

福莱特 (601865)

2025 年三季报点评: Q3 出货环比高增, 业绩超预期

买入 (维持)

2025 年 10 月 29 日

证券分析师 曾朵红

执业证书: S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 郭亚男

执业证书: S0600523070003

guoyn@dwzq.com.cn

证券分析师 余慧勇

执业证书: S0600524080003

yuh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	21,524	18,683	17,151	21,381	24,422
同比 (%)	39.21	(13.20)	(8.20)	24.66	14.22
归母净利润 (百万元)	2,760	1,007	1,039	1,667	2,181
同比 (%)	30.00	(63.52)	3.22	60.42	30.86
EPS-最新摊薄 (元/股)	1.18	0.43	0.44	0.71	0.93
P/E (现价&最新摊薄)	14.19	38.89	37.68	23.49	17.95

投资要点

■ **事件:** 公司发布 2025 年三季度报告, 2025Q1-3 公司实现营业收入 124.64 亿元, 同比-15%; 归母净利润 6.38 亿元, 同比-51%; 2025Q3 公司实现营业收入 47.3 亿元, 同比+21%, 环比+29%; 归母净利润 3.76 亿元, 同比+285%, 环比+143%; 毛利率 16.75%, 同比+10.8pct, 环比+0.1pct, 业绩超市场预期。

■ **库存水平回落至低位, 25Q3 玻璃出货环比高增。** 我们估计公司 25Q3 玻璃出货约 3.8 亿平, 环增 30-40%, 主要系价格跳涨下组件厂存在囤货需求带动出货大幅提升, 公司库存已从 7 月初 20 天左右降至 9 月底 7 天左右。价格端: 7-8 月玻璃价格处于低位水平, 9 月起玻璃价格上行, Q3 平均价格环比基本持平, 成本端: 纯碱及石英砂价格略微有些下行, 我们测算 25Q3 单平盈利约 0.9-1 元, 环增 0.4-0.5 元, 展望 25Q4, 考虑库存处于低位水平, 我们预计玻璃价格持续坚挺, 天然气 Q4 取暖旺季下价格或有所上涨, 整体 25Q4 我们预计盈利能力仍有望环比改善, 出货需看实际市场需求。

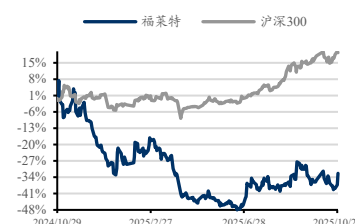
■ **产能保持稳定、安徽及南通产能视市场情况投产。** 截至 2025 年 9 月底公司累计在产总产能为 16400 吨/日 (越南 2000 吨/日), 安徽项目 (2*1200) 和南通项目 (4*1200) 将根据市场情况陆续点火运营。印尼 2*1600 吨窑炉预计 2027 年年底点火投产, 以满足不同国家和地区对光伏玻璃的需求, 公司盈利能力较二三线企业持续拉开差距, 有望持续保持领先优势。

■ **期间费率略有下滑、存货大幅减少。** 公司 2025Q3 单季度期间费用 3.27 亿元, 同环比-21%/+19%; 费用率 6.91%, 同比-3.7pct, 环比-0.6pct, 主要系营收大幅增长所致; 2025Q3 末公司存货 12.07 亿元, 环比下滑 30%; 合同负债 0.55 亿元, 环比增长 67%。

■ **盈利预测与投资评级:** 考虑玻璃价格回升, 我们上调公司 2025-2027 年盈利预测, 我们预计公司 2025-2027 年归母净利润 10.4/16.7/21.8 亿元 (前值为 6.2/11.6/14.9 亿元), 同比+3%/+60%/+31%, 对应 PE 为 38/23/18 倍, 维持“买入”评级。

■ **风险提示:** 竞争加剧、政策不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	18.04
一年最低/最高价	13.85/29.11
市净率(倍)	1.95
流通 A 股市值(百万元)	34,294.49
总市值(百万元)	42,265.56

基础数据

每股净资产(元,LF)	9.26
资产负债率(% ,LF)	46.81
总股本(百万股)	2,342.88
流通 A 股(百万股)	1,901.03

相关研究

《福莱特(601865): 2025 中报点评: 25Q2 盈利有所回升, 资产减值影响拖累业绩》	2025-08-28
《福莱特(601865): 2025 一季报点评: 25Q1 由亏转盈, 25 年有望逐步改善》	2025-04-30

福莱特三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	13,877	12,194	15,187	17,325	营业总收入	18,683	17,151	21,381	24,422
货币资金及交易性金融资产	5,815	3,899	4,877	5,439	营业成本(含金融类)	15,788	14,296	17,699	20,085
经营性应收款项	5,321	5,608	6,848	7,770	税金及附加	196	163	203	232
存货	1,733	1,369	1,793	2,105	销售费用	52	69	75	85
合同资产	0	0	0	0	管理费用	328	326	363	391
其他流动资产	1,008	1,319	1,669	2,012	研发费用	605	480	535	576
非流动资产	29,043	30,956	31,630	31,536	财务费用	407	500	507	493
长期股权投资	112	112	112	112	加:其他收益	121	103	107	122
固定资产及使用权资产	17,360	18,415	18,769	18,554	投资净收益	52	34	43	49
在建工程	2,941	3,890	4,174	4,174	公允价值变动	1	0	0	0
无形资产	6,326	6,123	6,021	6,018	减值损失	(285)	(250)	(210)	(190)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	(66)	14	17	20
长期待摊费用	244	357	496	622	营业利润	1,130	1,219	1,956	2,560
其他非流动资产	2,060	2,058	2,057	2,056	营业外净收支	(2)	1	1	1
资产总计	42,920	43,150	46,816	48,862	利润总额	1,129	1,220	1,956	2,560
流动负债	8,696	7,877	9,861	9,704	减:所得税	112	171	274	358
短期借款及一年内到期的非流动负债	3,311	3,009	3,502	2,494	净利润	1,016	1,049	1,683	2,202
经营性应付款项	4,898	4,435	5,829	6,615	减:少数股东损益	10	10	16	21
合同负债	33	30	37	42	归属母公司净利润	1,007	1,039	1,667	2,181
其他流动负债	453	403	492	553	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.43	0.44	0.71	0.93
非流动负债	12,440	12,440	12,440	12,440	EBIT	1,828	1,818	2,506	3,052
长期借款	7,092	7,092	7,092	7,092	EBITDA	3,881	4,365	5,254	5,970
应付债券	3,917	3,917	3,917	3,917	毛利率(%)	15.50	16.65	17.22	17.76
租赁负债	764	764	764	764	归母净利率(%)	5.39	6.06	7.80	8.93
其他非流动负债	667	667	667	667	收入增长率(%)	(13.20)	(8.20)	24.66	14.22
负债合计	21,136	20,317	22,301	22,144	归母净利润增长率(%)	(63.52)	3.22	60.42	30.86
归属母公司股东权益	21,699	22,738	24,405	26,586					
少数股东权益	85	95	111	132					
所有者权益合计	21,784	22,833	24,516	26,717					
负债和股东权益	42,920	43,150	46,816	48,862					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	5,913	3,320	4,373	4,842	每股净资产(元)	9.05	9.50	10.21	11.14
投资活动现金流	(5,551)	(4,412)	(3,361)	(2,756)	最新发行在外股份(百万股)	2,343	2,343	2,343	2,343
筹资活动现金流	(1,345)	(824)	(33)	(1,524)	ROIC(%)	4.49	4.20	5.57	6.50
现金净增加额	(968)	(1,916)	979	562	ROE-摊薄(%)	4.64	4.57	6.83	8.20
折旧和摊销	2,053	2,548	2,748	2,918	资产负债率(%)	49.24	47.09	47.63	45.32
资本开支	(4,875)	(4,334)	(3,267)	(2,680)	P/E (现价&最新股本摊薄)	38.89	37.68	23.49	17.95
营运资本变动	2,085	(999)	(733)	(915)	P/B (现价)	1.85	1.76	1.64	1.50

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>