

福斯特 (603806)

2022 年年报&2023 年一季报点评: 胶膜盈利周期底部已现, 背板+新材料 23 年加速放量买入 (维持)

2023 年 04 月 23 日

证券分析师 曾朵红

执业证书: S0600516080001
021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 陈瑶

执业证书: S0600520070006
chenyao@dwzq.com.cn

研究助理 郭亚男

执业证书: S0600121070058
guoyn@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	18,877	26,516	35,402	45,310
同比	47%	40%	34%	28%
归属母公司净利润 (百万元)	1,579	2,820	3,650	4,780
同比	-28%	79%	29%	31%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	1.19	2.12	2.74	3.59
P/E (现价&最新股本摊薄)	42.53	23.81	18.40	14.05

关键词: #产能扩张

投资要点

- **事件:** 公司发布 2022 年年报及 2023 年一季报, 2022 年实现营收 188.77 亿元, 同增 46.82%, 归母净利 15.79 亿元, 同降 28.13%, 其中 2022Q4, 营收 53.31 亿元, 同增 35.71%, 环增 17.66%, 归母净利 0.45 亿元, 同降 94.75%, 环降 90.52%。2022 年毛利率 15.62%, 同降 9.44pct, 2022Q4 毛利率 5.90%, 同降 24.04pct, 环降 12.40pct。2023Q1 公司实现营收 49.13 亿元, 同增 26.48%, 环降 7.84%; 归母净利 3.64 亿元, 同增 7.46%, 环增 706.44%。2023Q1 毛利率为 12.29%, 同降 4.08pct, 环增 6.39pct。
- **22H2 胶膜盈利承压、看好 23 年量利双升。** 公司 2022 年胶膜出货 13.21 亿平, 同增 36.51%, 全年均价 12.76 元/平, 同增 7.3%, 测算单平净利约 1.1 元, 同减 49%, 盈利下滑主要受 2022H2 需求减弱胶膜价格速降+高价粒子库存的影响所致。2023Q1 公司胶膜出货约 4.6 亿平, 同环增 65%/14%, POE 类占比约 40%, 略有提升, 我们测算 2023Q1 单平净利约 7 毛, 环增约 6 毛, 行业剧烈波动下公司优秀的成本控制能力得以体现, 胶膜盈利迅速回升。2023 年看, 硅料价格下行将推动地面电站放量, 叠加 N 型电池技术快速渗透至 30%+, 盈利更优的 POE 类需求有望高增, 我们预计 2023 年底公司胶膜产能达 25 亿平, 全年出货 20 亿平+, POE 类占 40%+, 出货结构优化, 盈利能力进一步提升。
- **光伏背板上量迅猛, 新材料业务多点开花。** 基于充分的技术积累和精准的市场策略, 公司光伏背板与新材料业务持续景气: 1) 2022 年背板出货 1.23 亿平, 同增 81%, 2023 年随海内外分布式市场继续发力, 我们预计背板出货 2 亿平+, 同增 60%+, 延续高增速; 2) 2022 年感光干膜出货 1.10 亿平, 同增 7.0%, 我们预计 2023 年随 AI、5G、智能车等增长热点推动 PCB 需求提升, 公司感光干膜出货增速有望提升至 30-50%; 3) 2022 年功能膜业务稳扎稳打, 其中铝塑膜出货 600 万平, 客户群体自 3C 逐步延伸至储能及动力电池, 我们预计 2023 年随铝塑膜热法工艺稳定出货, 同时水处理膜差异化道路获得下游认可, 公司功能膜业务有望完成 0-1 进程。产能建设来看, 公司积极推进新材料业务及原材料扩产, 未来产能规模化+核心原材料自供有望推动毛利率将进一步提升。
- **盈利预测与投资评级:** 基于胶膜竞争加剧, 我们下调公司 2023-2024 年盈利预测, 我们预计 2023-2025 年归母净利润 28.2/36.5/47.8 亿元 (前值为 35.6/42.3 亿元), 同比+79%/+29%/+31%。基于公司胶膜龙头地位, 我们给予公司 2023 年 32xPE, 目标价 67.7 元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 政策不及预期, 竞争加剧。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	50.42
一年最低/最高价	49.43/117.14
市净率(倍)	4.86
流通 A 股市值(百万元)	67,136.51
总市值(百万元)	67,136.51

