

# 福斯特 (603806.SH)

买入 (维持评级)

公司点评  
证券研究报告

## 胶膜盈利阶段承压显龙头韧性, 背板份额快速提升

### 业绩简评

4月21日公司披露2022年报和2023一季报, 2022年实现营收188.77亿元, 同比+46.8%; 实现归母净利润15.79亿元, 同比-28.1%。其中, Q4实现营收53.31亿元, 同比+35.7%; 实现归母净利润0.45亿元, 同比-94.8%。1Q23实现营收49.13亿元, 同比+26.5%; 实现归母净利润3.64亿元, 同比+7.46%、环比+706%。

### 经营分析

**胶膜阶段性盈利承压显龙头经营韧性, Q1盈利显著修复。**2022年公司胶膜出货13.21亿平, 同比增长37%, 测算Q4出货约4亿平, 环比增长约35%。Q4胶膜核心原材料EVA树脂价格大幅下调, 受调价周期及高价库存影响, 胶膜环节盈利承压, 公司凭借成本优势在行业普遍亏损的背景下仍维持盈利, 综合毛利率下降12.4PCT至5.9%。春节后光伏组件排产快速恢复, 胶膜环节开工率逐渐提升, Q1公司胶膜出货约4.6亿平, 环比增长13%, 高价库存逐步消化, 综合毛利率恢复至12.3%, 测算胶膜单平盈利约0.7元/平。近期光伏国内及海外需求逐步启动, 胶膜及粒子价格回升, 预计公司盈利能力将持续改善。

**持续推进全球化布局, 多样化产品体系保障龙头地位。**公司持续推进产能布局, 预计2023年底胶膜产能超25亿平, 同时规划越南基地2.5亿平产能完善全球化布局, 充足产能保障份额优势。此外, 公司技术研发行业领先, 具有转光胶膜、丁基胶、连接膜、EP胶膜等针对多种组件新技术的产品储备, 有望充分受益N型组件量产, 龙头地位稳固。

**背板市占率快速提升, 电子材料贡献业绩增长点。**2022年公司背板出货1.23亿平, 同比增长81%。公司凭借成熟的CPC背板研发和生产体系实现出货和市占率的快速提升, 已启动嘉兴年产1.1亿平背板扩产计划, 有望通过差异化产品持续提升背板份额。此外, 公司电子材料业务竞争力持续提升, 成功导入鹏鼎控股等一线PCB大厂, 2022年在消费电子需求下降的背景下仍实现感光干膜销量持平, 有望持续增强竞争力, 贡献新的业绩增长点。

### 盈利预测、估值与评级

根据我们对产品价格的最新判断, 调整公司2023-2024年归母净利润预测至31(-17%)、42.9(-8%)亿元, 新增2025年预测54.2亿元, 对应EPS 2.33/3.22/4.07元, 维持“买入”评级。

### 风险提示

原材料价格上涨超预期; 竞争格局恶化。

新能源与电力设备组

分析师: 姚遥 (执业S1130512080001)

yaoy@gjzq.com.cn

联系人: 张嘉文

zhangjiawen@gjzq.com.cn

市价 (人民币): 50.42元

相关报告:

- 《Q3困境中彰显龙头优势, Q4迎量利齐升-福斯特2022年三季报...》, 2022.10.30
- 《业绩符合预期, 胶膜、背板出货量高增长-福斯特2022年中报点...》, 2022.8.30
- 《Q1盈利能力触底, 后续有望逐季度提升-福斯特2022年一季报...》, 2022.5.2



### 公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	12,858	18,877	28,832	35,597	46,076
营业收入增长率	53.20%	46.82%	52.73%	23.46%	29.44%
归母净利润(百万元)	2,197	1,579	3,100	4,292	5,417
归母净利润增长率	40.35%	-28.13%	96.38%	38.45%	26.23%
摊薄每股收益(元)	2.309	1.186	2.328	3.223	4.069
每股经营性现金流净额	-0.16	0.02	0.97	1.89	1.78
ROE(归属母公司)(摊薄)	18.04%	11.29%	19.26%	21.74%	22.25%
P/E	56.53	56.04	21.66	15.64	12.39
P/B	10.20	6.33	4.17	3.40	2.76

