

胶膜盈利修复，背板产销高增

投资要点

- 业绩总结：**公司发布2022年半年度报告。22H1公司实现营收90.2亿元，同比增长57.7%；归母净利润10.6亿元，同比增长17.0%；扣非净利润10.0亿元，同比增长14.5%。其中二季度营收51.3亿元，环比增长32.1%；归母净利润7.2亿元，环比增长111.8%；扣非净利润6.9亿元，环比增长117.9%。
- 光伏胶膜出货同环比高增，二季度盈利环比提升。**22H1公司光伏胶膜实现营收80.3亿元，同比增长56.4%；胶膜出货6.2亿平，同比增长33.4%，均价13元/平。其中Q2出货约3.3亿平，环比增长约19%；受原材料EVA粒子价格上涨影响，Q2公司上调胶膜价格，销售均价14~15元/平，在此基础上公司盈利能力回升，Q2光伏胶膜毛利率提升至20%以上。综合盈利能力方面，Q2公司综合毛利率22.8%，环比提升6.4pp；Q2公司净利率14.0%，环比提升约5.2pp。
- 分布式装机占比提升，背板出货与营收同比快速增长。**得益于海内外分布式装机占比提升，背板需求大幅上涨，22H1公司背板产销同比高增。报告期内公司背板业务实现营收6.6亿元，同比增长113.2%；出货5650万平，同比增长80.1%。受原材料PVDF膜价格上涨影响，二季度背板价格环比增长。公司对背板业务发展由稳健转向积极，预计年内嘉兴1.1亿平背板项目投产，背板产能将提升至1.7亿平，充分保障明年背板出货能力。
- 感光干膜出货环比大幅增长，中高端产品持续突破。**22H1公司感光干膜实现营收2.3亿元，同比增长17.9%；出货5406.1万平同比增长18.9%。其中二季度出货约3000万平，环比增长25%以上，主要得益于感光干膜产品向中高端领域持续取得突破，如用于激光直接成像的专用干膜已实现产业化经营。同时公司感光干膜产品已达可用于IC载板/类载板制造所需的解析度要求，目前下游客户验证导入中。
- 盈利预测与投资建议：**公司光伏胶膜产能稳步扩张，保障未来出货量。电子材料业务进入快速放量阶段，成为公司业绩新增点。我们预计公司未来三年归母净利润将保持23%的复合增长率，给予公司2023年30倍PE，目标价78.00元，上调至“买入”评级。
- 风险提示：**全球光伏装机不及预期的风险；公司产能投建不及预期的风险；原材料成本上涨，公司盈利能力下降的风险；政策变化的风险。

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	12857.89	19694.77	21892.38	25545.99
增长率	53.20%	53.17%	11.16%	16.69%
归属母公司净利润(百万元)	2196.55	2788.87	3459.72	4086.03
增长率	40.35%	26.97%	24.05%	18.10%
每股收益EPS(元)	1.65	2.09	2.60	3.07
净资产收益率ROE	18.03%	19.16%	19.81%	19.58%
PE	38	30	24	21
PB	6.91	5.78	4.82	4.03

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 韩晨
执业证号: S1250520100002
电话: 021-58351923
邮箱: hch@swsc.com.cn

分析师: 敖颖晨
执业证号: S1250521080001
电话: 021-58351917
邮箱: ayc@swsc.com.cn

联系人: 谢尚师
电话: 021-58351679
邮箱: xss@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	13.32
流通A股(亿股)	13.32
52周内股价区间(元)	62.69-156.63
总市值(亿元)	841.14
总资产(亿元)	136.88
每股净资产(元)	12.80

相关研究

- 福斯特(603806): 原材料上涨盈利承压, 扩产持续推进 (2022-05-01)
- 福斯特(603806): 胶膜单位盈利回升, 感光干膜成为第二增长曲线 (2022-03-18)
- 福斯特(603806): 胶膜出货提升, 原材料积极备货 (2021-10-31)

