

买入

二轮减产加速产能出清，公司盈利复苏在望

福莱特玻璃 (6865.HK)

2026-9-1 星期二

【投资要点】

➤ 2026 年上半年净亏损 3.63 亿元，海外溢价空间收窄

2026 年上半年公司实现收入 66.68 亿元人民币，同比减少 13.81%；毛利 5.45 亿元，同比下降 49.85%，毛利率 8.18%，同比下降 5.87 个百分点；归属股东净利润-3.63 亿元（上年同期 2.61 亿元），基本每股亏损 0.16 元，同比转亏低于预期。转亏主要受价格拖累，二季度 2.0mm 镀膜最低成交价不足 9 元/平方米，创历史新低，全行业处于现金成本附近的普遍亏损状态；同期两座窑炉冷修计提固定资产及存货减值合计约 1.2 亿元，进一步加剧亏损。

期内核心光伏玻璃收入 58.62 亿元，同比下降 15.60%，占总收入 87.90%，毛利率 6.73%，同比下降 5.58 个百分点，为上市以来最低；分区域看，中国大陆收入 42.96 亿元，同比减少 20.60%；海外收入 23.72 亿元，同比增加 1.98%，占比由 30.1%提升至 35.6%，海外盈利水平优于国内，但受地缘局势影响燃料成本上涨，溢价空间收窄；因公司持有安全库存，成本上涨存在递延效应，上半年影响尚未完全体现，或将在后续报表逐步释放。

➤ 二轮减产有望加速产能出清，公司盈利复苏值得期待

隆众资讯数据显示，8 月初光伏玻璃从历史低位回升后，截至 8 月 28 日 2.0mm 镀膜主流价 9.5 元/平方米保持平稳；行业在产产能 71,365 吨/天，产能利用率 52.98%，前期 300-800 吨窑炉冷修后复产难度高，市场普遍预期二轮减产实质落地后，产能出清将更为彻底，且头部集中度将被动提升。光伏玻璃占组件成本比例较低，若供需边际改善，价格适当上调阻力较小，价格能否上涨核心取决于后续冷修的实际落地进度，但基于目前进展或仍需时日。中长期来看，上半年周期底部确立，随着低效产能持续退出，叠加下半年需求温和回暖有望推动价格企稳。公司凭借规模成本优势、低库存及较高外销占比，盈利韧性显著强于二三线企业。

➤ 给予“买入”评级，目标价 8.5 港元/股

公司作为行业领先企业，穿越周期低谷后，未来盈利和估值提升可期。我们公司更新目标价至 8.5 港元/股，对应 2027 年 19 倍 PE，目标价较现价有 30% 的涨幅空间，给予“买入”评级。

人民币百万元	FY2024	FY2025	2026E	2027E	2028E
收入	18,683	15,567	14,120	15,493	16,268
变动(%)	-13.2%	-16.7%	-9.3%	9.7%	5.0%
归属股东净利润	1,007	981	(308)	900	1,265
变动(%)	-63.5%	-2.6%	-	-	40.5%
基本每股盈利(元)	0.43	0.42	-0.13	0.38	0.54
市盈率@6.55 港元(倍)	13.1	13.4	-	14.7	10.5
每股股息(元)	0.13	0.15	-	0.08	0.11
股息现价比率(%)	2.3%	2.6%	-	1.4%	1.9%

数据来源：Wind、公司年报、国元证券经纪(香港)整理

目标价：**8.5 港元**

现价：**6.55 港元**

预计升幅：**30%**

重要数据

日期	2026-8-31
收盘价(港元)	6.55
总股本(亿股)	23.43
总市值(亿港元)	249
净资产(亿元)	218
总资产(亿元)	415
52 周高低(港元)	13.59/5.81
每股净资产(元)	9.61

数据来源:Wind、国元证券经纪(香港)整理

主要股东

阮洪良及关连人士、姜瑾华、阮泽云 (48.01%)

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-20241126/20250905

研究部

姓名：杨义琮

SFC: AXU943

电话：0755-21516065

Email: yangyq@gyzq.com.hk

【报告正文】

➤ 2026 年上半年净亏损 3.63 亿元，海外溢价空间收窄

2026 年上半年公司实现收入 66.68 亿元人民币，同比减少 13.81%；毛利 5.45 亿元，同比下降 49.85%，毛利率 8.18%，同比下降 5.87 个百分点；归属股东净利润-3.63 亿元（上年同期 2.61 亿元），基本每股亏损 0.16 元，同比转亏低于预期。转亏主要受价格拖累，二季度 2.0mm 镀膜最低成交价不足 9 元/平方米，创历史新低，全行业处于现金成本附近的普遍亏损状态；同期两座窑炉冷修计提固定资产及存货减值合计约 1.2 亿元，进一步加剧亏损。

期内核心光伏玻璃收入 58.62 亿元，同比下降 15.60%，占总收入 87.90%，毛利率 6.73%，同比下降 5.58 个百分点，为上市以来最低；分区域看，中国大陆收入 42.96 亿元，同比减少 20.60%；海外收入 23.72 亿元，同比增加 1.98%，占比由 30.1%提升至 35.6%，海外盈利水平优于国内，但受地缘局势影响燃料成本上涨，溢价空间收窄；因公司持有安全库存，成本上涨存在递延效应，上半年影响尚未完全体现，或将在后续报表逐步释放。

➤ 二轮减产有望加速产能出清，公司盈利复苏值得期待

隆众资讯数据显示，8 月初光伏玻璃从历史低位回升后，截至 8 月 28 日 2.0mm 镀膜主流价 9.5 元/平方米保持平稳；行业在产产能 71,365 吨/天，产能利用率 52.98%，前期 300-800 吨窑炉冷修后复产难度高，市场普遍预期二轮减产实质落地后，产能出清将更为彻底，且头部集中度将被动提升。光伏玻璃占组件成本比例较低，若供需边际改善，价格适当上调阻力较小，价格能否上涨核心取决于后续冷修的实际落地进度，但基于目前进展或仍需时日。中长期来看，上半年周期底部确立，随着低效产能持续退出，叠加下半年需求温和回暖有望推动价格企稳。公司凭借规模成本优势、低库存及较高外销占比，盈利韧性显著强于二三线企业。

➤ 给予“买入”评级，目标价 8.5 港元/股

公司作为行业领先企业，穿越周期低谷后，未来盈利和估值提升可期。

我们公司更新目标价至 8.5 港元/股，对应 2027 年 19 倍 PE，目标价较现价有 30%的涨幅空间，给予“买入”评级。

表 1：行业估值比较（20260831）

市场	代码	简称	货币	股价	市值 (亿)	PE				PB			
						2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E
A股	601865.SH	福莱特	RMB	10.03	216	24.0	72.8	18.8	11.9	1.1	1.1	1.0	0.9
	002623.SZ	亚玛顿	RMB	15.88	31	-	45.8	7.4	-	1.2	1.0	0.9	0.9
	000012.SZ	南玻A	RMB	3.76	86	91.0	33.2	16.4	11.9	0.9	0.9	0.9	0.9
平均						57.5	50.6	14.2	11.9	1.1	1.0	0.9	0.9
H股	0968.HK	信义光能	HKD	2.26	206	22.1	39.6	14.8	9.2	0.6	0.6	0.6	0.6
	0868.HK	信义玻璃	HKD	8.78	389	12.9	10.7	9.1	8.1	0.9	0.9	0.8	0.8
	6865.HK	福莱特玻璃	HKD	6.55	249	13.4	-	14.7	10.5	0.6	0.6	0.6	0.5
平均						17.5	25.2	12.0	8.7	0.8	0.8	0.7	0.7

