

福斯特（603806）

2022 年三季报点评：Q3 下游减产胶膜承压， 胶膜龙头盈利引领全行业 买入（维持）

2022 年 10 月 30 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

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入（百万元）	12,858	19,261	21,350	26,647
同比	53%	50%	11%	25%
归属母公司净利润（百万元）	2,197	2,479	3,564	4,235
同比	40%	13%	44%	19%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	1.65	1.86	2.68	3.18
P/E（现价&最新股本摊薄）	38.80	34.38	23.91	20.12

#业绩符合预期

投资要点

■ **事件：**公司发布 2022 年三季报，公司 2022Q1-3 实现营业收入 135.46 亿元，同比增长 51.70%；实现归属母公司净利润 15.33 亿元，同比增长 14.75%。其中 2022Q3，实现营业收入 45.31 亿元，同比增长 40.98%，环比下降 11.69%；实现归属母公司净利润 4.76 亿元，同比增长 10.10%，环比下降 33.65%。Q1-3 毛利率为 19.44%，同比下降 3.46pct，Q3 毛利率 18.29%，同比下降 0.51pct，环比下降 4.49pct；Q1-3 归母净利率为 11.32%，同比下降 3.64pct，Q3 归母净利率 10.51%，同比下降 2.95pct，环比下降 3.48pct。2022Q3 信用减值 2.10 亿，主要是应收票据与账款逾期减值，主要是由于公司会计准则远严格于行业平均水平，后续收回账款后将冲回减值，考虑减值冲回后，业绩超市场预期。

■ **22Q3 胶膜盈利承压、Q4 旺季有望推动出货回升。**公司 2022Q3 胶膜出货约 3 亿平，同比+11%/环比-3%，POE 类占比 35%，略有提升。2022Q3 胶膜受 7-8 月组件降排产清库存影响，出货量环比略减。同时 2022Q3 粒子价格从 3 万+下调至 2.2-2.3 万，带动 202Q3 胶膜价格环降 15%至 13 元/平左右。测算单平净利约 1.5 元（考虑减值冲回后，单平盈利约 2.1 元），领跑全行业，体现了公司优秀的经营管理能力和产品竞争力。我们预计 2022 年胶膜出货 12.5 亿平+，2023 年看，硅料价格下行将推动地面电站放量，叠加电池新技术逐步渗透，POE 类需求有望高增，我们预计 2023 年公司胶膜出货 20 亿平+，POE 类将占 40%，出货结构优化，盈利能力进一步提升。

■ **光伏背板势头强劲，感光干膜结构优化。**基于海内外分布式电站需求持续旺盛，公司背板业务持续景气，2022Q3 背板出货约 3000 万平，同增 88%。年底产能达 2200 万平/月，我们预计全年出货 1.2 亿平+，同增 76%+。感光干膜 2022Q3 出货约 2800 万平，我们预计全年出货 1.1 亿平+，同增 10%。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。

■ **盈利预测与投资评级：**基于胶膜盈利承压，我们下调公司 2022 年盈利预测，我们预计 2022-2024 年净利润 24.79/35.64/42.35 亿元（前值为 27.37/35.64/42.35），同比+13%/+44%/+19%。基于公司胶膜龙头地位，我们给予公司 2023 年 35xPE，目标价 93.5 元，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**政策不及预期，竞争加剧。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	64.00
一年最低/最高价	49.43/145.90
市净率(倍)	6.38
流通 A 股市值(百万元)	85,218.90
总市值(百万元)	85,218.90

