

# 福斯特 (603806)

## 福斯特 2023 年中报点评: Q2 盈利修复+市占率提升, 行业底部彰显龙头优势

买入 (维持)

2023 年 08 月 25 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

证券分析师 郭亚男

执业证书: S0600523070003

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	23,417	35,293	45,162
同比	47%	24%	51%	28%
归属母公司净利润 (百万元)	1,579	2,502	3,650	4,780
同比	-28%	58%	46%	31%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.85	1.34	1.96	2.56
P/E (现价&最新股本摊薄)	34.14	21.54	14.77	11.27

关键词: #产能扩张 #新产品、新技术、新客户

### 投资要点

■ **事件:** 公司发布 2023 年中报, 2023H1 营收/归母净利/扣非净利 106/8.9/8.2 亿元, 同比+17.8/-16.3/-17.8%, 其中 2023Q2 营收/归母净利/扣非净利为 57/5.2/4.8 亿元, 同比+11.1/-27.5/-30.4%。2023H1 毛/净利率 14.6/8.3%, 同比-5.4/-3.4pct, 其中 2023Q2 毛/净利率 16.6/9.1%, 同比-6.2/-4.8pct, 环比+4.3/+1.7pct。2023H1 经营活动现金净流出 18.90 亿元, 同比-50%, 2023Q2 期间费用率 4.5%, 环比减少 0.1pct, 信用减值 1.68 亿元, 主要是应收账款坏账减值。公司会计准则严格于行业水平, 后续收回账款后将冲回减值, 考虑减值冲回, 业绩超预期。

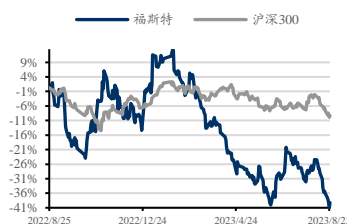
■ **2023H1 胶膜盈利回升、看好全年盈利持续修复。**公司 2023H1 胶膜出货 9.67 亿平, 同增 57.2%, POE 类占比超 40%。2023Q2 胶膜出货约 5.1 亿平, 同环增 52%/10%, 市占率环比提升, 测算均价 10.1 元/平, 同环比-26%/+5.8%, 单平净利约 0.9 元, 考虑减值冲回约 1.2 元, 分别环比增加约 2/5 毛, 盈利环比修复明显, 主要系高价库存降库+产品结构优化。2023Q3 EVA 粒子价格重回上升通道+组件排产提升, 胶膜顺畅, 我们预计 2023Q3 量利将进一步环比提升。展望全年, 2023 年 N 型电池技术快速渗透, 我们预计全年渗透率将升至 30%+, 公司针对不同技术路线均充分布局, 其中应用于 OBB 技术的连接膜已正式出货。我们预计 2023-24 年底公司胶膜产能达 25/30 亿平, 2023 年出货 20 亿平+, POE 类占 40%+, 盈利更优且成本稳定的 POE 类出货增长将进一步提振盈利。

■ **新材料多业务并进、步入全面发展阶段。**公司新材料业务持续景气: 1) 2023H1 背板出货 8.3 亿平, 同比增加 47%, 我们预计背板业务将继续稳扎稳打, 全年出货 2 亿平+, 同比增加 60%+; 2) 2023H1 感光干膜营收 2.17 亿, 同降 6%, 对应出货 0.54 亿平, 同比持平, 主要受全球消费电子需求下滑影响, 我们预计后续随 AI、5G、智能车等增长热点推动需求提升, 公司 2023 年出货增速有望提至 30-50%; 3) 2023H1 功能膜业务迅速勃发, 其中铝塑膜已顺利导入赣锋电子、诺威科技等客户, 2023H1 出货 414 万平, 同增 78%, 热法/干法均批量出货, 正式进入放量阶段, 我们预计全年出货 1000 万平+, 同增 67%+; 水处理膜差异化道路获得下游认可, 未来随公司不断改进优化, 有望快速完成 0-1 进程, 助力公司形成多维并进的全面化发展阶段。

■ **盈利预测与投资评级:** 基于胶膜竞争加剧, 我们下调 2023 年盈利预测, 我们预计 2023-2025 年公司归母净利润 25.0/36.5/47.8 亿元 (前值 2023 年为 28.2 亿元), 同比增加 58%/46%/31%, 基于公司胶膜龙头地位, 我们给予公司 2023 年 30xPE, 对应目标价 40.3 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)	28.91
一年最低/最高价	28.05/77.97
市净率(倍)	3.81
流通 A 股市值(百万元)	53,893.00
总市值(百万元)	53,893.00

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	7.59
资产负债率(% ,LF)	31.44
总股本(百万股)	1,864.16
流通 A 股(百万股)	1,864.16

### 相关研究

《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》

2023-04-23

《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

## 图表目录

图 1:	2023H1 营业收入 106.16 亿元, 同比+17.76% (亿元, %)	3
图 2:	2023H1 归母净利润 8.85 亿元, 同比-16.31% (亿元, %)	3
图 3:	2023Q2 营业收入 57.03 亿元, 同比+11.15%, 环比+16.08% (亿元, %)	4
图 4:	2023Q2 归母净利润 5.2 亿元, 同比-27.53%, 环比+42.81% (亿元, %)	4
图 5:	2023H1 毛利率、净利率分别为 14.61%、8.33% (%)	4
图 6:	2023Q2 毛利率、净利率分别为 16.62%、9.12% (%)	4
图 7:	2023H1 期间费用 4.79 亿元, 同比+32.13% (亿元, %)	5
图 8:	2023Q2 期间费用 2.57 亿元, 同比+43.32%, 环比+15.77% (亿元, %)	5
图 9:	2023H1 期间费用率 4.51%, 同比+0.49pct (%)	6
图 10:	2023Q2 期间费用率 4.51%, 同比+1.01pct, 环比-0.01pct (%)	6
图 11:	2023Q2 经营活动现金净流出-9.06 亿元, 同比+18.05%, 环比+8.00% (亿元, %)	6
图 12:	2023Q2 期末合同负债 0.34 亿元, 同比-16.25%, 环比-40.81% (亿元, %)	6
图 13:	2023Q2 期末存货 31.07 亿元, 同比+3.84%, 环比+1.46% (亿元, %)	7
图 14:	2023Q2 期末应收账款 47.23 亿元, 同比+7.72%, 环比+9.07% (亿元, %)	7
表 1:	2023H1 收入 106.16 亿元, 同比增长 17.76%; 归母净利润 8.85 亿元, 同比下降 16.31% (单位: 亿元)	3

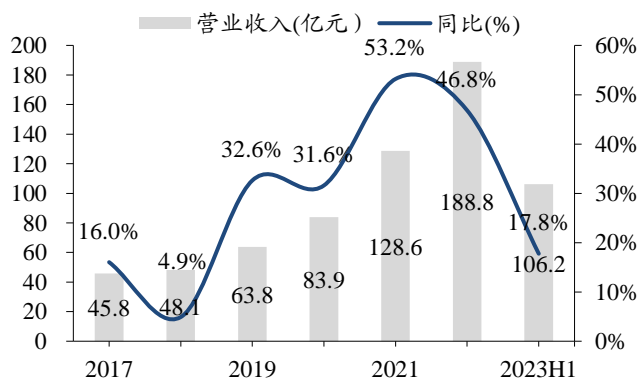
**事件:** 公司发布 2023 年半年报, 2023H1 实现营业收入 106.16 亿元, 同比增长 17.76%; 实现利润总额 9.67 亿元, 同比下降 20.83%; 实现归属母公司净利润 8.85 亿元, 同比下降 16.31%; 实现扣非归母净利润 8.23 亿元, 同比下降 17.82%。2023H1 毛利率为 14.61%, 同比下降 5.41pct, 2023H1 归母净利率为 8.33%, 同比下降 3.39pct; 2023H1 扣非归母净利率 7.76%, 同比下降 3.36pct。2023Q2 实现营业收入 57.03 亿元, 同比增长 11.15%, 环比增长 16.08%; 实现利润总额 5.7 亿元, 同比下降 31.86%, 环比增长 43.40%; 实现归属母公司净利润 5.2 亿元, 同比下降 27.53%, 环比增长 42.81%; 实现扣非归母净利润 4.78 亿元, 同比下降 30.42%, 环比增长 38.29%。2023Q2 毛利率为 16.62%, 同比下降 6.17pct, 环比增长 4.33pct; 2023Q2 归母净利率为 9.12%, 同比下降 4.87pct, 环比增长 1.71pct; 2023Q2 扣非归母净利率 8.38%, 同比下降 5.01pct, 环比上升 1.35pct。2023Q2 信用减值 1.68 亿元, 主要是应收账款坏账减值。公司会计准则严格于行业水平, 后续收回账款后将冲回减值, 考虑减值冲回, 业绩超预期。

**表1: 2023H1 收入 106.16 亿元, 同比增长 17.76%; 归母净利润 8.85 亿元, 同比下降 16.31% (单位: 亿元)**

福斯特	2023H1	2022H1	同比	2023Q2	2022Q2	同比	2023Q1	环比
营业收入	106.16	90.15	17.76%	57.03	51.31	11.15%	49.13	16.08%
营业成本	90.64	72.10	25.72%	47.55	39.62	20.03%	43.09	10.35%
毛利率	14.6%	20.0%	-5.41pct	16.6%	22.8%	-6.17pct	12.3%	+4.33pct
营业利润	9.65	12.23	-21.10%	5.67	8.37	-32.24%	3.98	42.45%
利润总额	9.67	12.21	-20.83%	5.70	8.36	-31.86%	3.97	43.40%
归属母公司净利润	8.85	10.57	-16.31%	5.20	7.18	-27.53%	3.64	42.81%
扣非归母净利润	8.23	10.02	-17.82%	4.78	6.87	-30.42%	3.46	38.29%
归母净利率	8.3%	11.7%	-3.39pct	9.1%	14.0%	-4.87pct	7.4%	+1.71pct
扣非归母净利率	7.8%	11.1%	-3.36pct	8.4%	13.4%	-5.01pct	7.0%	+1.35pct

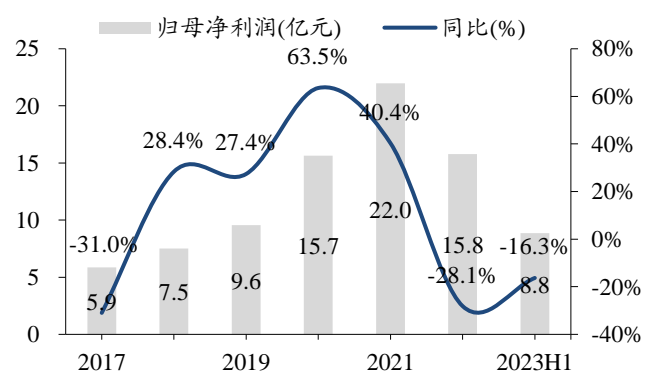
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

**图1: 2023H1 营业收入 106.16 亿元, 同比+17.76% (亿元, %)**



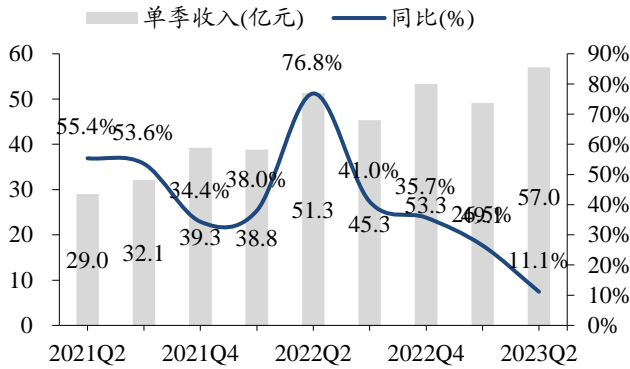
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

