

# 福莱特 (601865)

证券研究报告

2023年04月28日

## 业绩符合预期，看好龙头企业成本壁垒

### 事件

公司公布 23 年一季报，23Q1 实现收入/归母净利/扣非净利 53.65/5.11/4.98 亿元，yoy +52.90%/+17.11%/+18.76%。

### 光伏玻璃贡献主要营收增量，后续产能有望按规划释放

根据投产进度，我们预计 Q1 有效日容量 (19400t/d)，假设 3.2/2.0mm 规格分别 50%占比，我们测算光伏玻璃 Q1 实现营收超 45.6 亿元，对应销量 2.3 亿平，Q1 在光伏玻璃价格处于持续低位的情况下公司仍实现稳定盈利，彰显成本优势。23M3 公司点火 1 条 1200t/d 光伏玻璃产线，今年后续仍有 4 条产线计划投产，我们认为公司壁垒利润明确，产能扩张后续有望按计划进行，量增贡献的成长为主。同时，公司于 4 月初与正泰签订 3.78 亿平光伏玻璃销售合同 (期限 23M7-25M12)，有利于后续薄玻璃的销售。

### 传统装机淡季盈利能力环比有所下滑

23Q1 季度毛利率 18.47%，同比下降 3.0pct，环比 22Q4 下降 3.6pct，我们认为主要受光伏玻璃价格下降影响以及原材料及能源成本维持在较高位所致。具体看，据卓创资讯数据，公司 3.2mm 和 2.0mm 玻璃均价 Q1 环比-4.4%、-3.5%，与毛利率环比下降幅度基本一致。

按照公司披露口径以及其他业务的盈利水平情况看，我们推测 23Q1 光伏玻璃单平毛利 4.3 元/平米，单平净利接近 2.2 元/平米 (假设主要由光伏玻璃贡献业绩)。

23 年 3 月光伏装机 13.3GW，同比增长 466%，展望后市，我们预计随进一步进入装机旺季，公司盈利能力有望环比提升。

### 产能规划充足，龙头地位稳固，维持“增持”评级

22FY 末公司拥有产能 19400t/d，根据现有产能规划 (卓创)，我们预计 23-25 年末名义产能达 2.54/3.14/3.38 万吨/天。作为行业龙头，公司成本优势显著 (22 年拿矿为后续产能扩张打下夯实基础)，中长期看，随扩产营收快速放量，费用端或还有一定规模效应提升空间。同时从下游需求结构看，3.2mm 玻璃市占率处下降趋势，轻量化有望提高产品附加值。考虑到目前光伏玻璃价格和行业供需格局，我们预计 23-25 年归母净利润 29/34.4/40.7 亿元，对应 PE 23/19/16 倍，维持“增持”评级。

**风险提示：**装机进度不及预期，公司扩产不及预期，行业新增产能投放超预期、原材料价格超预期上涨

| 财务数据和估值     | 2021     | 2022      | 2023E     | 2024E     | 2025E     |
|-------------|----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业收入(百万元)   | 8,713.23 | 15,460.84 | 24,974.20 | 28,150.57 | 34,147.56 |
| 增长率(%)      | 39.18    | 77.44     | 61.53     | 12.72     | 21.30     |
| EBITDA(百万元) | 3,315.33 | 4,200.61  | 5,736.21  | 6,617.49  | 7,593.74  |
| 净利润(百万元)    | 2,119.92 | 2,122.78  | 2,925.63  | 3,440.71  | 4,069.83  |
| 增长率(%)      | 30.15    | 0.13      | 37.82     | 17.61     | 18.28     |
| EPS(元/股)    | 0.99     | 0.99      | 1.36      | 1.60      | 1.90      |
| 市盈率(P/E)    | 31.07    | 31.03     | 22.51     | 19.14     | 16.18     |
| 市净率(P/B)    | 5.58     | 4.69      | 1.02      | 0.87      | 0.73      |
| 市销率(P/S)    | 7.56     | 4.26      | 0.66      | 0.58      | 0.48      |
| EV/EBITDA   | 9.39     | 5.66      | 3.69      | 2.83      | 2.44      |

资料来源: wind, 天风证券研究所

### 投资评级

|        |           |
|--------|-----------|
| 行业     | 电力设备/光伏设备 |
| 6 个月评级 | 增持 (维持评级) |
| 当前价格   | 30.68 元   |
| 目标价格   | 元         |

