

福莱特 (601865)

2022 年年报点评：行业底部凸显龙头优势，1600 吨大窑炉蓄势待发

买入（维持）

2023 年 03 月 28 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 陈瑶

执业证书：S0600520070006

chenyao@dwzq.com.cn

研究助理 郭亚男

执业证书：S0600121070058

guoyn@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入（百万元）	15,461	21,384	27,824	33,017
同比	77%	38%	30%	19%
归属母公司净利润（百万元）	2,123	3,131	4,331	5,784
同比	0.14%	47%	38%	34%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	0.99	1.46	2.02	2.69
P/E（现价&最新股本摊薄）	33.03	22.39	16.19	12.12

关键词：#业绩符合预期 #产能扩张

投资要点

■ **事件：**公司发布 2022 年年报，报告期内实现营业收入 154.61 亿元，同比增长 77.44%；实现利润总额 21.53 亿元，同比下降 9.55%；实现归属母公司净利润 21.23 亿元，同比增长 0.14%。其中 2022Q4，实现营业收入 42.46 亿元，同比增长 78.71%，环比增长 8.59%；实现归属母公司净利润 6.18 亿元，同比增长 53.44%，环比增长 23.32%。2022 年毛利率为 22.07%，同比下降 13.42pct，2022Q4 毛利率 22.04%，同比上升 4.13pct，环比上升 1.00pct；2022 年归母净利率为 13.73%，同比下降 10.60pct，2022Q4 归母净利率 14.57%，同比下降 2.40pct，环比上升 1.74pct。业绩符合市场预期。

■ **22 年行业底部逆势扩张：**公司 2022 年销量 5.1 亿平米（折算 3.2mm），同增 96%，市占率大幅提升。2022 年全年 2.0mm 占比 50%，当前订单双玻占比 60~70%，我们预计 2023H2 将进一步提升。价格端 2022Q4 环比基本持平，成本端纯碱、天然气价格有所下行，测算 2022Q4 毛利率环比 Q3 提升约 1pct，但费用端因可转债利息增加导致财务费用环比提升 3pct，对应单平净利约 3 元，环比略降。目前公司库存已缩短至 10 天左右，随组件排产提升+双玻渗透率提高，玻璃有望迎来量利提升。

■ **产能扩张龙头恒强，大窑炉+石英砂自供加强成本优势：**截至 2022 年底公司产能达 20600 吨/日，2023 年计划投产安徽 4 座 1200 吨/日窑炉，五期项目仍在审批中，预计 2023 年产能达 25400 吨/日，同增 23%，同时政策端扩产审批趋严。石英砂品质与价格为核心竞争要素，目前公司石英砂自供比例 70%左右且长期维持在 70-80%，测算自供部分可节约成本 2 元/平，同时未来公司还将投入 1600 吨大窑炉，相比千吨级窑炉能耗降低 10-15%，成品率由 85%提升至 88-89%，将进一步增强龙头成本优势！

■ **盈利预测与投资评级：**基于光伏玻璃产能相对过剩导致价格承压，我们下调公司 2023-2024 年归母净利润预测至 31.3/43.3 亿元（前值为 35.2/53.4 亿元），我们预计 2025 年归母净利润 57.8 亿元，同比 +47%/+38%/+34%，基于公司光伏玻璃龙头地位，我们给予公司 2023 年 30 倍 PE，目标价 43.8 元，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**政策不及预期，竞争加剧。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	32.66
一年最低/最高价	30.48/47.86
市净率(倍)	5.18
流通 A 股市值(百万元)	55,312.13
总市值(百万元)	70,117.56

基础数据

每股净资产(元,LF)	6.31
资产负债率(% ,LF)	56.67
总股本(百万股)	2,146.89
流通 A 股(百万股)	1,693.57

相关研究

《福莱特(601865): 2022Q3 季报点评：三季度盈利承压，静待量利双升》

2022-10-28

《福莱特(601865): 2022 年中报点评：Q2 盈利修复显著，加码上游资源布局》

2022-08-26

图表目录

表 1: 2022 年收入 154.61 亿元, 同比增长 77.44%; 盈利 21.23 亿元, 同比增长 0.14% (亿元, %)	3
图 1: 2022 年收入 154.61 亿元, 同比+77.44% (亿元, %)	3
图 2: 2022 年归母净利润 21.23 亿元, 同比+0.14% (亿元, %)	3
图 3: 2022Q4 收入 42.46 亿元, 同比+78.71% (亿元, %)	4
图 4: 2022Q4 归母净利润 6.18 亿元, 同比+53.44% (亿元, %)	4
图 5: 2022 年毛利率为 22.1%, 同比-13.42pct	4
图 6: 2022Q4 毛利率 22.0%, 同比+4.13pct	4
图 7: 2022Q4 现金净流出 8.95 亿元, 同比-160.50% (亿元, %)	5
图 8: 2022Q4 期末合同负债 1.15 亿元, 同比-67.39% (亿元)	5
图 9: Q4 期末存货 23.96 亿元, 同比+5.26% (亿元)	5
图 10: Q4 期末应收账款 28.11 亿元, 同比+154% (亿元)	5

