

## 2021 半年报点评: 符合我们预期, 龙头盈利持续超预期, 新材料冲击中高端

2021 年 08 月 18 日

买入 (维持)

证券分析师 曾朵红

执业证号: S0600516080001  
021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 陈瑶

执业证号: S0600520070006  
15111833381

chenyao@dwzq.com.cn

研究助理 黄钰豪

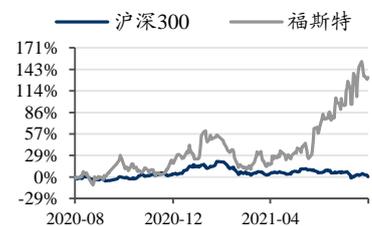
huangyh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	8,393	13,118	17,434	23,230
同比 (%)	31.6%	56.3%	32.9%	33.2%
归母净利润 (百万元)	1565	1951	2531	3354
同比 (%)	63.5%	24.7%	29.7%	32.5%
每股收益 (元/股)	1.65	2.05	2.66	3.53
P/E (倍)	79.55	63.81	49.19	37.12

### 投资要点

- **21Q2 归母净利润 4.09 亿元, 同增 35.6%, 扣非归母净利润 3.9 亿元, 同增 33%, 符合我们预期:** 公司发布 2021 年半年报, 报告期内实现营业收入 57.16 亿元, 同比增长 69.29%; 实现归属母公司净利润 9.04 亿元, 同比增长 98.08%。其中 2021Q2, 实现营业收入 29.01 亿元, 同比增长 55.38%, 环比增长 3.09%; 实现归属母公司净利润 4.09 亿元, 同比增长 35.59%, 环比下降 17.46%, 整体业绩符合我们预期。
- **公司光伏胶膜出货高增, 龙一地位稳固:** 2021H1 公司光伏胶膜出货 4.61 亿平米, 同增 23.19%, 其中 Q2 出货约 2.4 亿平, 同增 18%, 环增约 9%, 按 Q2 全球胶膜需求 4 亿平测算, 福斯特市占率约 60%, 进一步提升。截至 20 年末, 公司胶膜产能达 10.5 亿平米, 同增 41.1%, 21H1 公司新增滁州 1.5 亿平光伏产能, 总产能达到 12 亿平, 我们预计 21 年末产能达到 13.5 亿平, 同增 29%, 22 年年末产能达到 18 亿平, 同增 33%, 龙一地位稳固。
- **Q2 胶膜降价+粒子涨价, 毛利率仍有不错表现:** 公司 Q2 综合毛利率为 21.58%, 同增 0.56 个百分点, 环降 7.39 个百分点, 我们预计胶膜毛利率 Q2 毛利率为 21%~22%, 毛利率环比下降主要原因是: 1) Q2 原材料 EVA 粒子价格持续处于高位, 均价约 20500, 环比 Q1 增长约 8%; 2) 公司在 Q2 产品平均售价约 10.6-11.0 元/平, 环比 Q2 下降约 5-10%。但公司毛利率仅环比下降 7.39pct, 主要原因在于低价库存、成本错期、高端产品占比持续提升。展望 Q3 来看, 行业 6 月是基本面底部, 7 月排产改善 10%+, 8 月排产改善 10-20%, 景气度逐月提升, 我们预计公司出货量环比有显著提升, Q4 旺季来袭电站抢装, 我们预计出货继续提升, 全年出货我们预计 11-11.5 亿平, 同增约 29%。
- **感光干膜冲击中高端, 多个新产品储备:** 公司感光干膜近几年处于快速成长期, 21H1 出货 4,547.15 万平米, 同比增长 210.95%, 测算单价 6.9 元/平, 相比去年均价 4.2 元/平有显著提升, 主要原因在于公司中高端客户持续导入, 中高端 LDI 干膜占比持续提升。毛利率 11.06%, 同比下降约 5pct, 相比 Q1 明显下降, 主要原因在于原材料成本上升+导入中大客户前期价格策略所致, 随着产能及出货的体量不断扩大, 规模效应+核心原材料自供+高端产品结构占比提升, 我们预计毛利率将进一步提升。随着公司基于关键共性技术平台, 拓展新材料产品体系的战略实施, FCCL、铝塑复合膜、水处理膜等新材料未来将持续贡献业绩增量。
- **盈利预测与投资评级:** 基于光伏行业景气度持续, 维持盈利预测, 我们预计 21-23 年归母净利润 19.5/25.3/33.5 亿元, 同比增长 24.7%/29.7%/32.5%, 基于公司市占率优势, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 政策不达预期, 竞争加剧等

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	130.90
一年最低/最高价	59.34/152.20
市净率(倍)	13.99
流通 A 股市值(百万元)	124499.48

### 基础数据

每股净资产(元)	9.26
资产负债率(%)	19.85
总股本(百万股)	951.10
流通 A 股(百万股)	951.10

### 相关研究

- 1、《福斯特 (603806): 福斯特一季报点评: 龙头盈利持续超预期, 新材料可期》2021-04-20
- 2、《福斯特 (603806): 2020 年年报点评: Q4 光伏胶膜毛利率超预期, 新材料量利双升》2021-03-26
- 3、《福斯特 (603806): 胶膜毛利率再超预期, 产品结构持续改善》2021-01-21

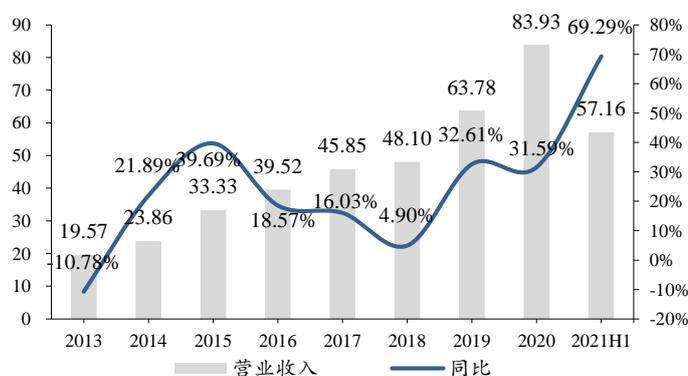
21Q2 归母净利润 4.09 亿元，同增 35.6%，扣非归母净利润 3.9 亿元，同增 33%，符合我们预期：公司发布 2021 年半年报，报告期内实现营业收入 57.16 亿元，同比增长 69.3%；实现归属母公司净利润 9.04 亿元，同比增长 98.1%。其中 2021Q2，实现营业收入 29.01 亿元，同比增长 55.4%，环比增长 3.1%；实现归属母公司净利润 4.09 亿元，同比增长 35.6%，环比下降 17.5%，整体业绩符合我们预期。

表 1：2021H1 经营情况（单位：亿元）

福斯特	2021H1	2020H1	同比	2021Q2	2020Q2	同比	2021Q1	环比
营业收入	57.16	33.76	69.3%	29.01	18.67	55.4%	28.14	3.1%
毛利率	25.2%	21.4%	3.8pct	21.6%	21.0%	0.6pct	29.0%	-7.4pct
营业利润	10.51	5.32	97.6%	4.83	3.48	38.6%	5.68	-15.0%
利润总额	10.51	5.29	98.5%	4.83	3.48	38.7%	5.68	-14.9%
归属母公司净利润	9.04	4.56	98.1%	4.09	3.01	35.6%	4.95	-17.5%
扣非归母净利润	8.75	4.43	97.8%	3.90	2.94	33.0%	4.85	-19.5%
归母净利率	15.8%	13.5%	2.3pct	14.1%	16.1%	-2.1pct	17.6%	-3.5pct
股本(亿股)	9.51	7.57	-	9.51	7.57	-	7.70	-
EPS(元)	0.97	0.60	61.3%	0.44	0.40	10.4%	0.64	-31.7%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 1：2021H1 收入 57.16 亿元，同比+69.29%（亿元）



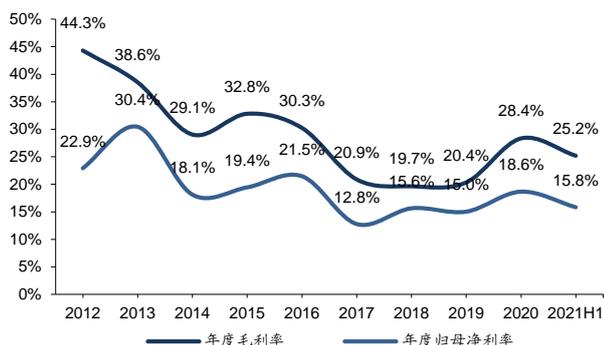
数据来源：WIND，东吴证券研究所

图 2：2021H1 归母净利润 9.04 亿元，同比+98.08%（亿元）



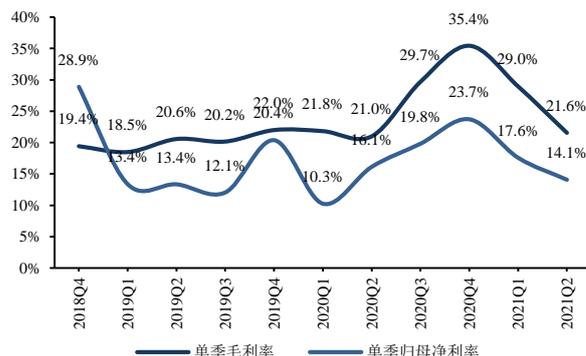
数据来源：WIND，东吴证券研究所

图 3: 2021H1 毛利率、净利率同比+3.83、+2.3pct



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

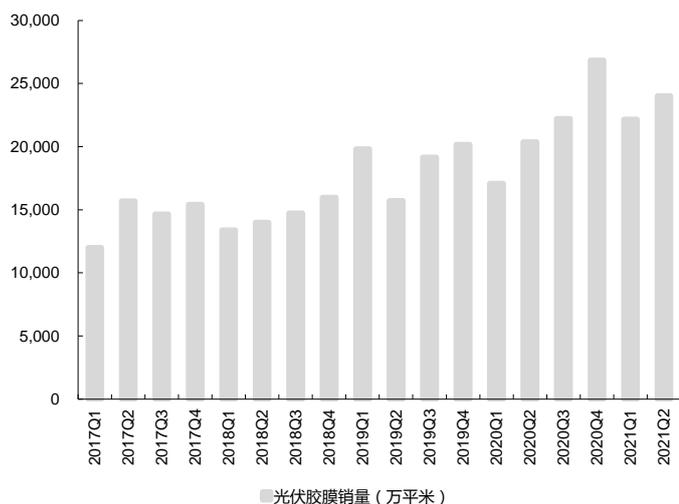
图 4: 2021Q2 毛利率、净利率同比+0.57、-2.06pct



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

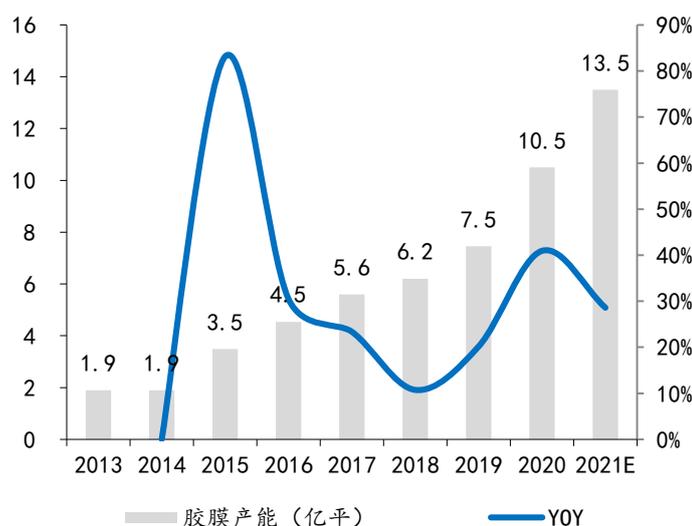
**公司光伏胶膜出货高增，龙一地位稳固：**2021H1 公司光伏胶膜出货 4.61 亿平米，同增 23.19%，其中 Q2 出货约 2.4 亿平，同增 18%，环增约 9%，按 Q2 全球胶膜需求 4 亿平测算，福斯特市占率约 60%，进一步提升。截至 20 年末，公司胶膜产能达 10.5 亿平米，同增 41.1%，21H1 公司新增滁州 1.5 亿平光伏产能，总产能达到 12 亿平，我们预计 21 年末产能达到 13.5 亿平，同增 29%，22 年年末产能达到 18 亿平，同增 33%，龙一地位稳固。

图 5: 光伏胶膜各季度销量 (万平方米)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 6: 公司胶膜产能 (亿平)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

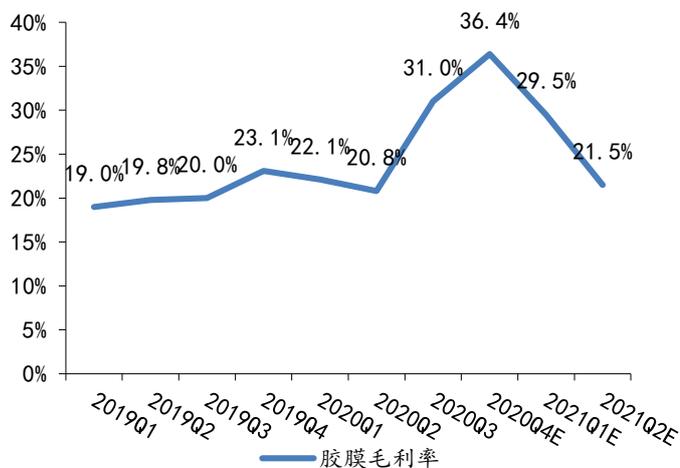
**Q2 胶膜降价+粒子涨价，毛利率仍有不错表现：**公司 Q2 综合毛利率为 21.58%，同增 0.56 个百分点，环降 7.39 个百分点，我们预计胶膜毛利率 Q2 毛利率为 21%~22%，毛利率环比下降主要原因是：1)Q2 原材料 EVA 粒子价格持续处于高位，均价约 20500，环比 Q1 增长约 8%；2) 公司在 Q2 产品平均售价约 10.6-11.0 元/平，环比 Q2 下降约 5-10%。但公司毛利率仅环比下降 7.39pct，主要原因在于低价库存、成本错期、高端产品占比持续提升。展望 Q3 来看，行业 6 月是基本面底部，7 月排产改善 10%+，8 月排产改善 10-20%，景气度逐月提升，我们预计公司出货量环比有显著提升，Q4 旺季来袭电站抢装，我们预计出货继续提升，全年出货我们预计 11-11.5 亿平，同增约 29%。

图 7: EVA 粒子价格 Q2 高位震荡 (元)



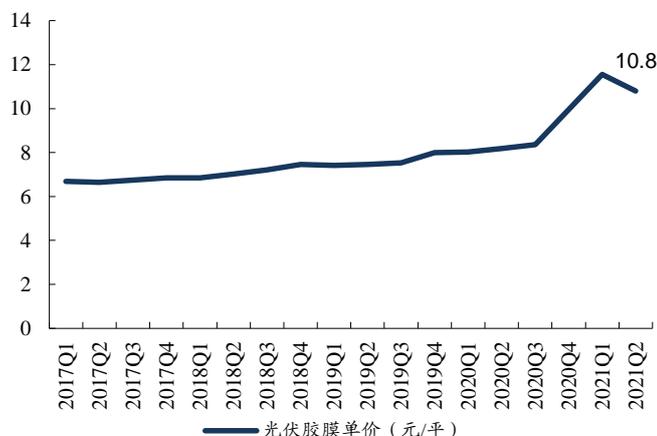
数据来源: WIND, 东吴证券研究所

图 8: 19-20 年季度胶膜毛利率曲线



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

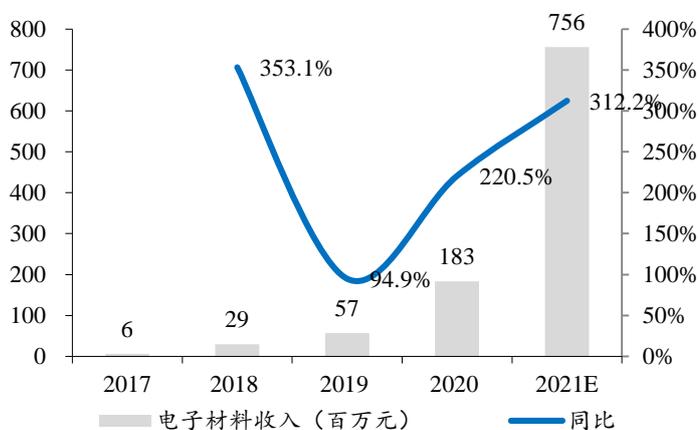
图 9: 光伏胶膜单价 (元/平)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

