

买入

行业发展空间充裕，公司盈利能力不断增强

福耀玻璃 (3606.HK)

2024-3-19 星期二

投资要点

目标价: **49.2 港元**
现价: 39.1 港元
预计升幅: 25.7%

重要数据

| 日期 | 2024/3/18 |
|-------------|-----------|
| 收盘价 (港元) | 39.1 |
| 总股本 (亿股) | 26.097 |
| 总市值 (亿港元) | 1193 |
| 净资产 (亿港元) | 346.73 |
| 总资产 (亿港元) | 625.02 |
| 52 周高低 (港元) | 42/28.1 |
| 每股净资产 (港元) | 13.3 |

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

主要股东

三益发展有限公司 14.97%
河仁慈善基金会 6.5%

相关报告

福耀玻璃 (03606.HK) - 业绩点评:
产品结构和经营管理优化, 推动收入
和利润持续增长- 20230320
福耀玻璃(3606.HK)深度报告: 功能
需求提升汽玻量价, 战略专注巩固
公司优势 20220913

研究部

姓名: 杨森
SFC: BJO644
电话: 0755-21519178
Email: yangsen@gyzq.com.hk

➤ 公司 2023 年业绩稳健增长，收入和利润创历史新高

2023 年公司合并实现营业收入人民币 3,316,099.66 万元，比上年同期增长 18.02%；实现利润总额人民币 671,602.19 万元，比上年同期增长 20.38%，实现归属于上市公司股东的净利润人民币 562,925.61 万元，比上年同期增长 18.37%；实现每股收益人民币 2.16 元，比上年同期增长 18.68%。

若扣除汇兑损益、子公司 FYSAM 汽车饰件有限公司计提长期资产减值准备的影响，2023 年公司利润总额比上年同期增长 39.98%：1) 2023 年公司汇兑收益人民币 36,869.63 万元，上年同期汇兑收益人民币 104,523.79 万元，此项影响公司 2023 年利润总额比上年同期减少人民币 67,654.16 万元；2) 2023 年公司子公司 FYSAM 汽车饰件有限公司计提长期资产减值准备人民币 14,703.30 万元，上年同期计提 10,550.26 万元，此项影响公司 2023 年利润总额比上年同期减少人民币 4,153.03 万元。

➤ 以研发和精益管理双轮驱动，公司盈利能力不断增强

公司持续加强技术创新，持续推动产品的升级换代，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、钢化夹层玻璃等高附加值产品占比持续提升，占比较 2022 年同期上升 9.54 个百分点。

通过多种手段并举，公司汽车玻璃业务在 2023 年面积销量提升 10.24%，营业收入提升 16.79%，ASP 提升 5.94% 至 2.12 元/平米，毛利率也提升 0.94 个百分点至 30.59%。

➤ 维持买入评级，目标价 49.2 港元

我们预测公司 2024~2026 年收入分别为 381.68 (+15.1%)、447.71 (+17.3%) 和 530.54 (+18.5%) 亿元人民币，净利润 62.1 (+10.3%)、73.78 (+18.8%) 和 88.33 (+19.7%) 亿元人民币。净利润 3 年平均增速为 16.3%。

我们认为以 2025 年 16 倍 PE 对公司进行估值是合理的，对应目标股价为 49.2 港币/股，股票预期升幅空间 25.7%，维持“买入”评级。

| (百万元人民币) | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入 | 28,101.2 | 33,161.0 | 38,168.3 | 44,771.4 | 53,054.1 |
| 同比增长 | | 18.0% | 15.1% | 17.3% | 18.5% |
| 归母净利润 | 4,755.0 | 5,628.7 | 6,210.4 | 7,377.8 | 8,833.1 |
| 同比增长 | | 18.4% | 10.3% | 18.8% | 19.7% |
| 毛利率 | 32.7% | 34.1% | 35.0% | 35.8% | 36.0% |
| 每股收益(元) | 1.82 | 2.16 | 2.38 | 2.83 | 3.38 |
| PE@39.1HKD | 19.7 | 16.7 | 15.1 | 12.7 | 10.6 |

数据来源: wind、公司年报、国元证券经纪(香港)预测和整理

公司 2023 年业绩稳健增长，收入和利润创历史新高

2023 年公司合并实现营业收入人民币 3,316,099.66 万元，比上年同期增长 18.02%；实现利润总额人民币 671,602.19 万元，比上年同期增长 20.38%，实现归属于上市公司股东的净利润人民币 562,925.61 万元，比上年同期增长 18.37%；实现每股收益人民币 2.16 元，比上年同期增长 18.68%。

