

2022Q1 点评：胶膜短期承压，看好 Q2 量利双升

买入（维持）

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%	52%	10%	25%
归属母公司净利润（百万元）	2,197	2,738	3,564	4,236
同比	40%	25%	30%	19%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	2.31	2.88	3.75	4.45
P/E（现价&最新股本摊薄）	53.99	43.32	33.28	28.00

投资要点

- 事件:**2022Q1 公司实现营业收入 38.84 亿元, 同比增长 38.02%, 环比下降 1.12%; 实现归属母公司净利润 3.39 亿元, 同比下降 31.51%, 环比下降 60.59%。2022Q1 毛利率为 16.37%, 同比下降 12.60pct, 环比下降 13.57pct。盈利下滑为胶膜盈利下降及谨慎计提 6500 万坏账准备所致。
- 胶膜盈利短期承压, 看好 2022Q2 量利双升:** 2022Q1 胶膜出货 3 亿平, 确认 2.8 亿平, 同环比+26%/+22%。测算 2022Q1 毛利率约 16.4%, 同降 13pct/环降 15pct, 对应单平净利 1.1-1.2 元/平 (坏账准备冲回后约 1.4 元/平), 盈利下滑原因: 1) 受硅料涨价及需求下行影响, 2022 年 2 月胶膜价格下调, 测算 2022Q1 均价为 11-12 元/平, 环降 22%; 2) 原材料粒子价格上涨, 2022Q1 涨幅约 24%, 成本快速上升。2022Q2 看, 2022 年 4 月出货环比持平, 2022 年 5 月 10%以上涨幅, 海外需求旺盛+电站装机启动, 带动 2022Q2 环比增长。胶膜 2022 年 3-4 月涨价两次, 目前 15-16 元/平接近 2021Q4 高位, 传导成本上涨, 看好 2022Q2 量利双升。
- 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%, 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。电池新技术来临, HJT/TOPCon 偏好 POE, HPBC 对胶膜生产工艺提出新要求, 公司产品储备充足, 工艺占优, 扩产 2.5 亿平针对新技术, 胶膜差异化提升, 盈利结构持续改善。
- 背板销量稳步增长, 感光干膜结构优化:** 2022Q1 背板销 2800 万平, 同环比+87%/+33%, 主要是分布式需求带动背板增长及产能增加所致。2022 年仍将快速增长, 年底产能达 2200 万平/月, 我们预计全年出货超 1 亿平。感光干膜 2022Q1 销 2400 万平, 同增 9%, 疫情以来 PCB 行业受压较大, 公司逆市提升, 我们预计全年出货 1.3-1.5 亿平, 同增 30%-50%。江门基地 4 亿平感光干膜和 6.145 万吨合成树脂扩产逐步推进, 规模效应+核心原材料自供也将推动毛利率将进一步提升。FCCL、铝塑膜、水处理膜等新材料未来也将持续贡献业绩增量。
- 盈利预测与投资评级:** 基于原材料价格上涨, 我们下调公司盈利预测。我们预计公司 2022-2024 年归母净利润为 27/36/42 亿元 (前值 29/36/43 亿), 同比+25%/30%/19%, 我们给予 2022 年 40xPE, 目标价 115 元, 维持“买入”评级。
- 风险提示:** 竞争加剧, 政策不及预期等。

2022 年 05 月 01 日

证券分析师 曾朵红

执业证书: S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 陈瑶

执业证书: S0600520070006

chenyao@dwzq.com.cn

研究助理 郭亚男

执业证书: S0600121070058

guoyn@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	92.74
一年最低/最高价	70.35/164.66
市净率(倍)	7.05
流通 A 股市值(百万元)	88,205.36
总市值(百万元)	88,205.36

基础数据

每股净资产(元,LF)	13.16
资产负债率(% ,LF)	12.45
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 年报点评: Q4 胶膜单平盈利大超预期, 感光干膜开启中高端产品销售》

