

福耀玻璃

600660

买入 (维持)

三重拐点，全新福耀

2021 年 01 月 04 日

市场数据

市场数据日期	2020-12-31
收盘价(元)	48.05
总股本(百万股)	2508.62
流通股本(百万股)	2508.62
总市值(百万元)	120539.07
流通市值(百万元)	96243.49
净资产(百万元)	20997.56
总资产(百万元)	39619.42
每股净资产	8.37

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

主要财务指标

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	21104	20089	24109	28629
同比增长(%)	4.3%	-4.8%	20.0%	18.7%
净利润(百万元)	2898	2593	4109	5236
同比增长(%)	-29.7%	-10.5%	58.4%	27.4%
毛利率(%)	37.5%	39.0%	42.0%	42.7%
净利率(%)	13.7%	12.9%	17.0%	18.3%
净资产收益率(%)	13.6%	11.7%	15.7%	16.7%
每股收益(元)	1.16	1.03	1.64	2.09
每股经营现金流(元)	2.04	1.95	2.15	2.63

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关报告

《福耀玻璃 20Q3 财报点评: 20Q3 业绩超预期, 经营拐点已至》2020-10-30

《福耀玻璃: 天幕打开汽玻成长空间, 饰条业务后续贡献增量》2020-10-19

《福耀玻璃 20H1 中报点评: 海外业务拖累 2020Q2 业绩, 期待边际改善》2020-08-23

分析师:

戴畅

daichang@xyzq.com.cn

S0190517070005

董晓彬

dongxiaobin@xyzq.com.cn

S0190520080001

赵季新

zhaojixin@xyzq.com.cn

S0190519110002

研究助理:

刘洁

liujie20@xyzq.com.cn

投资要点

汽车玻璃: 电动智能时代大趋势, 汽车玻璃升级加速。电动智能大趋势下, 特斯拉、蔚来等造车新势力加速汽车技术升级变革, 汽玻在**提升颜值(天幕)、加强智能(HUD)、提升座舱体验(镀银、隔音、夹层)**等作用明显, 预计后续配置升级加速。新技术新趋势中天幕相比传统天窗降成本, 预计渗透率将快速提升。**我们测算天幕 2020 年渗透率 1.6%, 2025 年中性估计 30%, 远期潜在渗透率预计 50%-75%。**汽车行业扩容从渐变到突变, **预计福耀汽玻业务 2025 年收入/净利润为 377 亿/77 亿, 2020-2025 年 CAGR 分别 15.1%/18.4%。**

汽车饰条: 业务整合进入尾声, 业绩贡献即将体现。我们认为福耀在铝饰条业务有多重优势: 1) **垂直一体化**; 2) **与汽玻高度协同(客户共享、玻璃饰条打包供应)**。当前欧洲 SAM 整合进入尾声, 预计 2021 年扭亏为盈, 国内饰条业务布局有望超预期。中性假设下, **预计福耀饰条业务 2025 年贡献 55 亿收入/9.9 亿净利润, 2021-2025 年收入 CAGR 为 35%, 2023-2025 利润 CAGR 为 54%。**

经营杠杆: 产能利用率提升带来盈利能力提升。经营拐点+低 ROE 是重资产公司的好买点, 20Q2-Q3 的精锻科技以及 19Q2-20Q1 的蓝思科技, 均为重资产公司典型的投资案例。20Q3 是福耀经营拐点, 后续预计基本面边际向上, 产能利用率提升将带动毛利率向上改善。中性假设下 **2021 年产能利用率恢复至 80%, 仅规模效应作用汽玻毛利率相比 2019 年提升 1.4-3.1pct。**考虑高附加值产品占比提升以及饰条业务减亏, 公司整体毛利率提升预计更明显。

估值与盈利: 汽玻、饰条、经营杠杆三重拐点向上, 公司增长中枢换挡, 盈利与估值有望向上双击, 维持“买入”评级。11-16 年汽玻行业变化慢, 福耀 PEG<1; 17-19 年核心资产牛市, 美国工厂突破增加新增长动力, 福耀 PEG>1; 2021 及以后玻璃新技术新趋势使得汽玻增速换挡, 且饰条业务预计逐步扭亏为赢贡献新增量, 规模效应提升公司盈利能力, 三重拐点上公司未来数年增长中枢相较此前明显提升, 预计 PEG 将持续大于 1。**考虑 20Q4 汇兑损失对 20 年负面影响, 以及 21 年之后产能利用率提升的弹性, 我们调整公司 2020-2022 年归母净利润预测为 25.9/41.1/52.4 亿(原预测为 27.8/40.3/51.4 亿), 维持“买入”评级。**

风险提示: 天幕渗透率不及预期; 乘用车产销不及预期; 汇率产生波动;

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

目 录

1、汽车玻璃：电动智能大时代，汽车玻璃升级加速.....	4 -
1.1 电动智能时代汽车玻璃成为产品差异化的核心亮点.....	4 -
1.2、天幕玻璃的渗透率提升将超预期.....	6 -
1.3、天幕渗透率潜在空间 50%-75%，2025 年中性估计 30%	8 -
1.4、天幕玻璃将提升汽玻市场增速以及玻璃厂家盈利能力.....	11 -
1.5、福耀汽玻业务预计 2025 年贡献 377 亿收入/77 亿净利润.....	13 -
2、汽车饰条：业务整合进入尾声，业绩贡献即将显现.....	14 -
2.1、福耀在铝饰条业务优势：垂直一体化，产品客户协同.....	14 -
2.2、欧洲 SAM 整合完成，国内产能推进超预期.....	15 -
2.3、饰条业务预计 2025 年贡献 55 亿收入/9.9 亿净利润	16 -
3、经营杠杆：产能利用率提升带来盈利能力提升.....	17 -
3.1、经营拐点+低 ROE 是重资产公司的好买点	17 -
3.2、福耀经营拐点已现，后续 ROE/毛利率有望回升	18 -
4、估值与盈利预测	23 -
4.1、基本面：三重拐点，全新福耀	23 -
4.2、盈利与估值：三重挂点增速换挡，盈利估值有望向上双击.....	23 -
5、风险提示	25 -
图 1、小天窗车顶	4 -
图 2、全景天幕车顶	4 -
图 3、可调光（PDL）天幕玻璃	4 -
图 4、氛围灯天幕玻璃	4 -
图 5、W-HUD 前挡显示	5 -
图 6、AR-HUD 前挡显示	5 -
图 7、国内乘用车前装 HUD 渗透率（单位：%）	5 -
图 8、镀膜汽车玻璃	6 -
图 9、隔热隔音汽车玻璃	6 -
图 10、可开启式滑动天窗系统结构	7 -
图 11、天窗系统成本构成要素	7 -
图 12、固定式天窗带遮阳帘结构图	7 -
图 13、固定式天窗不带遮阳帘结构图	7 -
图 14、180 度超广视角带来宽阔视野	7 -
图 15、全景天幕玻璃使得车内空间敞亮	7 -
图 16、Model Y 天幕玻璃	8 -
图 17、广汽锋兰达天幕玻璃	8 -
图 18、吉利星瑞 天幕玻璃	8 -
图 19、广汽 EMPOW55 天幕玻璃	8 -
图 20、天窗渗透率演变趋势（单位：%）	10 -
图 21、天幕车型在 2020 年各月销量在新车销量中占比（单位：辆，%）	10 -
图 22、镀膜热反射玻璃	11 -
图 23、2019 年国内汽玻市占率（单位：%）.....	13 -
图 24、2019 年全球汽玻市占率（单位：%）	13 -
图 25、汽车饰条用途	15 -
图 26、SAM 收入利润情况（单位：亿元）	16 -
图 27、敏实集团与京威股份毛利率（单位：%）	16 -
图 28、敏实集团与京威股份净利率（单位：%）	16 -
图 29、福耀饰条业务收入预测（单位：亿元）	17 -

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 2 -

图 30、福耀饰条业务净利润预测（单位：亿元）	- 17 -
图 31、精锻科技扣非 ROE 与区间涨跌幅（单位：%）	- 18 -
图 32、蓝思科技扣非 ROE 与区间涨跌幅（单位：%）	- 18 -
图 33、精锻科技股价走势图（单位：元）	- 18 -
图 34、蓝思科技股价走势图（单位：元）	- 18 -
图 35、零部件公司固定资产折旧占总营收比例（单位：%）	- 18 -
图 36、零部件公司固定资产占总资产比例（单位：%）	- 19 -
图 37、乘用车产量及同比增速（单位：万辆，%）	- 19 -
图 38、福耀国内收入增速与乘用车产量增速（单位：%）	- 19 -
图 39、福耀国内市占率变化（单位：%）	- 20 -
图 40、福耀 ASP 提升（单位：元/平米，%）	- 20 -
图 41、福耀美国 20Q3 净利润反转向上（单位：亿元）	- 20 -
图 42、福耀美国收入利润及净利率（单位：亿元，%）	- 20 -
图 43、福耀美国工厂产量（单位：万套）	- 20 -
图 44、SAM 季度收入利润情况（单位：百万元）	- 20 -
图 45、福耀产能利用率与汽车玻璃毛利率（单位：%）	- 21 -
图 46、福耀产能利用率与 ROE 匹配关系（单位：%）	- 22 -
图 47、福耀玻璃历史 PE-Band	- 24 -
图 48、福耀归母净利润与扣非归母净利润及同比增速（单位：亿元，%） ..	- 24 -
表 1、汽车玻璃厚度变化（单位：mm）	- 6 -
表 2、目前已量产天幕车型及即将量产天幕车型（单位：万元，辆）	- 9 -
表 3、国内历年狭义乘用车销量及其结构情况（单位：万辆）	- 10 -
表 4、2021-2025 年国内天幕车型销量占狭义乘用车销量占比测算（单位：万辆）	- 10 -
表 5、不同隔热膜光学性能比较	- 11 -
表 6、不同玻璃配置对整车热管理影响（单位：%、摄氏度）	- 11 -
表 7、典型车型的玻璃价值量分布（单位：平米，元/平米，元）	- 12 -
表 8、国内汽玻及天幕市场空间预测（单位：万辆，%，元，亿元）	- 12 -
表 9、福耀汽玻业务收入与净利润预测（单位：百万平米，元，亿元，%） ..	- 14 -
表 10、2025 年天幕渗透率与福耀汽玻净利润弹性测算（单位：%、亿元） ..	- 14 -
表 11、福耀国内饰条业务进展布局	- 14 -
表 12、福耀 SAM 资本开支（单位：亿元）	- 16 -
表 13、福耀饰条业务收入与净利润弹性测算（单位：亿元，%）	- 17 -
表 14、福耀汽玻工厂设计产能与投产时间（单位：万套）	- 21 -
表 15、福耀 2021 年汽车玻璃业务毛利率弹性测算（单位：%）	- 22 -
表 16、福耀产能利用率与整体 ROE 杜邦分析（单位：%）	- 22 -
表 17、福耀未来 5 年盈利预测（单位：百万平米，元，百万元，%）	- 25 -
表 18、福耀 2025 年归母净利润弹性测算（单位：%、亿元）	- 25 -
附表	- 26 -

报告正文

1、汽车玻璃：电动智能大时代，汽车玻璃升级加速

1.1 电动智能时代汽车玻璃成为产品差异化的核心亮点

电动智能大时代，汽车玻璃在提升颜值、加强智能、提升座舱体验方面变化加速。

- **颜值升级——从天窗到天幕，天幕从普通到高端。**天窗作为汽车外观覆盖件的重要组成部分，始终是影响消费者购买的核心卖点。相比于传统无天窗/小天窗/全景天窗而言，天幕玻璃尺寸更大，全玻璃车顶外观造型更加具备科技感和个性感，整车颜值提升，对消费者吸引力更强。后续来看，基于产品升级带来的个性化（对于消费者）以及基于整车热管理多带来对天幕透光隔热的更高要求（主机厂），我们判断天幕将从普通天幕玻璃逐渐向高端天幕玻璃（镀银、LOW-E、可调光、氛围灯等）发展，汽车玻璃配置提升，带动汽玻ASP 显著提升。

