

福斯特 (603806.SH)

2022 年利润承压，2023 年产能快速扩张

增持

核心观点

公司收入稳步增长，利润有所承压。2022 年公司实现营业收入 188.8 亿元，同比+47%；归母净利润 15.8 亿元，同比-28%。对应 22Q4 单季度实现营收 53.3 亿元，同比+36%，环比+18%；归母净利润 0.5 亿元，同比-95%，环比-91%。23Q1 单季度实现营收 49.1 亿元，同比+26%，环比-8%；归母净利润 3.6 亿元，同比+7%，环比+706%。

胶膜销售稳定增长，产能快速扩张维持龙头地位。2022 年公司销售光伏胶膜 13.21 亿平，同比+36.5%；销售均价 12.76 元/平，同比+0.86 元/平；毛利 1.99 元/平，同比-1.06 元/平。公司福州、嘉兴、泰国、越南等地扩产项目进展顺利，预计 2023 年底光伏胶膜产能有望达到 25 亿平，对应封装 260GW 组件。凭借可靠的原材料供应链管控能力、稳定高效的生产经营能力和客户需求保障能力，公司龙头地位稳固，综合竞争优势显著。

背板销售大幅增长，未来有望受益分布式需求高增。2022 年公司销售光伏背板 1.23 亿平，同比+80.6%；销售均价 10.88 元/平，同比+0.24 元/平，毛利 1.31 元/平，同比-0.09 元/平。随着近年来终端市场对光伏背板产品性价比的重视程度提升，公司凭借成熟的 CPC 背板研发生产体系，产品出货量和市场占有率均快速提升，已经成为光伏背板产品的头部企业。公司嘉兴基地年产 1.1 亿平光伏背板项目已初步投产，未来有望受益分布式需求高增，实现背板产品跨越式成长。

感光干膜下游开拓顺利，产品结构由中低端向中高端转化。2022 年公司销售感光干膜 1.1 亿平，同比+7.0%；销售均价 4.21 元/平，同比-0.11 元/平，毛利 0.86 元/平，同比+0.15 元/平。公司在电子材料领域处于由中低端往中高端发展的阶段，率先推出兼顾客户端曝光效率和使用成本的半高感光干膜，同时精细解析的软板用干膜、载板干膜等中高端产品开始进入大型 PCB 厂商的供应体系，市场需求有望持续提升。未来公司将以 IC 载板、类载板、封装基板领域的头部客户为目标，生产高端的感光干膜和感光覆盖膜产品。

风险提示：行业竞争加剧；原材料价格波动；投产进度不及预期。

投资建议：考虑公司光伏胶膜业务在当前竞争格局下的定价策略，下调 2023-2024 年盈利预测，预计 2023-2025 年收入 247.9/325.5/413.2 亿元（2023-2024 年原预测为 326.1/309.3 亿元），同比增速 31%/31%/27%，归母净利润 28.3/36.5/41.2 亿元（2023-2024 年原预测为 34.1/37.9 亿元），同比增速 79%/29%/15%；摊薄 EPS=2.13/2.74/3.14 元，当前股价对应 PE=24/18/16x，维持“增持”评级。

盈利预测和财务指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	12,858	18,877	24,787	32,546	41,318
(+/-%)	53.2%	46.8%	31.3%	31.3%	27.0%
净利润(百万元)	2197	1579	2830	3654	4186
(+/-%)	40.4%	-28.1%	79.3%	29.1%	14.6%
每股收益(元)	2.31	1.19	2.13	2.74	3.14
EBIT Margin	19.6%	10.4%	13.9%	13.3%	11.9%
净资产收益率 (ROE)	20.7%	12.1%	18.5%	20.0%	19.1%
市盈率 (PE)	21.8	42.5	23.7	18.4	16.0
EV/EBITDA	18.2	33.3	19.7	15.5	13.9
市净率 (PB)	3.93	4.79	4.03	3.35	2.82

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究 · 财报点评

电力设备 · 光伏设备

证券分析师：王蔚祺 证券分析师：陈抒扬
010-88005313 0755-81982965
wangweiqi2@guosen.com.cn chenshuyang@guosen.com.cn
S0980520080003 S0980523010001

