

福莱特 (601865)

2023 年中报点评: 成本下行带动盈利回升, 2023Q3 有望量增+盈利修复

买入 (维持)

2023 年 08 月 29 日

证券分析师 曾朵红

执业证书: S0600516080001
021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 陈瑶

执业证书: S0600520070006
chenyao@dwzq.com.cn

证券分析师 郭亚男

执业证书: S0600523070003
guoyn@dwzq.com.cn

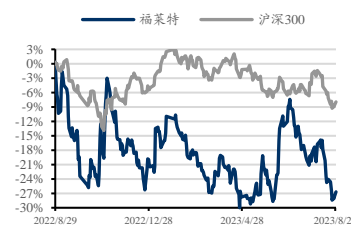
盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	15,461	21,024	28,879	35,667
同比	77%	36%	37%	24%
归属母公司净利润 (百万元)	2,123	2,777	4,006	5,211
同比	0.13%	31%	44%	30%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.90	1.18	1.70	2.22
P/E (现价&最新股本摊薄)	34.44	26.32	18.25	14.03

关键词: #业绩符合预期

投资要点

- **事件:** 公司发布 2023 年半年报, 2023H1 营收 96.78 亿元, 同增 32.5%; 归母净利润 10.85 亿元, 同增 8.2%; 扣非归母净利润 10.7 亿元, 同增 9.7%。其中 2023Q2 营收 43.13 亿元, 同增 13.6%, 环降 19.6%; 归母净利润 5.73 亿元, 同环增 1%/12%; 扣非归母净利润 5.71 亿元, 同环增 3%/15%; 业绩符合预期。
- **2023Q2 出货环比略降、成本下行带动盈利修复、2023Q3 有望量利双升。** 我们预计 2023H1 光伏玻璃销 4+亿平, 同增 30%, 预计 2023Q2 销量约 2 亿平, 环降约 10%, 主要系 6 月产业链价格快速下跌组件厂排产减弱所致, 其中 2.0mm 占比约 70%, 环比提升约 10pct。盈利端: 2023Q2 玻璃价格提升 0.5 元/平米+成本端纯碱及燃料价格有所回落, 带动光伏玻璃毛利率环增 1-2pct, 测算单平盈利约 2.5 元, 环比提升 0.4 元。展望 2023Q3, 目前公司库存已缩至 10 天左右, 随组件厂需求旺盛叠加 2023H2 双玻占比将进一步提升超 80%, 量上公司 8、9 月订单环比持续增加, 盈利上成本端纯碱随产能释放供应增加价格将有所下行, 2023Q3 我们预计公司有望量增+盈利进一步修复。
- **扩产提升份额、大窑炉+石英砂自供巩固成本优势。** 2023H1 公司产能达 20600 吨/日, 公司预计 4 条 1200 吨产线将于 Q4 投产, 2023 年年底产能可达 25400 吨/日, 同增 30%, 盈利周期底部逆势扩产, 提升市占率, 扩大规模优势, 当前公司市占率约 30%, 将逐步提升至 35%。成本端, 公司 1) 石英砂自供比例约 70%并将长期保持, 测算自供部分可节约成本 2 元/平; 2) 创新 1600 吨大窑炉, 相比千吨级能耗可降 10-15%, 成品率由 85%提至 88-89%, 我们预计后续成本优势与二线玻璃厂进一步拉开。
- **定增募资后资金充沛、费用率逐步下行。** 2023Q2 公司期间费用率 5.0%, 环降约 2pct, 主要系销售费率及财务费率下降所致, 分别环降 0.5/1.7pct, 2023H2 随公司 8 月完成 60 亿定增, 财务费用我们预计将进一步降低。2023Q2 末合同负债/存货分别为 1.03/26.56 亿元, 较 2023 年初-10%/+11%。
- **投资评级:** 考虑玻璃行业产能扩张审批趋严, 公司产能投产有一定延迟, 我们下调公司盈利预测, 预计 2023-2025 年归母净利润 27.8/40.1/52.1 亿元 (2023-2025 年前值为 31.1/43.3/57.8 亿元), 同比+31%/+44%/+30%, 考虑公司作为龙头格局稳定, 市占率进一步提升, 给予公司 2024 年 25 倍 PE, 目标价 42.6 元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 政策不及预期, 竞争加剧等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	31.09
一年最低/最高价	29.42/43.10
市净率(倍)	4.54
流通 A 股市值(百万元)	52,657.58
总市值(百万元)	73,102.66

