

## 背板产销高增，胶膜盈利修复

### 投资要点

- 业绩总结:** 公司发布2022年年度报告和2023年一季度报告。2022年公司实现营业收入188.8亿元，同比增长46.8%；归母净利润15.8亿元，同比下降28.1%；扣非净利润14.4亿元，同比下降32.5%；EPS 1.19元。2023年一季度公司实现营业收入49.1亿元，同比增长26.5%；归母净利润3.6亿元，同比增长7.5%；扣非净利润3.5亿元，同比增长9.7%；EPS 0.27元。
- 22H2 光伏胶膜盈利受 EVA 粒子价格骤降、原材料库存减值以及下游开工波动等因素影响而承压，23Q1 盈利修复。** 2022 年海内外光伏装机需求高涨，光伏组件及胶膜需求随之增长。公司为全球光伏胶膜龙头，22 年胶膜销量 13.2 亿平，同比增长 36.5%；受 EVA 粒子价格上涨和 POE 胶膜占比提升的影响，公司全年光伏胶膜销售均价 12.8 元/平，同比增长 7.3%；全年光伏胶膜营收 168.5 亿元，同比增长 46.4%。然 22H2 受 EVA 粒子价格骤降，以及 Q4 末组件开工波动，EVA 胶膜价格下降且原材料库存、减值成本增加，胶膜盈利承压：22Q4 公司综合毛利率 5.9%，环比下降约 12.4pp；净利率 0.85%，环比下降约 9.7pp。**23Q1 随着组件开工回暖(Q1 销量 4.61 亿平)、EVA 粒子价格底部回升，公司适时上调胶膜价格，盈利环比提升，一季度综合毛利率 12.3%，净利率至 7.4%。**
- 下半年 N 型电池组件放量，POE 胶膜出货占比有望进一步提升。** 针对 TOPCon、HJT 等 N 型组件，公司拥有 POE、EPE、EP、转光胶膜等与之适配。当前公司 POE 类胶膜占比 40% 以上，23H2 随着下游 N 型组件起量，公司 POE 类胶膜占比或进一步提升。公司作为全球光伏胶膜龙头，POE 粒子保供能力强，POE 类胶膜出货量有望显著增长，亦推动盈利进一步提升。
- 背板业务增量显著，23 年销量预期提升。** 2022 年公司光伏背板销量 1.2 亿平，同比增长约 81%；营收 13.4 亿元，同比增长近 85%，背板市占率提升。23Q1 公司背板销量 0.36 亿平，全年预期至 2 亿平左右。
- 电子材料进展顺利，出货与营收实现增长。** 2022 年公司感光干膜销量 1.1 亿平，同比小幅增长，电子材料营收 4.7 亿元，同比增长 4.2%。在终端消费电子需求下降的趋势下，公司电子材料销量与营收保持增长，成功导入鹏鼎控股等一线 PCB 大厂，印证公司产品市场竞争力持续提升。
- 盈利预测与投资建议:** 公司为光伏胶膜龙头，胶膜市场份额保持稳定；N 型电池组件放量后 POE 类胶膜占比提升，盈利能力稳中有升。我们预计未来三年公司归母净利润 CAGR 为 43.21%，维持“买入”评级。
- 风险提示:** 全球光伏装机需求不及预期的风险；原材料成本上涨，盈利能力下降的风险；行业竞争加剧，价格快速下降的风险；政策变化的风险。

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	18877.50	25803.31	34405.82	37653.45
增长率	46.82%	36.69%	33.34%	9.44%
归属母公司净利润(百万元)	1578.57	2625.06	3628.10	4549.71
增长率	-28.13%	66.29%	38.21%	25.40%
每股收益 EPS(元)	1.19	1.97	2.72	3.42
净资产收益率 ROE	11.27%	16.62%	19.20%	20.02%
PE	41	25	18	14
PB	4.68	4.15	3.47	2.88

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 韩晨  
执业证号: S1250520100002  
电话: 021-58351923  
邮箱: hch@swsc.com.cn

分析师: 敖颖晨  
执业证号: S1250521080001  
电话: 021-58351917  
邮箱: ayc@swsc.com.cn

联系人: 谢尚师  
电话: 021-58351679  
邮箱: xss@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	13.32
流通 A 股(亿股)	13.32
52 周内股价区间(元)	47.3-113.5
总市值(亿元)	654.19
总资产(亿元)	143.09
每股净资产(元)	13.16

### 相关研究

- 福斯特(603806): 胶膜盈利韧性凸显, POE 出货占比提升 (2022-11-01)
- 福斯特(603806): 胶膜盈利修复, 背板产销高增 (2022-09-04)

## 盈利预测

### 关键假设：

假设 1: 光伏装机需求持续增长, 公司作为光伏胶膜龙头, 市场份额保持稳定。2023~2025 年公司光伏胶膜销量分别为 20 亿平、25 亿平、30 亿平。

假设 2: 光伏背板需求随装机需求而增长, 公司光伏背板市占率提升, 2023~2025 年背板销量分别为 2 亿平、2.5 亿平、3 亿平; 2023 年背板均价较 2022 年下降 20%, 2024~2025 年稳定在 8.5 元/平, 毛利率稳定在 12%。

假设 3: 公司电子材料业务进展顺利, 2023~2025 年公司感光干膜销量增速分别为 30%、50%、20%, 均价与毛利率随产品性能而有所提升。

基于以上假设, 我们预测公司 2023-2025 年分业务收入成本如下表:

**表 1: 分业务收入及毛利率**

单位: 百万元		2022A	2023E	2024E	2025E
光伏胶膜	收入	16852.3	23185.8	30973.5	33451.3
	增速	46.4%	37.6%	33.6%	8.0%
	毛利率	15.6%	13.9%	15.7%	17.9%
光伏背板	收入	1341.0	1741.1	2125.0	2550.0
	增速	84.7%	29.8%	22.1%	20.0%
	毛利率	12.1%	12.0%	12.0%	12.0%
太阳能发电系统	收入	54.2	60.0	60.0	60.0
	增速	-28.3%	10.7%	0.0%	0.0%
	毛利率	47.4%	50.0%	50.0%	50.0%
电子材料	收入	465.2	646.4	1077.4	1422.1
	增速	4.2%	39.0%	66.7%	32.0%
	毛利率	20.4%	22.0%	23.0%	25.0%
其他主营业务	收入	111.0	120.0	120.0	120.0
	增速	113.9%	8.1%	0.0%	0.0%
	毛利率	-1.5%	5.0%	5.0%	5.0%
其他业务	收入	53.7	50.0	50.0	50.0
	增速	10.8%	-7.0%	0.0%	0.0%
	毛利率	78.8%	75.0%	75.0%	75.0%
合计	收入	18877.5	25803.3	34405.8	37653.4
	增速	46.8%	36.7%	33.3%	9.4%
	毛利率	15.6%	14.2%	15.8%	17.9%