若扣除汇兑损益、子公司 FYSAM 汽车饰件有限公司计提长期资产减值准备的影响，2023 年公司利润总额比上年同期增长 39.98%：1) 2023 年公司汇兑收益人民币 36,869.63 万元，上年同期汇兑收益人民币 104,523.79 万元，此项影响公司 2023 年利润总额比上年同期减少人民币 67,654.16 万元；2) 2023 年公司子公司 FYSAM 汽车饰件有限公司计提长期资产减值准备人民币 14,703.30 万元，上年同期计提 10,550.26 万元，此项影响公司 2023 年利润总额比上年同期减少人民币 4,153.03 万元。

全球汽配行业仍有充裕的发展空间

从全球汽车工业结构看，发展中国家新车产量和汽车保有量占比均不断提升，影响不断加大，但汽车的普及度与发达国家相比差距仍然巨大，美、日、德等发达国家每百人汽车保有量均超过 50 辆，而发展中的中国 2023 年每百人汽车保有量仅约 24 辆，中国与主要发达国家汽车保有量水平还有比较大的差距。相对于中国人口数量、中等收入人群占比、人均 GDP 等而言，中国潜在汽车消费潜力巨大，且中国内部完备的供应链体系为汽车行业的发展提供有力支撑，为汽车工业提供配套的行业仍有较大的发展空间。

当前汽车“电动化、网联化、智能化、共享化”（新四化）已成为汽车产业发展的潮流和趋势，汽车市场进入需求多元、结构优化的新发展阶段，新能源汽车渗透率不断提升，智能汽车也已经进入到大众化应用的阶段，汽车不再是一个简单的交通工具，现在的汽车正朝着一个可移动的智能终端转变。汽车新四化的发展使得越来越多的新技术集成到汽车玻璃中，对汽车玻璃提出新的要求，同时也为汽车玻璃行业的发展提供了新的机遇，推动汽车玻璃朝着“安全舒适、节能环保、美观时尚、智能集成”方向发展，智能全景天幕玻璃、可调光玻璃、抬头显示玻璃、超隔绝玻璃等高附加值产品占比在不断地提升，从而推动汽车玻璃行业保持稳健

增长。

以研发和精益管理双轮驱动，公司盈利能力不断增强

公司不断强化质量管理，认真梳理客户痛点，运用好“质量一票否决制”，从新产品开发、过程管控、服务质量、供应商质量等各环节严格进行管理与控制，不断完善全员、全过程、全价值链的质量管理体系。

公司持续加强技术创新，持续推动产品的升级换代，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、钢化夹层玻璃等高附加值产品占比持续提升，占比较 2022 年同期上升 9.54 个百分点，价值得以体现。

通过多种手段并举，公司汽车玻璃业务在 2023 年面积销量提升 10.24%，营业收入提升 16.79%，ASP 提升 5.94% 至 2.12 元/平米，毛利率也提升 0.94 个百分点至 30.59%。

表 1：公司汽车玻璃业务营收和 ASP

| 营业收入(元人民币) | | | 销售量(百万平米) | | | ASP(元/平米) | | |
|-------------|-------------|--------|-----------|------|--------|-----------|------|-------|
| 2022 | 2023 | 同比增长 | 2022 | 2023 | 同比增长 | 2022 | 2023 | 同比增长 |
| 254,605,954 | 297,354,294 | 16.79% | 127 | 140 | 10.24% | 2.00 | 2.12 | 5.94% |

资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

估值和投资建议

我们预测公司 2024~2026 年收入分别为 381.68 (+15.1%)、447.71 (+17.3%) 和 530.54 (+18.5%) 亿元人民币，净利润 62.1 (+10.3%)、73.78 (+18.8%) 和 88.33 (+19.7%) 亿元人民币。净利润 3 年平均增速为 16.3%。