2022-03-18

《福斯特(603806): 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》

2021-10-29

图表目录

图 1: 2022Q1 收入 38.84 亿元, 同比+38.02% (亿元, %)	3
图 2: 2022Q1 归母净利润 3.39 亿元, 同比-31.51% (亿元, %)	3
图 3: 2022Q1 毛利率、净利率同比-12.6、-8.86pct (%)	4
图 4: 光伏胶膜各季度销量 (万平米)	4
图 5: 光伏胶膜单价 (元/平)	4
图 6: 全球装机量 (GW, %)	5
图 7: 全球光伏胶膜需求量 (亿平)	5
图 8: 公司光伏背板各季度销量 (万平米)	6
图 9: 公司感光干膜各季度销量 (万平米)	6
图 10: 2022Q1 期间费用 1.83 亿元, 同比+28.29%(亿元, %)	6
图 11: 2022Q1 期间费用率 4.72%, 同比-0.36pct (%)	6
图 12: 2022Q1 现金净流出 1.51 亿元, 同比-80.35% (亿元)	7
图 13: 2022Q1 期末合同负债 0.88 亿元 (亿元)	7
图 14: 2022Q1 应收账款 32.36 亿元 (亿元)	7
图 15: 2022Q1 期末存货 21.54 亿元, 同比+7.97 亿元 (亿元)	7
 表 1: 2022Q1 收入 38.84 亿元, 同比增长 38.02%; 盈利 3.39 亿元, 同比下降 31.51% (单位: 亿元)	3

事件：2022Q1 公司实现营业收入 38.84 亿元，同比增长 38.02%，环比下降 1.12%；实现归属母公司净利润 3.39 亿元，同比下降 31.51%，环比下降 60.59%。2022Q1 毛利率为 16.37%，同比下降 12.60pct，环比下降 13.57pct。盈利下滑为胶膜盈利下降及谨慎计提 6500 万坏账准备所致。

表1：2022Q1 收入 38.84 亿元，同比增长 38.02%；盈利 3.39 亿元，同比下降 31.51%（单位：亿元）

福斯特	2021	2020	同比	2022Q1	2021Q1	同比	2021Q4	2022Q1 环比
营业收入	128.58	83.93	53.2%	38.84	28.14	38.0%	39.28	-1.1%
毛利率	25.1%	28.4%	-3.3pct	16.4%	29.0%	-12.6pct	29.9%	-13.6pct
营业利润	24.71	17.90	38.1%	3.86	5.68	-32.0%	9.76	-60.4%
利润总额	24.69	17.82	38.6%	3.85	5.68	-32.1%	9.76	-60.5%
归属母公司净利润	21.97	15.65	40.4%	3.39	4.95	-31.5%	8.60	-60.6%
扣非归母净利润	21.40	15.21	40.7%	3.15	4.85	-35.0%	8.36	-62.3%
归母净利率	17.1%	18.6%	-1.6pct	8.7%	17.6%	-8.9pct	21.9%	-13.2pct
股本	9.51	7.70	-	9.51	7.70	-	9.51	-
EPS	2.31	2.03	13.6%	0.36	0.64	-44.6%	0.90	-60.6%

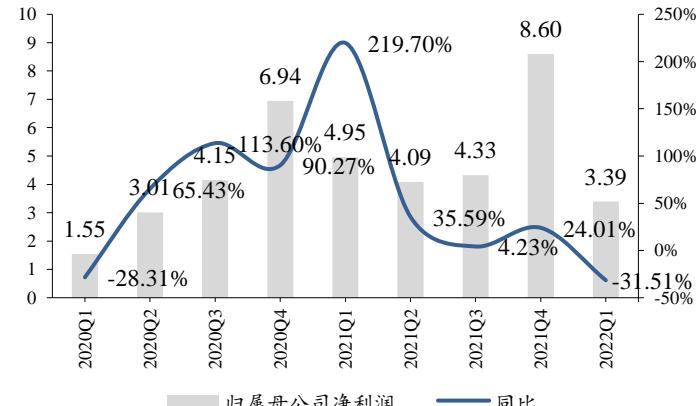
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图1：2022Q1 收入 38.84 亿元，同比+38.02%（亿元，%）



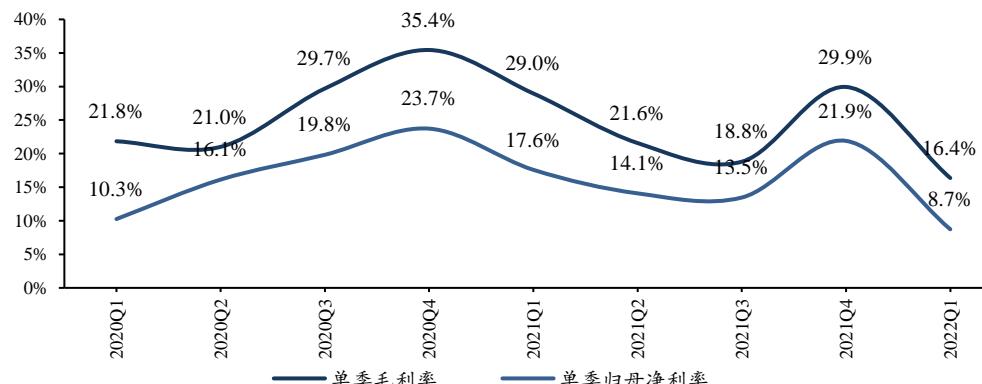
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图2：2022Q1 归母净利润 3.39 亿元，同比-31.51%（亿元，%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

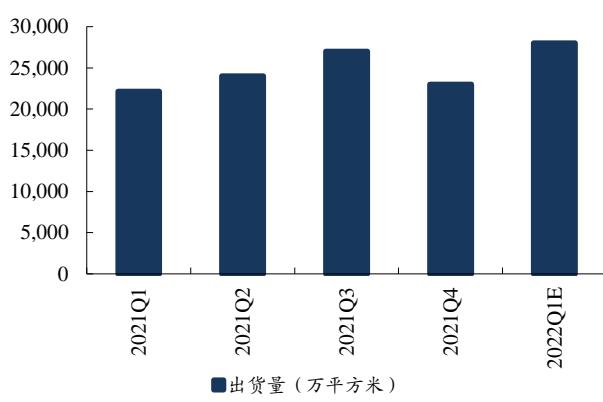
图3: 2022Q1 毛利率、净利率同比-12.6、-8.86pct (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

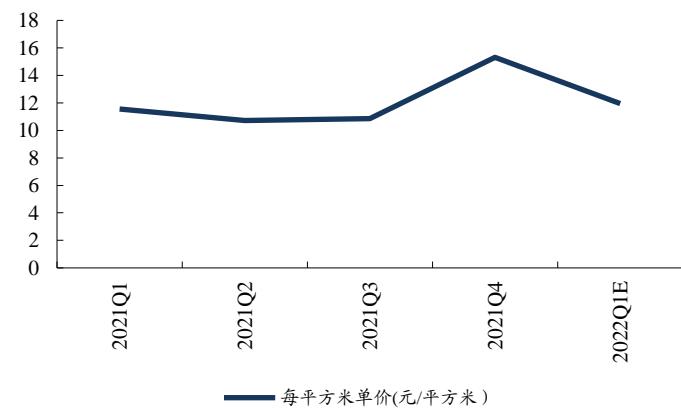
胶膜盈利短期承压, 看好 2022Q2 量利双升: 2022Q1 胶膜出货 3 亿平, 确认 2.8 亿平, 同环比+26%/+22%。测算 2022Q1 毛利率约 16.4%, 同降 13pct/环降 15pct, 对应单平净利 1.1-1.2 元/平 (坏账准备冲回后约 1.4 元/平), 盈利下滑原因: 1) 受硅料涨价及需求下行影响, 2022 年 2 月胶膜价格下调, 测算 2022Q1 均价为 11-12 元/平, 环降 22%; 2) 原材料粒子价格上涨, 2022Q1 涨幅约 24%, 成本快速上升。2022Q2 看, 2022 年 4 月出货环比持平, 2022 年 5 月 10%以上涨幅, 海外需求旺盛+电站装机启动, 带动 2022Q2 环比增长。胶膜 2022 年 3-4 月涨价两次, 目前 15-16 元/平接近 2021Q4 高位, 传导成本上涨, 看好 2022Q2 量利双升。