数据来源: Wind, 西南证券

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	18877.50	25803.31	34405.82	37653.45	净利润	1579.21	2625.56	3628.60	4550.21
营业成本	15929.06	22150.71	28973.11	30924.52	折旧与摊销	243.68	225.52	247.47	258.51
营业税金及附加	52.61	81.89	105.26	114.92	财务费用	-81.99	155.98	114.04	106.47
销售费用	59.49	38.70	68.81	75.31	资产减值损失	-158.22	-5.00	-5.00	0.00
管理费用	880.27	645.08	1204.20	1430.83	经营营运资本变动	-1611.85	-1092.99	-3357.54	-1066.00
财务费用	-81.99	155.98	114.04	106.47	其他	55.21	87.60	87.59	117.05
资产减值损失	-158.22	-5.00	-5.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	26.04	1996.67	715.16	3966.23
投资收益	86.85	0.00	0.00	0.00	资本支出	-652.59	-300.00	-250.00	-100.00
公允价值变动损益	-4.87	-2.42	-3.23	-2.96	其他	345.25	-118.72	38.31	-4.35
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	-307.34	-418.72	-211.69	-104.35
<b>营业利润</b>	1698.95	2733.53	3942.16	4998.44	短期借款	1297.25	-1297.25	0.00	0.00
其他非经营损益	3.06	1.43	1.97	1.79	长期借款	0.00	100.00	100.00	100.00
<b>利润总额</b>	1702.01	2734.96	3944.13	5000.23	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	122.80	109.40	315.53	450.02	支付股利	-332.89	-315.71	-525.01	-725.62
净利润	1579.21	2625.56	3628.60	4550.21	其他	3016.31	-679.28	-114.04	-106.47
少数股东损益	0.64	0.50	0.50	0.50	<b>筹资活动现金流净额</b>	3980.68	-2192.25	-539.05	-732.09
归属母公司股东净利润	1578.57	2625.06	3628.10	4549.71	<b>现金流量净额</b>	3721.29	-614.30	-35.58	3129.80
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	6265.96	5651.66	5616.08	8745.88	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	4549.14	7331.18	9593.50	10320.01	销售收入增长率	46.82%	36.69%	33.34%	9.44%
存货	3515.60	4958.28	6763.70	7092.12	营业利润增长率	-31.24%	60.89%	44.22%	26.79%
其他流动资产	2122.01	598.26	696.49	763.58	净利润增长率	-28.14%	66.26%	38.20%	25.40%
长期股权投资	1.22	1.22	1.22	1.22	EBITDA 增长率	-28.84%	67.42%	38.16%	24.62%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	2977.22	3100.47	3151.77	3042.04	毛利率	15.62%	14.16%	15.79%	17.87%
无形资产和开发支出	462.89	414.37	365.85	317.33	三费率	4.54%	3.25%	4.03%	4.28%
其他非流动资产	300.65	300.40	300.14	299.89	净利率	8.37%	10.18%	10.55%	12.08%
<b>资产总计</b>	20194.69	22355.83	26488.77	30582.07	ROE	11.27%	16.62%	19.20%	20.02%
短期借款	1297.25	0.00	0.00	0.00	ROA	7.82%	11.74%	13.70%	14.88%
应付和预收款项	2159.66	3749.52	4648.14	4806.10	ROIC	12.65%	19.77%	21.96%	23.67%
长期借款	0.00	100.00	200.00	300.00	EBITDA/销售收入	9.86%	12.07%	12.51%	14.24%
其他负债	2727.27	2707.10	2737.83	2748.59	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	6184.19	6556.62	7585.97	7854.69	总资产周转率	1.11	1.21	1.41	1.32
股本	1331.55	1331.55	1331.55	1331.55	固定资产周转率	8.34	9.43	11.43	12.39
资本公积	3425.39	3425.39	3425.39	3425.39	应收账款周转率	4.97	4.79	4.48	4.16
留存收益	8702.88	11012.23	14115.32	17939.41	存货周转率	5.19	5.08	4.91	4.44
归属母公司股东权益	13980.96	15769.17	18872.25	22696.34	销售商品提供劳务收到现金营业收入	84.18%	—	—	—
少数股东权益	29.54	30.04	30.54	31.04	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	14010.51	15799.21	18902.80	22727.39	资产负债率	30.62%	29.33%	28.64%	25.68%
负债和股东权益合计	20194.69	22355.83	26488.77	30582.07	带息债务/总负债	61.64%	39.88%	35.79%	35.84%
					流动比率	4.57	4.79	4.72	5.41
					速动比率	3.59	3.51	3.31	3.99
					股利支付率	21.09%	12.03%	14.47%	15.95%
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E	<b>每股指标</b>				
EBITDA	1860.64	3115.03	4303.67	5363.42	每股收益	1.19	1.97	2.72	3.42
PE	41.44	24.92	18.03	14.38	每股净资产	10.50	11.84	14.17	17.05
PB	4.68	4.15	3.47	2.88	每股经营现金	0.02	1.50	0.54	2.98
PS	3.47	2.54	1.90	1.74	每股股利	0.25	0.24	0.39	0.54
EV/EBITDA	33.68	19.89	14.44	11.02					
股息率	0.51%	0.48%	0.80%	1.11%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路166号中国保险大厦20楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街35号国际企业大厦A座8楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道6023号创建大厦4楼

邮编：518040

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路32号西南证券总部大楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyfy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyfy@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
卞黎旻	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn	
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn