

福莱特 (601865.SH)

公司扩产稳步推进，行业集中度有望提高

增持

核心观点

公司2023年实现归母净利润27.6亿元，同比增长30%。2023年公司实现营业收入215.2亿元，同比增长39%，归母净利润27.6亿元，同比增长30%。对应23Q4实现营业收入56.4亿元，同比增长33%，环比下滑9%；归母净利润7.9亿元，同比增长28%，环比下滑10%。

2023年公司毛利率同比持稳，期间费用率稳步下降。2023年公司毛利率21.8%，同比下滑0.3pcts；净利率12.8%，同比下滑0.9pcts。23Q4单季度公司毛利率23.4%，同比提升1.4pcts，环比下滑1.1pcts；净利率14.0%，同比下滑0.5pcts，环比下滑0.2pcts。2023年公司期间费用率为7.0%，同比下滑0.6pcts，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为0.6%（同比下滑0.2pcts）、1.4%（同比下滑0.4pcts）、2.8%（同比下滑0.6pcts）、2.2%（同比增长0.6pcts）。

2023年光伏玻璃销量10.9亿平，单平净利2.4元。我们测算，公司2023年光伏玻璃销量10.9亿平（考虑单双玻占比），同比增长70%，主要系因2023年2.0mm玻璃出货占比快速提升；单平净利2.4元，同比下滑25%。其中23Q4销量2.8亿平，环比下滑13%，单平净利为2.7元，环比持平。23Q4光伏玻璃价格加速下滑，11月及12月2.0mm玻璃单平含税均价分别为18.3元和17.1元，较10月下跌1元和2.2元；24Q1春节前受到淡季开工率低迷影响，玻璃价格持续下行；春节后重质纯碱价格累计下跌579元/吨，累计降低光伏玻璃单平成本约0.8元。

公司扩产稳步推进，行业集中度有望提高。2023年底行业日熔量约为10万吨/日，约对应600GW组件产能；我们预计2024年底达到12万吨/日，约对应720GW组件产能。2023末公司光伏玻璃日熔量2.06万吨/日，2024年有望新增产能0.96万吨/日，2024年底日熔量有望达到3.02万吨/日，同比增长47%。当前光伏玻璃行业进入及退出门槛较高，行业产能监管力度加大，中尾部企业面临亏损。我们预计未来行业将出现阶段性供给偏紧的局面，光伏玻璃行业集中度有望提高。

风险提示：光伏玻璃产销不达预期的风险；行业竞争加剧的风险；公司降本不及预期的风险。

投资建议：考虑1-2月光伏玻璃价格持续下滑，基于审慎原则下调盈利预测，预计公司2024-2026年实现营业收入236/275/314亿元（原预测2024-2025年231/268亿元），同比增长10%/17%/14%；实现归母净利润32.5/38.8/45.0亿元（原预测2024-2025年38.6/49.5亿元），同比增长18%/19%/16%，当前股价对应PE分别为21/18/15倍，维持“增持”评级。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	15,461	21,524	23,577	27,527	31,429
(+/-%)	77.4%	39.2%	9.5%	16.8%	14.2%
净利润(百万元)	2123	2760	3253	3881	4499
(+/-%)	0.1%	30.0%	17.9%	19.3%	15.9%
每股收益(元)	0.99	1.17	1.38	1.65	1.91
EBIT Margin	15.3%	16.2%	17.3%	17.1%	17.1%
净资产收益率 (ROE)	15.1%	12.4%	13.1%	13.8%	14.1%
市盈率 (PE)	29.5	24.8	21.1	17.7	15.2
EV/EBITDA	22.1	16.8	13.8	12.2	11.0
市净率 (PB)	4.46	3.07	2.74	2.43	2.14

