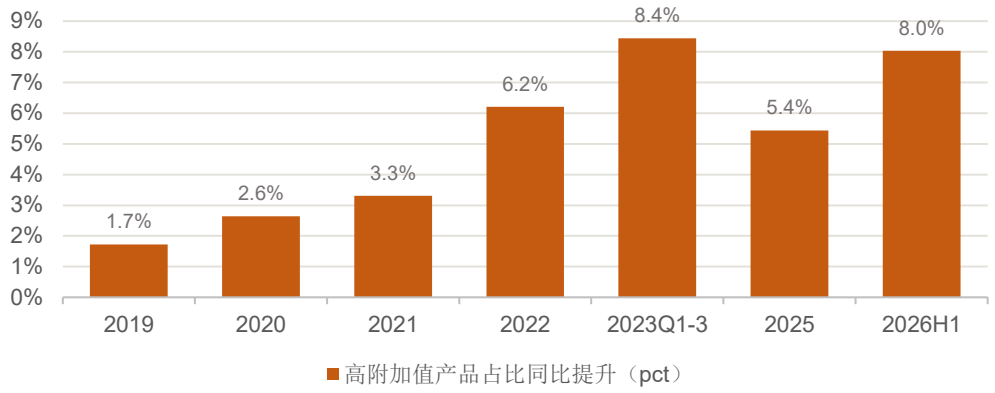


资料来源：公司年报、iFinD、招商证券

高附加值产品占比持续提升是 ASP 上行的核心驱动力。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等产品占比逐年提高。公司披露口径下，2024 年高附加值产品收入占汽车玻璃收入的比重约 49%，2025 年提升至约 54%、同比提升 5.4 个百分点；2026H1 高附加值产品占比较上年同期提升 8.03 个百分点。产品结构的持续优化，使公司在汽车行业总量温和增长的背景下仍能实现单价与盈利能力的同步提升。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 15：高附加值产品占比同比提升幅度

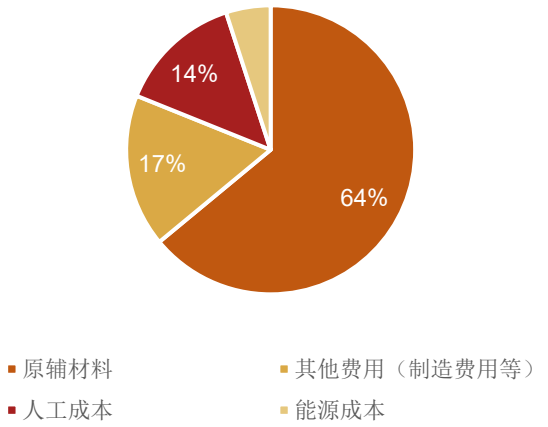


资料来源：公司年报、iFinD、招商证券

5、原辅材料与能源为核心成本变量

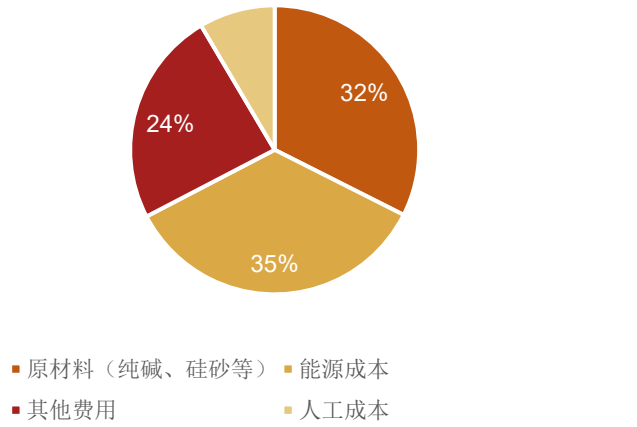
公司汽车玻璃成本构成中，原辅材料占比 64.0%，其他费用（含制造费用等）占比 17.1%，人工成本占比 13.9%，能源成本占比 5.0%。原辅材料以浮法玻璃原片为主，另包含 PVB 中间膜、纯碱、石英砂等。由于公司自制浮法玻璃原片，浮法玻璃的成本结构直接影响汽车玻璃成本，其中原材料占比 32.4%（纯碱约占 53%、石英砂约占 27%）、能源成本占比 34.9%、其他费用占比 24.1%、人工成本占比 8.5%。由此可见，纯碱与天然气价格是公司成本端最核心的两个变量；此外，公司欧洲业务以“国内生产+欧洲本地化增值加工”模式为主，产品自国内出口，海运费亦构成成本端的重要边际变量。

图 16：汽车玻璃成本构成（2024 年报口径）



资料来源：公司年报、华经产业研究院、招商证券

图 17：浮法玻璃成本构成（2024 年报口径）



资料来源：公司年报、华经产业研究院、招商证券

（1）纯碱：价格处于近十年低位，供给宽松格局延续

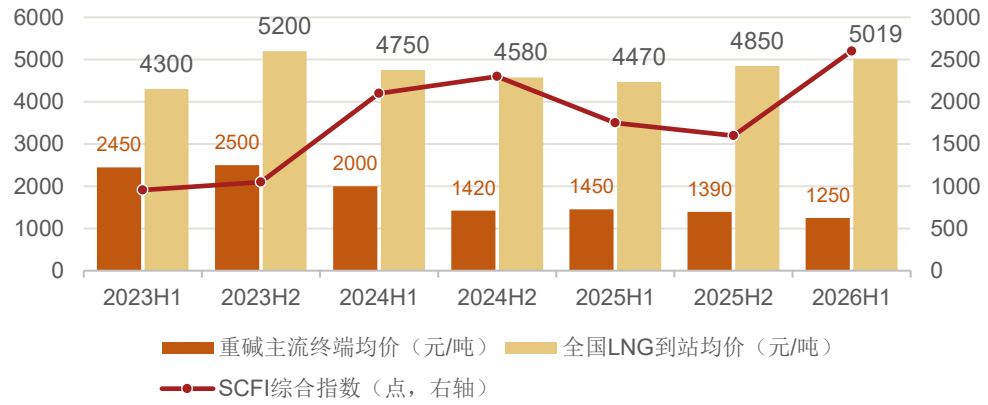
纯碱是浮法玻璃的核心原材料，公司浮法原材料中纯碱占比约 53%，是成本端弹性最大的单一品种。从价格走势看，国内重碱主流终端均价由 2023 年上半年的约 2,450 元/吨、下半年的约 2,500 元/吨，回落至 2024 年上半年的约

下载日志已记录，仅供内部参考

2,000 元/吨（同比-18.4%）、下半年的约 1,420 元/吨；2025 年全年在 1,390—1,450 元/吨区间低位震荡；2026 年上半年进一步降至 1,250 元/吨、同比再降约 13.8%，已处于近十年低位。

纯碱价格持续下行的根本原因是供给端的大幅扩张。据中国经营网报道，2026 年上半年全国纯碱产能已达 4,408 万吨，较 2025 年底增加 8.1%，刷新近五年峰值；而下游浮法玻璃与光伏玻璃需求景气度偏低，供需格局明显宽松。向后展望，年内新增产能仍在陆续释放，在供给过剩格局未扭转前，纯碱价格中枢预计维持低位，公司作为浮法与汽车玻璃一体化企业，纯碱降价带来的成本红利可全额留存于体内。

图 18：纯碱、天然气价格与海运费走势（2023H1-2026H1）



资料来源：卓创资讯、隆众资讯/上海石油天然气交易中心、上海航运交易所、招商证券

（2）天然气：国内管道气平稳，海外用能成本上行

能源成本占浮法玻璃成本的 34.9%，是最高的单一成本项；占汽车玻璃营业成本约 5%。公司浮法产线以天然气为主要燃料，截至 2025 年，全国浮法玻璃工厂年产能约 208 万吨。从价格看，国内与海外呈现明显分化：国内方面，公司除福清工厂（产能约 45 万吨）采用 LNG 外，其余工厂均使用管道天然气，而政府对管道天然气价格高度管控，价格长期较为平稳；据隆众资讯/上海石油天然气交易中心口径，全国 LNG 到站均价于 2023 年下半年达到约 5,200 元/吨的阶段性高点，2024 年回落至 4,580—4,750 元/吨，2025 年进一步降至 4,470—4,850 元/吨，2026 年上半年回升至 5,019 元/吨（同比+12.3%）。

海外方面，用能成本压力明显更大。2026 年以来受中东地缘冲突影响，进口现货 LNG 价格显著上行，欧洲天然气与电价、海运费同步上涨，对海外基地用能成本形成压力。即使 2026 年福清工厂天然气成本同比上涨 50%，对公司整体毛利率的拖累也仅约 0.6 个百分点，天然气风险总体可控；叠加公司已于 2025 年底锁定 PVB 采购价格，成本端确定性进一步上升。总体看，纯碱下行与国内天然气平稳形成正向贡献，海外用能成本上行则构成部分对冲。

（3）海运费：2026 年先抑后扬，欧洲线相对偏弱

公司欧洲业务主要通过“国内生产+欧洲本地化增值加工”的“1+N”模式开展，

下载日志已记录，仅供内部参考

产品自国内出口，海运成本直接影响出口欧洲的产品成本，故海运费是成本端不可忽略的第三个变量。从上海航运交易所 SCFI 综合指数看，2024 年上半年在红海绕行推动下均值高达约 2,100 点（同比+119.9%），2024 年下半年进一步升至约 2,300 点（同比+19.1%）；2025 年随着运力释放与需求走弱，指数回落至上半年约 1,750 点（同比-16.7%）、下半年约 1,600 点（同比-30.4%），为公司 2025 年出口成本改善提供了支撑。

2026 年以来海运费再度走强，但结构分化明显。SCFI 综合指数上半年均值回升至约 2,600 点（同比+48.6%），主因美线运价大幅上涨（美西航线一度达 7,339 美元/FEU）与船司挺价；而欧洲线表现相对偏弱，上海至欧洲基本港运价约 2,545 美元/TEU、呈周环比下跌态势，SCFIS 欧线约 2,882.69 点。欧线走弱主要由于欧洲进口需求处于淡季、船司主动降价揽货以及红海复航预期升温。对公司而言，欧洲线运费相对偏弱有利于出口欧洲业务成本的边际改善，而美线运价上行对国内出口美国的少数产品形成一定压力，但公司美国业务以本地化生产为主，受海运成本影响相对有限。

综合三项成本变量看，2026 年公司成本端呈现“纯碱大幅下行、国内天然气平稳、海运费整体上行但欧洲线偏弱”的组合。

6、国内业务：市占率领先，产能储备充足

国内市场是公司的基本盘。按公司官方口径，公司中国汽车玻璃市场占有率约 68%；截至 2023 年，公司在中国汽车玻璃市场份额约 66%，处于绝对领先地位。2025 年公司国内收入 242.41 亿元，占营业收入的 52.9%。

产能方面，公司于 2023 年 12 月、2024 年 1 月先后公告在福建福清、安徽合肥投资建设汽车玻璃生产基地，合计投资约 90 亿元，部分产能已于 2025 年末进入调试状态，进一步巩固了公司在国内东南、华东汽车产业集群的配套能力，为后续份额提升提供了产能保障。

7、美国业务：十年从亏损到利润中心，利润率持续爬坡

美国业务是公司全球化战略的核心支点。经过近十年的产能爬坡与本土化管理磨合，美国子公司已由投产初期的主要亏损源转变为稳定的利润贡献主体。2016 年俄亥俄一期投产首年，福耀美国实现营业收入 7.21 亿元、净利润-2.70 亿元（-4,161.05 万美元），净利率-37.45%；2017 年下半年实现扭亏为盈，全年营业收入 21.49 亿元、净利润 508 万元、净利率 0.23%；2018 年进入规模化收获期，营业收入增至 34.12 亿元、同比+58.77%，净利润 2.46 亿元、净利率跃升至 7.21%。十年间美国子公司收入增长约 10 倍，2025 年实现营业收入 79.17 亿元、同比+25.43%，净利润 8.84 亿元、同比+40.91%，创历史新高。

利润率的持续爬坡是理解美国业务价值的核心。从净利率趋势看，福耀美国经历了三个阶段：第一阶段（2016—2017 年）为投产磨合期，净利率由-37.45% 修复至 0.23%，实现盈亏平衡；第二阶段（2018—2020 年）为产能爬坡期，净利率在 1.94%—7.21% 区间波动，其中 2018 年跃升至 7.21% 后，2019 年因伊利诺伊工厂违约赔偿 3,929 万美元回落至 3.28%（剔除该赔偿后营业利润率仍达约 7.7%），2020 年受疫情冲击进一步降至 1.94%；第三阶段（2021 年