基础数据

每股净资产(元,LF)	10.04
资产负债率(% ,LF)	23.43
总股本(百万股)	1,331.55
流通 A 股(百万股)	1,331.55

相关研究

《福斯特(603806)：2022 年中报点评：Q2 顺价能力良好，彰显龙头风范》

2022-08-30

《福斯特(603806)：2022Q1 点评：胶膜短期承压，看好 Q2 量利双升》

2022-05-01

图表目录

图 1: 2022Q1-3 收入 135.46 亿元, 同比+51.70% (亿元, %)	3
图 2: 2022Q1-3 归母净利润 15.33 亿元, 同比+14.75% (亿元, %)	3
图 3: 2022Q3 收入 45.31 亿元, 同比+40.98% (亿元, %)	3
图 4: 2022Q3 归母净利润 4.76 亿元, 同比+10.10% (亿元, %)	3
图 5: 2022Q1-3 毛利率、净利率同比-3.46、-3.64pct (%)	4
图 6: 2022Q3 毛利率、净利率同比-0.51、-2.95pct (%)	4
图 7: 福斯特 EVA 胶膜季度销量 (万平)	4
图 8: 福斯特背板和感光干膜季度销量 (万平)	5
图 9: 2022Q1-3 期间费用 5.45 亿元, 同比+25.82% (亿元, %)	6
图 10: 2022Q3 期间费用率 3.96%, 同比-1.45pct (%)	6
图 11: 2022Q3 现金净流入 0.8 亿元, 同比+177.26% (亿元, %)	6
图 12: 2022Q3 期末合同负债 0.65 亿元, 同比+22.85% (亿元, %)	6

表 1: 2022Q1-3 收入 135.46 亿元, 同比增长 51.70%; 盈利 15.33 亿元, 同比增长 14.75% (单位: 亿元)	3
--	---

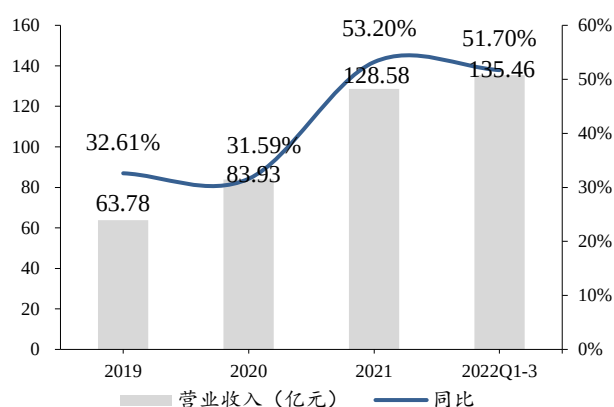
事件：公司发布 2022 年三季报，公司 2022Q1-3 实现营业收入 135.46 亿元，同比增长 51.70%；实现归属母公司净利润 15.33 亿元，同比增长 14.75%。其中 2022Q3，实现营业收入 45.31 亿元，同比增长 40.98%，环比下降 11.69%；实现归属母公司净利润 4.76 亿元，同比增长 10.10%，环比下降 33.65%。Q1-3 毛利率为 19.44%，同比下降 3.46pct，Q3 毛利率 18.29%，同比下降 0.51pct，环比下降 4.49pct；Q1-3 归母净利率为 11.32%，同比下降 3.64pct，Q3 归母净利率 10.51%，同比下降 2.95pct，环比下降 3.48pct。2022Q3 信用减值 2.10 亿，主要是应收票据与账款逾期减值，主要是由于公司会计准则远严格于行业平均水平，后续收回账款后将冲回减值，考虑减值冲回后，业绩超市场预期。

表1：2022Q1-3 收入 135.46 亿元，同比增长 51.70%；盈利 15.33 亿元，同比增长 14.75%（单位：亿元）

福斯特	2022Q1-3	2021Q1-3	同比	2022Q3	2021Q3	2022Q3 同比	2022Q2	2022Q3 环比
营业收入	135.46	89.30	51.7%	45.31	32.14	41.0%	51.31	-11.7%
毛利率	19.4%	22.9%	-3.5pct	18.3%	18.8%	-0.5pct	22.8%	-4.5pct
营业利润	16.92	14.95	13.2%	4.69	4.44	5.7%	8.37	-44.0%
利润总额	16.96	14.93	13.6%	4.74	4.42	7.3%	8.36	-43.3%
归属母公司净利润	15.33	13.36	14.8%	4.76	4.33	10.1%	7.18	-33.7%
扣非归母净利润	14.44	13.05	10.7%	4.43	4.29	3.1%	6.87	-35.6%
归母净利率	11.3%	15.0%	-3.6pct	10.5%	13.5%	-2.9pct	14.0%	-3.5pct
股本（亿股）	13.32	9.51	-	13.32	9.51	-	13.32	-
EPS（元/股）	1.15	1.40	-18.0%	0.36	0.45	-21.4%	0.54	-33.7%