图4: 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

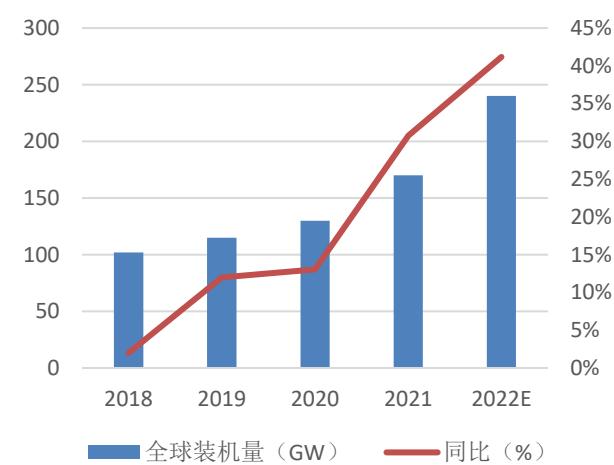
图5: 光伏胶膜单价 (元/平)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

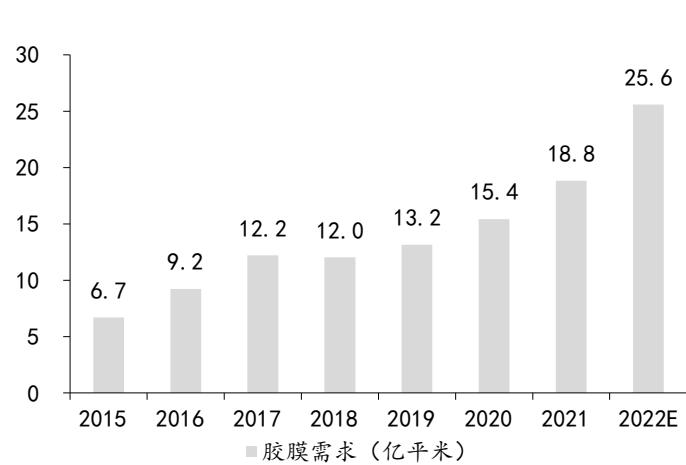
2022 年胶膜受益行业增长，盈利结构持续改善：我们预计 2022 年光伏行业装机 240GW+，对应胶膜需求 25-26 亿平，同增 45%，我们预计公司 2022 年出货 14 亿平+，市占率维持 55%左右，充分享受行业增长，同时公司白膜+POE/EPE 等高盈利产品占比提升到 50%+，并推出抗腐蚀的爱比寿系列胶膜。电池新技术来临，HJT/TOPCon 偏好 POE，HPBC 对胶膜生产工艺提出新要求，公司产品储备充足，工艺占优，扩产 2.5 亿平针对新技术，胶膜差异化提升，盈利结构持续改善。

图6：全球装机量（GW, %）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

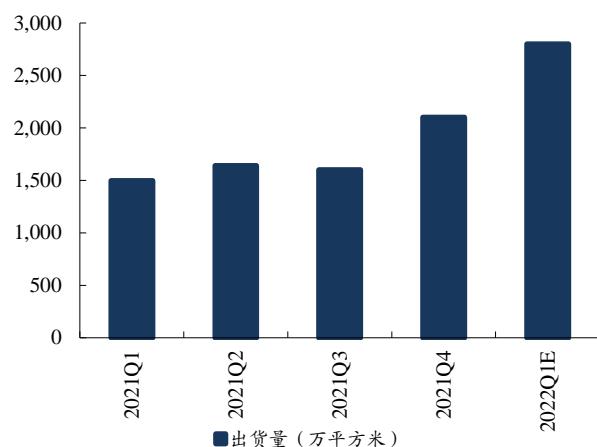
图7：全球光伏胶膜需求量（亿平）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