下载日志已记录，仅供内部参考

至今）为盈利释放期，除 2021 年净利率回升至 7.01% 外，2022—2025 年净利率分别为 7.55%、8.87%、9.93%、11.17%，自 2021 年以来逐年稳步提升，累计提升约 4.2 个百分点。

从营业利润率看，2025 年公司美国工厂营业利润率 13.27%、同比提升 0.17 个百分点，公司维持 2026 年全年营业利润率 15% 的目标。利润率上行的驱动因素包括：一是产能利用率提升带来的固定成本摊薄；二是产品结构升级，美国二期新建产能主要针对镀膜天幕、夹层边窗等高附加值产品；三是本土化供应链与管理体系日趋成熟，运营效率持续改善。

表 3：公司美国子公司经营情况与利润率趋势（2016-2026H1）

报告期	营业收入（亿元）	YoY	净利润（亿元）	YoY	净利率	利润率趋势说明
2016	7.21	—	-2.70	—	-37.45%	投产首年深度亏损，净利润-4,161.05 万美元（约-2.70 亿元），净利率-37.5%
2017	21.49	198.10%	0.05	—	0.23%	下半年扭亏为盈，全年净利润 508.23 万元、净利率 0.2%，为十年最低正值
2018	34.12	58.77%	2.46	4737.72%	7.21%	产能爬坡期，净利率跃升至 7.2%、同比提升约 7.0pct；营收占国外收入约 41%
2019	39.07	14.51%	1.28	—	3.28%	净利率回落至 3.3%，主因伊利诺伊违约赔偿 3,929 万美元；剔除后营业利润率仍达约 7.7%
2020	32.54	-16.72%	0.63	—	1.94%	疫情冲击，净利率降至 1.9%为 2018 年后最低；净利润 892.11 万美元（约 0.63 亿元）
2021	38.96	19.74%	2.73	—	7.01%	经营明显好转，净利率回升至 7.0%、同比提升 5.1pct
2022	45.72	17.35%	3.45	26.37%	7.55%	净利率 7.6%，同比小幅提升 0.5pct，盈利能力稳步改善
2023	55.70	21.83%	4.94	43.19%	8.87%	净利率 8.9%、同比提升 1.3pct；资产总额 74.31 亿元
2024	63.12	13.32%	6.27	26.89%	9.93%	净利率 9.9%、同比提升 1.1pct，逼近 10%；俄亥俄工厂产能爬坡推进
2025	79.17	25.43%	8.84	40.91%	11.17%	净利率 11.2%、同比提升 1.2pct，为十年最高；产能利用率约 95%，营业利润率 13.27%（+0.17pct）
2026H1	39.75	—	4.67	—	11.75%	净利率 11.75%、同比提升 0.50pct；3 月 22 日二期厂房火情致非常损失 1.35 亿元，否则利润率更高；6 月末资产总额 85.13 亿元

资料来源：公司年报、南方财经网、中新经纬、每日经济新闻、招商证券

2026 年上半年，福耀美国实现营业收入 39.75 亿元、净利润 4.67 亿元，净利率 11.75%，较上年同期提升 0.50 个百分点；6 月末资产总额 85.13 亿元。需要关注的是，2026 年 3 月 22 日公司美国二期厂房发生火情，造成非常损失约 1.35 亿元；8 月 10 日一条产线已恢复生产，另一条产线预计 9 月底恢复，公司维持美国工厂 2026 年全年营业利润率 15% 的目标。我们判断火情属于一次性事件，不影响美国业务的长期竞争格局与客户配套关系，也不会改变利润率持续爬坡的中长期趋势，但会对 2026 年全年业绩形成一定程度的拖累；若扣除火情影响，美国业务 2026 年上半年净利率将显著高于 11.75%，利润率上行趋势得以延续。

8、欧洲业务：铝饰件协同布局推进，区域需求待修复

公司欧洲业务主要通过德国、俄罗斯等基地以及 SAM 铝饰件公司开展。铝饰件单价约为普通汽车玻璃的两倍，与汽车玻璃形成模块化供货组合，有助于提升单

下载日志已记录，仅供内部参考

车配套价值量与客户黏性。近年欧洲汽车市场受能源成本高企、终端需求疲软影响，产销恢复缓慢，对公司欧洲区域盈利形成一定压力；公司通过“国内生产+欧洲本地化增值加工”的“1+N”模式，结合优化产线布局与成本管控，持续改善区域经营质量，并为后续在欧份额提升奠定基础。