基础数据

每股净资产(元,LF)	6.84
资产负债率(% ,LF)	57.94
总股本(百万股)	2,351.32
流通 A 股(百万股)	1,693.71

相关研究

《福莱特(601865): 2023 年一季报点评: Q1 盈利承压, 盈利周期底部逆势扩产巩固优势》

2023-04-25

《福莱特(601865): 2022 年年报点评: 行业底部凸显龙头优势, 1600 吨大窑炉蓄势待发》

2023-03-28

图表目录

图 1:	2023H1 营业收入 96.78 亿元, 同比+32.50% (亿元, %)	4
图 2:	2023H1 归母净利润 10.85 亿元, 同比+8.19% (亿元, %)	4
图 3:	2023Q2 营业收入 43.13 亿元, 同比+13.64%, 环比-19.60% (亿元, %)	4
图 4:	2023Q2 归母净利润 5.73 亿元, 同比+1.31%, 环比+12.12% (亿元, %)	4
图 5:	2023H1 毛利率、净利率分别为 19.12%、11.21% (%)	5
图 6:	2023Q2 毛利率、净利率分别为 19.93%、13.29% (%)	5
图 7:	2023H1 期间费用 6.05 亿元, 同比+19.09% (亿元, %)	6
图 8:	2023Q2 期间费用 2.17 亿元, 同比-21.60%, 环比-44.14% (亿元, %)	6
图 9:	2023H1 期间费用率 6.25%, 同比-0.7pct (%)	6
图 10:	2023Q2 期间费用率 5.03%, 同比-2.26pct, 环比-2.21pct (%)	6
图 11:	2023Q2 经营活动现金净流出 3.64 亿元, 同比-205.61%, 环比+24.22% (亿元, %)	7
图 12:	2023Q2 期末合同负债 1.03 亿元, 同比-14.12%, 环比+3.88% (亿元, %)	7
图 13:	2023Q2 期末存货 26.56 亿元, 同比+77.41%, 环比+29.72% (亿元, %)	7
图 14:	2023Q2 期末应收账款 30.41 亿元, 同比+12.08%, 环比-22.37% (亿元, %)	7
表 1:	2023H1 收入 96.78 亿元, 同比增长 32.50%; 归母净利润 10.85 亿元, 同比增长 8.19% (单位: 亿元)	3

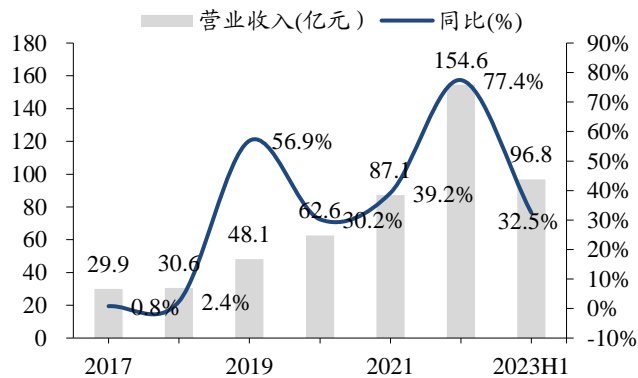
事件: 公司发布 2023 年半年报, 2023H1 实现营业收入 96.78 亿元, 同比增长 32.50%; 实现利润总额 11.84 亿元, 同比增长 7.93%; 实现归属母公司净利润 10.85 亿元, 同比增长 8.19%; 实现扣非归母净利润 10.7 亿元, 同比增长 9.73%。2023H1 毛利率为 19.12%, 同比下降 3.52pct, 2023H1 归母净利率为 11.21%, 同比下降 2.52pct; 2023H1 扣非归母净利率 11.05%, 同比下降 2.29pct。公司发布 2023 年半年报, 2023Q2 实现营业收入 43.13 亿元, 同比增长 13.64%, 环比下降 19.60%; 实现利润总额 6.24 亿元, 同比增长 3.66%, 环比增长 11.36%; 实现归属母公司净利润 5.73 亿元, 同比增长 1.31%, 环比增长 12.12%; 实现扣非归母净利润 5.71 亿元, 同比增长 2.90%, 环比增长 14.65%。2023Q2 毛利率为 19.93%, 同比下降 3.80pct, 环比增长 1.46pct; 2023Q2 归母净利率为 13.29%, 同比下降 1.62pct, 环比增长 3.76pct; 2023Q2 扣非归母净利率 13.25%, 同比下降 1.38pct, 环比上升 3.96pct。

