

买入

光伏玻璃价格向好，公司盈利改善可期

福莱特玻璃 (6865.HK)

2025-9-5 星期五

【投资要点】

目标价: **14.00 港元**

现价: **11.19 港元**

预计升幅: **25%**

重要数据

日期	2025-9-5
收盘价(港元)	11.19
总股本(亿股)	23.43
总市值(亿港元)	431
净资产(亿元)	432
总资产(亿元)	219
52周高低(港元)	17.75/7.65
每股净资产(元)	9.33

数据来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

主要股东

阮洪良、姜瑾华、阮泽云
(47.54%)

相关报告

首次报告-20200717
 更新报告-20200805
 更新报告-20210202/0414/0816
 更新报告-20221109/20230601
 更新报告-20230915/20240510
 更新报告-20241126

研究部

姓名: 杨义琮
 SFC: AXU943
 电话: 0755-21516065
 Email: yangyq@gyzq.com.hk

➤ 光伏玻璃价格下降和资产减值带来上半年业绩承压

2025年上半年公司实现收入 77.37 亿元，同比下降 27.66%；归母净利 2.61 亿元，同比下降 82.58%；其中，2025Q2 实现收入 36.58 亿元，同比下降 26.41%，环比下降 10.33%；归母净利 1.55 亿元，同比下降 79.02%，环比增长 46.02%；公司上半年业绩下降主要受光伏玻璃价格下降以及窑炉冷修带来减值影响。上半年光伏玻璃毛利率 12.31%，同比下降 12.39 个百分点，但 Q2 整体毛利率环比提升近 5 个百分点，带来 Q2 盈利环比增长。

资产减值方面，Q2 资产减值约 2.4 亿元，其中原材料和产品减值约 1 个亿左右，固定资产减值约 1.4 亿左右，主要针对已停产冷修的窑炉剩余价值进行评估减值，下半年继续减值可能性较小。

➤ 9 月光伏玻璃报价向好，公司盈利将进一步修复

受供需关系影响，公司 7 月冷修 3 座玻璃窑炉，共计日熔量为 3000 吨，目前公司在产产能为 16400 吨。近期，光伏行业“反内卷”预期增强，9 月光伏玻璃报价向好。

9 月 4 日 SMM 最近报价显示，3.2mm 单层镀膜光伏玻璃报价 18.5-19.5 元/平方米，2.0mm 单层镀膜光伏玻璃 9 月新单报价基本维持在 13 元/平方米。2025 年国内冷修产能达到 1.5 万吨，目前全球光伏玻璃行业供给产能约 10 万吨（国内约 9 万吨，海外约 1 万吨），下游组件厂计划多做低成本库存，9 月排产预期有所上升，目前行业库存已降到 20 天合理水平，光伏玻璃供需结构开始向好。福莱特玻璃作为头部企业，技术成本优势领先，海外工厂优势明显，公司盈利将率先修复。

➤ 给予“买入”评级，提高目标价至 14.00 港元/股

公司作为行业领先企业，穿越周期低谷后，未来估值提升可期。结合 A+H 可比公司估值，我们提高公司目标价至 14.00 港元/股，对应 2026 年 23 倍 PE，目标价较现价有 25% 的涨幅空间，给予“买入”评级。

人民币百万元	FY2023	FY2024	2025E	2026E	2027E
收入	21,524	18,683	17,338	20,539	23,860
变动(%)	39.2%	-13.2%	-7.2%	18.5%	16.2%
归属股东净利润	2,760	1,007	585	1,323	1,603
变动(%)	30.0%	-63.5%	-41.8%	125.9%	21.2%
基本每股盈利(元)	1.24	0.43	0.25	0.56	0.68
市盈率@11.19 港元(倍)	8.9	25.6	44.4	19.6	16.2
每股股息(元)	0.62	0.09	0.05	0.11	0.14
股息现价比率(%)	5.6%	0.8%	0.5%	1.0%	1.2%

