# 福莱特（601865.SH）

## Q2 抢装盈利改善，预计 Q3 承压但底部确立

**公司发布 2025 年中报，25H1 公司营收 77.4 亿元，同比下降 27.7%。销售毛利率 14.05%，同比下降 9.73pct。归母净利润 2.61 亿元，同比下降 82.6%。扣非归母净利润 2.27 亿元，同比下降 84.6%。**

- **Q2 业绩符合预期。**Q2 公司营收 36.6 亿元，同比下降 26.4%，环比下降 10.3%。归母净利润 1.55 亿元，同比下降 79%，环比提升 46%。资产减值约 2.4 亿元，主要系窑炉提前冷修导致固定资产减值及存货跌价损失。
- **抢装带动 Q2 盈利改善。**25H1 光伏玻璃收入占比约 90%，销量同比略降，主要系 24H2 冷修导致在产产能减少。Q2 毛利率 16.7%，同比下降 9.8pct，环比提升 5pct，主要系国内抢装带动玻璃价格上涨，3-4 月出货较多，均价提升。
- **行业减产后供需趋于平衡，价格触底反弹。**抢装之后，行业在 5-6 月积累较多库存，导致玻璃价格 7 月跌至 10 元左右，创历史新低，全行业亏损。在此背景下行业陆续冷修，8 月以来供需恢复平衡。目前供给端产能 10 万吨左右（国内 9+海外 1），对应组件 50-55GW。根据 SMM，9 月 2.0mm 光伏玻璃价格预计上涨 2 元/平。
- **龙头具备成本优势，Q4 有望迎来利润拐点。**公司自 24H2 以来合计冷修 6600 吨，目前在产窑炉具有能耗优势，成本控制较好。考虑 7-8 月价格承压以及库存周期，我们预计公司有望在 Q4 迎来利润拐点。
- **投资建议：**玻璃龙头在行业周期底部较为克制，份额有所下降，中期维度来看，龙头凭借成本优势及储备产能，具备份额和盈利弹性。调整为“增持”评级。
- **风险提示：**光伏下游需求不及预期、玻璃竞争加剧、技术迭代影响等。

### 财务数据与估值

| 会计年度 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|---|---|---|---|---|---|
| 营业总收入(百万元) | 21524 | 18683 | 14240 | 16158 | 20812 |
| 同比增长 | 39% | -13% | -24% | 13% | 29% |
| 营业利润(百万元) | 3051 | 1130 | 447 | 1194 | 2542 |
| 同比增长 | 42% | -63% | -60% | 167% | 113% |
| 归母净利润(百万元) | 2760 | 1007 | 406 | 1084 | 2317 |
| 同比增长 | 30% | -64% | -60% | 167% | 114% |
| 每股收益(元) | 1.18 | 0.43 | 0.17 | 0.46 | 0.99 |
| PE | 15.5 | 42.5 | 105.4 | 39.5 | 18.5 |
| PB | 1.9 | 2.0 | 1.9 | 1.9 | 1.7 |

资料来源：公司数据、招商证券

## 增持（下调）

中游制造/电力设备及新能源
目标估值：NA
当前股价：18.28 元

### 基础数据

| | |
|---|---|
| 总股本（百万股） | 2343 |
| 已上市流通股(百万股) | 1901 |
| 总市值（十亿元） | 42.8 |
| 流通市值（十亿元） | 34.8 |
| 每股净资产（MRQ） | 9.3 |
| ROE（TTM） | -1.1 |
| 资产负债率 | 49.2% |
| 主要股东 | 阮洪良 |
| 主要股东持股比例 | 18.75% |

### 股价表现

| % | 1m | 6m | 12m |
|---|---|---|---|
| 绝对表现 | 7 | -20 | -1 |
| 相对表现 | -3 | -35 | -38 |

资料来源：公司数据、招商证券

### 相关报告

**游家训** S1090515050001
youjx@cmschina.com.cn
**胡佳怡** S1090525080002
hujiayi1@cmschina.com.cn

表 1：公司经营情况

| | 2022 | 2023 | 2024 | 同比（%） | 2024H1 | 2025H1 | 同比（%） |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 赊销比 | 34.39 | 24.53 | 19.81 | -4.71 | 49.34 | 51.16 | 1.83 |
| 存货营收比 | 15.50 | 9.30 | 9.28 | -0.02 | 19.96 | 25.30 | 5.34 |
| 销售商品、劳务获现金/营收 | 43.99 | 60.19 | 74.17 | 13.98 | 61.16 | 71.68 | 10.51 |
| 经营现金流净额/税后净利润 | 0.08 | 0.71 | 5.82 | 5.11 | 1.16 | 5.27 | 4.10 |
| 经营性现金流净额（百万元） | 177 | 1967 | 5913 | 200.59 | 1746 | 1401 | -19.77 |
| 企业自由现金流（百万元） | -5806 | -13 | -1080 | 8279.47 | -286 | -194 | -32.10 |

资料来源：公司公告、招商证券

表 2：公司投资回报情况

| | 2022 | 2023 | 2024 | 同比（%） | 2024H1 | 2025H1 | 同比（%） |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 销售毛利率 | 22.1 | 21.8 | 15.5 | -6.31 | 23.8 | 14.1 | -9.73 |
| 归母净利率(%) | 13.73 | 12.82 | 5.39 | -7.43 | 14.01 | 3.37 | -10.64 |
| 总资产周转率(%) | 0.59 | 0.57 | 0.44 | -0.14 | 0.24 | 0.18 | -0.06 |
| 权益乘数 | 2.03 | 2.08 | 1.96 | -0.12 | 1.96 | 1.98 | 0.01 |
| ROE(%) | 16.43 | 15.23 | 4.58 | -10.64 | 6.71 | 1.20 | -5.51 |
| ROA(%) | 8.09 | 7.33 | 2.37 | -4.97 | 3.42 | 0.62 | -2.80 |
| ROIC(%) | 11.45 | 10.28 | 3.86 | -6.42 | 4.58 | 1.31 | -3.26 |

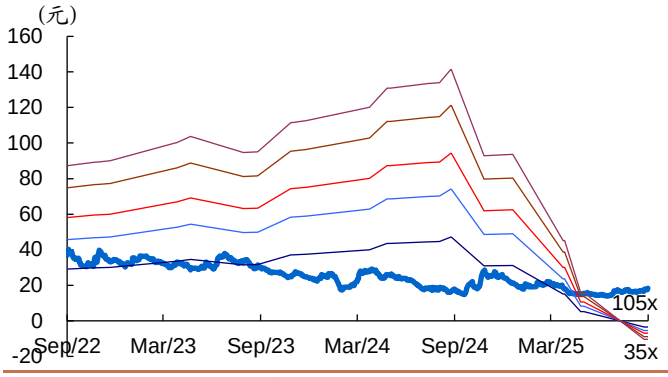
资料来源：公司公告、招商证券

表 3：公司资产负债情况

| | 2022 | 2023 | 2024 | 同比（%） | 2025Q2 | 较年初变化（%） |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 负债率% | 57 | 48 | 49 | 1.1 | 49 | -0.1 |
| 短期借款（百万元） | 3,095 | 1,914 | 1,017 | -46.9 | 945 | -7.1 |
| 一年内到期非流负债（百万元） | 1,302 | 1,253 | 2,294 | 83.0 | 1,846 | -19.5 |
| 长期借款（百万元） | 3,889 | 6,655 | 7,092 | 6.6 | 7,284 | 2.7 |
| 长期应付款（百万元） | 0 | 0 | 48 | | 49 | |
| 在手现金（百万元） | 2,932 | 6,616 | 5,295 | -20.0 | 4,603 | -13.1 |
| 交易性金融资产（百万元） | 2 | 230 | 520 | 126.1 | 180 | -65.4 |