表1: 2023H1 收入 96.78 亿元, 同比增长 32.50%; 归母净利润 10.85 亿元, 同比增长 8.19% (单位: 亿元)

福莱特	2023H1	2022H1	同比	2023Q2	2022Q2	同比	2023Q1	环比
营业收入	96.78	73.04	32.50%	43.13	37.96	13.64%	53.65	-19.60%
营业成本	78.28	56.51	38.54%	34.54	28.95	19.31%	43.74	-21.04%
毛利率	19.1%	22.6%	-3.52pct	19.9%	23.7%	-3.80pct	18.5%	+1.46pct
营业利润	11.84	10.98	7.87%	6.24	6.02	3.61%	5.60	11.41%
利润总额	11.84	10.97	7.93%	6.24	6.02	3.66%	5.60	11.36%
归属母公司净利润	10.85	10.03	8.19%	5.73	5.66	1.31%	5.11	12.12%
扣非归母净利润	10.70	9.75	9.73%	5.71	5.55	2.90%	4.98	14.65%
归母净利率	11.2%	13.7%	-2.52pct	13.3%	14.9%	-1.62pct	9.5%	+3.76pct
扣非归母净利率	11.1%	13.3%	-2.29pct	13.2%	14.6%	-1.38pct	9.3%	+3.96pct
股本	21.47	21.47	-	21.47	21.47	-	21.47	-

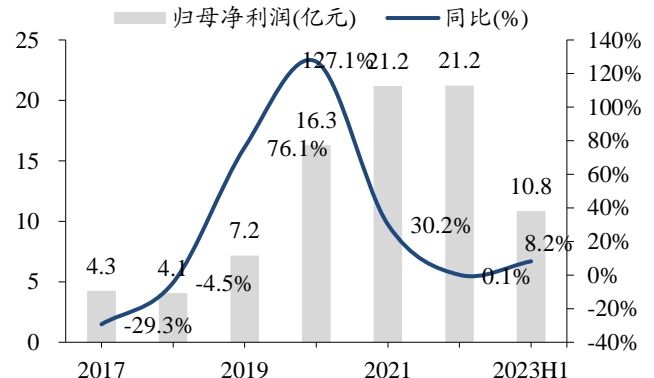
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图1: 2023H1 营业收入 96.78 亿元, 同比+32.50% (亿元, %)



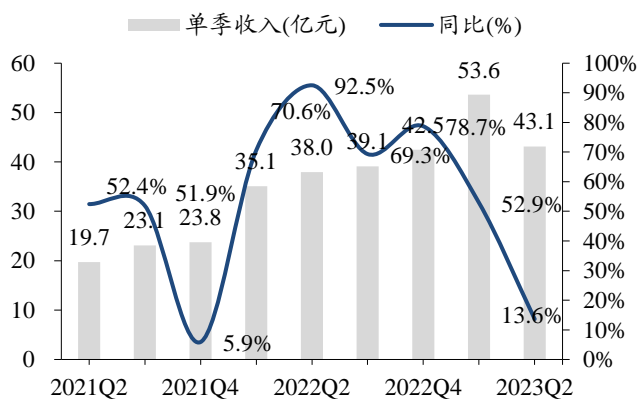
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2: 2023H1 归母净利润 10.85 亿元, 同比+8.19% (亿元, %)



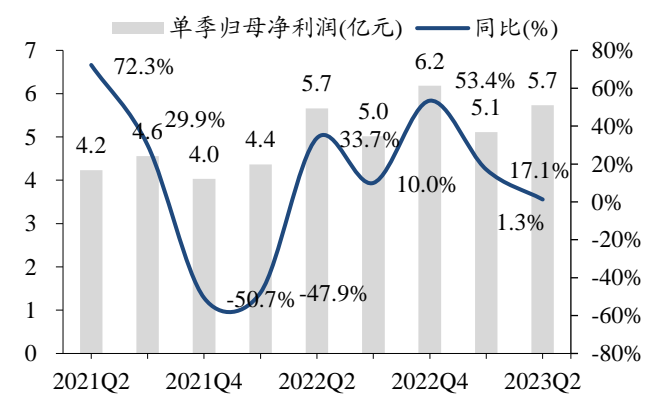
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图3: 2023Q2 营业收入 43.13 亿元, 同比+13.64%, 环比-19.60% (亿元, %)



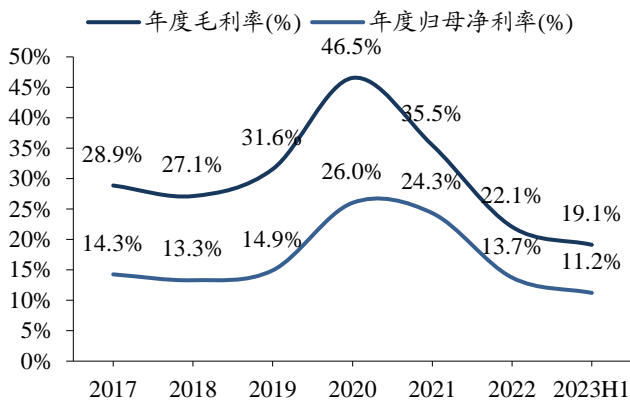
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 2023Q2 归母净利润 5.73 亿元, 同比+1.31%, 环比+12.12% (亿元, %)



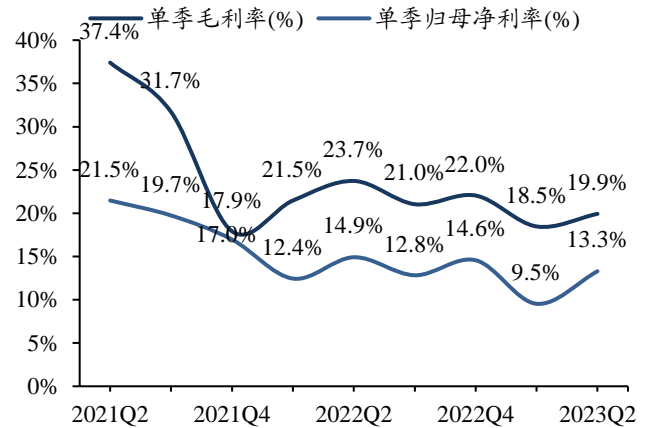
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 2023H1 毛利率、净利率分别为 19.12%、11.21% (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 2023Q2 毛利率、净利率分别为 19.93%、13.29% (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2023Q2 出货环比略降、成本下行带动盈利修复、2023Q3 有望量利双升。我们预计 2023H1 光伏玻璃销 4+亿平, 同增 30%, 我们预计 2023Q2 销量约 2 亿平, 环降约 10%, 主要系 6 月产业链价格快速下跌组件厂排产减弱所致, 其中 2.0mm 占比约 70%, 环比提升约 10pct。盈利端: 2023Q2 玻璃价格提升 0.5 元/平米+成本端纯碱及燃料价格有所回落, 带动光伏玻璃毛利率环增 1-2pct, 测算单平盈利约 2.5 元, 环比提升 0.4 元。展望 2023Q3, 目前公司库存已缩至 10 天左右, 随组件厂需求旺盛叠加 2023H2 双玻占比将进一步提升超 80%, 量上公司 8、9 月订单环比持续增加, 盈利上成本端纯碱随产能释放供应增加价格将有所下行, 2023Q3 我们预计公司有望量增+盈利进一步修复。

