

# 福莱特（601865.SH）

买入（维持评级）

## 行业减产持续，光伏玻璃龙头具备 Alpha

### 业绩点评

公司发布 25H1 业绩，公司 25H1 归母净利润 2.61 亿元，同比下降 -82.6%，其中 25Q2 归母净利润为 1.55 亿元，环比增长 46.0%。25H1 业绩同比显著下降主要因为行业产能过剩背景下，光伏玻璃销售价格较去年同期显著下降，导致公司营业收入和净利润大幅下降；其中 25Q2 业绩环比提升，主要原因为 Q2 期间光伏玻璃价格环比实现上涨，同时纯碱等价格下跌推动成本端有所下降。

### 光伏玻璃行业减产进行中，库存实现显著下降

7 月以来光伏玻璃企业积极推进“反内卷”，多数玻璃企业开始积极实施减产，根据 SMM，7 月国内光伏玻璃产量为 48.09 GW，较 6 月环比下降 0.7%，虽表观下降量不大，但由于 7 月生产天数较 6 月增加一天，实际减产产量接近 2GW；同时根据 SMM，截至 7 月底光伏玻璃库存降至 29.1 天，环比 6 月 33.4 天下降 4.3 天，且 8 月光伏玻璃企业继续加大减产力度，叠加头部组件厂实施玻璃囤货计划，最新头部玻璃企业库存天数降至接近 20 天，部分甚至降至 10 天左右。

### 9 月玻璃新单报价显著上涨，继续关注后续行业减产幅度

7 月 31 日工信部召开光伏压延玻璃产业运行座谈会，8 月玻璃新单价格实现上涨，其中光伏玻璃面板价格将调整至 11 元/平方米的报价，此前低于该价格的接单企业撤单重新报价，且部分前期订单较好的玻璃企业报价甚至升至 11.5 元/平方米。根据 SMM，8 月 25 日常州各玻璃企业相聚探讨后续玻璃新单价格，部分玻璃企业开始对外报 9 月新单价格，其中 2.0mm 单层镀膜玻璃 9 月新单价格较 8 月初上调 2 元/平方米，实现显著上涨。同时根据 SMM，若行业持续减产使得玻璃在产日熔下降至 8.3 万吨/天左右，玻璃供需情况有望维持供应紧张或紧平衡状况，因此建议继续关注后续行业减产幅度。

### 龙头具备综合竞争优势，有望实现超额收益

公司为光伏玻璃行业龙头企业，截至 24 年底公司在产总产能为 1.94 万吨/天，同时公司计划在印度尼西亚投资建设光伏玻璃窑炉，满足海外市场需求增长；公司当前和信义光能合计市场占有率超 50%，且盈利能力远高于二三线玻璃企业，有望在此轮周期中凭借规模、资源和技术优势，实现行业超额收益。

### 盈利预测与投资建议

基于光伏玻璃行业价格下降，我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 6.3/13.9/20.2 亿元（2025-2026 年前值为 38.2/48.9 亿元，2027 年为新增预测值），当前股价对应 PE65.8/30.0/20.6 倍。考虑到公司作为光伏玻璃龙头，在技术研发、成本管控等方面具备优势，业绩确定性相对更强，维持“买入”评级。

### 风险提示

全球光伏需求增长不及预期风险，产业链价格大幅波动风险，产能建设不及预期风险，行业政策不及预期风险。

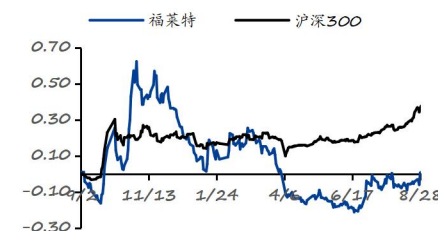
| 财务数据和估值   | 2023A  | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入（百万元） | 21,524 | 18,683 | 14,142 | 15,625 | 17,918 |
| 增长率       | 39%    | -13%   | -24%   | 10%    | 15%    |
| 净利润（百万元）  | 2,760  | 1,007  | 632    | 1,386  | 2,019  |
| 增长率       | 30%    | -64%   | -37%   | 119%   | 46%    |
| EPS（元/股）  | 1.18   | 0.43   | 0.27   | 0.59   | 0.86   |
| 市盈率（P/E）  | 15.1   | 41.3   | 65.8   | 30.0   | 20.6   |
| 市净率（P/B）  | 1.9    | 1.9    | 1.9    | 1.8    | 1.6    |

数据来源：公司公告、华福证券研究所

### 基本数据

|               |                   |
|---------------|-------------------|
| 日期            | 2025-08-29        |
| 收盘价:          | 17.76 元           |
| 总股本/流通股本(百万股) | 2,342.92/1,900.21 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 33,747.64         |
| 每股净资产(元)      | 9.12              |
| 资产负债率(%)      | 49.19             |
| 一年内最高/最低价(元)  | 30.31/13.85       |

### 一年内股价相对走势



### 团队成员

|                     |                     |
|---------------------|---------------------|
| 分析师:                | 邓伟(S0210522050005)  |
| DW3787@hfzq.com.cn  |                     |
| 分析师:                | 李乐群(S0210524080003) |
| LLQ3911@hfzq.com.cn |                     |

### 相关报告

- 1、福莱特：基本符合预期，龙头优势显著——2024.08.28
- 2、福莱特：Q1 业绩超预期，盈利持续修复——2024.04.30
- 3、福莱特 2023 年年报点评：业绩维持高增，有望量利齐升——2024.03.27

图表 1：财务预测摘要

| 资产负债表      |        |        |        |        | 利润表          |        |        |        |        |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------------|--------|--------|--------|--------|
| 单位:百万元     | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  | 单位:百万元       | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
| 货币资金       | 5,295  | 2,828  | 3,125  | 3,584  | 营业收入         | 18,683 | 14,142 | 15,625 | 17,918 |
| 应收票据及账款    | 3,701  | 3,243  | 3,136  | 3,559  | 营业成本         | 15,788 | 12,128 | 12,787 | 14,264 |
| 预付账款       | 53     | 243    | 256    | 285    | 税金及附加        | 196    | 149    | 156    | 161    |
| 存货         | 1,733  | 1,396  | 1,472  | 1,642  | 销售费用         | 52     | 58     | 64     | 73     |
| 合同资产       | 0      | 0      | 0      | 0      | 管理费用         | 328    | 264    | 219    | 215    |
| 其他流动资产     | 3,095  | 2,370  | 2,564  | 2,864  | 研发费用         | 605    | 393    | 375    | 412    |
| 流动资产合计     | 13,877 | 10,081 | 10,553 | 11,934 | 财务费用         | 407    | 507    | 654    | 773    |
| 长期股权投资     | 112    | 112    | 112    | 112    | 信用减值损失       | 72     | -5     | -13    | -6     |
| 固定资产       | 15,115 | 17,659 | 19,402 | 21,247 | 资产减值损失       | -356   | -100   | -20    | -10    |
| 在建工程       | 2,527  | 2,438  | 3,017  | 3,020  | 公允价值变动收益     | 1      | 0      | 1      | 0      |
| 无形资产       | 6,326  | 8,112  | 9,319  | 11,050 | 投资收益         | 52     | 52     | 52     | 52     |
| 商誉         | 0      | 0      | 0      | 0      | 其他收益         | 121    | 121    | 150    | 180    |
| 其他非流动资产    | 4,963  | 4,958  | 5,252  | 4,978  | 营业利润         | 1,130  | 691    | 1,520  | 2,216  |
| 非流动资产合计    | 29,043 | 33,280 | 37,103 | 40,407 | 营业外收入        | 5      | 4      | 5      | 4      |
| 资产合计       | 42,920 | 43,361 | 47,656 | 52,341 | 营业外支出        | 6      | 0      | 0      | 0      |
| 短期借款       | 1,017  | 2,346  | 4,262  | 5,965  | 利润总额         | 1,129  | 695    | 1,525  | 2,220  |
| 应付票据及账款    | 4,898  | 3,763  | 3,967  | 4,426  | 所得税          | 113    | 62     | 138    | 199    |
| 预收款项       | 0      | 0      | 0      | 0      | 净利润          | 1,016  | 633    | 1,387  | 2,021  |
| 合同负债       | 33     | 25     | 28     | 32     | 少数股东损益       | 10     | 1      | 1      | 2      |
| 其他应付款      | 118    | 118    | 118    | 118    | 归属母公司净利润     | 1,006  | 632    | 1,386  | 2,019  |
| 其他流动负债     | 2,629  | 2,608  | 2,594  | 2,593  | EPS（按最新股本摊薄） | 0.43   | 0.27   | 0.59   | 0.86   |
| 流动负债合计     | 8,696  | 8,860  | 10,968 | 13,133 |              |        |        |        |        |
| 长期借款       | 7,092  | 8,092  | 8,892  | 9,392  | 主要财务比率       |        |        |        |        |
| 应付债券       | 3,917  | 3,917  | 3,917  | 3,917  |              | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
