

盈利阶段性承压, 扩产&POE 迭代下龙头地位稳固

2023 年 04 月 22 日

➤ **事件:** 2023 年 4 月 21 日, 公司发布 2022 年年报及 2023 年一季度报告。
22 年业绩: 2022 年公司实现收入 188.77 亿元, 同比+46.82%; 实现归母净利润 15.79 亿元, 同比-28.12%; 实现扣非净利 14.44 亿元, 同比-32.53%。

23Q1 业绩: 实现收入 49.13 亿元, 同比+26.48%; 实现归母净利润 3.64 亿元, 同比+7.46%; 实现扣非净利 3.46 亿元, 同比+9.65%。

➤ **胶膜盈利阶段性承压, 长期龙头地位稳固。** 2022 年公司实现光伏胶膜销售 13.21 亿平米, 同比增长 36.51%, 实现营业收入 168.52 亿元, 同比增长 46.42%。2022 年胶膜业务毛利率 15.58%, 同比减少 10.08pct, 主要受原材料 EVA 粒子价格波动影响, 在 EVA 粒子跌价期间, 公司需消化前期囤积的高价库存, 库存成本和胶膜价格错配导致阶段性盈利承压。公司积极推进优势产能扩张, 预计在 2023 年实现胶膜年设计产能超 25 亿平米; 同时, 公司持续推进技术研发和产品结构优化, 前瞻性研发 POE 胶膜、EPE 胶膜、转光胶膜、丁基胶、连接膜、绝缘胶以及 EP 胶膜等产品, 并保障 POE 粒子供应, 公司有望享受 N 型组件量产红利, 盈利能力有望进一步提升。

➤ **背板出货大幅增长, 市占率快速提升。** 2022 年公司实现光伏背板销售 1.23 亿平米, 同比增长 80.64%, 实现营业收入 13.41 亿元, 同比增长 84.74%。公司光伏背板产品品类齐全, 具有技术优势和高性价比优势的 CPC 背板、以及针对分布式市场推出的高反黑背板的销量持续提升。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, 启动了嘉兴年产 1.1 亿平方米背板的扩产项目, 预计公司背板产销将进一步增长, 市占率有望快速提升。

➤ **电子材料稳步推进, 积极布局新材料培育新的增长点。** 公司电子材料业务的主要产品包括感光干膜、FCCL 和感光覆盖膜, 2022 年实现感光胶膜销售 1.1 亿平米, 同比增长 6.97%, 实现营业收入 4.65 亿元, 同比增长 4.2%。公司完成了电子材料业务内部整合, 产品成功导入鹏鼎控股等一线 PCB 大厂, 市场竞争力持续提升。此外, 公司的铝塑复合膜业务和 RO 支撑膜业务稳扎稳打, 2022 年实现铝塑复合膜销售 600 万平米, 应用领域逐步从 3C 电池拓展到储能电池和动力电池; RO 支撑膜继续开展差异化产品研发, 获得了下游客户的认可。

➤ **投资建议:** 我们预计公司 2023-2025 年营收分别为 260.27、336.07、407.50 亿元, 对应增速分别为 37.9%、29.1%、21.3%; 归母净利润分别为 30.08、39.40、46.63 亿元, 对应增速分别为 90.5%、31.0%、18.3%, 以 4 月 21 日收盘价为基准, 对应 2023-2025 年 PE 为 22X、17X、14X, 维持“推荐”评级。

➤ **风险提示:** 下游装机不及预期, 行业竞争加剧风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	18877	26027	33607	40750
增长率 (%)	46.8	37.9	29.1	21.3
归属母公司股东净利润 (百万元)	1579	3008	3940	4663
增长率 (%)	-28.1	90.5	31.0	18.3
每股收益 (元)	1.19	2.26	2.96	3.50
PE	43	22	17	14
PB	4.8	4.0	3.2	2.6

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2023 年 4 月 21 日收盘价)

推荐

维持评级

当前价格:

