

新能源

收盘价 目标价 潜在涨幅
港元 10.82 港元 12.05个 +11.4%

2025 年 10 月 28 日

福莱特玻璃 (6865 HK)

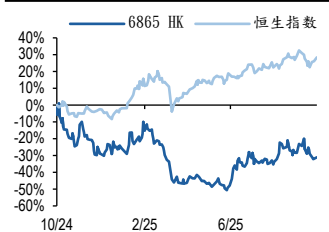
下游囤货导致 3Q 业绩大增，但库存快速反弹下良好势头或难持续

- ④ **下游囤货推动 3Q25 业绩大增：**公司 3Q25 收入/盈利 47.3 亿/3.76 亿元（人民币，下同），同比+21%/扭亏，环比+29%/+143%。由于组件客户对玻璃价格触底反弹预期强烈，3Q25 大量囤货，致公司在产量环比下降的情况下销量大增，期末存货环比锐减 38%并创四年新低。3Q25 光伏玻璃价格先跌后涨，均价环比下跌，但 2 季度末存货减值后的低价库存在 3Q 销售（上半年计提存货减值 1.13 亿元），纯碱价格下跌也导致成本下降，推动毛利率环比仍提高 0.1 个百分点至 16.8%，同时由于产品价格上涨，冲回存货减值 0.82 亿元。销售/管理/研发/财务费用率 0.3%/1.8%/2.3%/2.5%，同比分别持平/-0.5%/-1.7%/-1.5 个百分点，费用控制较好。公司已建成的 7200 吨产能的点火时间尚未确定。
- ④ **行业库存近期快速反弹，大量已建成产能仍待投产：**中国内地光伏玻璃在产产能由 5 月底的 10.0 万吨降至 7 月底的 8.9 万吨，在减产和下游囤货的共同推动下，行业库存天数由 7 月中旬的 36 天快速降至 9 月下旬最低的 15 天，推动 2.0 毫米玻璃每平米价格由 8 月的 11 元大幅回升至 9 月的 13 元并维持至今，走势强于我们预期。但随着组件客户消耗囤积的玻璃库存而减少采购以及组件减产，10 月以来行业库存天数快速反弹，目前已达 21 天，我们预计后续库存仍将持续上升，11 月起玻璃价格或将重回下跌趋势。尽管 9 月涨价后至今新投产产能较少，但行业目前已建成产能众多，仅两家一线企业的待投产产能就高达 1.1 万吨，这些产能终将投产，较多海外产能也在建设中，我们预计这将较长一段时间内压制产品价格。
- ④ **下调至中性：**我们上调 2025 年盈利预测，但小幅下调 2026-2027 年预测，维持 1.1 倍 2026 年市账率的估值基准，上调目标价至 12.05 港元（原 11.70 港元）。我们预计公司未来两个季度业绩将明显转弱，近期股价反弹后估值吸引力有限，将评级由买入下调至**中性**。

个股评级

中性↓

1 年股价表现



资料来源: FactSet

股份资料

52周高位 (港元)	15.84
52周低位 (港元)	7.75
市值 (百万港元)	39,032.46
日均成交量 (百万)	6.28
年初至今变化 (%)	(0.92)
200天平均价 (港元)	9.96

资料来源: FactSet

文昊, CPA

bob.wen@bocomgroup.com
(86) 21 6065 3667

郑民康

wallace.cheng@bocomgroup.com
(852) 3766 1810

财务数据一览

年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入 (百万人民币)	21,524	18,683	15,964	18,386	21,384
同比增长 (%)	39.2	-13.2	-14.6	15.2	16.3
净利润 (百万人民币)	2,760	1,007	729	1,467	2,184
每股盈利 (人民币)	1.17	0.43	0.31	0.63	0.93
同比增长 (%)	18.7	-63.4	-27.6	101.4	48.8
前EPS预测值 (人民币)			0.14	0.65	0.96
调整幅度 (%)			124.0	-3.0	-3.0
市盈率 (倍)	8.4	23.1	31.8	15.8	10.6
每股账面净值 (人民币)	9.45	9.26	9.51	10.01	10.76
市账率 (倍)	1.05	1.07	1.04	0.99	0.92
股息率 (%)	6.2	1.3	0.6	1.3	1.9

