

福莱特 (601865)

业绩符合预期，行业高景气叠加供需敞口收窄推动量价齐升

◆ 业绩整体符合预期，盈利能力维持向上趋势

2023年公司实现营收215.2亿元、同比+39.2%，归母净利润27.6亿元、同比+30.0%，毛利率21.8%、同比-0.3pcts，净利率12.8%、同比-0.9pcts；Q4单季度实现营收56.4亿元、同比+32.8%，归母净利润7.9亿元、同比+27.9%；毛利率23.4%、同/环比+1.4pcts，净利率14.0%、同比-0.5pcts。2024年以来公司持续增势，2024Q1公司实现营收57.3亿元、同比+6.7%，归母净利润7.6亿元、同比+48.6%，毛利率21.5%、同比+3.0pcts，净利率13.2%、同比+3.7pcts。公司自2023年以来盈利能力整体呈现逐季回升的趋势，主要原因系重要原材料价格下行、下游需求高增及供给放缓下供需格局持续得到改善。此外，公司资产结构及库存管理持续改善。截至2024Q1末，公司资产负债率为47.1%，较2023年的48.1%进一步好转。同时公司存货周转天数由2023年末的47.0天下降至2024Q1末的35.3天，位于近年来低位，低库运行也侧面反映供需关系的改善。

◆ 全球光伏需求持续向上，光伏玻璃环节供需敞口收窄

光伏装机高增支撑行业高景气。根据CPIA数据，2023年全球新增光伏装机390GW、同比+69.6%，其中中国市场贡献主要增量，2023年中国新增光伏装机达到216.9GW、同比+148.1%；进入2024年以来，受高基数影响中国光伏装机增速或有回落。在宏观利率环境宽松预期下海外光伏装机有望回暖，根据EIA预测，2024年美国光伏装机有望达到44.7GW、同比+63.0%。总量来看，根据CPIA预测，乐观预期下2024年全球光伏新增装机有望达到430.0GW、同比+10.3%。

光伏装机高增进一步提振玻璃需求。根据工信部及CPIA数据，2023年全国光伏玻璃/光伏组件年产量分别为2478.3万吨/499.0GW、同比+54.3%/+69.3%，玻璃与组件供需敞口进一步收窄。同时考虑到光伏玻璃产能扩张仍受强监管限制，在光伏装机仍有较强预期的背景下，光伏玻璃供需关系或将持续偏紧，行业基本面或迎来拐点。

◆ 出货高增+海内外产能储备巩固龙头地位，原材料降价叠加价格上涨驱动量价齐升

根据公司公告，2023年公司光伏玻璃出货量约12.2亿平（2.0mm口径）、同比+49.5%，均价16.1元/平、单平毛利为3.6元。截至2023年底，公司光伏玻璃产能为2.06万吨、市占率达到20.7%，稳定行业“双龙头”格局。公司计划今年点火安徽四期及南通项目合计9600吨产能。预计至今年底，公司产能达3.02万吨。另外，公司公布印尼布局光伏玻璃投资计划，考虑到公司2023年海外地区毛利率为26.6%（国内20.6%），完善海外产能布局有望进一步增厚利润。

2023Q1以来公司盈利能力整体呈现逐季上行趋势。主要原因为行业供需关系持续改善和重要原材料纯碱及天然气价格走低。自2024年开年以来，相关趋势延续，根据最新数据，2.0mm光伏玻璃价格YTD涨幅达到5.7%、纯碱/液化天然气价格YTD跌幅分别为33.3%/41.6%。因此我们认为2024年光伏玻璃盈利能力有望持续修复，同时在需求拉动下行业整体有望呈现量价齐升趋势。

◆ 投资建议与盈利预测

光伏装机持续高增，行业高景气无虞。公司产能稳步释放巩固规模优势，在手订单丰厚，原材料降本预期乐观，利润有望持续增厚。综上，我们认为公司有望呈现量价齐升趋势，调整公司2024~2026年归母净利润为39.2/53.4/62.7亿元，对应PE值分别为16/12/10倍，维持“买入”评级。

