



福莱特 (601865.SH)、 福莱特玻璃 (6865.HK)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

供给阶段性过剩盈利承压，经营现金流持续增长

业绩简评

10月29日公司披露2024年三季报，前三季度实现营收146亿元，同比-8%；实现归母净利润12.96亿元，同比-34%。其中Q3实现营收39亿元，同比-37%、环比-21%，实现归母净利润-2.03亿元，同环比转亏。

经营分析

光伏玻璃供给阶段性过剩盈利承压，公司冷修减产控制库存。 Q2起光伏玻璃新点火产能较多、逐步于Q3释放产出，而Q3下游组件排产走弱，光伏玻璃供给过剩程度较高，行业库存持续上升、价格下跌，据卓创资讯，9月末光伏玻璃行业库存已提升至36.83天，9月末2.0mm光伏玻璃价格下降至12.5元/平，环比Q2末降幅达21%。受此影响，公司Q3销售毛利率下降至5.97%，但仍处于行业领先水平。产品价格低位、盈利承压背景下，公司对老旧窑炉产线进行冷修减产，于7-8月合计冷修产能2600吨/日，预计公司Q3出货环比Q2基本持稳。

经营活动现金流持续增长，减值计提拖累业绩。 经营承压背景下，公司凭借优秀的经营管理能力，仍保持了正向经营活动现金流入，Q3经营活动产生的现金净流量12.7亿元，同比+54%、环比+11%。Q3公司计提资产减值-1.13亿元，预计主要为产品价格下跌带来的库存减值及窑炉冷修导致的固定资产减值。

光伏玻璃持续减产，库存有望迎来拐点。 高库存和盈利压力下，原规划点火玻璃产线纷纷推迟点火，且越来越多产线开始冷修减产，据卓创资讯，7月初至今行业冷修/停产的光伏玻璃产能已达到1.32万吨/日，除小、旧窑炉外，近期甚至出现投产不足2年的新窑炉开始停产冷修（正常窑龄6-8年），同时考虑部分在产窑炉的堵窑口动作，预计行业实际减产幅度更大，预计后续行业有望迎来库存拐点。

盈利预测、估值与评级

根据市场价格及公司冷修情况，调整公司2024-2026年归母净利润预测至9.8、24.7、33.8亿元，当前A/H股价分别对应2024-2026年64/32、25/13、19/9倍PE，考虑到公司的成本优势及头部地位，维持“买入”评级。

风险提示

光伏玻璃需求增长不及预期；公司产能建设进度不及预期；成本大幅波动风险。

新能源与电力设备组

分析师：姚遥 (执业S1130512080001)

yaoy@gjzq.com.cn

分析师：张嘉文 (执业S1130523090006)

zhangjiawen@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：26.71元

相关报告：

- 《福莱特公司点评：Q2盈利显著改善，Q3行业减产加速，供需压力...》，2024.8.28
- 《福莱特公司深度研究：行业低谷尽显韧性，玻璃龙头穿越周期》，2024.8.8
- 《福莱特公司点评：24年产能投放加速，盈利有望超预期》，2024.3.26



公司基本情况 (人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	15,461	21,524	18,504	21,336	25,321
营业收入增长率	77.44%	39.21%	-14.03%	15.30%	18.68%
归母净利润(百万元)	2,123	2,760	982	2,472	3,378
归母净利润增长率	0.13%	30.00%	-64.40%	151.60%	36.67%
摊薄每股收益(元)	0.99	1.17	0.42	1.05	1.44
每股经营性现金流净额	0.07	0.82	4.54	7.28	9.50
ROE(归属母公司)(摊薄)	15.13%	12.42%	4.26%	9.68%	11.69%
P/E	33.69	22.75	63.70	25.32	18.53
P/B	5.10	2.83	2.71	2.45	2.17

