

福莱特（601865.SH）

公司报告 | 首次评级报告



2025年10月16日

基本信息

所属行业	能源及材料
当前股价	17.73
总市值	415.40亿
PE-TTM	-179.89
PB-MRQ	1.94

估值结果

DDM估值	价值	443.35亿
	上行空间	6.7%
	状态	合理估值
动态估值	价值	432.67亿
	上行空间	4.2%
	状态	合理估值

四维评级

成长空间	★ ★ ★ ★ ☆
盈利趋势	★ ★ ★ ★ ☆
产业格局	★ ★ ★ ★ ☆
护城河	★ ★ ★ ★ ☆

核心评级结论

福莱特为光伏玻璃龙头企业，全球市占率超20%。

公司成长空间星级低，光伏新增装机量经过前几年快速增长，后续需求增速或将显著放缓，公司光伏玻璃未来业绩增速或将跟随行业同步放缓。公司盈利趋势星级较高，当前光伏玻璃价格位于历史低位，在光伏行业反内卷推动下，未来光伏玻璃价格有望回升，有望带动公司盈利改善。公司产业格局星级一般，光伏玻璃同质化程度高，且属于重资产行业，产能较难退出。公司护城河星级较高，公司作为光伏玻璃龙头，具备一定的规模效应，此外，公司向上游布局石英砂矿产资源，提高原材料自供比例，使得公司具备明显的成本优势。

基于未来在光伏行业反内卷政策推动下，光伏玻璃价格有望触底回升，叠加公司作为龙头，随着落后产能出清，公司市占率有望提升的假设，目前公司估值合理。

我们区别于市场的观点

相较于市场观点，我们采取更保守的预测，主要体现在两个方面，一是需求端，考虑到目前光伏新增装机基数大，叠加国内光伏消纳问题凸显，预计后续全球光伏新增装机需求增速或将显著放缓，体现在对公司光伏玻璃销量预测上更为保守；二是价格端，目前光伏玻璃基本面仍未实现明显改善，通过控产推动价格回升存在一定的不稳定性，且或将拉长落后产能出清进展，后续还需观察是否有更进一步的举措出台，因此在价格预测上更为保守。

风险提示

1) 若下游光伏新增装机需求不及预期，或将导致公司销量不及预期，进而对公司业绩产生影响；2) 若光伏玻璃产能出清不及预期，或将导致光伏玻璃价格回升不及预期，进而对公司业绩产生影响。

内容目录

1. 基本信息	4
2. 业务介绍	4
3. 商业模式	4
3.1 资产强度	4
3.2 研发高端度	5
3.3 客户集中度	5
3.4 供应商集中度	5
4. 历史经营绩效	5
4.1 历史盈利能力	5
4.2 历史成长能力	6
4.3 历史业务控制力及财务健康评级	6
4.4 股东回报评级	6
5. 四维评级	7
5.1 成长空间	7
5.2 盈利趋势	7
5.3 产业格局	7
5.4 护城河	7
6. 公司估值	8
6.1 核心假设及逻辑	8
6.2 动态估值	9
6.3 DDM估值	9
6.4 估值确定性	10

图表目录

图1：预测2025年收入占比	4
图2：预测2025年毛利占比	4
图3：近年公司盈利能力趋势图	5
图4：近年公司历史成长能力趋势图	6
图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势	6
图6：近年股东回报能力趋势图	6
表1：护城河详解表	8
表2：公司整体业绩预测	8
表3：公司分业务业绩预测	9
表4：公司整体及分业务动态估值	9
表5：公司整体及分业务DDM估值	9

1. 基本信息

公司主营业务涉及光伏玻璃、浮法玻璃、工程玻璃、家居玻璃、玻璃用石英矿的开采和销售、太阳能光伏电站的建设及电力销售，其中光伏玻璃为公司最主要的业务，2024年公司光伏玻璃收入占比达90%。