基础数据

每股净资产(元,LF)	10.38
资产负债率(% ,LF)	30.80
总股本(百万股)	1,331.55
流通 A 股(百万股)	1,331.55

相关研究

《福斯特(603806): 2022 年三季报点评: Q3 下游减产胶膜承压, 胶膜龙头盈利引领全行业》

2022-10-30

《福斯特(603806): 2022 年中报点评: Q2 顺价能力良好, 彰显龙头风范》

2022-08-30

图表目录

图 1:	2022 年营业收入 188.77 亿元, 同比+46.82% (亿元, %)	.....
图 2:	2022 年归母净利润 15.79 亿元, 同比-28.13% (亿元, %)	.....
图 3:	2023Q1 营业收入 49.13 亿元, 同比+26.48% (亿元, %)	.....
图 4:	2023Q1 归母净利润 3.64 亿元, 同比+7.46% (亿元, %)	.....
图 5:	2022 年毛利率、净利率分别为 15.62%、8.36% (%)	.....
图 6:	2023Q1 毛利率、净利率分别为 12.29%、7.42% (%)	.....
图 7:	2022 年期间费用 8.58 亿元, 同比+40.00% (亿元, %)	.....
图 8:	2023Q1 期间费用 2.22 亿元, 同比+21.18% (亿元, %)	.....
图 9:	2022 年期间费用率 4.54%, 同比-0.22pct (%)	.....
图 10:	2023Q1 期间费用率 4.52%, 同比-0.2pct (%)	.....
图 11:	2022 年经营活动现金净流入 0.26 亿元 (亿元, %)	.....
图 12:	2023Q1 经营活动现金净流出-9.84 亿元 (亿元, %)	.....
图 13:	2022 年期末合同负债 0.65 亿元, 同比+18.13% (亿元, %)	.....
图 14:	2023Q1 期末合同负债 0.57 亿元, 同比-34.99% (亿元, %)	.....

表 1:	2022 年收入 188.77 亿元, 同比增长 46.82%; 归母净利润 15.79 亿元, 同比下降 28.13% (单位: 亿元)
------	---	-------

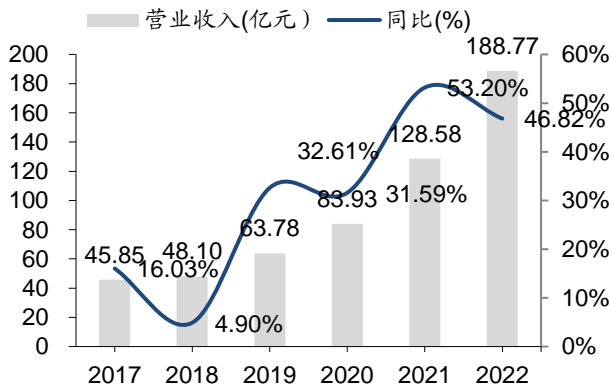
事件: 公司发布 2022 年年报及 2023 年一季报, 2022 年实现营收 188.77 亿元, 同增 46.82%, 归母净利 15.79 亿元, 同降 28.13%, 其中 2022Q4, 营收 53.31 亿元, 同增 35.71%, 环增 17.66%, 归母净利 0.45 亿元, 同降 94.75%, 环降 90.52%。2022 年毛利率 15.62%, 同降 9.44pct, 2022Q4 毛利率 5.90%, 同降 24.04pct, 环降 12.40pct。2023Q1 公司实现营收 49.13 亿元, 同增 26.48%, 环降 7.84%; 归母净利 3.64 亿元, 同增 7.46%, 环增 706.44%。2023Q1 毛利率为 12.29%, 同降 4.08pct, 环增 6.39pct。

表1: 2022 年收入 188.77 亿元, 同比增长 46.82%; 归母净利润 15.79 亿元, 同比下降 28.13% (单位: 亿元)