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	8,713	15,461	21,524	18,504	21,336	25,321
增长率		77.4%	39.2%	-14.0%	15.3%	18.7%
主营业务成本	-5,620	-12,048	-16,831	-15,872	-17,184	-19,860
%销售收入	64.5%	77.9%	78.2%	85.8%	80.5%	78.4%
毛利	3,093	3,413	4,693	2,632	4,151	5,461
%销售收入	35.5%	22.1%	21.8%	14.2%	19.5%	21.6%
营业税金及附加	-48	-135	-198	-185	-213	-253
%销售收入	0.6%	0.9%	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%
销售费用	-86	-119	-120	-65	-75	-89
%销售收入	1.0%	0.8%	0.6%	0.4%	0.4%	0.4%
管理费用	-222	-278	-302	-296	-320	-354
%销售收入	2.5%	1.8%	1.4%	1.6%	1.5%	1.4%
研发费用	-408	-523	-597	-555	-640	-760
%销售收入	4.7%	3.4%	2.8%	3.0%	3.0%	3.0%
息税前利润 (EBIT)	2,328	2,358	3,476	1,531	2,903	4,005
%销售收入	26.7%	15.3%	16.2%	8.3%	13.6%	15.8%
财务费用	-53	-240	-483	-376	-367	-349
%销售收入	0.6%	1.6%	2.2%	2.0%	1.7%	1.4%
资产减值损失	13	-42	-130	-243	31	-82
公允价值变动收益	-1	-2	1	0	0	0
投资收益	32	13	28	80	80	80
%税前利润	1.3%	0.6%	0.9%	7.3%	2.9%	2.1%
营业利润	2,382	2,155	3,051	1,097	2,752	3,759
营业利润率	27.3%	13.9%	14.2%	5.9%	12.9%	14.8%
营业外收支	-2	-2	0	0	0	0
税前利润	2,380	2,153	3,052	1,097	2,752	3,759
利润率	27.3%	13.9%	14.2%	5.9%	12.9%	14.8%
所得税	-260	-30	-289	-110	-275	-376
所得税率	10.9%	1.4%	9.5%	10.0%	10.0%	10.0%
净利润	2,120	2,123	2,763	987	2,477	3,383
少数股东损益	0	0	3	5	5	5
归属于母公司的净利润	2,120	2,123	2,760	982	2,472	3,378
净利率	24.3%	13.7%	12.8%	5.3%	11.6%	13.3%

		before	4,191	5,076
现金流量表 (人民币百万元)			-76.6%	-51.3%

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	2,120	2,123	2,763	987	2,477	3,383
少数股东损益	0	0	3	5	5	5
非现金支出	531	1,355	1,975	1,857	1,846	2,194
非经营收益	129	322	728	337	355	348
营运资金变动	-2,201	-3,655	-3,530	-282	-28	145
经营活动现金净流	580	144	1,936	2,899	4,650	6,070
资本开支	-3,760	-8,061	-5,591	-3,303	-3,675	-3,745
投资	126	194	-228	-200	0	0
其他	72	-1	-7	80	80	80
投资活动现金净流	-3,563	-7,869	-5,826	-3,423	-3,595	-3,665
股权募资	2,510	0	6,039	-163	0	0
债权募资	2,167	8,476	2,454	-279	0	0
其他	-722	-622	-1,491	-417	-420	-413
筹资活动现金净流	3,954	7,854	7,002	-859	-420	-413
现金净流量	956	185	3,129	-1,383	635	1,992

资产负债表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	2,843	2,932	6,616	5,020	5,454	7,304
应收款项	2,632	6,203	7,396	6,915	7,380	7,773
存货	2,276	2,396	2,001	2,148	2,353	2,719
其他流动资产	1,147	850	819	871	870	879
流动资产	8,898	12,381	16,833	14,954	16,056	18,676
%总资产	44.3%	38.2%	39.2%	34.7%	34.9%	37.2%
长期投资	90	100	613	613	613	613
固定资产	9,383	13,100	16,871	18,522	20,513	22,263
%总资产	46.7%	40.5%	39.3%	43.0%	44.6%	44.3%
无形资产	670	3,799	3,360	6,444	6,289	6,207
非流动资产	11,185	20,000	26,149	28,154	29,937	31,554
%总资产	55.7%	61.8%	60.8%	65.3%	65.1%	62.8%
资产总计	20,083	32,382	42,982	43,108	45,993	50,230
短期借款	2,171	4,398	3,167	2,000	2,000	2,000
应付款项	3,481	5,720	5,569	5,122	5,547	6,410
其他流动负债	513	416	449	273	457	588
流动负债	6,164	10,533	9,185	7,395	8,003	8,998
长期贷款	1,968	3,889	6,655	7,443	7,443	7,443
其他长期负债	141	3,927	4,851	5,138	4,937	4,797
负债	8,273	18,349	20,691	19,976	20,384	21,238
普通股股东权益	11,810	14,032	22,215	23,052	25,523	28,902
其中：股本	537	537	588	639	639	639
未分配利润	6,195	7,824	9,998	10,981	13,452	16,831
少数股东权益	0	0	76	81	86	91
负债股东权益合计	20,083	32,382	42,982	43,108	45,993	50,230

比率分析

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标						
每股收益	0.99	0.99	1.17	0.42	1.05	1.44
每股净资产	5.50	6.54	9.45	9.84	10.89	12.34
每股经营现金净流	0.27	0.07	0.82	4.54	7.28	9.50
每股股利	0.15	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
回报率						
净资产收益率	17.95%	15.13%	12.42%	4.26%	9.68%	11.69%
总资产收益率	10.56%	6.56%	6.42%	2.28%	5.37%	6.73%
投入资本收益率	12.92%	8.93%	8.68%	3.73%	6.64%	8.43%
增长率						
主营业务收入增长率	39.18%	77.44%	39.21%	-14.03%	15.30%	18.68%
EBIT 增长率	11.21%	1.28%	47.40%	-55.95%	89.59%	37.95%
净利润增长率	30.15%	0.13%	30.00%	-64.40%	151.60%	36.67%
总资产增长率	63.73%	61.24%	32.74%	0.29%	6.69%	9.21%
资产管理能力						
应收账款周转天数	52.2	46.2	55.1	60.0	55.0	50.0
存货周转天数	89.5	70.8	47.7	52.0	51.0	51.0
应付账款周转天数	116.9	97.0	93.5	90.0	90.0	90.0
固定资产周转天数	264.6	265.0	256.3	293.2	281.5	256.7
偿债能力						
净负债/股东权益	9.28%	63.72%	30.20%	34.89%	29.82%	19.96%
EBIT 利息保障倍数	44.3	9.8	7.2	4.1	7.9	11.5
资产负债率	41.19%	56.67%	48.14%	46.34%	44.32%	42.28%

来源：公司年报、国金证券研究所



市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	4	19	31	59
增持	0	1	7	17	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.20	1.27	1.35	1.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2023-03-28	买入	32.66	N/A
2	2023-08-29	买入	31.09	N/A
3	2023-10-30	买入	25.82	N/A
4	2024-03-26	买入	28.30	N/A
5	2024-08-08	买入	18.52	29.61~29.61
6	2024-08-28	买入	16.12	N/A

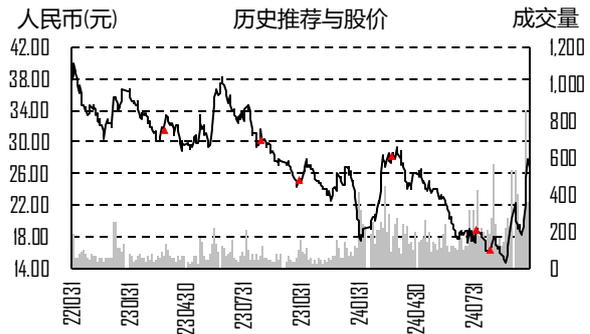
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究