



福莱特 (601865.SH)、 福莱特玻璃 (6865.HK)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

Q4 毛利率显著改善，海外收入占比 持续提升

业绩简评

3月26日公司披露2025年年报，报告期间实现营收155.67亿元，同降16.68%；实现归母净利润9.81亿元，同降2.59%。其中Q4实现营收31.03亿元，同降23.92%、环降34.35%；实现归母净利润3.43亿元，同比扭亏、环降8.88%。

经营分析

行业供需压力凸显，冷修优化产能结构。2025年光伏玻璃行业供需矛盾凸显，公司为优化产能结构冷修三座窑炉（合计产能3000吨/日），截至2025年末在产产能下降至16400吨/日，受此影响公司光伏玻璃销量同比下降8%至11.62亿平。供给背景下光伏玻璃价格持续走低，2025年公司光伏玻璃业务实现收入139.86亿元，同比下降16.83%。

光伏玻璃成本下降、海外销售显著增长，行业经营承压背景下盈利能力改善。受益于原材料价格下降、公司提质增效、海外占比提升，2025年公司光伏玻璃业务毛利率同比提升0.47PCT至16.11%；25Q4公司销售毛利率24.27%，同环比分别提升21.4PCT/7.5PCT，预计主要因原材料价格下降、玻璃价格环比改善。2025年公司光伏玻璃海外出货持续增长，境外收入占比提升9.7PCT至34.7%，因境外盈利能力显著高于国内（2025年公司境内/境外毛利率分别为11.79%/24.26%），带动公司在行业盈利承压的背景下维持了较高的毛利率。

经营现金流维持较高水平，减值计提拖累业绩。2025年公司凭借优秀的经营管理能力保持正向经营活动现金流入，经营活动产生的现金净流量29.11亿元。2025年公司计提资产减值准备2.02亿元，其中固定资产减值1.19亿元，预计主要为冷修产线影响；存货跌价损失0.79亿元；长期股权投资减值损失450万元。

盈利预测、估值与评级

基于当前我们对光伏玻璃行业价格及盈利的判断，调整公司2026-2027年归母净利润预测至12、18亿元，新增2028年预测27亿元，当前股价对应2026-2028年PE分别为30/20/14倍，维持“买入”评级。

风险提示

光伏玻璃供需恶化；国际贸易风险加剧；成本大幅波动。

新能源与电力设备组

分析师：姚遥 (执业 S1130512080001)

yaoy@gjzq.com.cn

分析师：张嘉文 (执业 S1130523090006)

zhangjiawen@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：15.40 元

相关报告：

- 《福莱特公司点评：库存快速下降盈利维持高位，业绩超预期》，2025.10.28
- 《福莱特公司点评：Q2抢装带动盈利改善，9月价格有望修复》，2025.8.27
- 《福莱特公司点评：龙头议价能力凸显，近期库存加速去化，利润有望...》，2025.3.28



公司基本情况 (人民币)

项目	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	18,683	15,567	14,844	16,080	18,902
营业收入增长率	-13.20%	-16.68%	-4.64%	8.32%	17.55%
归母净利润(百万元)	1,007	981	1,190	1,802	2,664
归母净利润增长率	-63.52%	-2.59%	21.35%	51.42%	47.88%
摊薄每股收益(元)	0.43	0.42	0.51	0.77	1.14
每股经营性现金流净额	2.52	1.25	6.36	8.46	10.32
ROE(归属母公司)(摊薄)	4.64%	4.36%	5.02%	7.07%	9.46%
P/E	45.83	37.44	30.32	20.02	13.54
P/B	2.13	1.63	1.52	1.42	1.28

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
主营业务收入	21,524	18,683	15,567	14,844	16,080	18,902
增长率		-13.2%	-16.7%	-4.6%	8.3%	17.6%
主营业务成本	-16,831	-15,788	-12,935	-12,258	-12,802	-14,580
%销售收入	78.2%	84.5%	83.1%	82.6%	79.6%	77.1%
毛利	4,693	2,895	2,632	2,586	3,278	4,322
%销售收入	21.8%	15.5%	16.9%	17.4%	20.4%	22.9%
营业税金及附加	-198	-196	-155	-148	-161	-189
%销售收入	0.9%	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
销售费用	-120	-52	-69	-67	-72	-85
%销售收入	0.6%	0.3%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%
管理费用	-302	-328	-336	-327	-322	-340
%销售收入	1.4%	1.8%	2.2%	2.2%	2.0%	1.8%
研发费用	-597	-605	-431	-416	-450	-491
%销售收入	2.8%	3.2%	2.8%	2.8%	2.8%	2.6%
息税前利润 (EBIT)	3,476	1,714	1,641	1,629	2,273	3,216
%销售收入	16.2%	9.2%	10.5%	11.0%	14.1%	17.0%
财务费用	-483	-407	-413	-393	-400	-373
%销售收入	2.2%	2.2%	2.7%	2.6%	2.5%	2.0%
资产减值损失	-130	-285	-194	-70	5	-6
公允价值变动收益	1	1	-5	0	0	0
投资收益	28	52	38	40	40	40
%税前利润	0.9%	4.6%	3.5%	3.1%	2.0%	1.3%
营业利润	3,051	1,130	1,080	1,306	2,019	2,977
营业利润率	14.2%	6.0%	6.9%	8.8%	12.6%	15.8%
营业外收支	0	-2	0	0	0	0
税前利润	3,052	1,129	1,080	1,306	2,019	2,977
利润率	14.2%	6.0%	6.9%	8.8%	12.6%	15.8%
所得税	-289	-112	-88	-105	-202	-298
所得税率	9.5%	10.0%	8.1%	8.0%	10.0%	10.0%
净利润	2,763	1,016	993	1,202	1,817	2,679
少数股东损益	3	10	12	12	15	15
归属于母公司的净利润	2,760	1,007	981	1,190	1,802	2,664
净利率	12.8%	5.4%	6.3%	8.0%	11.2%	14.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	2,763	1,016	993	1,202	1,817	2,679
少数股东损益	3	10	12	12	15	15
非现金支出	1,975	2,337	2,240	2,318	2,485	2,773
非经营收益	728	474	465	481	439	432
营运资金变动	-3,530	2,068	-781	-274	214	162
经营活动现金净流	1,936	5,895	2,917	3,727	4,954	6,047
资本开支	-5,591	-4,875	-2,799	-3,207	-3,660	-3,730
投资	-228	-719	-128	0	0	0
其他	-7	43	3	40	40	40
投资活动现金净流	-5,826	-5,551	-2,924	-3,167	-3,620	-3,690
股权募资	6,039	0	0	0	0	0
债权募资	2,454	498	-713	198	-212	-136
其他	-1,491	-1,843	-36	-485	-479	-472
筹资活动现金净流	7,002	-1,345	-749	-287	-691	-608
现金净流量	3,129	-985	-786	273	644	1,748

资产负债表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	6,616	5,295	4,014	4,007	4,401	5,975
应收款项	7,396	5,398	4,667	5,356	5,562	5,854
存货	2,001	1,733	1,735	1,496	1,563	1,780
其他流动资产	819	1,451	1,860	1,769	1,762	1,767
流动资产	16,833	13,877	12,277	12,628	13,288	15,376
%总资产	39.2%	32.3%	29.0%	28.7%	29.0%	31.5%
长期投资	613	967	940	940	940	940
固定资产	16,871	19,337	20,985	22,021	23,419	24,532
%总资产	39.3%	45.1%	49.5%	50.0%	51.1%	50.2%
无形资产	3,360	6,569	6,460	6,434	6,270	6,180
非流动资产	26,149	29,043	30,108	31,382	32,552	33,514
%总资产	60.8%	67.7%	71.0%	71.3%	71.0%	68.5%
资产总计	42,982	42,920	42,384	44,011	45,840	48,890
短期借款	3,167	3,311	3,226	3,502	3,290	3,153
应付款项	5,569	5,053	4,308	4,426	4,798	5,463
其他流动负债	449	331	308	339	440	456
流动负债	9,185	8,696	7,841	8,266	8,527	9,072
长期贷款	6,655	7,092	6,443	6,443	6,443	6,443
其他长期负债	4,851	5,348	5,489	5,505	5,257	5,082
负债	20,691	21,136	19,773	20,215	20,227	20,598
普通股股东权益	22,215	21,699	22,515	23,688	25,490	28,154
其中：股本	588	586	586	586	586	586
未分配利润	9,998	9,814	10,795	11,985	13,787	16,451
少数股东权益	76	85	96	108	123	138
负债股东权益合计	42,982	42,920	42,384	44,011	45,840	48,890
比率分析	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股指标						
每股收益	1.17	0.43	0.42	0.51	0.77	1.14
每股净资产	9.45	9.26	9.61	10.11	10.88	12.02
每股经营现金净流	0.82	2.52	1.25	6.36	8.46	10.32
每股股利	0.15	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
回报率						
净资产收益率	12.42%	4.64%	4.36%	5.02%	7.07%	9.46%
总资产收益率	6.42%	2.35%	2.31%	2.70%	3.93%	5.45%
投入资本收益率	8.68%	4.23%	4.11%	3.93%	5.14%	6.84%
增长率						
主营业务收入增长率	39.21%	-13.20%	-16.68%	-4.64%	8.32%	17.55%
EBIT 增长率	47.40%	-50.68%	-4.29%	-0.73%	39.54%	41.50%
净利润增长率	30.00%	-63.52%	-2.59%	21.35%	51.42%	47.88%
总资产增长率	32.74%	-0.14%	-1.25%	3.84%	4.16%	6.65%
资产管理能力						
应收账款周转天数	55.1	61.4	58.9	67.0	55.0	50.0
存货周转天数	47.7	43.2	48.9	45.0	45.0	45.0
应付账款周转天数	93.5	98.8	113.0	115.0	120.0	120.0
固定资产周转天数	256.3	320.3	412.0	437.9	426.9	376.9
偿债能力						
净负债/股东权益	30.20%	39.04%	40.86%	40.01%	34.81%	25.47%
EBIT 利息保障倍数	7.2	4.2	4.0	4.1	5.7	8.6
资产负债率	48.14%	49.24%	46.65%	45.93%	44.13%	42.13%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	1	5	7	30
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.00	1.00	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号 紫竹国际大厦5楼	地址：北京市东城区建国内大街26号 新闻大厦8层南侧	地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心 18楼1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究