**图2: 2023H1 归母净利润 8.85 亿元, 同比-16.31% (亿元, %)**



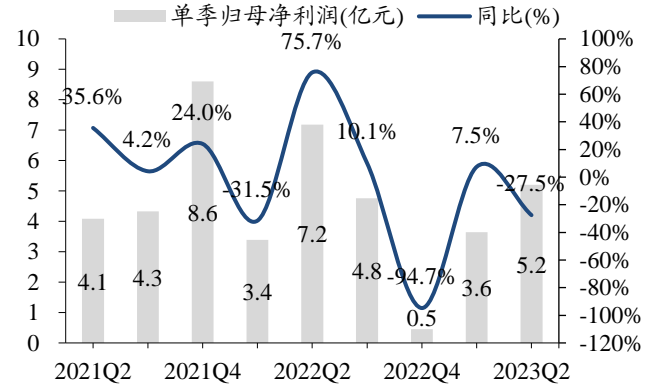
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图3: 2023Q2 营业收入 57.03 亿元, 同比+11.15%, 环比+16.08% (亿元, %)



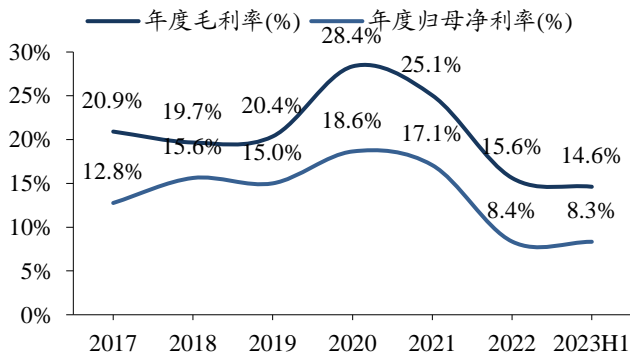
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 2023Q2 归母净利润 5.2 亿元, 同比-27.53%, 环比+42.81% (亿元, %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 2023H1 毛利率、净利率分别为 14.61%、8.33% (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 2023Q2 毛利率、净利率分别为 16.62%、9.12% (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

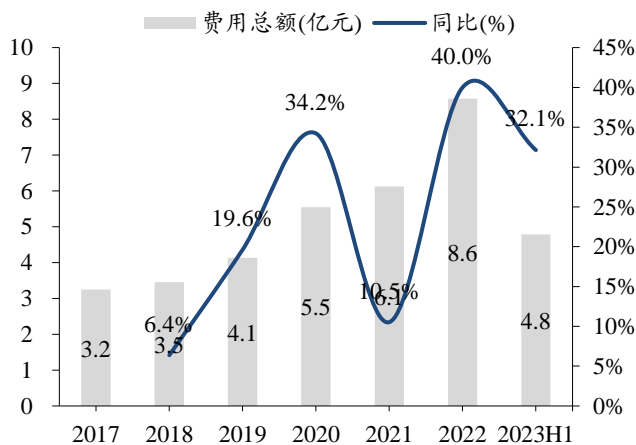
**2023H1 胶膜盈利回升、看好全年盈利持续修复。**公司 2023H1 胶膜出货 9.67 亿平, 同增 57.2%, POE 类占比超 40%。2023Q2 胶膜出货约 5.1 亿平, 同环增 52%/10%, 市占率环比提升, 测算均价 10.1 元/平, 同环比-26%/+5.8%, 单平净利约 0.9 元, 考虑减值冲回约 1.2 元, 分别环比增加约 2/5 毛, 盈利环比修复明显, 主要系高价库存降库+产品结构优化。2023Q3 EVA 粒子价格重回上升通道+组件排产提升, 胶膜顺价通畅, 我们预计 2023Q3 量利将进一步环比提升。展望全年, 2023 年 N 型电池技术快速渗透, 我们预计全年渗透率将升至 30%+, 公司针对不同技术路线均充分布局, 其中应用于 OBB 技术

的连接膜已正式出货。我们预计 2023-24 年底公司胶膜产能达 25/30 亿平，2023 年出货 20 亿平+, POE 类占 40%+, 盈利更优且成本稳定的 POE 类出货增长将进一步提振盈利。

**新材料多业务并进、步入全面发展阶段。**公司新材料业务持续景气: 1) 2023H1 背板出货 8.3 亿平, 同比增加 47%, 我们预计背板业务将继续稳扎稳打, 全年出货 2 亿平+, 同比增加 60%+; 2) 2023H1 感光干膜营收 2.17 亿, 同降 6%, 对应出货 0.54 亿平, 同比持平, 主要受全球消费电子需求下滑影响, 我们预计后续随 AI、5G、智能车等增长热点推动需求提升, 公司 2023 年出货增速有望提至 30-50%; 3) 2023H1 功能膜业务迅速勃发, 其中铝塑膜已顺利导入赣锋电子、诺威科技等客户, 2023H1 出货 414 万平, 同增 78%, 热法/干法均批量出货, 正式进入放量阶段, 我们预计全年出货 1000 万平+, 同增 67%+; 水处理膜差异化道路获得下游认可, 未来随公司不断改进优化, 有望快速完成 0-1 进程, 助力公司形成多维并进的全面化发展阶段。

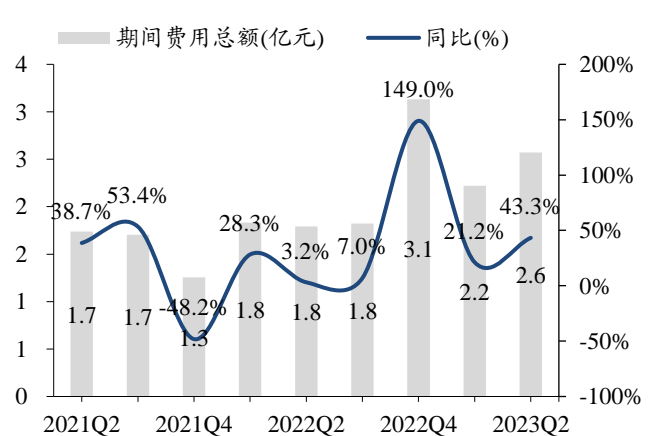
**2023Q2 期间费用率环比持平, 经营稳健。**公司 2023H1 期间费用合计 4.79 亿元, 同比增长 32.13%; 期间费用率为 4.51%, 同比增长 0.49pct。销售、管理、研发、财务费用分别同比上升 15.25%、上升 27.90%、上升 6.66%、上升 91.21%至 0.27 亿元、1.15 亿元、3.43 亿元、-0.06 亿元; 费用率分别下降 0.01、上升 0.09、上升 4.03、下降 3.62 个百分点至 0.26%、1.09%、3.23%、-0.06%。公司 2023Q2 期间费用合计 2.57 亿元, 同比增长 43.32%, 环比增长 15.77%; 期间费用率为 4.51%, 同比增长 1.01pct, 环比下降 0.01pct。销售、管理、研发、财务费用分别同比下降 2.84%、上升 34.20%、下降 3.35%、上升 98.81%至 0.12 亿元、0.7 亿元、1.76 亿元、-0.01 亿元; 费用率分别同比下降 0.03、上升 0.21、下降 0.46、上升 1.29 个百分点至 0.21%、1.23%、3.08%、-0.01%。

图7: 2023H1 期间费用 4.79 亿元, 同比+32.13% (亿元, %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

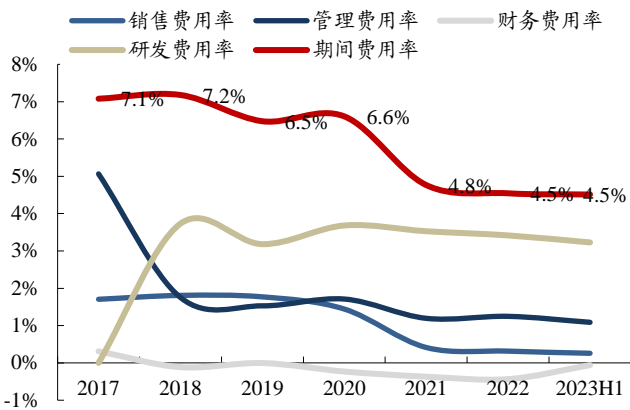
图8: 2023Q2 期间费用 2.57 亿元, 同比+43.32%, 环比+15.77% (亿元, %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

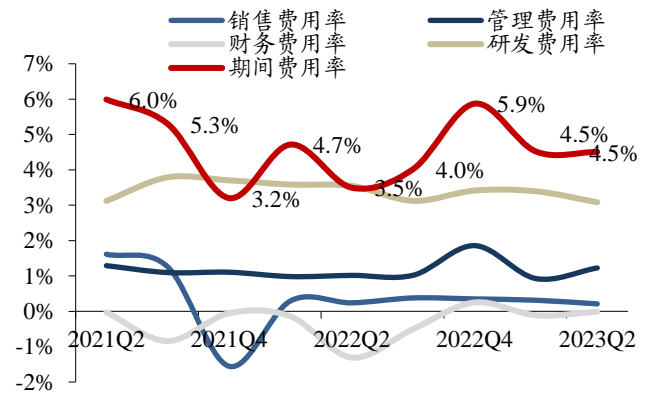


图9: 2023H1 期间费用率 4.51%，同比+0.49pct (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

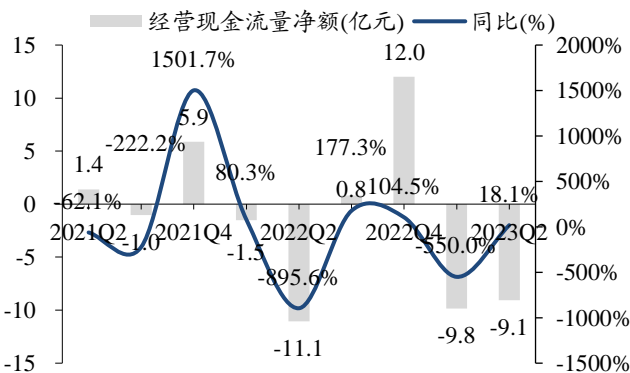
图10: 2023Q2 期间费用率 4.51%，同比+1.01pct, 环比-0.01pct (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

