

福斯特 2021 三季报点评: 光伏胶膜龙一地位稳固, 感光干膜出货持续提升

2021 年 10 月 29 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 郭亚男

guoyn@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	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	1953	2534	3348
同比 (%)	63.5%	24.8%	29.7%	32.1%
每股收益 (元/股)	1.65	2.05	2.66	3.52
P/E (倍)	82.89	63.74	49.13	37.18

投资要点

- 2021Q3 公司归母净利润 4.33 亿元, 同比增长 4.23%, 环比增长 5.89%。**
 公司发布 2021 年三季报, 公司 2021Q1-3 实现营业收入 89.3 亿元, 同比增长 63.27%; 实现利润总额 14.93 亿元, 同比增长 47.55%; 实现归属母公司净利润 13.36 亿元, 同比增长 53.37%。其中 2021Q3, 实现营业收入 32.14 亿元, 同比增长 53.55%, 环比增长 10.78%; 实现归属母公司净利润 4.33 亿元, 同比增长 4.23%, 环比增长 5.89%。Q1-3 毛利率为 22.91%, 同比下降 1.66pct, Q3 毛利率 18.80%, 同比下降 10.91pct, 环比下降 2.78pct; Q1-3 归母净利率为 14.96%, 同比下降 0.97pct, Q3 归母净利率 13.46%, 同比下降 6.37pct, 环比下降 0.62pct, 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:** 2021Q1-3 公司光伏胶膜出货 7-7.5 亿平米, 同增 17-26%, 其中 Q3 出货约 2.5-2.8 亿平, 同增约 18%, 环增约 11%, 按 Q3 全球胶膜需求 4 亿平测算, 福斯特市占率约 60%, 龙一地位稳固。产能方面预计公司 2021~2023 年年末分别会达到 13.5/18/21 亿平米, 产能快速提升。
- Q3 粒子涨价, 毛利率仍维持行业较高水平:** 公司 Q3 综合毛利率 18.80%, 同比下降 10.91pct, 环比下降 2.78pct, 我们预计公司 Q3 胶膜毛利率环比小幅下降。毛利率环比下降主要原因是: 1) Q3 原材料 EVA 粒子价格持续处于高位, 以 EVA (180F) 来看, 其 Q3 均价约 2.1 万, 环增 5% (实际光伏级 EVA 价格上涨更快); 2) 由于胶膜行业提价主要在 9 月份, 我们测算公司 Q3 产品平均售价约 10.85 元/平, 环比 Q2 仅提升约 1-2%。展望 Q4, 我们预计公司毛利率将环比提升。
- 感光干膜销量逐季提升, 多个新产品储备:** 公司感光干膜近几年处于快速成长期, Q3 出货量约为 3000 万平米, 环比增长 28%, 目前公司 2 亿平米产能已达产, 我们预计四季度出货量还将进一步提升。公司还计划扩产 4 亿平米感光干膜及 2.4 万吨碱溶性树脂, 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向好的优势, 我们维持盈利预期, 我们预计 2021-2023 年归母净利润 19.5/25.3/33.5 亿元 (与前值相同), 同比增长 24.8%/29.7%/32.1%, 对应 EPS 为 2.05/2.66/3.52 元, 对应现价 PE 分别 64x、49x、37x, 基于公司市占率优势, 维持“买入”评级。
- 风险提示:** 竞争加剧, 政策不及预期等

股价走势



市场数据

收盘价(元)	136.40
一年最低/最高价	67.95/167.08
市净率(倍)	11.92
流通 A 股市值(百万元)	129730.55

基础数据

每股净资产(元)	11.90
资产负债率(%)	11.08
总股本(百万股)	951.10
流通 A 股(百万股)	951.10

相关研究

- 《福斯特 (603806): 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》2021-08-18
- 《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
- 《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

