

投资评级：买入（维持）
报告日期：2022年11月01日
市场数据

目前股价	64.06
总市值（亿元）	852.99
流通市值（亿元）	852.99
总股本（万股）	133,155
流通股本（万股）	133,155
12个月最高/最低	137.79/50.9

分析师

分析师：于夕朦 S1070520030003

☎ 010-88366060-8831

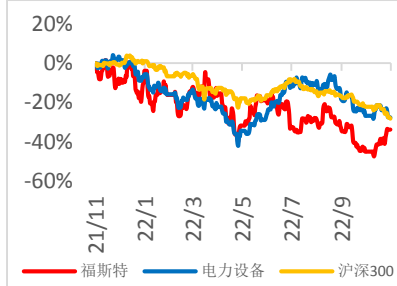
✉ yuximeng@cgws.com

联系人（研究助理）：吴念峻

S1070122070011

☎ +86-755-83668784

✉ wunianjun@cgws.com

股价表现


数据来源：iFinD

相关报告

<<胶膜龙头展现韧性，新材料未来可期>>

2022-08-30

<<业绩符合预期，新材料迎来快速放量阶段>>

2022-03-18

<<光伏胶膜背板量价齐升，盈利短期承压>>

2021-10-31

短期业绩扰动无碍龙头地位，静待胶膜环节修复

——福斯特（603806）公司动态点评

盈利预测

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	8,393	12,858	17,950	22,080	25,114
(+/-%)	31.59%	53.2%	39.6%	23.0%	13.7%
归母净利润（百万元）	1565	2197	2603	3455	4036
(+/-%)	63.5%	40.4%	18.5%	32.7%	16.8%
摊薄 EPS（元/股）	2.09	2.35	1.95	2.59	3.03
PE	31	27	33	25	21

资料来源：长城证券研究院

核心观点

- 事件：**2022年10月28日公司发布2022年三季度报告，2022年前三季度公司实现营业收入135.46亿元，同比增长51.70%；实现归母净利润15.33亿元，同比增长14.75%，实现扣非归母净利润14.40亿元，同比增长10.70%。单季度来看，三季度公司实现营收45.31亿元，同比增长40.98%，实现归母净利润4.76亿元，同比增长10.10%。
- 下游需求承压、计提信用减值准备扰动本期业绩：**三季度内，受硅料价格持续走高影响，地面项目开工延缓，导致组件厂调整排产节奏，胶膜出货承压。虽然主要原材料EVA粒子价格环比上季度出现下滑，但需求不振以及高价存货仍为产品毛利带来负担，叠加公司对光伏行业货款较为严格的把控，本季度累计计提减值准备合计4.36亿元，减少利润3.67亿元，导致三季度公司毛利率与净利率分别为18.29%、10.53%，同比下降0.51、2.94个pct，环比二季度下降4.5、3.45个pct。
- 胶膜环节有望迎来修复，公司优势稳固：**分布式装机的持续高增与集中式项目的开工回复将提振胶膜需求，修复胶膜行业出货，而在硅料产能充分释放后，我们认为光伏级EVA、POE粒子将成为下一个产能瓶颈环节，光伏产业链利润有望向胶膜转移。公司稳居光伏胶膜龙头，整体扩产节奏稳步推进，预计2022/2023年公司光伏胶膜设计产能将增加至14/20亿平方米左右，市占率有望保持在50%以上，N型用特种POE胶膜产品性能领先，有望快速实现量产与规模化销售，进一步优化产品结构，巩固行业地位。
- 各类材料齐头并进，有望实现多极增长：**除了主业胶膜以外，分布式光伏需求的提升驱动公司调整背板业务战略，技术研发与市场拓展齐头并进，具备技术优势和性价比优势的产品将帮助公司实现市占率的提升，拓宽收入渠道。电子材料方面，公司感光干膜已达到可用于IC载板/类载板制造

所需的解析度要求，相关产品正在积极向下游载板生产厂商进行验证导入，铝塑复合膜、FCCL、感光覆盖膜、水处理膜支撑材料等新材料产品也已逐步进入小量销售阶段，可转债项目积极提升相关产能储备，打开未来增长空间。

- **盈利预测及投资建议：**考虑到信用减值准备以及原材料价格大幅波动影响，我们下调盈利预测，预计 2022-2024 年营业收入分别为 179.50/220.8/251.14 亿元，同比增长 39.6%/23.0%/13.7%，归母净利润分别为 26.03/34.55/40.36 亿元，同比增长 18.5%/32.7%/16.8%，对应 EPS 为 1.95/2.59/3.03 元，对应 PE 为 33/25/21。公司光伏胶膜绝对龙头定位稳固，光伏背板焕发新春、感光干膜已进入快速放量期，新材料平台化战略持续推进，维持“买入”评级。
- **风险提示：**光伏新增装机量不及预期，行业竞争加剧，行业政策变化，光伏级树 EVA 脂价格上涨等。

