

2022年03月18日

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

chenyao@dwzq.com.cn

研究助理 郭亚男

guoyn@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	12,858	19,483	21,350	26,647
同比 (%)	53.20%	51.53%	9.58%	24.81%
归母净利润 (百万元)	2,197	2,891	3,575	4,246
同比 (%)	40.35%	31.61%	23.66%	18.78%
每股收益-最新股份摊薄 (元/股)	2.31	3.04	3.76	4.46
P/E-现价&最新股本摊薄 (倍)	53.99	41.03	33.18	27.93

### 投资要点

- 2021年公司归属母公司净利润21.97亿元，同比增长40%：**公司发布2021年年报，报告期内实现营业收入128.58亿元，同比增长53.20%；实现利润总额24.69亿元，同比增长38.57%；实现归属母公司净利润21.97亿元，同比增长40.35%。其中2021Q4，实现营业收入39.28亿元，同比增长34.35%，环比增长22.22%；实现归属母公司净利润8.6亿元，同比增长24.01%，环比增长98.83%，大超市场预期，主要是胶膜单平盈利大幅增长所致。2021年毛利率为25.06%，同比下降3.30pct，2021Q4毛利率29.94%，同比下降5.51pct，环比上升11.14pct；2021年归母净利率为17.08%，同比下降1.56pct，2021Q4归母净利率21.90%，同比下降1.83pct，环比上升8.44pct。
- 胶膜单平盈利超市场预期，龙一地位稳固：**2021年公司光伏胶膜销量9.7亿平，同增11%，对应市占率55%+，龙一地位稳固。2021Q4销量2.36亿平，同环比-14%/-15%，主要是2021Q4组件厂消化库存，产量环降所致。2021年胶膜毛利率25.66%，其中2021Q4达31%，环增12pct，对应单平净利3.2-3.3元/平，大超市场预期，原因：1) 2021年9月因需求旺盛，胶膜调涨40%+，随后价格缓慢下调，我们测算2021Q4平均价格15.3元/平，环增40%左右；2) 原材料粒子2021Q4价格由3万元降至2万元，且公司有低价粒子库存储备，充分享受低价库存带来的盈利提升；3) 三费控制能力强，2021年三费率仅为1.23%。
- 2022年胶膜受益行业增长，盈利结构持续改善：**我们预计2022年光伏行业装机240GW+，对应胶膜需求25-26亿平，同增45%左右。我们预计2022年公司出货14亿平+，市占率维持55%左右，充分享受行业增长，同时公司白膜+POE/EPE等高盈利产品占比提升到50%+，并推出抗腐蚀的爱比寿系列胶膜，盈利结构持续改善。
- 背板销量稳步增长，感光干膜开启中高端产品销售：**2021年公司光伏背板销量0.68亿平，同增20%，其中2021Q4销量0.21亿平左右，同环比+31%/+31%，嘉兴1.1亿平产能2021年下半年逐步投产，2022年仍将快速增长。感光干膜2021年销量1亿平，同增136%，公司已开始中高端产品销售，结构改善，江门基地4亿平感光干膜和2.4万吨碱溶性树脂扩产逐步推进，规模效应+核心原材料自供也将推动毛利率进一步提升。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，公司龙头地位稳固，产品结构持续优化，我们上调公司盈利预测，我们预计公司2022-2024年归母净利润为28.9/35.8/42.5亿元，2022-2023年前值为25.3/33.5亿元，同比增长31.6%/23.7%/18.8%，对应EPS为3.04/3.76/4.46元/股，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)	124.70
一年最低/最高价	68.02/167.08
市净率(倍)	9.74
流通A股市值(百万元)	118602.64

### 基础数据

每股净资产(元)	12.80
资产负债率(%)	10.94
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):福斯特2021三季度点评:光伏胶膜龙一地位稳固,感光干膜出货持续提升》2021-10-29
- 《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):福斯特一季度点评:龙头盈利持续超预期,新材料可期》2021-04-20