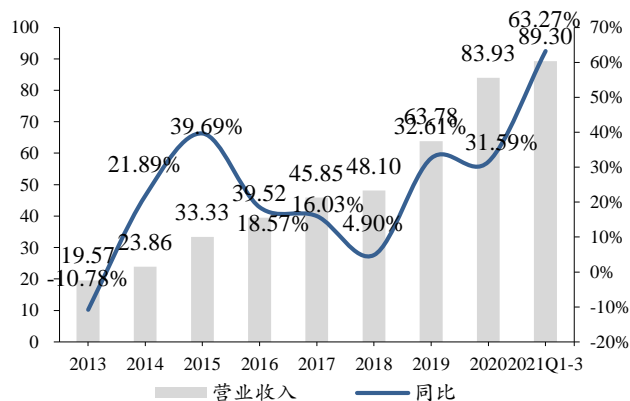
2021Q3 公司归母净利润 4.33 亿元，同比增长 4.23%，环比增长 5.89%。公司发布 2021 年三季报，公司 2021Q1-3 实现营业收入 89.3 亿元，同比增长 63.27%；实现利润总额 14.93 亿元，同比增长 47.55%；实现归属母公司净利润 13.36 亿元，同比增长 53.37%。其中 2021Q3，实现营业收入 32.14 亿元，同比增长 53.55%，环比增长 10.78%；实现归属母公司净利润 4.33 亿元，同比增长 4.23%，环比增长 5.89%。Q1-3 毛利率为 22.91%，同比下降 1.66pct，Q3 毛利率 18.80%，同比下降 10.91pct，环比下降 2.78pct；Q1-3 归母净利率为 14.96%，同比下降 0.97pct，Q3 归母净利率 13.46%，同比下降 6.37pct，环比下降 0.62pct，整体业绩符合我们预期。

表 1: 福斯特 2021Q1-3 核心财务数据

福斯特	2021Q1-3	2020Q1-3	同比	2021Q3	2020Q3	同比	2021Q2	环比
营业收入 (亿元)	89.30	54.69	63.3%	32.14	20.93	53.6%	29.01	10.8%
毛利率	22.9%	24.6%	-1.7pct	18.8%	29.7%	-10.9pct	21.6%	-2.8pct
营业利润 (亿元)	14.95	10.14	47.3%	4.44	4.83	-8.1%	4.83	-8.1%
利润总额 (亿元)	14.93	10.12	47.5%	4.42	4.82	-8.4%	4.83	-8.5%
归属母公司净利润 (亿元)	13.36	8.71	53.4%	4.33	4.15	4.2%	4.09	5.9%
扣非归母净利润 (亿元)	13.05	8.48	53.9%	4.29	4.05	6.0%	3.90	10.0%
归母净利率	15.0%	15.9%	-1.0pct	13.5%	19.8%	-6.4pct	14.1%	-0.6pct
股本 (亿股)	9.51	7.70	-	9.51	7.70	-	9.29	-
EPS	1.40	1.13	24.1%	0.45	0.54	-15.7%	0.44	3.5%

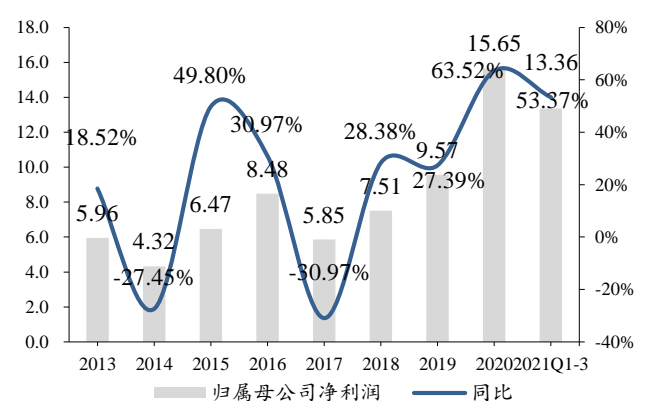
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 1: 2021Q1-3 收入 89.3 亿元，同比+63.27%



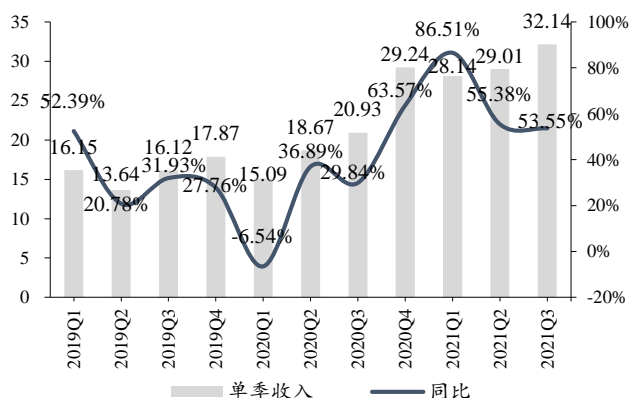
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 2: 2021Q1-3 归母净利润 13.36 亿元，同比+53.37%