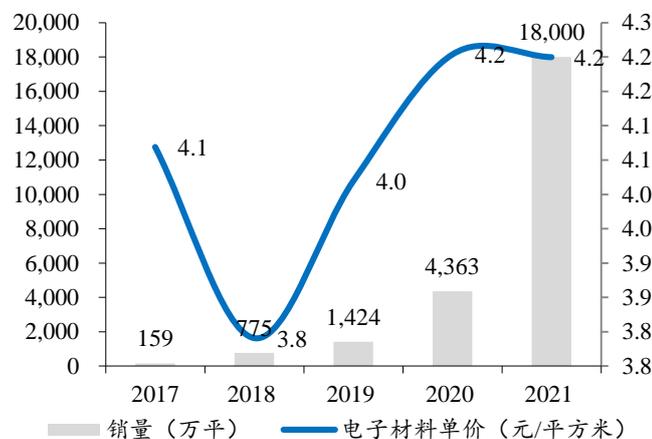
**感光干膜冲击中高端，多个新产品储备：**公司感光干膜近几年处于快速成长期，21H1 出货 4,547.15 万平米，同比增长 210.95%，测算单价 6.9 元/平，相比去年均价 4.2 元/平有显著提升，主要原因在于公司中高端客户持续导入，中高端 LDI 干膜占比持续提升。毛利率 11.06%，同比下降约 5pct，相比 Q1 明显下降，主要原因在于原材料成本上升+导入中大客户前期价格策略所致，随着产能及出货的体量不断扩大，规模效应+核心原材料自供+高端产品结构占比提升，我们预计毛利率将进一步提升。随着公司基于关键共性技术平台，拓展新材料产品体系的战略实施，FCCL、铝塑复合膜、水处理膜等新材料未来将持续贡献业绩增量。

图 10: 2020 年电子材料收入 183.4 百万元，同比+220.53%  
(百万元)



数据来源：WIND，东吴证券研究所

图 11: 2020 年电子材料销量 4363 万平，单价 4.20 元/平



数据来源：WIND，东吴证券研究所

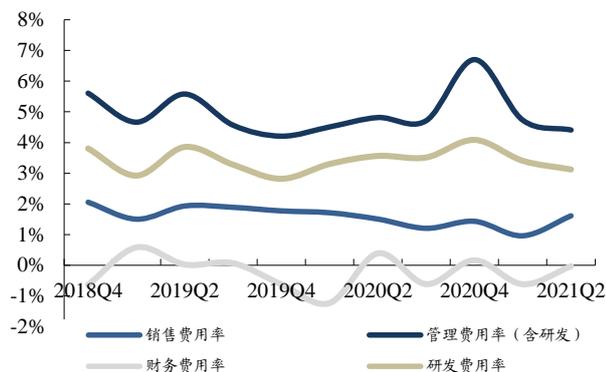
**三费控制能力稳定：**公司 2021H1 费用同比增长 54.31% 至 1.3 亿元，期间费用率下降 0.4 个百分点至 5.54%。其中，销售、管理（含研发）、研发、财务费用分别同比上升 36.68%、上升 65.28%、上升 60.30%、下降 61.89% 至 0.74 亿元、2.61 亿元、1.86 亿元、-0.18 亿元；费用率分别下降 0.31、下降 0.11、下降 0.18、上升 0.01 个百分点至 1.29%、4.57%、3.26%、-0.32%。Q2，销售、管理（含研发）、研发、财务费用分别同比 +66.33%/+42.27%/+36.19%/-113.39%，费用率分别为 1.61%/4.41%/3.12%/-0.03%。

图 12: 2021H1 期间费用 1.3 亿元, 同比+54.31% (亿元)



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

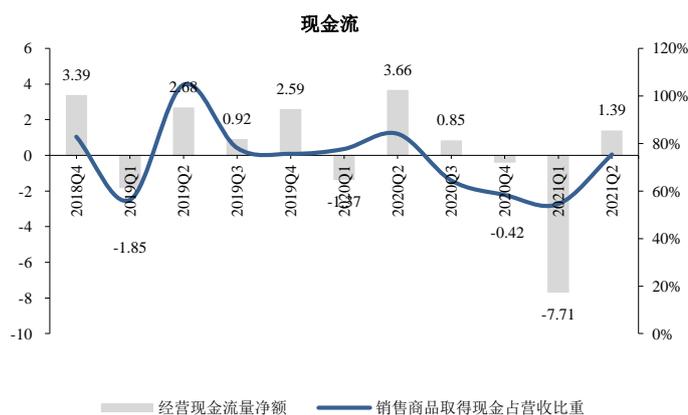
图 13: 2021Q2 期间费用率 5.99%, 同比-0.72pct



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

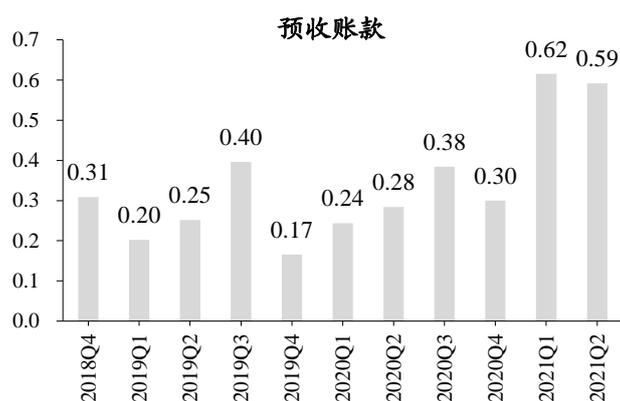
**现金流下降, 谨慎减值 Q2 冲回:** 2021H1 经营活动现金流量净流出 6.32 亿元, 同比下降 375.45%, 其中 Q2 经营活动现金流量净额 1.39 亿元; 销售商品取得现金 37.2 亿元, 同比增长 35.72%。2021Q2 期末预收款项 0.59 亿元, 较期初-0.03 亿元。期末应收账款 23.43 亿元, 较期初下降 1.45 亿元, 应收账款周转天数下降 3.48 天至 74.4 天。期末存货 15.03 亿元, 较期初上升 1.46 亿元; 存货周转天数下降 0.32 天至 52.15 天。公司 21Q2 减值利得 0.21 亿元, 为先前谨慎计提后冲回。

图 14: 2021Q2 现金净流入 1.39 亿元, 同比-62.10% (亿元)



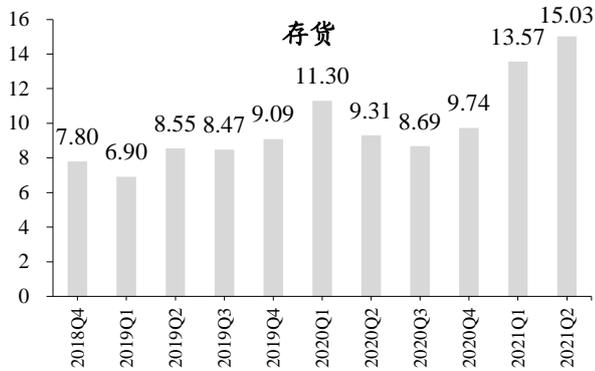
数据来源: WIND, 东吴证券研究所

图 15: 2021Q2 期末预收款项 0.59 亿元, 较期初-0.03 亿元 (亿元)



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

图 16: 2021Q2 期末存货 15.03 亿元, 较期初+1.46 亿元 (亿元)



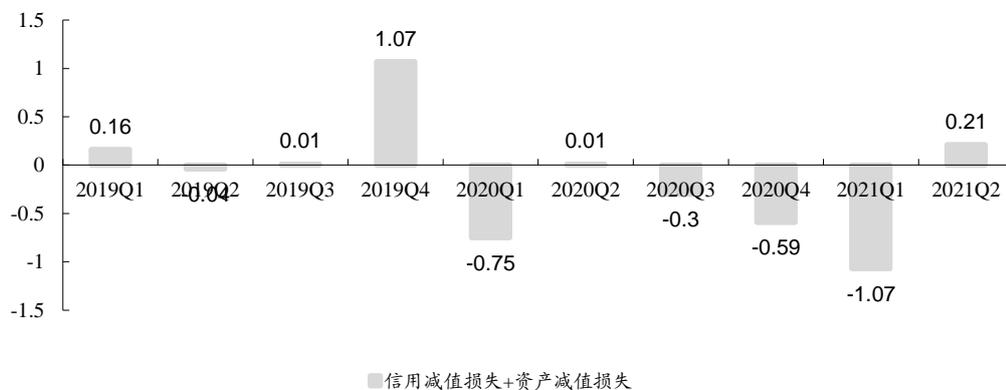
数据来源: WIND, 东吴证券研究所

图 17: 2021Q2 期末应收账款 23.43 亿元, 较期初-1.45 亿元 (亿元)



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

图 18: 公司 21Q2 冲回减值损失 0.21 亿元 (亿元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

**盈利预测与投资评级:** 基于光伏行业景气度持续, 维持盈利预测, 我们预计 21-23 年归母净利润 19.5/25.3/33.5 亿元, 同比增长 24.7%/29.7%/32.5%, 基于公司市占率优势, 维持“买入”评级。

**风险提示:** 政策不达预期, 竞争加剧等

福斯特三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	<b>9318</b>	<b>13290</b>	<b>17114</b>	<b>22196</b>	<b>营业收入</b>	<b>8393</b>	<b>13118</b>	<b>17434</b>	<b>23230</b>
现金	1677	1500	1600	1700	减:营业成本	6013	10195	13615	18086
应收账款	2609	4078	5420	7222	营业税金及附加	35	52	70	93
存货	974	1651	2205	2929	营业费用	121	171	218	279
其他流动资产	4058	6061	7890	10346	管理费用	149	534	672	880
<b>非流动资产</b>	<b>2227</b>	<b>2435</b>	<b>2617</b>	<b>2781</b>	财务费用	-19	58	143	241
长期股权投资	0	0	0	0	加:投资净收益	40	30	30	30
固定资产	1799	2017	2207	2380	其他收益	-344	79	130	131
无形资产	272	263	254	245	<b>营业利润</b>	<b>1790</b>	<b>2217</b>	<b>2877</b>	<b>3812</b>
其他非流动资产	155	155	155	155	加:营业外净收支	-8	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>11545</b>	<b>15725</b>	<b>19731</b>	<b>24977</b>	<b>利润总额</b>	<b>1782</b>	<b>2217</b>	<b>2877</b>	<b>3812</b>
<b>流动负债</b>	<b>1131</b>	<b>3946</b>	<b>6178</b>	<b>9074</b>	减:所得税费用	217	266	345	457
短期借款	0	2013	3603	5475	少数股东损益	0	0	0	1
应付账款	731	1397	1902	2577	<b>归属母公司净利润</b>	<b>1565</b>	<b>1951</b>	<b>2531</b>	<b>3354</b>
其他流动负债	400	536	673	1022	EBIT	2081	2175	2869	3901
<b>非流动负债</b>	<b>1384</b>	<b>524</b>	<b>525</b>	<b>527</b>	EBITDA	2212	2311	3031	4091
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	1384	524	525	527	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
<b>负债合计</b>	<b>2516</b>	<b>4470</b>	<b>6703</b>	<b>9602</b>	每股收益(元)	1.65	2.05	2.66	3.53
少数股东权益	4	5	5	5	每股净资产(元)	9.49	11.83	13.69	16.16
归属母公司股东权益	9025	11251	13022	15370	发行在外股份(百万股)	770	951	951	951
<b>负债和股东权益</b>	<b>11545</b>	<b>15725</b>	<b>19731</b>	<b>24977</b>	ROIC(%)	22.0%	16.5%	16.9%	18.3%
					ROE(%)	17.3%	17.3%	19.4%	21.8%
					毛利率(%)	28.4%	22.3%	21.9%	22.1%
					销售净利率(%)	18.6%	14.9%	14.5%	14.4%
					资产负债率(%)	21.8%	28.4%	34.0%	38.4%
					收入增长率(%)	31.6%	56.3%	32.9%	33.2%
					净利润增长率(%)	63.5%	24.7%	29.7%	32.5%
					P/E	79.55	63.81	49.19	37.12
					P/B	13.80	11.07	9.56	8.10
					EV/EBITDA	57.42	55.81	43.28	32.78

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

## 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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。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。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准:

### 公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

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>