图 1、小天窗车顶



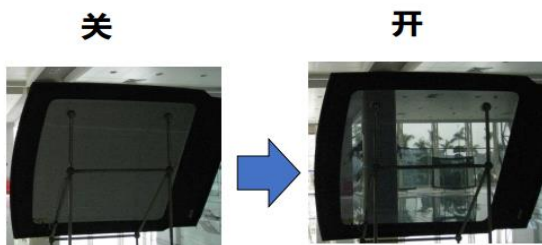
数据来源：搜狐汽车，兴业证券经济与金融研究院整理

图 2、全景天幕车顶



数据来源：福耀官网、兴业证券经济与金融研究院整理

图 3、可调光（PDLC）天幕玻璃



数据来源：搜狐汽车，兴业证券经济与金融研究院整理

图 4、氛围灯天幕玻璃



数据来源：福耀官网、兴业证券经济与金融研究院整理

- **智能升级：普通前挡到 HUD 前挡，HUD 从 W-HUD 到 AR-HUD。**W-HUD 直接使用汽车的挡风玻璃为显示设备，通过投影仪将行车信息投射到挡风玻璃上，由
- 请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

于需要降低重影前挡需要使用楔形 PVB 膜。AR-HUD 是通过内部特殊设计的光学系统将图像信息精确地结合于实际交通路况中，将胎压、速度、转速等信息投射到前挡风玻璃上。使车主在行车中无需低头就能查看汽车相关信息。目前国内 HUD 前装市场以 W-HUD 为主，此前多配置于豪华品牌顶配车型，**2019 年国内乘用车 HUD 渗透率约 2.5%**；当前由于成像镜等成本降低，自主品牌主力车型（长城第三代 H6、大狗）等中高配车型也开始配置 W-HUD，ID4 顶配车型开始搭载 AR-HUD，预计后续 HUD 装配率进程将会加速，但由于对于主机厂增加采购成本，预计渗透率提升速度慢于天幕（降成本）。

图 5、W-HUD 前挡显示



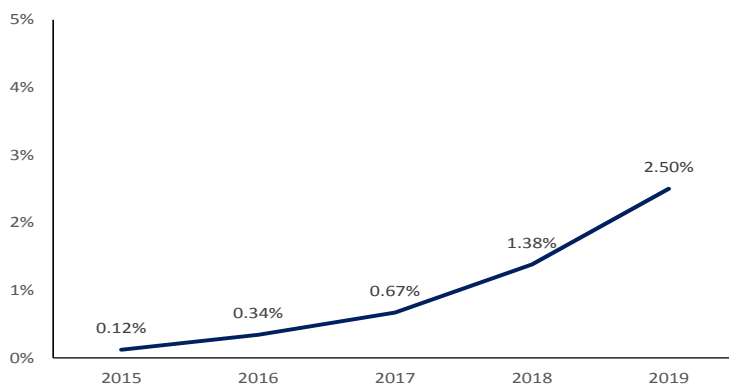
数据来源：搜狐汽车，兴业证券经济与金融研究院整理

图 6、AR-HUD 前挡显示



数据来源：搜狐汽车，兴业证券经济与金融研究院整理

图 7、国内乘用车前装 HUD 渗透率（单位：%）



资料来源：Visteon，兴业证券经济与金融研究院整理

体验升级：镀银、LOW-E、隐私玻璃、前座舱夹层玻璃。随着车顶玻璃用量的增加，出于座舱热管理角度考虑，整车玻璃透光隔热等要求提高，后续天幕的镀银、LOW-E，前风挡的镀银等普及加快。另外随着新能源车占比提升，为了更好的隔音效果，前座侧窗玻璃使用夹成玻璃的概率提升。**另外，氛围灯玻璃、可调光玻璃等高科技含量玻璃后续渗透率也有望提升。**电动智能时代，汽玻配置升级加速。

图 8、镀膜汽车玻璃

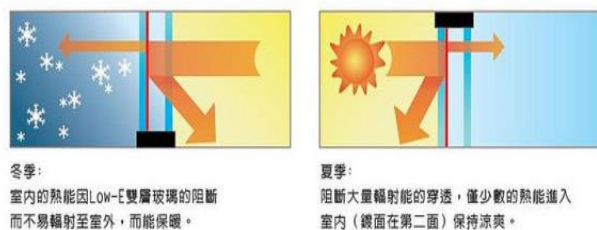
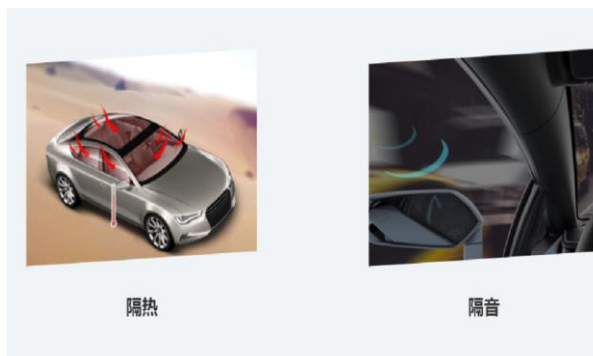


图 9、隔热隔音汽车玻璃



数据来源：搜狐汽车，兴业证券经济与金融研究院整理

数据来源：福耀官网、兴业证券经济与金融研究院整理

表 1、汽车玻璃厚度变化（单位：mm）

	早期使用玻璃厚度		目前常用厚度			
钢化玻璃	6	5	5	4	3.5	3.1
夹层玻璃	3+3	2.5+2.5	2.3+2.3		2+2/2.1+2.1	

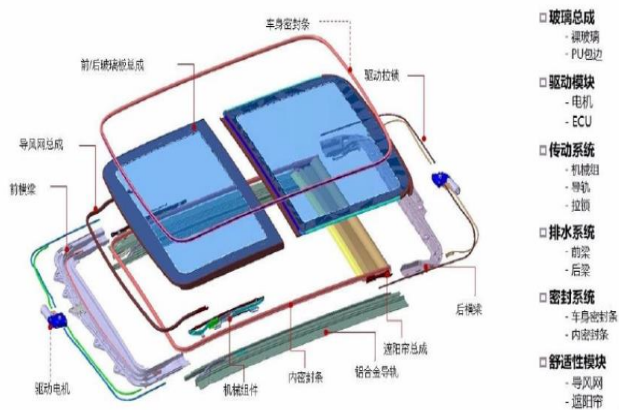
资料来源：中国知网，兴业证券经济与金融研究院整理

1.2、天幕玻璃的渗透率提升将超预期

天幕玻璃是众多新技术趋势中的降成本方案（相对大天窗），同时提升汽车颜值和空间、降低汽车重量，其渗透率提升速度预计将超越其他趋势。

- **主机厂：降成本，省空间，轻量化。**传统汽车天窗系统由于需要开启和关闭，构造相对复杂，包括驱动模块、排水系统、传统系统等多部分组成，零部件包括玻璃、导轨、驱动电机、撑杆、导水槽、密封橡胶等诸多部件。一般而言，小天窗成本约在 1000-3000 元左右，全景天窗系统成本在 3000-10000 元不等。全景天幕多采用封闭车顶结构，无法开合，因此构造相比天窗系统简单，整体成本明显降低，同时减重 3-5kg 左右。调研显示全景天幕平均成本约在 1500 元左右，相比传统天窗系统成本降低。同时从天窗到天幕，车顶厚度减小，会增加车内 3-5cm 头部空间。

图 10、可开启式滑动天窗系统结构



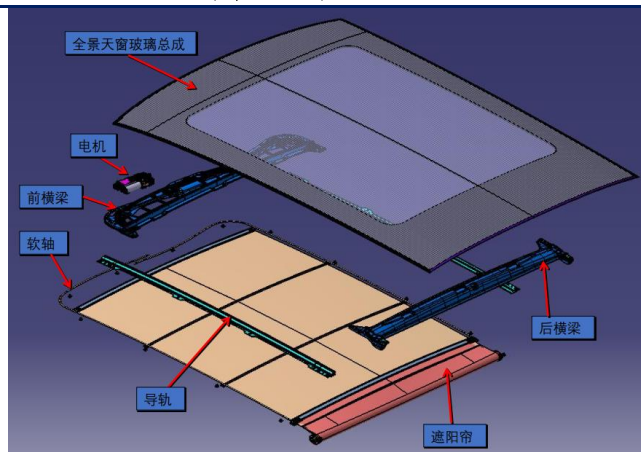
资料来源：汽车科技，兴业证券经济与金融研究院整理

图 11、天窗系统成本构成要素

1. 投资成本	2. 材料成本	3. 制造成本	TOP 10 材料成本
生产线投资	BOM材料成本 (含包装)	人工成本	前玻璃板总成
模具投资	材料运费	设备费用	后玻璃板总成
物流投资	材料管理费	制造管理费	电机&ECU
开发费用		报废	左右铝合金导轨
4. 销售成本	5. 管理成本	6. 财务成本	左右机械组
基本设计费用	物流费用	投资利息分摊	前横梁
行政管理费	产品保险	账期成本	后横梁
销售费用	利润		线束
			车身密封条
			驱动拉锁

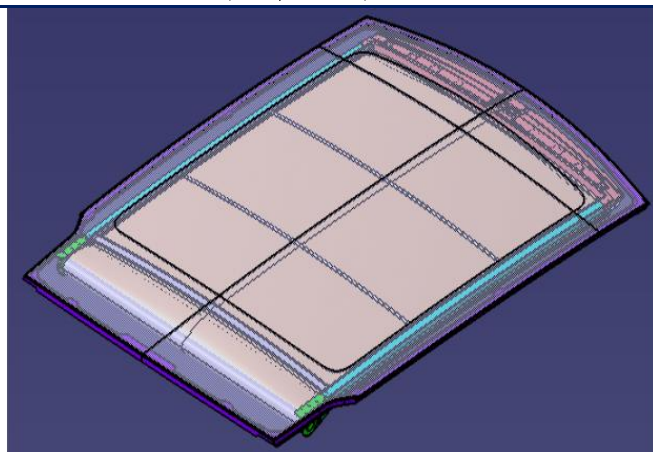
资料来源：汽车之家，兴业证券经济与金融研究院整理

图 12、固定式天窗带遮阳帘结构图



资料来源：汽车科技，兴业证券经济与金融研究院整理

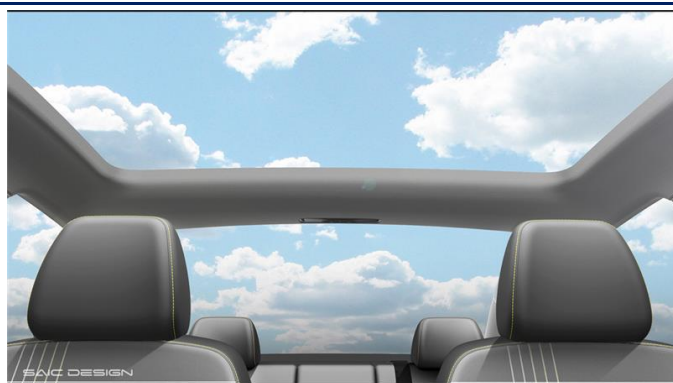
图 13、固定式天窗不带遮阳帘结构图



资料来源：汽车科技，兴业证券经济与金融研究院整理

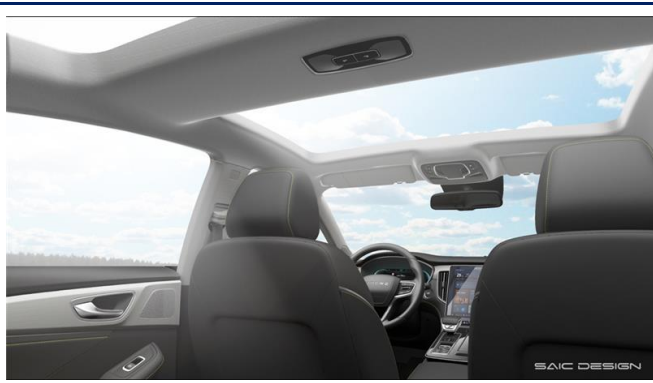
- **消费者：天幕玻璃空间、科技感更好，接受度更高。**相比于传统普通全景天窗，天幕玻璃视野更好，整车空间感更强，同时结合车内氛围灯，可营造更高级的车内科技感，彰显年轻个性。另外全景天幕玻璃多为封闭车顶，结构相对简单，因此相比天窗容易异响、漏水等缺点，天幕全景出问题概率小。