福斯特	2022	2021	同比	2023Q1	2022Q1	同比	2022Q4	环比
营业收入	188.77	128.58	46.8%	49.13	38.84	26.5%	53.31	-7.8%
营业成本	159.29	96.36	0.0%	43.09	32.48	0.0%	50.17	-14.1%
毛利率	15.6%	25.1%	-9.4pct	12.3%	16.4%	-4.1pct	5.9%	6.4pct
营业利润	16.99	24.71	-31.2%	3.98	3.86	3.0%	0.07	5713.2%
利润总额	17.02	24.69	-31.1%	3.97	3.85	3.1%	0.06	6112.5%
归属母公司净利润	15.79	21.97	-28.1%	3.64	3.39	7.5%	0.45	706.4%
扣非归母净利润	14.44	21.40	-32.5%	3.46	3.15	9.7%	(0.00)	-
归母净利率	8.4%	17.1%	-8.7pct	7.4%	8.7%	-1.3pct	0.8%	6.6pct
扣非归母净利率	7.6%	16.6%	-9.0pct	7.0%	8.1%	-1.1pct	0.0%	7.0pct

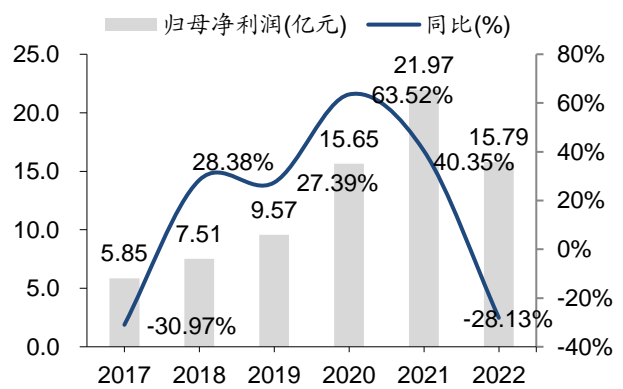
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图1: 2022 年营业收入 188.77 亿元, 同比+46.82%(亿元, %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

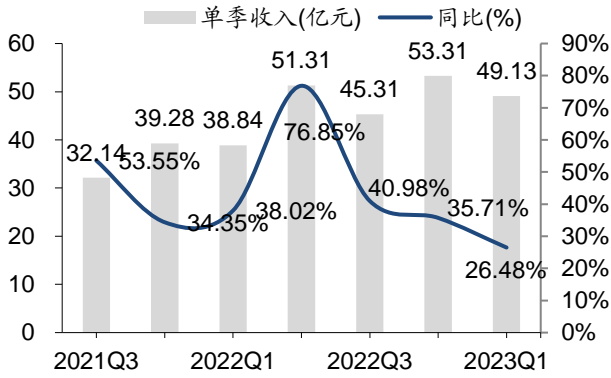
图2: 2022 年归母净利润 15.79 亿元, 同比-28.13%(亿元, %)



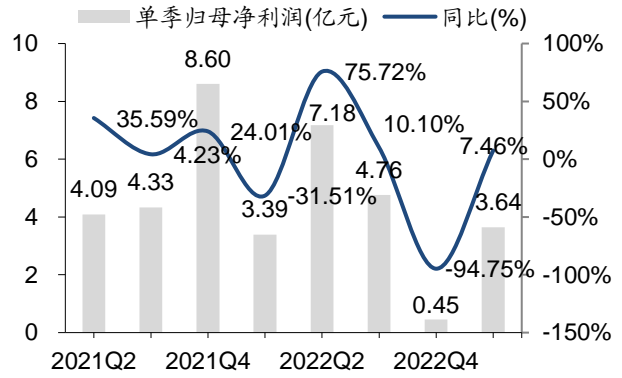
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图3: 2023Q1 营业收入 49.13 亿元, 同比+26.48%(亿元, %)

图4: 2023Q1 归母净利润 3.64 亿元, 同比+7.46%(亿元, %)

