

福莱特 (601865.SH)

二季度盈利改善，三季度盈利或阶段性承压

优于大市

核心观点

24H1 公司实现归母净利润 15.0 亿元，同比增长 38%。24H1 公司实现营业收入 107.0 亿元，同比增长 11%；归母净利润 15.0 亿元，同比增长 38%；扣非归母净利润 14.8 亿元，同比增长 38%。对应 24Q2 实现营业收入 49.7 亿元，同比增长 15%，环比下滑 13%；归母净利润 7.4 亿元，同比增长 29%，环比下滑 3%；扣非归母净利润 7.2 亿元，同比增长 26%，环比下滑 5%。

24H1 公司毛利率同比提升，期间费用率略有提升。24H1 公司毛利率 23.8%，同比提升 4.7pcts；净利率 14.0%，同比提升 2.8pcts。24Q2 单季度公司毛利率 26.5%，同比提升 6.6pcts，环比提升 5.0pcts；净利率 14.9%，同比提升 1.6pcts，环比提升 1.7pcts。24H1 公司期间费用率为 6.5%，同比提升 0.2pcts，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.3%（同比下滑 0.1pcts）、1.4%（同比提升 0.1pcts）、3.0%（同比提升 0.1pcts）、1.8%（同比提升 0.1pcts）。

24H1 光伏玻璃销量 6.0 亿平，单平净利 2.4 元。我们测算，24H1 公司玻璃销量 6.0 亿平，同比增长 21%；单平毛利 4.0 元，同比增长 0.3 元；单平净利 2.4 元，同比增长 0.3 元。对应 24Q2 公司玻璃销量 2.7 亿平，同比增长 26%，环比下滑 18%；单平毛利 4.7 元，同比增长 0.6 元，环比增长 0.8 元；单平净利 2.6 元，同比持平，环比增长 0.4 元。24Q2 公司计提资产及信用减值损失 1.18 亿元，对应单平减值 0.4 元，主要来自产线冷修导致的资产减值损失。

24Q3 玻璃价格显著下滑，单平盈利承压。24Q3 受到行业新增产能集中释放，及组件企业开工率下行影响，光伏玻璃价格显著下滑。当前 2.0mm 玻璃单平含税均价为 13.75 元，较 6 月末下跌 2.5 元。同期重质纯碱价格累计下跌 221 元/吨，累计降低光伏玻璃单平成本约 0.3 元，玻璃企业盈利承压。

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；应收账款坏账风险；公司降本不及预期的风险。

投资建议：考虑 24Q3 光伏玻璃价格持续下滑，及下游组件客户经营承压或导致公司应收账款账期增加，我们假设 2024-2026 年公司光伏玻璃销售量 11.9/13.8/17.2 亿平，单平不含税价格 15.7/15.1/15.3 元，单平毛利 3.4/3.0/3.3 元，单平净利 1.9/1.7/2.0 元。下调盈利预测，预计公司 2024-2026 年实现营业收入 204/225/282 亿元（原预测 236/275/314 亿元），同比增速-5%/11%/25%；实现归母净利润 23.0/24.9/37.3 亿元（原预测 32.5/38.8/45.0 亿元），同比增速-16%/8%/50%，当前股价对应 PE 分别为 17/16/10 倍，维持“优于大市”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	20,364	22,546	28,170
(+/-%)	77.4%	39.2%	-5.4%	10.7%	24.9%
净利润(百万元)	2,123	2,760	2,304	2,491	3,725
(+/-%)	0.1%	30.0%	-16.5%	8.1%	49.6%
每股收益(元)	0.99	1.17	0.98	1.06	1.58
EBIT Margin	15.3%	16.2%	15.0%	14.2%	16.4%
净资产收益率 (ROE)	15.1%	12.4%	10.0%	9.9%	13.1%
市盈率 (PE)	16.6	14.0	16.7	15.5	10.3
EV/EBITDA	14.6	11.2	10.8	10.1	8.0
市净率 (PB)	2.51	1.73	1.66	1.53	1.36