◆ 风险提示

宏观经济不景气，需求不及预期，原材料价格波动；国内政策变化；公司产能投放不及预期。

投资评级

买入

维持评级

2024年04月29日

收盘价(元):

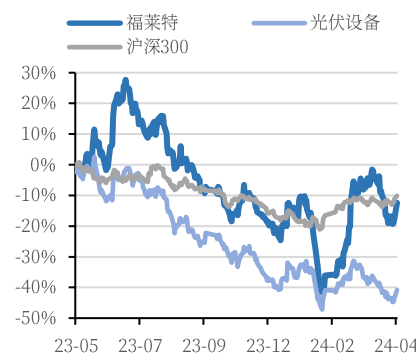
26.70

目标价(元):

公司基本数据

总股本(百万股)	2,351.32
总市值(百万)	62,780.36
流通股本(百万股)	1,899.06
流通市值(百万)	50,705.02
12月最高/最低价(元)	41.01/17.09
资产负债率(%)	47.10
每股净资产(元)	9.52
市盈率(TTM)	20.87
市净率(PB)	2.80
净资产收益率(%)	3.32

股价走势图



作者

曾帅

分析师

SAC执业证书: S0640522050001

联系电话:

邮箱: zengshuai@avicsec.com

相关研究报告

【中航新能源】福莱特（601865）2023Q3点评：Q3业绩超预期，成本下行叠加需求高增兑现量利齐升-231108 —2023-11-15

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大

厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558 传真: 010-59562637

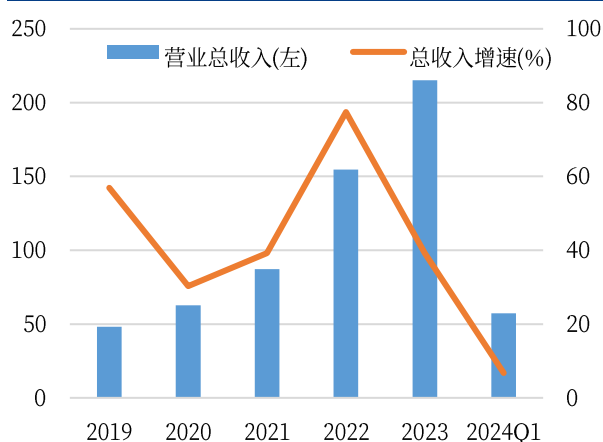
财务数据与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	15460.84	21523.71	26976.35	33656.24	39310.46
增长率（%）	77.44	39.21	25.33	24.76	16.80
归母净利润（百万元）	2122.78	2759.69	3924.94	5343.14	6273.02
增长率（%）	0.13	30.00	42.22	36.13	17.40
毛利率（%）	22.07	21.80	22.95	23.50	23.07
每股收益（元）	0.90	1.17	1.67	2.27	2.67
市盈率 PE	29.57	22.75	16.00	11.75	10.01
市净率 PB	4.64	2.89	2.49	2.10	1.77
净资产收益率 ROE（%）	15.13	12.42	15.28	17.57	17.45

资料来源：iFinD，中航证券研究所

【中航新能源】福莱特（601865）：23H1 业绩承压明显，需求提升叠加涨价预期盈利有望迎来拐点-0831 —2023-09-03

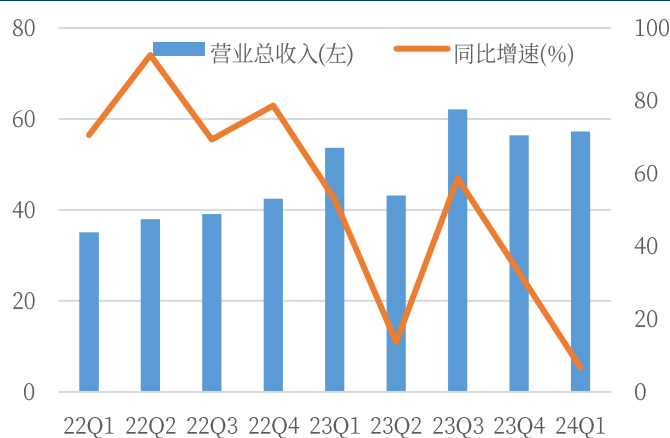
【中航新能源】福莱特（601865）：光伏主链降价带动辅材需求放量，光伏玻璃龙头扩产+并购上游巩固优势-20230730 —2023-08-02