50.42 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

分析师 朱碧野

执业证书: S0100522120001

电话: 021-60876734

邮箱: zhubiye@mszq.com

研究助理 林誉韬

执业证书: S0100122060013

电话: 021-60876734

邮箱: linyutao@mszq.com

相关研究

1. 福斯特 (603806.SZ) 2022 年三季报点评: 胶膜龙头抗波动能力强劲, 看好 Q4 量利齐升-2022/10/30
2. 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
3. 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
4. 福斯特(603806): 胶膜持续成长, 多方位打造增长极-2021/08/19

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	18877	26027	33607	40750
营业成本	15929	20846	27068	32995
营业税金及附加	53	104	134	163
销售费用	59	91	118	143
管理费用	235	312	420	481
研发费用	645	937	1243	1487
EBIT	1542	3514	4658	5545
财务费用	-82	142	256	336
资产减值损失	-158	-15	-5	-5
投资收益	87	26	34	41
营业利润	1699	3383	4431	5244
营业外收支	3	-4	-2	-2
利润总额	1702	3379	4429	5242
所得税	123	372	487	577
净利润	1579	3008	3941	4666
归属于母公司净利润	1579	3008	3940	4663
EBITDA	1791	3835	5018	5935

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	6266	7358	8278	9301
应收账款及票据	4292	6664	9348	11733
预付款项	245	354	541	726
存货	3516	4345	6011	6810
其他流动资产	2134	2988	4080	5448
流动资产合计	16453	21708	28258	34018
长期股权投资	1	1	1	1
固定资产	2523	2649	2765	2772
无形资产	463	538	611	702
非流动资产合计	3742	3868	3998	4143
资产合计	20195	25576	32256	38161
短期借款	1297	1497	1697	1897
应付账款及票据	2010	2043	3295	3304
其他流动负债	294	931	1215	1490
流动负债合计	3602	4472	6207	6691
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	2582	4086	5090	5845
非流动负债合计	2582	4086	5090	5845
负债合计	6184	8558	11297	12535
股本	1332	1332	1332	1332
少数股东权益	30	30	30	33
股东权益合计	14011	17018	20960	25625
负债和股东权益合计	20195	25576	32256	38161

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	46.82	37.87	29.13	21.25
EBIT 增长率	-35.80	127.89	32.55	19.02
净利润增长率	-28.13	90.54	31.01	18.33
盈利能力 (%)				
毛利率	15.62	19.91	19.46	19.03
净利率	8.36	11.56	11.73	11.44
总资产收益率 ROA	7.82	11.76	12.22	12.22
净资产收益率 ROE	11.29	17.70	18.83	18.22
偿债能力				
流动比率	4.57	4.85	4.55	5.08
速动比率	3.43	3.71	3.42	3.89
现金比率	1.74	1.65	1.33	1.39
资产负债率 (%)	30.62	33.46	35.02	32.85
经营效率				
应收账款周转天数	67.03	70.00	80.00	86.00
存货周转天数	67.41	68.00	69.00	70.00
总资产周转率	1.11	1.14	1.16	1.16
每股指标 (元)				
每股收益	1.19	2.26	2.96	3.50
每股净资产	10.50	12.76	15.72	19.22
每股经营现金流	0.02	0.12	0.49	0.86
每股股利	0.15	0.25	0.25	0.25
估值分析				
PE	43	22	17	14
PB	4.8	4.0	3.2	2.6
EV/EBITDA	33.98	15.59	11.73	9.74
股息收益率 (%)	0.30	0.50	0.50	0.50

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	1579	3008	3941	4666
折旧和摊销	249	321	360	391
营运资金变动	-2188	-3859	-4249	-4608
经营活动现金流	26	160	659	1146
资本开支	-572	-449	-491	-536
投资	-1	50	50	50
投资活动现金流	-307	-374	-409	-447
股权募资	536	0	0	0
债务募资	3801	1704	1204	955
筹资活动现金流	3981	1306	670	324
现金净流量	3721	1092	920	1023

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