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

公司研究·财报点评

电力设备·光伏设备

证券分析师：王蔚祺

010-88005313

wangweiqi2@guosen.com.cn

S0980520080003

证券分析师：陈抒扬

0755-81982965

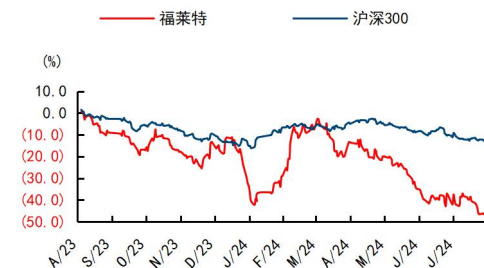
chenshuyang@guosen.com.cn

S0980523010001

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	16.39 元
总市值/流通市值	38402/38382 百万元
52 周最高价/最低价	33.50/15.60 元
近 3 个月日均成交额	296.26 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

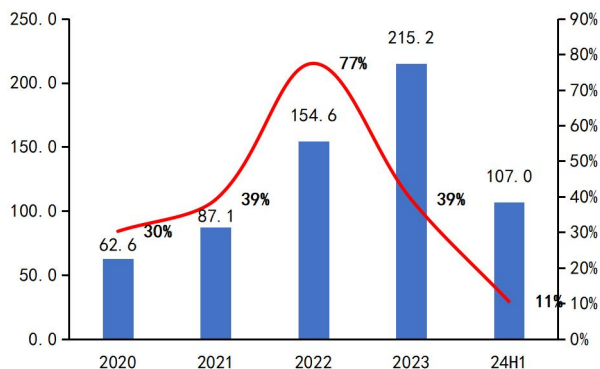
相关研究报告

《福莱特 (601865.SH) - 公司扩产稳步推进，行业集中度有望提高》——2024-03-28

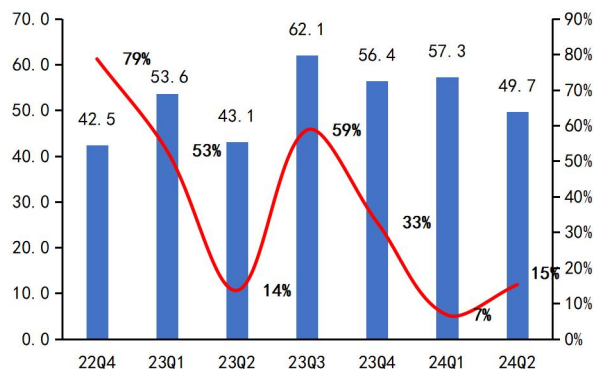
《福莱特 (601865.SH) - 公司扩产稳步推进，单平盈利逐季提升》——2023-11-02

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

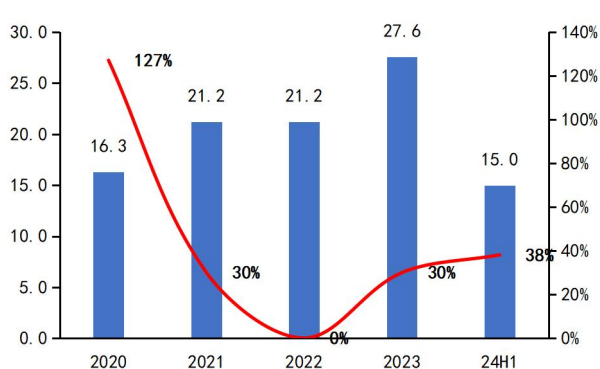
24H1 公司实现归母净利润 15.0 亿元，同比增长 38%。 24H1 公司实现营业收入 107.0 亿元，同比增长 11%；归母净利润 15.0 亿元，同比增长 38%；扣非归母净利润 14.8 亿元，同比增长 38%。对应 24Q2 实现营业收入 49.7 亿元，同比增长 15%，环比下滑 13%；归母净利润 7.4 亿元，同比增长 29%，环比下滑 3%；扣非归母净利润 7.2 亿元，同比增长 26%，环比下滑 5%。

图1：公司营业收入及增速（亿元、%）


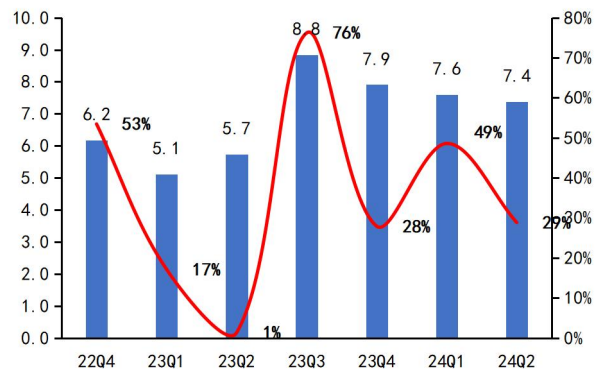
资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图2：公司单季营业收入及增速（亿元、%）


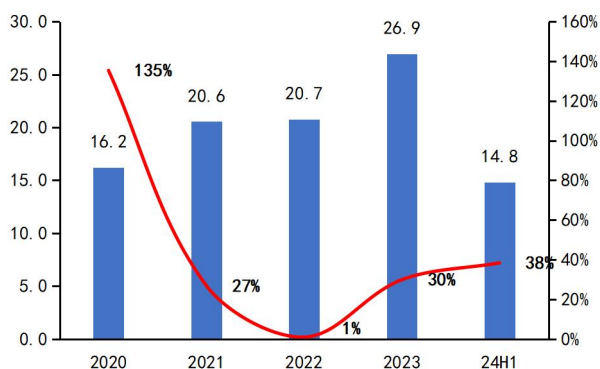
资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图3：公司归母净利润及增速（亿元、%）


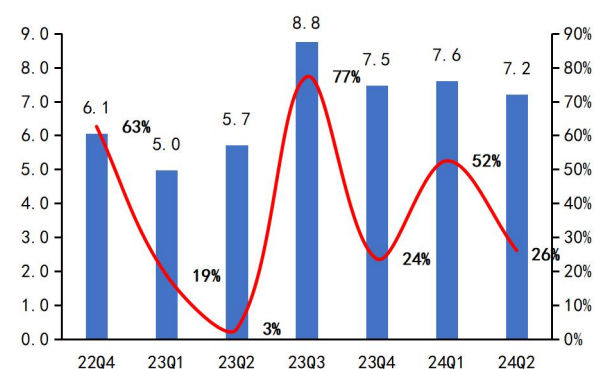
资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

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

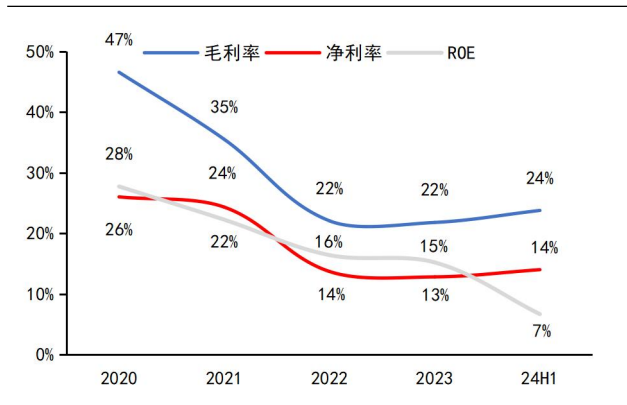
图6：公司单季扣非归母净利润及增速（亿元、%）


资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

24H1 公司毛利率同比提升，期间费用率略有提升。24H1 公司毛利率 23.8%，同比提升 4.7pcts；净利率 14.0%，同比提升 2.8pcts。24Q2 单季度公司毛利率 26.5%，同比提升 6.6pcts，环比提升 5.0pcts；净利率 14.9%，同比提升 1.6pcts，环比提升 1.7pcts。

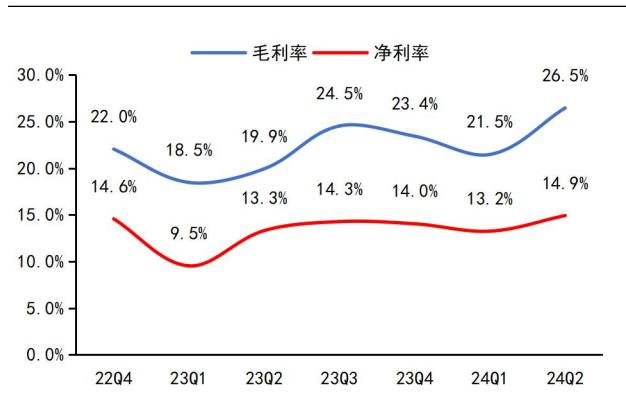
24H1 公司期间费用率为 6.5%，同比提升 0.2pcts，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.3%（同比下滑 0.1pcts）、1.4%（同比提升 0.1pcts）、3.0%（同比提升 0.1pcts）、1.8%（同比提升 0.1pcts）。