图1 2024Q1 公司营收增速下滑（亿元）



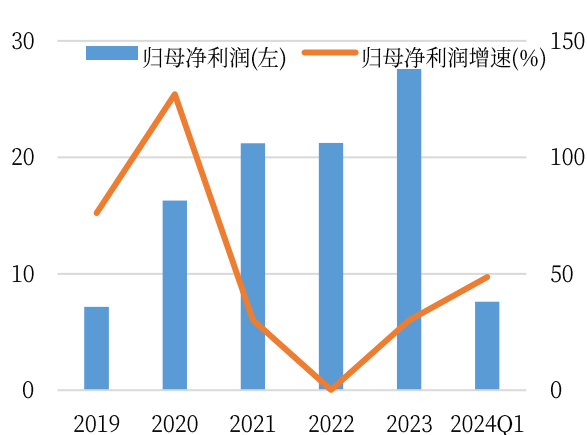
资料来源：iFinD，中航证券研究所

图2 玻璃降价影响 2024Q1 公司营收（亿元）



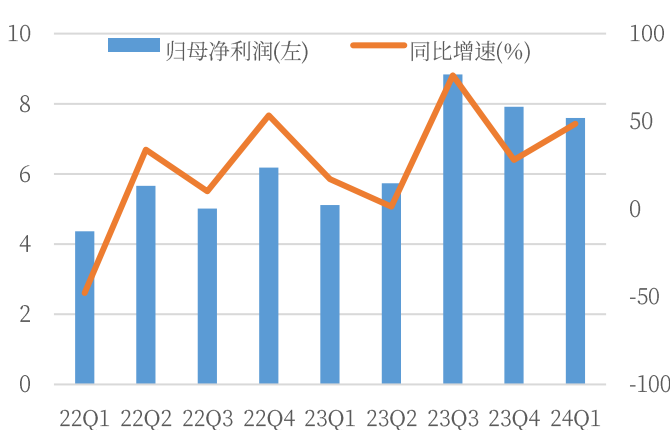
资料来源：iFinD，中航证券研究所

图3 2023 年公司归母净利润增速回暖（亿元）



资料来源：iFinD，中航证券研究所

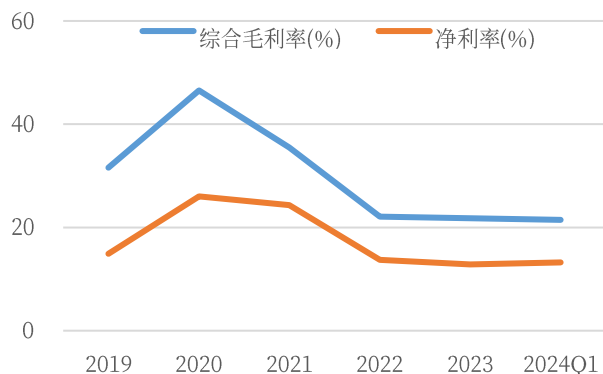
图4 2024Q1 公司归母净利润保持高增速（亿元）



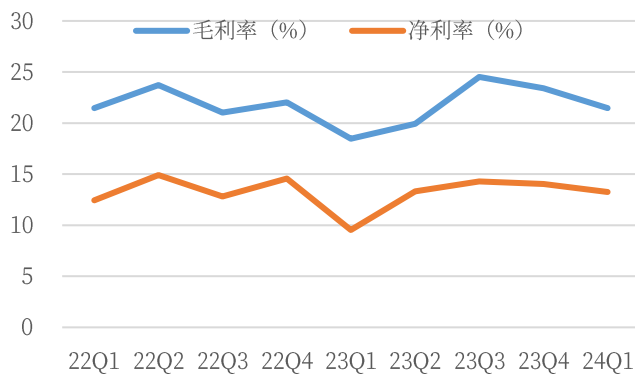
资料来源：iFinD，中航证券研究所

图5 2024Q1 公司盈利能力企稳回升

图6 2024Q1 公司盈利环比略有承压，同比增长较快

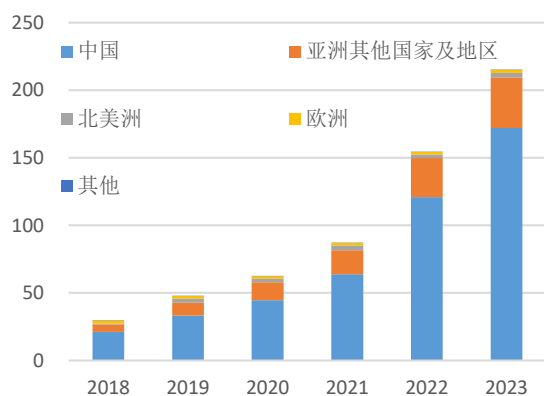


资料来源：iFinD，中航证券研究所



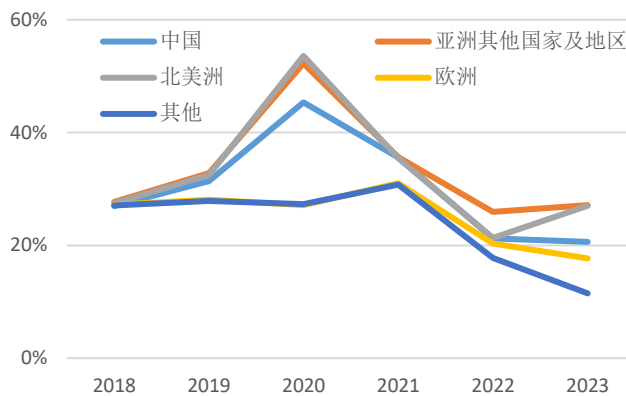
资料来源：iFinD，中航证券研究所

图7 2023 年公司境内收入比例接近 80%（亿元）



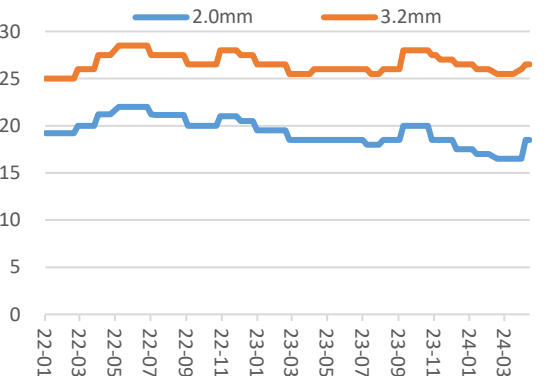
资料来源：iFinD，中航证券研究所

图8 海外地区毛利率相对国内地区有一定优势



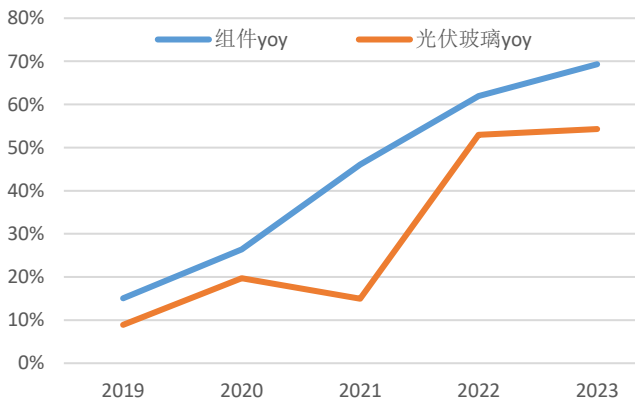
资料来源：iFinD，中航证券研究所

图9 2024 年以来光伏玻璃价格小幅回升（元/平）



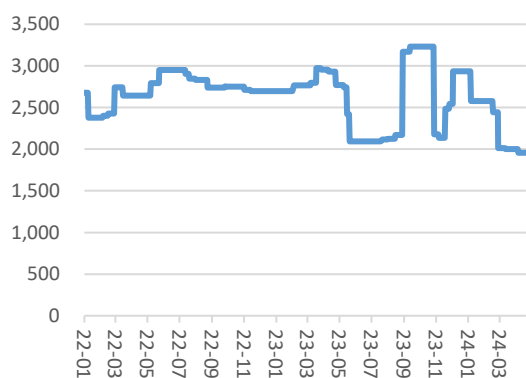
资料来源：iFinD，中航证券研究所

图10 2023 年光伏玻璃/组件产量增速差距进一步拉大



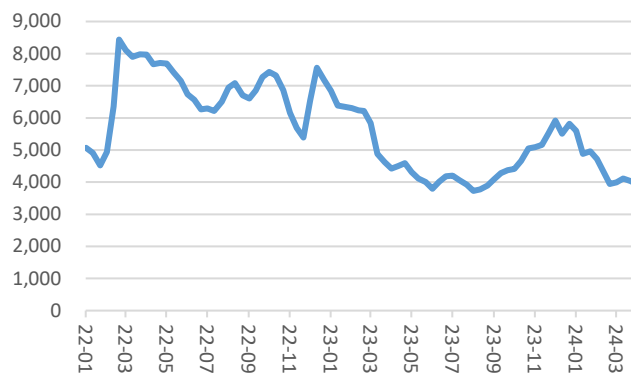
资料来源：iFinD，中航证券研究所

图11 纯碱价格处于近年来最低位置（元/吨）



资料来源： iFinD，中航证券研究所

图12 天然气价格处于近年来低位（元/吨）



资料来源： iFinD，中航证券研究所

财务报表与财务指标（单位：百万元）

资产负债表						利润表					
会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	2932	6616	6634	10171	15334	营业收入	15461	21524	26976	33656	39310