资料来源：公司资料，交银国际预测

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

图表 1：福莱特玻璃季度业绩概要

年结 12 月 31 日 (人民币百万元)	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	同比 (%)	环比 (%)
营业收入	3907.9	4078.7	4079.3	3657.7	4726.6	20.9	29.2
营业成本	(3674.5)	(3961.0)	(3601.1)	(3048.9)	(3934.6)	7.1	29.1
毛利	233.4	117.7	478.2	608.9	791.9	239.2	30.1
税金及附加	(46.5)	(39.7)	(29.7)	(40.8)	(47.9)	3.0	17.4
销售费用	(12.7)	(2.1)	(14.6)	(17.0)	(15.9)	24.5	-6.6
管理费用	(91.3)	(89.7)	(69.1)	(75.7)	(86.3)	-5.5	14.0
研发费用	(154.0)	(125.0)	(134.9)	(79.9)	(107.5)	-30.2	34.6
财务费用	(155.0)	(65.3)	(103.2)	(102.4)	(116.9)	-24.5	14.2
其他收益	36.0	20.9	16.1	29.5	44.2	22.9	49.9
投资收益	41.1	(4.4)	6.8	13.1	7.5	-81.9	-43.1
公允价值变动损益	0.0	1.1	0.6	(1.0)	(0.3)	NM	-70.5
信用减值损失	8.0	64.9	(27.4)	40.6	(13.1)	NM	NM
资产减值损失	(113.2)	(150.0)	(16.1)	(237.8)	81.9	NM	NM
资产处置收益	(4.0)	(52.2)	3.1	26.5	(55.6)	1304.0	NM
营业外收支	(0.0)	(1.6)	0.5	0.8	1.4	NM	75.6
税前利润	(258.0)	(325.5)	110.4	164.9	483.4	NM	193.1
所得税	59.3	40.1	(4.7)	(4.7)	(99.6)	NM	2039.4
净利润	(198.8)	(285.4)	105.7	160.2	383.7	NM	139.5
少数股东损益	(4.2)	(3.7)	0.4	(5.3)	(7.3)	73.2	38.0
归母净利润	(203.0)	(289.0)	106.1	155.0	376.5	NM	142.9

资料来源: 公司资料, 交银国际

图表 2: 公司光伏玻璃业务数据预测

年结 12 月 31 日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销量 (亿平米)	12.20	12.65	12.10	13.44	15.12
单位售价 (人民币元/平米)	16.1	13.3	11.5	12.0	12.5
单位成本 (人民币元/平米)	12.5	11.2	10.0	10.0	10.1
毛利率 (%)	22.4	15.6	13.3	17.0	19.0