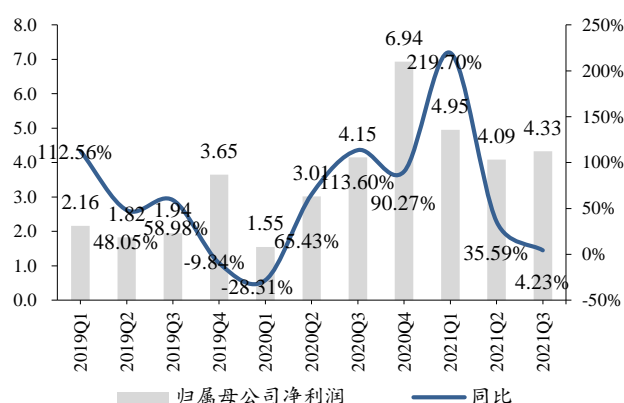
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 3: 2021Q3 收入 32.14 亿元, 同比+53.55%



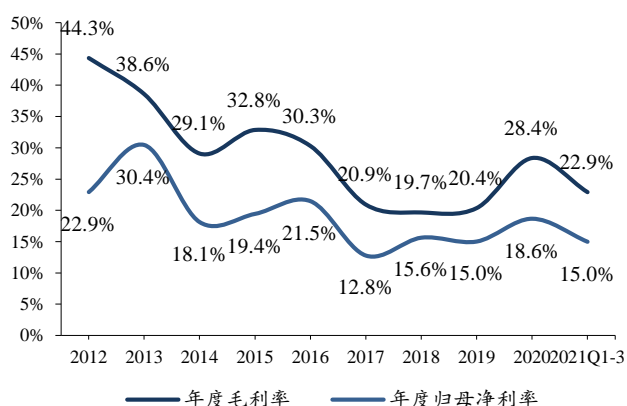
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 4: 2021Q3 归母净利润 4.33 亿元, 同比+4.23%



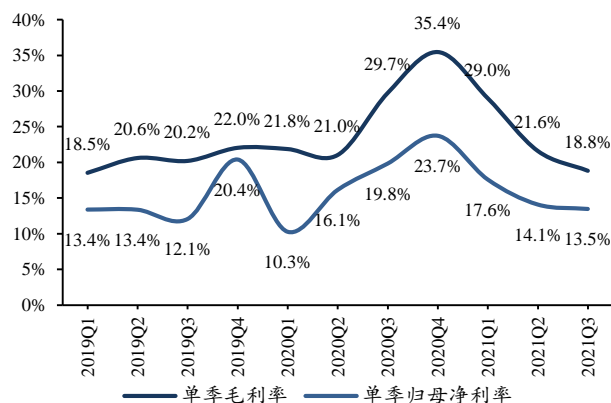
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 5: 2021Q1-3 毛利率、净利率同比-1.66、-0.97pct