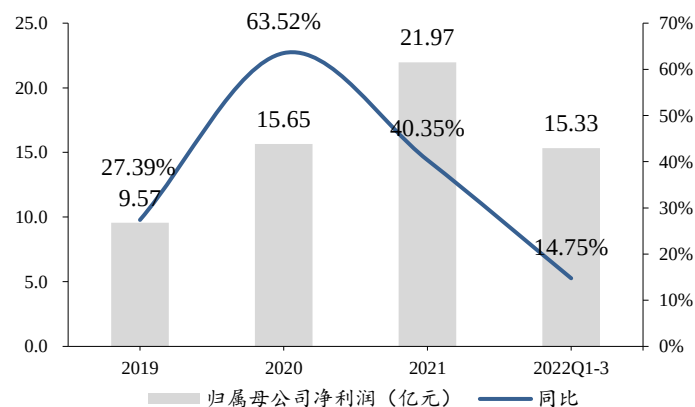
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图1：2022Q1-3 收入 135.46 亿元，同比+51.70%（亿元，%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

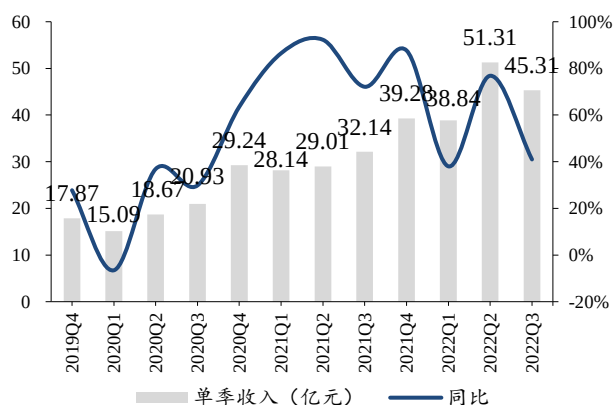
图2：2022Q1-3 归母净利润 15.33 亿元，同比+14.75%（亿元，%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

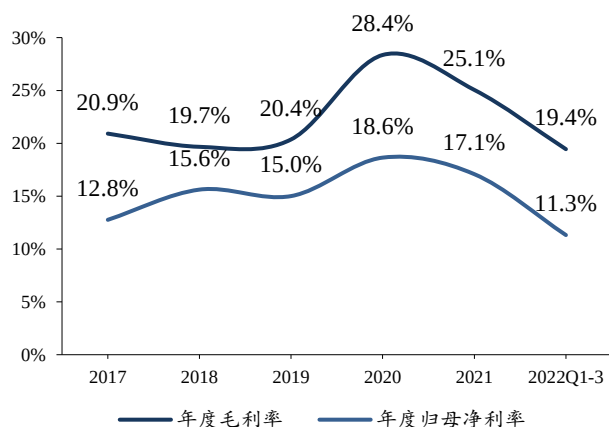
图3：2022Q3 收入 45.31 亿元，同比+40.98%（亿元，%）

图4：2022Q3 归母净利润 4.76 亿元，同比+10.10%（亿元，%）

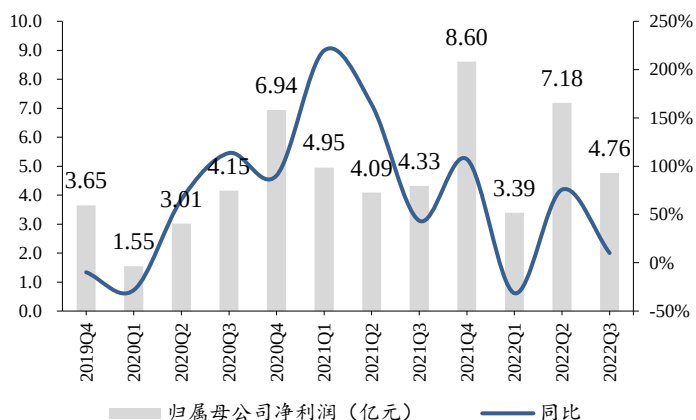


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 2022Q1-3 毛利率、净利率同比-3.46、-3.64pct (%)