2. 业务介绍

对于福莱特公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

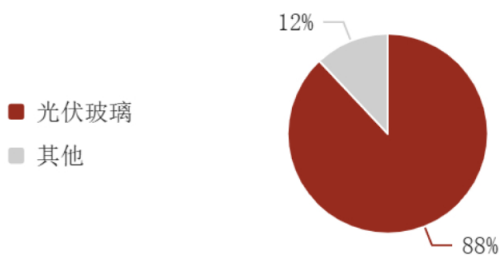
光伏玻璃：

光伏玻璃是一种用于太阳能光伏组件的特种玻璃，将太阳能电池片封装在玻璃内部，防止水分、气体和杂质侵蚀，延长电池寿命。我们对该业务的界定为全球光伏玻璃市场。

其他：

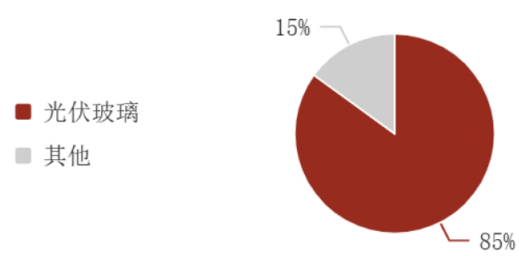
公司其他业务包括浮法玻璃、工程玻璃、家居玻璃、太阳能光伏电站的建设及电力销售等。

图1：预测2025年收入占比



数据来源：公司财报，壹评级

图2：预测2025年毛利占比



数据来源：公司财报，壹评级

3. 商业模式

福莱特主营业务为光伏玻璃，具备重资产属性，前期资本投入较大，行业具备一定的规模经济特征，公司作为龙头企业，具备一定的规模效应，此外，公司布局上游石英砂矿产资源，提高原料自供比例，使得公司具备明显的成本优势。

3.1 资产强度

低 较低 中等 较高 高

光伏玻璃为重资产行业，单座1200t/d窑炉投资额约9-10亿元，资产周转率较低，2024年公司固定资产周转率为1.19次。

3.2 研发高端度

低 较低 中等 较高 高

2024年公司研发费用为6.05亿元，研发人员数量为715人，人均研发投入为84.62万元，研发高端度较高，主要系公司不断推进降本，其在光伏玻璃配方、生产工艺和自爆率控制等关键技术方面处于行业领先水平。

3.3 客户集中度

低 较低 中等 较高 高

公司客户集中度较高，2024年前五名客户销售额占总销售额的比例为57.3%，主要系公司下游光伏组件行业集中度较高，公司与全球知名光伏组件厂商建立了长期合作关系所致。

3.4 供应商集中度

低 较低 中等 较高 高

公司供应商集中度较低，2024年公司前五名供应商采购额占年度采购总额的比例为41.9%，主要系公司上游纯碱、天然气等行业集中度较低所致。

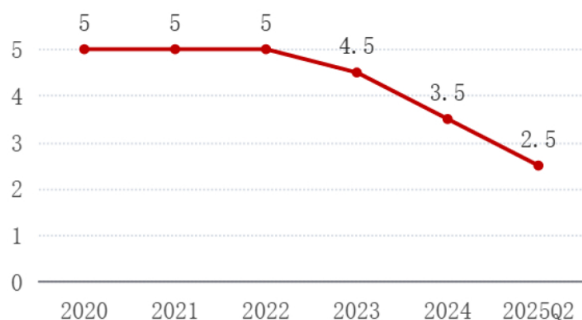
4. 历史经营绩效

2023年以来公司经营绩效呈下降趋势，主要系光伏玻璃竞争格局恶化，使得公司成长能力、盈利能力均有所下降所致。

4.1 历史盈利能力

★★★★☆

图3：近年公司盈利能力趋势图



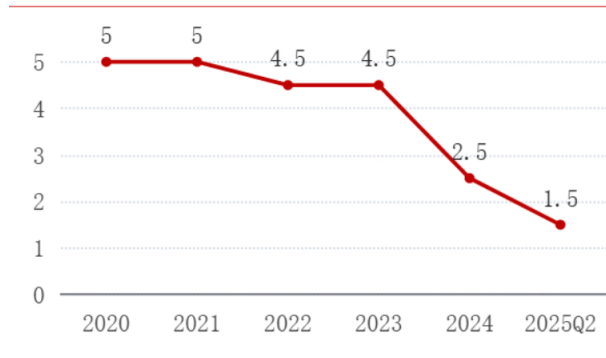
数据来源：公司财报，壹评级

2020-2022年公司盈利能力星级维持高位，主要系“双碳”政策推动+光伏度电成本下降，带动光伏装机需求爆发，进而推高光伏玻璃需求，使得公司光伏玻璃售价位于高位所致。2023年以来公司盈利能力星级呈下降趋势，主要系光伏玻璃产能释放，供给过剩导致光伏玻璃价格下行，公司光伏玻璃盈利承压所致。

4.2 历史成长能力

★★★★☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

2020-2023年公司成长能力星级维持高位，主要系下游光伏新增装机量快速增长，带动公司光伏玻璃销量大幅提升所致。2024年公司成长能力星级有所下降，主要随着进入者增多及光伏玻璃库存累积，公司销量增速大幅放缓，叠加光伏玻璃产能过剩使得公司光伏玻璃售价下降。2025年上半年公司成长能力星级进一步下降，主要系光伏玻璃竞争加剧，叠加公司自律控产，使得光伏玻璃量价齐降所致。

4.3 历史业务控制力及财务健康评级

★★★★☆

图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势



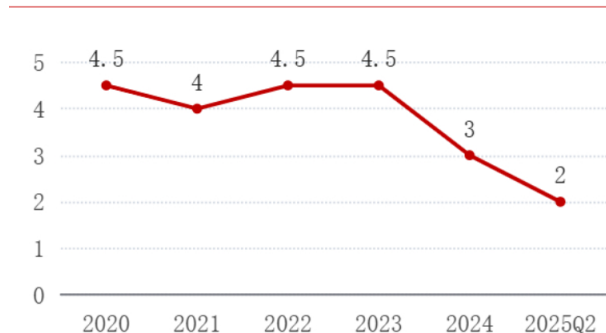
数据来源：公司财报，壹评级

2020-2022年公司业务控制力星级呈下降趋势，主要系上游原材料价格上涨叠加下游需求增长使得公司备货增加，双重作用下公司经营活动产生的现金流量净额有所下降所致。2023年以来公司业务控制力星级呈上升趋势，主要系上游原材料价格有所下降，叠加下游累库导致公司备货下降，公司经营活动产生的现金流量净额有所改善所致。

4.4 股东回报评级

★★★★☆

图6：近年股东回报能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

2020-2023年公司股东回报星级维持高位，主要在下光伏新增装机需求增长带动下，公司业绩表现良好，公司分红率较高所致。2024年以来，公司股东回报星级有所下降，主要系光伏玻璃竞争格局恶化，公司业绩承压，使得公司分红率有所下降所致。

5. 四维评级

综合来看，公司盈利趋势星级及护城河星级较高，主要基于未来在光伏行业反内卷推动下，公司盈利有望改善，叠加公司具备规模经济及资源优势护城河所致。公司成长空间星级较低，主要预计未来下游需求增速放缓将导致公司业绩增速放缓所致。

5.1 成长空间

★☆☆☆☆

公司成长空间星级低，主要预计后续光伏新增装机需求增速或将承压，进而带动公司业绩增速下降。

光伏玻璃(1.5星)：

公司光伏玻璃成长空间星级低，一方面，全球光伏新增装机量经过近几年快速增长，预计后续光伏新增装机需求增速或将承压，进而带动公司业绩增速下降；另一方面，公司业绩经过前期的快速发展，预计公司未来3年收入年均复合增速较过去3年收入年均复合增速有所下降。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

公司盈利趋势星级较好，主要系随着光伏行业反内卷推动，公司盈利有望迎来改善。

光伏玻璃(3.5星)：

公司光伏玻璃盈利趋势星级较好，主要系目前光伏玻璃价格位于历史底部，叠加光伏行业正在推动反内卷，预计后续在行业自律控产及推动落后产能出清的情况下，光伏玻璃价格有望回升，进而带动公司盈利改善。

5.3 产业格局

★★★★☆

公司产业格局星级一般，主要系光伏玻璃竞争激烈及产能退出较难所致。

光伏玻璃(3星)：

公司光伏玻璃产业格局星级一般，主要系目前光伏玻璃产能过剩，竞争激烈，叠加光伏玻璃属于重资产行业，产品同质化程度较高，产能退出较难所致。

5.4 护城河

★★★★☆

公司护城河星级较高，主要系公司具备规模经济及资源优势，且持续性较强所致。

表1：护城河详解表

	护城河宽度及解释	护城河持续性及解释
光伏玻璃	(4.5星) 公司光伏玻璃护城河宽度星级较高，主要系光伏玻璃呈现双寡头竞争格局，公司为光伏玻璃龙头，在产业链议价能力较强，使得其业务控制力星级较高。此外，公司光伏玻璃产能先进，未来随着落后产能出清，公司市占率有望进一步提升。	(4星) 公司具备规模经济及资源优势护城河，双重叠加下使得公司具备明显的成本优势。规模经济方面，公司为光伏玻璃龙头，全球市占率超20%，使得公司具备一定的规模效应，叠加公司持续推进窑炉大型化，进一步扩大成本优势，该项护城河持续性较强。资源优势方面，公司向上游布局石英砂矿产资源，自供比例超70%，由于石英砂矿产资源有限，公司抢先布局，因此该优势持续性较强。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