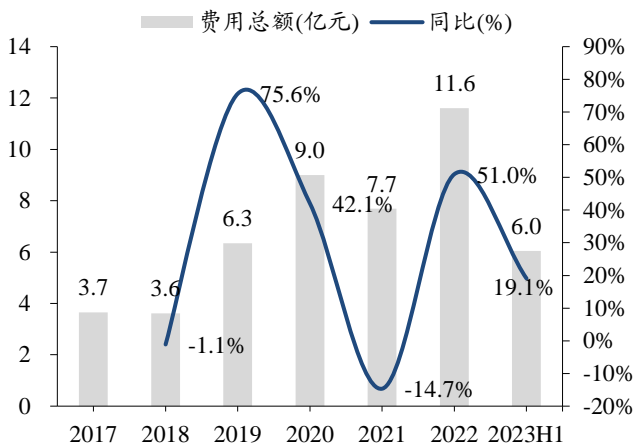
扩产提升份额、大窑炉+石英砂自供巩固成本优势。2023H1 公司产能达 20600 吨/日, 公司预计 4 条 1200 吨产线将于 Q4 投产, 2023 年年底产能可达 25400 吨/日, 同增 30%, 盈利周期底部逆势扩产, 提升市占率, 扩大规模优势, 当前公司市占率约 30%, 将逐步提升至 35%。成本端, 公司 1) 石英砂自供比例约 70%并将长期保持, 测算自供部分可节约成本 2 元/平; 2) 创新 1600 吨大窑炉, 相比千吨级能耗可降 10-15%, 成品率由 85%提至 88-89%, 我们预计后续成本优势与二线玻璃厂进一步拉开。

定增募资后资金充沛、费用率逐步下行。2023Q2 公司期间费用率 5.0%, 环降约 2pct, 主要系销售费率及财务费率下降所致, 分别环降 0.5/1.7pct, 2023H2 随公司 8 月完成 60 亿定增, 财务费用我们预计将进一步降低。2023Q2 末合同负债/存货分别为 1.03/26.56 亿元, 较期初-10%/+11%。

2023H1 期间费用同比增长, 财务费用同比翻倍。公司 2023H1 期间费用合计 6.05 亿元, 同比增长 19.09%; 期间费用率为 6.25%, 同比下降 0.70pct。销售、管理、研发、财务费用分别同比下降 17.02%、下降 4.65%、上升 12.34%、上升 103.92%至 0.41 亿元、1.21 亿元、2.87 亿元、1.57 亿元; 费用率分别下降 0.25、下降 0.49、上升 0.57、下降 0.53

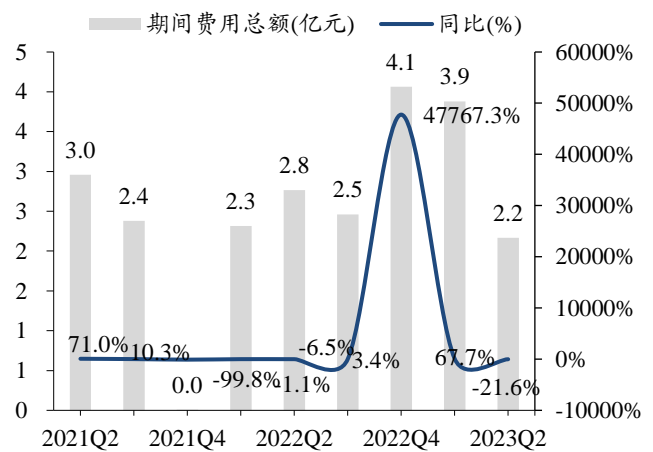
个百分点至 0.43%、1.25%、1.62%、2.96%。公司 2023Q2 期间费用合计 2.17 亿元，同比下降 21.60%，环比下降 44.14%；期间费用率为 5.03%，同比下降 2.26pct，环比下降 2.21pct。销售、管理、研发、财务费用分别同比下降 75.27%、下降 21.74%、下降 16.38%、上升 9.12%至 0.08 亿元、0.5 亿元、1.29 亿元、0.3 亿元；费用率分别同比下降 0.63、下降 0.53、下降 1.07、下降 0.03 个百分点至 0.18%、1.16%、2.99%、0.69%。

图7: 2023H1 期间费用 6.05 亿元, 同比+19.09% (亿元, %)



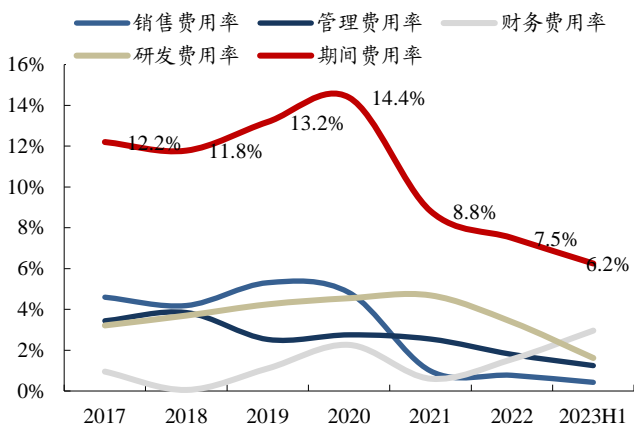
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图8: 2023Q2 期间费用 2.17 亿元, 同比-21.60%, 环比-44.14% (亿元, %)



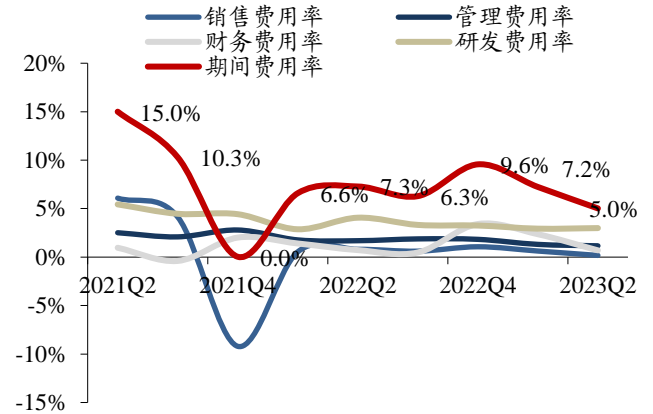
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图9: 2023H1 期间费用率 6.25%, 同比-0.7pct (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图10: 2023Q2 期间费用率 5.03%, 同比-2.26pct, 环比-2.21pct (%)

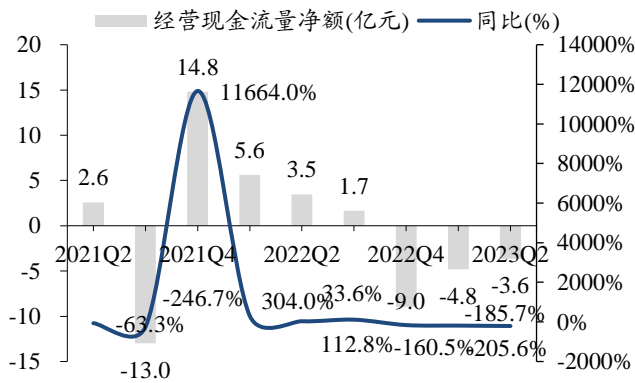


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

现金流出规模大, 存货同比上升。2023H1 经营活动现金流量净流出 8.45 亿元, 同比下降 193.28%。销售商品取得现金 44.34 亿元, 同比增长 45.90%。期末合同负债 1.03

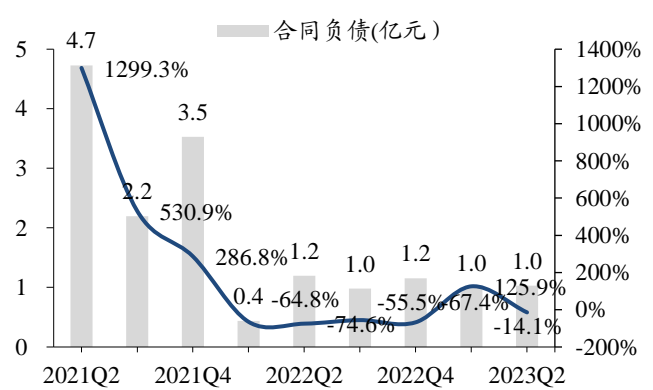
亿元，同比下降 14.12%。期末应收账款 30.41 亿元，同比增长 12.08%。应收账款周转天数同比上升 7.36 天至 54.42 天。期末存货 26.56 亿元，同比上升 77.41%。存货周转天数同比下降 2.02 天至 58.08 天。2023Q2 经营活动现金流量净流出 3.64 亿元，同比下降 205.61%，环比增长 24.22%。销售商品取得现金 22.35 亿元，同比增长 39.81%，环比增长 1.69%。期末合同负债 1.03 亿元，同比下降 14.12%，环比增长 3.88%。期末应收账款 30.41 亿元，同比增长 12.08%，环比下降 22.37%。应收账款周转天数同比上升 7.36 天至 54.42 天。期末存货 26.56 亿元，同比上升 77.41%，环比增长 29.72%。存货周转天数同比下降 2.02 天至 58.08 天。

图11: 2023Q2 经营活动现金净流出 3.64 亿元, 同比-205.61%, 环比+24.22% (亿元, %)



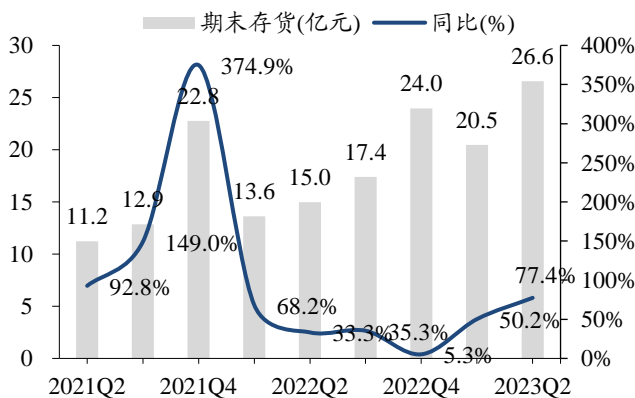
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图12: 2023Q2 期末合同负债 1.03 亿元, 同比-14.12%, 环比+3.88% (亿元, %)



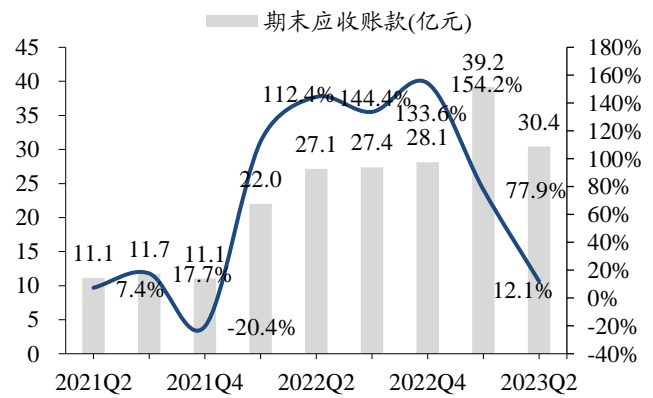
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图13: 2023Q2 期末存货 26.56 亿元, 同比+77.41%, 环比+29.72% (亿元, %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图14: 2023Q2 期末应收账款 30.41 亿元, 同比+12.08%, 环比-22.37% (亿元, %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

投资评级: 考虑玻璃行业产能扩张审批趋严, 公司产能投产有一定延迟, 我们下调公司盈利预测, 预计 2023-2025 年归母净利润 27.8/40.1/52.1 亿元 (2023-2025 年前值为

