

2023 年 08 月 31 日

证券研究报告|公司研究|公司点评

# 福莱特 (601865)

## 23H1 业绩承压明显，需求提升叠加涨价强预期盈利有望迎来拐点

### ◆ 营收稳健增长，盈利承压明显

报告期内公司实现营收 96.78 亿、同比+32.5%，归母净利润 10.85 亿、同比+8.2%，毛利率 19.1%、同比-3.5pcts，净利率 11.2%、同比-2.5pcts；分季度看，Q2 单季度实现营收 43.13 亿、同比+13.6%，归母净利润 5.73 亿、同/环比+1.3%/+12.1%；毛利率 19.9%、同/环比-3.8pcts/+1.5pcts，净利率 13.3%、同/环比-1.6pcts/+3.8pcts。公司费用率控制良好，上半年期间费用率为 6.2%，其中 Q2 单季度为 5.0%，呈稳步下行趋势。

### ◆ 下游超预期装机维持行业高景气，光伏玻璃产量上行

行业装机超预期增长。根据中国能源局，2023M1-7 光伏装机达到 97.16GW、同比+157.5%。海外市场方面，根据 EIA 数据，2023H1 美国光伏新增装机 11.22GW、同比+43.6%。下游装机需求提升带动组件出货，根据 CPIA，2023H1 中国组件产量超 204GW、同比+65%。光伏玻璃产量持续上行，根据工信部数据，2023M1-7 光伏玻璃累计产量 1372 万吨、同比+67%，较好的匹配组件出货需求。

### ◆ 光伏玻璃业务占比略有提升，盈利有望修复

根据公司半年报，2023H1 公司光伏玻璃板块实现营收 87.87 亿、同比+35.8%，占总营收比例略有提升，由去年同期的 88.5% 上升至 90.8%，毛利率为 20.0%、同比-3.0pcts，主要为原材料高位运行影响，盈利水平有所压缩。在原材料价格压力下，进入三季度以来，光伏玻璃酝酿涨价意愿较为强烈，盈利能力有望迎来拐点。

### ◆ 规模化+大窑炉技术优势引领降本，产能投放节奏稳健

报告期内，公司维持规模化优势推动降本，千吨级以上大窑炉在现有产线中占比近 90%，未来将聚焦大型窑炉的自主研发，突破其技术瓶颈进一步降本。公司产能稳步扩张，截至今年 6 月底，公司日熔化量为 2.06 万吨、相较 2022 年底增加 0.12 万吨，在国内除了现有的嘉兴、安徽生产基地外，也在加速南通等基地的产能扩张，保持市场占有率的领先优势。

### ◆ 投资建议与盈利预测

光伏装机持续高增，行业高景气无虞。在上游原材料价格以及主链硅料价格高位影响下，光伏玻璃盈利能力受到挤压。近期燃料价格低位企稳，同时产品涨价具备较强预期，光伏玻璃盈利能力边际迎来改善。公司为行业龙头，规模化优势明显，聚焦大窑炉研发持续降本，同时新增产能投产节奏稳健。综上，我们认为公司未来有望呈现量增利升的格局，调整公司 2023~2025 年归母净利润分别 26.8、38.3 和 48.5 亿元（前次预测值为 30.1、40.5 和 51.7 亿元），对应 PE 值分别为 27、19 和 15 倍，维持“买入”评级。

### ◆ 风险提示

宏观经济不景气，下游需求不及预期，原材料价格大幅波动；国内政策变化；公司产能投放不及预期；欧美贸易壁垒。

| 财务数据与估值       | 2021A   | 2022A    | 2023E    | 2024E    | 2025E    |
|---------------|---------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入（百万元）     | 8713.23 | 15460.84 | 22382.26 | 28552.61 | 35135.50 |
| 增长率（%）        | 39.18   | 77.44    | 44.77    | 27.57    | 23.06    |
| 归母净利润（百万元）    | 2119.92 | 2122.78  | 2684.10  | 3825.29  | 4852.58  |
| 增长率（%）        | 30.15   | 0.13     | 26.44    | 42.52    | 26.86    |
| 毛利率（%）        | 35.50   | 22.07    | 21.84    | 23.36    | 23.49    |
| 每股收益（元）       | 0.90    | 0.90     | 1.14     | 1.63     | 2.06     |
| 市盈率 PE        | 34.71   | 34.66    | 27.41    | 19.23    | 15.16    |
| 市净率 PB        | 6.23    | 5.43     | 4.64     | 3.84     | 3.15     |
| 净资产收益率 ROE（%） | 22.51   | 17.95    | 15.13    | 16.41    | 19.44    |

资料来源：iFinD，中航证券研究所

投资评级

买入

维持评级

2023 年 08 月 30 日

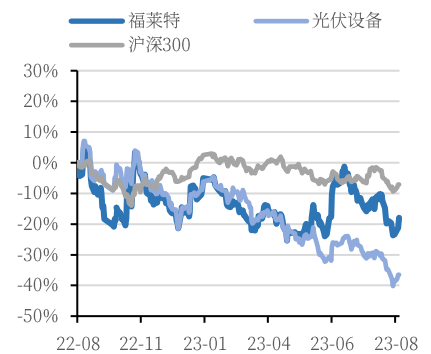
收盘价(元): 32.62

目标价(元):

### 公司基本数据

|               |             |
|---------------|-------------|
| 总股本(百万股)      | 2,351.32    |
| 总市值(百万)       | 76,700.18   |
| 流通股本(百万股)     | 1,693.71    |
| 流通市值(百万)      | 55,248.97   |
| 12 月最高/最低价(元) | 42.78/29.42 |
| 资产负债率(%)      | 57.94       |
| 每股净资产(元)      | 6.84        |
| 市盈率(TTM)      | 34.79       |
| 市净率(PB)       | 4.77        |
| 净资产收益率(%)     | 7.15        |

### 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): 光伏主链降价带动辅材需求放量, 光伏玻璃龙头扩产+并购上游巩固优势-20230730 —2023-08-02

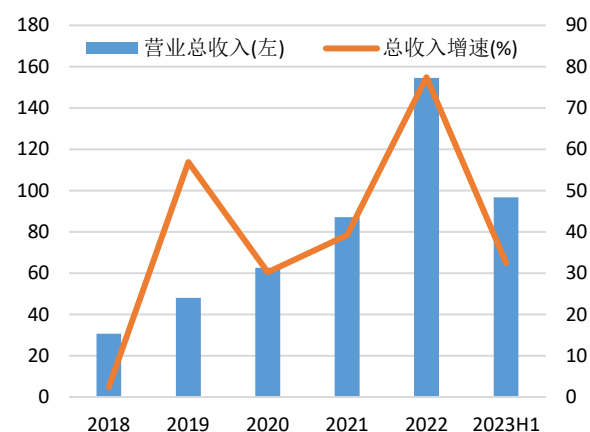
股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

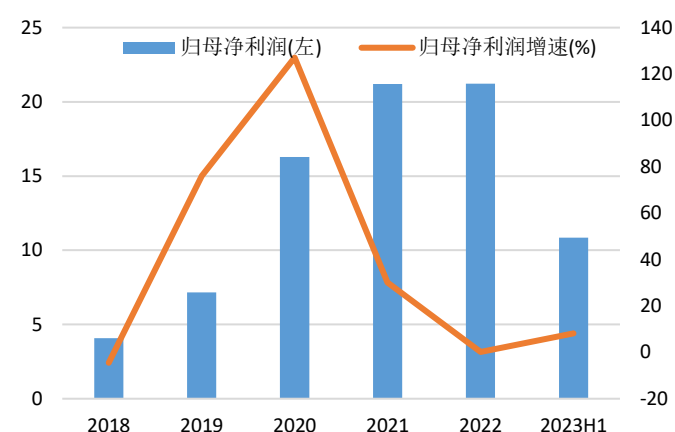
联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦中航证券有限公司  
 公司网址: www.avicsec.com  
 联系电话: 010-59219558 传真: 010-59562637

图1 公司营收增长幅度收窄（亿元）



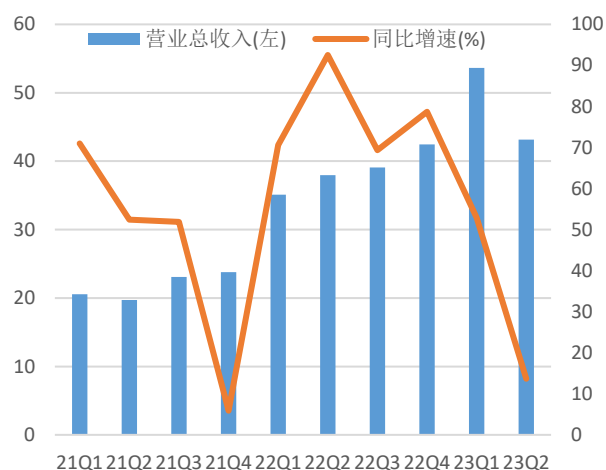
资料来源：公司公告，iFinD，中航证券研究所

图2 2023H1 公司归母净利润小幅增长（亿元）



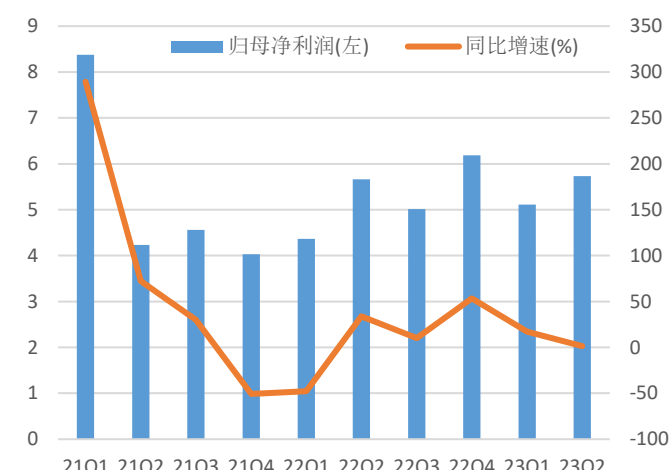
资料来源：公司公告，iFinD，中航证券研究所

图3 公司 Q2 单季度营收环比下滑（亿元）



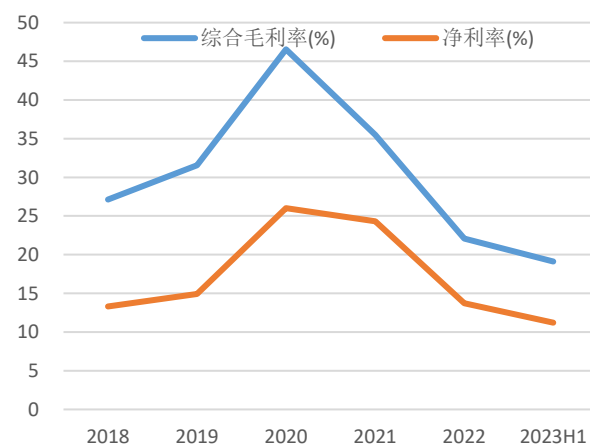
资料来源：公司公告，iFinD，中航证券研究所

图4 公司 Q2 归母净利润增速放缓（亿元）



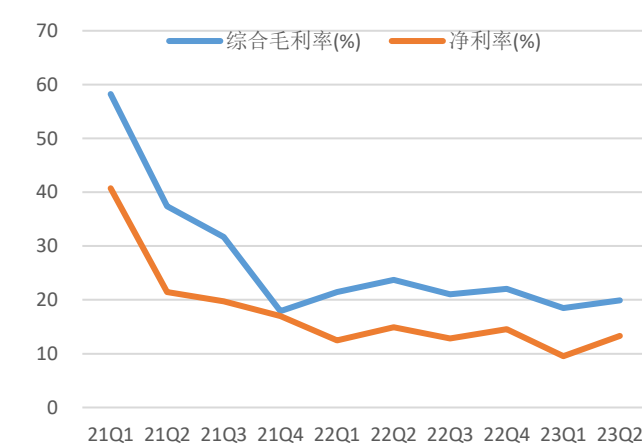
资料来源：公司公告，iFinD，中航证券研究所

图5 2023H1 公司盈利持续承压



资料来源：公司公告，iFinD，中航证券研究所

图6 2023Q2 公司盈利能力触底反弹



资料来源：公司公告，iFinD，中航证券研究所

**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           | 2021         | 2022         | 2023E        | 2024E        | 2025E        | 会计年度     | 2021 | 2022  | 2023E | 2024E | 2025E |
| 货币资金           | 2843         | 2932         | 2238         | 2855         | 3514         | 营业收入     | 8713 | 15461 | 22382 | 28553 | 35136 |
| 应收票据及账款        | 2577         | 6102         | 11250        | 12787        | 15736        | 营业成本     | 5620 | 12048 | 17494 | 21881 | 26881 |
| 预付账款           | 692          | 578          | 1304         | 1664         | 2048         | 税金及附加    | 48   | 135   | 179   | 229   | 282   |
| 其他应收款          | 55           | 101          | 125          | 159          | 196          | 销售费用     | 86   | 119   | 145   | 171   | 193   |
| 存货             | 2276         | 2396         | 4357         | 5450         | 6695         | 管理费用     | 222  | 278   | 313   | 385   | 457   |
| 其他流动资产         | 455          | 272          | 460          | 586          | 720          | 研发费用     | 408  | 523   | 727   | 914   | 1107  |
| <b>流动资产总计</b>  | <b>8898</b>  | <b>12381</b> | <b>19735</b> | <b>23502</b> | <b>28908</b> | 财务费用     | 53   | 240   | 624   | 817   | 929   |
| 长期股权投资         | 72           | 83           | 88           | 93           | 98           | 资产减值损失   | -10  | -3    | -9    | -11   | -14   |
| 固定资产           | 6486         | 11420        | 12143        | 14930        | 19591        | 信用减值损失   | 24   | -39   | -22   | -29   | -35   |
| 在建工程           | 3067         | 1874         | 6895         | 9916         | 10604        | 其他经营损益   | -0   | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 无形资产           | 663          | 3784         | 3153         | 2522         | 1892         | 投资收益     | 32   | 13    | 17    | 17    | 17    |
| 长期待摊费用         | 7            | 16           | 8            | 0            | 0            | 公允价值变动损益 | -1   | -2    | 0     | 0     | 0     |
| 其他非流动资产        | 890          | 2824         | 2822         | 2819         | 2817         | 资产处置收益   | 4    | -9    | -8    | -8    | -8    |
