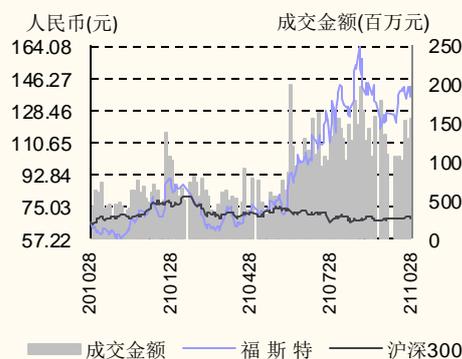


市场价格 (人民币): 136.40 元

## 市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	9.51
已上市流通 A 股(亿股)	9.51
总市值(亿元)	1,297.31
年内股价最高最低(元)	164.66/57.22
沪深 300 指数	4864
上证指数	3518



## 相关报告

1. 《中报业绩符合预期，短期成本优势有望放大-福斯特 2021 中报...》，2021.8.18
2. 《上游涨价推高成本，Q1 业绩符合预期-福斯特 2021 年一季报...》，2021.4.19
3. 《胶膜龙头份额稳固，感光干膜盈利提升-福斯特 2020 年年报点...》，2021.3.26
4. 《Q4 胶膜量价齐升，业绩环比大幅增长-福斯特 2020 年业绩预告...》，2021.1.21

姚遥

分析师 SAC 执业编号: S1130512080001  
(8621)61357595  
yaoy@gjzq.com.cn

宇文甸

联系人  
yuwendian@gjzq.com.cn

## 业绩符合预期，原材料优势继续领跑

## 公司基本情况 (人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	6,378	8,393	13,734	17,932	21,056
营业收入增长率	32.6%	31.6%	63.6%	30.6%	17.4%
归母净利润 (百万元)	957	1,565	1,919	2,404	2,891
归母净利润增长率	27.4%	63.5%	22.60%	25.30%	20.26%
摊薄每股盈利 (元)	1.83	2.03	2.02	2.53	3.04
每股经营性现金流净额	1.05	0.27	-0.46	0.46	1.64
ROE(归属母公司)(摊薄)	14.67%	17.34%	18.11%	19.00%	19.02%
P/E	-	-	67.61	53.96	44.87
P/B	-	-	9.91	8.29	6.91

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 业绩简评

- 10月28日，公司发布2021年三季报，2021年前三季度实现收入89.3亿元，同比增长63%，净利润13.4亿元，同比增长53%。其中Q3单季度实现收入32亿元，同比增长53%，环比增长11%；净利润4.3亿元，同比增长4%，环比增长6%，符合预期。

## 经营分析

- **胶膜出货量同环比稳步增长，单平净利环比小幅微降：**公司Q3单季度实现毛利率18.8%（环比-2.8pct），净利率13.5%（环比-0.65pct）。考虑到Q3胶膜均价环比略有提升，预估公司Q3胶膜单平净利环比小幅微降。按照三季度胶膜销售均价测算，预计公司Q3胶膜出货量同比增长20%~25%，环比增长10%~15%。
- **原材料涨价及备货增加，Q3末存货及预付款创历史新高：**截至三季度末，公司存货17.8亿元，环比增加2.8亿元；预付款项2.85亿元，环比增加1.04亿元，主要原因为9月EVA粒子价格大幅上涨，公司原材料采购支出增加及提前为Q4备货所致。
- **研发投入高增长，整体费用率环比改善：**公司三季度研发费用1.2亿元，创历史单季新高，研发费用率3.79%，环比+0.67pct。随着销售规模的扩大，公司销售费用率、管理费用率环比分别下降0.35pct、0.19pct，整体费用率5.3%，环比下降0.69pct。
- **原材料快速涨价放大采购优势，或有望令Q4单平净利表现超预期：**公司进口EVA粒子占比较高，进口料由于采购周期长，原材料价格快速上涨时，当期确认成本较国内现货价格更低，有望摊薄公司Q4原材料采购成本。考虑到9月胶膜提价传导部分粒子成本压力后，Q4胶膜均价环比仍在提升，叠加原材料采购优势，或有望令公司Q4单平净利表现超预期。

## 盈利调整与投资建议

- 根据我们对光伏终端需求和胶膜价格的最新判断，上调公司2021-2023E净利润预测分别至19（+4.5%）、24（+4.6%）、29（+7.3%）亿元，对应EPS分别为2.02、2.53、3.04元，当前股价对应PE分别为68、54、45倍，维持“增持”评级。

**风险提示：**疫情超预期恶化，产品价格表现不及预期，国际贸易环境恶化，下游需求不及预期，原材料价格上涨超预期。

**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)						
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>主营业务收入</b>	<b>4,810</b>	<b>6,378</b>	<b>8,393</b>	<b>13,734</b>	<b>17,932</b>	<b>21,056</b>	货币资金	494	1,881	1,677	1,226	886	1,395
增长率		32.6%	31.6%	63.6%	30.6%	17.4%	应收款项	2,773	3,074	4,183	6,591	8,605	10,813
<b>主营业务成本</b>	<b>-3,864</b>	<b>-5,079</b>	<b>-6,013</b>	<b>-10,627</b>	<b>-14,053</b>	<b>-16,473</b>	存货	780	909	974	1,441	1,509	1,452
%销售收入	80.3%	79.6%	71.6%	77.4%	78.4%	78.2%	其他流动资产	967	880	2,485	1,655	1,681	1,717
<b>毛利</b>	<b>946</b>	<b>1,299</b>	<b>2,380</b>	<b>3,108</b>	<b>3,879</b>	<b>4,583</b>	流动资产	5,014	6,745	9,318	10,913	12,682	15,377
%销售收入	19.7%	20.4%	28.4%	22.6%	21.6%	21.8%	%总资产	77.7%	81.2%	80.7%	80.7%	80.5%	82.7%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-19</b>	<b>-22</b>	<b>-35</b>	<b>-48</b>	<b>-63</b>	<b>-74</b>	长期投资	14	0	0	0	0	0
%销售收入	0.4%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	固定资产	1,167	1,290	1,799	2,182	2,620	2,757
<b>销售费用</b>	<b>-87</b>	<b>-113</b>	<b>-121</b>	<b>-179</b>	<b>-210</b>	<b>-232</b>	%总资产	18.1%	15.5%	15.6%	16.1%	16.6%	14.8%
%销售收入	1.8%	1.8%	1.4%	1.3%	1.2%	1.1%	无形资产	200	217	274	282	290	298
<b>管理费用</b>	<b>-84</b>	<b>-98</b>	<b>-144</b>	<b>-233</b>	<b>-269</b>	<b>-295</b>	非流动资产	1,442	1,560	2,227	2,617	3,063	3,209
%销售收入	1.8%	1.5%	1.7%	1.7%	1.5%	1.4%	%总资产	22.3%	18.8%	19.3%	19.3%	19.5%	17.3%
<b>研发费用</b>	<b>-179</b>	<b>-203</b>	<b>-309</b>	<b>-467</b>	<b>-610</b>	<b>-695</b>	<b>资产总计</b>	<b>6,456</b>	<b>8,305</b>	<b>11,545</b>	<b>13,530</b>	<b>15,745</b>	<b>18,586</b>
%销售收入	3.7%	3.2%	3.7%	3.4%	3.4%	3.3%	短期借款	15	20	0	0	0	0
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>576</b>	<b>864</b>	<b>1,771</b>	<b>2,181</b>	<b>2,728</b>	<b>3,288</b>	应付款项	722	759	775	1,205	1,285	1,506
%销售收入	12.0%	13.5%	21.1%	15.9%	15.2%	15.6%	其他流动负债	148	83	357	342	422	499
<b>财务费用</b>	<b>5</b>	<b>0</b>	<b>19</b>	<b>-2</b>	<b>-6</b>	<b>-16</b>	流动负债	885	862	1,131	1,547	1,706	2,005
%销售收入	-0.1%	0.0%	-0.2%	0.0%	0.0%	0.1%	长期贷款	0	0	0	0	0	0
<b>资产减值损失</b>	<b>-103</b>	<b>-5</b>	<b>2</b>	<b>-15</b>	<b>-16</b>	<b>-6</b>	其他长期负债	15	914	1,384	1,383	1,383	1,383
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-2</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>负债</b>	<b>900</b>	<b>1,776</b>	<b>2,516</b>	<b>2,930</b>	<b>3,089</b>	<b>3,388</b>
<b>投资收益</b>	<b>62</b>	<b>27</b>	<b>40</b>	<b>40</b>	<b>40</b>	<b>40</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>5,554</b>	<b>6,525</b>	<b>9,025</b>	<b>10,597</b>	<b>12,655</b>	<b>15,200</b>
%税前利润	7.2%	2.5%	2.2%	1.8%	1.4%	1.2%	其中：股本	523	523	770	770	770	770
<b>营业利润</b>	<b>858</b>	<b>1,094</b>	<b>1,790</b>	<b>2,234</b>	<b>2,766</b>	<b>3,326</b>	未分配利润	3,408	4,070	5,344	6,916	8,974	11,519
营业利润率	17.8%	17.2%	21.3%	16.3%	15.4%	15.8%	少数股东权益	2	4	4	3	0	-2
<b>营业外收支</b>	<b>-3</b>	<b>-2</b>	<b>-8</b>	<b>-5</b>	<b>-5</b>	<b>-5</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>6,456</b>	<b>8,305</b>	<b>11,545</b>	<b>13,530</b>	<b>15,745</b>	<b>18,586</b>
<b>税前利润</b>	<b>856</b>	<b>1,092</b>	<b>1,782</b>	<b>2,229</b>	<b>2,761</b>	<b>3,321</b>	<b>比率分析</b>						
利润率	17.8%	17.1%	21.2%	16.2%	15.4%	15.8%							
<b>所得税</b>	<b>-106</b>	<b>-137</b>	<b>-217</b>	<b>-312</b>	<b>-359</b>	<b>-432</b>	<b>每股指标</b>						
所得税率	12.4%	12.6%	12.2%	14.0%	13.0%	13.0%	每股收益	1.44	1.83	2.03	2.02	2.53	3.04
<b>净利润</b>	<b>750</b>	<b>955</b>	<b>1,565</b>	<b>1,917</b>	<b>2,402</b>	<b>2,889</b>	每股净资产	10.63	12.49	11.73	13.77	16.44	19.75
<b>少数股东损益</b>	<b>-1</b>	<b>-2</b>	<b>0</b>	<b>-2</b>	<b>-2</b>	<b>-2</b>	每股经营现金净流	0.32	1.05	0.27	-0.46	0.46	1.64
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>751</b>	<b>957</b>	<b>1,565</b>	<b>1,919</b>	<b>2,404</b>	<b>2,891</b>	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.45	0.45	0.45
净利率	15.6%	15.0%	18.6%	14.0%	13.4%	13.7%	<b>回报率</b>						
							净资产收益率	13.53%	14.67%	17.34%	18.11%	19.00%	19.02%
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							总资产收益率	11.64%	11.52%	13.56%	14.18%	15.27%	15.56%
净利润	750	955	1,565	1,917	2,402	2,889	投入资本收益率	9.06%	10.15%	14.98%	15.69%	16.94%	17.28%
少数股东损益	-1	-2	0	-2	-2	-2	<b>增长率</b>						
非现金支出	196	116	130	182	228	269	主营业务收入增长率	4.90%	32.61%	31.59%	63.64%	30.57%	17.42%
非经营收益	-83	-71	-39	-21	-19	-8	EBIT增长率	-7.39%	50.02%	105.08%	23.09%	25.09%	20.53%
营运资金变动	-693	-454	-1,445	-2,430	-2,260	-1,888	净利润增长率	28.38%	27.39%	63.52%	22.60%	25.30%	20.26%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>170</b>	<b>546</b>	<b>211</b>	<b>-352</b>	<b>351</b>	<b>1,262</b>	总资产增长率	13.19%	28.64%	39.01%	17.20%	16.37%	18.04%
资本开支	-195	-47	-355	-563	-663	-413	<b>资产管理能力</b>						
投资	0	5	0	786	294	-7	应收账款周转天数	79.4	79.3	87.3	90.0	90.0	95.0
其他	346	22	-1,477	40	40	40	存货周转天数	59.5	60.7	57.1	50.0	40.0	33.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>151</b>	<b>-20</b>	<b>-1,832</b>	<b>263</b>	<b>-329</b>	<b>-380</b>	应付账款周转天数	56.2	48.1	43.2	38.0	30.0	30.0
股权募资	0	211	349	0	0	0	固定资产周转天数	84.2	62.0	71.0	48.3	44.9	42.3
债权募资	15	890	1,329	1	0	0	<b>偿债能力</b>						
其他	-226	-206	-319	-363	-363	-373	净负债/股东权益	-8.63%	-25.25%	-9.12%	-3.56%	-0.34%	-3.68%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-211</b>	<b>896</b>	<b>1,360</b>	<b>-361</b>	<b>-363</b>	<b>-373</b>	EBIT利息保障倍数	-105.0	-3,112.4	-91.1	1,250.6	478.8	209.5
<b>现金净流量</b>	<b>110</b>	<b>1,422</b>	<b>-261</b>	<b>-451</b>	<b>-340</b>	<b>509</b>	资产负债率	13.94%	21.38%	21.79%	21.66%	19.62%	18.23%

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
买入	5	8	15	38	68
增持	1	3	7	15	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.17	1.27	1.32	1.28	1.00

来源：朝阳永续

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

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2020-03-23	增持	40.63	N/A
2	2020-10-26	增持	73.61	N/A
3	2021-01-21	增持	88.93	N/A
4	2021-03-26	增持	78.38	N/A
5	2021-04-19	增持	78.80	N/A
6	2021-08-18	增持	130.90	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。

**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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。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。

本报告反映编写分析员的不同设想、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，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

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；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自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。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场 T3-2402