基础数据

投资评级 增持(维持)
合理估值
收盘价 50.42 元
总市值/流通市值 67137/67137 百万元
52 周最高价/最低价 117.14/49.43 元
近 3 个月日均成交额 502.21 百万元

市场走势



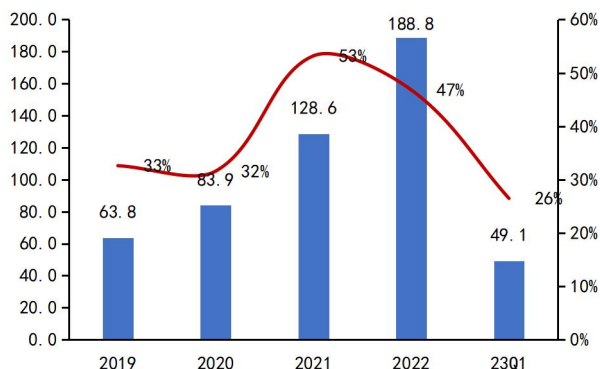
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《福斯特 (603806.SH) - 成本传导顺畅，盈利能力边际改善》——2022-06-05
《福斯特 (603806.SH) - 巩固光伏胶膜龙头地位，快速扩产正当时》——2022-03-27
《福斯特-603806-2021 年中报点评：H1 盈利符合预期，看好公司长期成长》——2021-08-18

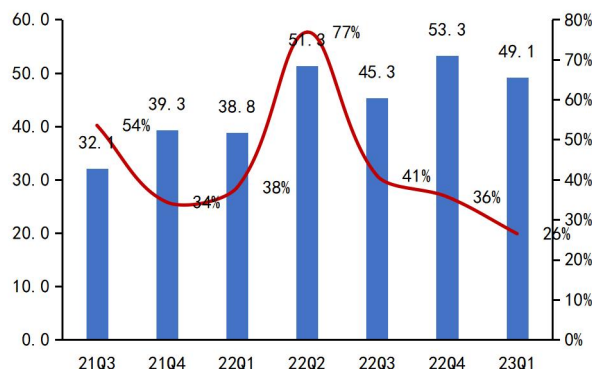
公司收入稳步增长，利润有所承压。2022 年公司实现营业收入 188.8 亿元，同比+47%；归母净利润 15.8 亿元，同比-28%。对应 22Q4 单季度实现营收 53.3 亿元，同比+36%，环比+18%；归母净利润 0.5 亿元，同比-95%，环比-91%。23Q1 单季度实现营收 49.1 亿元，同比+26%，环比-8%；归母净利润 3.6 亿元，同比+7%，环比+706%。

图1：公司营业收入及增速（亿元、%）



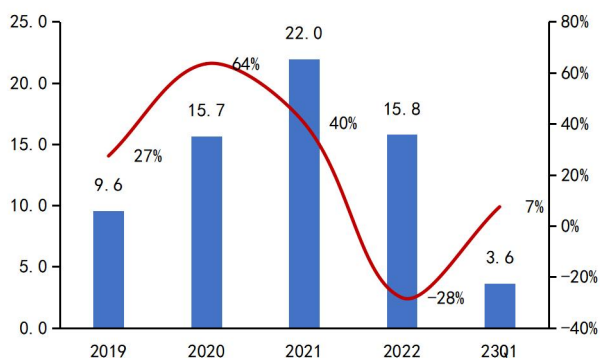
资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图2：公司单季营业收入及增速（亿元、%）



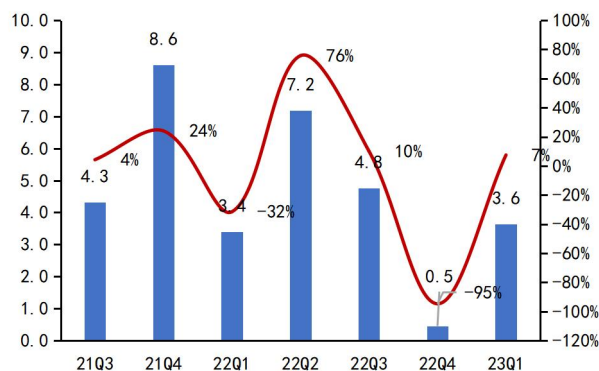
资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图3：公司归母净利润及增速（亿元、%）