关键假设：

假设 1：公司胶膜产能持续扩张保障未来出货量，2022-2024 年胶膜销量分别为 15 亿平、18 亿平、22 亿平，毛利率分别为 27%、25%、23%。

假设 2：2022-2024 年背板销量分别为 9000 万平、1.2 亿平、1.3 亿平；电子材料销量分别为 1.3 亿平、1.5 亿平、2 亿平。

假设 3：其他业务平稳发展。

基于以上假设，我们预测公司 2022-2024 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
光伏胶膜	收入	11509.6	18000.0	19800.0	23100.0
	增速	52.2%	56.4%	10.0%	16.7%
	毛利率	25.7%	27.0%	25.0%	23.0%
光伏背板	收入	725.9	909.8	1152.4	1186.0
	增速	30.1%	25.3%	26.7%	2.9%
	毛利率	13.2%	18.0%	16.0%	16.0%
电子材料	收入	446.4	585.0	720.0	1,000.0
	增速	143.4%	31.0%	23.1%	38.9%
	毛利率	16.5%	20.0%	23.0%	25.0%
太阳能发电系统	收入	75.6	90.0	100.0	120.0
	增速	219.1%	19.1%	11.1%	20.0%
	毛利率	76.1%	70.0%	65.0%	65.0%
其他主营业务	收入	51.9	60.0	70.0	80.0
	增速	200.0%	15.6%	16.7%	14.3%
	毛利率	2.0%	10.0%	10.0%	10.0%
其他业务	收入	48.5	50.0	50.0	60.0
	增速	28.6%	3.1%	0.0%	20.0%
	毛利率	81.7%	60.0%	60.0%	60.0%
合计	收入	12857.9	19694.8	21892.4	25546.0
	增速	53.2%	53.2%	11.2%	16.7%
	毛利率	25.1%	26.6%	24.7%	23.0%

数据来源：Wind，西南证券

我们选取光伏组件辅材环节的三家公司作为可比公司，三家公司 2023 年平均 PE 为 26 倍。公司光伏胶膜产能稳步扩张，保障未来出货量，同时 N 型组件放量推动 POE 胶膜出货增长，盈利能力将进一步提升。电子材料业务进入快速放量阶段，成为公司业绩新增点。我们预计公司未来三年归母净利润将保持 23% 的复合增长率，给予公司 2023 年 30 倍 PE，目标价 78.0 元，上调至“买入”评级。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E
688680.SH	海优新材	180.50	3.00	6.51	9.49	12.19	101.72	27.71	19.02	14.80
300320.SZ	金博股份	283.74	6.25	7.29	9.56	12.48	56.82	38.93	29.68	22.73
301266.SZ	宇邦新材	62.28	0.99	1.46	2.07	2.72	—	42.61	30.13	22.89
平均值							79.27	36.42	26.28	20.14