图7：公司毛利率、净利率、ROE 变化（%）



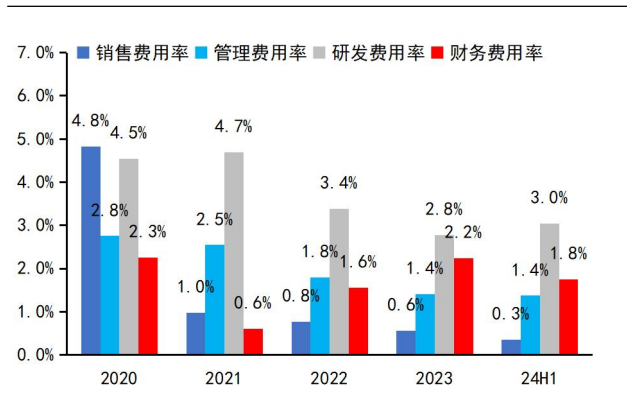
资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图8：公司单季度毛利率、净利率变化（%）



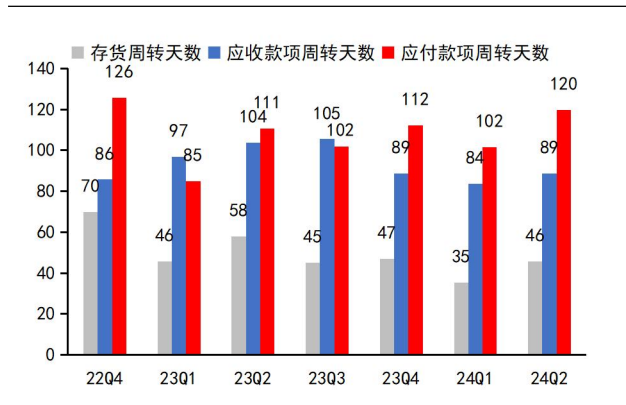
资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

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：公司营运情况



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。24Q2 公司新增点火 1 条 1,200 吨产线。截至 24H1 末，公司光伏玻璃日熔量达到 2.3 万吨，其中 2,600 吨已冷修。公司原计划 2024 年点火的 6 条 1200 吨产线中已投产 2 条，剩余的 4 条将根据市场情况调整点火时间。

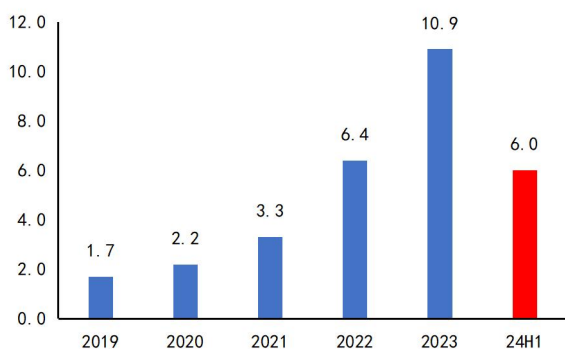
2023 年底行业日熔量约为 10 万吨/日，约对应 600GW 组件产能；我们预计 2024 年底达到 13 万吨/日，约对应 780GW 组件产能。当前光伏玻璃行业进入及退出门槛较高，行业产能监管力度加大，中尾部企业面临亏损，我们预计光伏玻璃行业集中度有望提高。

24H1 光伏玻璃销量 6.0 亿平，单平净利 2.4 元。我们测算，24H1 公司玻璃销量 6.0 亿平，同比增长 21%；单平毛利 4.0 元，同比增长 0.3 元；单平净利 2.4 元，同比增长 0.3 元。

对应 24Q2 公司玻璃销量 2.7 亿平，同比增长 26%，环比下滑 18%；单平毛利 4.7 元，同比增长 0.6 元，环比增长 0.8 元；单平净利 2.6 元，同比持平，环比增长 0.4 元。

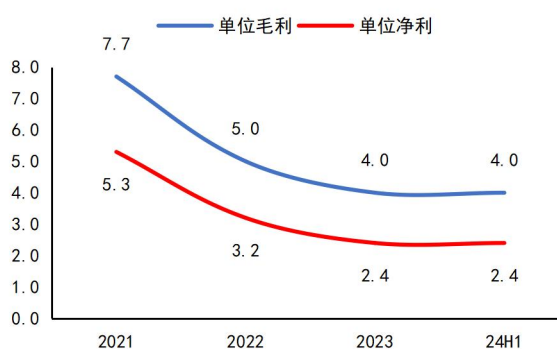
24Q2 公司计提资产及信用减值损失 1.18 亿元，对应单平减值 0.4 元，主要来自产线冷修导致的资产减值损失。

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

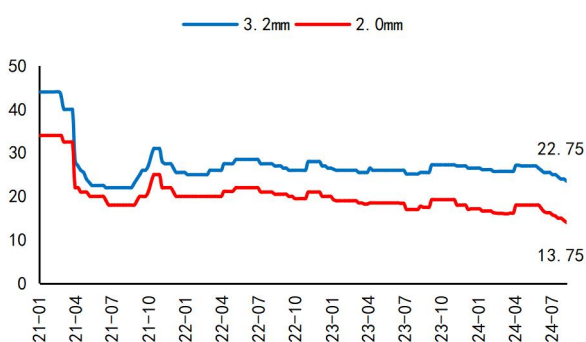
图12: 公司光伏玻璃单平毛利及单平净利 (元/平)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理及测算

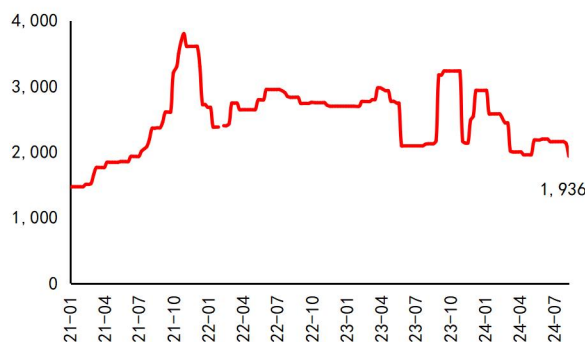
24Q3 玻璃价格显著下滑，单平盈利承压。24Q3 受到行业新增产能集中释放，及组件企业开工率下行影响，光伏玻璃价格显著下滑。当前 2.0mm 玻璃单平含税均价为 13.75 元，较 6 月末下跌 2.5 元。同期重质纯碱价格累计下跌 221 元/吨，累计降低光伏玻璃单平成本约 0.3 元，玻璃企业盈利承压。

图13: 光伏玻璃价格 (元/平)



资料来源: SMM, 国信证券经济研究所整理及测算

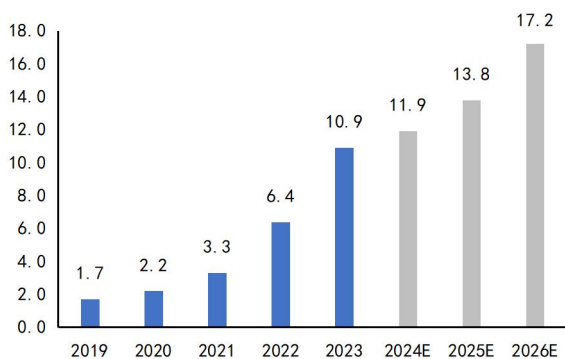
图14: 重质纯碱价格 (元/吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理及测算

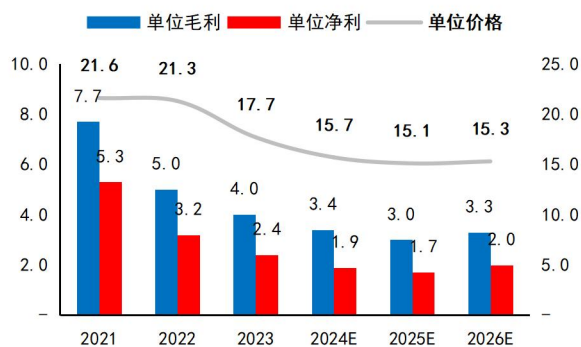
投资建议：考虑 24Q3 光伏玻璃价格持续下滑，及下游组件客户经营承压或导致公司应收账款账期增加，我们假设 2024-2026 年公司光伏玻璃销售量 11.9/13.8/17.2 亿平，单平不含税价格 15.7/15.1/15.3 元，单平毛利 3.4/3.0/3.3 元，单平净利 1.9/1.7/2.0 元。