数据来源: Wind、公司年报、国元证券经纪(香港)整理

【报告正文】

➤ 光伏玻璃价格下降和资产减值带来上半年业绩承压

2025 年上半年公司实现收入 77.37 亿元，同比下降 27.66%；归母净利 2.61 亿元，同比下降 82.58%；其中，2025Q2 实现收入 36.58 亿元，同比下降 26.41%，环比下降 10.33%；归母净利 1.55 亿元，同比下降 79.02%，环比增长 46.02%；公司上半年业绩下降主要受光伏玻璃价格下降以及窑炉冷修带来减值影响。上半年光伏玻璃毛利率 12.31%，同比下降 12.39 个百分点，但 Q2 整体毛利率环比提升近 5 个百分点，带来 Q2 盈利环比增长。

资产减值方面，Q2 资产减值约 2.4 亿元，其中原材料和产品减值约 1 个亿左右，固定资产减值约 1.4 亿左右，主要针对已停产冷修的窑炉剩余价值进行评估减值，下半年继续减值可能性较小。

➤ 9 月光伏玻璃报价向好，公司盈利将进一步修复

受供需关系影响，公司 7 月冷修 3 座玻璃窑炉，共计日熔量为 3000 吨，目前公司在产产能为 16400 吨。近期，光伏行业“反内卷”预期增强，9 月光伏玻璃报价向好。

9 月 4 日 SMM 最近报价显示，3.2mm 单层镀膜光伏玻璃报价 18.5-19.5 元/平方米，2.0mm 单层镀膜光伏玻璃 9 月新单报价基本维持在 13 元/平方米。2025 年国内冷修产能达到 1.5 万吨，目前全球光伏玻璃行业供给产能约 10 万吨（国内约 9 万吨，海外约 1 万吨），下游组件厂计划多做低成本库存，9 月排产预期有所上升，目前行业库存已降到 20 天合理水平，光伏玻璃供需结构开始向好。

福莱特玻璃作为头部企业，技术成本优势领先，海外工厂优势明显，公司盈利有望率先修复。

➤ 给予“买入”评级，提高目标价至 14.00 港元/股

公司作为行业领先企业，穿越周期低谷后，未来估值提升可期。

结合 A+H 可比公司估值，我们提高公司目标价至 14.00 港元/股，对应 2026 年 23 倍 PE，目标价较现价有 25%的涨幅空间，给予“买入”评级。

表 1：行业估值比较 (20250904)

市场	代码	简称	货币	股价	市值 (亿)	PE				PB			
						2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
A股	601865.SH	福莱特	RMB	18.28	393	42.5	45.6	24.9	17.5	2.0	1.6	1.5	1.3
	002623.SZ	亚玛顿	RMB	21.98	44	52.4	123.7	27.4	24.4	1.5	1.5	1.5	1.4
	000012.SZ	南玻A	RMB	4.71	111	8.7	49.5	31.9	23.8	1.1	1.1	1.1	1.1
	平均					34.6	72.9	28.0	21.9	1.5	1.4	1.3	1.3
H股	0968.HK	信义光能	HKD	3.45	313	28.8	21.1	13.4	10.4	1.0	1.0	0.9	0.9
	3868.HK	信义能源	HKD	1.26	107	12.5	10.2	9.8	9.5	0.8	0.7	0.7	0.6
	0438.HK	彩虹新能源	HKD	2.28	4	-1.0	-	-	-	0.3	-	-	-
	平均					13.4	15.6	11.6	9.9	0.7	0.8	0.8	0.8
	6865.HK	福莱特玻璃	HKD	11.19	431	23.9	41.5	18.4	15.2	1.1	1.1	1.0	0.9

资料来源: Wind 一致预期、国元证券经纪 (香港) 预测及整理

【风险提示】

1. 光伏装机需求不及预期
2. 光伏玻璃价格下跌超出预期
3. 原材料成本上涨超出预期
4. 供给侧减产不及预期

【财务报表摘要】

财务报表摘要

损益表

人民币百万元, 财务年度截至12月31日

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
收入	21,524	18,683	17,338	20,539	23,860
经营成本	16,831	15,788	14,564	16,842	19,565
销售费用	120	52	694	822	954
行政费用	302	328	520	616	716
财务开支	483	407	170	175	183
投资收益 (损失)	28	52	47	42	38
其他开支	167	121	109	98	88
税前盈利	3,051	1,130	705	1,591	1,928
所得税	289	112	119	268	325
少数股东应占利润	-	-	-	-	-
归属股东净利润	2,760	1,007	585	1,323	1,603
折旧及摊销	1,834	2,015	2,087	2,164	2,244
EBITDA	587	(1,396)	(2,292)	(1,611)	(1,491)
增长					
总收入 (%)	39%	-13%	-7%	18%	16%
EBITDA (%)	24%	-338%	64%	-30%	-7%