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

公司研究·财报点评

电力设备·光伏设备

证券分析师：王蔚祺

证券分析师：陈抒扬

010-88005313

0755-81982965

wangweiqi2@guosen.com.cn chenshuyang@guosen.com.cn

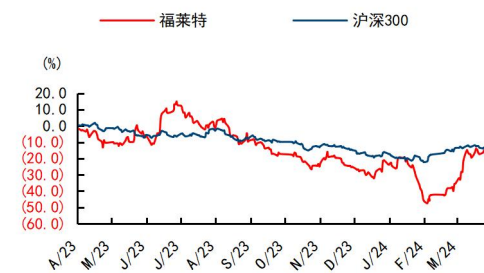
S0980520080003

S0980523010001

基础数据

投资评级	增持(维持)
合理估值	
收盘价	29.13元
总市值/流通市值	68494/68494百万元
52周最高价/最低价	41.01/17.09元
近3个月日均成交额	377.20百万元

市场走势



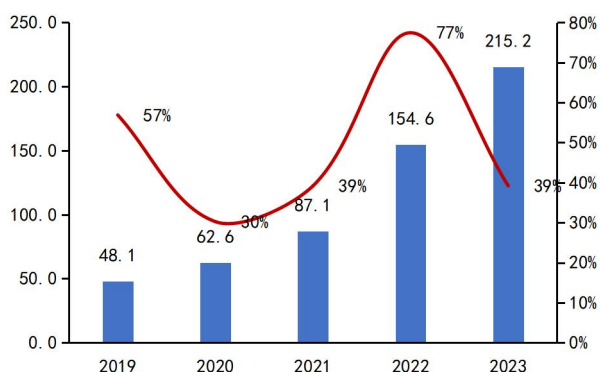
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

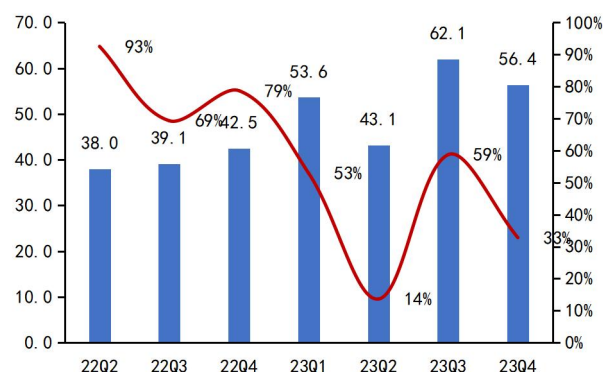
《福莱特 (601865.SH) - 公司扩产稳步推进，单平盈利逐季提升》
——2023-11-02

《福莱特 (601865.SH) - 2022年利润承压，2023年产能快速扩张》
——2023-03-30

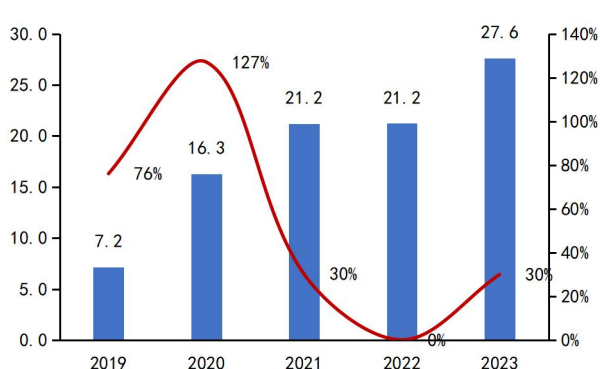
公司2023年实现归母净利润27.6亿元,同比增长30%。2023年公司实现营业收入215.2亿元,同比增长39%,归母净利润27.6亿元,同比增长30%。对应23Q4实现营业收入56.4亿元,同比增长33%,环比下滑9%;归母净利润7.9亿元,同比增长28%,环比下滑10%。

图1: 公司营业收入及增速 (亿元、%)