图15: 公司光伏玻璃销售量假设（亿平）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理及预测

图16: 公司光伏玻璃价格、毛利及净利假设（元/平）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理及预测

下调盈利预测，预计公司 2024-2026 年实现营业收入 204/225/282 亿元（原预测 236/275/314 亿元），同比增速-5%/11%/25%；实现归母净利润 23.0/24.9/37.3 亿元（原预测 32.5/38.8/45.0 亿元），同比增速-16%/8%/50%，当前股价对应 PE 分别为 17/16/10 倍，维持“优于大市”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	5227	3606	3084	营业收入	15461	21524	20364	22546	28170
应收款项	5317	5279	7811	8648	10805	营业成本	12048	16831	16104	18153	22151
存货净额	2396	2001	2427	2984	4248	营业税金及附加	135	198	183	203	254
其他流动资产	1156	2371	2093	2360	2880	销售费用	119	120	102	113	141
流动资产合计	12381	16833	18110	18191	21690	管理费用	278	302	305	293	338
固定资产	13100	16871	18187	21000	21881	研发费用	523	597	611	586	676
无形资产及其他	3784	3280	2624	1968	1312	财务费用	240	483	423	410	426
其他长期资产	3034	5898	3055	3382	4225	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)	(122)	(138)	(172)
资产总计	32382	42982	42086	44661	49240	其他收入	67	160	105	118	144
短期借款及交易性金融负债	4398	3167	2000	2000	2000	营业利润	2155	3051	2649	2798	4186
应付款项	5065	5434	4853	5471	6676	营业外净收支	(2)	0	0	0	0
其他流动负债	956	454	330	186	226	利润总额	2153	3052	2649	2798	4186
流动负债合计	10533	9185	7387	7882	9184	所得税费用	30	289	344	308	460
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	2304	2491	3725
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	18938	19483	20835	净利润	2123	2760	2304	2491	3725
少数股东权益	0	76	76	76	76	资产减值准备	(3)	(52)	(50)	(50)	(50)
股东权益	14032	22215	23073	25102	28330	折旧摊销	1305	1820	2265	2518	2774
负债和股东权益总计	32382	42982	42086	44661	49240	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	423	410	426
每股收益	0.99	1.17	0.98	1.06	1.58	营运资本变动	(1449)	(657)	(3298)	(1207)	(2719)
每股红利	0.23	0.62	0.20	0.21	0.32	其它	(1800)	(1903)	488	480	496
每股净资产	6.54	9.48	9.84	10.71	12.08	经营活动现金流	177	1967	1709	4232	4227
ROIC	11%	10%	8%	8%	11%	资本开支	(8071)	(5612)	(2925)	(4675)	(3000)
ROE	15%	12%	10%	10%	13%	其它投资现金流	202	(213)	2863	(307)	(824)
毛利率	22%	22%	21%	19%	21%	投资活动现金流	(7869)	(5826)	(62)	(4982)	(3824)
EBIT Margin	15%	16%	15%	14%	16%	权益性融资	593	5983	0	0	0
EBITDA Margin	24%	25%	26%	25%	26%	负债净变化	7501	1996	(1167)	0	0
收入增长	77%	39%	-5%	11%	25%	支付股利、利息	0	(494)	(1447)	(461)	(498)
净利润增长率	0%	30%	-16%	8%	50%	其它融资现金流	1991	(937)	(1167)	0	0
资产负债率	57%	48%	45%	44%	42%	融资活动现金流	7854	7002	(3037)	(871)	(924)
息率	1.4%	3.8%	1.2%	1.3%	1.9%	现金净变动	162	3144	(1389)	(1621)	(521)
P/E	16.6	14.0	16.7	15.5	10.3	货币资金的期初余额	2843	2932	6616	5227	3606
P/B	2.5	1.7	1.7	1.5	1.4	货币资金的期末余额	2932	6616	5227	3606	3084
EV/EBITDA	14.6	11.2	10.8	10.1	8.0	企业自由现金流	(5890)	(1302)	(1297)	(517)	1158
						权益自由现金流	(2215)	90	(2832)	(882)	779

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	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	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 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	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