图 14、180 度超广视角带来宽阔视野



资料来源：智嗨网，兴业证券经济与金融研究院整理

图 15、全景天幕玻璃使得车内空间敞亮



资料来源：智嗨网，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

1.3、天幕渗透率潜在空间 50%-75%，2025 年中性估计 30%

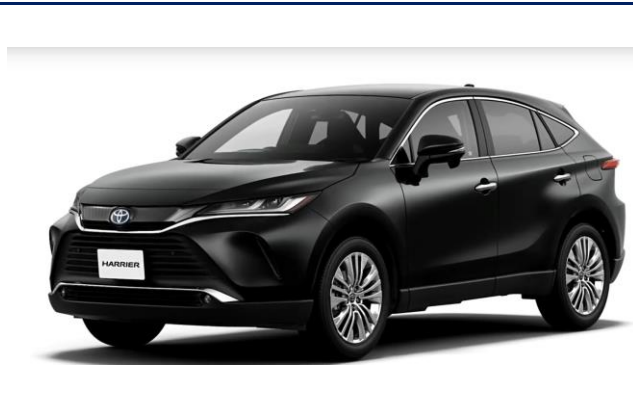
2020 年多款新车采用天幕设计形式，预计 21 年天幕新趋势将大爆发。此前天窗一直是消费者购车的重要考虑因素也是车厂新车的核心卖点，而天幕的方案相比大天窗而言成本更低，且提升汽车空间感和科技感，无论是在车厂还是消费者接受程度都较高。当前自主品牌（上汽荣威、吉利、长安）、合资品牌（大众 ID4）、豪华品牌（Model S/3）、造车新势力（小鹏 P7、蔚来 EC6）2020 年均有车型采用天幕玻璃的车顶设计方案。根据我们的不完全统计，2020 年量产车型中除了 Model S/3，共有 11 款车型采用天幕设计，其中自主品牌 7 款/造车新势力 4 款，即将量产的天幕车型有 8 款，分别为广汽 EMP0W55、国产版特斯拉 Model Y、上汽大众 ID4X、一汽大众 ID4 CROZZ、一汽海利亚、广汽锋兰达、东风岚图 FREE。后续合资及豪华品牌量产天幕新车型陆续推出，预计天幕渗透率将快速提升。

图 16、Model Y 天幕玻璃



资料来源:汽车之家, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 17、广汽锋兰达天幕玻璃



资料来源:bilibili, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 18、吉利星瑞 天幕玻璃



资料来源:汽车之家, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 19、广汽 EMP0W55 天幕玻璃



资料来源: 广汽研究院, 兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 8 -

经测算，预计2020年天幕渗透率为1.6%，2021年预计至少4.6%，2025中性预计提升至30%。2020年9月量产天幕车型销量合计3.3万辆，约占狭义乘用车销量1.6%，2020年全年预计量产天幕车型销量32万辆，约占狭义乘用车销量1.6%。2021年伴随广汽EMPOW55、国产Model Y、南北大众ID4以及丰田锋兰达等重磅合资车型投放市场，按照相关车型销量假设，预计2021年天幕渗透率至少达到4.6%。

表2、目前已量产天幕车型及即将量产天幕车型（单位：万元，辆）

车型	上市时间	售价	车型级别	2020年9月销量	2020年销量假设	2021年销量假设
Model S (进口)	2012	73.4-117.5w	中大型轿车	233	3000	3000
国产Model 3	2018.03	24.99-41.98w	中型轿车	10883	140000	250000
荣威ER6	2020.08	16.3-20w	A级轿车	381	3000	6000
荣威i6 max (高配)	2020.09	11-12.6w	A级轿车	暂无	4000	50000
吉利ICON	2020.02	10-13w	紧凑型SUV	3600	36000	40000
吉利几何C	2020.08	13-18.3w	紧凑型SUV	1156	6000	18000
长安UNIT	2020.06	11.4-13.4w	紧凑型SUV	10601	75000	130000
吉利星瑞 (低配)	2020.11	11.4-15w	A级轿车	0	10000	70000
奇瑞炫界	2020.06	5.89-8.49w	紧凑型SUV	2950	20000	30000
蔚来EC6	2020.09	36.8-52.6w	轿跑SUV	112	2000	15000
小鹏P7	2020.04	22.99-34.99w	轿跑	2573	15000	36000
极星2	2020.04	41.8w	紧凑型跨界车	暂无	200	1000
零跑S01	2020.06	11.99-14.99w	小型轿车	60	300	2000
广汽EMPOW55	2021	暂无	轿车	-	0	20000
东风岚图FREE	2021Q3	不超过40万	中大型SUV	-	0	20000
南北大众ID4	2020.11	暂无	紧凑型SUV	-	10000	80000
Model Y	2021	暂无	中型SUV	-	0	200000
一丰海利亚	2021年底	暂无	中型SUV	-	0	30000
广丰锋兰达	2021年底	暂无	中型SUV	-	0	30000
宝马 (新5系)	2022年	暂无	中大型轿车	-	-	-
销量合计					324500	1031000
天幕渗透率					1.6%	4.6%

资料来源：Marklines，兴业证券经济与金融研究院整理

预计天幕的远期空间50%-75%，中性估计2025年天幕车型渗透率提升至近30%。

当前来看配备天窗车型渗透率从2014年的62.5%提升至2019年73.1%，2019年市场上无天窗、小天窗、全景天窗车型销量占比估算大致为26%、34%、40%。考虑国内消费者对天窗的偏好，而天幕相比大天窗的成本降低，我们认为整体趋势上天窗和天幕会进一步挤占无天窗车型的份额，而天幕会逐步挤占大天窗的市场份额，极致的情况下天幕会替代所有天窗类型达到75%左右的渗透率。考虑实际消费偏好的多样性，我们估计最终天幕的渗透率在50%-75%之间。

2020年1-11月，新上市车型销量中天幕车型占比已经达到20.1%，我们预计后续几年新上市车型中天幕车型销量占比将进一步提升。因此，根据最新新车销量中的天幕趋势，以及整个市场车型结构情况，我们上调2025年国内天幕渗透率的中性预计至29.5%（前期我们在《天幕玻璃渗透率提升节奏如何？》20201119中预计为25%），具体依据与假设如下：1）考虑2020年前11月天幕在当年新上市车型中销量占比20%，假设2020-2025年当年新上市车型中天幕车型销量占比为20%、30%、40%、50%、56%、60%；2）用2016-2020年乘用车的销量中各年上市新车在不同年份的占比模拟2021-2025年的情况。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 9 -

图 20、天窗渗透率演变趋势（单位：%）

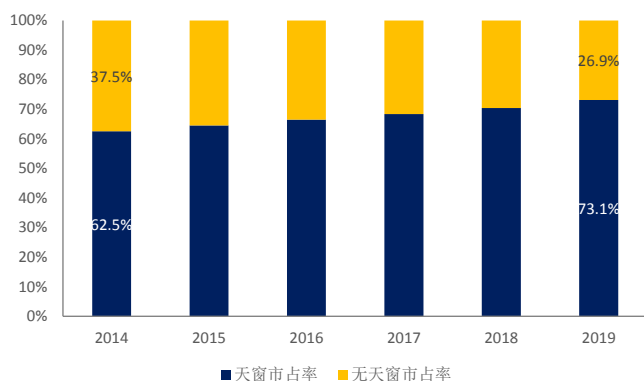
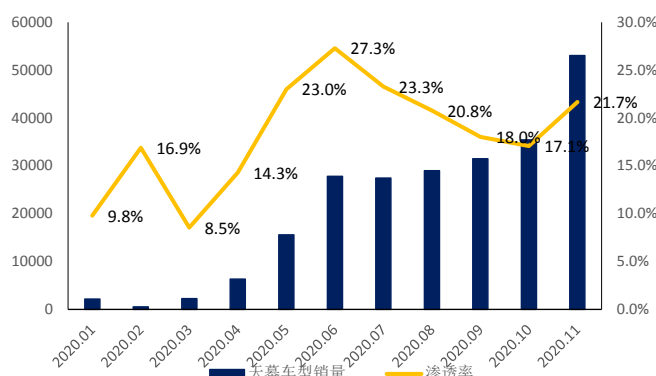


图 21、天幕车型在 2020 年各月销量在新车销量中占比（单位：辆，%）



资料来源：Marklines，汽车之家，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：Marklines，汽车之家，兴业证券经济与金融研究院整理

表 3、国内历年狭义乘用车销量以及其结构情况（单位：万辆）

	2016	2017	2018	2019	2020(1-11)
当年销量	2429	2474	2367	2143	1700
2016上市新车在对应年份销量	208.2	390.8	289.5	181.1	124.8
2017上市新车在对应年份销量	-	242.9	265.6	194.9	102.8
2018上市新车在对应年份销量	-	-	190	292.3	235.8
2019上市新车在对应年份销量	-	-	-	194.9	353.3
2020上市新车在对应年份销量	-	-	-	-	115
2016上市新车在对应年份销量占比	8.57%	15.80%	12.23%	8.45%	7.34%
2017上市新车在对应年份销量占比	-	9.82%	11.22%	9.09%	6.05%
2018上市新车在对应年份销量占比	-	-	8.03%	13.64%	13.87%
2019上市新车在对应年份销量占比	-	-	-	9.09%	20.78%
2020上市新车在对应年份销量占比	-	-	-	-	6.76%

资料来源：markline，兴业证券经济与金融研究院整理

表 4、2021-2025 年国内天幕车型销量占狭义乘用车销量占比测算（单位：万辆）

	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
当年新上市车型销量中天幕占比	20%	30%	40%	50%	56%	60%
2025年销量中各年新上市车型销量占比	7.5%	9.5%	11.5%	13.5%	15.5%	8.5%
2025年所有销量中天幕占比及各年新车型贡献	1.5%	2.9%	4.6%	6.8%	8.7%	5.1%
						29.5%
	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	
当年新上市车型销量中天幕占比	20.0%	30.0%	40.0%	50.0%	56.0%	
2024年销量中各年新上市车型销量占比	9.5%	11.5%	13.5%	15.5%	8.5%	
2024年所有销量中天幕占比及各年新车型贡献	1.9%	3.5%	5.4%	7.8%	4.8%	
						23.3%
	2020	2021E	2022E	2023E		
当年新上市车型销量中天幕占比	20.0%	30.0%	40.0%	50.0%		
2023年销量中各年新上市车型销量占比	11.5%	13.5%	15.5%	8.5%		
2023年所有销量中天幕占比及各年新车型贡献	2.3%	4.1%	6.2%	4.3%		
						16.8%
	2020	2021E	2022E			
当年新上市车型销量中天幕占比	20.0%	30.0%	40.0%			
2022年销量中各年新上市车型销量占比	13.5%	15.5%	8.5%			
2022年所有销量中天幕占比及各年新车型贡献	2.7%	4.7%	3.4%			
						10.8%
	2020	2021E				
当年新上市车型销量中天幕占比	20.0%	30.0%				
2021年销量中各年新上市车型销量占比	15.5%	8.5%				
2021年所有销量中天幕占比及各年新车型贡献	3.1%	2.6%				
						5.7%