目前公司估值基本合理。

6.1 核心假设及逻辑

光伏玻璃：

收入假设：

1) 销量：在光伏玻璃竞争激烈的情况下，2025年公司自律控产，预计2025年公司光伏玻璃销量将同步下降。2026-2029年预计在下需求持续增长及光伏玻璃落后产能出清的情况下，公司市占率有望提升带动公司光伏玻璃销量增长。

2) 单价：在光伏玻璃竞争激烈的情况下，预计2025年公司光伏玻璃售价同比有所下降。2026-2029年预计随着光伏行业反内卷推进，加速落后产能出清，公司光伏玻璃售价有所回升。

盈利能力假设：

毛利率：在光伏玻璃价格同比下降情况下，预计2025年公司毛利率进一步承压下行。2026-2029年预计随着光伏玻璃价格回升，公司毛利率有望修复。

表2：公司整体业绩预测

福莱特	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	154.6	215.2	186.8	159.0	179.2	190.4	228.8	243.4
归母净利润(亿)	21.2	27.6	10.1	4.9	10.2	16.0	28.1	31.7
归母净利润增速(%)	0.1	30.1	-63.5	-50.9	106.0	56.9	76.3	12.8
经营性净利润(亿)	21.1	27.6	9.7	5.0	10.3	16.1	28.3	31.9
经营性净利润增速(%)	0.6	30.6	-64.8	-48.3	104.8	56.2	75.9	12.7
经营性归母净利润(亿)	21.1	27.6	9.6	4.9	10.2	16.0	28.1	31.7
经营性归母净利润增速(%)	0.6	30.4	-65.1	-48.6	106.0	56.9	76.3	12.8

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

光伏玻璃	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	136.8	196.8	168.2	140.2	160.1	171.2	209.3	223.7
收入增速(%)	92.1	43.8	-14.5	-16.6	14.2	6.9	22.3	6.9
经营性净利润(亿)	20.4	26.4	9.0	3.9	9.1	14.8	26.9	30.4
经营性净利率(%)	14.9	13.4	5.3	2.8	5.7	8.7	12.9	13.6
经营性净利润增速(%)	17.7	29.4	-66.1	-56.6	134.1	62.8	81.5	13.1
其他	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	17.8	18.5	18.7	18.9	19.0	19.2	19.4	19.6
收入增速(%)	11.8	3.8	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
经营性净利润(亿)	0.8	1.2	0.8	1.1	1.2	1.2	1.4	1.4
经营性净利率(%)	4.3	6.6	4.0	6.0	6.2	6.5	7.1	7.4
经营性净利润增速(%)	-79.5	61.4	-38.4	49.9	4.4	5.3	10.1	5.3

数据来源：壹评级

6.2 动态估值

表4：公司整体及分业务动态估值

业务	半显性期 CAGR	增速描述	产业格局	护城河 持续性	贴现率	综合倍数	有效盈利 预测(亿)
光伏玻璃	3.3%	中低	较好	较强	7.8%	14.35	34.0
其他	1.0%	中低	一般	一般	7.5%	12.15	1.4
业务	显性期 价值	显性期后 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
光伏玻璃(亿)	119.5	268.7	388.2	21.8	-	-	410.1
其他(亿)	10.5	9.9	20.4	2.4	1.5	1.3	22.6
公司整体测算(亿)	130.1	278.6	408.6	24.2	1.5	1.3	432.7

数据来源：壹评级

6.3 DDM估值

表5：公司整体及分业务DDM估值

业务	预测期 价值	永续期 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
光伏玻璃(亿)	191.6	206.7	398.3	21.8	-	-	420.1
其他(亿)	13.7	7.3	21.0	2.4	1.5	1.3	23.2
公司整体测算(亿)	205.3	214.0	419.3	24.2	1.5	1.3	443.4

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

★★★★☆

公司估值确定性星级一般，一方面，通过对比公司历史实际业绩与预测业绩，发现历史可预测性一般；另一方面，后续光伏玻璃产能出清进展存在一定的不确定性。

附注

四维评级

四维评级是对上市公司成长空间、盈利趋势、产业格局、护城河四个维度的评级，其综合评价了一家公司的基本面情况。在评级中，我们结合了财务数据、行业数据、公司调研等多元信息，在研究员深度研究后，利用壹评级的自研评价体系，得到公司的各维度星级。