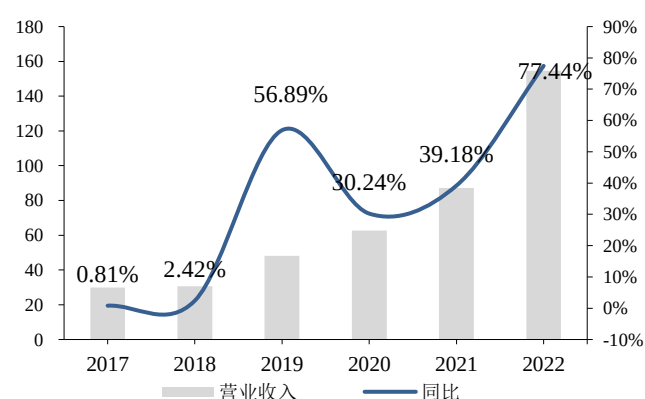
事件: 公司发布 2022 年年报, 报告期内实现营业收入 154.61 亿元, 同比增长 77.44%; 实现利润总额 21.53 亿元, 同比下降 9.55%; 实现归属母公司净利润 21.23 亿元, 同比增长 0.14%。其中 2022Q4, 实现营业收入 42.46 亿元, 同比增长 78.71%, 环比增长 8.59%; 实现归属母公司净利润 6.18 亿元, 同比增长 53.44%, 环比增长 23.32%。2022 年毛利率为 22.07%, 同比下降 13.42pct, 2022Q4 毛利率 22.04%, 同比上升 4.13pct, 环比上升 1.00pct; 2022 年归母净利率为 13.73%, 同比下降 10.60pct, 2022Q4 归母净利率 14.57%, 同比下降 2.40pct, 环比上升 1.74pct。业绩符合市场预期。

表1: 2022 年收入 154.61 亿元, 同比增长 77.44%; 盈利 21.23 亿元, 同比增长 0.14% (亿元, %)

福莱特	2022	2021	同比	2022Q4	2021Q4	同比	2022Q3	环比
营业收入	154.61	87.13	77.4%	42.46	23.76	78.7%	39.10	8.6%
毛利率	22.1%	35.5%	-13.4pct	22.0%	17.9%	4.1pct	21.0%	1pct
营业利润	21.55	23.82	-9.5%	5.05	4.37	15.5%	5.53	-8.6%
利润总额	21.53	23.80	-9.6%	5.03	4.32	16.4%	5.53	-9.0%
归属母公司净利润	21.23	21.20	0.1%	6.18	4.03	53.4%	5.02	23.3%
扣非归母净利润	20.75	20.55	0.9%	20.75	20.55	0.9%	14.69	41.2%
归母净利率	13.7%	24.3%	-10.6pct	14.6%	17.0%	-2.4pct	12.8%	1.7pct
股本	21.47	21.47	0.0%	21.47	21.47	0.0%	21.47	0.0%
EPS	0.99	0.99	0.1%	0.29	0.19	53.4%	0.23	23.3%

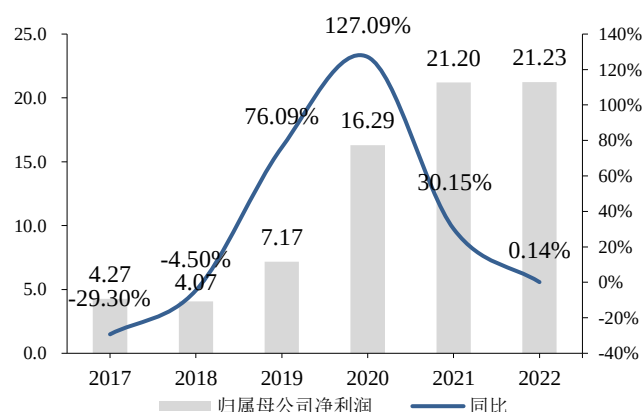
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图1: 2022 年收入 154.61 亿元, 同比+77.44% (亿元, %)