资料来源：markline，兴业证券经济与金融研究院整理与预测

1.4、天幕玻璃将提升汽玻市场增速以及玻璃厂家盈利能力

➤ 影响一：汽车玻璃配置整体升级，每平米单价显著提升

电动车寻求差异化新卖点+内部空间需求，玻璃配置整体升级。当前电动车出于寻求与传统燃油车差异化卖点，以及追求头部空间需求，预计后续配套取消遮阳帘的天幕设计将越来越多。但考虑到整车 TTS(太阳能总透过率)的要求，取消遮阳帘意味着需要对天幕玻璃做镀银或者 LOWE 等处理；同时电动车出于对长续航的追求，整车热管理相比传统车要求更高，后续来看电动车在前后风挡以及侧窗玻璃都需要提升玻璃配置来使得整车达到 TTS 目标要求（一般 TTS 值低于 20%，整车隔热系数相对较好）。**汽车玻璃的配置高低直接决定了汽玻的配套价值，玻璃配置越高汽玻价格越贵，同时产品毛利率也越高。**

图 22、镀膜热反射玻璃

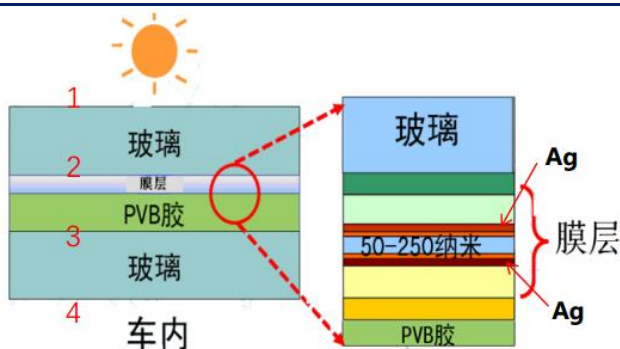


表 5、不同隔热膜光学性能比较

隔热膜种类	$T_{VIS}/\%$	$T_L/\%$	$T_{DL}/\%$	优点	缺点
隔热贴膜	70	48	61.0	安装方便	透光率高时隔热性差
ITO膜	≥ 85	58	54.0	可见光透过性好	成本高昂，热阻隔差
双银基Low-E膜	≥ 70	≥ 88	47.0	最佳阳光控制解决方案	工艺复杂需要热弯
ATO透明隔热涂膜	≥ 75	60	52.0	可见光透射率高、工艺简单	红外波段透射率高
Sol-Gel膜	88	50	56.7	工艺简单单层玻璃镀膜	红外波段透射率高

资料来源：汽车之家，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：中国知网，兴业证券经济与金融研究院整理

注：TVIS：可见光透射率；TL：红外光透射率；TDL：太阳光能直接透射率；

表 6、不同玻璃配置对整车热管理影响（单位：%、摄氏度）

玻璃组合/配置	G/G	SG+SG	单银	双银	三银
对应的产品 T_{TS}	65%	58%	55%	50%	40%
车内温度降低（℃）	—	2.8℃	4℃	8℃	10℃
空调功率降低	—	11%	16%	28%	33%
燃油经济性提高比例	—	2.2%	3.1%	5.9%	7.0%

资料来源：中国知网，兴业证券经济与金融研究院整理

➤ 影响二：单车配套价值量显著提升，汽玻市场扩容从渐变到突变

天幕玻璃渗透率提升将使汽玻单车价值量显著提升，汽玻市场扩容从渐变到突变。天幕玻璃使得单车玻璃面积从无天窗 4 平米左右提升至 6 平米左右，同时天幕玻璃多为包边以及镀膜等高附加值产品，另外面积越大单价越高，汽玻单车配套价值相比无天窗/小天窗/全景天窗均有显著提升。我们中性假设：1) 2025 年无天窗/小天窗/全景天窗天幕渗透率分别达到 21%/22%/28%/30%；2) 单天幕价值

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 11 -

量占全车汽玻 70%；经测算，伴随天幕渗透率加速提升，对应国内汽玻空间有望从 2020 年 157 亿元扩张至 2025 年 330 亿元，CAGR=16.5%；其中天幕玻璃市场空间有望从 2020 年 4.9 亿元扩张至 2025 年 126.5 亿元，CAGR=91.3%。

表 7、典型车型的玻璃价值量分布（单位：平米，元/平米，元）

不同种类车顶，单车玻璃价值量测算			
	面积	单价ASP/平米	单车价值
前后左右	侧窗玻璃	1.8	92
	前风挡	1.4	200
	后风挡	0.8	180
	三角	0.05	200
车顶	小天窗	0.2	280
	全景天窗	1	250
	天幕	2	750
无天窗		4.05	148
小天窗		4.25	154
全景天窗		5.05	168
天幕		6.05	347

资料来源：Marklines，兴业证券经济与金融研究院整理

表 8、国内汽玻及天幕市场空间预测（单位：万辆，%，元，亿元）

	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
乘用车总销量(万辆)	2143	2017	2259	2372	2443	2516	2592	2669	2750	2832	2917	3005
增速	-9.5%	-6%	12%	5%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%
无天窗车销量	557	491	550	575	567	547	532	534	522	510	525	541
无天窗渗透率	26%	24%	24%	24%	23%	22%	21%	20%	19%	18%	18%	18%
小天窗车销量	729	645	678	664	635	604	570	534	522	510	525	541
小天窗渗透率	34%	32%	30%	28%	26%	24%	22%	20%	19%	18%	18%	18%
全景天窗车销量	857	847	904	878	831	780	726	694	660	623	583	571
全景天窗渗透率	40%	42%	40%	37%	34%	31%	28%	26%	24%	22%	20%	19%
天幕车销量	0	33	128	255	410	585	764	908	1045	1189	1283	1352
天幕渗透率	0%	1.6%	5.7%	10.8%	16.8%	23.3%	29.5%	34.0%	38.0%	42.0%	44.0%	45.0%
无天窗汽玻单车价值量	600	606	612	618	624	630	636	643	649	656	662	669
无天窗汽玻单车价值量	%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
小天窗汽玻单车价值量	656	669	682	696	710	724	738	746	753	761	768	776
小天窗汽玻单车价值量	%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	1%	1%	1%	1%	1%
全景天窗汽玻单车价值量	850	875	901	928	956	985	1014	1035	1055	1077	1098	1120
全景天窗汽玻单车价值量	%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	2%	2%	2%	2%	2%
天幕汽玻单车价值量	2100	2142	2184	2228	2273	2318	2364	2388	2412	2436	2460	2485
天幕汽玻单车价值量	%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	1%	1%	1%	1%	1%
其中单天幕玻璃占比		70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%
单天幕价值		1500	1530	1561	1592	1624	1656	1673	1689	1706	1723	1741
无天窗汽玻市场空间	33.4	29.8	33.6	35.5	35.4	34.5	33.9	34.3	33.9	33.4	34.8	36.2
无天窗汽玻市场空间	%	-11%	13%	6%	0%	-3%	-2%	1%	-1%	-1%	4%	4%
小天窗汽玻市场空间	47.8	43.2	46.2	46.2	45.1	43.7	42.1	39.8	39.3	38.8	40.3	42.0
小天窗汽玻市场空间	%	-10%	7%	0%	-2%	-3%	-4%	-5%	-1%	-1%	4%	4%
全景天窗汽玻市场空间	72.8	74.1	81.4	81.5	79.4	76.8	73.6	71.8	69.6	67.1	64.1	63.9
全景天窗汽玻市场空间	%	2%	10%	0%	-3%	-3%	-4%	-2%	-3%	-4%	-4%	0%
天幕车汽玻市场空间	0.0	7.1	27.9	56.8	93.3	135.7	180.7	216.8	252.0	289.8	315.8	336.0
天幕车汽玻市场空间	%		295%	104%	64%	45%	33%	20%	16%	15%	9%	6%
其中单天幕玻璃占比		70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%
单天幕市场空间	4.9	19.5	39.8	65.3	95.0	126.5	151.7	176.4	202.8	221.1	235.2	252.1
单天幕市场空间	%		295%	104%	64%	45%	33%	20%	16%	15%	9%	6%
国内汽玻市场空间（亿元）	154.0	154.1	189.2	220.0	253.1	290.7	330.2	362.7	394.9	429.1	455.0	478.1
国内汽玻市场空间（亿元）	%	0%	23%	16%	15%	15%	14%	10%	9%	9%	6%	5%
总平均单车价值量	719	764	838	928	1036	1155	1274	1359	1436	1515	1560	1591
总平均单车价值量	%	6%	10%	11%	12%	11%	10%	7%	6%	5%	3%	2%

资料来源：Marklines，兴业证券经济与金融研究院整理

➤ 影响三：汽玻厂从二级变为一级供应商，从部件到总成，盈利能力有望提升
天幕玻璃推动汽玻厂家从 tire 2 向 tire 1 转变，盈利能力有望提升。汽车天窗均为汽玻厂将汽玻供给伟巴斯特等天窗总成厂家，由天窗总成厂家供给主机厂。天幕玻璃由于构造简单且不须开启，因此主机厂将直接向汽玻厂采购，同时天幕

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

产品一般不直接供裸玻璃，而是将包边、注塑等都做好后，将总成件供给主机厂。因此天幕玻璃将有望推动以福耀为代表的汽玻厂从二级供应商向一级供应商转变，同时从部件到总成，将带动产品盈利能力的提升。

1.5、福耀汽玻业务预计 2025 年贡献 377 亿收入/77 亿净利润

格局相对固化，行业扩容红利将会被头部参与者所共享。国内市场看，福耀玻璃具有绝对优势。根据公司互动 E 平台披露，福耀 2020 年上半年国内市场汽车玻璃市占率达 65%，福耀国内市场份额稳步提升。全球市场来看，市场份额高度集中，全球汽玻市场 CR3 接近 80%，行业尚无新进入者进入，竞争格局相对稳定。格局固化前提下，我们预计当前天幕渗透率提升带来的行业扩容红利大概率被行业当前寡头玩家分享。

图 23、2019 年国内汽玻市占率（单位：%）

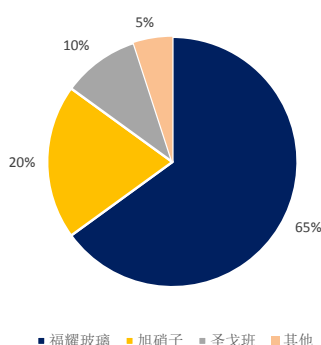
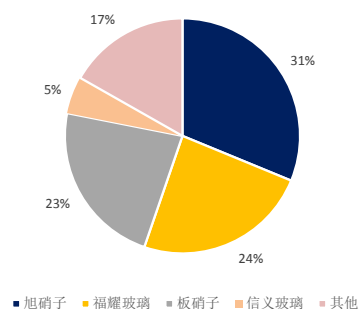


图 24、2019 年全球汽玻市占率（单位：%）



数据来源：公司公告，互动 E 平台，兴业证券经济与金融研究院整理

数据来源：CEIC、公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理

注：旭硝子、圣戈班国内市场份额为近似值

中性假设下，2025 年福耀汽玻收入/净利润预计分别达到 377/77 亿，2021-2025 年收入/净利润复合增速分别达 15.1%/18.4%。中性假设下：1) 天幕 2025 年渗透率达到 29.5%；2) 福耀国内市占率保持 65% 附近不变，海外市占率从 15% 到 18%；则预计 2025 年福耀汽玻收入有望达到 377 亿元，2020-2025 年收入复合增速 15.1%；2025 年福耀汽玻净利润有望达 77.3 亿，对应 2020-2025 年净利润复合增速达 18.4%。