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

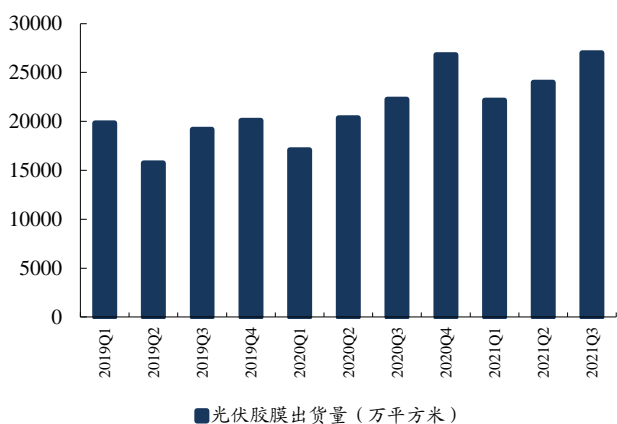
图 6: 2021Q3 毛利率、净利率同比-10.91、-6.37pct



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

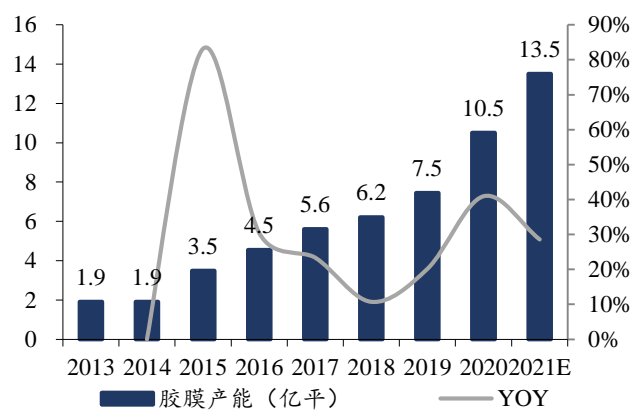
公司光伏胶膜出货高增, 龙一地位稳固: 2021Q1-3 公司光伏胶膜出货 7-7.5 亿平米, 同增 17-26%, 其中 Q3 出货约 2.5-2.8 亿平, 同增约 18%, 环增约 11%, 按 Q3 全球胶膜需求 4 亿平测算, 福斯特市占率约 60%, 龙一地位稳固。产能方面预计公司 2021~2023 年年末分别会达到 13.5/18/21 亿平米, 产能快速提升。

图 7: 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

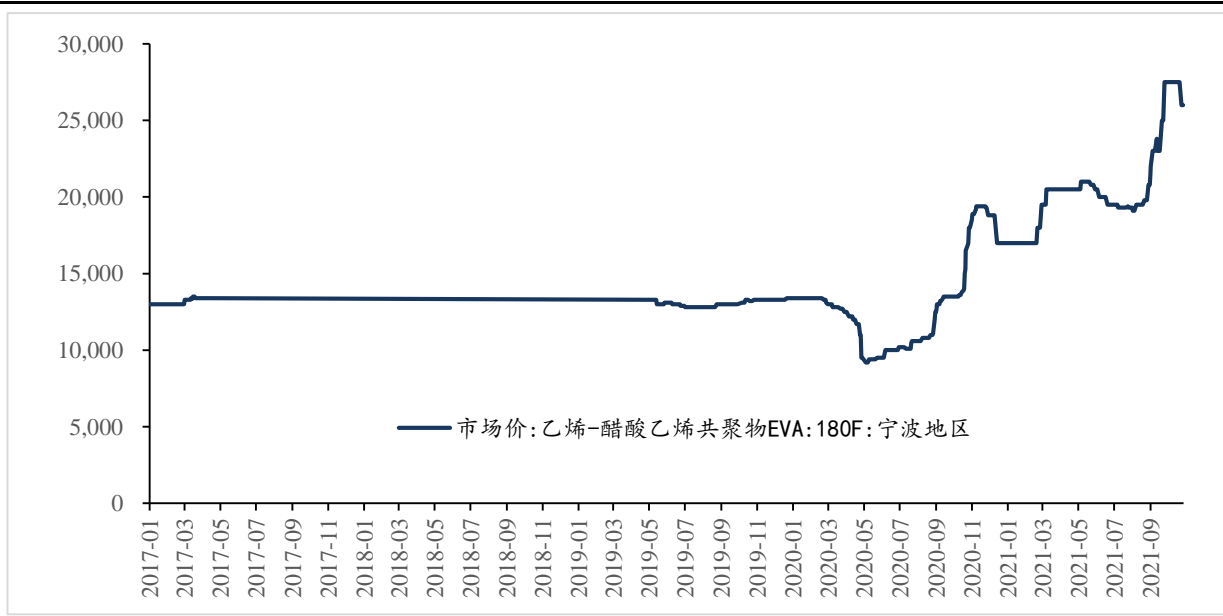
图 8: 公司胶膜产能 (亿平)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