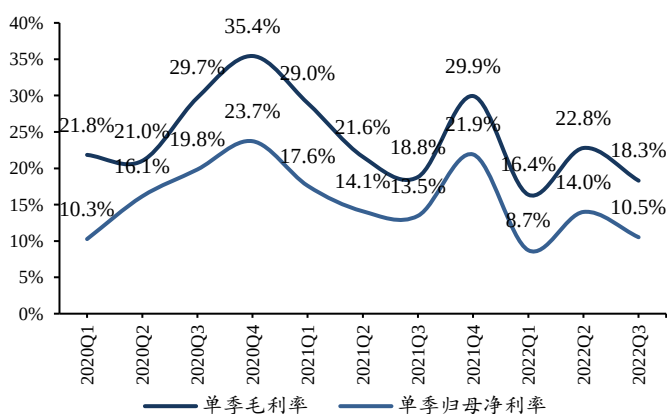


数据来源: Wind, 东吴证券研究所



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

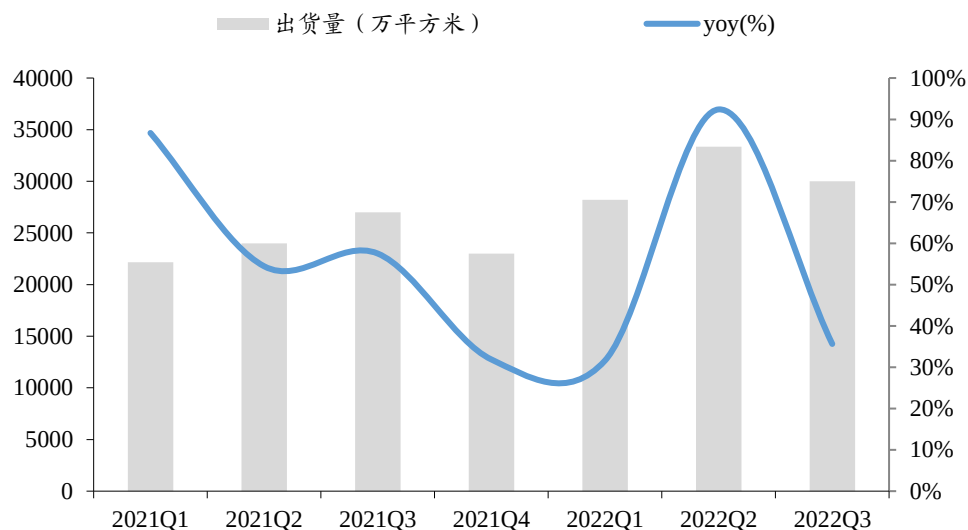
图6: 2022Q3 毛利率、净利率同比-0.51、-2.95pct (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

22Q3 胶膜盈利承压、Q4 旺季有望推动出货回升。公司 2022Q3 胶膜出货约 3 亿平，同比+11%/环比-3%，POE 类占比 35%，略有提升。2022Q3 胶膜受 7-8 月组件降排产清库存影响，出货量环比略减。同时 2022Q3 粒子价格从 3 万+下调至 2.2-2.3 万，带动 2022Q3 胶膜价格环降 15%至 13 元/平左右。测算单平净利约 1.5 元（考虑减值冲回后，单平盈利约 2.1 元），领跑全行业，体现了公司优秀的经营管理能力和产品竞争力。我们预计 2022 年胶膜出货 12.5 亿平+，2023 年看，硅料价格下行将推动地面电站放量，叠加电池新技术逐步渗透，POE 类需求有望高增，我们预计 2023 年公司胶膜出货 20 亿平+，POE 类将占 40%，出货结构优化，盈利能力进一步提升。

图7: 福斯特 EVA 胶膜季度销量 (万平)



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

光伏背板势头强劲，感光干膜结构优化。基于海内外分布式电站需求持续旺盛，公司背板业务持续景气，2022Q3 背板出货约 3000 万平，同增 88%。年底产能达 2200 万平/月，我们预计全年出货 1.2 亿平+，同增 76%+。感光干膜 2022Q3 出货约 2800 万平，我们预计全年出货 1.1 亿平+，同增 10%。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。

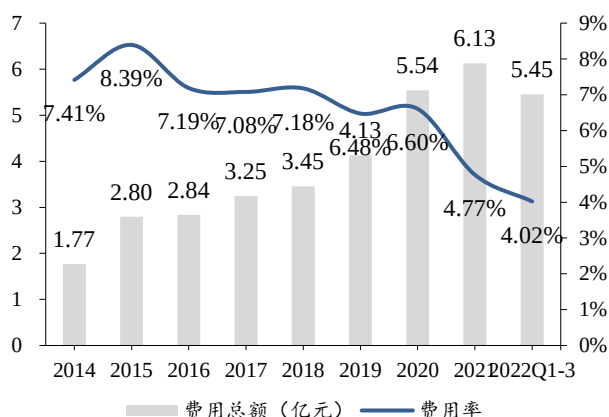
图8：福斯特背板和感光干膜季度销量（万平）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

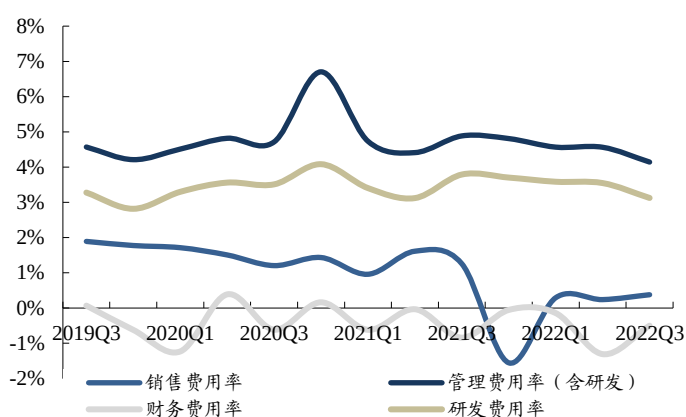
控费能力稳步提升，研发费用保持增长：公司 2022Q1-3 期间费用同比增长 25.82% 至 5.45 亿元，期间费用率下降 1.43 个百分点至 4.02%。其中，销售、管理（含研发）、研发、财务费用分别同比下降 64.21%、上升 43.28%、上升 50.18%、下降 109.98% 至 0.41 亿元、5.99 亿元、4.63 亿元、-0.95 亿元；费用率分别下降 0.98、下降 0.26、下降 0.03、下降 0.2 个百分点至 0.30%、4.42%、3.42%、-0.70%。Q3，销售、管理、研发、财务费用分别同比 -57.51%/+31.21%/+16.22%/-16.12%，费用率分别为 0.38%/4.14%/3.12%/-0.50%。

图9：2022Q1-3 期间费用 5.45 亿元，同比+25.82% (亿元，%)



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图10：2022Q3 期间费用率 3.96%，同比-1.45pct (%)