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)**

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>主营业务收入</b>	<b>8,393</b>	<b>12,858</b>	<b>18,877</b>	<b>28,832</b>	<b>35,597</b>	<b>46,076</b>
增长率	53.2%	46.8%	52.7%	23.5%	29.4%	
主营业务成本	-6,013	-9,636	-15,929	-24,183	-29,406	-38,206
%销售收入	71.6%	74.9%	84.4%	83.9%	82.6%	82.9%
毛利	2,380	3,222	2,948	4,649	6,191	7,870
%销售收入	28.4%	25.1%	15.6%	16.1%	17.4%	17.1%
营业税金及附加	-35	-42	-53	-58	-71	-92
%销售收入	0.4%	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%
销售费用	-121	-53	-59	-86	-107	-138
%销售收入	1.4%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
管理费用	-144	-154	-235	-317	-392	-507
%销售收入	1.7%	1.2%	1.2%	1.1%	1.1%	1.1%
研发费用	-309	-454	-645	-980	-1,210	-1,567
%销售收入	3.7%	3.5%	3.4%	3.4%	3.4%	3.4%
息税前利润 (EBIT)	1,771	2,519	1,956	3,207	4,411	5,566
%销售收入	21.1%	19.6%	10.4%	11.1%	12.4%	12.1%
财务费用	19	47	82	-26	-15	5
%销售收入	-0.2%	-0.4%	-0.4%	0.1%	0.0%	0.0%
资产减值损失	-59	-150	-471	-80	-17	-29
公允价值变动收益	-2	2	-5	0	0	0
投资收益	40	26	186	200	200	240
%税前利润	2.2%	1.0%	10.9%	5.9%	4.3%	4.1%
营业利润	1,790	2,471	1,699	3,372	4,670	5,896
营业利润率	21.3%	19.2%	9.0%	11.7%	13.1%	12.8%
营业外收支	-8	-2	3	5	5	5
税前利润	1,782	2,469	1,702	3,377	4,675	5,901
利润率	21.2%	19.2%	9.0%	11.7%	13.1%	12.8%
所得税	-217	-271	-123	-277	-383	-484
所得税率	12.2%	11.0%	7.2%	8.2%	8.2%	8.2%
净利润	1,565	2,198	1,579	3,100	4,292	5,417
少数股东损益	0	1	1	0	0	0
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>1,565</b>	<b>2,197</b>	<b>1,579</b>	<b>3,100</b>	<b>4,292</b>	<b>5,417</b>
净利率	18.6%	17.1%	8.4%	10.8%	12.1%	11.8%

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	1,565	2,198	1,579	3,100	4,292	5,417
少数股东损益	0	1	1	0	0	0
非现金支出	191	345	720	449	507	640
非经营收益	-39	-57	-85	-12	-58	-107
营运资金变动	-1,445	-2,634	-2,188	-2,250	-2,229	-3,584
<b>经营活动现金净流</b>	<b>272</b>	<b>-148</b>	<b>26</b>	<b>1,286</b>	<b>2,512</b>	<b>2,367</b>
资本开支	-355	-531	-572	-1,002	-1,145	-1,145
投资	0	0	-1	1	0	0
其他	-1,477	2,048	266	200	200	240
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-1,832</b>	<b>1,517</b>	<b>-307</b>	<b>-801</b>	<b>-945</b>	<b>-905</b>
股权募资	349	14	536	-521	0	0
债权募资	1,329	-13	3,801	-491	-288	-47
其他	-296	-347	-357	-631	-790	-951
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>1,382</b>	<b>-346</b>	<b>3,981</b>	<b>-1,643</b>	<b>-1,078</b>	<b>-998</b>
<b>现金净流量</b>	<b>-200</b>	<b>992</b>	<b>3,721</b>	<b>-1,158</b>	<b>489</b>	<b>464</b>