资产负债表

人民币百万元, 财务年度截至12月31日

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	6,616	5,295	5,749	5,921	5,066
应收账款	3,686	2,595	2,932	3,474	4,036
存货	2,001	1,733	1,713	1,733	2,013
其他流动资产	4,530	4,254	6,140	6,438	6,726
流动资产	16,833	13,877	16,535	17,566	17,840
固定资产	15,115	16,395	16,351	17,942	20,697
其他固定资产	11,034	12,647	11,394	11,800	12,381
非流动资产	26,149	29,043	27,745	29,742	33,079
总资产	42,982	42,920	44,280	47,308	50,919
流动负债	9,185	8,696	9,099	9,848	10,819
应付账款	4,520	4,024	4,105	4,748	5,515
短期银行贷款	1,914	1,017	1,119	1,031	1,031
其他短期负债	2,751	3,655	3,875	4,069	4,273
非流动负债	11,506	12,440	12,850	14,031	15,388
长期银行贷款	6,655	7,092	7,447	7,819	8,210
其他负债	4,851	5,348	5,404	6,211	7,178
总负债	20,691	21,136	21,950	23,879	26,207
少数股东权益	-	-	-	-	-
股东权益	22,291	21,784	22,331	23,430	24,712
每股账面值(人民币元)	10.41	10.17	10.39	10.89	11.49
营运资金	7,648	5,182	7,436	7,718	7,021

财务分析

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
盈利能力					
EBITDA 利率 (%)	3%	-7%	-13%	-8%	-6%
净利率 (%)	13%	5%	3%	6%	7%
营运表现					
SG&A/收入 (%)	1%	2%	3%	3%	3%
实际税率 (%)	9%	10%	17%	17%	17%
股息支付率 (%)	50%	20%	20%	20%	20%
库存周转	54	54	54	54	54
应付账款天数	206	206	206	206	206
应收账款天数	84	84	84	84	84
ROE (%)	12%	5%	3%	6%	6%
ROA (%)	7%	2%	1%	3%	3%
财务状况					
净负债/股本	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2
收入/总资产	0.50	0.44	0.39	0.43	0.47
总资产/股本	1.93	1.97	1.98	2.02	2.06
收入对利息倍数	44.6	45.8	102.2	117.2	130.4

现金流量表

人民币百万元, 财务年度截至12月31日

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
EBITDA	587	(1,396)	(2,292)	(1,611)	(1,491)
融资成本	598	562	170	175	183
营运资金变化	5,800	(2,466)	2,254	282	(697)
所得税	0	0	0	0	0
营运现金流	1,967	5,913	3,093	3,515	3,589
资本开支	4,247	2,268	0	0	0
其他投资活动	(10,072)	(7,819)	(5,382)	(4,476)	(6,084)
投资活动现金流	(5,826)	(5,551)	(5,382)	(4,476)	(6,084)
负债变化	10,948	6,757	0	0	0
股本变化	51	(2)	0	0	0
股息	944	1,571	117	265	321
其他融资活动	(4,941)	(9,672)	3,260	852	1,300
融资活动现金流	7,002	(1,345)	3,377	1,117	1,621
现金变化	3,160	(968)	1,104	172	(855)
期初持有现金	2,319	5,479	4,512	5,616	5,787
汇率变动	17	15	16	17	18
期末持有现金	5,479	4,512	5,616	5,787	4,932

投资评级定义及免责条款

投资评级

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

免责声明

一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构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、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。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或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。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。在不同时期，国元证券经纪（香港）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。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）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。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限公司的资产管理部门、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不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）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。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

国元国际控股有限公司
香港中环康乐广场8号交易广场三期17楼
电话：(852) 3769 6888
传真：(852) 3769 6999
服务热线：400-888-1313
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>