应收票据及账款	6102	7285	10318	12873	15036	营业成本	12048	16831	20785	25748	30242
预付账款	578	335	419	523	611	税金及附加	135	198	211	263	308
其他应收款	101	111	162	202	236	销售费用	119	120	148	185	216
存货	2396	2001	3303	3577	4503	管理费用	278	302	378	471	550
其他流动资产	272	484	757	887	997	研发费用	523	597	742	926	1061
流动资产总计	12381	16833	21594	28234	36718	财务费用	240	483	477	284	128
长期股权投资	83	101	111	122	132	资产减值损失	-3	-52	-40	-50	-59
固定资产	11420	15888	13249	10708	8202	信用减值损失	-39	-78	-81	-84	-98
在建工程	1874	1756	2713	3254	3411	其他经营损益	0	0	0	0	0
无形资产	3784	3280	2504	1728	952	投资收益	13	28	24	24	24
长期待摊费用	16	81	40	0	0	公允价值变动损益	-2	1	0	0	0
其他非流动资产	2824	5044	4971	4899	4826	资产处置收益	-9	-7	-4	-4	-4
非流动资产合计	20000	26149	23589	20710	17524	其他收益	77	167	101	101	101
资产总计	32382	42982	45183	48944	54242	营业利润	2155	3051	4235	5765	6768
短期借款	3095	1914	0	0	0	营业外收入	1	4	3	3	3
应付票据及账款	5065	5434	7724	8941	10870	营业外支出	4	4	4	4	4
其他流动负债	2373	1837	3199	3967	4653	其他非经营损益	0	0	0	0	0
流动负债合计	10533	9185	10923	12908	15523	利润总额	2153	3052	4234	5764	6767
长期借款	7490	10949	7941	4991	2126	所得税	30	289	308	419	492