数据来源：Wind，西南证券整理

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	12857.89	19694.77	21892.38	25545.99	净利润	2197.74	2793.87	3463.72	4089.03
营业成本	9636.34	14455.01	16490.40	19671.23	折旧与摊销	191.17	179.58	200.77	211.66
营业税金及附加	41.93	70.64	78.23	90.07	财务费用	-47.49	-25.63	-33.43	-37.99
销售费用	53.09	393.90	175.14	204.37	资产减值损失	-11.61	-5.00	-5.00	0.00
管理费用	607.10	1477.11	1204.08	1072.93	经营营运资本变动	-534.88	-1649.96	-751.15	-1897.35
财务费用	-47.49	-25.63	-33.43	-37.99	其他	-1942.49	3.66	-4.03	3.32
资产减值损失	-11.61	-5.00	-5.00	0.00	经营活动现金流净额	-147.56	1296.52	2870.89	2368.68
投资收益	18.56	0.00	0.00	0.00	资本支出	-684.81	-300.00	-250.00	-100.00
公允价值变动损益	2.48	0.89	1.42	1.24	其他	2201.83	-227.78	49.28	15.42
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	1517.02	-527.78	-200.72	-84.58
营业利润	2470.91	3329.63	3984.38	4546.62	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-1.83	-3.60	-3.09	-3.26	长期借款	0.00	100.00	100.00	100.00
利润总额	2469.08	3326.03	3981.29	4543.37	股权融资	1725.46	0.00	0.00	0.00
所得税	271.34	532.17	517.57	454.34	支付股利	-346.30	-439.31	-557.77	-691.94
净利润	2197.74	2793.87	3463.72	4089.03	其他	-1725.26	58.00	33.43	37.99
少数股东损益	1.19	5.00	4.00	3.00	筹资活动现金流净额	-346.10	-281.31	-424.34	-553.96
归属母公司股东净利润	2196.55	2788.87	3459.72	4086.03	现金流量净额	992.13	487.43	2245.83	1730.14
资产负债表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	2668.98	3156.41	5402.24	7132.38	成长能力				
应收和预付款项	3867.14	6057.42	6768.57	7905.16	销售收入增长率	53.20%	53.17%	11.16%	16.69%
存货	2449.62	3054.71	3596.11	4367.42	营业利润增长率	38.08%	34.75%	19.66%	14.11%
其他流动资产	1770.62	2070.77	1733.35	2149.30	净利润增长率	40.41%	27.12%	23.98%	18.05%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	37.48%	33.24%	19.18%	13.69%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	2423.42	2582.38	2670.15	2597.03	毛利率	25.06%	26.60%	24.68%	23.00%
无形资产和开发支出	363.66	325.46	287.27	249.07	三费率	4.77%	9.37%	6.15%	4.85%
其他非流动资产	144.51	144.17	143.83	143.48	净利率	17.09%	14.19%	15.82%	16.01%
资产总计	13687.96	17391.32	20601.50	24543.83	ROE	18.03%	19.16%	19.81%	19.58%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	16.06%	16.06%	16.81%	16.66%
应付和预收款项	1346.59	2572.28	2766.43	3192.72	ROIC	22.17%	23.53%	25.39%	26.83%
长期借款	0.00	100.00	200.00	300.00	EBITDA/销售收入	20.33%	17.69%	18.96%	18.48%
其他负债	151.30	136.44	146.52	165.47	营运能力				
负债合计	1497.88	2808.72	3112.95	3658.19	总资产周转率	1.02	1.27	1.15	1.13
股本	951.10	1331.55	1331.55	1331.55	固定资产周转率	7.07	8.87	8.71	9.92
资本公积	3805.83	3425.39	3425.39	3425.39	应收账款周转率	4.56	4.69	4.02	4.10
留存收益	7457.20	9806.76	12708.71	16102.79	存货周转率	5.60	5.23	4.95	4.94
归属母公司股东权益	12176.18	14563.70	17465.65	20859.73	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	74.06%	—	—	—
少数股东权益	13.91	18.91	22.91	25.91	资本结构				
股东权益合计	12190.08	14582.60	17488.55	20885.64	资产负债率	10.94%	16.15%	15.11%	14.90%
负债和股东权益合计	13687.96	17391.32	20601.50	24543.83	带息债务/总负债	0.00%	3.56%	6.42%	8.20%
					流动比率	7.37	5.37	6.09	6.49
					速动比率	5.69	4.22	4.84	5.18
					股利支付率	15.77%	15.75%	16.12%	16.93%
					每股指标				
					每股收益	1.65	2.09	2.60	3.07
					每股净资产	9.14	10.94	13.12	15.67
					每股经营现金	-0.11	0.97	2.16	1.78
					每股股利	0.26	0.33	0.42	0.52
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E					
EBITDA	2614.59	3483.58	4151.72	4720.29					
PE	38.29	30.16	24.31	20.59					
PB	6.91	5.78	4.82	4.03					
PS	6.54	4.27	3.84	3.29					
EV/EBITDA	21.87	23.13	18.90	16.29					
股息率	0.41%	0.52%	0.66%	0.82%					

数据来源：Wind，西南证券

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路166号中国保险大厦20楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街35号国际企业大厦A座8楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道6023号创建大厦4楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路32号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理/销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	高宇乐	销售经理	13263312271	13263312271	gylyf@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrlyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	郑龔	广州销售负责人/销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xyy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyrlyf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn