

2022年03月22日

华鑫证券  
CHINA FORTUNE SECURITIES

# 福斯特(603806)：盈利能力改善，业绩超预期——2021年报点评

推荐（首次）

事件

分析师：张涵  
执业证书编号：S1050521110008

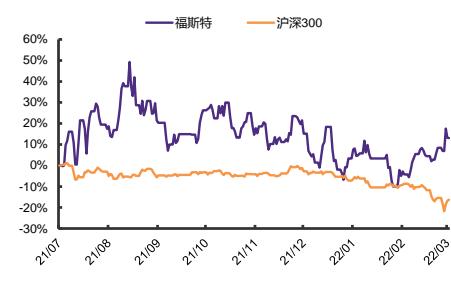
邮箱：zhanghan3@cfsc.com.cn

联系人：臧天律  
执业证书编号：S1050121110015  
邮箱：zangtl@cfsc.com.cn

## 基本数据 2022-03-21

当前股价（元）	120.30
总市值（亿元）	1,144.2
总股本（百万股）	951.1
流通股本（百万股）	951.1
52周价格范围（元）	68.02-167.08
日均成交额（百万元）	846.0

## 市场表现



资料来源：Wind, 华鑫证券研究

## 相关研究

福斯特发布2021年报，2021年公司实现营业收入129亿元，同增53.20%；归母净利润22亿元，同增40%；扣非归母净利润21亿元，同增41%。对应2021Q4营收39亿元，环增22%；归母净利润8.6亿元，环增99%。

## 投资要点

### ■ 量价齐升，业绩超预期

公司2021年年报业绩超预期。从量上看，公司2021年总共销售胶膜9.7亿平，同增12%，营收占比90%。从单价来看，胶膜销售不含税单价为11.9元/平，同比增长了36%，量价齐升之下，公司光伏胶膜营收达115亿元，同增52%，预计贡献利润20亿元以上，单平净利在2元以上。

单季度看，公司四季度的毛利率和净利率都有大幅提高，毛利率29.9%，环增11pcts，净利率21.9%，环增8pcts，盈利能力大幅提升，主要受益于2021年四季度胶膜价格大幅上涨，体现出公司在原材料上涨的过程中，向下游顺价的能力。全年来看，剔除与产品相关的销售运费重分类等会计因素，公司光伏胶膜毛利率同比下降2.68pcts，主要系公司前三季度受下游开工率较低、粒子等原材料涨价等影响。

### ■ 胶膜行业龙头，持续扩产巩固成本优势

公司致力于薄膜形态功能高分子材料，主要生产组件环节中以胶膜为主的光伏封装材料，市占率在50%以上，属于绝对龙头。随着光伏行业持续高景气，公司将加快实施滁州5亿平米胶膜项目与嘉兴年产2.5亿平米项目，预计2022年内新增光伏胶膜产能3-4亿平米，进一步扩大公司光伏领域的规模优势。考虑到公司历年来产能利用率均较高，我们预计公司2022年胶膜出货量将在14亿平米左右。

### ■ 感光干膜业务打开第二增长曲线

公司2021年感光干膜营收为7.3亿元（ $YoY+30.1\%$ ），销量为10329万平米（ $YoY +136.8\%$ ），均有较大幅度增长。公司已完成了感光干膜在众多PCB客户的测试与批量导入，产品已进入深南电路、深联科技、景旺电子等国内一线大型PCB厂商的供应链体系，有望逐步实现国产替代，进而打开公司第二增长曲线。

### ■ 盈利预测

我们预测公司2022-2024年收入分别为178.19、225.93、263.49亿元，EPS分别为2.92、3.67、4.38元，当前股价对应PE分别为41、33、27倍，给予“推荐”投资评级。

## 风险提示

光伏装机不达预期、光伏胶膜扩产不达预期、原材料短缺、光伏胶膜价格下跌等。

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
主营收入（百万元）	12,858	17,819	22,593	26,349
增长率（%）	15.5%	38.6%	26.8%	16.6%
归母净利润（百万元）	2,197	2,779	3,494	4,163
增长率（%）	40.4%	26.5%	25.7%	19.2%
摊薄每股收益（元）	2.31	2.92	3.67	4.38
ROE（%）	18.0%	19.1%	19.9%	19.8%

资料来源：Wind、华鑫证券研究

## 公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产:</b>					<b>营业收入</b>	<b>12,858</b>	<b>17,819</b>	<b>22,593</b>	<b>26,349</b>
现金及现金等价物	2,669	2,499	3,004	4,651	营业成本	9,636	13,785	17,514	20,326
应收账款	3,594	4,981	6,315	7,365	营业税金及附加	42	58	74	86
存货	2,450	3,519	4,471	5,189	销售费用	53	74	93	109
其他流动资产	2,044	2,793	3,513	4,080	管理费用	154	213	270	315
流动资产合计	10,756	13,689	17,201	21,183	财务费用	-47	-66	-83	-97
<b>非流动资产:</b>					研发费用	454	629	797	930
金融类资产	102	102	102	102	费用合计	613	849	1,077	1,256
固定资产	2,002	2,121	2,081	1,983	资产减值损失	-12	0	0	0
在建工程	421	169	67	27	公允价值变动	2	0	0	0
无形资产	364	359	340	323	投资收益	19	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	营业利润	<b>2,471</b>	<b>3,126</b>	<b>3,929</b>	<b>4,682</b>
其他非流动资产	145	145	145	145	加: 营业外收入	1	1	1	1
非流动资产合计	2,932	2,793	2,634	2,477	减: 营业外支出	2	2	2	2
资产总计	13,688	16,482	19,835	23,660	利润总额	<b>2,469</b>	<b>3,124</b>	<b>3,927</b>	<b>4,680</b>
<b>流动负债:</b>					所得税费用	271	343	432	514
短期借款	0	0	0	0	净利润	<b>2,198</b>	<b>2,781</b>	<b>3,495</b>	<b>4,165</b>
应付账款、票据	999	1,435	1,823	2,116	少数股东损益	1	2	2	2
其他流动负债	461	461	461	461	归母净利润	<b>2,197</b>	<b>2,779</b>	<b>3,494</b>	<b>4,163</b>
流动负债合计	1,460	1,896	2,284	2,577					
<b>非流动负债:</b>					主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
长期借款	0	0	0	0	<b>成长性</b>				
其他非流动负债	38	38	38	38	营业收入增长率	15.5%	38.6%	26.8%	16.6%
非流动负债合计	38	38	38	38	归母净利润增长率	40.4%	26.5%	25.7%	19.2%
负债合计	1,498	1,934	2,322	2,615	<b>盈利能力</b>				
<b>所有者权益</b>					毛利率	25.1%	22.6%	22.5%	22.9%
股本	951	951	951	951	四项费用/营收	4.8%	4.8%	4.8%	4.8%
股东权益	12,190	14,548	17,512	21,045	净利率	17.1%	15.6%	15.5%	15.8%
负债和所有者权益	13,688	16,482	19,835	23,660	ROE	18.0%	19.1%	19.9%	19.8%
					<b>偿债能力</b>				
<b>现金流量表</b>	2020E	2021E	2022E	2023E	资产负债率	10.9%	11.7%	11.7%	11.1%
净利润	2198	2781	3495	4165	<b>营运能力</b>				
少数股东权益	1	2	2	2	总资产周转率	0.9	1.1	1.1	1.1
折旧摊销	190	152	159	156	应收账款周转率	3.6	3.6	3.6	3.6
公允价值变动	2	0	0	0	存货周转率	3.9	3.9	3.9	3.9
营运资金变动	-2539	-3641	-3395	-2628	<b>每股数据 (元/股)</b>				
经营活动现金净流量	-148	165	1038	2281	EPS	2.31	2.92	3.67	4.38
投资活动现金净流量	1517	133	141	139	P/E	52.1	41.2	32.8	27.5
筹资活动现金净流量	-1539	-423	-531	-633	P/S	8.9	6.4	5.1	4.3
现金流量净额	-170	-124	648	1,787	P/B	9.4	7.9	6.5	5.4

资料来源: Wind、华鑫证券研究

## ■ 电力设备新能源组介绍

傅鸿浩：所长助理、碳中和组长，电力设备首席分析师，中国科学院工学硕士，央企战略与6年新能源研究经验。

张涵：金融学硕士，中山大学理学学士，4年证券行业研究经验，研究方向为受益于新能源发展的新材料公司。

臧天律：金融工程硕士，CFA、FRM持证人。上海交通大学金融本科，4年金融行业研究经验，研究方向为新能源光伏行业。

## ■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师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受到任何形式的补偿。

## ■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深300指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%---15%
3	中性	(-)5%---(+5%)
4	减持	(-)15%---(-)5%
5	回避	<(-)15%

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

行业投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深300指数涨幅
1	增持	明显强于沪深300指数
2	中性	基本与沪深300指数持平
3	减持	明显弱于沪深300指数

以报告日后的6个月内，行业相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

## ■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券

请阅读最后一页重要免责声明

投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户提供。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。