附：盈利预测表

利润表 (百万)						主要财务指标					
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	8,393.14	12,857.89	17,949.62	22,079.83	25,113.60	成长能力					
营业成本	6,012.97	9,636.34	13,693.03	16,882.24	19,211.90	营业收入增长	31.59%	53.20%	39.60%	23.01%	13.74%
营业费用	121.12	53.09	73.59	83.90	90.41	营业成本增长	18.38%	60.26%	42.10%	23.29%	13.80%
管理费用	143.61	153.52	197.45	231.84	251.14	营业利润增长	63.54%	38.08%	19.22%	32.26%	17.00%
研发费用	309.08	453.59	610.29	728.63	803.64	利润总额增长	63.12%	38.57%	19.23%	32.28%	17.01%
财务费用	-19.45	-47.49	-53.85	-66.24	-75.34	归母净利润增长	63.52%	40.35%	18.52%	32.71%	16.82%
其他收益	21.68	32.90	28.26	27.62	29.59	获利能力					
投资净收益	39.62	18.56	28.36	28.85	25.26	毛利率(%)	28.36%	25.06%	23.71%	23.54%	23.50%
营业利润	1,789.54	2,470.91	2,945.81	3,896.01	4,558.31	销售净利率(%)	21.32%	19.22%	16.41%	17.65%	18.15%
营业外收支	-7.76	-1.83	-1.83	-1.83	-1.83	ROE(%)	17.34%	18.03%	17.89%	19.83%	19.46%
利润总额	1,781.78	2,469.08	2,943.98	3,894.18	4,556.47	ROIC(%)	6.47%	26.79%	27.56%	30.36%	32.80%
所得税	216.50	271.34	340.62	439.25	520.58	营运效率					
少数股东损益	0.27	1.19	-	-	-	销售费用/营业收入	1.44%	0.41%	0.41%	0.38%	0.36%
归母净利润	1,565.01	2,196.55	2,603.36	3,454.92	4,035.90	管理费用/营业收入	1.71%	1.19%	1.10%	1.05%	1.00%
资产负债表						研发费用/营业收入	3.68%	3.53%	3.40%	3.30%	3.20%
					(百万)	财务费用/营业收入	-0.23%	-0.37%	-0.30%	-0.30%	-0.30%
流动资产	9,317.92	10,756.37	13,621.77	16,086.62	19,413.99	投资收益/营业利润	2.21%	0.75%	0.96%	0.74%	0.55%
货币资金	1,676.85	2,668.98	3,589.92	5,066.50	7,764.83	所得税/利润总额	12.15%	10.99%	11.57%	11.28%	11.42%
应收票据及应收账款	2,603.04	3,575.93	4,152.37	5,108.89	5,006.31	应收账款周转率	4.18	4.56	5.14	5.29	5.54
其他应收款	6.15	18.18	18.18	18.18	18.18	存货周转率	8.92	7.51	6.74	7.24	7.24
存货	973.73	2,449.62	2,875.44	3,220.92	3,716.71	流动资产周转率	1.05	1.28	1.47	1.49	1.41
非流动资产	2,226.93	2,931.59	3,276.71	3,669.78	4,039.08	总资产周转率	0.85	1.02	1.17	1.20	1.16
固定资产	1,633.56	2,002.17	2,380.75	2,785.47	3,101.98	偿债能力					
资产总计	11,544.85	13,687.96	16,898.48	19,756.40	23,453.06	资产负债率(%)	21.79%	10.94%	13.90%	11.82%	11.57%
流动负债	1,131.45	1,460.15	2,315.57	2,300.26	2,679.26	流动比率	8.24	7.37	5.88	6.99	7.25
短期借款	-	-	486.22	-	-	速动比率	7.37	5.69	4.64	5.59	5.86
应付账款	763.36	1,037.89	1,436.52	1,885.18	2,276.97	每股指标 (元)					
非流动负债	1,384.18	37.73	33.48	35.61	34.55	EPS	2.09	2.35	1.95	2.59	3.03
长期借款	-	-	-	-	-	每股净资产	6.78	9.14	15.28	18.30	21.79
负债合计	2,515.63	1,497.88	2,349.06	2,335.87	2,713.80	每股经营现金流	0.20	-0.11	0.82	2.29	2.94
股东权益	9,029.22	12,190.08	14,549.42	17,420.53	20,739.26	每股经营现金/EPS	0.10	-0.05	0.42	0.88	0.97
股本	769.55	951.10	951.10	951.10	951.10						
留存收益	7,872.27	11,263.03	13,584.41	16,455.52	19,774.25	估值					
少数股东权益	4.40	13.91	13.91	13.91	13.91	P/E	30.65	27.26	32.78	24.70	21.14
负债和股东权益	11,544.85	13,687.96	16,898.48	19,756.40	23,453.06	PEG	1.01	1.21	0.83	0.82	0.94
现金流量表					(百万)	P/B	9.45	7.01	4.19	3.50	2.94
经营活动现金流	272.34	-147.56	1,093.91	3,043.05	3,914.42	EV/EBITDA	33.03	44.13	16.33	12.84	10.66
其中营运资本减	-3,273.34	-800.22	-1,580.59	-510.87	-252.26	EV/SALES	7.71	9.43	3.21	2.52	2.11
投资活动现金流	-1,832.10	1,517.02	-463.42	-562.67	-574.27	EV/IC	8.04	13.07	5.14	4.60	4.16
资本支出	15.69	348.51	633.53	709.26	771.23	ROIC/WACC	2.97	2.47	2.54	2.80	3.02
筹资活动现金流	1,382.04	-346.10	290.46	-1,003.80	-641.83	REP	2.71	5.30	2.03	1.64	1.38
现金净增加额	-177.72	1,023.36	920.95	1,476.57	2,698.33						

研究员承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。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所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明**公司评级：**

买入——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上；
增持——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间；
持有——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5%之间；
卖出——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上

行业评级：

强于大市——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场；
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步；
弱于大市——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券研究院

深圳办公地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层

邮编：518033 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>