

福莱特（601865）

年报点评：盈利能力超预期，逆势扩产龙头地位强化

买入（维持）

2024 年 03 月 27 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 郭亚男

执业证书：S0600523070003

guoyn@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入（百万元）	15,461	21,524	26,818	33,246	41,292
同比	77.44%	39.21%	24.60%	23.97%	24.20%
归母净利润（百万元）	2,123	2,760	3,943	5,125	6,618
同比	0.13%	30.00%	42.89%	29.97%	29.13%
EPS-最新摊薄（元/股）	0.90	1.17	1.68	2.18	2.81
P/E（现价&最新摊薄）	31.82	24.48	17.13	13.18	10.21

关键词：#业绩超预期

投资要点

■ **事件：**公司发布 2023 年年度报告，2023 年营收 215.24 亿元，同增 39.21%；归母净利 27.60 亿元，同增 30.00%；扣非净利 26.94 亿元，同增 29.87%。其中 2023Q4 营收 56.39 亿元，同环比+32.80%/-9.14%；归母净利 7.91 亿元，同环比+27.91%/-10.48%；扣非净利 7.48 亿元，同环比+23.63%/-14.59%，业绩略超市场预期。

■ **2023Q4 出货略降、2024 年盈利有望持续修复。**（1）出货端：公司 2023 全年光伏玻璃出货约 12.2 亿平，同增 49.5%，其中我们预计 2023Q4 销量约 3.2 亿平（转换为 2.0mm 规格），环比略降，其中 2.0mm 占比约 80%；（2）盈利端：2023Q4 玻璃平均价格较 2023Q3 略微上行，成本层面原材料纯碱及供暖季天然气价格上行，综合看 2023Q4 毛利率环降约 1pct，测算单平盈利约 2.3 元，环比下降约 0.2 元。2024Q1 预计出货环比持平，纯碱跌价玻璃降价对冲，毛利率稳定；2024Q2 预计量环比持续增长，库存下行推动价格预期上涨叠加天然气及纯碱价格下行，有望迎来量利齐升。

■ **2024 年产能稳步释放贡献增量、持续扩大海外产能建设。**截至 2024 年 3 月，公司产能达 20600 吨/日，凤阳 4 条 1200 吨产线预计 2024 年 3 月底开始陆续投产，南通 4 条 1200 吨产线预计 8 月份开始陆续投产，2024 年底产能可达 30200 吨/日。宜宾产能或等工信部批复落地确定投产时间，印尼及越南产能预计于 2026 年投产，盈利周期底部公司逆势扩产，市占率有望进一步提升。

■ **2023Q4 现金流有所改善、增值税抵减带动其他收益增加。**2023Q4 公司期间费用率为 8.55%，同环比-1.02pct/1.87pct，主要系产业扩张银行借款导致财务费用；2023Q4 公司经营性现金流净额 19.88 亿元，较去年同期增加 28.83 亿元，主要系 2023 年下半年末新增产能，现金流有所改善。2023Q4 末存货/合同负债分别为 20.01/1.29 亿元，与 2023 年初相比同比-16.38%/+12.22%。2023Q4 公司增值税抵减带动其他收益增加 0.9 亿元。

■ **投资评级：**考虑玻璃价格涨价预期，我们上调 2024-2025 年盈利预测，我们预计 2024-2026 年归母净利 39.4/51.3/66.2 亿元（2024/2025 年前值为 39.1 亿元、48.6 亿元），同比+43%/+30%/+29%，给予公司 2024 年 23 倍 PE，目标价 38.6 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)	28.73
一年最低/最高价	17.09/41.01
市净率(倍)	3.11
流通 A 股市值(百万元)	54,560.12
总市值(百万元)	67,553.55

基础数据

每股净资产(元,LF)	9.24
资产负债率(%，LF)	48.14
总股本(百万股)	2,351.32
流通 A 股(百万股)	1,899.06

相关研究

《福莱特(601865)：2023 年三季报点评：低价纯碱库存带动成本下行+涨价助力 Q3 盈利提升》

2023-10-31

《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》

2023-08-29

福莱特三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	16,833	19,047	25,495	34,241	营业总收入	21,524	26,818	33,246	41,292
货币资金及交易性金融资产	6,846	5,645	9,445	14,391	营业成本(含金融类)	16,831	20,461	25,315	31,407
经营性应收款项	7,620	10,647	12,706	15,750	税金及附加	198	241	299	372
存货	2,001	2,363	2,920	3,635	销售费用	120	134	163	186
合同资产	0	0	0	0	管理费用	302	349	416	496
其他流动资产	365	392	424	465	研发费用	597	670	765	867
非流动资产	26,149	27,273	27,829	27,920	财务费用	483	510	496	497
长期股权投资	101	101	101	101	加:其他收益	167	94	116	145
固定资产及使用权资产	15,888	17,174	17,760	17,775	投资净收益	28	27	33	41
在建工程	1,756	1,851	1,964	2,089	公允价值变动	1	0	0	0
无形资产	3,280	2,987	2,795	2,702	减值损失	(130)	(160)	(190)	(210)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	(7)	(27)	(33)	(41)
长期待摊费用	81	118	169	212	营业利润	3,051	4,386	5,720	7,402
其他非流动资产	5,044	5,043	5,041	5,040	营业外净收支	0	1	1	1
资产总计	42,982	46,320	53,324	62,161	利润总额	3,052	4,387	5,720	7,403
流动负债	9,185	8,575	10,448	12,659	减:所得税	289	439	589	777
短期借款及一年内到期的非流动负债	3,167	1,253	1,253	1,253	净利润	2,763	3,948	5,131	6,626
经营性应付款项	5,434	6,607	8,310	10,310	减:少数股东损益	3	5	6	8
合同负债	129	157	194	241	归属母公司净利润	2,760	3,943	5,125	6,618
其他流动负债	454	558	690	855	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.17	1.68	2.18	2.81
非流动负债	11,506	11,506	11,506	11,506	EBIT	3,535	4,962	6,289	7,965
长期借款	6,655	6,655	6,655	6,655	EBITDA	5,380	7,368	8,896	10,742
应付债券	3,756	3,756	3,756	3,756	毛利率(%)	21.80	23.70	23.86	23.94
租赁负债	538	538	538	538	归母净利率(%)	12.82	14.70	15.41	16.03
其他非流动负债	557	557	557	557	收入增长率(%)	39.21	24.60	23.97	24.20
负债合计	20,691	20,081	21,954	24,165	归母净利润增长率(%)	30.00	42.89	29.97	29.13
归属母公司股东权益	22,215	26,158	31,283	37,901					
少数股东权益	76	81	87	95					
所有者权益合计	22,291	26,239	31,370	37,995					
负债和股东权益	42,982	46,320	53,324	62,161					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1,967	4,734	7,418	8,270	每股净资产(元)	9.24	10.92	13.10	15.91
投资活动现金流	(5,826)	(3,529)	(3,163)	(2,867)	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	7,002	(2,406)	(456)	(456)	ROIC(%)	10.27	11.93	13.76	15.20
现金净增加额	3,160	(1,201)	3,799	4,947	ROE-摊薄(%)	12.42	15.07	16.38	17.46
折旧和摊销	1,845	2,406	2,607	2,777	资产负债率(%)	48.14	43.35	41.17	38.88
资本开支	(5,591)	(3,521)	(3,146)	(2,866)	P/E (现价&最新股本摊薄)	24.48	17.13	13.18	10.21
营运资本变动	(3,499)	(2,271)	(965)	(1,798)	P/B (现价)	3.11	2.63	2.19	1.81

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），北交所基准指数为北证 50 指数），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>