其他非流动负债	326	557	557	557	557	净利润	2123	2763	3927	5345	6276
非流动负债合计	7816	11506	8497	5548	2682	少数股东损益	0	3	2	2	3
负债合计	18349	20691	19420	18456	18206	归属母公司净利润	2123	2760	3925	5343	6273
股本	537	588	588	588	588	EBITDA	3705	5366	8781	10238	11192
资本公积	4865	10798	10798	10798	10798	NOPLAT	2312	3141	4374	5614	6399
留存收益	8631	10829	14299	19023	24568	EPS (元)	1	1	2	2	3
归属母公司权益	14032	22215	25685	30409	35954	主要财务比率					
少数股东权益	0	76	77	80	82	会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
股东权益合计	14032	22291	25762	30488	36036	成长能力					
负债和股东权益	32382	42982	45183	48944	54242	营收增长率	77.4%	39.2%	25.3%	24.8%	16.8%
现金流量表						营业利润增长率	-9.5%	41.6%	38.8%	36.1%	17.4%
会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E	EBIT 增长率	-1.6%	47.7%	33.3%	28.4%	14.0%
税后经营利润	2123	2763	3815	5234	6164	EBITDA 增长率	24.4%	44.9%	63.6%	16.6%	9.3%
折旧与摊销	1311	1832	4070	4189	4297	归母净利润增长率	0.1%	30.0%	42.2%	36.1%	17.4%
财务费用	240	483	477	284	128	经营现金流增长率	-69.7%	1013.5%	277.2%	17.9%	14.9%
投资损失	-13	-28	-24	-24	-24	盈利能力					
营运资金变动	-3655	-3530	-1091	-1118	-706	毛利率	22.1%	21.8%	23.0%	23.5%	23.1%
其他经营现金流	169	434	124	124	124	净利率	13.7%	12.8%	14.6%	15.9%	16.0%
经营性现金净流	175	1954	7371	8690	9982	营业利润率	13.9%	14.2%	15.7%	17.1%	17.2%
资本支出	7875	5382	1500	1300	1100	ROE	15.1%	12.4%	15.3%	17.6%	17.4%
长期投资	194	-228	0	0	0	ROA	6.6%	6.4%	8.7%	10.9%	11.6%
其他投资现金流	-188	-216	1	1	1	ROIC	17.2%	13.5%	14.4%	19.0%	22.5%
投资性现金净流	-7869	-5826	-1499	-1299	-1099	估值倍数					
短期借款	1235	-1182	-1914	0	0	P/E	30	23	16	12	10
长期借款	5511	3460	-3009	-2949	-2866	P/S	4	3	2	2	2
普通股增加	0	51	0	0	0	P/B	5	3	2	2	2
资本公积增加	32	5933	0	0	0	股息率	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	1076	-1261	-932	-904	-855	EV/EBIT	11	7	14	10	8
筹资性现金净流	7854	7002	-5854	-3853	-3721	EV/EBITDA	7	4	8	6	5
现金流量净额	216	3147	18	3537	5162	EV/NOPLAT	12	8	15	11	8

数据来源：iFinD，中航证券研究所

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总:

中航证券新能源团队: 团队首席曾帅, 从业 8 年余, 曾作为团队核心成员获得 2017 年新财富最佳分析师(团队)机械行业第一名, 先后职于航天、医疗器械、钢铁等行业, 对科技和周期均有深入研究, 在锂电装备、光伏装备、机器人与自动化等领域持续深度研究, 建立了“中国制造业投资周期”研究框架。团队以光伏、氢能、风电、锂电与储能等领域为重点研究方向, 将有限的精力投入在符合国家需要、产业蓬勃、人民有信仰的地方, 服务更多一、二级市场客户。

销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图发送或为任何就发送、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传 真: 010-59562637