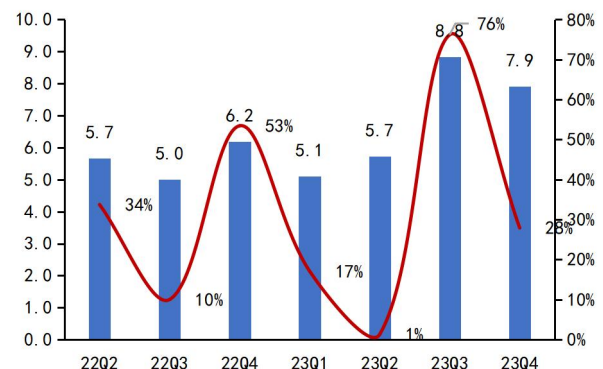
资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

图2: 公司单季营业收入及增速 (亿元、%)


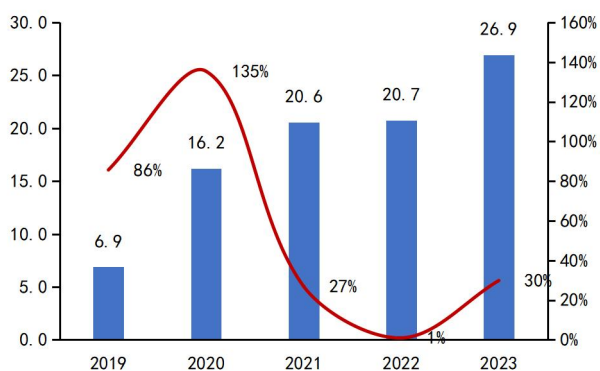
资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

图3: 公司归母净利润及增速 (亿元、%)


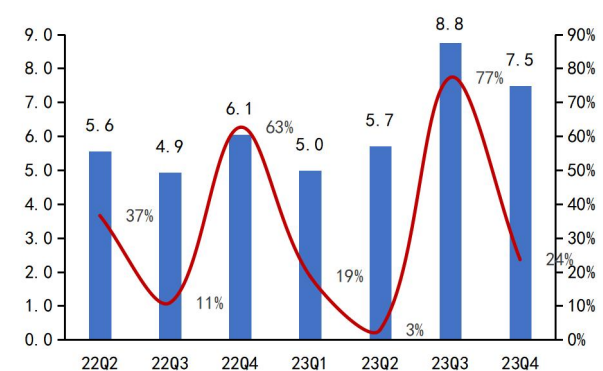
资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

图4: 公司单季归母净利润及增速 (亿元、%)


资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

图5: 公司扣非归母净利润及增速 (亿元、%)


资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

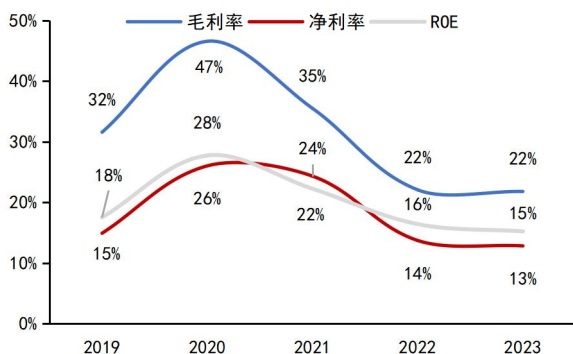
图6: 公司单季扣非归母净利润及增速 (亿元、%)


资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

2023 年公司毛利率同比持稳，期间费用率稳步下降。2023 年公司毛利率 21.8%，同比下滑 0.3pcts；净利率 12.8%，同比下滑 0.9pcts。23Q4 单季度公司毛利率 23.4%，同比提升 1.4pcts，环比下滑 1.1pcts；净利率 14.0%，同比下滑 0.5pcts，环比下滑 0.2pcts。

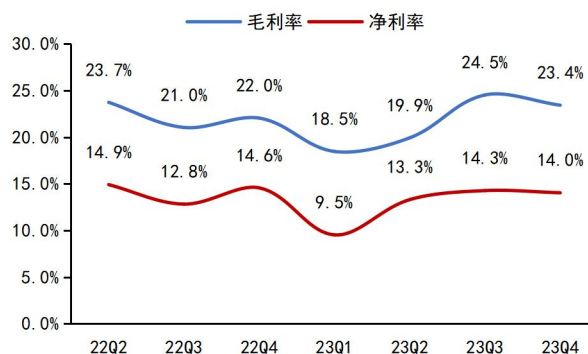
2023 年公司期间费用率为 7.0%，同比下滑 0.6pcts，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.6%（同比下滑 0.2pcts）、1.4%（同比下滑 0.4pcts）、2.8%（同比下滑 0.6pcts）、2.2%（同比增长 0.6pcts）。

图7：公司毛利率、净利率、ROE 变化（%）



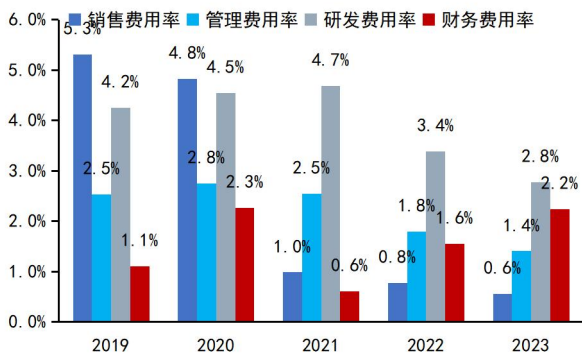
资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图8：公司单季度毛利率、净利率变化（%）



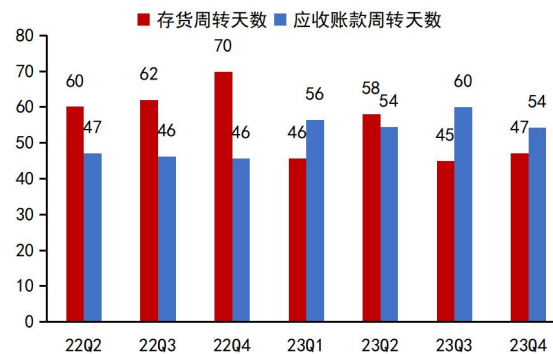
资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图9：公司期间费用占比情况变化（%）



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图10：公司应收账款及存货周转天数



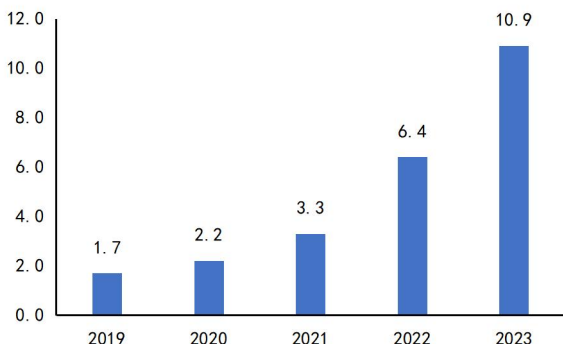
资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

公司扩产稳步推进，行业集中度有望提高。2023 年底行业日熔量约为 10 万吨/日，约对应 600GW 组件产能；我们预计 2024 年底达到 12 万吨/日，约对应 720GW 组件产能。2023 末公司光伏玻璃日熔量 2.06 万吨/日，2024 年有望新增产能 0.96 万吨/日，2024 年底日熔量有望达到 3.02 万吨/日，同比增长 47%。