我们认为以 2025 年 16 倍 PE 对公司进行估值是合理的，对应目标股价为 49.2 港币/股，股票预期升幅空间 25.7%，维持“买入”评级。

表 2: 汽配行业可比估值

| 证券代码 | 证券简称 | 最新股价 港元/股 | 总市值 (亿港元) | 主营业务收入 (亿元人民币) | | | 归母净利润 (亿元人民币) | | | PE | | | PB | PEG |
|---------|------|--------------|--------------|----------------|---------|--------|---------------|------|---------|------|-------|-------|-----|------|
| | | | | 2021 | 2022 | 增速 | 2021 | 2022 | 增速 | 2022 | 2023E | 2024E | | |
| 0425.HK | 敏实集团 | 13.74 | 144.8 | 139.2 | 173.1 | 24.3% | 12.1 | 15.1 | 24.6% | 9.5 | 7.8 | 6.1 | 0.8 | 0.32 |
| 1057.HK | 浙江世宝 | 2.21 | 87.4 | 11.8 | 13.9 | 17.7% | 0.1 | 0.0 | -119.0% | 98.5 | 0.0 | 0.0 | 1.1 | 0.00 |
| 1316.HK | 耐世特 | 3.57 | 81.3 | 214.1 | 267.4 | 24.9% | 1.1 | 0.8 | -27.9% | 19.8 | 17.9 | 7.2 | 0.6 | 1.70 |
| 2338.HK | 潍柴动力 | 15.64 | 1,398.3 | 2,035.5 | 1,751.6 | -13.9% | 124.1 | 36.6 | -70.5% | 24.9 | 13.8 | 11.1 | 1.7 | 0.17 |
| 平均 | | | | | | 13.2% | | | -48.2% | 38.2 | 9.9 | 6.1 | 1.1 | 0.5 |
| 3606.hk | 福耀玻璃 | 39.10 | 1,080.1 | 236.0 | 281.0 | 19.0% | 41.4 | 44.4 | 7.2% | 19.2 | 16.4 | 14.7 | 3.1 | 0.86 |

资料来源: Wind 一致预期、国元证券经纪(香港)整理

风险提示

全球汽车需求不及预期;