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

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
收入	18,683	15,567	14,120	15,493	16,268
经营成本	15,788	12,935	12,850	12,704	13,014
销售费用	52	69	565	620	651
行政费用	328	336	424	465	488
财务开支	407	413	154	161	168
投资收益 (损失)	52	38	34	31	28
其他开支	121	104	94	84	76
税前盈利	1,130	1,080	(371)	1,081	1,519
所得税	112	88	(62)	182	256
少数股东应占利润	-	-	-	-	-
归属股东净利润	1,007	981	(308)	900	1,265
折旧及摊销	2,015	1,980	2,059	2,142	2,228
EBITDA	(1,396)	(1,421)	(3,184)	(1,872)	(1,556)
增长					
总收入 (%)	-13%	-17%	-9%	10%	5%
EBITDA (%)	-338%	2%	124%	-41%	-17%

资产负债表

人民币百万元, 财务年度截至12月31日

	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E
货币资金	5,295	4,014	3,371	4,548	4,133
应收账款	2,595	2,429	2,388	2,620	2,751
存货	1,733	1,735	1,322	1,307	1,339
其他流动资产	4,254	4,098	6,227	6,392	6,519
流动资产	13,877	12,277	13,309	14,868	14,743
固定资产	16,395	17,571	17,675	17,742	17,979
其他固定资产	12,647	12,536	12,444	12,986	13,644
非流动资产	29,043	30,108	30,119	30,728	31,623
总资产	42,920	42,384	43,428	45,596	46,366
流动负债	8,696	7,841	7,874	7,994	8,250
应付帐款	4,024	3,987	3,622	3,581	3,669
短期银行贷款	1,017	832	1,031	1,031	1,031
其他短期负债	3,655	3,022	3,220	3,381	3,550
非流动负债	12,440	11,932	13,081	14,410	13,911
长期银行贷款	7,092	6,443	6,765	7,103	7,459
其他负债	5,348	5,489	6,316	7,307	6,453
总负债	21,136	19,773	20,955	22,404	22,161
少数股东权益	-	-	-	-	-
股东权益	21,784	22,612	22,473	23,193	24,204
每股账面值(人民币元)	10.17	10.55	9.50	9.81	10.24
营运资金	5,182	4,435	5,435	6,874	6,493

财务分析

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
盈利能力					
EBITDA 利率 (%)	-7%	-9%	-23%	-12%	-10%
净利率 (%)	5%	6%	-2%	6%	8%
营运表现					
SG&A/收入 (%)	2%	2%	3%	3%	3%
实际税率 (%)	10%	8%	17%	17%	17%
股息支付率 (%)	30%	36%	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 (%)	5%	4%	-1%	4%	5%
ROA (%)	2%	2%	-1%	2%	3%
财务状况					
净负债/股本	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2
收入/总资产	0.44	0.37	0.33	0.34	0.35
总资产/股本	1.97	1.87	1.93	1.97	1.92
收入对利息倍数	45.8	37.6	91.5	96.2	96.8

现金流量表

人民币百万元, 财务年度截至12月31日

	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E
EBITDA	(1,396)	(1,421)	(3,184)	(1,872)	(1,556)
融资成本	562	491	154	161	168
营运资金变化	(2,466)	(746)	999	1,439	(382)
所得税	0	0	0	0	0
营运现金流	5,913	2,911	2,573	3,223	3,714
资本开支	1,378	1,507	0	0	0
其他投资活动	(6,929)	(4,431)	(2,865)	(1,592)	(1,742)
投资活动现金流	(5,551)	(2,924)	(2,865)	(1,592)	(1,742)
负债变化	4,016	3,009	0	0	0
股本变化	(2)	(0)	0	0	0
股息	1,571	336	(62)	180	253
其他融资活动	(6,930)	(4,093)	(97)	(600)	(2,605)
融资活动现金流	(1,345)	(749)	(158)	(420)	(2,352)
现金变化	(968)	(792)	(482)	1,177	(415)
期初持有现金	5,479	4,512	3,719	3,237	4,414
汇率变动	15	(31)	(32)	(34)	(36)
期末持有现金	4,512	3,719	3,237	4,414	3,999

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>