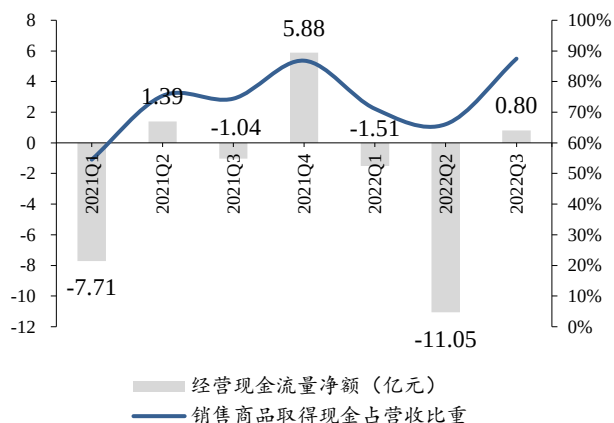


数据来源：Wind，东吴证券研究所

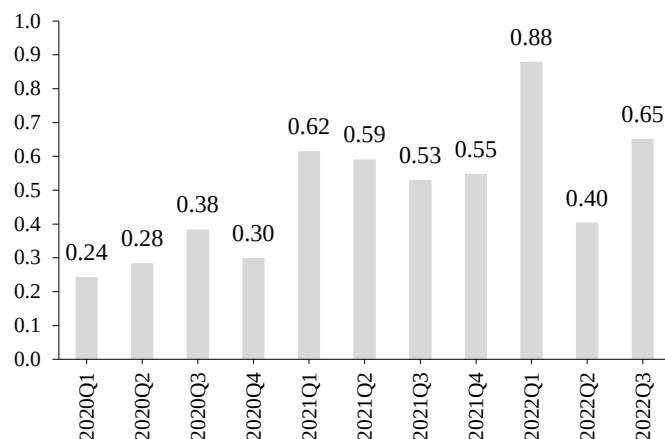
合同负债稳固提升，现金流承压：公司 2022Q1-3 经营活动现金流量净流出 11.76 亿元，同比下降 59.93%，其中 2022Q3 经营活动现金流量净额 0.8 亿元；2022Q1-3 销售商品取得现金 101.15 亿元，同比增长 65.49%。期末合同负债 0.65 亿元，同比+22.85%。期末应收账款 39.51 亿元，较期初增长 6.97 亿元，应收账款周转天数下降 7.1 天至 71.81 天。期末存货 39.9 亿元，较期初上升 15.41 亿元；存货周转天数上升 15.73 天至 79.67 天。

图11：2022Q3 现金净流入 0.8 亿元，同比+177.26%(亿元，%)

图12：2022Q3 期末合同负债 0.65 亿元，同比+22.85%(亿元，%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

盈利预测与投资评级: 基于胶膜盈利承压, 我们下调公司 2022 年盈利预测, 我们预计 2022-2024 年净利润 24.79/35.64/42.35 亿元 (前值为 27.37/35.64/42.35), 同比 +13%/+44%/+19%。基于公司胶膜龙头地位, 我们给予公司 2023 年 35xPE, 目标价 93.5 元, 维持“买入”评级。

风险提示: 政策不及预期, 竞争加剧等。

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	13,840	16,487	20,114	营业总收入	12,858	19,261	21,350	26,647
货币资金及交易性金融资产	2,771	1,700	3,091	3,097	营业成本(含金融类)	9,636	15,659	16,518	20,859
经营性应收款项	5,234	8,729	9,706	12,134	税金及附加	42	58	64	80
存货	2,450	3,107	3,384	4,571	销售费用	53	96	107	133
合同资产	0	0	0	0	管理费用	154	231	214	266
其他流动资产	302	304	306	312	研发费用	454	674	690	865
非流动资产	2,932	3,172	3,390	3,592	财务费用	-47	-36	-42	-52
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	33	49	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	195	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	4	4	营业利润	2,471	2,861	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	17,012	19,877	23,706	利润总额	2,469	2,860	4,112	4,886
流动负债	1,460	2,871	3,188	3,987	减:所得税	271	343	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	2,517	3,618	4,300
经营性应付款项	999	2,160	2,328	2,992	减:少数股东损益	1	38	54	64
合同负债	55	78	83	104	归属母公司净利润	2,197	2,479	3,564	4,235
其他流动负债	401	628	772	884	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.65	1.86	2.68	3.18
非流动负债	38	38	38	38	EBIT	2,402	2,543	3,758	4,443
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	2,597	2,749	3,996	4,711
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	25.06	18.70	22.63	21.72
租赁负债	7	7	7	7	归母净利率(%)	17.08	12.87	16.69	15.89
其他非流动负债	30	30	30	30	收入增长率(%)	53.20	49.80	10.85	24.81
负债合计	1,498	2,909	3,225	4,024	归母净利润增长率(%)	40.35	12.85	43.78	18.84
归属母公司股东权益	12,176	14,051	16,546	19,511					
少数股东权益	14	52	106	170					
所有者权益合计	12,190	14,103	16,652	19,681					
负债和股东权益	13,688	17,012	19,877	23,706					

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	-58	2,875	1,693	每股净资产(元)	12.80	14.77	17.40	20.51
投资活动现金流	1,517	92	-415	-416	最新发行在外股份(百万股)	1,332	1,332	1,332	1,332
筹资活动现金流	-346	-604	-1,069	-1,271	ROIC(%)	18.93	17.00	21.49	21.51
现金净增加额	992	-570	1,391	6	ROE-摊薄(%)	18.04	17.64	21.54	21.71
折旧和摊销	195	206	238	267	资产负债率(%)	10.94	17.10	16.23	16.98
资本开支	-531	-447	-456	-468	P/E(现价&最新股本摊薄)	38.80	34.38	23.91	20.12
营运资本变动	-2,634	-2,774	-865	-2,659	P/B(现价)	5.00	4.33	3.68	3.12

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>