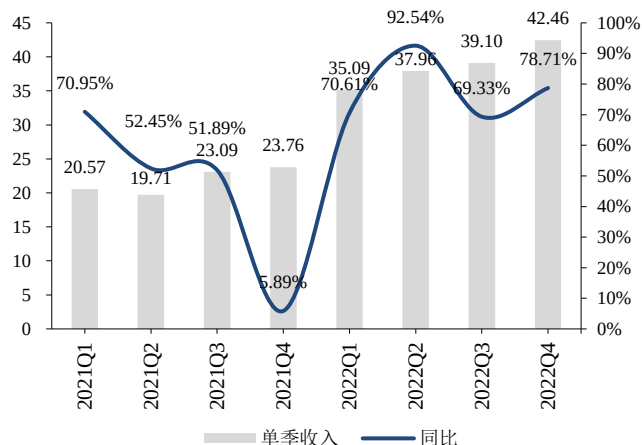
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2: 2022 年归母净利润 21.23 亿元, 同比+0.14% (亿元, %)



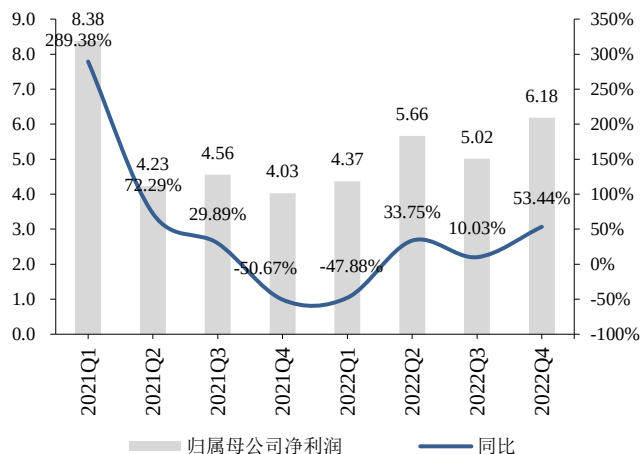
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图3: 2022Q4 收入 42.46 亿元, 同比+78.71% (亿元, %)



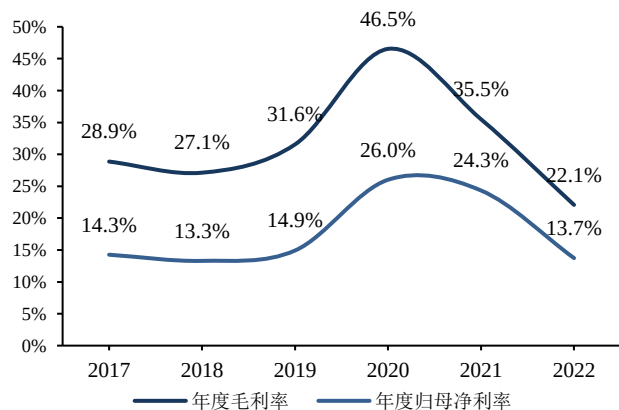
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 2022Q4 归母净利润 6.18 亿元, 同比+53.44% (亿元, %)



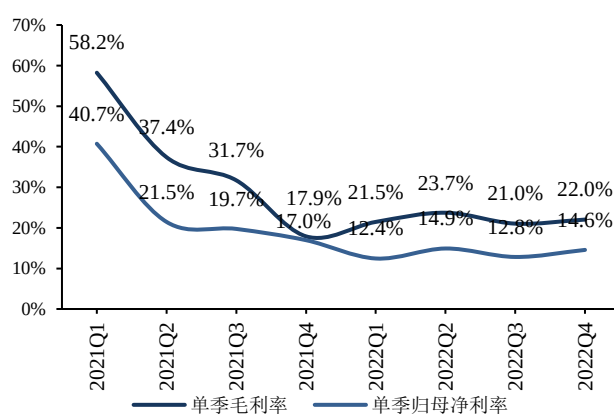
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 2022 年毛利率为 22.1%, 同比-13.42pct



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 2022Q4 毛利率 22.0%, 同比+4.13pct