| <b>非流动资产合计</b> | <b>11185</b> | <b>20000</b> | <b>25109</b> | <b>30281</b> | <b>35002</b> | 其他收益     | 58   | 77    | 54    | 54    | 54    |
| <b>资产总计</b>    | <b>20083</b> | <b>32382</b> | <b>44844</b> | <b>53782</b> | <b>63910</b> | 营业利润     | 2382 | 2155  | 2931  | 4178  | 5300  |
| 短期借款           | 1861         | 3095         | 9748         | 13187        | 16911        | 营业外收入    | 3    | 1     | 6     | 6     | 6     |
| 应付票据及账款        | 3344         | 5065         | 8267         | 10341        | 12704        | 营业外支出    | 4    | 4     | 4     | 4     | 4     |
| 其他流动负债         | 960          | 2373         | 3062         | 3840         | 4715         | 其他非经营损益  | 0    | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>流动负债合计</b>  | <b>6164</b>  | <b>10533</b> | <b>21077</b> | <b>27368</b> | <b>34330</b> | 利润总额     | 2380 | 2153  | 2933  | 4179  | 5302  |
| 长期借款           | 1979         | 7490         | 7081         | 6414         | 5375         | 所得税      | 260  | 30    | 248   | 354   | 449   |
| 其他非流动负债        | 130          | 326          | 326          | 326          | 326          | 净利润      | 2120 | 2123  | 2684  | 3825  | 4853  |
| <b>非流动负债合计</b> | <b>2108</b>  | <b>7816</b>  | <b>7408</b>  | <b>6740</b>  | <b>5701</b>  | 少数股东损益   | 0    | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>负债合计</b>    | <b>8273</b>  | <b>18349</b> | <b>28485</b> | <b>34109</b> | <b>40031</b> | 归属母公司净利润 | 2120 | 2123  | 2684  | 3825  | 4853  |
| 股本             | 537          | 537          | 537          | 537          | 537          | EBITDA   | 2977 | 3705  | 6453  | 8830  | 11516 |
| 资本公积           | 4833         | 4865         | 4865         | 4865         | 4865         | NOPLAT   | 2166 | 2373  | 3261  | 4579  | 5709  |
| 留存收益           | 6441         | 8631         | 10957        | 14272        | 18478        | EPS (元)  | 0.9  | 0.9   | 1.1   | 1.6   | 2.1   |
| 归属母公司权益        | 11810        | 14032        | 16359        | 19674        | 23879        |          |      |       |       |       |       |
| 少数股东权益         | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |          |      |       |       |       |       |
| <b>股东权益合计</b>  | <b>11810</b> | <b>14032</b> | <b>16359</b> | <b>19674</b> | <b>23879</b> |          |      |       |       |       |       |
| <b>负债和股东权益</b> | <b>20083</b> | <b>32382</b> | <b>44844</b> | <b>53782</b> | <b>63910</b> |          |      |       |       |       |       |

| 现金流量表          |              |              |              |              |               |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|
| 会计年度           | 2021         | 2022         | 2023E        | 2024E        | 2025E         |
| 税后经营利润         | 2120         | 2123         | 2625         | 3766         | 4794          |
| 折旧与摊销          | 545          | 1311         | 2897         | 3833         | 5284          |
| 财务费用           | 53           | 240          | 624          | 817          | 929           |
| 投资损失           | -32          | -13          | -17          | -17          | -17           |
| 营运资金变动         | -2231        | -3655        | -4156        | -298         | -1510         |
| 其他经营现金流        | 125          | 169          | 72           | 72           | 72            |
| <b>经营性现金净流</b> | <b>580</b>   | <b>175</b>   | <b>2045</b>  | <b>8174</b>  | <b>9552</b>   |
| 资本支出           | 3716         | 7875         | 8000         | 9000         | 10000         |
| 长期投资           | 126          | 194          | 0            | 0            | 0             |
| 其他投资现金流        | 28           | -188         | -2           | -2           | -2            |
| <b>投资性现金净流</b> | <b>-3563</b> | <b>-7869</b> | <b>-8002</b> | <b>-9002</b> | <b>-10002</b> |
| 短期借款           | 1243         | 1235         | 6653         | 3439         | 3723          |
| 长期借款           | 355          | 5511         | -408         | -667         | -1039         |
| 普通股增加          | 26           | 0            | 0            | 0            | 0             |
| 资本公积增加         | 2788         | 32           | 0            | 0            | 0             |
| 其他筹资现金流        | -459         | 1076         | -982         | -1327        | -1577         |
| <b>筹资性现金净流</b> | <b>3954</b>  | <b>7854</b>  | <b>5263</b>  | <b>1445</b>  | <b>1108</b>   |
| <b>现金流量净额</b>  | <b>956</b>   | <b>216</b>   | <b>-694</b>  | <b>617</b>   | <b>658</b>    |

| 主要财务比率      |        |        |         |        |       |
|-------------|--------|--------|---------|--------|-------|
| 会计年度        | 2021   | 2022   | 2023E   | 2024E  | 2025E |
| <b>成长能力</b> |        |        |         |        |       |
| 营收增长率       | 39.2%  | 77.4%  | 44.8%   | 27.6%  | 23.1% |
| 营业利润增长率     | 27.7%  | -9.5%  | 36.0%   | 42.5%  | 26.9% |
| EBIT 增长率    | 20.7%  | -1.6%  | 48.6%   | 40.5%  | 24.7% |
| EBITDA 增长率  | 23.0%  | 24.4%  | 74.2%   | 36.8%  | 30.4% |
| 归母净利润增长率    | 30.2%  | 0.1%   | 26.4%   | 42.5%  | 26.9% |
| 经营现金流增长率    | -65.9% | -69.7% | 1065.3% | 299.8% | 16.9% |
| <b>盈利能力</b> |        |        |         |        |       |
| 毛利率         | 35.5%  | 22.1%  | 21.8%   | 23.4%  | 23.5% |
| 净利率         | 24.3%  | 13.7%  | 12.0%   | 13.4%  | 13.8% |
| 营业利润率       | 27.3%  | 13.9%  | 13.1%   | 14.6%  | 15.1% |
| ROE         | 17.9%  | 15.1%  | 16.4%   | 19.4%  | 20.3% |
| ROA         | 10.6%  | 6.6%   | 6.0%    | 7.1%   | 7.6%  |
| ROIC        | 26.9%  | 17.6%  | 14.0%   | 13.8%  | 14.5% |
| <b>估值倍数</b> |        |        |         |        |       |
| P/E         | 35     | 35     | 27      | 19     | 15    |
| P/S         | 8      | 5      | 3       | 3      | 2     |
| P/B         | 6      | 5      | 5       | 4      | 3     |
| 股息率         | 0.0%   | 0.5%   | 0.5%    | 0.7%   | 0.9%  |
| EV/EBIT     | 13     | 11     | 25      | 19     | 15    |
| EV/EBITDA   | 11     | 7      | 14      | 11     | 8     |
| EV/NOPLAT   | 15     | 11     | 28      | 20     | 17    |

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。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%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:

李裕淇, 18674857775, liyuqi@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

### 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发送或为任何就发送、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