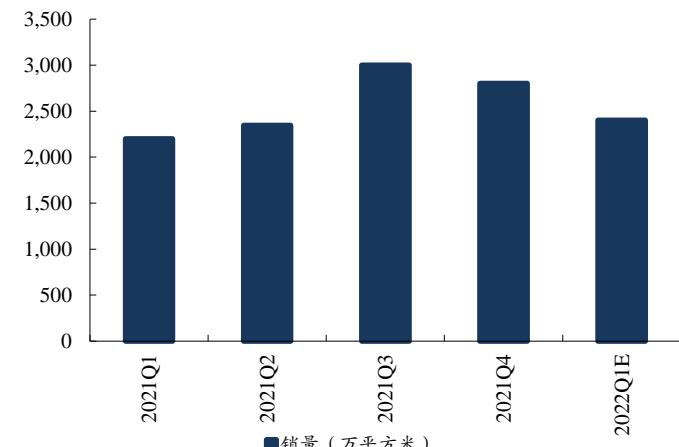
背板销量稳步增长，感光干膜结构优化：2022Q1 背板销 2800 万平，同环比 +87%/+33%，主要是分布式需求带动背板增长及产能增加所致。2022 年仍将快速增长，年底产能达 2200 万平/月，我们预计全年出货超 1 亿平。感光干膜 2022Q1 销 2400 万平，同增 9%，疫情以来 PCB 行业受压较大，公司逆市提升，我们预计全年出货 1.3-1.5 亿平，同增 30%-50%。江门基地 4 亿平感光干膜和 6.145 万吨合成树脂扩产逐步推进，规模效应+核心原材料自供也将推动毛利率将进一步提升。FCCL、铝塑膜、水处理膜等新材料未来也将持续贡献业绩增量。

图8：公司光伏背板各季度销量（万平米）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

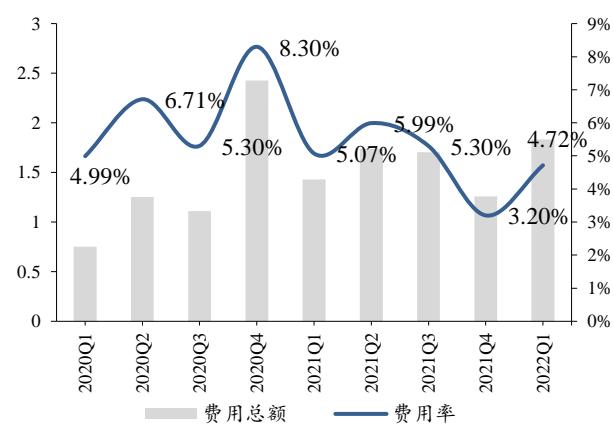
图9：公司感光干膜各季度销量（万平米）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

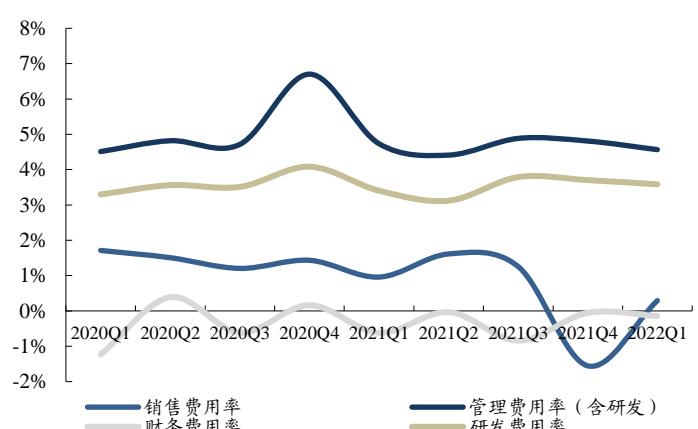
控费能力强，2022Q1期间费用率同比下降：公司2022Q1费用同比增长28.29%至1.83亿元，期间费用率下降0.36pct至4.72%。其中，销售、管理（含研发）、研发、财务费用分别同比上升57.79%、上升33.14%、上升45.33%、下降68.08%至0.11亿元、1.77亿元、1.39亿元、-0.06亿元；费用率分别下降0.67、下降0.17、上升0.18、上升0.48个百分点至0.29%、4.57%、3.58%、-0.14%。

图10：2022Q1期间费用 1.83 亿元，同比+28.29% (亿元, %)



数据来源：Wind，东吴证券研究所

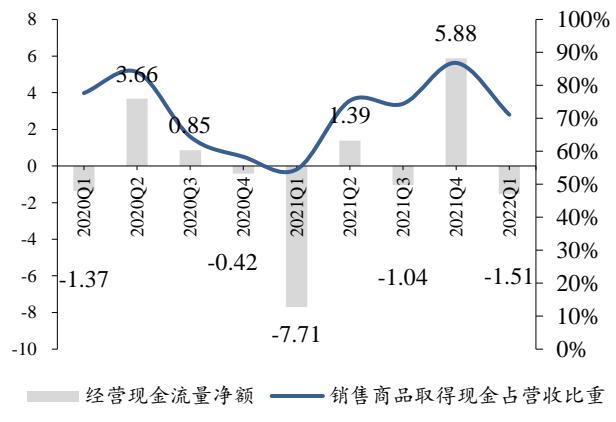
图11：2022Q1期间费用率 4.72%，同比-0.36pct (%)



数据来源：Wind，东吴证券研究所

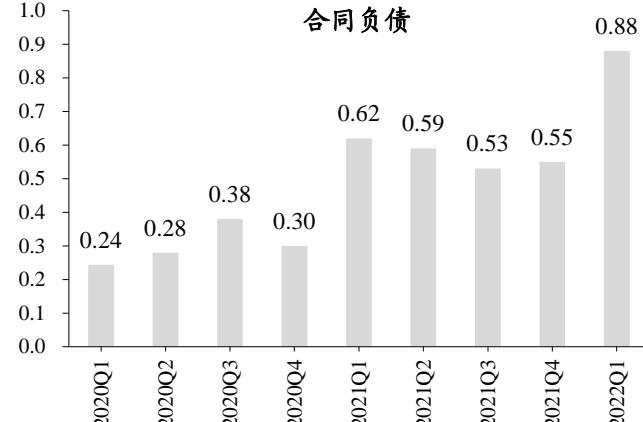
现金流大幅增长，盈利能力提升：2022Q1经营活动现金净流出1.51亿元，同比下降80.35%。2022Q1销售商品取得现金增长27.62亿元，同比增长79.99%，主要系销售商品、提供劳务收到的现金增加所致。2022Q1期末存货21.54亿元，同比增长7.97亿元。

图12: 2022Q1 现金净流出 1.51 亿元, 同比-80.35% (亿元)