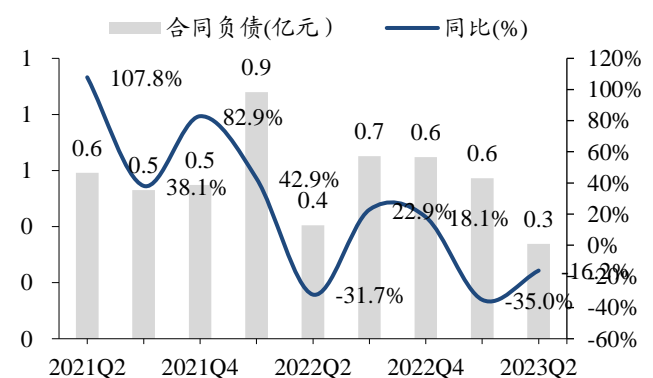
存货周转天数同比下降, 存货压力减轻。2023H1 经营活动现金流量净流出 18.90 亿元, 同比下降 50.41%。销售商品取得现金 75.41 亿元, 同比增长 22.58%。期末合同负债 0.34 亿元, 同比下降 16.25%。期末应收账款 47.23 亿元, 同比增长 7.72%。应收账款周转天数同比下降 4.2 天至 72.05 天。期末存货 31.07 亿元, 同比上升 3.84%。存货周转天数同比下降 1.97 天至 65.95 天。2023Q2 经营活动现金流量净流出 9.06 亿元, 同比增长 18.05%, 环比增长 8.00%。销售商品取得现金 44.81 亿元, 同比增长 32.19%, 环比增长 46.44%。

图11: 2023Q2 经营活动现金净流出-9.06 亿元, 同比+18.05%, 环比+8.00% (亿元, %)



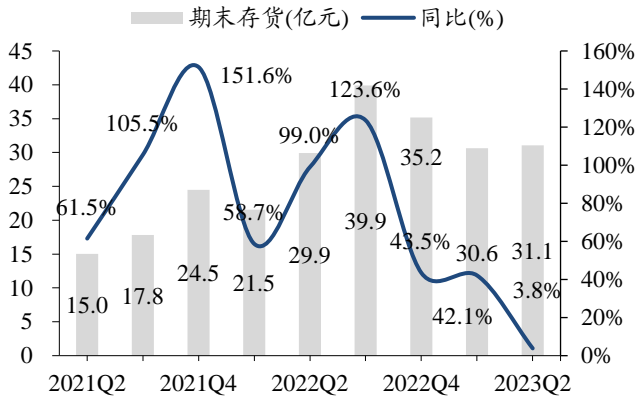
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图12: 2023Q2 期末合同负债 0.34 亿元, 同比-16.25%, 环比-40.81% (亿元, %)



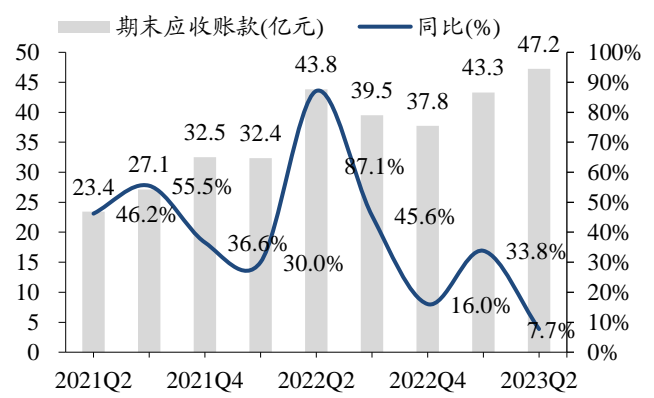
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图13: 2023Q2 期末存货 31.07 亿元, 同比+3.84%, 环比+1.46% (亿元, %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图14: 2023Q2 期末应收账款 47.23 亿元, 同比+7.72%, 环比+9.07% (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 2023 年盈利预测, 我们预计 2023-2025 年公司归母净利润 25.0/36.5/47.8 亿元 (前值 2023 年为 28.2 亿元), 同比增加 58%/46%/31%, 基于公司胶膜龙头地位, 我们给予公司 2023 年 30xPE, 对应目标价 40.3 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
<b>流动资产</b>	<b>16,453</b>	<b>17,248</b>	<b>21,566</b>	<b>27,099</b>	<b>营业总收入</b>	<b>18,877</b>	<b>23,417</b>	<b>35,293</b>	<b>45,162</b>
货币资金及交易性金融资产	6,269	4,134	2,373	2,270	营业成本(含金融类)	15,929	19,587	29,585	37,804
经营性应收款项	6,329	9,359	13,357	17,166	税金及附加	53	55	81	95
存货	3,516	3,573	5,638	7,451	销售费用	59	67	102	122
合同资产	9	9	14	18	管理费用	235	269	388	452
其他流动资产	330	172	184	194	研发费用	645	749	1,094	1,355
<b>非流动资产</b>	<b>3,742</b>	<b>3,999</b>	<b>4,294</b>	<b>4,659</b>	财务费用	(82)	7	(13)	(2)
长期股权投资	1	0	0	0	加:其他收益	57	59	64	77
固定资产及使用权资产	2,532	3,049	3,408	3,787	投资净收益	87	70	71	90
在建工程	454	210	161	162	公允价值变动	(5)	0	3	3
无形资产	463	447	432	417	减值损失	(471)	(32)	(51)	(83)
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	3	<b>营业利润</b>	<b>1,699</b>	<b>2,783</b>	<b>4,149</b>	<b>5,433</b>
其他非流动资产	289	289	289	289	营业外净收支	3	0	0	1
<b>资产总计</b>	<b>20,195</b>	<b>21,247</b>	<b>25,860</b>	<b>31,758</b>	<b>利润总额</b>	<b>1,702</b>	<b>2,783</b>	<b>4,149</b>	<b>5,434</b>
<b>流动负债</b>	<b>3,602</b>	<b>2,060</b>	<b>3,171</b>	<b>4,637</b>	减:所得税	123	280	498	652
短期借款及一年内到期的非流动负债	1,299	2	2	486	<b>净利润</b>	<b>1,579</b>	<b>2,503</b>	<b>3,651</b>	<b>4,782</b>
经营性应付款项	2,010	1,717	2,675	3,521	减:少数股东损益	1	1	1	1
合同负债	65	49	74	95	<b>归属母公司净利润</b>	<b>1,579</b>	<b>2,502</b>	<b>3,650</b>	<b>4,780</b>
其他流动负债	228	292	420	535	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.85	1.34	1.96	2.56
非流动负债	2,582	2,533	2,384	2,035	EBIT	1,542	2,689	4,043	5,335
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	1,791	3,020	4,434	5,789
应付债券	2,515	2,465	2,315	1,965	毛利率(%)	15.62	16.35	16.17	16.29
租赁负债	7	8	9	10	归母净利率(%)	8.36	10.68	10.34	10.58
其他非流动负债	61	61	61	61	收入增长率(%)	46.82	24.05	50.71	27.96
<b>负债合计</b>	<b>6,184</b>	<b>4,594</b>	<b>5,556</b>	<b>6,672</b>	归母净利润增长率(%)	(28.13)	58.49	45.89	30.97
归属母公司股东权益	13,981	16,623	20,273	25,053					
少数股东权益	30	30	31	33					
<b>所有者权益合计</b>	<b>14,011</b>	<b>16,653</b>	<b>20,304</b>	<b>25,086</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>20,195</b>	<b>21,247</b>	<b>25,860</b>	<b>31,758</b>					

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	(377)	(999)	499	每股净资产(元)	10.11	12.09	14.83	18.42
投资活动现金流	(307)	(511)	(612)	(723)	最新发行在外股份(百万股)	1,864	1,864	1,864	1,864
筹资活动现金流	3,981	(1,244)	(157)	115	ROIC(%)	9.53	13.08	17.04	18.71
现金净增加额	3,721	(2,132)	(1,767)	(109)	ROE-摊薄(%)	11.29	15.05	18.00	19.08
折旧和摊销	249	332	391	454	资产负债率(%)	30.62	21.62	21.48	21.01
资本开支	(572)	(583)	(678)	(808)	P/E(现价&最新股本摊薄)	34.14	21.54	14.77	11.27
营运资本变动	(2,190)	(3,428)	(5,136)	(4,841)	P/B(现价)	2.86	2.39	1.95	1.57

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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

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

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

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>