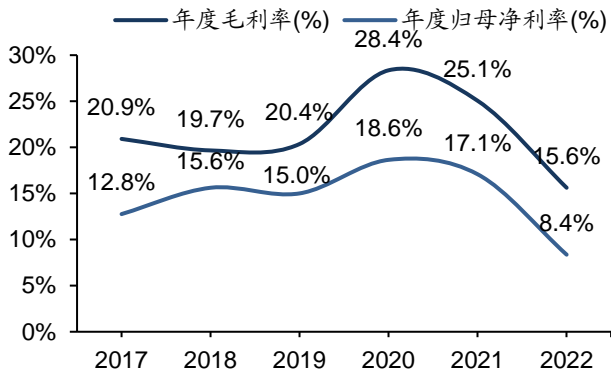


数据来源: Wind, 东吴证券研究所



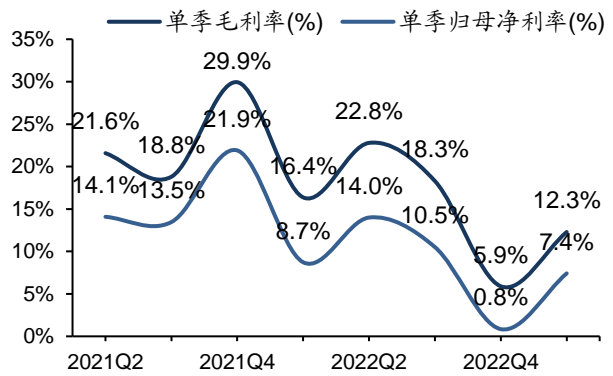
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 2022年毛利率、净利率分别为15.62%、8.36%(%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 2023Q1毛利率、净利率分别为12.29%、7.42%(%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

22H2 胶膜盈利承压、看好 23 年量利双升。公司 2022 年胶膜出货 13.21 亿平，同增 36.51%，12.76 元/平，同增 7.3%，测算单平净利约 1.1 元，同减 49%，盈利下滑主要受 2022H2 需求减弱胶膜价格速降+高价粒子库存的影响所致。2023Q1 公司胶膜出货约 4.6 亿平，同环增 65%/14%，POE 类占比约 40%，略有提升，我们测算 2023Q1 单平净利约 7 毛，环增约 6 毛，行业剧烈波动下公司优秀的成本控制能力得以体现，胶膜盈利迅速回升。2023 年看，硅料价格下行将推动地面电站放量，叠加 N 型电池技术快速渗透至 30%+，盈利更优的 POE 类需求有望高增，我们预计 2023 年底公司胶膜产能达 25 亿平，全年出货 20 亿平+，POE 类占 40%+，出货结构优化，盈利能力进一步提升。

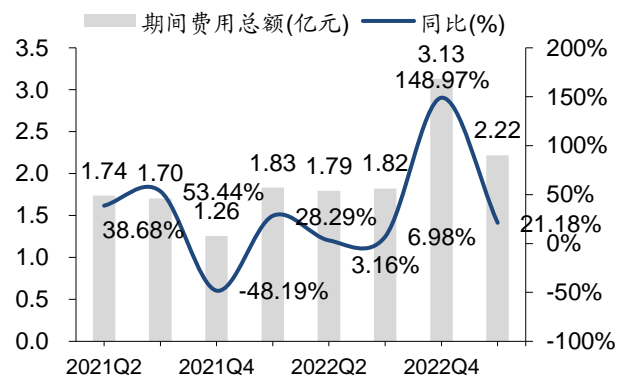
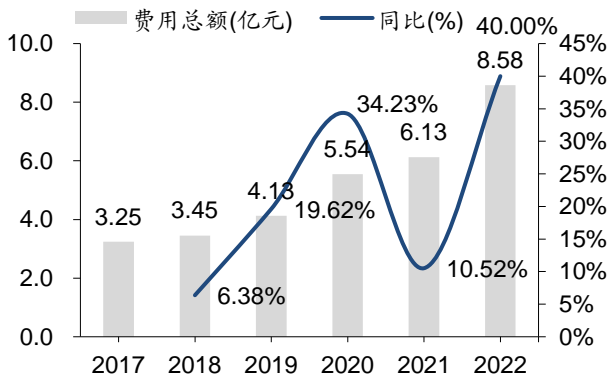
光伏背板上量迅猛，新材料业务多点开花。基于充分的技术积累和精准的市场策略，公司光伏背板与新材料业务持续景气：1)2022 年背板出货 1.23 亿平，同增 81%，2023 年随海内外分布式市场继续发力，我们预计背板出货 2 亿平+，同增 60%+，延续高增速；2)2022 年感光干膜出货 1.10 亿平，同增 7.0%，我们预计 2023 年随 AI、5G、智能车等增长热点推动 PCB 需求提升，公司感光干膜出货增速有望提升至 30-50%；3)2022 年功能膜业务稳扎稳打，其中铝塑膜出货 600 万平，客户群体自

3C 逐步延伸至储能及动力电池，我们预计 2023 年随铝塑膜热法工艺稳定出货、同时水处理膜差异化道路获得下游认可，公司功能膜业务有望完成 0-1 进程。产能建设来看，公司积极推进新材料业务及原材料扩产，未来产能规模化+核心原材料自供有望推动毛利率将进一步提升。

规模优势放大、费用率明显下降。公司 2022 年期间费用合计 8.58 亿元，同比增长 40.00%；期间费用率为 4.54%，同比下降 0.22pct。销售、管理、研发、财务费用分别同比上升 12.06%、上升 53.38%、上升 42.16%、上升 72.63% 至 0.59 亿元、2.35 亿元、6.45 亿元、-0.82 亿元；费用率分别下降 0.1、上升 0.05、下降 0.11、下降 0.06 个百分点至 0.32%、1.25%、3.42%、-0.43%。公司 2023Q1 期间费用合计 2.22 亿元，同比增长 21.18%，环比下降 29.08%；期间费用率为 4.52%，同比下降 0.20pct，环比下降 1.35pct。销售、管理、研发、财务费用分别同比上升 34.80%、上升 19.29%、上升 19.76%、上升 0.53% 至 0.15 亿元、0.45 亿元、1.67 亿元、-0.06 亿元；费用率分别同比上升 0.02、下降 0.06、下降 0.19、上升 0.03 个百分点至 0.31%、0.93%、3.39%、-0.11%。

图7：2022 年期间费用 8.58 亿元，同比+40.00% (亿元，%)

图8：2023Q1 期间费用 2.22 亿元，同比+21.18% (亿元，%)

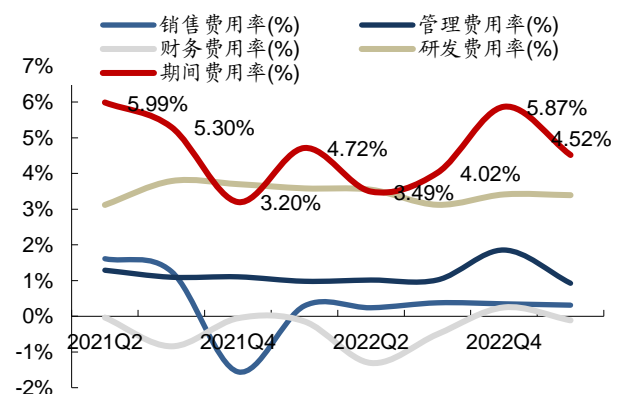
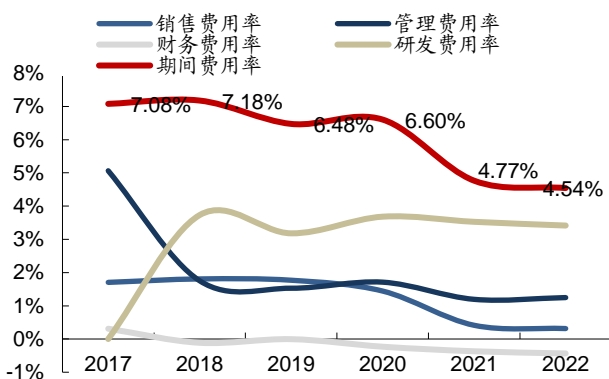


数据来源：Wind，东吴证券研究所

数据来源：Wind，东吴证券研究所

图9：2022 年期间费用率 4.54%，同比-0.22pct (%)

图10：2023Q1 期间费用率 4.52%，同比-0.2pct (%)

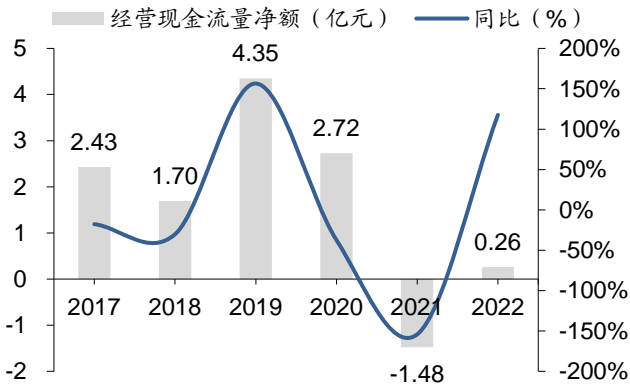


数据来源：Wind，东吴证券研究所

数据来源：Wind，东吴证券研究所

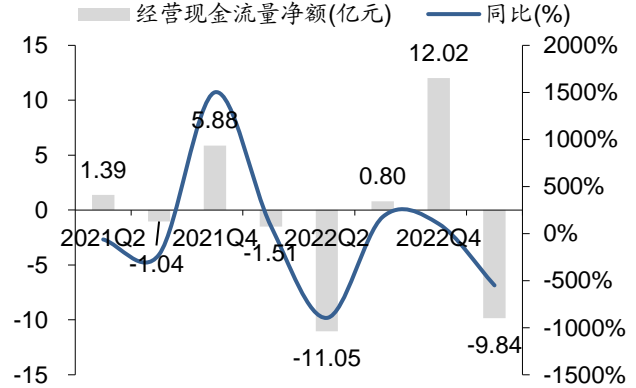
现金流优异，存货同比增长。2022年经营活动现金流量净流入0.26亿元，同比增长117.65%。销售商品取得现金158.91亿元，同比增长66.88%。期末合同负债0.65亿元，同比增长18.13%。期末应收账款37.76亿元，同比增长16.04%。应收账款周转天数同比下降11.87天至67.04天。期末存货35.16亿元，同比上升43.52%。存货周转天数同比上升3.57天至67.51天。

图11: 2022年经营活动现金净流入0.26亿元(亿元, %)



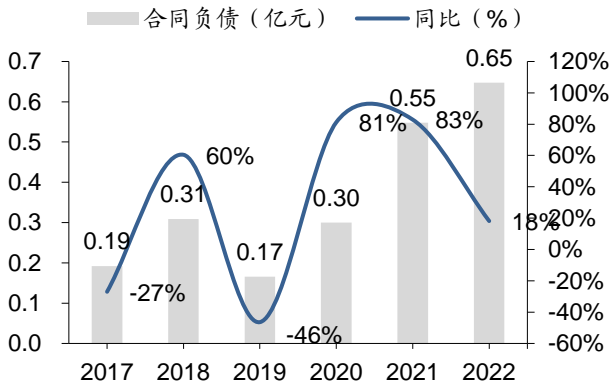
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图12: 2023Q1经营活动现金净流出-9.84亿元(亿元, %)



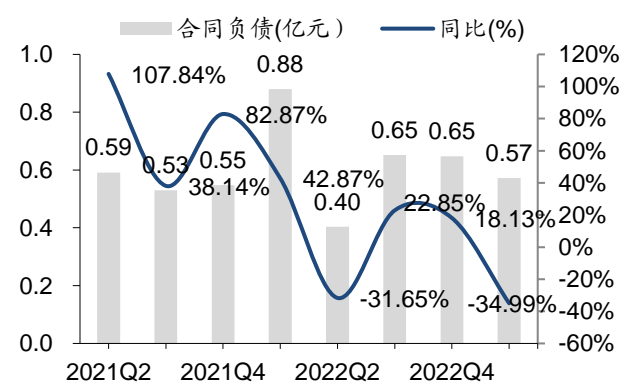
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图13: 2022年期末合同负债0.65亿元, 同比+18.13%(亿元, %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图14: 2023Q1期末合同负债0.57亿元, 同比-34.99%(亿元, %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

