



买入（维持）

所属行业：电气设备
当前价格(元)：47.24

证券分析师

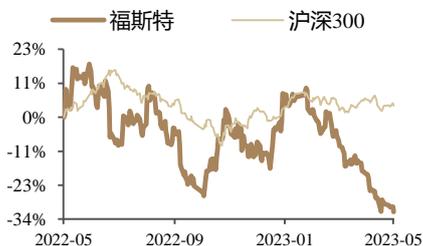
彭广春

资格编号：S0120522070001

邮箱：penggc@tebon.com.cn

研究助理

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-16.03	-26.60	-33.54
相对涨幅(%)	-13.72	-26.45	-32.36

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

1. 《福斯特(603806)：全球光伏胶膜龙头企业，沧海横流不改王者本色》，2023.2.28

福斯特(603806.SH)：胶膜为基，多点开花

投资要点

- 事件：**公司2022年实现营业收入188.77亿元，同比增长46.82%，归属上市公司股东净利润15.79亿，同比下降28.13%。归属上市公司股东扣非净利润14.44亿，同比下降32.53%。2023年Q1公司实现营业收入49.13亿元，同比增长26.48%，归属于上市公司股东净利润3.64亿元，同比增长7.46%，归属于上市公司股东扣非净利润3.46亿元，同比增长9.65%。
- 公司胶膜产品全球市占率保持稳定，23年出货同比维持增长。**2022年公司实现光伏胶膜产品销售量13.21亿平米，同比增长36.51%，连续多年市场占有率超过50%。公司光伏胶膜产品系列丰富，涵盖适用于晶硅电池/薄膜电池、单面电池/双面电池、单玻组件/双玻组件等不同技术路线的多样化需求，并不断满足近年来下游组件技术变化对产品提出的要求。未来面对海外光伏组件产能不断增长的产业趋势，公司将继续在泰国、越南等地持续扩张优势产能，阶段性在2023年实现光伏胶膜年设计产能超25亿平米，预计可封装260GW组件。
- 公司光伏背板全球市占率快速提升。**2022年公司实现光伏背板产品销售量1.23亿平米，同比增长80.64%，实现营业收入13.41亿元，同比增长84.74%，全球市占率快速提升。公司的光伏背板业务能在激烈的市场竞争中取得上述显著的成绩，得益于公司前期充分的技术积累和精准的市场策略，属于厚积薄发。公司的光伏背板产品品类齐全，涵盖复合型和涂覆型，尤其是涂覆型(CPC)光伏背板是公司重点投入自主研发的产品。公司始终注重质量第一、可靠性第一的理念发展背板产品，逐步得到绝大部分头部客户的认可，随着近些年终端市场对光伏背板产品性价比的重视程度提升，公司凭借成熟的CPC背板研发生产体系，产品出货量和市场占有率均快速提升，已经成为光伏背板产品的头部企业。公司基于完善的技术积累和良好的客户基础，启动嘉兴年产1.1亿平方米光伏背板产品的扩产项目，未来公司将视市场需求继续投放新产能，利用差异化产品、高性价比优势助力公司持续提升在光伏背板领域的市场份额。
- 公司感光干膜已进入大型PCB厂商的供应体系，同时稳步发展功能膜材料业务。**公司基于长期从事光伏封装材料领域所积累的薄膜形态高分子材料制备技术体系，数年前即对感光干膜等PCB领域的电子材料进行重点研发和产业化探索。目前，公司感光干膜产品已进入大型PCB厂商的供应体系，市场需求有望继续提升。公司的铝塑复合膜业务和RO支撑膜业务稳扎稳打，提升产品性能、扩展产品品类、完善生产设备。继干法工艺产品稳定出货之后，铝塑复合膜的热法工艺产品也开始形成出货，2022年实现铝塑复合膜销售量600万平米，产品的应用领域和客户群体也逐步从3C电池拓展到储能电池和动力电池，产品知名度和行业排名均有提升，2023年有望实现出货量的大幅增长。RO支撑膜继续开展差异化产品研发，获得下游客户的认可，并在水处理等工业应用领域继续发力，同时不断完善公司自主研发的生产设备，从配方、工艺和设备多个角度进行改进，不断提升支撑膜的产品性能。
- 投资建议：**公司作为光伏胶膜龙头企业，市场地位稳固，背板业务快速发展，电子材料和功能性膜材料业务前景广阔，预计公司23-25年归母净利润为30.11/37.96/46.12亿元，对应PE为21X/17X/14X，维持“买入”评级。
- 风险提示：**产业链价格波动风险，行业政策变化风险，终端需求不足风险。

股票数据		主要财务数据及预测					
总股本(百万股):	1,331.55		2021	2022	2023E	2024E	2025E
流通 A 股(百万股):	1,331.55	营业收入(百万元)	12,858	18,877	25,416	30,808	35,692
52 周内股价区间(元):	47.24-81.62	(+/-)YOY(%)	53.2%	46.8%	34.6%	21.2%	15.9%
总市值(百万元):	62,902.20	净利润(百万元)	2,197	1,579	3,011	3,796	4,612
总资产(百万元):	20,822.34	(+/-)YOY(%)	40.4%	-28.1%	90.7%	26.1%	21.5%
每股净资产(元):	10.77	全面摊薄 EPS(元)	1.65	1.19	2.26	2.85	3.46
资料来源: 公司公告		毛利率(%)	25.1%	15.6%	18.0%	18.4%	18.8%
		净资产收益率(%)	18.0%	11.3%	15.9%	16.9%	17.3%
		资料来源: 公司年报 (2021-2022), 德邦研究所					
		备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润					

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标(元)				
每股收益	1.19	2.26	2.85	3.46
每股净资产	10.50	14.26	16.85	20.04
每股经营现金流	0.02	-0.78	3.16	0.97
每股股利	0.15	0.00	0.26	0.27
价值评估(倍)				
P/E	55.83	20.89	16.57	13.64
P/B	6.33	3.31	2.80	2.36
P/S	3.33	2.47	2.04	1.76
EV/EBITDA	48.03	16.81	12.80	10.65
股息率%	0.2%	0.0%	0.6%	0.6%
盈利能力指标(%)				
毛利率	15.6%	18.0%	18.4%	18.8%
净利润率	8.4%	11.9%	12.3%	12.9%
净资产收益率	11.3%	15.9%	16.9%	17.3%
资产回报率	7.8%	13.0%	13.9%	14.4%
投资回报率	8.0%	14.4%	15.5%	15.7%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	46.8%	34.6%	21.2%	15.9%
EBIT 增长率	-35.8%	109.2%	25.5%	20.3%
净利润增长率	-28.1%	90.7%	26.1%	21.5%
偿债能力指标				
资产负债率	30.6%	18.0%	18.0%	16.5%
流动比率	4.6	4.7	4.7	5.2
速动比率	3.4	3.5	3.5	4.0
现金比率	1.7	1.0	1.5	1.4
经营效率指标				
应收帐款周转天数	67.0	74.2	72.6	72.2
存货周转天数	67.4	64.4	65.3	65.4
总资产周转率	0.9	1.1	1.1	1.1
固定资产周转率	7.5	8.5	9.1	9.7

现金流量表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	1,579	3,011	3,796	4,612
少数股东损益	1	1	2	2
非现金支出	720	362	428	492
非经营收益	-85	-1	-61	-80
营运资金变动	-2,188	-4,411	43	-3,734
经营活动现金流	26	-1,038	4,207	1,292
资产	-572	-837	-868	-863
投资	-1	0	-0	-0
其他	266	91	110	133
投资活动现金流	-307	-746	-759	-730
债权募资	3,801	-2,465	-10	203
股权募资	536	2,000	0	0
其他	-357	-85	-390	-403
融资活动现金流	3,981	-549	-400	-200
现金净流量	3,721	-2,333	3,048	362

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 5 月 9 日
 资料来源：公司年报 (2021-2022)，德邦研究所

利润表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	18,877	25,416	30,808	35,692
营业成本	15,929	20,851	25,131	28,966
毛利率%	15.6%	18.0%	18.4%	18.8%
营业税金及附加	53	89	105	118
营业税金率%	0.3%	0.4%	0.3%	0.3%
营业费用	59	102	132	143
营业费用率%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%
管理费用	235	330	401	464
管理费用率%	1.2%	1.3%	1.3%	1.3%
研发费用	645	889	1,078	1,231
研发费用率%	3.4%	3.5%	3.5%	3.5%
EBIT	1,542	3,226	4,048	4,871
财务费用	-82	-9	-19	-62
财务费用率%	-0.4%	-0.0%	-0.1%	-0.2%
资产减值损失	-158	0	0	0
投资收益	87	91	110	133
营业利润	1,699	3,320	4,169	5,058
营业外收支	3	0	-1	-1
利润总额	1,702	3,321	4,168	5,056
EBITDA	1,791	3,588	4,476	5,363
所得税	123	309	370	442
有效所得税率%	7.2%	9.3%	8.9%	8.7%
少数股东损益	1	1	2	2
归属母公司所有者净利润	1,579	3,011	3,796	4,612

资产负债表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	6,266	3,933	6,981	7,343
应收账款及应收票据	4,292	7,282	6,481	9,389
存货	3,516	3,946	5,176	5,344
其它流动资产	2,379	3,821	4,105	4,917
流动资产合计	16,453	18,982	22,743	26,993
长期股权投资	1	1	2	2
固定资产	2,523	2,988	3,373	3,685
在建工程	454	367	319	275
无形资产	463	552	645	738
非流动资产合计	3,742	4,212	4,644	5,006
资产总计	20,195	23,194	27,387	31,999
短期借款	1,297	1,297	1,297	1,513
应付票据及应付账款	2,010	2,036	2,737	2,800
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	294	720	775	867
流动负债合计	3,602	4,053	4,809	5,180
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	2,582	118	108	95
非流动负债合计	2,582	118	108	95
负债总计	6,184	4,171	4,916	5,275
实收资本	1,332	1,332	1,332	1,332
普通股股东权益	13,981	18,992	22,438	26,690
少数股东权益	30	31	32	34
负债和所有者权益合计	20,195	23,194	27,387	31,999

信息披露

分析师与研究助理简介

彭广春，同济大学工学硕士。曾任职于上汽集团技术中心动力电池系统部、安信证券研究中心、华创证券研究所，2019年新财富入围、水晶球第三，2022年加入德邦证券研究所，担任所长助理及电新首席。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准：	类别	评级	说明
以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦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。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。