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,677	2,669	6,266	5,107	5,594	6,057
应收款项	4,183	4,979	6,097	7,935	9,796	12,680
存货	974	2,450	3,516	3,896	4,737	6,155
其他流动资产	2,485	659	575	1,035	1,194	1,460
流动资产	9,318	10,756	16,453	17,972	21,322	26,353
%总资产	80.7%	78.6%	81.5%	80.5%	81.0%	82.6%
长期投资	0	0	1	0	0	0
固定资产	1,799	2,423	2,977	3,514	4,082	4,529
%总资产	15.6%	17.7%	14.7%	15.7%	15.5%	14.2%
无形资产	274	367	465	559	653	745
非流动资产	2,227	2,932	3,742	4,352	5,012	5,551
%总资产	19.3%	21.4%	18.5%	19.5%	19.0%	17.4%
<b>资产总计</b>	<b>11,545</b>	<b>13,688</b>	<b>20,195</b>	<b>22,324</b>	<b>26,334</b>	<b>31,904</b>
短期借款	0	6	1,299	811	523	476
应付款项	775	1,046	2,075	2,295	2,790	3,625
其他流动负债	357	409	227	513	667	845
流动负债	1,131	1,460	3,602	3,618	3,980	4,947
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	1,384	38	2,582	2,582	2,581	2,580
负债	2,516	1,498	6,184	6,200	6,561	7,526
<b>普通股股东权益</b>	<b>9,025</b>	<b>12,176</b>	<b>13,981</b>	<b>16,095</b>	<b>19,743</b>	<b>24,348</b>
其中：股本	770	951	1,332	1,332	1,332	1,332
未分配利润	5,344	7,025	8,091	10,726	14,374	18,978
少数股东权益	4	14	30	30	30	30
<b>负债股东权益合计</b>	<b>11,545</b>	<b>13,688</b>	<b>20,195</b>	<b>22,324</b>	<b>26,334</b>	<b>31,904</b>

**比率分析**

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>每股指标</b>						
每股收益	2.034	2.309	1.186	2.328	3.223	4.069
每股净资产	11.727	12.802	10.500	12.088	14.827	18.286
每股经营现金净流	0.354	-0.155	0.020	0.966	1.887	1.778
每股股利	0.000	0.000	0.150	0.349	0.483	0.610
<b>回报率</b>						
净资产收益率	17.34%	18.04%	11.29%	19.26%	21.74%	22.25%
总资产收益率	13.56%	16.05%	7.82%	13.89%	16.30%	16.98%
投入资本收益率	14.98%	18.38%	10.16%	15.11%	17.73%	18.65%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	31.59%	53.20%	46.82%	52.73%	23.46%	29.44%
EBIT 增长率	105.08%	42.22%	-22.36%	63.97%	37.53%	26.18%
净利润增长率	63.52%	40.35%	-28.13%	96.38%	38.45%	26.23%
总资产增长率	39.01%	18.56%	47.54%	10.55%	17.96%	21.15%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	87.3	80.0	68.0	60.0	60.0	60.0
存货周转天数	57.1	64.8	68.3	60.0	60.0	60.0
应付账款周转天数	43.2	32.4	30.1	28.0	28.0	28.0
固定资产周转天数	71.0	56.8	48.8	40.0	37.7	32.3
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-9.12%	-22.69%	-17.52%	-11.06%	-12.94%	-12.59%
EBIT 利息保障倍数	-91.1	-53.0	-23.9	123.0	295.1	-1,032.2
资产负债率	21.79%	10.94%	30.62%	27.77%	24.91%	23.59%

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

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2021-08-18	增持	130.90	N/A
2	2021-10-29	增持	136.40	N/A
3	2022-03-18	买入	124.90	145.00
4	2022-05-02	买入	92.74	145.00
5	2022-08-30	买入	68.32	N/A
6	2022-10-30	买入	64.00	N/A

来源：国金证券研究所

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：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402