

福莱特 (601865)

三季度业绩企稳回升，反内卷政策落地有望加速盈利修复

◆ 业绩企稳回升，盈利能力正在快速修复

2025 年前三季度公司面临一定的经营压力，前三季度实现营收 124.64 亿元、同比-14.7%，归母净利润 6.38 亿元、同比-50.8%，毛利率 15.1%、同比-3.9pcts，净利率 5.2%、同比-3.7pcts，经营性现金流净额为 22.62 亿元、较去年有所下降；Q3 单季度公司呈现出企稳回升态势，Q3 实现营收 47.27 亿元、同/环比+21.0%/+29.2%，归母净利润 3.76 亿元、同/环比+285.5%/+142.9%，毛利率 16.8%、同比+10.8pcts，净利率 8.1%、同比+13.2pcts，公司盈利能力显著修复。截至 2025 年 9 月底，公司存货周转天数为 37.49 天、较去年同期（47.59 天）水平出现了明显改善，反映出库存管理效率提升。

◆ 光伏产业链承压，反内卷政策落地有望修复玻璃环节盈利能力

光伏市场整体仍面临压力，下半年以来中国光伏新增装机增速下滑明显。据国家能源局统计，2025 年 1-9 月中国新增光伏装机容量达 240.3GW，同比增长 49.3%，但 25M9 单月新增装机为 9.7GW、同比-53.8%，需求下滑趋势明显；其主要原因为 136 号文导致的抢装已短期透支光伏新增装机需求。

光伏需求下滑，也对辅材环节形成传导。根据 iFinD 数据，截至 2025 年 9 月底，光伏玻璃企业产能利用率仅为 68.5%、较去年同期明显下滑，已跌至近几年来低位。从价格角度来看，根据隆众资讯，光伏玻璃价格自 2021 年以来持续下滑，当前已至底部 10 元/平左右。但自 9 月以来，在国家“反内卷”行动的号召下，光伏玻璃 2.0mm 的价格由底部 10 元/平反弹至 13 元/平的成本线附近。此外，根据 ifind 数据，截至 9 月底光伏玻璃在产日熔量仅为 8.9 万吨、较去年同期 9.7 万吨明显减少，行业减产策略执行坚定。在供给收缩叠加反内卷挺价双轮驱动下，我们认为光伏玻璃行业盈利能力有望迎来拐点。

◆ 龙头优势在手，公司市占率触底回升有望贡献更大弹性

公司带头践行行业反内卷政策，主动减少光伏玻璃供给。根据中报，截至 8 月底公司实际产能为 1.64 万吨/天，市占率约为 18.5%、较往年 20% 以上的市占率有所下修。我们认为，公司 90% 以上窑炉为千吨级大型窑炉，单位能耗低且成品率高，具备技术与成本的双重优势。反内卷政策落地，公司或将享受到盈利+市占率双重修复的双击溢价。

◆ 投资建议与盈利预测

公司为光伏玻璃行业龙头，具备技术及成本优势。当前受行业下游需求影响，整体产能过剩压力较大，导致盈利承压明显。Q3 以来，随着反内卷政策的稳步推进，光伏玻璃在供给侧以及价格方面均见明显成效，行业拐点有望来到。公司有望凭借龙头优势享受双击溢价。综上，维持买入评级，预计 2025~2027 年归母净利润分别为 9.3 亿、16.5 亿、25.2 亿，对应 PE 值分别为 47、26、17。

◆ 风险提示

宏观经济不景气，需求不及预期，原材料价格波动；国内政策变化；公司产能投放不及预期。

财务数据与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	21523.71	18682.60	15786.80	17996.95	21956.28

投资评级

买入

维持评级

2025 年 11 月 03 日

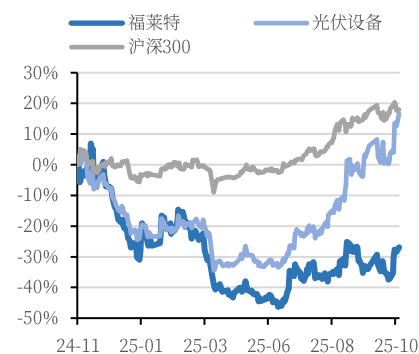
收盘价(元): 18.89

目标价(元):

公司基本数据

总股本(百万股)	2,342.88
总市值(百万)	44,257.01
流通股本(百万股)	1,901.03
流通市值(百万)	35,910.37
12 月最高/最低价(元)	28.08/13.85
资产负债率(%)	46.81
每股净资产(元)	9.26
市盈率(TTM)	126.99
市净率(PB)	2.04
净资产收益率(%)	2.87

股价走势图



作者

曾帅 分析师
SAC 执业证书: S0640522050001
联系电话:
邮箱: zengshuai@avicsec.com

相关研究报告

【中航新能源】福莱特(601865) 中报点评：
中报业绩超预期，下游需求承压短期扰动行业发展-0906 —2024-09-09

股市有风险 入市需谨慎

增长率 (%)	39.21	(13.20)	(15.50)	14.00	22.00
归母净利润 (百万元)	2759.69	1006.60	933.43	1654.72	2517.54
增长率 (%)	30.00	(63.52)	(7.27)	77.27	52.14
毛利率 (%)	21.80	15.50	16.00	17.52	18.93
每股收益 (元)	1.18	0.43	0.40	0.71	1.07
市盈率 PE	15.88	43.52	46.94	26.48	17.40
市净率 PB	2.02	2.07	2.00	1.90	1.76
净资产收益率 ROE (%)	12.42	4.64	4.17	7.03	9.93

资料来源: iFinD, 中航证券研究所

【中航新能源】福莱特 2023 年报&2024 年一季报点评: 业绩符合预期, 行业高景气叠加供需敞口收窄推动量价齐升-0425 —2024-05-03

【中航新能源】福莱特 (601865) 2023Q3 点评: Q3 业绩超预期, 成本下行叠加需求高增兑现量利齐升-231108 —2023-11-15

财务报表与财务指标 (单位: 百万元)