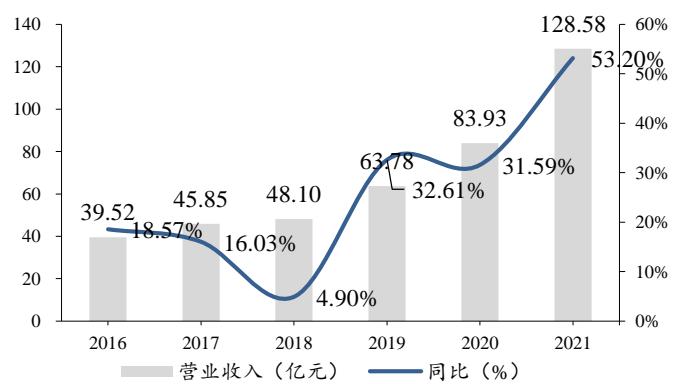
**2021年公司归属母公司净利润21.97亿元，同比增长40%：**公司发布2021年年报，报告期内实现营业收入128.58亿元，同比增长53.20%；实现利润总额24.69亿元，同比增长38.57%；实现归属母公司净利润21.97亿元，同比增长40.35%。其中2021Q4，实现营业收入39.28亿元，同比增长34.35%，环比增长22.22%；实现归属母公司净利润8.6亿元，同比增长24.01%，环比增长98.83%，大超市场预期，主要是胶膜单平盈利大幅增长所致。2021年毛利率为25.06%，同比下降3.30pct，2021Q4毛利率29.94%，同比下降5.51pct，环比上升11.14pct；2021年归母净利率为17.08%，同比下降1.56pct，2021Q4归母净利率21.90%，同比下降1.83pct，环比上升8.44pct。

**表1：2021年收入128.58亿元，同比增长53.20%；盈利21.97亿元，同比增长40.35%**

福斯特	2021	2020	同比	2021Q4	2020Q4	同比	2021Q3	环比
营业收入（亿元）	128.58	83.93	53.2%	39.28	29.24	34.4%	32.14	22.2%
毛利率（%）	25.1%	28.4%	-3.3pct	29.9%	35.4%	-5.5pct	18.8%	11.1pct
营业利润（亿元）	24.71	17.90	38.1%	9.76	7.75	25.9%	4.44	120.0%
利润总额（亿元）	24.69	17.82	38.6%	9.76	7.70	26.8%	4.42	120.9%
归属母公司净利润（亿元）	21.97	15.65	40.4%	8.60	6.94	24.0%	4.33	98.8%
扣非归属母公司净利润（亿元）	21.40	15.21	40.7%	8.36	6.74	24.0%	4.29	94.6%
归母净利率（%）	17.1%	18.6%	-1.6pct	21.9%	23.7%	-1.8pct	13.5%	8.4pct
股本（亿股）	9.51	7.70	-	9.51	7.70	-	9.51	-
EPS（元/股）	2.31	2.03	13.6%	0.90	0.90	0.3%	0.45	98.8%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

**图1：2021年收入128.58亿元，同比+53.20%（亿元，%）**



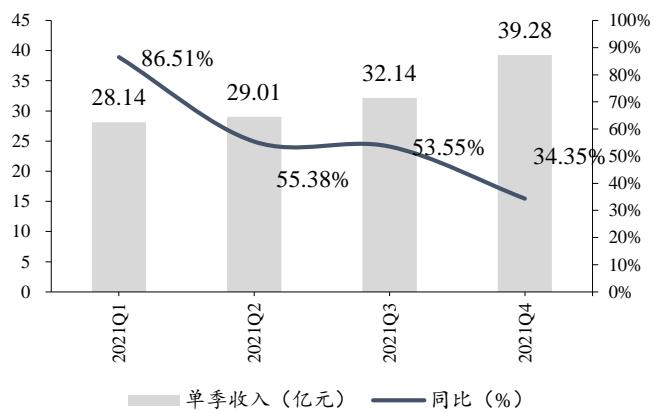
数据来源：Wind，东吴证券研究所

**图2：2021年归属母公司净利润21.97亿元，同比+40.35%（亿元，%）**



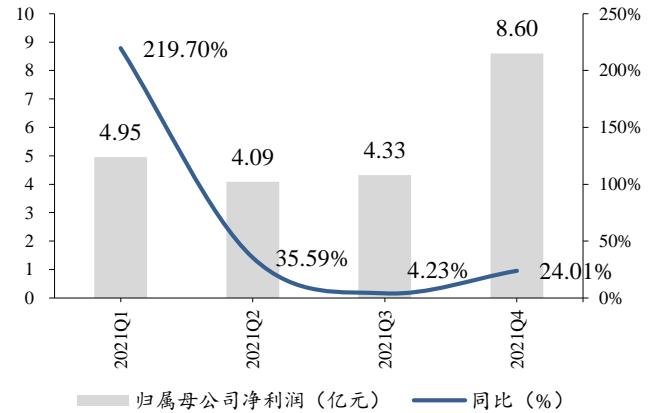
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 3: 2021Q4 收入 39.28 亿元, 同比+34.35% (亿元, %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 4: 2021Q4 归母净利润 8.6 亿元, 同比+24.01% (亿元, %)