9、核心竞争力：一体化、全球化与技术护城河

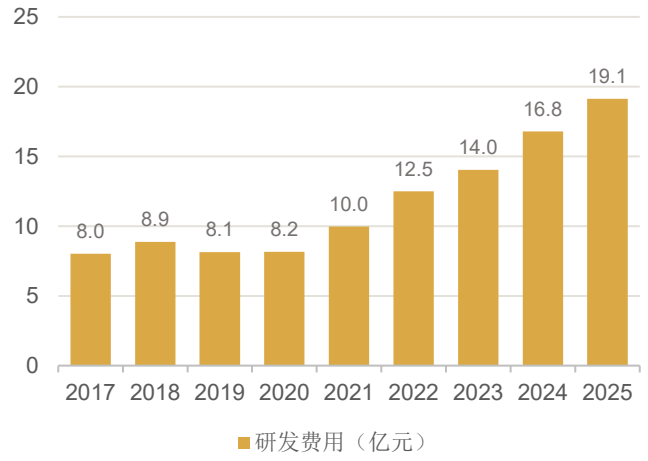
第一，产业链纵向一体化构筑成本壁垒。公司自制浮法玻璃原片、自研工艺设备，并延伸至铝饰件产业，形成从砂矿资源、优质浮法技术、工艺装备研发制造到多功能集成玻璃的完整产业生态，是行业内少数实现原片—深加工全链条自主可控的企业，在原材料价格波动中具备更强的成本韧性。

第二，全球化产能布局贴近主机厂。汽车玻璃运输半径受限，公司已在中国 18 个省市以及美国、俄罗斯、德国、日本、韩国等 12 个国家和地区建立生产基地与商务机构，能够就近配套全球主要汽车厂商；公司在美国配套市场与售后市场的份额分别约 30% 和 60%，在欧洲分别约 25% 和 35%，形成了难以复制的配套网络优势。

第三，研发投入形成技术护城河。公司研发费用由 2017 年的 8.03 亿元增长至 2025 年的 19.13 亿元，年复合增长率 11.5%，研发费用率长期维持在 4% 以上；2026H1 研发费用 10.33 亿元、同比+17.01%，增速高于收入增速。在汽车智能化趋势下，汽车玻璃由遮风挡雨的安全件演变为智能座舱的组成部分和对外感知交互平台，公司在智能全景天幕、可调光、抬头显示、镀膜加热等前沿方向的持续投入，正在转化为产品结构升级的实际收益。

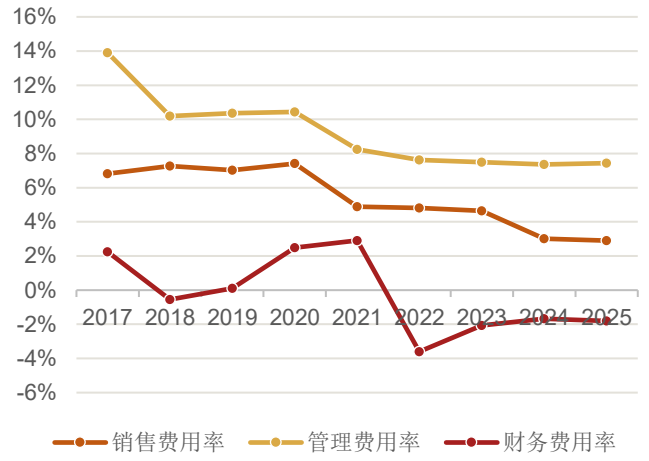
第四，管理效率持续优化。公司推行具有福耀特色的精益五星管理模式，覆盖原材料管理、生产计划、生产组织、财务管理、销售管理与质量管理全环节。2017—2025 年公司销售费用率由 6.81% 下降至 2.90%，管理费用率由 13.90% 下降至 7.43%，期间费用率（销售+管理+财务）由 22.95% 下降至 8.52%，运营效率的系统性提升为公司盈利能力提供了持续支撑。