资产负债表						利润表					
会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E	会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	6616	5295	3529	4571	6699	营业收入	21524	18683	15787	17997	21956
应收票据及账款	7285	5268	5342	6090	7429	营业成本	16831	15788	13261	14844	17800
预付账款	335	53	294	335	408	税金及附加	198	196	150	171	208
其他应收款	111	130	98	112	137	销售费用	120	52	71	72	77
存货	2001	1733	1890	2116	2537	管理费用	302	328	284	306	373
其他流动资产	484	1398	922	978	1078	研发费用	597	605	410	468	571
流动资产总计	16833	13877	12074	14200	18288	财务费用	483	407	491	296	117
长期股权投资	101	112	127	142	157	资产减值损失	-52	-356	-205	-144	-176
固定资产	15888	17360	16387	14677	12276	信用减值损失	-78	72	-32	-36	-44
在建工程	1756	2941	2451	1961	1471	其他经营损益	0	-0	0	0	0
无形资产	3280	6326	4959	3591	2224	投资收益	28	52	31	31	31
长期待摊费用	81	244	122	0	0	公允价值变动损益	1	1	0	0	0
其他非流动资产	5044	2060	1987	1914	1842	资产处置收益	-7	-66	-27	-27	-27
非流动资产合计	26149	29043	26033	22285	17970	其他收益	167	121	122	122	122
资产总计	42982	42920	38107	36486	36258	营业利润	3051	1130	1008	1786	2716
短期借款	1914	1017	0	0	0	营业外收入	4	5	3	3	3
应付票据及账款	5434	4898	4657	5213	6251	营业外支出	4	6	5	5	5
其他流动负债	1837	2780	2114	2366	2840	其他非经营损益	0	0	0	0	0
流动负债合计	9185	8696	6771	7579	9091	利润总额	3052	1129	1007	1784	2715
长期借款	10949	11773	8214	4594	1044	所得税	289	112	70	124	188
其他非流动负债	557	667	667	667	667	净利润	2763	1016	937	1661	2526
非流动负债合计	11506	12440	8880	5261	1711	少数股东损益	3	10	3	6	9
负债合计	20691	21136	15651	12840	10802	归属母公司净利润	2760	1007	933	1655	2518
股本	588	586	586	586	586	EBITDA	5366	3563	7123	8143	9162
资本公积	10798	10701	10701	10701	10701	NOPLAT	3141	1392	1423	1965	2664
留存收益	10829	10412	11080	12265	14067	EPS (元)	1	0	0	1	1
归属母公司权益	22215	21699	22367	23551	25353	主要财务比率					
少数股东权益	76	85	89	95	103	会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
股东权益合计	22291	21784	22456	23646	25457	成长能力					
负债和股东权益	42982	42920	38107	36486	36258	营收增长率	39.2%	-13.2%	-15.5%	14.0%	22.0%
现金流量表						营业利润增长率	41.6%	-63.0%	-10.8%	77.2%	52.1%
会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E	EBIT 增长率	47.7%	-56.5%	-2.5%	38.9%	36.1%
税后经营利润	2763	1016	821	1545	2411	EBITDA 增长率	44.9%	-33.6%	99.9%	14.3%	12.5%
折旧与摊销	1832	2027	5625	6062	6330	归母净利润增长率	30.0%	-63.5%	-7.3%	77.3%	52.1%
财务费用	483	407	491	296	117	经营现金流增长率	1013.5%	201.3%	5.1%	25.2%	10.1%
投资损失	-28	-52	-31	-31	-31	盈利能力					
营运资金变动	-3530	2068	-871	-276	-448	毛利率	21.8%	15.5%	16.0%	17.5%	18.9%
其他经营现金流	434	421	151	151	151	净利率	12.8%	5.4%	5.9%	9.2%	11.5%
经营性现金净流	1954	5888	6187	7748	8531	营业利润率	14.2%	6.0%	6.4%	9.9%	12.4%
资本支出	5382	4776	2600	2300	2000	ROE	12.4%	4.6%	4.2%	7.0%	9.9%
长期投资	-228	-719	0	0	0	ROA	6.4%	2.3%	2.4%	4.5%	6.9%
其他投资现金流	-216	-56	-20	-20	-20	ROIC	13.5%	4.6%	4.7%	7.1%	10.8%
投资性现金净流	-5826	-5551	-2620	-2320	-2020	估值倍数					
短期借款	-1182	-897	-1017	0	0	P/E	16	44	47	27	18
长期借款	3460	824	-3560	-3620	-3550	P/S	2	2	3	2	2
普通股增加	51	-2	0	0	0	P/B	2	2	2	2	2
资本公积增加	5933	-97	0	0	0	股息率	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-1261	-1173	-757	-767	-833	EV/EBIT	7	13	33	22	14
筹资性现金净流	7002	-1345	-5333	-4386	-4383	EV/EBITDA	4	6	7	6	4
现金流量净额	3147	-993	-1766	1042	2128	EV/NOPLAT	8	14	35	23	15

数据来源: iFinD, 中航证券研究所

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。
增持: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 5%~10%之间。
持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数幅度-10%~+5%之间。
卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。
中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。
减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总:

中航证券新能源团队: 团队首席曾帅, 从业 8 年余, 曾作为团队核心成员获得 2017 年新财富最佳分析师(团队)机械行业第一名, 先后职于航天、医疗器械、钢铁等行业, 对科技和周期均有深入研究, 在锂电装备、光伏装备、机器人与自动化等领域持续深度研究, 建立了“中国制造业投资周期”研究框架。团队以光伏、氢能、风电、锂电与储能等领域为重点研究方向, 将有限的精力投入在符合国家需要、产业蓬勃、人民有信仰的地方, 服务更多一、二级市场客户。

销售团队:

陈艺丹, 18611188969, chenyd@avicsec.com, S0640125020003
李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012
李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001
李若熙, 17611619787, lirx@avicsec.com, S0640123060013

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 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。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传 真: 010-59562637