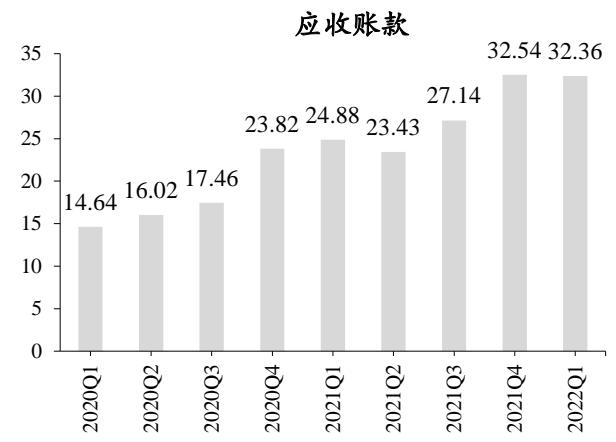
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图13: 2022Q1 期末合同负债 0.88 亿元 (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图14: 2022Q1 应收账款 32.36 亿元 (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图15: 2022Q1 期末存货 21.54 亿元, 同比+7.97 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: 基于原材料价格上涨, 我们下调公司盈利预测。我们预计公司 2022-2024 年归母净利润为 27/36/42 亿元 (前值 29/36/43 亿), 同比+25%/30%/19%, 我们给予 2022 年 40xPE, 目标价 115 元, 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
流动资产	10,756	14,017	16,671	20,298	营业总收入	12,858	19,483	21,350	26,647
货币资金及交易性金融资产	2,771	1,796	3,275	3,281	营业成本(含金融类)	9,636	15,586	16,518	20,859
经营性应收款项	5,234	8,824	9,706	12,134	税金及附加	42	58	64	80
存货	2,450	3,092	3,384	4,571	销售费用	53	97	107	133
合同资产	0	0	0	0	管理费用	154	234	214	266
其他流动资产	302	304	306	312	研发费用	454	682	705	879
非流动资产	2,932	3,172	3,391	3,593	财务费用	-47	-49	-56	-67
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	33	50	55	68
固定资产及使用权资产	2,014	2,487	2,769	2,993	投资净收益	19	39	43	53
在建工程	421	202	149	139	公允价值变动	2	0	0	0
无形资产	364	352	339	327	减值损失	-150	197	216	270
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	3	4	5	6	营业利润	2,471	3,160	4,113	4,887
其他非流动资产	129	129	129	129	营业外净收支	-2	-2	-1	-1
资产总计	13,688	17,189	20,063	23,891	利润总额	2,469	3,158	4,112	4,887
流动负债	1,460	2,863	3,188	3,987	减:所得税	271	379	493	586
短期借款及一年内到期的非流动负债	6	6	6	6	净利润	2,198	2,779	3,619	4,300
经营性应付款项	999	2,150	2,328	2,992	减:少数股东损益	1	42	54	65
合同负债	55	78	83	104	归属母公司净利润	2,197	2,738	3,564	4,236
其他流动负债	401	630	772	884					
非流动负债	38	38	38	38	每股收益-最新股本摊薄(元)	2.31	2.88	3.75	4.45
长期借款	0	0	0	0					
应付债券	0	0	0	0	EBIT	2,519	2,825	3,744	4,429
租赁负债	7	7	7	7	EBITDA	2,715	3,031	3,981	4,695
其他非流动负债	30	30	30	30					
负债合计	1,498	2,901	3,225	4,024	毛利率(%)	25.06	20.00	22.63	21.72
归属母公司股东权益	12,176	14,232	16,727	19,692	归母净利率(%)	17.08	14.05	16.69	15.90
少数股东权益	14	56	110	174					
所有者权益合计	12,190	14,288	16,837	19,867	收入增长率(%)	53.20	51.53	9.58	24.81
负债和股东权益	13,688	17,189	20,063	23,891	归母净利润增长率(%)	40.35	24.63	30.20	18.84

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	重要财务与估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	-148	115	2,964	1,693	每股净资产(元)	12.80	14.96	17.59	20.70
投资活动现金流	1,517	92	-415	-416	最新发行在外股份 (百万股)	951	951	951	951
筹资活动现金流	-346	-681	-1,069	-1,271	ROIC(%)	19.86	18.76	21.15	21.22
现金净增加额	992	-474	1,479	6	ROE-摊薄(%)	18.04	19.23	21.31	21.51
折旧和摊销	195	206	237	266	资产负债率(%)	10.94	16.88	16.08	16.84
资本开支	-531	-447	-456	-468	P/E (现价&最新股本摊薄)	53.99	43.32	33.28	28.00
营运资本变动	-2,634	-2,863	-774	-2,659	P/B (现价)	9.74	8.33	7.09	6.02

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

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>