### 基本数据

|               |             |
|---------------|-------------|
| A 股总股本(百万股)   | 1,696.89    |
| 流通 A 股股本(百万股) | 1,693.57    |
| A 股总市值(百万元)   | 52,060.71   |
| 流通 A 股市值(百万元) | 51,958.86   |
| 每股净资产(元)      | 6.54        |
| 资产负债率(%)      | 57.26       |
| 一年内最高/最低(元)   | 47.51/29.42 |

### 作者

**鲍荣富** 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110520120003  
baorongfu@tfzq.com

**孙潇雅** 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110520080009  
sunxiaoya@tfzq.com

**王涛** 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110521010001  
wangtao@tfzq.com

**熊可为** 联系人  
xiongkewei@tfzq.com

### 股价走势



资料来源: 贝格数据

### 相关报告

- 《福莱特-年报点评报告:业绩符合预期，静待产能释放》2023-03-28
- 《福莱特-季报点评:Q3 业绩彰显实力，看好龙头企业竞争力》2022-10-30
- 《福莱特-半年报点评:业绩符合预期，下半年或环比改善》2022-08-29

## 财务预测摘要

| 资产负债表(百万元)       | 2021             | 2022             | 2023E            | 2024E            | 2025E            |
|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| 货币资金             | 2,842.68         | 2,932.15         | 4,994.84         | 5,630.11         | 6,829.51         |
| 应收票据及应收账款        | 2,045.51         | 5,316.84         | 9,945.17         | 8,821.88         | 15,840.25        |
| 预付账款             | 692.26           | 578.01           | 2,712.04         | 591.46           | 3,537.99         |
| 存货               | 2,276.47         | 2,396.32         | 4,083.14         | 4,195.37         | 6,518.81         |
| 其他               | 1,041.39         | 1,157.97         | 900.29           | 1,175.66         | 1,098.73         |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>8,898.30</b>  | <b>12,381.29</b> | <b>22,635.48</b> | <b>20,414.48</b> | <b>33,825.28</b> |
| 长期股权投资           | 71.53            | 82.75            | 82.75            | 82.75            | 82.75            |
| 固定资产             | 6,316.28         | 11,225.97        | 11,938.49        | 12,839.91        | 14,312.94        |
| 在建工程             | 3,067.21         | 1,874.35         | 1,937.18         | 1,574.87         | 814.97           |
| 无形资产             | 662.71           | 3,783.66         | 3,028.51         | 2,268.37         | 1,503.22         |
| 其他               | 1,066.89         | 3,033.70         | 1,374.34         | 1,588.09         | 1,760.27         |
| <b>非流动资产合计</b>   | <b>11,184.61</b> | <b>20,000.43</b> | <b>18,361.27</b> | <b>18,354.00</b> | <b>18,474.16</b> |
| <b>资产总计</b>      | <b>20,082.92</b> | <b>32,381.72</b> | <b>40,996.75</b> | <b>38,768.48</b> | <b>52,299.44</b> |
| 短期借款             | 1,860.70         | 3,095.35         | 7,617.36         | 7,389.57         | 8,085.07         |
| 应付票据及应付账款        | 3,343.89         | 5,064.77         | 12,564.90        | 8,366.10         | 17,252.29        |
| 其他               | 607.19           | 2,258.24         | 1,566.98         | 2,117.73         | 2,222.03         |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>5,811.78</b>  | <b>10,418.37</b> | <b>21,749.24</b> | <b>17,873.40</b> | <b>27,559.39</b> |
| 长期借款             | 1,967.75         | 3,889.07         | 2,008.03         | 500.00           | 522.89           |
| 应付债券             | 0.00             | 3,588.68         | 956.34           | 1,195.43         | 1,435.11         |
| 其他               | 140.54           | 338.11           | 177.65           | 186.22           | 210.63           |
| <b>非流动负债合计</b>   | <b>2,108.29</b>  | <b>7,815.86</b>  | <b>3,142.02</b>  | <b>1,881.64</b>  | <b>2,168.63</b>  |
| <b>负债合计</b>      | <b>8,272.75</b>  | <b>18,349.28</b> | <b>24,891.26</b> | <b>19,755.04</b> | <b>29,728.02</b> |
| 少数股东权益           | 0.00             | 0.00             | 0.00             | 0.00             | 0.00             |
| 股本               | 536.72           | 536.72           | 536.72           | 536.72           | 536.72           |
| 资本公积             | 4,832.77         | 4,864.75         | 4,840.65         | 4,840.65         | 4,840.65         |
| 留存收益             | 6,463.12         | 8,092.12         | 10,592.31        | 13,470.73        | 16,989.66        |
| 其他               | (22.44)          | 538.86           | 135.81           | 165.32           | 204.39           |
| <b>股东权益合计</b>    | <b>11,810.17</b> | <b>14,032.45</b> | <b>16,105.49</b> | <b>19,013.43</b> | <b>22,571.42</b> |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>20,082.92</b> | <b>32,381.72</b> | <b>40,996.75</b> | <b>38,768.48</b> | <b>52,299.44</b> |

  

| 现金流量表(百万元)     | 2021              | 2022              | 2023E             | 2024E             | 2025E             |
|----------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| 净利润            | 2,119.92          | 2,122.78          | 2,925.63          | 3,440.71          | 4,069.83          |
| 折旧摊销           | 540.00            | 1,307.74          | 2,079.80          | 2,321.03          | 2,652.02          |
| 财务费用           | 82.58             | 393.25            | 356.14            | 388.83            | 326.81            |
| 投资损失           | (31.89)           | (12.86)           | (6.00)            | (6.01)            | (6.01)            |
| 营运资金变动         | (2,564.35)        | (5,545.38)        | 830.67            | (936.67)          | (3,531.10)        |
| 其它             | 433.46            | 1,911.37          | 148.50            | 37.62             | (52.97)           |
| <b>经营活动现金流</b> | <b>579.73</b>     | <b>176.90</b>     | <b>6,334.73</b>   | <b>5,245.52</b>   | <b>3,458.58</b>   |
| 资本支出           | 4,789.17          | 7,956.45          | 2,260.46          | 2,091.44          | 2,575.59          |
| 长期投资           | 57.62             | 11.22             | 0.00              | 0.00              | 0.00              |
| 其他             | (8,409.35)        | (15,836.68)       | (4,651.46)        | (4,260.68)        | (5,063.64)        |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>(3,562.56)</b> | <b>(7,869.02)</b> | <b>(2,391.00)</b> | <b>(2,169.24)</b> | <b>(2,488.05)</b> |
| 债权融资           | 1,696.11          | 7,496.34          | (1,028.45)        | (1,908.24)        | 740.71            |
| 股权融资           | 2,782.57          | 99.50             | (852.59)          | (532.77)          | (511.84)          |
| 其他             | (524.48)          | 257.91            | (0.00)            | (0.00)            | (0.00)            |
| <b>筹资活动现金流</b> | <b>3,954.20</b>   | <b>7,853.75</b>   | <b>(1,881.04)</b> | <b>(2,441.00)</b> | <b>228.87</b>     |
| 汇率变动影响         | 0.00              | 0.00              | 0.00              | 0.00              | 0.00              |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>971.37</b>     | <b>161.63</b>     | <b>2,062.69</b>   | <b>635.27</b>     | <b>1,199.40</b>   |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

| 利润表(百万元)         | 2021            | 2022             | 2023E            | 2024E            | 2025E            |
|------------------|-----------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| <b>营业收入</b>      | <b>8,713.23</b> | <b>15,460.84</b> | <b>24,974.20</b> | <b>28,150.57</b> | <b>34,147.56</b> |
| 营业成本             | 5,620.39        | 12,048.19        | 19,740.31        | 22,162.23        | 27,125.36        |
| 营业税金及附加          | 48.47           | 134.77           | 182.31           | 205.50           | 249.28           |
| 营业费用             | 85.72           | 118.88           | 236.03           | 254.79           | 305.65           |
| 管理费用             | 221.78          | 277.54           | 574.41           | 661.54           | 802.47           |
| 研发费用             | 408.42          | 523.23           | 749.23           | 619.31           | 682.95           |
| 财务费用             | 52.52           | 240.43           | 356.14           | 388.83           | 326.81           |
| 资产减值损失           | 13.35           | (42.17)          | (42.46)          | (47.86)          | (51.22)          |
| 公允价值变动收益         | (1.38)          | (1.83)           | 148.50           | 37.63            | (52.97)          |
| 投资净收益            | 31.89           | 12.86            | 6.00             | 6.01             | 6.01             |
| 其他               | (149.64)        | (6.29)           | (74.92)          | (56.30)          | (68.30)          |
| <b>营业利润</b>      | <b>2,381.72</b> | <b>2,155.22</b>  | <b>3,322.75</b>  | <b>3,910.44</b>  | <b>4,625.16</b>  |
| 营业外收入            | 2.67            | 1.44             | 5.67             | 3.26             | 3.45             |
| 营业外支出            | 4.18            | 3.77             | 3.84             | 3.81             | 3.81             |
| <b>利润总额</b>      | <b>2,380.22</b> | <b>2,152.88</b>  | <b>3,324.58</b>  | <b>3,909.90</b>  | <b>4,624.81</b>  |
| 所得税              | 260.30          | 30.10            | 398.95           | 469.19           | 554.98           |
| <b>净利润</b>       | <b>2,119.92</b> | <b>2,122.78</b>  | <b>2,925.63</b>  | <b>3,440.71</b>  | <b>4,069.83</b>  |
| 少数股东损益           | 0.00            | 0.00             | 0.00             | 0.00             | 0.00             |
| <b>归属于母公司净利润</b> | <b>2,119.92</b> | <b>2,122.78</b>  | <b>2,925.63</b>  | <b>3,440.71</b>  | <b>4,069.83</b>  |
| 每股收益(元)          | 0.99            | 0.99             | 1.36             | 1.60             | 1.90             |