全球贸易环境和汽车供应链发生变化。

财务报表摘要

| 资产负债表 (百万元) | | | | | | 损益表 (百万元) | | | | | |
|------------------|----------|----------|----------|----------|----------|---------------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 流动资产: | | | | | | 营业总收入 | 28,101.2 | 33,161.0 | 38,168.3 | 44,771.4 | 53,054.1 |
| 现金及现金等价物 | 12,237.9 | 13,351.3 | 15,488.4 | 18,308.4 | 22,048.1 | 主营业务收入 | 28,098.8 | 33,161.0 | 38,168.3 | 44,771.4 | 53,054.1 |
| 应收款项合计 | 6,109.4 | 8,553.9 | 8,397.0 | 10,297.4 | 12,733.0 | 其他营业收入 | 2.4 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 存货 | 5,403.4 | 5,143.6 | 5,725.2 | 6,715.7 | 7,958.1 | 营业总支出 | 23,656.5 | 27,298.3 | 31,845.3 | 37,243.9 | 44,028.0 |
| 其他流动资产 | 5,927.3 | 6,487.6 | 6,552.5 | 6,682.2 | 6,749.1 | 营业成本 | 18,901.1 | 21,840.4 | 24,809.4 | 28,743.3 | 33,954.7 |
| 流动资产合计 | 29,677.9 | 33,536.4 | 36,163.1 | 42,003.8 | 49,488.3 | 营业开支 | 4,755.4 | 5,457.9 | 7,035.9 | 8,500.7 | 10,073.3 |
| 非流动资产: | | | | | | 营业利润 | 4,444.7 | 5,862.7 | 6,323.0 | 7,527.5 | 9,026.2 |
| 固定资产净值 | 18,136.6 | 20,343.0 | 22,377.3 | 24,615.0 | 27,076.5 | 净利息和其他非经常性收益 | 1,133.8 | 852.8 | 981.6 | 1,151.4 | 1,364.4 |
| 权益性资产和其他长期投资 | 327.5 | 272.6 | 300.1 | 286.3 | 293.2 | 除税前利润 | 5,578.5 | 6,715.5 | 7,304.6 | 8,678.9 | 10,390.6 |
| 商誉及无形资产 | 915.9 | 1,044.8 | 1,097.0 | 1,108.0 | 1,119.1 | 减: 所得税 | 826.3 | 1,086.9 | 1,095.7 | 1,301.8 | 1,558.6 |
| 土地使用权 | 997.8 | 993.8 | 973.9 | 954.4 | 935.4 | 少数股东损益 | -2.8 | -0.1 | -1.5 | -0.8 | -1.1 |
| 其他非流动资产 | 722.4 | 449.9 | 539.9 | 550.7 | 561.7 | 持续经营净利润 | 4,755.0 | 5,628.7 | 6,210.4 | 7,377.8 | 8,833.1 |
| 非流动资产合计 | 21,100.2 | 23,104.1 | 25,288.2 | 27,514.5 | 29,985.9 | 净利润 | 4,755.0 | 5,628.7 | 6,210.4 | 7,377.8 | 8,833.1 |
| 总资产 | 50,778.1 | 56,640.5 | 61,451.3 | 69,518.3 | 79,474.1 | 归属普通股股东净利润 | 4,755.0 | 5,628.7 | 6,210.4 | 7,377.8 | 8,833.1 |
| 流动负债: | | | | | | | | | | | |
| 应付账款及票据 | 2,188.7 | 2,825.4 | 1,984.8 | 2,299.5 | 2,716.4 | | | | | | |
| 应交税金 | 404.7 | 546.4 | 628.9 | 737.7 | 874.2 | | | | | | |
| 交易性金融负债 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | | | | | | |
| 短期借贷及长期借贷当期到期部 | 9,405.4 | 5,491.7 | 6,320.9 | 7,414.5 | 8,346.8 | | | | | | |
| 其他流动负债 | 5,361.6 | 6,239.3 | 4,506.1 | 3,208.6 | 2,165.5 | | | | | | |
| 流动负债合计 | 17,360.4 | 15,102.8 | 13,440.7 | 13,660.2 | 14,102.9 | | | | | | |
| 非流动负债: | | | | | | | | | | | |
| 长期借贷 | 3,007.0 | 8,513.1 | 9,798.6 | 11,493.7 | 13,620.1 | | | | | | |
| 其他非流动负债 | 1,411.8 | 1,603.2 | 1,845.3 | 2,164.5 | 2,565.0 | | | | | | |
| 非流动负债合计 | 4,418.8 | 10,116.3 | 11,643.9 | 13,658.2 | 16,185.0 | | | | | | |
| 总负债 | 21,779.2 | 25,219.1 | 25,084.6 | 27,318.5 | 30,287.9 | | | | | | |
| 股东权益: | | | | | | | | | | | |
| 普通股股本 | 2,609.7 | 2,609.7 | 2,609.7 | 2,609.7 | 2,609.7 | | | | | | |
| 储备 | 26,289.2 | 28,665.9 | 33,634.2 | 39,536.4 | 46,602.9 | | | | | | |
| 其他综合性收益 | 114.7 | 160.6 | 137.7 | 149.1 | 143.4 | | | | | | |
| 归属母公司股东权益 | 29,013.6 | 31,436.2 | 36,381.5 | 42,295.3 | 49,356.0 | | | | | | |
| 少数股东权益 | -14.7 | -14.9 | -14.8 | -14.9 | -14.8 | | | | | | |
| 股东权益合计 | 28,998.9 | 31,421.4 | 36,366.7 | 42,280.4 | 49,341.2 | | | | | | |
| 总负债及总权益 | 50,778.1 | 56,640.5 | 61,451.3 | 69,598.9 | 79,629.1 | | | | | | |

| | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|---------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 现金流量表 | | | | | |
| 经营活动产生的现金流量净额 | 5,590.3 | 7,479.7 | 8,609.1 | 10,098.5 | 11,966.7 |
| 投资活动产生的现金流量净额 | -7,353.3 | -4,304.1 | -3,873.7 | -4,261.1 | -4,687.2 |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | -1,235.9 | -2,280.3 | -2,598.4 | -3,017.4 | -3,539.9 |
| 汇率变动的影响 | 911.4 | 218.1 | - | - | - |
| 现金净流量: | | | | | |
| 现金及现金等价物净增加额 | -2,087.5 | 1,113.4 | 2,137.1 | 2,820.0 | 3,739.7 |
| 现金及现金等价物期初余额 | 14,325.3 | 12,237.9 | 13,351.3 | 15,488.4 | 18,308.4 |
| 现金及现金等价物期末余额 | 12,237.9 | 13,351.3 | 15,488.4 | 18,308.4 | 22,048.1 |

| | (百万元人民币) | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入 | | 28,101.2 | 33,161.0 | 38,168.3 | 44,771.4 | 53,054.1 |
| 同比增长 | | | 18.0% | 15.1% | 17.3% | 18.5% |
| 归母净利润 | | 4,755.0 | 5,628.7 | 6,210.4 | 7,377.8 | 8,833.1 |
| 同比增长 | | | 18.4% | 10.3% | 18.8% | 19.7% |
| 毛利率 | | 32.7% | 34.1% | 35.0% | 35.8% | 36.0% |
| 每股收益(元) | | 1.82 | 2.16 | 2.38 | 2.83 | 3.38 |
| PE@39, 1HKD | | 19.7 | 16.7 | 15.1 | 12.7 | 10.6 |