盈利预测与投资评级: 基于胶膜竞争加剧, 我们下调公司2023-2024年盈利预测, 我们预计2023-2025年归母净利润28.2/36.5/47.8亿元(前值为35.6/42.3亿元), 同比+79%/+29%/+31%。基于公司胶膜龙头地位, 我们给予公司2023年32xPE, 目标价67.7元, 维持“买入”评级。

风险提示: 政策不及预期, 竞争加剧。

福斯特三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	16,453	19,222	23,817	29,647	营业总收入	18,877	26,516	35,402	45,310
货币资金及交易性金融资产	6,269	5,006	4,527	5,486	营业成本(含金融类)	15,929	22,226	29,683	37,933
经营性应收款项	6,329	9,155	12,193	15,536	税金及附加	53	61	81	95
存货	3,516	4,705	6,729	8,243	销售费用	59	83	103	122
合同资产	9	11	14	18	管理费用	235	246	389	453
其他流动资产	330	345	354	364	研发费用	645	821	1,009	1,287
非流动资产	3,742	3,866	3,991	4,127	财务费用	-82	56	12	-12
长期股权投资	1	1	1	1	加:其他收益	57	66	64	77
固定资产及使用权资产	2,532	2,915	3,104	3,253	投资净收益	87	61	71	91
在建工程	454	210	161	162	公允价值变动	-5	6	3	3
无形资产	463	447	432	417	减值损失	-471	-26	-120	-178
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	-7	5	7	9
长期待摊费用	3	3	3	4	营业利润	1,699	3,137	4,148	5,433
其他非流动资产	289	289	289	289	营业外净收支	3	0	0	0
资产总计	20,195	23,088	27,808	33,773	利润总额	1,702	3,137	4,149	5,433
流动负债	3,602	3,534	4,604	5,788	减:所得税	123	316	498	652
短期借款及一年内到期的非流动负债	1,299	2	2	2	净利润	1,579	2,821	3,651	4,781
经营性应付款项	2,010	2,710	3,619	4,665	减:少数股东损益	1	1	1	1
合同负债	65	111	148	190	归属母公司净利润	1,579	2,820	3,650	4,780
其他流动负债	228	711	834	931	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.19	2.12	2.74	3.59
非流动负债	2,582	2,582	2,582	2,582	EBIT	1,542	3,080	4,136	5,419
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	1,791	3,403	4,507	5,833
应付债券	2,515	2,515	2,515	2,515	毛利率(%)	15.62	16.18	16.15	16.28
租赁负债	7	7	7	7	归母净利率(%)	8.36	10.63	10.31	10.55
其他非流动负债	61	61	61	61	收入增长率(%)	46.82	40.47	33.51	27.99
负债合计	6,184	6,117	7,186	8,371	归母净利润增长率(%)	-28.13	78.63	29.43	30.96
归属母公司股东权益	13,981	16,941	20,590	25,370					
少数股东权益	30	30	31	33					
所有者权益合计	14,011	16,971	20,622	25,403					
负债和股东权益	20,195	23,088	27,808	33,773					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	26	420	60	1,529	每股净资产(元)	10.11	12.33	15.07	18.66
投资活动现金流	-307	-386	-422	-453	最新发行在外股份(百万股)	1,332	1,332	1,332	1,332
筹资活动现金流	3,981	-1,309	-124	-124	ROIC(%)	9.53	14.84	17.07	18.68
现金净增加额	3,721	-1,275	-486	953	ROE-摊薄(%)	11.29	16.65	17.72	18.84
折旧和摊销	249	323	371	414	资产负债率(%)	30.62	26.49	25.84	24.78
资本开支	-572	-440	-488	-539	P/E(现价&最新股本摊薄)	42.53	23.81	18.40	14.05
营运资本变动	-2,190	-3,297	-4,239	-3,952	P/B(现价)	4.99	4.09	3.35	2.70

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：(0512) 62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