图 19：公司研发费用（2017-2025）



资料来源：iFinD、公司年报、招商证券

图 20：公司期间费用率趋势（2017-2025）



资料来源：iFinD、公司年报、招商证券

下载日志已记录，仅供内部参考

三、盈利预测及投资建议

1、盈利预测

汽车玻璃：我们预计 2026、2027、2028 年分别实现营收 435.65、479.21、522.34 亿元，yoy 分别+4.00%、+10.00%、+9.00%。2026 年公司营收增速放缓主要系国内汽车销量同比大幅下滑，公司营收增速仍旧显著高于行业，2027、2028 年行业增速下滑趋势有望显著收窄，营收的增长主要得益于产品 ASP 提升（预计未来三年每年提升 6%—10%）、全球市占率扩大（预计未来三年每年提升 2 个百分点，每年贡献约 5—6 个百分点的收入增长）、单车玻璃用量增加（预计未来三年每年提升 2% 左右）。预计 2026—2028 年公司汽车玻璃毛利率有望维持在 32%—33% 左右。

浮法玻璃：我们预计 2026、2027、2028 年分别实现营收 66.74、73.42、80.76 亿元，yoy 分别+3.00%、+10.00%、+10.00%。公司浮法玻璃主要用作汽车玻璃生产，收入随汽车玻璃销量增长而增长。预计 2026—2028 年公司浮法玻璃毛利率有望维持在 38% 左右。

2026、2027、2028 年，公司合计营收预计分别为 469.78、512.06、558.14 亿元，yoy 分别为+2.60%、+9.00%、+9.00%。得益于资本开支的增加以及公司全球竞争力的提升，公司业务将加速发展，毛利率有望继续小幅提升。

表 4：公司盈利预测（亿元）

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	331.61	392.52	457.87	**469.78**	**512.06**	**558.14**
yoy	18.02%	18.37%	16.65%	**2.6%**	**9.00%**	**9.00%**
毛利率	35.39%	36.23%	37.27%	**38.09%**	**38.68%**	**39.01%**
汽车玻璃	298.87	357.12	418.89	**435.65**	**479.21**	**522.34**
yoy	16.79%	19.49%	17.30%	**4.00%**	**10.00%**	**9.00%**
毛利率	30.59%	30.15%	31.32%	**32.00%**	**32.50%**	**33.00%**
浮法玻璃	57.08	59.61	64.80	**66.74**	**73.42**	**80.76**
yoy	25.82%	4.42%	8.71%	**3.00%**	**10.00%**	**10.00%**
毛利率	28.71%	36.04%	39.64%	**38.00%**	**38.00%**	**38.00%**
其他	32.76	40.04	47.36	**47.36**	**47.36**	**47.36**
yoy	27.57%	22.22%	18.27%	**0.00%**	**0.00%**	**0.00%**
毛利率	19.70%	24.72%	21.48%	**20.00%**	**20.00%**	**20.00%**
其他业务	5.11	5.41	6.90	**7.25**	**7.61**	**7.99**
yoy	14.08%	5.95%	27.49%	**5.00%**	**5.00%**	**5.00%**
毛利率	77.64%	79.96%	67.54%	**65.00%**	**65.00%**	**65.00%**
内部抵销	-62.22	-69.66	-80.07	**-87.21**	**-95.53**	**-100.30**

资料来源：iFinD、招商证券

2、投资建议

公司是全球汽车玻璃龙头企业，全球竞争力强劲。

公司已在全球建立现代化生产基地和商务机构网络，全球雇员约 2.9 万人，全

下载日志已记录，仅供内部参考

球市场占有率达 34%、位居全球第一，中国市场占有率约 68%。

资产质量优异，自由现金流充足，重视股东回报。

公司重视股东回报，2016—2025 年每股股利由 0.75 元提升至 2.10 元，股利支付率长期维持在 58%—81% 区间；2025 年度现金分红合计 54.80 亿元（含中期分红）、占归母净利润的 58.85%，最近三个会计年度累计现金分红 135.71 亿元。公司资产质量优异、盈利能力领跑行业，2025 年 ROE 达 25.56%、ROIC 达 16.86%，大幅跑赢行业整体；自由现金流充裕，常年大幅优于行业。

加大资本开支，兼具确定性与成长性。

确定性：竞争格局持续优化，虹吸效应加大

公司主要竞争对手旭硝子、板硝子、圣戈班均为综合性工业集团，汽车玻璃仅为其中一项业务。2025 年，旭硝子、板硝子、圣戈班集团营业利润率分别仅约 6.2%、3.3%、11.4%，其中旭硝子、板硝子汽车玻璃业务收入利润率分别约 2.7%、约 1%，圣戈班已将汽车玻璃列为非核心业务方向，板硝子已接受 Apollo 收购要约、现已退市。全球玻璃四巨头中，仅有福耀玻璃经营优异，毛利率、净利率远超竞争对手，虹吸效应将进一步加大。