数据来源: wind、公司年报、国元证券经纪(香港)预测和整理

投資評級定義和免責條款

投資評級

| | |
|-----|------------------------------|
| 買入 | 未來 12 個月內目標價距離現價漲幅不小於 20% |
| 持有 | 未來 12 個月內目標價距離現價漲幅在正負 20% 之間 |
| 賣出 | 未來 12 個月內目標價距離現價漲幅不小於 -20% |
| 未評級 | 對未來 12 個月內目標價不做判斷 |

免責條款

一般聲明

本報告由國元證券經紀（香港）有限公司（簡稱“國元證券經紀（香港）”）制作，國元證券經紀（香港）為國元國際控股有限公司的全資子公司。本報告中的信息均來源於我們認為可靠的已公開資料，但國元證券經紀（香港）及其關聯機構對這些信息的準確性及完整性不作任何保證。本報告中的信息、意見等均僅供投資者參考之用，不構成對買賣任何證券或其他金融工具的出價或征價或提供任何投資決策建議的服務。該等信息、意見並未考慮到獲取本報告人員的具體投資目的、財務狀況以及特定需求，在任何時候均不構成對任何人的個人推薦或投資操作性建議。投資者應當對本報告中的信息和意見進行獨立評估，自主審慎做出決策並自行承擔風險。投資者在依據本報告涉及的內容進行任何決策前，應同時考慮各自的投資目的、財務狀況和特定需求，並就相關決策諮詢專業顧問的意見對依據或者使用本報告所造成的一切後果，國元證券經紀（香港）及/或其關聯人員均不承擔任何責任。

本報告署名分析師與本報告中提及公司無財務權益關係。本報告所載的意見、評估及預測僅為本報告出具日的觀點和判斷。該等意見、評估及預測無需通知即可隨時更改。在不同時期，國元證券經紀（香港）可能會發出與本報告所載意見、評估及預測不一致的研究报告。

本報告署名分析師可能會不時與國元證券經紀（香港）的客戶、銷售交易人員、其他業務人員或在本報告中針對可能對本報告所涉及的標的證券或其他金融工具的市场價格產生短期影響的催化劑或事件進行交易策略的討論。這種短期影響的分析可能與分析師已發布的關於相關證券或其他金融工具的目標價、評級、估值、預測等觀點相反或不一致，相關的投資策略不同於且也不影響分析師關於其所研究標的證券或其他金融工具的基本面評級或評分。

國元證券經紀（香港）的銷售人員、交易人員以及其他專業人士可能會依據不同假設和標準、採用不同的分析方法而口頭或書面發表與本報告意見及建議不一致的市場評論和/或交易觀點。國元證券經紀（香港）沒有將此意見及建議向報告所有接收者進行更新的義務。國元國際控股有限公司的資產管理部門、自營部門以及其他投資業務部門可能獨立做出與本報告中的意見不一致的投資決策。

除非另行說明，本報告中所引用的關於業績的數據代表過往表現。過往的業績表現亦不應作為日後回報的預示。我們不承諾也不保證，任何所預示的回報會得以實現。

分析中所做的預測可能是基於相應的假設。任何假設的變化可能會顯著地影響所預測的回報。

本報告提供給某接收人是基於該接收人被認為有能力獨立評估投資風險並就投資決策能行使獨立判斷。投資的獨立判斷是指，投資決策是投資者自身基於對潛在投資的目標、需求、機會、風險、市場因素及其他投資考慮而獨立做出的。

特別聲明

在法律許可的情況下，國元證券經紀（香港）可能與本報告中提及公司正在建立或爭取建立業務關係或服務關係。因此，投資者應當考慮到國元證券經紀（香港）及/或其相關人員可能存在影響本報告觀點客觀性的潛在利益衝突。

本報告的版權僅為國元證券經紀（香港）所有，未經書面許可任何機構和個人不得以任何形式轉發、翻版、複製、刊登、發表或引用。

分析員聲明

本人具備香港證監會授予的第四類牌照——就證券提供意見。本人以勤勉的職業態度，獨立、客觀地出具本報告。本報告清晰準確地反映了本人的研究觀點。本人不曾因，不因，也將不會因本報告中的具體推薦意見或觀點而直接或間接收到任何形式的補償。