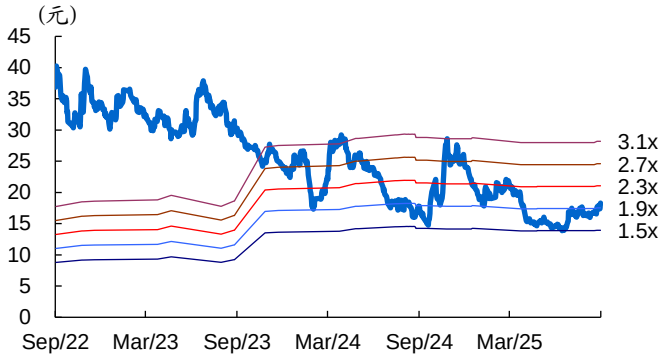
资料来源：公司公告、招商证券

图 1：福莱特历史 PE Band




资料来源：公司数据、招商证券

图 2：福莱特历史 PB Band




资料来源：公司数据、招商证券

## 参考报告：

《福莱特（601865）—半年报符合预期，Q2 盈利水平提升》204-8-29

《福莱特（601865）——季报业绩超预期，盈利水平有望提升》2024-5-5

《福莱特（601865）—年报符合预期，盈利水平有望提升》2024-4-16

《福莱特（601865）—成本下行带动盈利向上，后续供需可能有所趋紧》2023-6-27

《福莱特（601865）—四季度业绩承压，积极进行产能扩张和一体化布局》2022-4-6

## 附：财务预测表

### 资产负债表

| 单位：百万元 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|---|---|---|---|---|---|
| **流动资产** | 16833 | 13877 | 11574 | 14496 | 18839 |
| 现金 | 6616 | 5295 | 5042 | 7165 | 9566 |
| 交易性投资 | 231 | 521 | 200 | 206 | 212 |
| 应收票据 | 1593 | 1106 | 843 | 957 | 1232 |
| 应收款项 | 3686 | 2595 | 1978 | 2245 | 2891 |
| 其它应收款 | 111 | 130 | 99 | 112 | 145 |
| 存货 | 2001 | 1733 | 1507 | 1651 | 2014 |
| 其他 | 2595 | 2497 | 1905 | 2160 | 2779 |
| **非流动资产** | 26149 | 29043 | 27288 | 25709 | 24288 |
| 长期股权投资 | 101 | 112 | 112 | 112 | 112 |
| 固定资产 | 15115 | 16395 | 15322 | 14352 | 13474 |
| 无形资产商誉 | 3280 | 6326 | 5693 | 5124 | 4612 |
| 其他 | 7654 | 6209 | 6160 | 6121 | 6090 |
| **资产总计** | **42982** | **42920** | **38862** | **40205** | **43127** |
| **流动负债** | 9185 | 8696 | 4232 | 4612 | 5543 |
| 短期借款 | 1914 | 1017 | 0 | 0 | 0 |
| 应付账款 | 5434 | 4898 | 3767 | 4128 | 5034 |
| 预收账款 | 129 | 33 | 26 | 29 | 35 |
| 其他 | 1708 | 2747 | 438 | 455 | 473 |
| **长期负债** | 11506 | 12440 | 12440 | 12440 | 12440 |
| 长期借款 | 6655 | 7092 | 7092 | 7092 | 7092 |
| 其他 | 4851 | 5348 | 5348 | 5348 | 5348 |
| **负债合计** | **20691** | **21136** | **16672** | **17052** | **17983** |
| 股本 | 588 | 586 | 586 | 586 | 586 |
| 资本公积金 | 11274 | 10963 | 10963 | 10963 | 10963 |
| 留存收益 | 10353 | 10150 | 10557 | 11519 | 13510 |
| 少数股东权益 | 76 | 85 | 85 | 85 | 85 |
| 归属于母公司所有者权益 | 22215 | 21699 | 22105 | 23068 | 25059 |
| **负债及权益合计** | **42982** | **42920** | **38862** | **40205** | **43127** |

### 现金流量表

| 单位：百万元 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|---|---|---|---|---|---|
| **经营活动现金流** | 1967 | 5913 | 3453 | 2950 | 3467 |
| 净利润 | 2763 | 1016 | 406 | 1084 | 2317 |
| 折旧摊销 | 1819 | 1992 | 2256 | 2080 | 1922 |
| 财务费用 | 598 | 562 | 356 | 339 | 375 |
| 投资收益 | (28) | (52) | (140) | (140) | (140) |
| 营运资金变动 | (3336) | 2496 | 582 | (415) | (1011) |
| 其它 | 151 | (101) | (7) | 2 | 6 |
| **投资活动现金流** | (5826) | (5551) | (39) | (366) | (366) |
| 资本支出 | (5612) | (4886) | (500) | (500) | (500) |
| 其他投资 | (213) | (665) | 461 | 134 | 134 |
| **筹资活动现金流** | 7002 | (1345) | (3667) | (461) | (700) |
| 借款变动 | 846 | (1116) | (3311) | 0 | 0 |
| 普通股增加 | 51 | (2) | 0 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | 5941 | (311) | 0 | 0 | 0 |
| 股利分配 | 0 | 0 | 0 | (122) | (325) |
| 其他 | 163 | 84 | (356) | (339) | (375) |
| **现金净增加额** | 3144 | (983) | (253) | 2123 | 2401 |

### 利润表

| 单位：百万元 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|---|---|---|---|---|---|
| **营业总收入** | 21524 | 18683 | 14240 | 16158 | 20812 |
| 营业成本 | 16831 | 15788 | 12558 | 13760 | 16780 |
| 营业税金及附加 | 198 | 196 | 142 | 145 | 187 |
| 营业费用 | 120 | 52 | 36 | 40 | 52 |
| 管理费用 | 302 | 328 | 228 | 259 | 333 |
| 研发费用 | 597 | 605 | 413 | 461 | 583 |
| 财务费用 | 483 | 407 | 356 | 339 | 375 |
| 资产减值损失 | (137) | (351) | (200) | (100) | (100) |
| 公允价值变动收益 | 1 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| 其他收益 | 167 | 121 | 100 | 100 | 100 |
| 投资收益 | 28 | 52 | 40 | 40 | 40 |
| **营业利润** | 3051 | 1130 | 447 | 1194 | 2542 |
| 营业外收入 | 4 | 5 | 5 | 5 | 5 |
| 营业外支出 | 4 | 6 | 5 | 5 | 5 |
| **利润总额** | 3052 | 1129 | 447 | 1194 | 2542 |
| 所得税 | 289 | 112 | 41 | 110 | 225 |
| 少数股东损益 | 3 | 10 | 0 | 0 | 0 |
| **归属于母公司净利润** | 2760 | 1007 | 406 | 1084 | 2317 |

### 主要财务比率

| | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|---|---|---|---|---|---|
| **年成长率** | | | | | |
| 营业总收入 | 39% | -13% | -24% | 13% | 29% |
| 营业利润 | 42% | -63% | -60% | 167% | 113% |
| 归母净利润 | 30% | -64% | -60% | 167% | 114% |
| **获利能力** | | | | | |
| 毛利率 | 21.8% | 15.5% | 11.8% | 14.8% | 19.4% |
| 净利率 | 12.8% | 5.4% | 2.9% | 6.7% | 11.1% |
| ROE | 15.2% | 4.6% | 1.9% | 4.8% | 9.6% |
| ROIC | 11.7% | 4.3% | 2.4% | 4.7% | 8.5% |
| **偿债能力** | | | | | |
| 资产负债率 | 48.1% | 49.2% | 42.9% | 42.4% | 41.7% |
| 净负债比率 | 22.9% | 24.2% | 18.2% | 17.6% | 16.4% |
| 流动比率 | 1.8 | 1.6 | 2.7 | 3.1 | 3.4 |
| 速动比率 | 1.6 | 1.4 | 2.4 | 2.8 | 3.0 |
| **营运能力** | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.6 | 0.4 | 0.3 | 0.4 | 0.5 |
| 存货周转率 | 7.7 | 8.5 | 7.8 | 8.7 | 9.2 |
| 应收账款周转率 | 4.1 | 4.2 | 4.4 | 5.4 | 5.7 |
| 应付账款周转率 | 3.2 | 3.1 | 2.9 | 3.5 | 3.7 |
| **每股资料(元)** | | | | | |
| EPS | 1.18 | 0.43 | 0.17 | 0.46 | 0.99 |
| 每股经营净现金 | 0.84 | 2.52 | 1.47 | 1.26 | 1.48 |
| 每股净资产 | 9.48 | 9.26 | 9.43 | 9.85 | 10.70 |
| 每股股利 | 0.00 | 0.00 | 0.05 | 0.14 | 0.30 |
| **估值比率** | | | | | |
| PE | 15.5 | 42.5 | 105.4 | 39.5 | 18.5 |
| PB | 1.9 | 2.0 | 1.9 | 1.9 | 1.7 |
| EV/EBITDA | 4.6 | 7.3 | 7.2 | 6.1 | 4.5 |

资料来源：公司数据、招商证券

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，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。

## 评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。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；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

**股票评级**

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

**行业评级**

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。