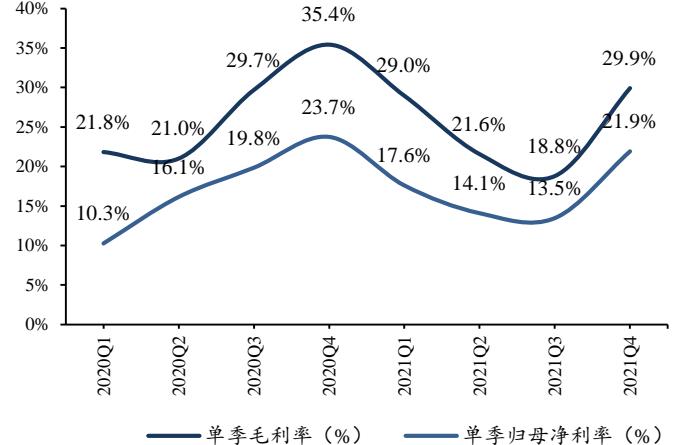
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 5: 2021 年毛利率、净利率同比-3.3、-1.56pct (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

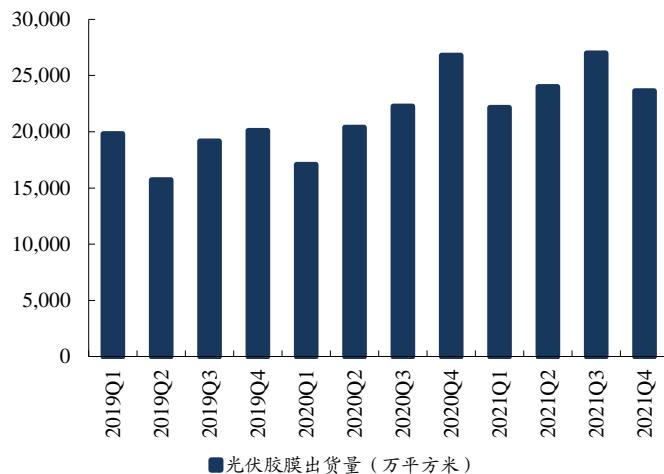
图 6: 2021Q4 毛利率、净利率同比-5.51、-1.83pct (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

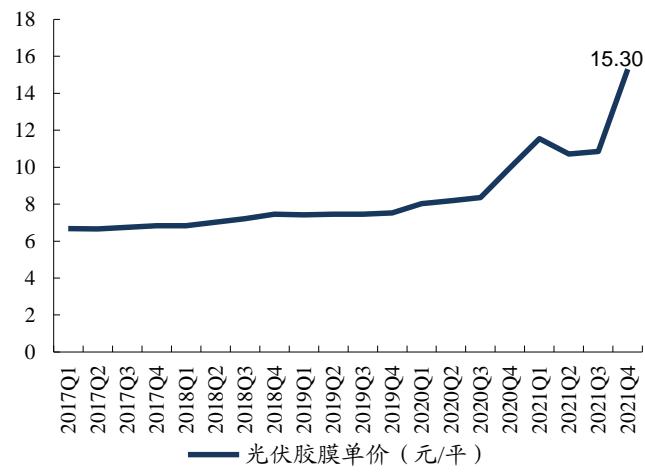
**胶膜单平盈利超市场预期, 龙一地位稳固:** 2021 年公司光伏胶膜销量 9.7 亿平, 同增 11%, 对应市占率 55%+, 龙一地位稳固。2021Q4 销量 2.36 亿平, 同环比-14%/-15%, 主要是 2021Q4 组件厂消化库存, 产量环降所致。2021 年胶膜毛利率 25.66%, 其中 2021Q4 达 31%, 环增 12pct, 对应单平净利 3.2-3.3 元/平, 大超市场预期, 原因: 1) 2021 年 9 月因需求旺盛, 胶膜调涨 40%+, 随后价格缓慢下调, 我们测算 2021Q4 平均价格 15.3 元/平, 环增 40% 左右; 2) 原材料粒子 2021Q4 价格由 3 万元降至 2 万元, 且公司有低价粒子库存储备, 充分享受低价库存带来的盈利提升; 3) 三费控制能力强, 2021 年三费率仅为 1.23%。

图 7：光伏胶膜各季度销量（万平米）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

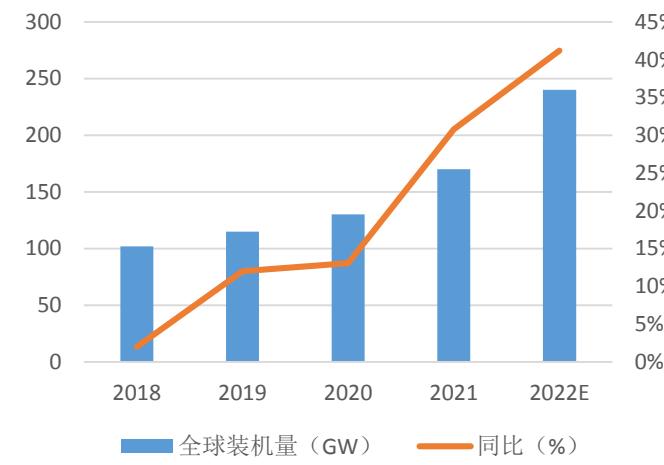
图 8：光伏胶膜单价（元/平）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

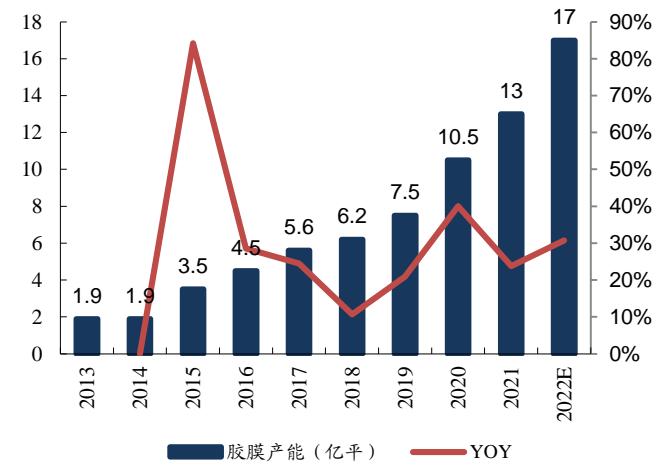
**2022 年胶膜受益行业增长，盈利结构持续改善：**我们预计 2022 年光伏行业装机 240GW+，对应胶膜需求 25-26 亿平，同增 45%左右。我们预计 2022 年公司出货 14 亿平+，市占率维持 55%左右，充分享受行业增长，同时公司白膜+POE/EPE 等高盈利产品占比提升到 50%+，并推出抗腐蚀的爱比寿系列胶膜，盈利结构持续改善。

图 9：全球装机量（GW, %）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 10：公司胶膜产能（亿平）

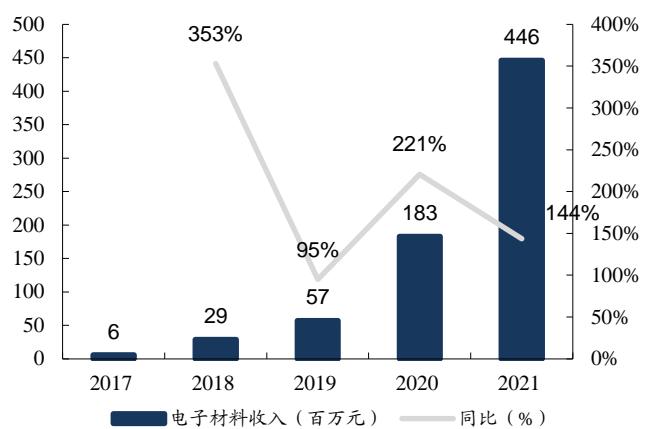


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**背板销量稳步增长，感光干膜开启中高端产品销售：**2021 年公司光伏背板销量 0.68 亿平，同增 20%，其中 2021Q4 销量 0.21 亿平左右，同环比+31%/+31%，嘉兴 1.1 亿平产能 2021 年下半年逐步投产，2022 年仍将快速增长。感光干膜 2021 年销量 1 亿平，同增 136%，公司已开始中高端产品销售，结构改善，江门基地 4 亿平感光干膜和 2.4 万吨