  

| 主要财务比率         | 2021   | 2022   | 2023E  | 2024E  | 2025E  |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>成长能力</b>    |        |        |        |        |        |
| 营业收入           | 39.18% | 77.44% | 61.53% | 12.72% | 21.30% |
| 营业利润           | 27.71% | -9.51% | 54.17% | 17.69% | 18.28% |
| 归属于母公司净利润      | 30.15% | 0.13%  | 37.82% | 17.61% | 18.28% |
| <b>获利能力</b>    |        |        |        |        |        |
| 毛利率            | 35.50% | 22.07% | 20.96% | 21.27% | 20.56% |
| 净利率            | 24.33% | 13.73% | 11.71% | 12.22% | 11.92% |
| ROE            | 17.95% | 15.13% | 18.17% | 18.10% | 18.03% |
| ROIC           | 32.11% | 19.95% | 16.24% | 18.20% | 20.47% |
| <b>偿债能力</b>    |        |        |        |        |        |
| 资产负债率          | 41.19% | 56.67% | 60.72% | 50.96% | 56.84% |
| 净负债率           | 10.97% | 63.73% | 38.55% | 21.32% | 17.37% |
| 流动比率           | 1.44   | 1.18   | 1.04   | 1.14   | 1.23   |
| 速动比率           | 1.07   | 0.95   | 0.85   | 0.91   | 0.99   |
| <b>营运能力</b>    |        |        |        |        |        |
| 应收账款周转率        | 4.38   | 4.20   | 3.27   | 3.00   | 2.77   |
| 存货周转率          | 6.32   | 6.62   | 7.71   | 6.80   | 6.37   |
| 总资产周转率         | 0.54   | 0.59   | 0.68   | 0.71   | 0.75   |
| <b>每股指标(元)</b> |        |        |        |        |        |
| 每股收益           | 0.99   | 0.99   | 1.36   | 1.60   | 1.90   |
| 每股经营现金流        | 0.27   | 0.08   | 2.95   | 2.44   | 1.61   |
| 每股净资产          | 5.50   | 6.54   | 30.01  | 35.43  | 42.05  |
| <b>估值比率</b>    |        |        |        |        |        |
| 市盈率            | 31.07  | 31.03  | 22.51  | 19.14  | 16.18  |
| 市净率            | 5.58   | 4.69   | 1.02   | 0.87   | 0.73   |
| EV/EBITDA      | 9.39   | 5.66   | 3.69   | 2.83   | 2.44   |
| EV/EBIT        | 11.21  | 8.21   | 5.78   | 4.36   | 3.74   |

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

| 类别     | 说明                             | 评级   | 体系                |
|--------|--------------------------------|------|-------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 买入   | 预期股价相对收益 20%以上    |
|        |                                | 增持   | 预期股价相对收益 10%-20%  |
|        |                                | 持有   | 预期股价相对收益 -10%-10% |
|        |                                | 卖出   | 预期股价相对收益 -10%以下   |
| 行业投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅 5%以上     |
|        |                                | 中性   | 预期行业指数涨幅 -5%-5%   |
|        |                                | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅 -5%以下    |

### 天风证券研究

| 北京   | 海口  | 上海  | 深圳   |
|--|---|---|--|
| 北京市西城区佟麟阁路 36 号<br>邮编：100031<br>邮箱：research@tfzq.com | 海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房<br>邮编：570102<br>电话：(0898)-65365390<br>邮箱：research@tfzq.com | 上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层<br>邮编：200086<br>电话：(8621)-65055515<br>传真：(8621)-61069806<br>邮箱：research@tfzq.com | 深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼<br>邮编：518000<br>电话：(86755)-23915663<br>传真：(86755)-82571995<br>邮箱：research@tfzq.com |