当前光伏玻璃行业进入及退出门槛较高，行业产能监管力度加大，中尾部企业面临亏损。我们预计未来行业将出现阶段性供给偏紧的局面，光伏玻璃行业集中度有望提高。

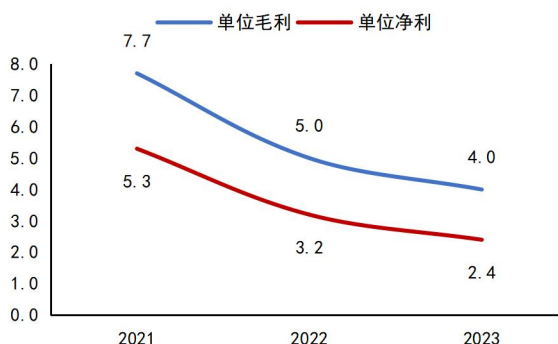
2023 年光伏玻璃销量 10.9 亿平，单平净利 2.4 元。我们测算，公司 2023 年光伏玻璃销量 10.9 亿平（考虑单双玻占比），同比增长 70%，主要系因 2023 年 2.0mm 玻璃出货占比快速提升；单平净利 2.4 元，同比下滑 25%。其中 23Q4 销量 2.8 亿平，环比下滑 13%，单平净利为 2.7 元，环比持平。

图11：公司光伏玻璃销售量（亿平）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理及测算

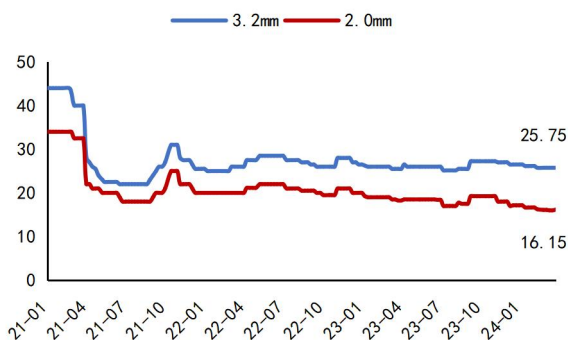
图12：公司光伏玻璃单平毛利及单平净利（元/平）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理及测算

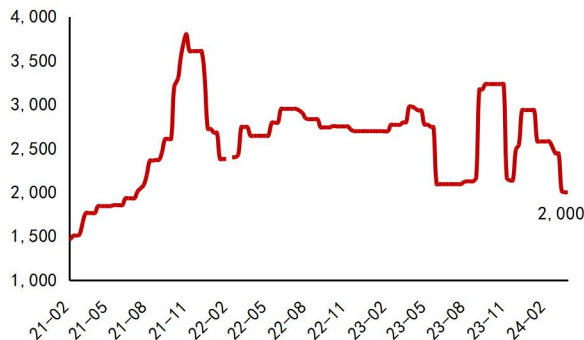
23Q4 玻璃价格加速下滑，24Q1 淡季单平盈利低位运行。23Q4 光伏玻璃价格加速下滑，11 月及 12 月 2.0mm 玻璃单平含税均价分别为 18.3 元和 17.1 元，较 10 月下跌 1 元和 2.2 元；24Q1 春节前受到淡季开工率低迷影响，玻璃价格持续下行。我们测算，23 年 12 月-24 年 2 月公司光伏玻璃单平净利分别为 1.7/1.7/1.4 元。春节后重质纯碱价格累计下跌 579 元/吨，累计降低光伏玻璃单平成本约 0.8 元。

图13：光伏玻璃价格（元/平）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理及测算

图14：重质纯碱价格（元/吨）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理及测算

投资建议：考虑 1-2 月光伏玻璃价格持续下滑，基于审慎原则下调盈利预测，预计公司 2024-2026 年实现营业收入 236/275/314 亿元（原预测 2024-2025 年 231/268 亿元），同比增长 10%/17%/14%；实现归母净利润 32.5/38.8/45.0 亿元（原预测 2024-2025 年 38.6/49.5 亿元），同比增长 18%/19%/16%，当前股价对应 PE 分别为 21/18/15 倍，维持“增持”评级。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	2932	6616	11652	14278	17529	营业收入	15461	21524	23577	27527	31429
应收款项	5317	5279	3230	3771	4305	营业成本	12048	16831	18244	21438	24573
存货净额	2396	2001	3499	4111	4713	营业税金及附加	135	198	212	248	283
其他流动资产	1156	2371	1551	1501	1474	销售费用	119	120	118	138	157
流动资产合计	12381	16833	20527	24320	28743	管理费用	278	302	307	358	377
固定资产	13100	16871	19492	20982	21859	研发费用	523	597	613	633	660
无形资产及其他	3784	3280	2624	1968	1312	财务费用	240	483	374	282	238
其他长期资产	3034	5898	1886	1376	1257	投资收益	13	28	30	30	30
长期股权投资	83	101	111	121	131	资产减值及公允价值变动	(42)	(130)	(30)	(30)	(30)
资产总计	32382	42982	44639	48767	53302	其他收入	109	291	60	60	60
短期借款及交易性金融负债	4398	3167	2000	2000	2000	营业利润	2155	3051	3739	4461	5171
应付款项	5065	5434	4749	5580	6396	营业外净收支	(2)	0	0	0	0
其他流动负债	956	454	1120	1097	1004	利润总额	2153	3052	3739	4461	5171
流动负债合计	10533	9185	8104	8952	9714	所得税费用	30	289	486	580	672
长期借款及应付债券	7478	10411	10411	10411	10411	少数股东损益	0	3	0	0	0
其他长期负债	338	1095	1140	1190	1240	归属于母公司净利润	2123	2760	3253	3881	4499
长期负债合计	7816	11506	11551	11601	11651	现金流量表 (百万元)					
负债合计	18349	20691	19655	20553	21365	净利润	2123	2760	3253	3881	4499
少数股东权益	0	76	76	76	76	资产减值准备	(3)	(52)	(10)	(10)	(10)
股东权益	14032	22215	24908	28138	31861	折旧摊销	1305	1820	2310	2566	2779
负债和股东权益总计	32382	42982	44639	48767	53302	公允价值变动损失	2	(1)	0	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	240	483	374	282	238
每股收益	0.99	1.17	1.38	1.65	1.91	营运资本变动	(1449)	(657)	1428	(320)	(410)
每股红利	0.23	0.24	0.28	0.33	0.38	其它	(1800)	(1903)	399	312	268
每股净资产	6.54	9.48	10.63	12.00	13.58	经营活动现金流	177	1967	7380	6428	7126
ROIC	11%	10%	10%	11%	11%	资本开支	(8071)	(5612)	(4275)	(3400)	(3000)
ROE	15%	12%	13%	14%	14%	其它投资现金流	202	(213)	4031	530	139
毛利率	22%	22%	23%	22%	22%	投资活动现金流	(7869)	(5826)	(244)	(2870)	(2861)
EBIT Margin	15%	16%	17%	17%	17%	权益性融资	593	5983	0	0	0
EBITDA Margin	24%	25%	27%	26%	26%	负债净变化	7501	1996	(1167)	0	0
收入增长	77%	39%	10%	17%	14%	支付股利、利息	0	(494)	(560)	(651)	(776)
净利润增长率	0%	30%	18%	19%	16%	其它融资现金流	1991	(937)	(1167)	0	0
资产负债率	57%	48%	44%	42%	40%	融资活动现金流	7854	7002	(2101)	(933)	(1014)
息率	0.8%	0.8%	0.9%	1.1%	1.3%	现金净变动	162	3144	5036	2626	3251
P/E	29.5	24.8	21.1	17.7	15.2	货币资金的期初余额	2843	2932	6616	11652	14278
P/B	4.5	3.1	2.7	2.4	2.1	货币资金的期末余额	2932	6616	11652	14278	17529
EV/EBITDA	22.1	16.8	13.8	12.2	11.0	企业自由现金流	(5890)	(1302)	3016	2946	4049
						权益自由现金流	(2215)	90	1523	2700	3842

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 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作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032