| 其他非流动负债    | 1,431  | 48     | 48     | 48     | 成长能力         |        |        |        |        |
| 非流动负债合计    | 12,440 | 12,057 | 12,857 | 13,357 | 营业收入增长率      | -13.2% | -24.3% | 10.5%  | 14.7%  |
| 负债合计       | 21,136 | 20,917 | 23,825 | 26,490 | EBIT 增长率     | -56.5% | -21.7% | 81.2%  | 37.4%  |
| 归属母公司所有者权益 | 21,699 | 22,357 | 23,743 | 25,762 | 归母公司净利润增长率   | -63.5% | -37.2% | 119.2% | 45.6%  |
| 少数股东权益     | 85     | 86     | 87     | 89     | 获利能力         |        |        |        |        |
| 所有者权益合计    | 21,784 | 22,443 | 23,831 | 25,851 | 毛利率          | 15.5%  | 14.2%  | 18.2%  | 20.4%  |
| 负债和股东权益    | 42,920 | 43,361 | 47,656 | 52,341 | 净利率          | 5.4%   | 4.5%   | 8.9%   | 11.3%  |
|            |        |        |        |        | ROE          | 4.6%   | 2.8%   | 5.8%   | 7.8%   |
| 现金流量表      |        |        |        |        | ROIC         | 4.8%   | 3.6%   | 5.8%   | 7.1%   |
| 单位:百万元     | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  | 偿债能力         |        |        |        |        |
| 经营活动现金流    | 5,913  | 3,098  | 4,649  | 5,225  | 资产负债率        | 49.2%  | 48.2%  | 50.0%  | 50.6%  |
| 现金收益       | 3,441  | 3,311  | 4,647  | 5,700  | 流动比率         | 1.6    | 1.1    | 1.0    | 0.9    |
| 存货影响       | 269    | 337    | -76    | -170   | 速动比率         | 1.4    | 1.0    | 0.8    | 0.8    |
| 经营性应收影响    | 2,215  | 369    | 114    | -443   | 营运能力         |        |        |        |        |
| 经营性应付影响    | -521   | -1,135 | 204    | 458    | 总资产周转率       | 0.4    | 0.3    | 0.3    | 0.3    |
| 其他影响       | 509    | 216    | -241   | -320   | 应收账款周转天数     | 61     | 57     | 44     | 41     |
| 投资活动现金流    | -5,551 | -6,411 | -6,414 | -6,196 | 存货周转天数       | 43     | 46     | 40     | 39     |
| 资本支出       | -5,975 | -6,414 | -6,136 | -6,484 | 每股指标（元）      |        |        |        |        |
| 股权投资       | -12    | 0      | 0      | 0      | 每股收益         | 0.43   | 0.27   | 0.59   | 0.86   |
| 其他长期资产变化   | 436    | 3      | -278   | 288    | 每股经营现金流      | 2.52   | 1.32   | 1.98   | 2.23   |
| 融资活动现金流    | -1,345 | 847    | 2,062  | 1,430  | 每股净资产        | 9.26   | 9.54   | 10.13  | 11.00  |
| 借款增加       | 742    | 2,329  | 2,715  | 2,203  | 估值比率         |        |        |        |        |
| 股利及利息支付    | -1,571 | -601   | -720   | -831   | P/E          | 41     | 66     | 30     | 21     |
| 股东融资       | 0      | 0      | 0      | 0      | P/B          | 2      | 2      | 2      | 2      |
| 其他影响       | -516   | -881   | 67     | 58     | EV/EBITDA    | 27     | 28     | 20     | 16     |

数据来源：公司报告、华福证券研究所

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

## 一般声明

华福证券有限责任公司（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。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

| 类别   | 评级   | 评级说明                               |
|------|------|------------------------------------|
| 公司评级 | 买入   | 未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上       |
|      | 持有   | 未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间 |
|      | 中性   | 未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间 |
|      | 回避   | 未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间 |
|      | 卖出   | 未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下       |
| 行业评级 | 强于大市 | 未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上       |
|      | 跟随大市 | 未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间   |
|      | 弱于大市 | 未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下       |

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

## 联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn