

福斯特 (603806.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

胶膜量利齐升再显龙头优势，新业务快速发展

业绩简评

8月24日公司披露2023年中报，上半年实现营收106亿元，同比+18%；实现归母净利润8.85亿元，同比-16%。其中，Q2实现营收57亿元，同比+11%；实现归母净利润5.2亿元，同比-28%，业绩符合预期。

经营分析

胶膜出货略超预期、盈利显著修复，再证龙头优势。上半年公司实现胶膜出货9.67亿平，同比+57%，Q2出货超5亿平，环比+10%，在Q2末光伏主产业链价格大幅调整导致下游需求观望的背景下，公司出货略超预期，测算市占率进一步提升。公司出货结构持续优化，上半年POE类胶膜出货占比超40%，优势产品提升盈利能力，叠加前期高价原材料库存影响逐步消除，二季度公司盈利能力环比显著改善，销售毛利率环比提升4.3PCT至16.6%，测算Q2单平盈利约1.1-1.2元/平（剔除信用减值损失1.7亿元影响），龙头盈利优势进一步凸显。7-8月组件稼动率提高带动胶膜排产及价格提升，三季度公司出货及盈利能力有望持续增长。

多样化胶膜产品体系顺应电池技术进步趋势、保障龙头地位。公司持续推进技术研发，多样化产品体系领先优势显著，可为TOPCon电池、HJT电池、SMBB组件、IBC组件、钙钛矿电池等新技术提供性价比最优秀的封装方案，随下半年TOPCon技术放量，公司盈利能力较高的POE类产品占比有望持续提升，帮助公司继续保持领先的市场份额和盈利能力，巩固龙头地位。

背板、电子材料、功能膜多领域快速发展。公司其他业务也维持较快增速，上半年背板出货0.83亿平、同比+47%，有望继续提升行业出货排名。感光干膜出货0.54亿平、同比持平，在全球消费电子需求下滑导致PCB产业增速放缓甚至出现下降的背景下，公司凭借强大的技术研发能力和客户认可的综合实力，保持电子材料业务的稳定发展，持续导入多名客户，积极向下游载板生产厂商验证导入。铝塑膜出货0.041亿平、同比+78%，开始进入销售放量阶段，有望进一步提升行业排名，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2023-2025年归母净利润预测至27（-13%）、38（-11%）、49（-9%）亿元，对应PE 20/14/11倍，维持“买入”评级。

风险提示

原材料价格波动超预期；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

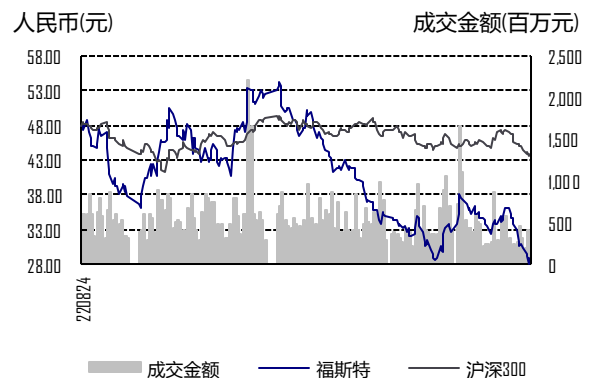
联系人：张嘉文

zhangjiawen@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：28.91元

相关报告：

- 《福斯特公司点评：胶膜盈利阶段承压显龙头韧性，背板份额快速提升》，2023.4.23
- 《Q3困境中彰显龙头优势，Q4迎量利齐升-福斯特2022年三季度...》，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



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	27,621	32,002	41,547
营业收入增长率	53.20%	46.82%	46.31%	15.86%	29.83%
归母净利润(百万元)	2,197	1,579	2,692	3,824	4,925
归母净利润增长率	40.35%	-28.13%	70.52%	42.07%	28.79%
摊薄每股收益(元)	2.309	1.186	1.444	2.051	2.642
每股经营性现金流净额	-0.16	0.02	0.60	2.14	1.63
ROE(归属母公司)(摊薄)	18.04%	11.29%	16.55%	20.13%	21.24%
P/E	56.53	56.04	20.02	14.09	10.94
P/B	10.20	6.33	3.31	2.84	2.32

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)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	
主营业务收入	8,393	12,858	18,877	27,621	32,002	41,547	货币资金	1,677	2,669	6,266	4,416	5,004	5,425	
增长率	53.2%	46.8%	46.3%	15.9%	29.8%		应收款项	4,183	4,979	6,097	7,797	9,033	11,645	
主营业务成本	-6,013	-9,636	-15,929	-23,300	-26,439	-34,311	存货	974	2,450	3,516	3,754	4,259	5,527	
%销售收入	71.6%	74.9%	84.4%	84.4%	82.6%	82.6%	其他流动资产	2,485	659	575	1,222	1,380	1,776	
毛利	2,380	3,222	2,948	4,321	5,563	7,236	流动资产	9,318	10,756	16,453	17,188	19,677	24,373	
%销售收入	28.4%	25.1%	15.6%	15.6%	17.4%	17.4%	%总资产	80.7%	78.6%	81.5%	79.8%	79.7%	81.4%	
营业税金及附加	-35	-42	-53	-55	-64	-83	长期投资	0	0	1	0	0	0	
%销售收入	0.4%	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	固定资产	1,799	2,423	2,977	3,514	4,082	4,529	
销售费用	-121	-53	-59	-77	-90	-116	%总资产	15.6%	17.7%	14.7%	16.3%	16.5%	15.1%	
%销售收入	1.4%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	无形资产	274	367	465	559	653	745	
管理费用	-144	-154	-235	-304	-352	-457	非流动资产	2,227	2,932	3,742	4,352	5,012	5,551	
%销售收入	1.7%	1.2%	1.2%	1.1%	1.1%	1.1%	%总资产	19.3%	21.4%	18.5%	20.2%	20.3%	18.6%	
研发费用	-309	-454	-645	-911	-1,056	-1,371	资产总计	11,545	13,688	20,195	21,540	24,689	29,924	
%销售收入	3.7%	3.5%	3.4%	3.3%	3.3%	3.3%	短期借款	0	6	1,299	2	2	158	
息税前利润 (EBIT)	1,771	2,519	1,956	2,973	4,002	5,209	应付款项	775	1,046	2,075	2,147	2,436	3,161	
%销售收入	21.1%	19.6%	10.4%	10.8%	12.5%	12.5%	其他流动负债	357	409	227	458	589	757	
财务费用	19	47	82	-3	0	10	流动负债	1,131	1,460	3,602	2,606	3,027	4,077	
%销售收入	-0.2%	-0.4%	-0.4%	0.0%	0.0%	0.0%	长期贷款	0	0	0	0	0	0	
资产减值损失	-59	-150	-471	-213	-32	-73	其他长期负债	1,384	38	2,582	2,635	2,634	2,633	
公允价值变动收益	-2	2	-5	0	0	0	负债	2,516	1,498	6,184	5,242	5,661	6,710	
投资收益	40	26	186	100	100	100	普通股股东权益	9,025	12,176	13,981	16,269	18,999	23,185	
%税前利润	2.2%	1.0%	10.9%	3.4%	2.4%	1.9%	其中：股本	770	951	1,332	1,332	1,332	1,332	
营业利润	1,790	2,471	1,699	2,927	4,161	5,360	未分配利润	5,344	7,025	8,091	10,379	13,629	17,815	
营业利润率	21.3%	19.2%	9.0%	10.6%	13.0%	12.9%	少数股东权益	4	14	30	30	30	30	
营业外收支	-8	-2	3	5	5	5	负债股东权益合计	11,545	13,688	20,195	21,540	24,689	29,924	
税前利润	1,782	2,469	1,702	2,932	4,166	5,365	比率分析		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
利润率	21.2%	19.2%	9.0%	10.6%	13.0%	12.9%	每股指标							
所得税	-217	-271	-123	-240	-342	-440	每股收益	2.034	2.309	1.186	1.444	2.051	2.642	
所得税率	12.2%	11.0%	7.2%	8.2%	8.2%	8.2%	每股净资产	11.727	12.802	10.500	8.727	10.192	12.437	
净利润	1,565	2,198	1,579	2,692	3,824	4,925	每股经营现金净流	0.354	-0.155	0.020	0.604	2.137	1.628	
少数股东损益	0	1	1	0	0	0	每股股利	0.000	0.000	0.150	0.303	0.431	0.555	
归属于母公司的净利润	1,565	2,197	1,579	2,692	3,824	4,925	回报率							
净利率	18.6%	17.1%	8.4%	9.7%	11.9%	11.9%	净资产收益率	17.34%	18.04%	11.29%	16.55%	20.13%	21.24%	
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	13.56%	16.05%	7.82%	12.50%	15.49%	16.46%	
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	投入资本收益率	14.98%	18.38%	10.16%	14.44%	16.98%	18.41%	
净利润	1,565	2,198	1,579	2,692	3,824	4,925	增长率							
少数股东损益	0	1	1	0	0	0	主营业务收入增长率	31.59%	53.20%	46.82%	46.31%	15.86%	29.83%	
非现金支出	191	345	720	582	522	684	EBIT增长率	105.08%	42.22%	-22.36%	51.98%	34.62%	30.16%	
非经营收益	-39	-57	-85	26	11	13	净利润增长率	63.52%	40.35%	-28.13%	70.52%	42.07%	28.79%	
营运资金变动	-1,445	-2,634	-2,188	-2,495	-1,512	-3,454	总资产增长率	39.01%	18.56%	47.54%	6.66%	14.62%	21.20%	
经营活动现金净流	272	-148	26	804	2,845	2,168	资产管理能力							
资本开支	-355	-531	-572	-972	-1,145	-1,145	应收账款周转天数	87.3	80.0	68.0	60.0	60.0	60.0	
投资	0	0	-1	4	0	0	存货周转天数	57.1	64.8	68.3	60.0	60.0	60.0	
其他	-1,477	2,048	266	100	100	100	应付账款周转天数	43.2	32.4	30.1	27.0	27.0	27.0	
投资活动现金净流	-1,832	1,517	-307	-868	-1,045	-1,045	固定资产周转天数	71.0	56.8	48.8	41.8	41.9	35.8	
股权募资	349	14	536	0	-521	0	偿债能力							
债权募资	1,329	-13	3,801	-1,246	0	156	净负债/股东权益	-9.12%	-22.69%	-17.52%	-11.32%	-12.79%	-11.62%	
其他	-296	-347	-357	-538	-689	-857	EBIT利息保障倍数	-91.1	-53.0	-23.9	1,114.8	#####	-509.0	
筹资活动现金净流	1,382	-346	3,981	-1,784	-1,210	-701	资产负债率	21.79%	10.94%	30.62%	24.33%	22.93%	22.42%	
现金净流量	-200	992	3,721	-1,848	590	422								

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	2021-10-29	增持	136.40	N/A
2	2022-03-18	买入	124.90	145.00
3	2022-05-02	买入	92.74	145.00
4	2022-08-30	买入	68.32	N/A
5	2022-10-30	买入	64.00	N/A
6	2023-04-23	买入	50.42	N/A

来源：国金证券研究所

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。

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



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：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心
紫竹国际大厦 7 楼		18 楼 1806