

胶膜龙头抗波动能力强劲，看好 Q4 量利齐升

2022 年 10 月 30 日

► **事件概述：**2022 年 10 月 28 日，公司发布三季报。22 年 Q1-Q3 公司实现营业收入 135.46 亿元，同比+51.70%；实现归母净利润 15.33 亿元，同比+14.75%；实现扣非归母净利润 14.44 亿元，同比+10.70%。

分季度来看，Q3 公司实现营业收入 45.31 亿元，同比+40.98%，环比-11.69%；实现归母净利润 4.76 亿元，同比+10.10%，环比-33.65%；实现扣非归母净利润 4.43 亿元，同比+3.07%，环比-35.57%。

► **盈利短期承压，龙头抗波动能力显现。**Q3 硅料价格仍处于高位，叠加 7-8 月欧洲假期光伏销售淡季，下游组件出货放缓，公司胶膜产品价格有所回落，同时库存原材料树脂价格较高，使得公司盈利短期承压。作为胶膜行业龙头，公司具有良好的供应链管理能力和成本管控能力，抗行业波动的能力较强，在经营承压的情况下凸显龙头韧性。Q4 随着硅料产能逐渐释放以及光伏装机高峰的来临，胶膜价格有望回升，带动公司营收高增长并实现盈利回升。

► **分布式光伏装机火热，背板出货持续攀升。**海内外分布式光伏装机占比提升，推动背板需求大幅增长，公司具有技术优势和性价比优势的高反黑背板和 CPC 背板销售持续提升。公司对背板业务的发展战略由原来的稳健转为积极，一方面继续加大技术研发投入，另一方面加快推进光伏背板的产能扩张，预计公司背板产销进一步增长，市占率有望升高。

► **感光干膜稳步推进，积极布局新材料培育新的增长点。**基于成熟的关键共性技术，公司已成功实现感光干膜及其关键配套原材料产品的技术突破，已完成产品小试、中试、批量生产和种子客户的导入。公司加快感光干膜和核心原材料碱性树脂的扩产，加速一体化，争取 3-5 年内实现公司成为全球感光干膜产品头部供应商的发展目标。同时，公司积极布局铝塑复合膜、FCCL、水处理膜支撑材料等其他新材料产品，加快推进量产化，创造新的盈利增长点，

► **投资建议：**我们预计 2022-2024 年公司营收为 194/245/293 亿元；归母净利润为 24/35/43 亿元。对应 10 月 28 日收盘价，PE 为 35x/24x/20x，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**市场开拓不及预期；原材料价格持续高位；国际贸易摩擦风险。

推荐

维持评级

当前价格：

64.00 元


分析师 邓永康

执业证书：S0100521100006

电话：021-60876734

邮箱：dengyongkang@mszq.com

分析师 郭彦辰

执业证书：S0100522070002

电话：021-60876734

邮箱：guoyanchen@mszq.com

相关研究

1.福斯特 (603806.SZ) 2022 年半年报点评：光伏基本盘稳固，新业务多点开花-2022/08/31

2.福斯特 (603806.SH) 2021 年报点评：龙头地位稳固，电子材料业务进入加速放量期-2022/03/18

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	12858	19366	24460	29257
增长率 (%)	53.2	50.6	26.3	19.6
归属母公司股东净利润 (百万元)	2197	2443	3502	4261
增长率 (%)	40.4	11.2	43.3	21.7
每股收益 (元)	1.65	1.83	2.63	3.20
PE	39	35	24	20
PB	7.0	6.0	4.8	3.9

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 10 月 28 日收盘价）

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	12858	19366	24460	29257
营业成本	9636	15390	19212	22862
营业税金及附加	42	77	98	117
销售费用	53	68	61	73
管理费用	154	213	232	263
研发费用	454	697	856	1024
EBIT	2402	3279	4199	5134
财务费用	-47	-102	-1	82
资产减值损失	-12	-15	-5	-5
投资收益	19	39	24	29
营业利润	2471	2805	4019	4876
营业外收支	-2	-4	-2	-2
利润总额	2469	2801	4017	4874
所得税	271	358	514	611
净利润	2198	2443	3503	4263
归属于母公司净利润	2197	2443	3502	4261
EBITDA	2597	3541	4499	5466

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	2669	4386	5143	11210
应收账款及票据	3576	5145	7007	6631
预付款项	273	317	479	648
存货	2450	3349	4422	4205
其他流动资产	1789	2622	3240	3765
流动资产合计	10756	15820	20291	26459
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	2002	2188	2362	2429
无形资产	364	418	492	583
非流动资产合计	2932	2979	3168	3372
资产合计	13688	18798	23459	29831
短期借款	0	200	400	600
应付账款及票据	999	1993	1742	2703
其他流动负债	461	763	969	1161
流动负债合计	1460	2956	3111	4465
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	38	1541	2545	3300
非流动负债合计	38	1541	2545	3300
负债合计	1498	4498	5656	7765
股本	951	1332	1332	1332
少数股东权益	14	14	15	17
股东权益合计	12190	14301	17803	22066
负债和股东权益合计	13688	18798	23459	29831

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	53.20	50.62	26.30	19.61
EBIT 增长率	38.56	36.51	28.04	22.28
净利润增长率	40.35	11.24	43.31	21.67
盈利能力 (%)				
毛利率	25.06	20.53	21.46	21.86
净利率	17.08	12.62	14.32	14.56
总资产收益率 ROA	16.05	13.00	14.93	14.28
净资产收益率 ROE	18.04	17.10	19.69	19.32
偿债能力				
流动比率	7.37	5.35	6.52	5.93
速动比率	5.31	3.99	4.82	4.75
现金比率	1.83	1.48	1.65	2.51
资产负债率 (%)	10.94	23.93	24.11	26.03
经营效率				
应收账款周转天数	78.90	76.00	83.00	76.00
存货周转天数	63.95	68.00	73.00	68.00
总资产周转率	1.02	1.19	1.16	1.10
每股指标 (元)				
每股收益	1.65	1.83	2.63	3.20
每股净资产	9.14	10.73	13.36	16.56
每股经营现金流	-0.11	0.53	0.18	4.46
每股股利	0.35	0.25	0.25	0.25
估值分析				
PE	39	35	24	20
PB	7.0	6.0	4.8	3.9
EV/EBITDA	31.79	23.31	18.45	14.25
股息收益率 (%)	0.55	0.39	0.39	0.39

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	2198	2443	3503	4263
折旧和摊销	195	262	301	332
营运资金变动	-2634	-2365	-3865	948
经营活动现金流	-148	702	239	5936
资本开支	-531	-311	-491	-536
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	1517	-274	-468	-508
股权募资	14	0	0	0
债务募资	-13	1704	1204	955
筹资活动现金流	-346	1289	987	640
现金净流量	992	1717	757	6068

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026