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

图表 3: 福莱特玻璃 (6865 HK) 目标价和评级



图表 4: 交银国际新能源及公用行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/ 评级发表日期
2688 HK	新奥能源	买入	68.00	73.66	8.3%	2025 年 08 月 28 日
135 HK	昆仑能源	买入	7.21	8.85	22.7%	2025 年 08 月 20 日
1193 HK	华润燃气	中性	20.88	16.50	-21.0%	2025 年 08 月 29 日
384 HK	中国燃气	中性	8.03	6.80	-15.3%	2025 年 06 月 30 日
3899 HK	中集安瑞科	买入	8.03	8.40	4.6%	2025 年 08 月 27 日
1798 HK	大唐新能源	买入	2.47	2.75	11.3%	2025 年 08 月 29 日
579 HK	京能清洁能源	买入	2.52	3.12	23.8%	2025 年 08 月 27 日
2380 HK	中国电力	买入	3.41	3.75	10.0%	2025 年 08 月 22 日
836 HK	华润电力	买入	18.51	21.82	17.9%	2025 年 08 月 21 日
916 HK	龙源电力	买入	7.57	8.23	8.7%	2025 年 08 月 21 日
300274 CH	阳光电源	买入	166.95	119.00	-28.7%	2025 年 08 月 26 日
688390 CH	固德威	中性	55.39	49.00	-11.5%	2025 年 08 月 29 日
3800 HK	协鑫科技	买入	1.32	1.54	16.7%	2025 年 10 月 20 日
1799 HK	新特能源	买入	7.98	8.62	8.0%	2025 年 09 月 01 日
968 HK	信义光能	买入	3.51	3.70	5.4%	2025 年 08 月 04 日
6865 HK	福莱特玻璃	中性	10.82	12.05	11.4%	2025 年 10 月 28 日
1108 HK	凯盛新能	中性	4.14	3.71	-10.4%	2025 年 09 月 01 日
002865 CH	钧达股份	买入	40.25	46.34	15.1%	2025 年 10 月 27 日
600732 CH	爱旭股份	中性	15.16	16.50	8.8%	2025 年 07 月 09 日
3868 HK	信义能源	中性	1.29	1.28	-0.8%	2025 年 08 月 04 日

资料来源: FactSet, 交银国际预测 截至 2025 年 10 月 28 日

财务数据

损益表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	21,524	18,683	15,964	18,386	21,384
主营业务成本	(16,831)	(15,788)	(13,822)	(15,324)	(17,440)
毛利	4,693	2,895	2,142	3,063	3,944
销售及管理费用	(422)	(380)	(351)	(386)	(428)
研发费用	(597)	(605)	(511)	(533)	(599)
其他经营净收入/费用	(140)	(373)	(45)	(124)	(126)
经营利润	3,534	1,538	1,235	2,020	2,792
财务成本净额	(483)	(407)	(453)	(402)	(360)
应占联营公司利润及亏损	0	0	0	0	0
其他非经营净收入/费用	0	(2)	0	0	0
税前利润	3,052	1,129	781	1,618	2,432
税费	(289)	(112)	(43)	(141)	(238)
非控股权益	(3)	(10)	(10)	(10)	(10)
净利润	2,760	1,007	729	1,467	2,184
作每股收益计算的净利润	2,760	1,007	729	1,467	2,184

资产负债表 (百万元人民币)					
截至12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	5,479	4,512	3,455	3,831	4,360
应收账款及票据	7,285	5,268	4,833	5,677	6,788
存货	2,001	1,733	1,536	1,703	1,938
其他流动资产	2,067	2,365	2,548	2,760	3,006
总流动资产	16,833	13,877	12,372	13,970	16,092
投资物业	512	487	487	487	487
物业、厂房及设备	16,871	19,337	19,218	18,989	18,651
无形资产	4,053	7,290	6,763	6,230	5,690
合资企业/联营公司投资	0	0	0	0	0
其他长期资产	4,713	1,929	1,929	1,929	1,929
总长期资产	26,149	29,043	28,397	27,635	26,757
总资产	42,982	42,920	40,768	41,605	42,849
短期贷款	3,167	3,311	2,216	2,571	2,787
应付账款	5,434	4,898	4,408	4,629	4,860
其他短期负债	583	486	327	405	445
总流动负债	9,185	8,696	6,952	7,605	8,092
长期贷款	10,411	11,009	10,009	9,009	8,009
长期应付账款	538	764	764	764	764
其他长期负债	557	667	667	667	667
总长期负债	11,506	12,440	11,440	10,440	9,440
总负债	20,691	21,136	18,392	18,045	17,532
股本	588	586	586	586	586
储备及其他资本项目	21,627	21,113	21,696	22,870	24,617
股东权益	22,215	21,699	22,282	23,456	25,203
非控股权益	76	85	95	104	114
总权益	22,291	21,784	22,377	23,560	25,317

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

现金流量表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
税前利润	3,052	1,129	781	1,618	2,432
合资企业/联营公司收入调整	0	0	0	0	0
折旧及摊销	1,820	1,954	2,196	2,312	2,428
营运资本变动	(3,530)	2,068	(48)	(801)	(1,137)
利息调整	483	407	453	402	360
其他经营活动现金流	142	355	(58)	(96)	(216)
经营活动现金流	1,967	5,913	3,325	3,435	3,866
资本开支	(5,612)	(4,886)	(1,550)	(1,550)	(1,550)
其他投资活动现金流	(213)	(665)	(60)	(94)	(119)
投资活动现金流	(5,826)	(5,551)	(1,610)	(1,644)	(1,669)
负债净变动	2,454	498	(2,095)	(645)	(784)
权益净变动	6,039	0	0	0	0
股息	(453)	(1,198)	(146)	(293)	(437)
其他融资活动现金流	(1,039)	(645)	(531)	(476)	(448)
融资活动现金流	7,002	(1,345)	(2,772)	(1,415)	(1,668)
汇率收益/损失	17	15	0	0	0
年初现金	2,319	5,479	4,512	3,455	3,831
年末现金	5,479	4,512	3,455	3,831	4,360

财务比率					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标(人民币)					
核心每股收益	1.174	0.430	0.311	0.626	0.932
全面摊薄每股收益	1.174	0.430	0.311	0.626	0.932
每股股息	0.618	0.130	0.062	0.125	0.186
每股账面值	9.448	9.261	9.510	10.011	10.757
利润率分析(%)					
毛利率	21.8	15.5	13.4	16.7	18.4
EBITDA利润率	24.9	18.7	21.5	23.6	24.4
EBIT利润率	16.4	8.2	7.7	11.0	13.1
净利率	12.8	5.4	4.6	8.0	10.2
盈利能力(%)					
ROA	9.4	3.6	3.0	4.9	6.6
ROE	15.2	4.6	3.3	6.4	9.0
ROIC	13.8	5.1	3.9	6.1	8.3
其他					
净负债权益比(%)	36.3	45.0	39.2	32.9	25.4
利息覆盖率	10.6	8.6	7.6	10.8	14.5
流动比率	1.8	1.6	1.8	1.8	2.0
存货周转天数	47.7	43.2	43.2	38.6	38.1
应收账款周转天数	113.5	122.6	115.5	104.3	106.4

交銀國際

香港中環德輔道中 68 号万宜大厦 9 楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

买入：预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。

中性：预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。

沽出：预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业

无评级：对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

领先：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。

同步：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。

落后：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。

香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i) 发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii) 他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii) 对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本报告之作者进一步确认：i) 他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告内涉及其所评论的任何公司的证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii) 他们及他们之相关有联系者并没拥有于本报告内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i) 分析员的配偶、亲生或领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生或领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii) 惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、武汉有机控股有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、地平线、多点数智有限公司、草姬集团控股有限公司、安徽海螺材料科技股份有限公司、北京赛目科技股份有限公司、滴普科技股份有限公司、Mirxes Holding Company Limited、山东快驴科技发展股份有限公司、佛山市海天调味食品股份有限公司、药捷安康（南京）科技股份有限公司、周六福珠宝股份有限公司、捷康视云制药有限公司、富卫集团有限公司、宜搜科技控股有限公司、广州银诺医药集团股份有限公司、劲方医药科技（上海）股份有限公司、长风药业股份有限公司、武汉艾米森生命科技股份有限公司、上海挚达科技发展有限公司、上海森亿医疗科技股份有限公司及协创数据技术股份有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及七牛智能科技有限公司的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告（包括任何有关的附件），表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i) 复制、复印或储存，或者(ii) 直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以受托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受送递延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失（包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失）而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告内所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。