

# 福斯特 (603806.SH)

## 买入(维持评级)

### Q2 业绩改善显著，经营利润好于市场预期

当前价格： 28.91 元  
 目标价格： 40.28 元

#### 投资要点：

➤ **事件：**公司发布23H1业绩，实现营业收入106.2亿元，同比+17.8%；归母净利润8.8亿元，同比-16.3%；扣非归母净利8.2亿元，同比-17.8%；其中Q2实现营业收入57.0亿元，同比+11.1%，环比+16.1%；归母净利润5.2亿元，同比-27.5%，环比+42.8%；扣非归母净利4.8亿元，同比-30.4%，环比+38.3%。Q2计提信用减值损失约1.7亿元，考虑加回后经营利润超6亿元，好于市场预期。

➤ **胶膜量超预期：**公司23H1胶膜业务实现营收95.2亿元，同比+18.5%；出货9.67亿平，同比+57.2%，其中Q2出货预计5.1亿平（超市场预期），同比+53.4%，环比+9.8%，POE类胶膜占比预计提升至超40%，Q2公司市占率预计进一步提升；Q2胶膜不含税均价预计9.5-10.0元/平，我们测算Q2单平净利约1.1元/平，环比Q1约0.7元/平改善明显。

➤ **背板盈利小幅改善：**公司23H1背板业务实现营收7.3亿元，同比+10.8%；出货0.83亿平，同比+46.8%，其中Q2出货预计约0.47亿平，同比+64.7%，环比+30.5%；Q2背板不含税均价约8.5-9.0元/平，我们测算Q2单平净利约0.7-0.8元/平，环比Q1约0.6元/平小幅改善。

➤ **感光干膜客户拓展加速，铝塑膜开始销售放量：**公司23H1感光干膜业务实现营收2.17亿元，同比-5.7%（主要受全球消费电子需求下滑影响），出货0.54亿平，同比持平，顺利导入鹏鼎控股、世运电路等行业知名客户；23H1铝塑膜业务实现营收0.47亿元，同比+81%，出货413.6万平，同比+78%，开始进入销售放量阶段。

➤ **23年展望：**我们预计公司全年胶膜预计出货23亿平，其中Q3出货预计6亿平，考虑8月初胶膜涨价落地，公司胶膜盈利有望进一步改善，同时下半年POE类胶膜占比预计持续提升（POE类胶膜盈利水平优于EVA类），整体单平净利有望逐季向上；全年背板业务预计出货2.0亿平，出货量排名有望保持行业前三。

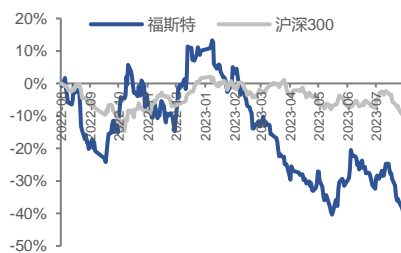
➤ **盈利预测与投资建议：**我们维持公司归母净利润预测，预计公司2023-2025年归母净利润分别为26.8/37.5/47.3亿元，当前股价对应PE20.1/14.4/11.4倍。考虑到公司作为胶膜龙头且平台型公司，在技术研发、成本管控、供应链管理等方面具备优势，业绩确定性相对更强，给予公司2023年28倍PE，对应目标价40.28元/股，给予“买入”评级。

➤ **风险提示：**全球光伏需求增长不及预期风险，产业链价格大幅波动风险，国际贸易摩擦风险，产能建设不及预期风险。

#### 基本数据

总股本/流通股本（百万股）	1864/1864
总市值/流通市值（百万元）	53893/53893
每股净资产（元）	7.59
资产负债率（%）	31.44
一年内最高/最低（元）	54.17/28.09

#### 一年内股价相对走势



#### 团队成员

分析师 邓伟  
 执业证书编号：S0210522050005  
 邮箱：Dengwei3787@hfzq.com.cn

#### 相关报告

《福斯特：胶膜龙头强者恒强，平台型发展未来可期》-2023.05.17

财务数据和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	12,858	18,877	26,259	32,671	38,642
增长率	53%	47%	39%	24%	18%
净利润（百万元）	2,197	1,579	2,682	3,750	4,729
增长率	40%	-28%	70%	40%	26%
EPS（元/股）	1.18	0.85	1.44	2.01	2.54
市盈率（P/E）	24.5	34.1	20.1	14.4	11.4
市净率（P/B）	4.4	3.9	3.3	2.7	2.2

数据来源：公司公告、华福证券研究所

**图表 1：财务预测摘要**

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E	单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	6,266	5,252	6,534	7,728	营业收入	18,877	26,259	32,671	38,642
应收票据及账款	4,292	5,607	6,767	7,885	营业成本	15,929	21,857	26,763	31,323
预付账款	245	328	401	470	税金及附加	53	62	77	91
存货	3,516	4,987	5,823	7,259	销售费用	59	60	75	88
合同资产	9	3	5	7	管理费用	235	307	359	425
其他流动资产	2,134	2,762	3,436	4,065	研发费用	645	812	980	1,159
流动资产合计	16,453	18,936	22,962	27,408	财务费用	-82	-53	-54	-61
长期股权投资	1	1	1	1	信用减值损失	-313	-294	-378	-453
固定资产	2,523	2,863	3,037	3,254	资产减值损失	-158	-100	-100	-100
在建工程	454	554	554	454	公允价值变动收益	-5	-2	-1	-3
无形资产	463	517	567	614	投资收益	87	87	87	87
商誉	0	0	0	0	其他收益	57	30	20	20
其他非流动资产	301	301	302	302	营业利润	1,699	2,936	4,098	5,167
非流动资产合计	3,742	4,236	4,462	4,626	营业外收入	6	0	0	0
资产合计	20,195	23,172	27,424	32,034	营业外支出	3	3	2	2
短期借款	1,297	1,389	1,473	1,046	利润总额	1,702	2,933	4,096	5,165
应付票据及账款	2,010	2,330	2,978	3,629	所得税	123	250	346	436
预收款项	0	17	5	8	净利润	1,579	2,683	3,750	4,729
合同负债	65	90	112	133	少数股东损益	1	1	0	0
其他应付款	65	65	65	65	归属母公司净利润	1,578	2,682	3,750	4,729
其他流动负债	164	201	228	262	EPS (按最新股本摊薄)	0.85	1.44	2.01	2.54
流动负债合计	3,602	4,094	4,862	5,143					
长期借款	0	0	0	0					
应付债券	2,515	2,515	2,515	2,515					
其他非流动负债	68	68	68	68					
非流动负债合计	2,582	2,582	2,582	2,582					
负债合计	6,184	6,676	7,445	7,725					
归属母公司所有者权益	13,981	16,465	19,948	24,277					
少数股东权益	30	31	31	32					
所有者权益合计	14,011	16,496	19,979	24,309					
负债和股东权益	20,195	23,172	27,424	32,034					

现金流量表				
单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	26	-243	1,898	2,410
现金收益	1,741	2,937	4,043	5,039
存货影响	-1,066	-1,471	-836	-1,437
经营性应收影响	-530	-1,298	-1,134	-1,086
经营性应付影响	1,029	337	636	654
其他影响	-1,148	-748	-811	-760
投资活动现金流	-307	-716	-488	-451
资本支出	-897	-801	-573	-534
股权投资	-1	0	0	0
其他长期资产变化	591	85	85	83
融资活动现金流	3,981	-55	-128	-765
借款增加	3,809	92	84	-427
股利及利息支付	-348	-370	-507	-567
股东融资	536	0	0	0
其他影响	-16	223	295	229

主要财务比率				
	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	46.8%	39.1%	24.4%	18.3%
EBIT 增长率	-33.1%	77.8%	40.3%	26.3%
归母公司净利润增长率	-28.1%	69.9%	39.8%	26.1%
<b>获利能力</b>				
毛利率	15.6%	16.8%	18.1%	18.9%
净利率	8.4%	10.2%	11.5%	12.2%
ROE	11.3%	16.3%	18.8%	19.5%
ROIC	9.2%	14.3%	17.0%	18.5%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	30.6%	28.8%	27.1%	24.1%
流动比率	4.6	4.6	4.7	5.3
速动比率	3.6	3.4	3.5	3.9
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.9	1.1	1.2	1.2
应收账款周转天数	67	61	62	62
存货周转天数	67	70	73	75
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.85	1.44	2.01	2.54
每股经营现金流	0.01	-0.13	1.02	1.29
每股净资产	7.50	8.83	10.70	13.02
<b>估值比率</b>				
P/E	34	20	14	11
P/B	4	3	3	2
EV/EBITDA	63	37	27	21

数据来源：公司报告、华福证券研究所

## 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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

## 一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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及资料保持在最新状态，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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

## 联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn