

## 龙头盈利稳健，产能加速扩张夯实头部地位

2024 年 03 月 27 日

► **事件：**2024 年 3 月 26 日，公司发布 2023 年年度报告。2023 年公司实现收入 215.24 亿元，同比+39.21%；实现归母净利润 27.60 亿元，同比+30.00%；实现扣非净利 26.94 亿元，同比+29.87%。

23Q4 公司实现收入 56.39 亿元，同比+32.80%，环比-9.14%；实现归母净利润 7.91 亿元，同比+27.91%，环比-10.48%；实现扣非净利 7.48 亿元，同比+23.63%，环比-14.59%。

► **光伏玻璃出货高增，毛利率微降，费用管控良好。** 受益于新产能的释放，23 年公司光伏玻璃销售 12.20 亿平米，同比+49.52%。毛利率微降，23 年公司整体毛利率为 21.80%，同比-0.27pct，其中光伏玻璃毛利率为 22.45%，同比-0.87pct，主要因为 23 年光伏玻璃价格较低。费用率方面，公司费用管控良好，规模效应带动费用率下降，23 年期间费用率为 6.98%，同比-0.53pct，其中销售/管理/财务/研发费用率分别同比-0.21pct /-0.39pct /+0.69pct /-0.61pct，财务费用上升主要因为公司产业扩张及营运资金需求增加导致银行借款增加，同时发行 A 股可转债导致债券利息增加。

► **供需改善叠加成本下行，盈利能力有望提升。** 需求侧方面，硅料产能释放带动光伏主产业链价格下降至低位，有望刺激下游装机需求，为玻璃需求提供支撑；供给侧方面，光伏玻璃行业盈利在底部徘徊，导致部分中小企业产能扩张动力不足，并且听证会制度使得行业整体产能扩张趋势放缓，光伏玻璃的供需格局呈改善趋势。根据卓创资讯，受益于组件排产提升、以及近期光伏玻璃产能投产较少且爬坡需要时间，玻璃库存连续几周下降，价格有望上涨。成本端来看，随着原材料纯碱新产能投产，目前纯碱价格处于中低位，相比去年高点大幅回落，成本端改善有望带动盈利修复。总体来看，24 年公司盈利能力有望企稳回升。

► **产能加速扩张，夯实龙头地位。** 23 年底公司光伏玻璃产能约 20600t/d，公司计划在今年逐步投产安徽凤阳 4 座 1200t/d 窑炉以及江苏南通 4 座 1200t/d 窑炉，24 年底光伏玻璃名义产能有望达 30200t/d；同时，公司还规划了印度尼西亚的光伏玻璃产能，以满足海外需求。公司光伏玻璃产能快速扩张，有望大幅提升今年出货量，夯实龙头地位。

► **投资建议：**我们预计公司 2024-2026 年营收分别为 263.83、343.62、409.07 亿元，对应增速分别为 22.6%、30.2%、19.0%；归母净利润分别为 38.29、50.29、60.42 亿元，对应增速分别为 38.8%、31.3%、20.2%，以 3 月 26 日收盘价为基准，对应 2024-2026 年 PE 为 18X、13X、11X，公司是光伏玻璃的龙头企业，盈利能力有望企稳回升，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**下游需求不及预期，市场竞争加剧等。

### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	21,524	26,383	34,362	40,907
增长率 (%)	39.2	22.6	30.2	19.0
归属母公司股东净利润 (百万元)	2,760	3,829	5,029	6,042
增长率 (%)	30.0	38.8	31.3	20.2
每股收益 (元)	1.17	1.63	2.14	2.57
PE	24	18	13	11
PB	3.0	2.7	2.3	2.0

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 3 月 26 日收盘价）

## 推荐

维持评级

当前价格：

28.73 元



### 分析师 邓永康

执业证书：S0100521100006

邮箱：dengyongkang@mszq.com

### 分析师 朱碧野

执业证书：S010052120001

邮箱：zhubiye@mszq.com

### 分析师 王一如

执业证书：S0100523050004

邮箱：wangyiru\_yj@mszq.com

### 分析师 李孝鹏

执业证书：S0100524010003

邮箱：lixiaopeng@mszq.com

### 分析师 李佳

执业证书：S0100523120002

邮箱：lijia@mszq.com

### 研究助理 林誉韬

执业证书：S0100122060013

邮箱：linyutao@mszq.com

## 相关研究

- 福莱特 (601865.SH) 2023 年三季报点评：业绩超预期，光伏玻璃盈利环比显著提升-2023/11/01
- 福莱特 (601865.SH) 2023 年中报点评：盈利逐季修复，海外产能享溢价红利-2023/09/03
- 福莱特 (601865.SH) 2022 年年报点评：盈利阶段性承压，产能稳步扩张夯实龙头地位-2023/03/28
- 福莱特 (601865.SH) 2022 年三季报点评：产能加速释放，盈利修复可期-2022/10/30

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	21,524	26,383	34,362	40,907
营业成本	16,831	20,419	26,484	31,466
营业税金及附加	198	237	309	368
销售费用	120	145	182	205
管理费用	302	356	464	552
研发费用	597	739	962	1,145
EBIT	3,535	4,608	6,119	7,359
财务费用	483	407	589	708
资产减值损失	-52	-43	-69	-89
投资收益	28	26	34	41
营业利润	3,051	4,184	5,495	6,603
营业外收支	0	1	1	1
利润总额	3,052	4,185	5,496	6,604
所得税	289	356	467	561
净利润	2,763	3,829	5,029	6,042
归属于母公司净利润	2,760	3,829	5,029	6,042
EBITDA	5,380	6,836	8,841	10,523

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	6,616	7,575	8,442	10,499
应收账款及票据	5,279	7,645	9,957	11,853
预付款项	335	408	530	629
存货	2,001	2,769	5,028	6,828
其他流动资产	2,602	3,003	3,765	4,390
流动资产合计	16,833	21,401	27,722	34,199
长期股权投资	101	127	162	203
固定资产	15,115	18,699	20,147	21,777
无形资产	3,280	3,199	3,134	3,063
非流动资产合计	26,149	29,799	31,336	32,932
资产合计	42,982	51,200	59,058	67,131
短期借款	1,914	1,914	1,914	1,914
应付账款及票据	5,434	5,426	6,313	7,500
其他流动负债	1,837	1,962	916	1,086
流动负债合计	9,185	9,302	9,142	10,500
长期借款	6,655	11,655	15,655	17,655
其他长期负债	4,851	4,850	4,849	4,848
非流动负债合计	11,506	16,505	20,504	22,503
负债合计	20,691	25,807	29,646	33,003
股本	588	588	588	588
少数股东权益	76	76	76	76
股东权益合计	22,291	25,393	29,412	34,129
负债和股东权益合计	42,982	51,200	59,058	67,131

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	39.21	22.58	30.24	19.05
EBIT 增长率	47.69	30.36	32.79	20.25
净利润增长率	30.00	38.77	31.31	20.16
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	21.80	22.61	22.93	23.08
净利润率	12.82	14.51	14.63	14.77
总资产收益率 ROA	6.42	7.48	8.51	9.00
净资产收益率 ROE	12.42	15.13	17.14	17.74
<b>偿债能力</b>				
流动比率	1.83	2.30	3.03	3.26
速动比率	1.55	1.93	2.40	2.52
现金比率	0.72	0.81	0.92	1.00
资产负债率 (%)	48.14	50.40	50.20	49.16
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	62.50	62.00	62.00	62.00
存货周转天数	43.40	50.00	70.00	80.00
总资产周转率	0.57	0.56	0.62	0.65
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	1.17	1.63	2.14	2.57
每股净资产	9.45	10.77	12.48	14.48
每股经营现金流	0.84	1.29	1.72	2.95
每股股利	0.62	0.43	0.56	0.68
<b>估值分析</b>				
PE	24	18	13	11
PB	3.0	2.7	2.3	2.0
EV/EBITDA	13.95	10.98	8.49	7.13
股息收益率 (%)	2.15	1.49	1.96	2.36

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	2,763	3,829	5,029	6,042
折旧和摊销	1,845	2,228	2,721	3,165
营运资金变动	-3,499	-3,610	-4,528	-3,270
经营活动现金流	1,967	3,039	4,053	6,932
资本开支	-5,591	-5,852	-4,228	-4,724
投资	-228	0	0	0
投资活动现金流	-5,826	-5,852	-4,228	-4,724
股权募资	6,039	0	0	0
债务募资	2,454	5,000	2,747	2,000
筹资活动现金流	7,002	3,772	1,042	-151
现金净流量	3,160	959	867	2,057

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F；200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层；100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元；518026