成长性：加大资本开支，ASP、市占率有望持续提升

公司于 2023 年 12 月 30 日、2024 年 1 月 25 日先后公告，投资 32.5 亿元、57.5 亿元分别在福清、合肥建设年产约 2,050 万平方米、2,610 万平方米的汽车玻璃生产基地。目前公司已经进入新一轮扩张周期，全球市占率有望持续提升。

2025 年公司 ASP 为 247.60 元/平方米，同比增长 8.1%，2023—2025 年增速逐年提升（5.9%、7.4%、8.1%）。后续随着新能源汽车占比的增加，汽车玻璃智能化、高端化、功能化趋势的加强，公司 ASP 还将持续增长。

投资建议：公司高附加值产品占比不断提升，盈利能力持续优化，成本端受益于纯碱价格低位运行，管道天然气价格平稳，LNG 价格小幅上涨但使用较少；全球市占率稳步提升，行业龙头地位凸显。预计 2026、2027、2028 年公司实现归母净利润 87.20、101.95、112.50 亿元，分别对应 16.2、13.8、12.5 倍 PE，业绩下修主要系下游整车需求低于预期，并且 2026 年汇兑损失较大，不影响实际经营，维持“强烈推荐”评级！

四、风险提示

1、下游需求不及预期

目前我国乘用车终端库存较高，产品价格有一定压力，可能存在下游需求不及预期从而拖累公司业绩的风险。

2、ASP 提升不及预期

公司 ASP 提升主要受益于新能源汽车放量带来的单车玻璃价值量上行，后续如果新能源汽车增速放缓，则可能影响公司 ASP 的提升速度。

3、原材料价格波动超预期

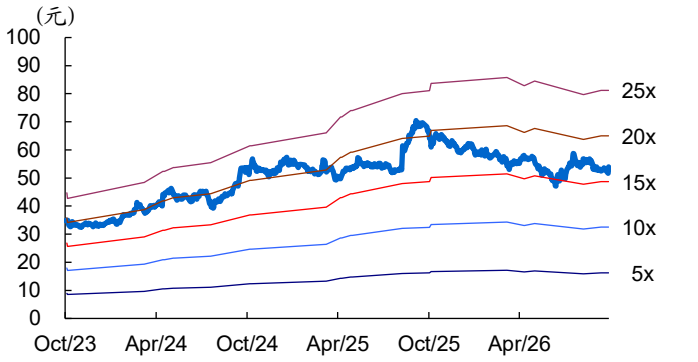
下载日志已记录，仅供内部参考

若地缘政治因素导致公司主要原材料价格发生大幅波动，则可能对成本端产生影响。

4、汇率风险

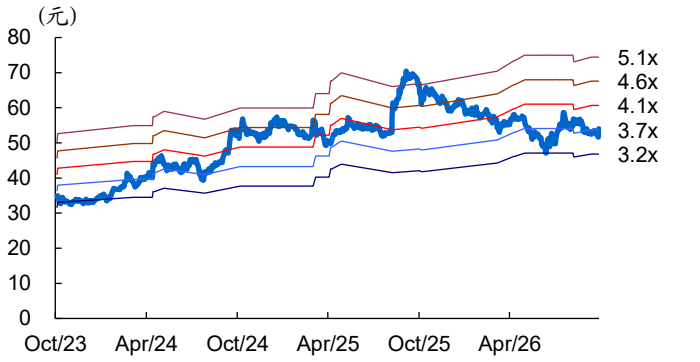
公司海外业务占比较大，汇兑损益可能对公司业绩产生较大影响。

图 21：福耀玻璃历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 22：福耀玻璃历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

下载日志已记录，仅供内部参考

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	36403	39345	29287	33771	39024
现金	18785	19274	8790	11505	14801
交易性投资	8	11	11	11	11
应收票据	812	434	445	485	528
应收款项	8157	8478	8698	9481	10334
其他应收款	126	170	174	190	207
存货	5971	6799	6885	7433	8058
其他	2545	4181	4285	4667	5084
非流动资产	26851	30717	31807	32735	33523
长期股权投资	441	413	413	413	413
固定资产	16450	18132	19565	20787	21828
无形资产商誉	1754	1953	1758	1582	1424
其他	8206	10219	10071	9953	9859
资产总计	**63254**	**70062**	**61094**	**66506**	**72548**
流动负债	17989	25566	12832	13524	14313
短期借款	4589	7610	0	0	0
应付账款	5803	7259	7350	7935	8603
预收账款	807	718	727	785	851
其他	6790	9980	4755	4804	4859
长期负债	9580	6944	6944	6944	6944
长期借款	7213	3669	3669	3669	3669
其他	2367	3275	3275	3275	3275
负债合计	**27569**	**32510**	**19776**	**20468**	**21257**
股本	2610	2610	2610	2610	2610
资本公积金	9701	9701	9701	9701	9701
留存收益	23384	25246	29008	33723	38970
少数股东权益	(9)	(4)	(0)	5	10
归属于母公司所有者权益	35694	37556	41318	46033	51280
负债及权益合计	**63254**	**70062**	**61094**	**66506**	**72548**

现金流量表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	8562	12055	11652	12031	13134
净利润	7504	9317	8725	10200	11255
折旧摊销	2559	2889	3023	3186	3325
财务费用	(128)	600	500	0	0
投资收益	61	21	(278)	(278)	(278)
营运资金变动	(1775)	(1056)	(318)	(1077)	(1168)
其他	341	284	0	0	0
投资活动现金流	56	(6099)	(3836)	(3836)	(3836)
资本支出	(5481)	(6164)	(4114)	(4114)	(4114)
其他投资	5537	65	278	278	278
筹资活动现金流	(3358)	(5170)	(18301)	(5480)	(6002)
借款变动	(1091)	527	(12842)	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
股利分配	(3393)	(7046)	(4959)	(5480)	(6002)
其他	1125	1349	(500)	0	0
现金净增加额	5260	786	(10484)	2715	3296

利润表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入	39252	45787	46978	51206	55814
营业成本	25031	28722	29084	31399	34041
营业税金及附加	286	346	355	387	422
营业费用	1180	1328	1362	1485	1619
管理费用	2888	3403	3492	3806	4148
研发费用	1678	1913	1963	2139	2332
财务费用	(655)	(831)	500	0	0
资产减值损失	(99)	2	(20)	(20)	(20)
公允价值变动收益	2	3	3	3	3
其他收益	400	313	313	313	313
投资收益	(72)	(38)	(38)	(38)	(38)
营业利润	9075	11185	10480	12247	13510
营业外收入	36	40	40	40	40
营业外支出	120	64	64	64	64
利润总额	8991	11162	10456	12223	13487
所得税	1487	1845	1732	2023	2232
少数股东损益	6	4	4	5	5
归属于母公司净利润	7498	9312	8720	10195	11250

主要财务比率

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
年成长率					
营业总收入	18%	17%	3%	9%	9%
营业利润	34%	23%	-6%	17%	10%
归母净利润	33%	24%	-6%	17%	10%
获利能力					
毛利率	36.2%	37.3%	38.1%	38.7%	39.0%
净利率	19.1%	20.3%	18.6%	19.9%	20.2%
ROE	22.3%	25.4%	22.1%	23.3%	23.1%
ROIC	14.7%	16.6%	18.5%	21.6%	21.6%
偿债能力					
资产负债率	43.6%	46.4%	32.4%	30.8%	29.3%
净负债比率	23.2%	23.6%	6.0%	5.5%	5.1%
流动比率	2.0	1.5	2.3	2.5	2.7
速动比率	1.7	1.3	1.7	1.9	2.2
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.8	0.8
存货周转率	4.5	4.5	4.3	4.4	4.4
应收账款周转率	4.8	5.1	5.2	5.4	5.4
应付账款周转率	4.4	4.4	4.0	4.1	4.1
每股资料(元)					
EPS	2.87	3.57	3.34	3.91	4.31
每股经营净现金	3.28	4.62	4.46	4.61	5.03
每股净资产	13.68	14.39	15.83	17.64	19.65
每股股利	1.80	2.10	2.00	2.20	2.40
估值比率					
PE	18.8	15.1	16.2	13.8	12.5
PB	3.9	3.8	3.4	3.1	2.7
EV/EBITDA	14.4	11.9	10.8	9.8	9.0

资料来源：公司数据、招商证券

下载日志已记录，仅供内部参考

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