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

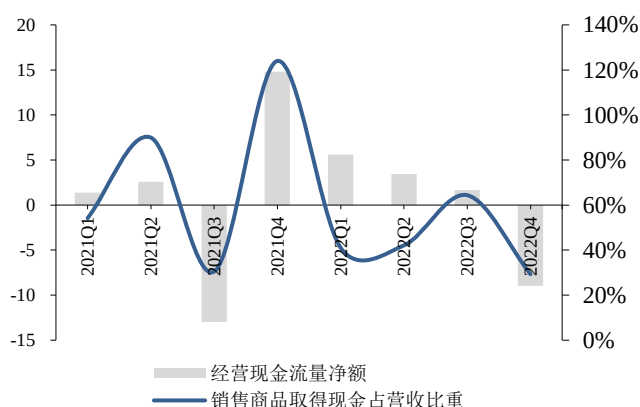
22 年行业底部逆势扩张: 公司 2022 年销量 5.1 亿平米 (折算 3.2mm), 同增 96%, 市占率大幅提升。2022 年全年 2.0mm 占比 50%, 当前订单双玻占比 60~70%, 我们预计 2023H2 将进一步提升。价格端 2022Q4 环比基本持平, 成本端纯碱、天然气价格有所下行, 测算 2022Q4 毛利率环比 Q3 提升约 1pct, 但费用端因可转债利息增加导致财务费用环比提升 3pct, 对应单平净利约 3 元, 环比略降。目前公司库存已缩短至 10 天左右, 随组件排产提升+双玻渗透率提高, 玻璃有望迎来量利提升。

产能扩张龙头恒强, 大窑炉+石英砂自供加强成本优势: 截至 2022 年底公司产能达 20600 吨/日, 2023 年计划投产安徽 4 座 1200 吨/日窑炉, 五期项目仍在审批中, 预计 2023 年产能达 25400 吨/日, 同增 23%, 同时政策端扩产审批趋严。石英砂品质与价格为核心竞争要素, 目前公司石英砂自供比例 70%左右且长期维持在 70-80%, 测算自供

部分可节约成本 2 元/平，同时未来公司还将投入 1600 吨大窑炉，相比千吨级窑炉能耗降低 10-15%，成品率由 85%提升至 88-89%，将进一步增强龙头成本优势！

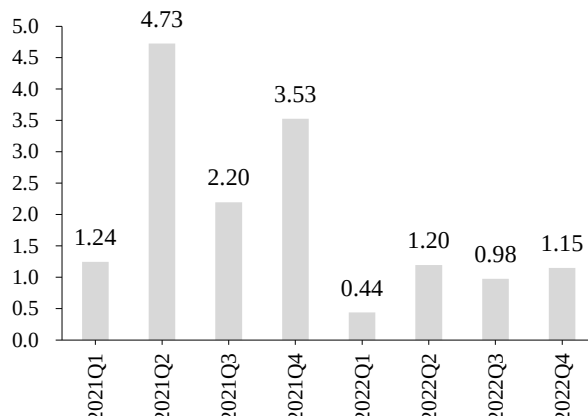
公司应收账款上升迅速。2022 年经营活动现金流量净流入 1.77 亿元，同比下降 69.49%，其中 2022Q4 经营活动现金流量净额-8.95 亿元；销售商品取得现金 12.45 亿元，同比下降 57.73%。期末合同负债 1.15 亿元，比年初下降 67.38%。期末应收账款 28.11 亿元，较期初增长 154%，应收账款周转天数下降 5.92 天至 45.6 天。期末存货 23.96 亿元，较期初上升 5.26%；存货周转天数下降 18.45 天至 69.81 天。

图7：2022Q4 现金净流出 8.95 亿元，同比-160.50%（亿元，%）



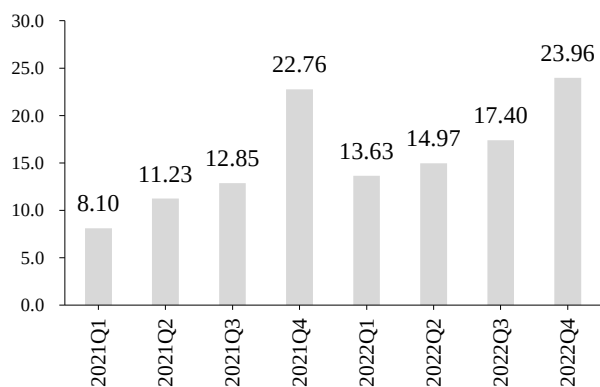
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图8：2022Q4 期末合同负债 1.15 亿元，同比-67.39%（亿元）



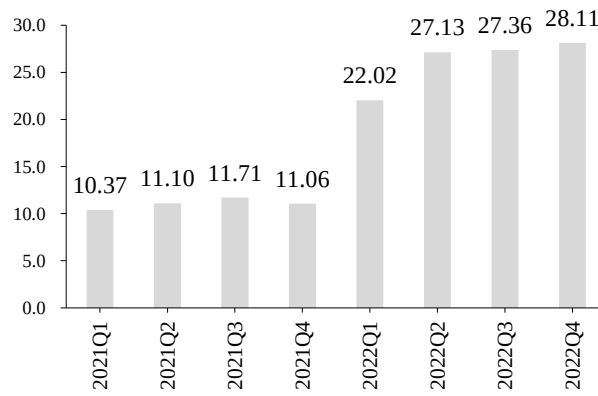
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图9：Q4 期末存货 23.96 亿元，同比+5.26%（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图10：Q4 期末应收账款 28.11 亿元，同比+154%（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