31.1/43.3/57.8 亿元), 同比+31%/+44%/+30%, 考虑公司作为龙头格局稳定, 市占率进一步提升, 给予公司 2024 年 25 倍 PE, 目标价 42.6 元, 维持“买入”评级。

风险提示: 政策不及预期, 竞争加剧等。

福莱特三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	12,381	18,122	21,723	27,474	营业总收入	15,461	21,024	28,879	35,667
货币资金及交易性金融资产	2,934	6,187	5,461	7,744	营业成本(含金融类)	12,048	16,609	22,804	28,159
经营性应收款项	6,680	8,182	11,159	13,451	税金及附加	135	168	211	214
存货	2,396	3,273	4,501	5,561	销售费用	119	84	101	107
合同资产	0	0	0	0	管理费用	278	252	318	357
其他流动资产	371	479	602	719	研发费用	523	631	809	927
非流动资产	20,000	22,386	24,377	26,006	财务费用	240	279	291	281
长期股权投资	83	83	83	83	加:其他收益	77	63	87	107
固定资产及使用权资产	11,420	13,114	14,108	14,531	投资净收益	13	32	38	54
在建工程	1,874	2,829	3,974	5,233	公允价值变动	(2)	0	0	0
无形资产	3,784	3,544	3,405	3,365	减值损失	(42)	(80)	(105)	(120)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	(9)	21	29	54
长期待摊费用	16	21	28	34	营业利润	2,155	3,037	4,394	5,715
其他非流动资产	2,824	2,795	2,780	2,759	营业外净收支	(2)	15	8	11
资产总计	32,382	40,508	46,101	53,480	利润总额	2,153	3,052	4,402	5,726
流动负债	10,533	9,895	11,482	13,650	减:所得税	30	275	396	515
短期借款及一年内到期的非流动负债	4,398	1,479	1,465	1,302	净利润	2,123	2,777	4,006	5,211
经营性应付款项	5,065	6,982	8,074	9,970	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	115	159	218	269	归属母公司净利润	2,123	2,777	4,006	5,211
其他流动负债	956	1,275	1,725	2,109	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.90	1.18	1.70	2.22
非流动负债	7,816	7,816	7,816	7,816	EBIT	2,394	3,280	4,637	5,903
长期借款	3,889	3,889	3,889	3,889	EBITDA	3,706	5,226	6,783	8,219
应付债券	3,589	3,589	3,589	3,589	毛利率(%)	22.07	21.00	21.04	21.05
租赁负债	12	12	12	12	归母净利率(%)	13.73	13.21	13.87	14.61
其他非流动负债	326	326	326	326	收入增长率(%)	77.44	35.98	37.36	23.50
负债合计	18,349	17,711	19,298	21,466	归母净利润增长率(%)	0.13	30.83	44.24	30.08
归属母公司股东权益	14,032	22,797	26,803	32,014					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	14,032	22,797	26,803	32,014					
负债和股东权益	32,382	40,508	46,101	53,480					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	177	4,825	3,672	6,590	每股净资产(元)	6.31	9.49	11.19	13.41
投资活动现金流	(7,869)	(4,264)	(4,063)	(3,826)	最新发行在外股份(百万股)	2,351	2,351	2,351	2,351
筹资活动现金流	7,854	2,692	(335)	(481)	ROIC(%)	11.27	10.35	12.50	14.03
现金净增加额	217	3,253	(726)	2,283	ROE-摊薄(%)	15.13	12.18	14.95	16.28
折旧和摊销	1,313	1,945	2,146	2,316	资产负债率(%)	56.67	43.72	41.86	40.14
资本开支	(8,061)	(4,318)	(4,108)	(3,895)	P/E(现价&最新股本摊薄)	34.44	26.32	18.25	14.03
营运资本变动	(3,655)	(499)	(3,159)	(1,525)	P/B(现价)	4.93	3.28	2.78	2.32

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

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

东吴证券投资评级标准

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

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>