

盈利阶段性承压，产能稳步扩张夯实龙头地位

2023 年 03 月 28 日

➤ **事件：**2023 年 3 月 27 日，公司发布 2022 年度报告。2022 年公司实现收入 154.61 亿元，同比+77.44%；实现归母净利润 21.23 亿元，同比+0.13%；实现扣非净利 20.75 亿元，同比+0.94%。

➤ 分季度来看，Q4 公司实现收入 42.46 亿元，同比+78.71%，环比+8.59%；实现归母净利润 6.18 亿元，同比+53.44%，环比+23.32%；实现扣非净利 6.05 亿元，同比+62.60%，环比 22.45%。

➤ **出货高增带动营收高增长，毛利率承压，费用管控良好。**受益于新产能的陆续释放，22 年公司光伏玻璃销售 5.1 亿平米，同比+92.58%，出货高增带动公司营收高增长。毛利率方面，22 年公司整体毛利率为 22.07%，同比-13.43pct，其中光伏玻璃毛利率为 23.31%，同比-12.39pct，主要由于行业供需偏松导致光伏玻璃平均销售价格下降，同时原材料及能源成本大幅上升，压缩了公司的盈利空间。费用率方面，公司费用管控良好，规模效应带动费用率下降，22 年期间费用率为 7.5%，同比-1.32pct，其中销售/管理/财务/研发费用率分别同比-0.21pct /-0.76pct /+0.96pct /-1.31pct，财务费用上升主要因为公司并购三力/大华矿业导致银行借款增加，同时发行可转债导致利息增加。

➤ **供需改善和成本下行双因素共振，盈利回升可期。**需求侧，硅料价格下降有望刺激下游装机需求高增，并且国内集中式电站起量带动双玻渗透率提升，共同拉动玻璃需求；供给侧，22 年光伏玻璃行业盈利在底部徘徊，部分中小企业后续产能扩张动力不足，并且听证会制度下，头部厂商新建产能通过率较大，但中小企业扩产更受限，整体产能扩张趋势放缓，预计供需格局有改善趋势，玻璃价格有望企稳回升。成本端，随着原材料纯碱新产能投产，纯碱价格有望下降，带动盈利修复。总体来看，23 年公司盈利能力有望回升。

➤ **产能持续扩张，龙头地位稳固。**目前公司光伏玻璃产能约 20600t/d，公司规划在 23 年完成安徽凤阳 4 座 1200t/d 窑炉投产；此外，公司拟在江苏南通建设 4 座 1200t/d 窑炉，目前项目已经通过听证会审批，正在加快建设，预计 2023 年底公司名义产能将达到 25400t/d 以上。公司产能扩张迅速，保障了光伏玻璃出货量，有利于发挥规模优势，进一步巩固公司的行业领先地位。

➤ **投资建议：**我们预计公司 2023-2025 年营收分别为 206.84、264.97、304.01 亿元，对应增速分别为 33.8%、28.1%、14.7%；归母净利润分别为 29.98、40.72、49.11 亿元，对应增速分别为 41.2%、35.8%、20.6%，以 3 月 28 日收盘价为基准，对应 2023-2025 年 PE 为 23X、17X、14X，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**下游装机不及预期，行业竞争加剧风险。

推荐

维持评级

当前价格：

32.50 元



分析师 邓永康

执业证书：S0100521100006

电话：15601863256

邮箱：dengyongkang@mszq.com

分析师 郭彦辰

执业证书：S0100522070002

电话：021-60876734

邮箱：guoyanchen@mszq.com

分析师 朱碧野

执业证书：S0100522120001

电话：021-60876734

邮箱：zhubiye@mszq.com

研究助理 林誉韬

执业证书：S0100122060013

电话：021-60876734

邮箱：linyutao@mszq.com

相关研究

1.福莱特 (601865.SH) 2022 年三季报点评：

产能加速释放，盈利修复可期-2022/10/30

2.福莱特 (601865.SH) 2021 年年报点评：

21Q4 业绩短暂承压，扩产+向上一体化夯实龙头地位-2022/03/23

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	15461	20684	26497	30401
增长率 (%)	77.4	33.8	28.1	14.7
归属母公司股东净利润 (百万元)	2123	2998	4072	4911
增长率 (%)	0.1	41.2	35.8	20.6
每股收益 (元)	0.99	1.40	1.90	2.29
PE	33	23	17	14
PB	5.0	4.1	3.3	2.7

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 3 月 28 日收盘价）

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	15461	20684	26497	30401
营业成本	12048	15690	19945	22729
营业税金及附加	135	145	185	213
销售费用	119	145	212	243
管理费用	278	372	477	547
研发费用	523	745	1007	1155
EBIT	2358	3587	4671	5514
财务费用	240	431	405	352
资产减值损失	-3	-30	-30	-30
投资收益	13	41	53	61
营业利润	2155	3334	4528	5460
营业外收支	-2	-3	-3	-3
利润总额	2153	3331	4525	5457
所得税	30	333	452	546
净利润	2123	2998	4072	4911
归属于母公司净利润	2123	2998	4072	4911
EBITDA	3671	5083	6391	7407

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	2932	3322	4730	7446
应收账款及票据	5317	5940	7832	9570
预付款项	578	1146	1290	1534
存货	2396	4179	4861	5715
其他流动资产	1158	1625	2008	2281
流动资产合计	12381	16212	20721	26547
长期股权投资	83	92	102	112
固定资产	11226	13577	14835	15237
无形资产	3784	3769	3754	3739
非流动资产合计	20000	21806	22691	22903
资产合计	32382	38018	43412	49450
短期借款	3095	2668	1775	1000
应付账款及票据	5065	7509	9158	10583
其他流动负债	2373	2795	3159	3433
流动负债合计	10533	12971	14091	15017
长期借款	3889	4089	4289	4489
其他长期负债	3927	3928	3929	3930
非流动负债合计	7816	8017	8218	8419
负债合计	18349	20988	22309	23436
股本	537	537	537	537
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	14032	17030	21103	26014
负债和股东权益合计	32382	38018	43412	49450

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	77.44	33.78	28.11	14.73
EBIT 增长率	-1.75	52.09	30.22	18.04
净利润增长率	0.13	41.22	35.84	20.60
盈利能力 (%)				
毛利率	22.07	24.14	24.73	25.24
净利率	13.73	14.49	15.37	16.16
总资产收益率 ROA	6.56	7.89	9.38	9.93
净资产收益率 ROE	15.13	17.60	19.30	18.88
偿债能力				
流动比率	1.18	1.25	1.47	1.77
速动比率	0.89	0.84	1.03	1.28
现金比率	0.28	0.26	0.34	0.50
资产负债率 (%)	56.67	55.21	51.39	47.39
经营效率				
应收账款周转天数	66.36	60.00	60.00	65.00
存货周转天数	72.60	97.68	89.32	92.10
总资产周转率	0.48	0.54	0.61	0.61
每股指标 (元)				
每股收益	0.99	1.40	1.90	2.29
每股净资产	6.54	7.93	9.83	12.12
每股经营现金流	0.08	2.02	2.38	2.68
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	33	23	17	14
PB	5.0	4.1	3.3	2.7
EV/EBITDA	21.45	15.37	11.89	9.82
股息收益率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	2123	2998	4072	4911
折旧和摊销	1313	1496	1720	1893
营运资金变动	-3623	-606	-1116	-1438
经营活动现金流	177	4347	5105	5754
资本开支	-8061	-3318	-2626	-2126
投资	194	-6	-10	-10
投资活动现金流	-7869	-3282	-2583	-2076
股权募资	0	0	0	0
债务募资	8476	-227	-692	-574
筹资活动现金流	7854	-674	-1115	-963
现金净流量	217	390	1408	2716

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F；200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层；100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元；518026