四个维度的星级大致按如下比例分布：

星级	5	4.5	4	3.5	3	2.5	2	1.5	1	0.5
比例	3%	7%	10%	15%	15%	15%	15%	10%	7%	3%

①成长空间

成长空间主要衡量公司未来的收入成长能力，其综合考虑了中短期（未来5年）、长期（未来5到10年）公司的成长能力，也考虑了公司未来增长的边际变化及确定性。

②盈利趋势

盈利趋势主要反应的是未来5年内公司盈利及产品景气的波动趋势。我们综合考虑了未来行业的供需景气变动、价格成本变化及格局的趋势性改变。

③产业格局

产业格局衡量的是公司产品的竞争格局情况，在公司业务的产品属性基础上，结合未来格局、进入壁垒、对上下游议价能力及替代风险等角度，综合评价公司产品的产业竞争格局。

④护城河

护城河维度主要考虑当前公司的护城河宽度及未来公司护城河的可持续性，我们根据公司的超额盈利、业务控制力和市占率情况评价公司的护城河宽度，并将其归因到品牌、渠道、资源、技术等若干个潜在护城河之中，并对这些护城河的持续性做出合理评估。综合考虑护城河的宽度与持续性，给出护城河星级。

DDM估值

壹评级DDM估值是对公司未来的预测分红进行折现得出的估值。估值过程中，我们基于以下基本假设：公司在保持合理周转率、合理负债率以及合理必要现金前提下，公司未来盈利可分尽分

动态估值

壹评级动态估值，采用倍数法对公司价值进行快速评估。我们主要采用显性期（通常为5年）末两年末两年加权盈利预测—作为盈利基准，乘以适当倍数，根据风险折现后得到其估值。动态估值中的倍数以显性期后成长能力为基准，根据产业格局、护城河持续性、风险情况等进行调整，得到合适的估值倍数。

估值状态

估值状态主要用上行空间这一指标来衡量，上行空间(X) = 估值/市值-1，其与估值状态的对应关系如下：

区间	$X < -50\%$	$-50\% \leq X < -30\%$	$-33\% \leq X < -20\%$	$-20\% \leq X < 25\%$	$25\% \leq X < 50\%$	$50\% \leq X < 100\%$	$X \geq 100\%$
估值状态	严重高估	高估	偏高估	合理估值	偏低估	低估	严重低估

经营性净利润/经营性归母净利润

经营性净利润相比于报表净利润主要剔除了金融相关收益，如金融性收益、财务收入等，主要体现公司在业务经营方面产生的收益。经营性归母净利润则进一步剔除了其相关的少数股东损益。

量化星级部分

商业模式和历史经营绩效部分所列示的量化星级是根据上市公司披露的公开信息和数据加工处理而成的星级指标，以下为各分项的计算说明：

1. 历史成长能力

该评级主要是对公司的营业收入、营业利润、归母净利润等的增长率数据进行定量计算，得到星级结果。

2. 历史盈利能力

该评级主要对公司的ROE、ROIC、扣非净利率等数据进行定量计算，得到星级结果。

3. 历史业务控制力及财务健康评级

该评级主要对公司的经营性现金流净额的收入占比、净占款在资产中的占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

4. 股东回报评级

该评级主要对公司的盈利能力、分红率等数据进行定量计算，得到星级结果。

5. 资产强度

该评级主要对公司的固定资产、在建工程等长期经营资产的数值及比例等数据进行定量计算，得到星级结果。

6. 研发高端度

该评级主要对公司的人均研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

7. 研发强度

该评级主要对公司的单位收入研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

8. 营销强度

该评级主要对公司的单位收入销售费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

9. 人力资源密集度

该评级主要对公司的单位收入薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

10. 人力资源高端度

该评级主要对公司的人均薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

11. 客户集中度

该评级主要对公司的头部客户占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

12. 供应商集中度

该评级主要对公司的头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

13. 整体供应链集中度

该评级主要对公司的头部客户占比和头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断，不保证所包含信息不发生变更。在不同时期，本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时，本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改，客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用，均不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本研究资料中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。本研究资料版权归“壹评级”所有，未经事先书面授权，任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“壹评级”，且不得对本研究资料进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。