盈利预测与投资评级：基于光伏玻璃产能相对过剩导致价格承压，我们下调公司 2023-2024 年归母净利润预测至 31.3/43.3 亿元（前值为 35.2/53.4 亿元），我们预计 2025 年归母净利润 57.8 亿元，同比+47%/+38%/+34%，基于公司光伏玻璃龙头地位，我们给

予公司 2023 年 30 倍 PE，目标价 43.8 元，维持“买入”评级。

风险提示：政策不及预期，竞争加剧。

福莱特三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	12,381	12,949	19,680	26,155	营业总收入	15,461	21,384	27,824	33,017
货币资金及交易性金融资产	2,934	1,002	4,273	8,073	营业成本(含金融类)	12,048	16,194	20,948	24,881
经营性应收款项	6,680	8,284	10,695	12,471	税金及附加	135	182	195	182
存货	2,396	3,216	4,151	4,944	销售费用	119	171	195	182
合同资产	0	0	0	0	管理费用	278	385	426	363
其他流动资产	371	447	560	666	研发费用	523	706	863	891
非流动资产	20,000	23,439	23,974	24,540	财务费用	240	402	414	357
长期股权投资	83	83	83	83	加:其他收益	77	75	70	99
固定资产及使用权资产	11,420	13,929	15,665	16,668	投资净收益	13	32	28	50
在建工程	1,874	3,067	2,113	1,731	公允价值变动	-2	0	0	0
无形资产	3,784	3,544	3,305	3,265	减值损失	-42	-30	-50	30
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	-9	43	-28	76
长期待摊费用	16	21	28	34	营业利润	2,155	3,464	4,804	6,416
其他非流动资产	2,824	2,795	2,780	2,759	营业外净收支	-2	15	8	11
资产总计	32,382	36,388	43,653	50,695	利润总额	2,153	3,479	4,812	6,426
流动负债	10,533	11,409	11,644	13,402	减:所得税	30	348	481	643
短期借款及一年内到期的非流动负债	4,398	3,193	1,042	833	净利润	2,123	3,131	4,331	5,784
经营性应付款项	5,065	6,808	8,806	10,460	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	115	155	200	238	归属母公司净利润	2,123	3,131	4,331	5,784
其他流动负债	956	1,254	1,596	1,871	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.99	1.46	2.02	2.69
非流动负债	7,816	7,816	10,516	10,016	EBIT	2,394	3,747	5,198	6,518
长期借款	3,889	3,889	2,589	2,089	EBITDA	3,706	5,778	7,502	9,053
应付债券	3,589	3,589	7,589	7,589	毛利率(%)	22.07	24.27	24.71	24.64
租赁负债	12	12	12	12	归母净利率(%)	13.73	14.64	15.56	17.52
其他非流动负债	326	326	326	326	收入增长率(%)	77.44	38.31	30.12	18.66
负债合计	18,349	19,225	22,159	23,417	归母净利润增长率(%)	0.14	47.49	38.31	33.55
归属母公司股东权益	14,032	17,163	21,494	27,278					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	14,032	17,163	21,494	27,278					
负债和股东权益	32,382	36,388	43,653	50,695					

现金流量表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	重要财务与估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	177	5,062	5,960	7,892	每股净资产(元)	6.31	7.77	9.78	12.48
投资活动现金流	-7,869	-5,380	-2,830	-2,967	最新发行在外股份(百万股)	2,147	2,147	2,147	2,147
筹资活动现金流	7,854	-1,614	142	-1,126	ROIC(%)	11.27	12.54	15.45	16.63
现金净增加额	217	-1,932	3,271	3,800	ROE-摊薄(%)	15.13	18.24	20.15	21.20
折旧和摊销	1,313	2,031	2,303	2,536	资产负债率(%)	56.67	52.83	50.76	46.19
资本开支	-8,061	-5,435	-2,866	-3,032	P/E(现价&最新股本摊薄)	33.03	22.39	16.19	12.12
营运资本变动	-3,655	-672	-1,352	-848	P/B(现价)	5.18	4.21	3.34	2.62

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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。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。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

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>