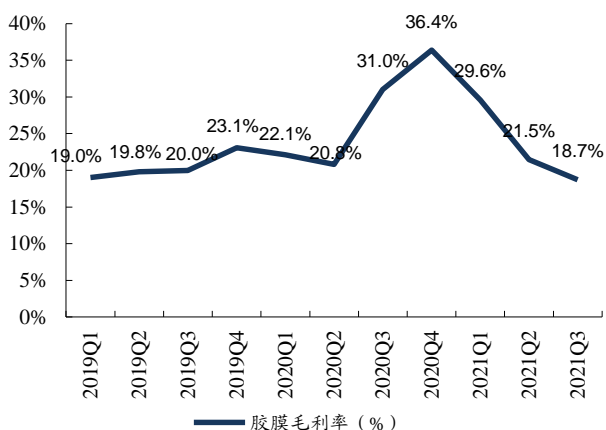
Q3 粒子涨价, 毛利率仍维持行业较高水平: 公司 Q3 综合毛利率 18.80%, 同比下降 10.91pct, 环比下降 2.78pct, 我们预计公司 Q3 胶膜毛利率环比小幅下降。毛利率环比下降主要原因是: 1) Q3 原材料 EVA 粒子价格持续处于高位, 以 EVA (180F) 来看, 其 Q3 均价约 2.1 万, 环增 5% (实际光伏级 EVA 价格上涨更快); 2) 由于胶膜行业提价主要在 9 月份, 我们测算公司 Q3 产品平均售价约 10.85 元/平, 环比 Q2 仅提升约 1-2%。展望 Q4, 我们预计公司毛利率将环比提升。

图 9: EVA 粒子价格 Q3 高位震荡 (元)



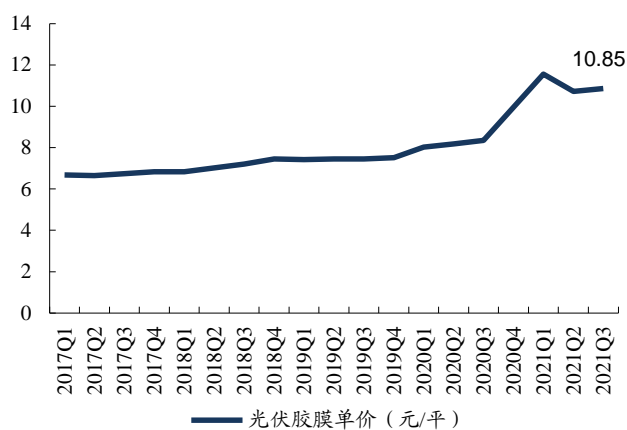
数据来源: WIND, 东吴证券研究所

图 10: 2019-2021Q3 季度胶膜毛利率曲线



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

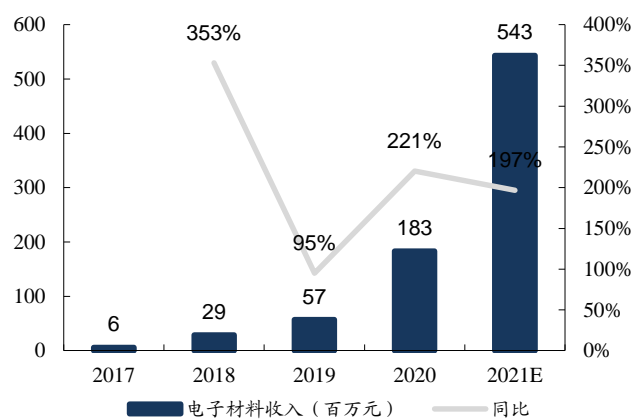
图 11: 光伏胶膜单价 (元/平)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

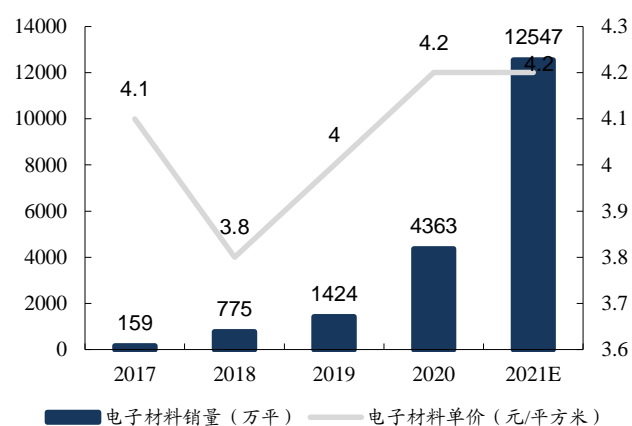
感光干膜销量逐季提升, 多个新产品储备: 公司感光干膜近几年处于快速成长期, Q3 出货量约为 3000 万平米, 环比增长 28%, 目前公司 2 亿平米产能已达产, 我们预计四季度出货量还将进一步提升。公司还计划扩产 4 亿平米感光干膜及 2.4 万吨碱溶性树脂, 随着产能及出货的体量不断扩大, 规模效应+核心原材料自供+高端产品结构占比提升, 我们预计毛利率将进一步提升。随着公司基于关键共性技术平台, 拓展新材料产品体系的战略实施, FCCL、铝塑复合膜、水处理膜等新材料未来将持续贡献业绩增量。

图 12: 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

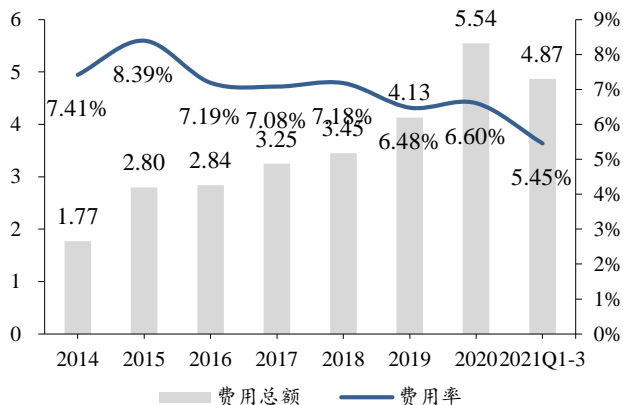
图 13: 2020 年电子材料销量 4363 万平, 单价 4.20 元/平



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

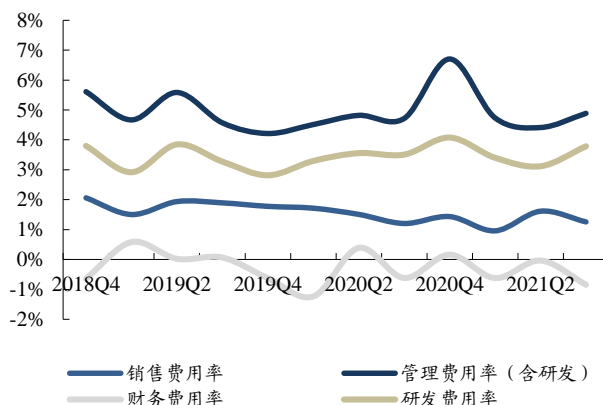
三费控制能力稳定: 公司 2021Q1-3 费用同比增长 56.23%至 4.87 亿元, 期间费用率下降 0.25 个百分点至 5.45%。其中, 销售、管理(含研发)、研发、财务费用分别同比上升 44.16%、上升 62.91%、上升 62.42%、下降 87.54%至 1.14 亿元、4.18 亿元、3.08 亿元、-0.45 亿元; 费用率分别下降 0.17、下降 0.01、下降 0.02、下降 0.07 个百分点至 1.28%、4.68%、3.45%、-0.51%。Q3, 销售、管理(含研发)、研发、财务费用分别同比 +60.18%/+59.10%/+65.76%/+110.18%, 费用率分别为 1.26%/4.88%/3.79%/-0.84%。

图 14: 2021Q1-3 期间费用 4.87 亿元, 同比+56.23%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

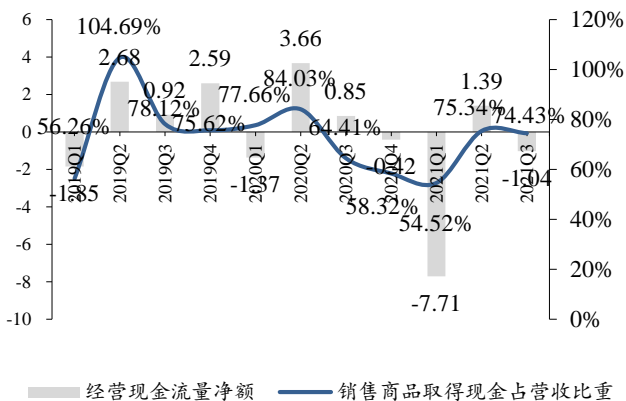
图 15: 2021Q3 期间费用率 5.30%, 同比-0pct



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

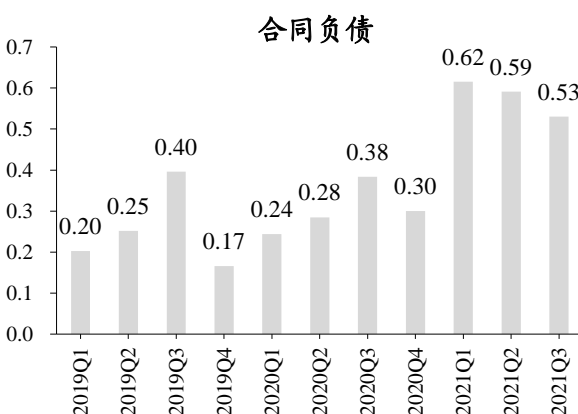
经营现金流有所下降, 存货大幅提升: 公司 2021Q1-3 经营活动现金流量净流出 7.35 亿元, 同比下降 334.02%, 其中 Q3 经营活动现金流量净额-1.04 亿元; 销售商品取得现金 61.12 亿元, 同比增长 49.47%。期末合同负债 0.53 亿元, 比期初下降 10.33%。期末应收账款 27.14 亿元, 较期初增长 3.71 亿元, 应收账款周转天数上升 2.65 天至 77.05 天。期末存货 17.85 亿元, 较期初上升 9.16 亿元; 存货周转天数上升 1.94 天至 54.1 天。

图 16: 2021Q3 现金净流出-1.04 亿元, 同比-222.20%



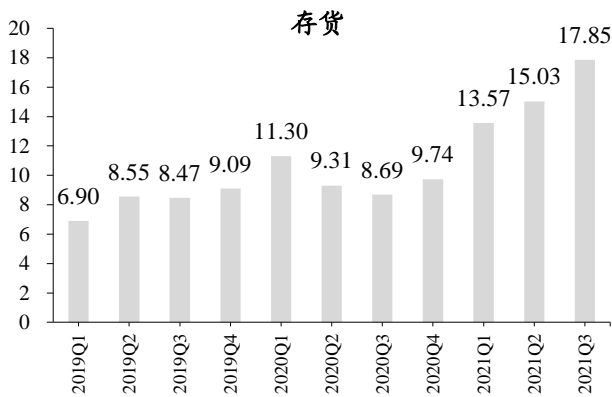
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 17: 2021Q3 期末合同负债 0.53 亿元, 同比+38.14%



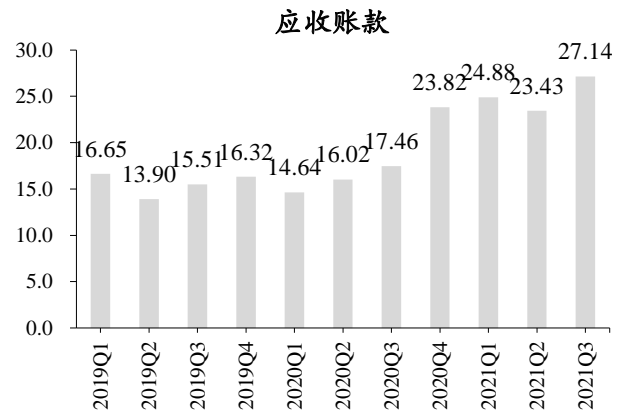
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 18: 2021Q3 期末存货 17.85 亿元, 同比+9.16 亿元



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 19: 2021Q3 期末应收账款 27.14 亿元, 较期初+3.71 亿元



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

盈利预测与投资评级: 基于光伏行业景气度向好的优势, 我们维持盈利预期, 我们预计 2021-2023 年归母净利润 19.5/25.3/33.5 亿元 (与前值相同), 同比增长 24.8%/29.7%/32.1%, 对应 EPS 为 2.05/2.66/3.52 元, 对应现价 PE 分别 64x、49x、37x, 基于公司市占率优势, 维持“买入”评级。

风险提示: 竞争加剧, 政策不及预期等。

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