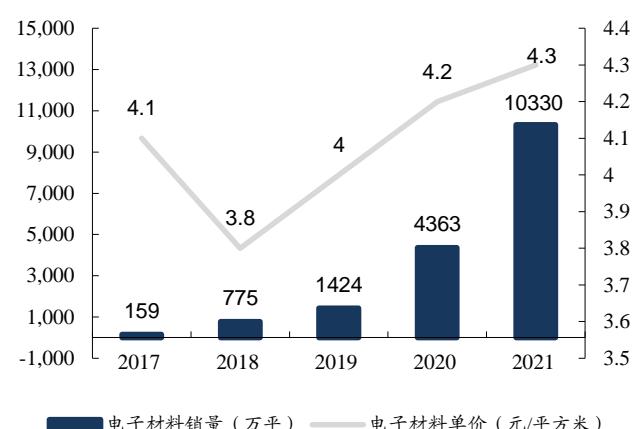
碱溶性树脂扩产逐步推进，规模效应+核心原材料自供也将推动毛利率进一步提升。随着公司基于关键共性技术平台，拓展新材料产品体系的战略实施，FCCL、铝塑复合膜、水处理膜等新材料未来将持续贡献业绩增量。

图 11：2021 年电子材料收入 4.46 亿元，同比+144%（左轴：百万元，右轴：%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

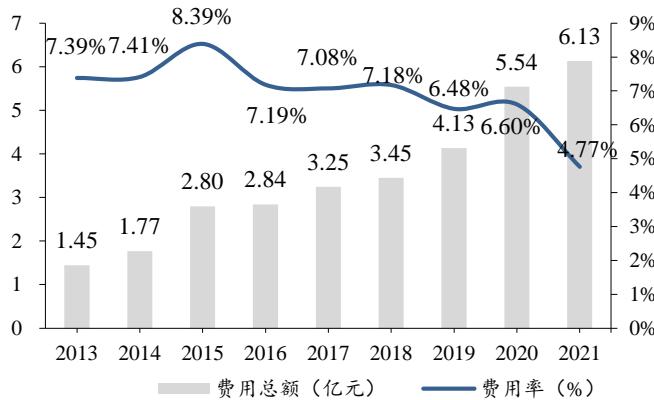
图 12：2021 年电子材料销量 1.03 亿平，单价 4.3 元/平（左轴：万平，右轴：元/平方米）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

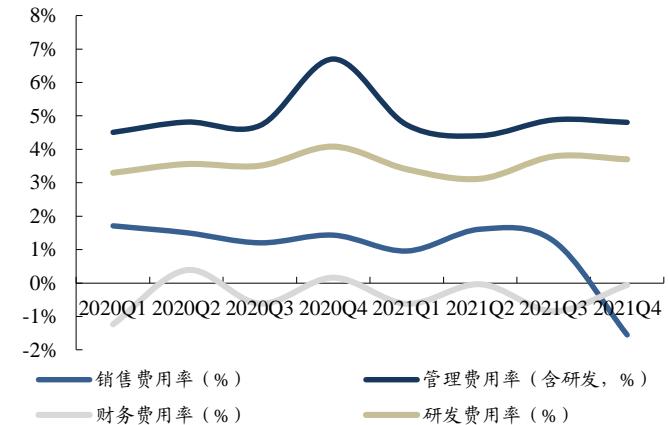
**三费控制能力稳定：**公司 2021 年费用同比增长 10.52% 至 6.13 亿元，期间费用率下降 1.84 个百分点至 4.77%。其中，销售、管理（含研发）、研发、财务费用分别同比下降 56.17%、上升 34.11%、上升 46.75%、下降 144.19% 至 0.53 亿元、6.07 亿元、4.54 亿元、-0.47 亿元；费用率分别下降 1.03、下降 0.67、下降 0.15、下降 0.14 个百分点至 0.41%、4.72%、3.53%、-0.37%。2021Q4，销售、管理（含研发）、研发、财务费用分别同比 -245.68%/-43.29%/+21.86%/-144.17%，费用率分别为 -1.55%/4.81%/3.70%/-0.05%。销售费用较低主要系与销售合同有关的运费列报营业成本所致，财务费用较低原因主要系汇兑收益增加所致。

图 13：2021 年期间费用 6.13 亿元，同比+10.52%（亿元，%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

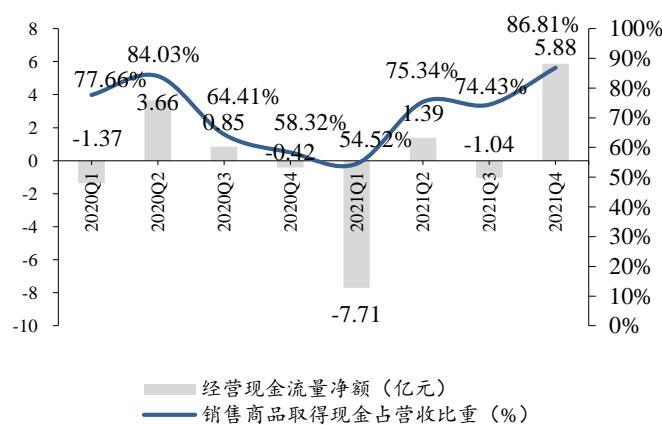
图 14：2021Q4 期间费用率 3.20%，同比-5.1pct（亿元，%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

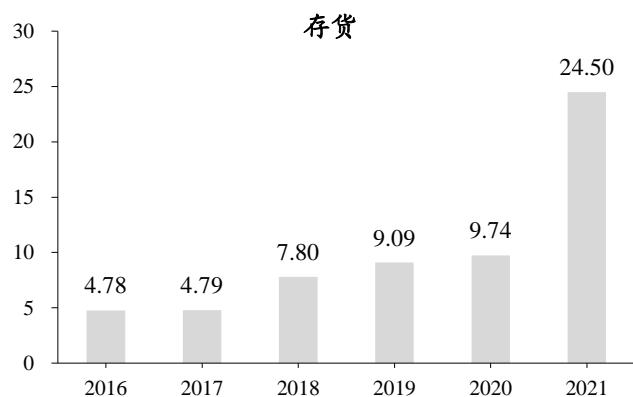
**经营现金流净流入大幅环升，存货大幅提升：**2021年经营活动现金流量净流出1.48亿元，同比下降154.18%，其中2021Q4经营活动现金流量净额5.88亿元。2021年销售商品取得现金95.22亿元，同比增长64.34%。2021年期末合同负债0.55亿元，比期初增长82.87%。2021年期末应收账款32.54亿元，较期初增长8.72亿元，应收账款周转天数上升2.02天至78.9天。2021年期末存货24.5亿元，较期初上升14.76亿元；存货周转天数上升7.58天至63.95天。

图 15：2021Q4 经营活动现金净流入 5.88 亿元，同比+1501.73%（亿元，%）



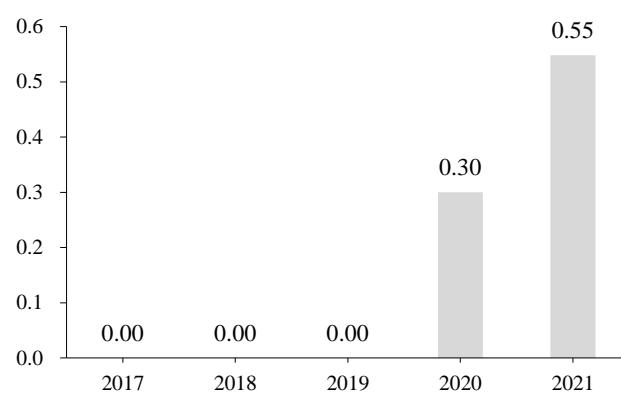
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 17：2021 年期末存货 24.5 亿元，较期初+14.76 亿元（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 16：2021 年期末合同负债 0.55 亿元，同比+82.87%（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 18：2021 年期末应收账款 32.54 亿元，较期初+8.72 亿元（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，公司龙头地位稳固，产品结构持续优化，我们上调公司盈利预测，我们预计公司2022-2024年归母净利润为28.9/35.8/42.5亿元，2022-2023年前值为25.3/33.5亿元，同比增长31.6%/23.7%/18.8%，对应EPS为

3.04/3.76/4.46 元/股，维持“买入”评级。

**风险提示：**竞争加剧，政策不及预期等。

## 福斯特三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	<b>10,756</b>	<b>14,098</b>	<b>16,789</b>	<b>20,423</b>	营业收入	<b>12,858</b>	<b>19,483</b>	<b>21,350</b>	<b>26,647</b>
现金	2,669	3,828	5,304	5,318	减: 营业成本	9,636	15,410	16,518	20,859
应收账款	3,254	5,128	5,620	7,014	营业税金及附加	42	58	64	80
存货	2,450	3,057	3,384	4,571	营业费用	53	97	107	133
其他流动资产	2,384	2,085	2,481	3,520	管理费用	154	234	214	266
<b>非流动资产</b>	<b>2,932</b>	<b>3,172</b>	<b>3,391</b>	<b>3,593</b>	研发费用	454	682	705	879
长期股权投资	0	0	0	0	财务费用	-47	-49	-68	-80
固定资产	2,002	2,474	2,757	2,980	资产减值损失	-12	0	0	0
在建工程	421	202	149	139	加: 投资净收益	19	39	43	53
无形资产	364	352	339	327	其他收益	33	50	55	68
其他非流动资产	145	145	146	147	资产处置收益	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>13,688</b>	<b>17,270</b>	<b>20,180</b>	<b>24,016</b>	营业利润	2,471	3,337	4,126	4,900
<b>流动负债</b>	<b>1,460</b>	<b>2,834</b>	<b>3,188</b>	<b>3,987</b>	加: 营业外净收支	-2	-2	-1	-1
短期借款	0	0	0	0	利润总额	2,469	3,335	4,124	4,899
应付账款	991	2,111	2,308	2,972	减: 所得税费用	271	400	495	588
其他流动负债	469	724	880	1,015	少数股东损益	1	44	54	65
<b>非流动负债</b>	<b>38</b>	<b>38</b>	<b>38</b>	<b>38</b>	归属母公司净利润	2,197	2,891	3,575	4,246
长期借款	0	0	0	0	EBIT	2,519	3,002	3,744	4,429
其他非流动负债	38	38	38	38	EBITDA	2,715	3,208	3,981	4,695
<b>负债合计</b>	<b>1,498</b>	<b>2,872</b>	<b>3,225</b>	<b>4,024</b>	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
少数股东权益	14	58	112	177	每股收益(元)	2.31	3.04	3.76	4.46
归属母公司股东权益	12,176	14,340	16,842	19,815	每股净资产(元)	12.80	15.08	17.71	20.83
<b>负债和股东权益</b>	<b>13,688</b>	<b>17,270</b>	<b>20,180</b>	<b>24,016</b>	发行在外股份(百万股)	951	951	951	951
					ROIC(%)	18.4%	18.3%	19.4%	19.5%
					ROE(%)	18.0%	20.2%	21.2%	21.4%
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	毛利率(%)	25.1%	20.9%	22.6%	21.7%
经营活动现金流	-148	1,794	2,964	1,703	销售净利率(%)	17.1%	14.8%	16.7%	15.9%
投资活动现金流	1,517	92	-415	-416	资产负债率(%)	10.9%	16.6%	16.0%	16.8%
筹资活动现金流	-346	-727	-1,072	-1,274	收入增长率(%)	53.2%	51.5%	9.6%	24.8%
现金净增加额	992	1,159	1,477	13	净利润增长率(%)	40.4%	31.6%	23.7%	18.8%
折旧和摊销	195	206	237	266	P/E	53.99	41.03	33.18	27.93
资本开支	-531	-447	-456	-468	P/B	9.76	8.28	7.05	6.00
营运资本变动	-2,634	-1,113	-645	-2,552	EV/EBITDA	42.78	35.84	28.51	24.17

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、意见及推測不一致的报告。

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，并注明出自为东吴证券研究所，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：[H1tp://www.dwzq.com.cn](http://www.dwzq.com.cn)