在相对悲观（国内/外 25 年天幕渗透率为 20%/15%）假设下，玻璃业务 2025 年净利润预计 71.7 亿，21-25 年复合增速 16.6%；

在相对乐观（国内/外 25 年天幕渗透率为 50%/40%）假设下，玻璃业务 2025 年净利润预计 90.9 亿，21-25 年复合增速 22.3%；

表 9、福耀汽车业务收入与净利润预测（单位：百万平米，元，亿元，%）

	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
汽车玻璃销量	101.3	112.8	120.6	126.7	133.1	139.9
yoy	-5.3%	11.3%	7.0%	5.0%	5.1%	5.1%
汽玻ASP（元/平方米）	184	197	213	231	250	269
yoy	3.9%	6.9%	8.3%	8.3%	8.1%	7.8%
汽玻收入(亿)	187	222	257	293	332	377
yoy	-1.5%	19.0%	15.9%	13.7%	13.6%	13.4%
汽玻利润（亿）	33.27	43.39	52.03	59.41	68.15	77.26
yoy	8.8%	30.4%	19.9%	14.2%	14.7%	13.4%
汽玻净利率	17.8%	19.54%	20.22%	20.30%	20.50%	20.50%

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

表 10、2025 年天幕渗透率与福耀汽车净利润弹性测算（单位：%、亿元）

	悲观	中性	中性	乐观
国内天幕渗透率	20%	25%	30%	40%
海外天幕渗透率	15%	20%	25%	30%
福耀国内市占率	65%	65%	65%	65%
福耀海外市占率	18%	18%	18%	18%
2025年汽玻净利润测算	71.7	75.5	77.3	84.4
2020-2025 年汽玻净利润CAGR	16.6%	17.8%	18.4%	20.5%

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

2、汽车饰条：业务整合进入尾声，业绩贡献即将显现

2.1、福耀在铝饰条业务优势：垂直一体化，产品客户协同

成立通辽精铝，饰条产业链垂直一体化整合。类同于福耀在汽车玻璃产业链的垂直一体化整合，从上游砂矿到浮法玻璃再到汽车玻璃全产业链打通，饰条业务上福耀 2018 年收购三锋饰件、福州模具、成立通辽精铝，从上游铝锭到模具到最终饰条成品，实现饰条从上游到下游全产业链整合，相比行业内多数为采购半成品加工的业务模式相比，全产业链打通预计将为福耀带来明显的成本优势。

表 11、福耀国内饰条业务进展布局

时间	事件
2018. 06. 26	全资子公司福耀香港拟收购关联方三锋控股持有的福建三锋集团100%股权，交一总价为2.24亿元，三锋集团及其下属 4 家子公司（包括三锋饰件、三锋汽车服务、福州模具、三锋文化传媒）纳入合并财务报表范围。
2018. 11. 29	本公司独资设立全资子公司通辽精铝，注册资本为1亿元，公司主营业务为销售精铝、精铝锭、铝合金棒材、电子铝箔、铝板带箔、汽车铝合金饰件。
2019. 03. 16	公司孙公司福耀汽车饰件收购关联方福建三锋投资公司持有的江苏三锋饰件100%股权，交易总价6600万元。

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 14 -

饰条与汽玻业务产品协同，客户资源高度重叠。汽车饰条主要包括防擦条、门板铝饰条、整车饰条、行李架等部分，其中整车饰条尤其三角窗饰条均是集成在玻璃总成上。此前福耀对外采购铝饰条供给主机厂三角天窗总成，当前来看福耀集成饰条业务后有望直接为客户提供相关总成类产品。

图 25、汽车饰条用途



资料来源：汽车之家，兴业证券经济与金融研究院整理

色差问题使得产品协同性更强。同时由于不同供应商饰条阳极氧化与产品处理工艺均略有不同，因此整车饰条若分开采购易引起饰条色差，因此主机厂采购时偏向饰条与玻璃集成后采购，一方面减少供应商数量便于供应商管理，饰条业务与汽车玻璃客户高度协同，高度集成化降低主机厂供应商管理难度，同时有效避免饰条色差问题。

2.2、欧洲 SAM 整合完成，国内产能推进超预期

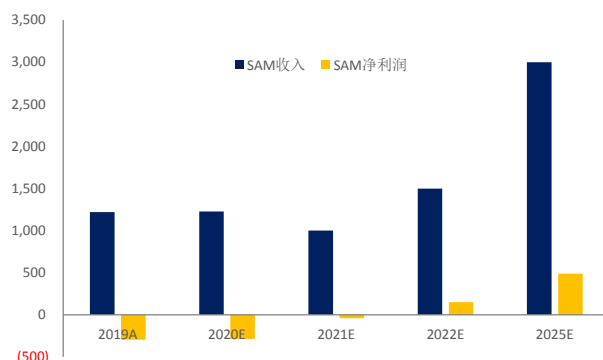
欧洲 SAM 饰条产能整合已完成，预计 22 年开始新订单大放量。2019 年 2 月福耀收购 SAM 完成之后，开始推进 SAM 产能整合及人员裁减工作。截止目前，产能整合与人员裁减基本完成，前期产能整合期间以之前订单为主，新订单在产能整合完成之后陆续接单，因此预计欧洲 SAM 明年将有望扭亏为微盈利，按照一般新订单 2 年左右延后周期，预计欧洲 SAM 饰条业务有望在 2022 年及以后逐步达到满产，将有望迎来业绩爆发点。

表 12、福耀 SAM 资本开支 (单位: 亿元)

	2019H	2019A	2020H
德国FYSAM	2.57	6.34	1.72
美国浮法			1.36
苏州汽玻	2.62	3.55	
总资本开支	13.78	27.80	8.15

资料来源:公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 26、SAM 收入利润情况 (单位: 亿元)



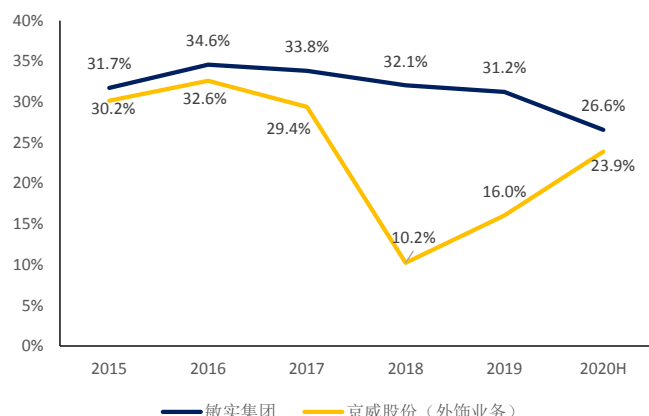
资料来源:公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

国内目前饰条业务加速推进, 预计 21 年开始贡献盈利。公司收购集团 (2018) 以及德国 SAM (2019) 后一方面整合 SAM 的工厂、人员和技术, 另外也在加快国内铝饰条业务的拓展。当前公司位于福清本部的饰条产线 (2020 年已投产, 预计 2021 年实现正盈利) 已经投产, 长春目前在建设 2 条线, 未来在苏州有望再拓展新的产能。若饰条产线产能按照 65 万套/年, 每套按照 800-1000 元价值量估算, 我们预计国内规划饰条全部达产后未来产值有望达 25 亿元以上。

2.3、饰条业务预计 2025 年贡献 55 亿收入/9.9 亿净利润

铝饰条全球份额高度集中, 盈利能力较强。铝饰条由于表面处理 (阳极氧化) 技术难度较大, 全球市场参与者主要包括 DURA、SAM、敏实集团、京威股份等; DURA、SAM 业务主要集中于欧洲, 京威股份饰条业务以国内市场为主。其中敏实行业领先者, 国内铝饰条市占率预计 30% 左右, 全球市占率 10% 左右。一般来说当前铝饰条毛利率行业平均预计在 30-35% 左右, 平均净利率水平在 15%-20%, 盈利能力相对较强。

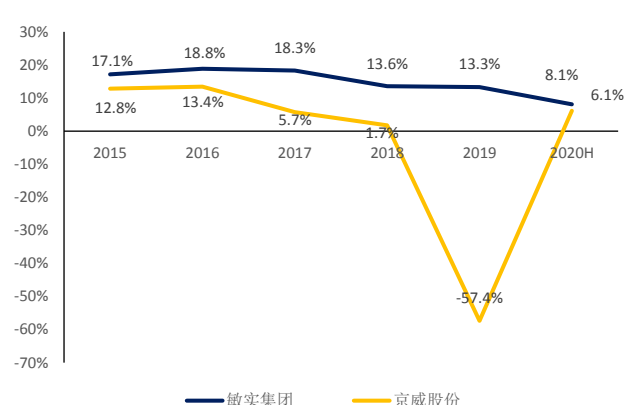
图 27、敏实集团与京威股份毛利率 (单位: %)



资料来源:公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

注: 敏实集团为综合毛利率, 其单饰条业务毛利率更高, 京威股份为外饰净利率

图 28、敏实集团与京威股份净利率 (单位: %)



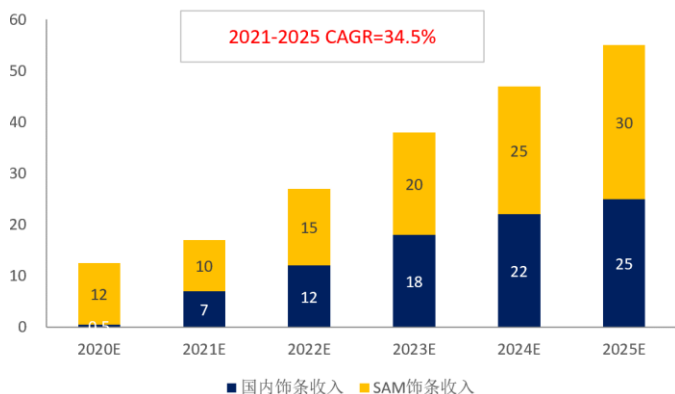
资料来源:公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

我们预计 2025 年福耀饰条业务收入/净利润分别 55/9.9 亿, 2021-2025 年收入 CAGR 为 35%。结合公司当前 SAM 欧洲及国内饰条业务产能规划, 预计 2025 年饰条

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

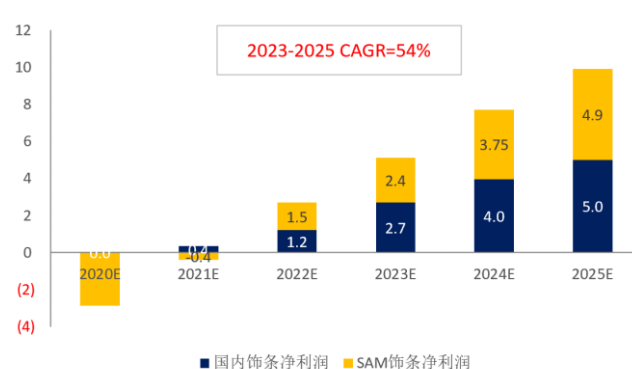
业务产值有望达到 55 亿元，中性假设下，2025 年饰条业务若达到 18% 行业平均净利率水平，对应 2025 年饰条业务净利润贡献 9.9 亿元，2021-2025 年收入 CAGR=35%，2023-2025 年利润复合增速为 54%。

图 29、福耀饰条业务收入预测（单位：亿元）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 30、福耀饰条业务净利润预测（单位：亿元）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

表 13、福耀饰条业务收入与净利润弹性测算（单位：亿元，%）

	悲观		中性	乐观	
福耀饰条收入	40	50	55	60	70
饰条 2025 年净利率	10%	15%	18%	20%	22%
饰条 2025 年净利润	4.0	7.5	9.9	12.0	15.4

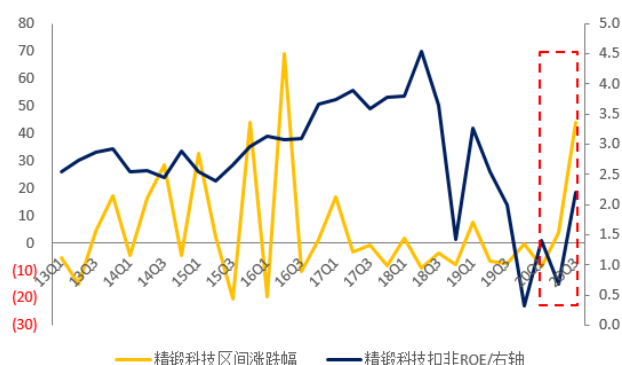
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

3、经营杠杆：产能利用率提升带来盈利能力提升

3.1、经营拐点+低 ROE 是重资产公司的好买点

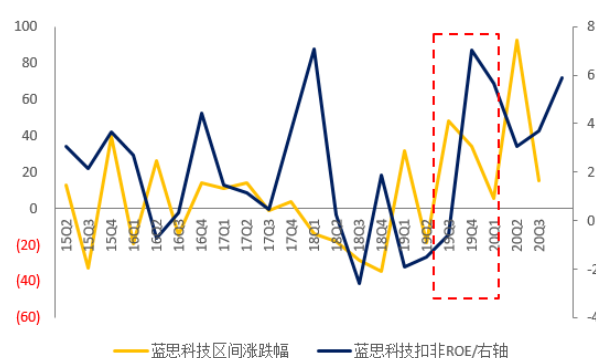
经营拐点（需求改善）到来时，重资产公司 ROE 与净利润（EPS）弹性相对较大。重资产运营模式使得企业经营杠杆相较轻资产公司更高，利润弹性显著大于收入弹性。因此当重资产公司在需求低迷时 ROE 由于前期需求下降导致产能利用率降低仍处于底部，在向上经营拐点来临时，更高的经营杠杆带来 ROE 与净利润（EPS）弹性更大，是重资产公司配置的极佳买点。20Q2-Q3 的精锻科技以及 19Q2-20Q1 的蓝思科技，均为重资产公司典型的投资案例。

图 31、精锻科技扣非 ROE 与区间涨跌幅 (单位: %)



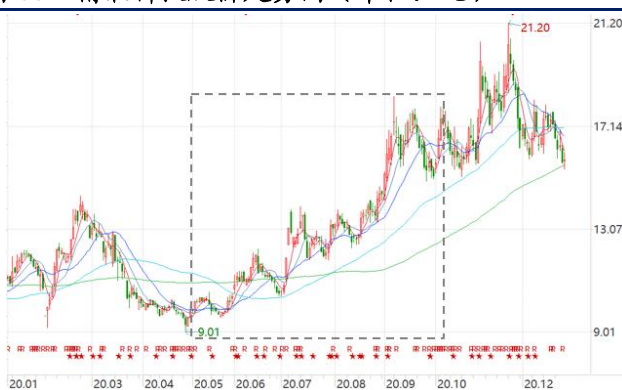
资料来源:wind, 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 32、蓝思科技扣非 ROE 与区间涨跌幅 (单位: %)



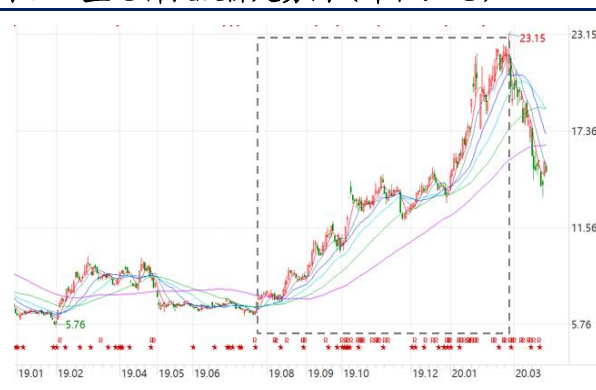
资料来源:wind, 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 33、精锻科技股价走势图 (单位: 元)



资料来源:wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 34、蓝思科技股价走势图 (单位: 元)

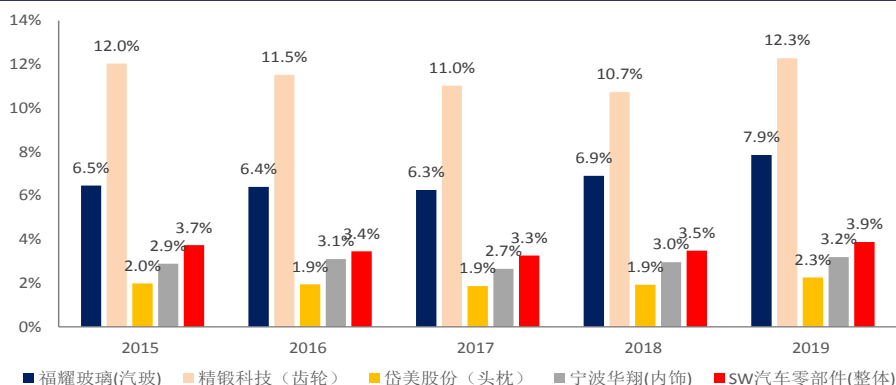


资料来源:wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

3.2、福耀经营拐点已现, 后续 ROE/毛利率有望回升

汽车玻璃行业属于典型重资产行业, 规模效应明显。相比汽车内饰等零部件公司而言, 汽车玻璃行业本身属于重资产行业, 2019 年福耀固定资产折旧占总营收比例达 7.9%, 固定资产占总资产比重达 37%; 零部件行业均值分别在 3.9%/21% 左右, 显著高于行业平均值, 重资产高折旧使得规模效应明显。

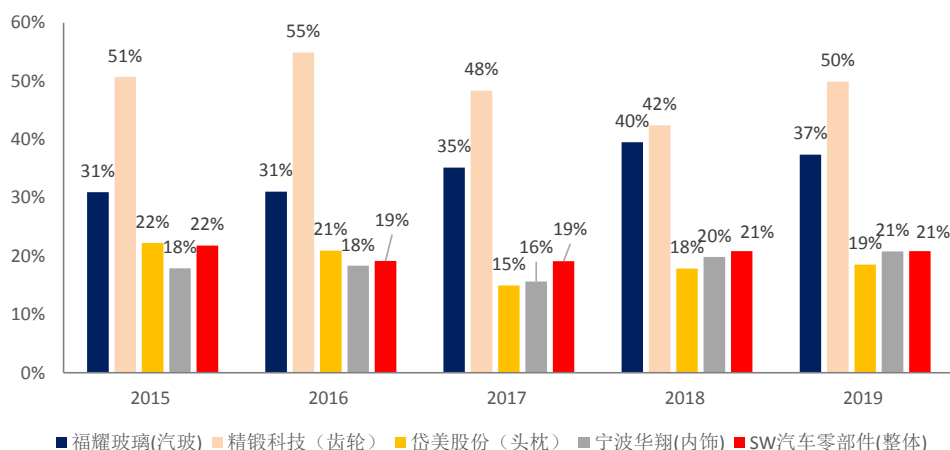
图 35、零部件公司固定资产折旧占总营收比例 (单位: %)



资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

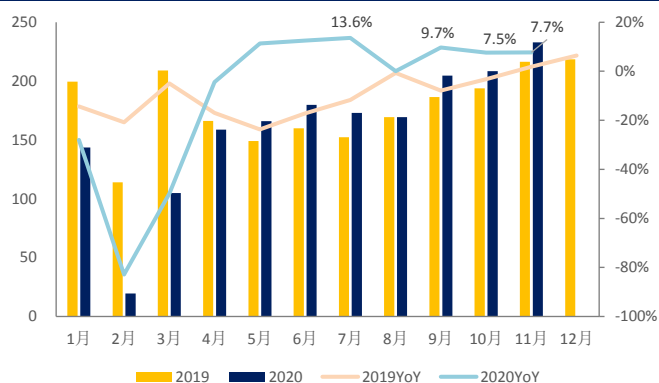
图 36、零部件公司固定资产占总资产比例（单位：%）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

20Q3 是福耀经营拐点，后续预计基本面边际向上。
1) 国内汽玻业务：20Q4 以来国内汽车产销两旺，汽车需求回暖趋势超预期，中性假设下 21 年国内乘用车销量增速 12%，当前福耀国内市占率已达 65%，近年来基本保持稳定；福耀国内汽玻业务收入增速略好于乘用车行业产量增速（高附加值产品占比提升使得 ASP 提升），因此预计国内汽玻业务收入增速预计将超越行业产量增速。
2) 海外汽玻业务：20Q2 海外受公共卫生事件冲击，海外汽玻业务下滑明显，美国工厂 20H1 亏损，20H2 美国工厂开始回升。
3) 欧洲 SAM 饰条业务：伴随产能整合持续推进，20Q3 亏损相比 20H1 显著缩小，当前产能整合已完成，预计 20Q4 亏损将进一步缩窄，21 年有望实现微盈利；

图 37、乘用车产量及同比增速（单位：万辆，%）



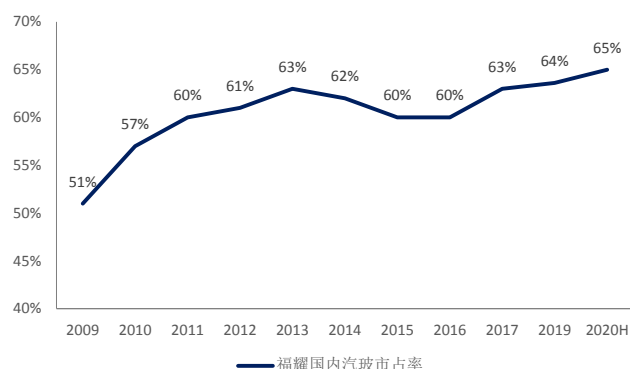
资料来源：中汽协，兴业证券经济与金融研究院整理

图 38、福耀国内收入增速与乘用车产量增速（单位：%）



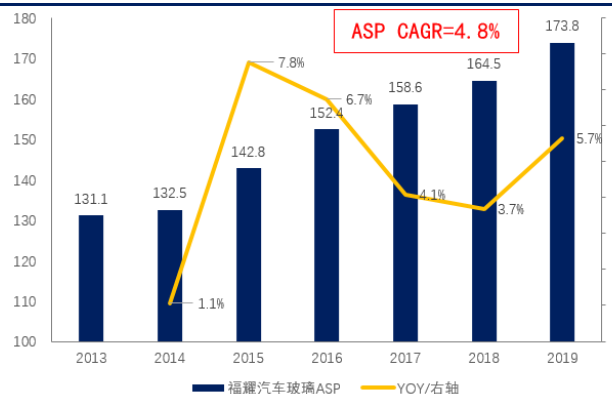
资料来源：中汽协，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 39、福耀国内市占率变化（单位：%）



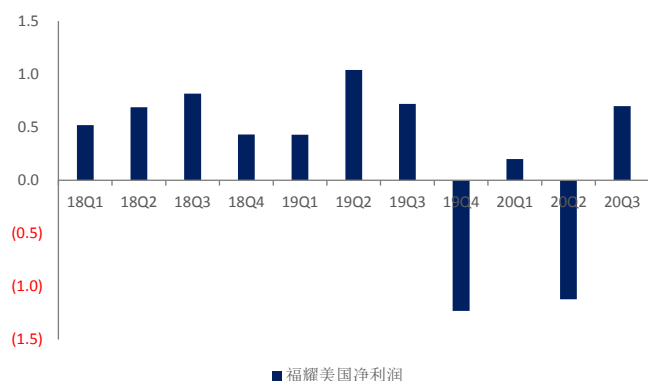
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 40、福耀 ASP 提升（单位：元/平米，%）



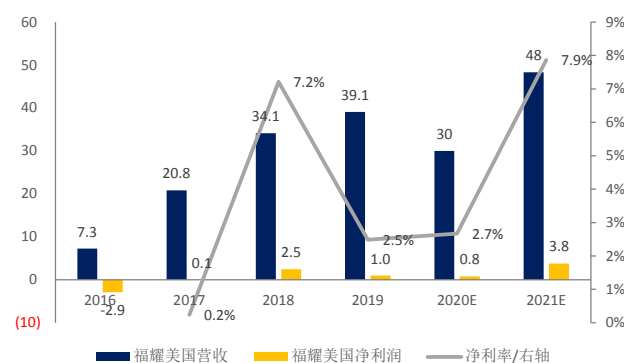
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 41、福耀美国 20Q3 净利润反转向上（单位：亿元）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

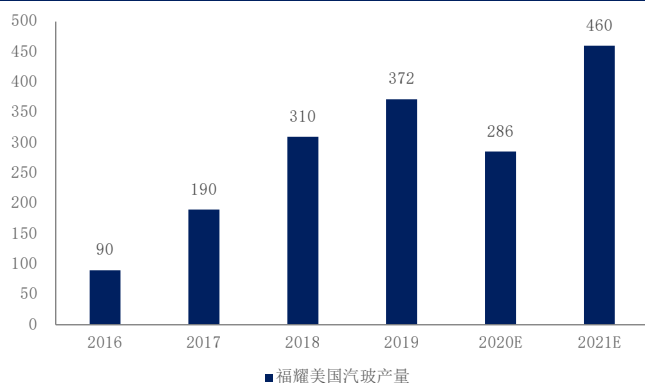
图 42、福耀美国收入利润及净利率（单位：亿元，%）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

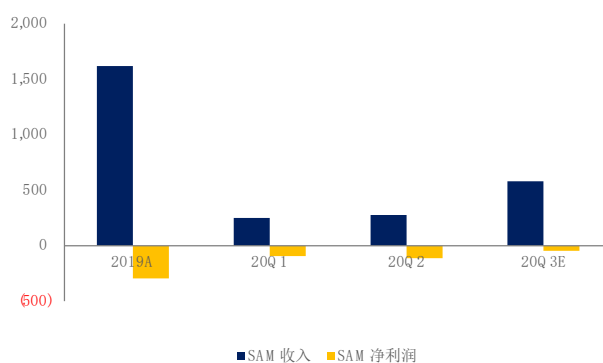
注：2019 年归母净利润大幅下滑主要系支付仲裁费用 3929 万美元

图 43、福耀美国工厂产量（单位：万套）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 44、SAM 季度收入利润情况（单位：百万元）



资料来源：中汽协，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

产能利用率提升带动毛利率向上改善，中性假设下仅规模效应 2021 年汽玻毛利率相比 2019 年有望提升 1.4-3.1ct，考虑高端玻璃产品占比的提升以及饰条业务的减亏，公司整体毛利率提升空间更大。从福耀产能利用率与汽玻毛利率的匹配关系来看，2015 年之前产能利用率处于高位（80-90%）时，福耀汽玻毛利率也相对

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 20 -

较高。2015 年美国及俄罗斯工厂扩产，产能利用率有所下滑；但受益高附加值产品 2013 年以来占比持续提升，毛利率仍保持上升态势。2018-2019 年伴随天津工厂二期以及苏州工厂一期投产，叠加国内乘用车需求下滑，公司整体产能利用率下滑，尽管高附加值产品占比提升对毛利率的向上拉动，表征出来毛利率仍然是下滑趋势。20Q3 以来国内及美国需求持续向好，目前看预计 2021 年有望延续 20H2 趋势，因此我们判断 2021 年福耀产能利用率将显著回升。中性假设下 2021 年产能利用率恢复至 80%，测算仅正向规模效应作用会助力 2021 年汽车玻璃毛利率相比 2019 年提升 1.4-3.1pct。若叠加考虑高端玻璃产品占比提升对汽玻毛利的影响，且 2021 年汽玻毛利率提升会更大。

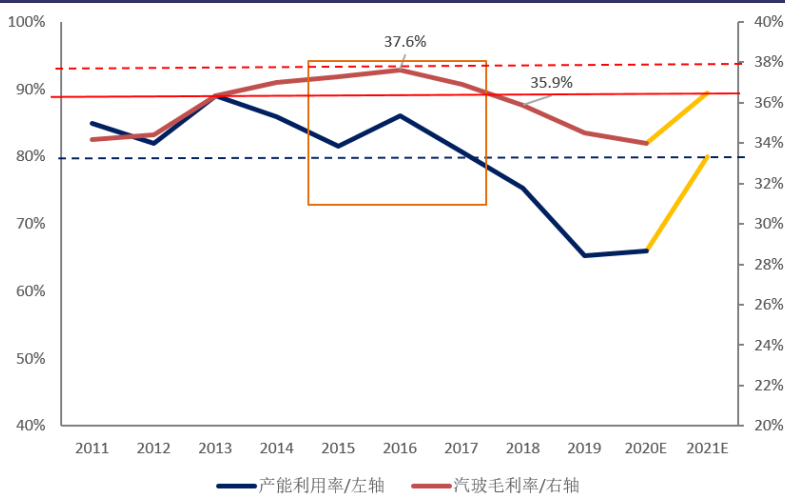
表 14、福耀汽玻工厂设计产能与投产时间（单位：万套）

福耀汽玻工厂	投产时间	设计产能（万套）	主要配套客户
福耀福清	1987年6月	400	出口市场、金龙客车等
福耀长春	2001年10月	300	一汽大众、一汽奥迪、沈阳金杯等
福耀重庆	2002年7月	400	长安福特、上汽通用五菱、长安汽车等
福耀广州	2007年7月	500	广本、广丰、广汽自主、东风日产等
福耀上海	2007年11月	300	上汽通用、上海大众、捷豹路虎、吉利汽车等
福耀荆门	2009年3月	250	东风日产、东风本田、东风乘用车等
福耀郑州	2011年4月	300	宇通客车、郑州日产等
福耀沈阳	2012年6月	150	华晨宝马、华晨雷诺、大连日产等
福耀烟台	2015年7月	150	上汽通用等
福耀天津	2017年9月	450	一汽丰田、北京奔驰
福耀苏州（产能爬坡）	2018年底/2019年底	400	上汽大众、上汽通用等
福耀俄罗斯	2015年年中	130	俄罗斯本土品牌、东欧部分品牌
福耀美国（产能爬坡）	2015年底/2018年2月	550	美国通用、福特、戴姆勒等
合计	-	4280	-

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

注：因产能爬坡及停产检修等原因，实际有效产能低于设计产能

图 45、福耀产能利用率与汽车玻璃毛利率（单位：%）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 21 -

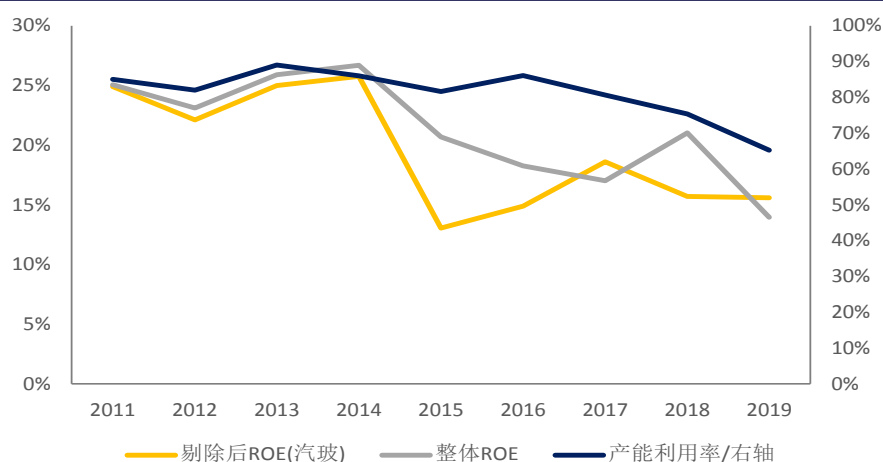
表 15、福耀 2021 年汽车玻璃业务毛利率弹性测算（单位：%）

	悲观	中性	乐观
产能利用率	75%	80%	85%
汽玻毛利率	34.5-35.9%	35.9-37.6%	38%以上
相比2019年汽玻毛利率提振	0-1.4pct	1.4-3.1pct	3.5pct以上

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

产能利用率提升拉动 ROE 上行。产能利用率的提升使得资产周转率提升，进而提升整体 ROE 水平，重资产属性使得经营拐点到来时产能利用率提升带来 ROE 更大的向上弹性。2015 年之前福耀所有产能集中在国内，垂直一体化整合带来较高 ROE 水平。2015 年伴随俄罗斯及美国工厂投资扩产，叠加 18 年以来国内乘用车产销下滑使得产能利用率下降，19 年并表 SAM 使得 ROE 下滑明显。后续来看，美国工厂产能持续爬坡，逐步进入正轨；SAM 产能整合完成后有望实现扭亏，国内产销两旺产能利用率逐步恢复，未来福耀 ROE 有望明显的向上提振。

图 46、福耀产能利用率与 ROE 匹配关系（单位：%）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

注：1）2015 年由于俄罗斯与美国工厂投资，因此使得 ROE 相比之前明显下滑；2）黄色线剔除后 ROE 为 2018 年出售北京工厂、2019 年剔除 SAM 并表、以及剔除历年汇兑损益影响；

表 16、福耀产能利用率与整体 ROE 杜邦分析（单位：%）

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
产能利用率	85.0%	82.0%	89.0%	86.0%	81.6%	86.0%	80.7%	75.4%	65.3%
剔除后 ROE (汽玻)	24.9%	22.1%	25.0%	25.8%	13.0%	14.9%	18.6%	15.7%	15.6%
整体 ROE	25.1%	23.1%	25.9%	26.7%	20.7%	18.3%	17.0%	21.0%	14.0%
销售净利率	15.6%	14.9%	16.7%	17.2%	19.2%	18.9%	16.8%	20.3%	13.7%
资产周转率	0.85	0.81	0.83	0.82	0.65	0.61	0.61	0.61	0.58
权益乘数	1.89	1.91	1.86	1.89	1.65	1.59	1.66	1.69	1.76

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 22 -

4、估值与盈利预测

4.1、基本面：三重拐点，全幸福耀

汽车玻璃：电动智能时代大趋势，汽车玻璃升级加速。电动智能大趋势下，特斯拉、蔚来等造车新势力加速汽车技术升级变革，汽玻在提升颜值（天幕）、加强智能（HUD）、提升座舱体验（镀银、隔音、夹层）等作用明显，预计后续配置升级加速。新技术新趋势中天幕相比传统天窗降成本，预计渗透率将快速提升。我们测算天幕 2020 年渗透率 1.6%，2025 年中性估计 30%，远期潜在渗透率预计 50%-75%。汽车行业扩容从渐变到突变，预计福耀汽玻业务 2025 年收入/净利润为 377 亿/77 亿，2020-2025 年 CAGR 分别 15.1%/18.4%。

汽车饰条：业务整合进入尾声，业绩贡献即将体现。我们认为福耀在铝饰条业务有多重优势：1）垂直一体化；2）与汽玻高度协同（客户共享、玻璃饰条打包供应）。当前欧洲 SAM 整合进入尾声，预计 2021 年扭亏为盈，国内饰条业务布局有望超预期。中性假设下，预计福耀饰条业务 2025 年贡献 55 亿收入/9.9 亿净利润，2021-2025 年收入 CAGR 为 35%，2023-2025 利润 CAGR 为 54%。

经营杠杆：产能利用率提升带来盈利能力提升。经营拐点+低 ROE 是重资产公司的好买点，20Q2-Q3 的精锻科技以及 19Q2-20Q1 的蓝思科技，均为重资产公司典型的投资案例。20Q3 是福耀经营拐点，后续预计基本面边际向上，产能利用率提升将带动毛利率向上改善。中性假设下 2021 年产能利用率恢复至 80%，仅规模效应作用汽玻毛利率相比 2019 年提升 1.4-3.1pct。考虑高附加值产品占比提升以及饰条业务减亏，公司整体毛利率提升预计更明显。

4.2、盈利与估值：三重挂点增速换挡，盈利估值有望向上双击

回顾福耀过去历史估值，大致可分为以下三个阶段：

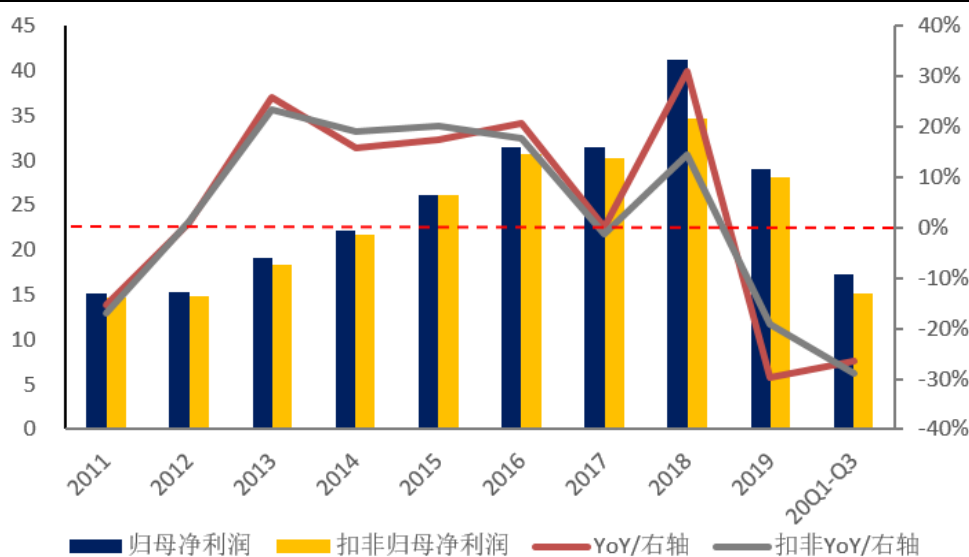
- **2011-2016：**汽车玻璃缓慢升级，业务相对单一透明，变化较少，业绩增长主要来自福耀国内及海外市占率的快速提升，净利润增速稳健，利润波动性较小。2011-2016 年归母净利润年复合增速 15.8%，PE 区间维持在 10-15 倍之间震荡，PEG<1，股价上涨主要来自于业绩兑现。
- **2017-2019：**核心资产牛市，叠加公司国际化进程初见成效，美国工厂扭亏为盈，打开福耀新成长空间，PE 估值提升至 16-26 倍区间，扣非后净利润无增长，PEG>1，股价上涨主要来自于估值提升。
- **2020 及以后：**年初受到公共卫生事件冲击，20Q3 以来国内及海外需求向好，SAM 饰条业务减亏，天幕玻璃等普及使得汽玻出现新变化，后续利润增速换挡再上新台阶，预计此阶段 PEG>1。

图 47、福耀玻璃历史 PE-Band



资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 48、福耀归母净利润与扣非归母净利润及同比增速（单位：亿元，%）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

考虑 2024 汇兑损失对 20 年负面影响，以及 21 年之后产能利用率提升的弹性，我们调整公司 2020-2022 年归母净利为 25.9/41.1/52.4 亿（原预测为 27.8/40.3/51.4 亿）。展望未来 5 年，汽车玻璃新技术新趋势使得汽玻增速换挡，且饰条业务预计逐步扭亏为赢贡献新增量，规模效应提升公司盈利能力，三重拐点下公司未来数年增长中枢相较此前明显提升，2021-2025 年公司利润年复合增速 27.5%，相比以前明显提升，预计公司的估值中枢也将向上提升，持续看好公司发展，维持“买入”评级。

表 17、福耀未来 5 年盈利预测（单位：百万平米，元，百万元，%）

	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
国内汽玻销量（百万平米）	63.2	61.9	69.5	73.0	75.2	77.5	79.9
YoY	-14.0%	-2.0%	12.1%	5.1%	3.1%	3.1%	3.1%
海外汽玻销量（百万平米）	43.8	39.4	43.3	47.7	51.5	55.6	60.0
YoY	6.0%	-10.0%	10.0%	10.0%	8.0%	8.0%	8.0%
汽玻销量合计（百万平米）	106.9	101.3	112.8	120.6	126.7	133.1	139.9
YoY	-1.3%	-5.3%	11.3%	7.0%	5.0%	5.1%	5.1%
国内汽玻ASP（元）	156	164	177	194	212	232	251
YoY	2.0%	5.1%	8.3%	9.2%	9.7%	9.3%	8.3%
海外汽玻ASP（元）	205	216	228	243	258	274	293
YoY	3.0%	5.5%	5.5%	6.6%	6.1%	6.2%	6.9%
福耀国内及海外汽玻ASP（元）	177	184	197	213	231	250	269
YoY		3.9%	6.9%	8.3%	8.3%	8.1%	7.8%
汽玻收入（百万元）	18,957	18,662	22,209	25,729	29,266	33,247	37,690
YoY		-1.6%	19.0%	15.9%	13.7%	13.6%	13.4%
饰件收入（百万元）	1,220	1,227	1,700	2,700	3,800	4,900	5,500
其他收入（百万元）	927	200	200	200	200	200	200
总营收（百万元）	21,104	20,089	24,109	28,629	33,266	38,347	43,390
YoY		-4.8%	20.0%	18.7%	16.2%	15.3%	13.2%
毛利率（%）	37.5%	39.0%	42.0%	42.7%	43.5%	43.5%	44.0%
净利率（%）	13.7%	12.9%	17.0%	18.3%	18.3%	19.0%	20.1%
归母净利润（百万元）	2,898	2,592	4,109	5,236	6,088	7,286	8,713
YoY		-10.6%	58.5%	27.4%	16.3%	19.7%	19.6%
天幕玻璃贡献收入（百万元）	-	589	2,291	4,650	7,549	10,862	14,434
天幕玻璃净利率假设	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
天幕对福耀净利润贡献（百万元）		118	458	930	1,510	2,172	2,887
福耀其他业务净利润（百万元）	2,898	2,474	3,651	4,305	4,578	5,113	5,826

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

表 18、福耀 2025 年归母净利润弹性测算（单位：%、亿元）

	悲观	中性	乐观
国内天幕渗透率	20%	25%	30%
海外天幕渗透率	15%	20%	25%
福耀国内市占率	65%	65%	65%
福耀海外市占率	18%	18%	18%
2025年汽玻净利润测算	71.7	75.5	77.3
2021-2025 年汽玻净利润CAGR	16.6%	17.8%	18.4%
2021-2025 年汽玻净利润CAGR	20.5%	22.3%	
福耀饰条收入	40	50	55
饰条2025年净利率	10%	15%	18%
饰条2025年净利润	4.0	7.5	9.9
福耀2025年净利润	75.7	83.0	87.2
2021-2025 年汽玻净利润CAGR	23.9%	26.2%	27.5%
2021-2025 年汽玻净利润CAGR	30.0%	32.6%	

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

5、风险提示

天幕渗透率不及预期；

乘用车产销不及预期；

汇率产生波动

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 25 -

附表

资产负债表					单位: 百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E					
流动资产	17774	17548	24849	32864					
货币资金	8356	9279	14445	21127					
交易性金融资产	861	338	422	502					
应收账款	3457		4191	4940					
其他应收款	472	357	525	591					
存货	3280	3022	4033	4316					
非流动资产	21052	18333	16639	14689					
可供出售金融资产	0	0	0	0					
长期股权投资	200	203	201	202					
投资性房地产	0	0	0	0					
固定资产	14520	14022	12958	11555					
在建工程	2901	1741	1044	627					
油气资产	0	0	0	0					
无形资产	1337	1338	1314	1322					
资产总计	38826	35881	41488	47553					
流动负债	14786	12385	13330	14179					
短期借款	8492	6479	6846	7272					
应付票据	861	996	1107	1271					
应付账款	1237	1303	1442	1683					
其他	4197	3607	3934	3953					
非流动负债	2671	1427	2020	2039					
长期借款	1193	1193	1193	1193					
其他	1478	234	827	846					
负债合计	17457	13811	15350	16219					
股本	2509	2509	2509	2509					
资本公积	6223	6223	6223	6223					
未分配利润	9829	10380	14033	18687					
少数股东权益	-1	-3	-3	-2					
股东权益合计	21369	22069	26138	31335					
负债及权益合计	38826	35881	41488	47553					

现金流量表					单位: 百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E					
净利润	2898	2593	4109	5236					
折旧和摊销	2023	1958	2080	2147					
资产减值准备	24	-5	12	0					
无形资产摊销	364	299	320	326					
公允价值变动损失	36	-10	-40	-40					
财务费用	324	467	241	29					
投资损失	-93	-70	-80	-80					
少数股东损益	-0	-2	0	1					
营运资金的变动	115	397	-1285	-627					
经营活动产生现金流量	5127	4898	5386	6594					
投资活动产生现金流量	-3125	289	-298	-335					
融资活动产生现金流量	-116	-4264	78	422					
现金净变动	1995	923	5166	6681					
现金的期初余额	6358	8356	9279	14445					
现金的期末余额	8353	9279	14445	21127					

利润表					单位: 百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E					
营业收入	21104	20089	24109	28629					
营业成本	13198	12251	13990	16398					
营业税金及附加	198	188	226	268					
销售费用	1482	1443	1567	1861					
管理费用	2185	3000	3423	4065					
财务费用	21	467	241	29					
资产减值损失	-4	5	0	0					
公允价值变动	-36	-10	-40	-40					
投资收益	82	70	80	80					
营业利润	3416	3056	4851	6198					
营业外收入	109	75	20	20					
营业外支出	294	93	93	93					
利润总额	3231	3038	4778	6125					
所得税	333	443	669	888					
净利润	2898	2592	4109	5237					
少数股东损益	-0	-2	0	1					
归属母公司净利润	2898	2593	4109	5236					
EPS(元)	1.16	1.03	1.64	2.09					

主要财务比率									
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E					
成长性(%)									
营业收入增长率	4.3%	-4.8%	20.0%	18.7%					
营业利润增长率	-31.3%	-10.5%	58.7%	27.8%					
净利润增长率	-29.7%	-10.5%	58.4%	27.4%					
盈利能力(%)									
毛利率	37.5%	39.0%	42.0%	42.7%					
净利率	13.7%	12.9%	17.0%	18.3%					
ROE	13.6%	11.7%	15.7%	16.7%					
ROE	37.5%	39.0%	42.0%	42.7%					

偿债能力(%)									
资产负债率	45.0%	38.5%	37.0%	34.1%					
流动比率	1.20	1.42	1.86	2.32					
速动比率	0.98	1.17	1.56	2.01					
营运能力(次)									
资产周转率	0.58	0.54	0.62	0.64					
应收帐款周转率	5.98	5.67	6.17	6.26					
每股资料(元)									
每股收益	1.16	1.03	1.64	2.09					
每股经营现金	2.04	1.95	2.15	2.63					
每股净资产	8.52	8.80	10.42	12.49					
估值比率(倍)									
PE	41.6	46.5	29.3	23.0					
PB	5.6	5.5	4.6	3.8					

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 26 -

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100033	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 28 -