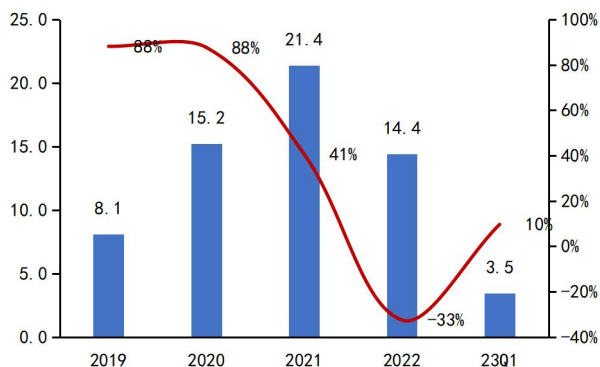
资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图4：公司单季归母净利润及增速（亿元、%）



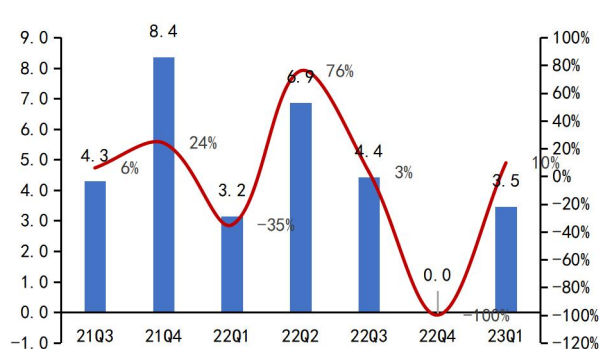
资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图5：公司扣非归母净利润及增速（亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

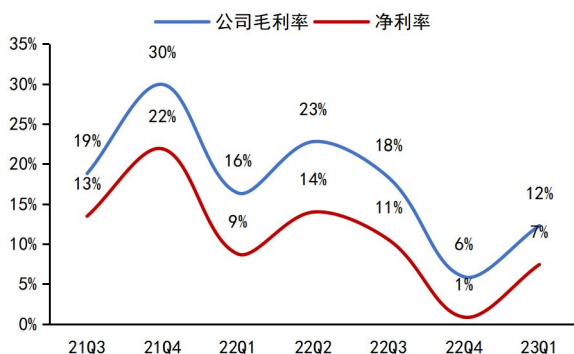
图6：公司单季扣非归母净利润及增速（亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

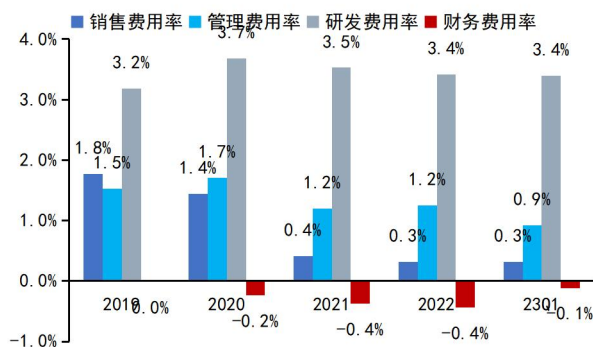
公司毛利率季度间波动较大，期间费用保持稳定。2022 年公司毛利率为 15.6%，同比-9.4pcts，受原材料 EVA 粒子价格波动影响，毛利率逐季度波动较大；净利率为 8.4%，同比-8.7pcts。公司期间费用率为 4.5%，同比持平，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.3%（同比持平）、0.9%（同比-0.3pcts）、3.4%（同比持平）、-0.1%（同比+0.3pcts）。22Q4 净利润现金流含量大幅提升，主要系因原材料 EVA 粒子价格大幅波动造成库存减值损失增加，归母净利润较低所致。

图7：公司毛利率、净利率变化



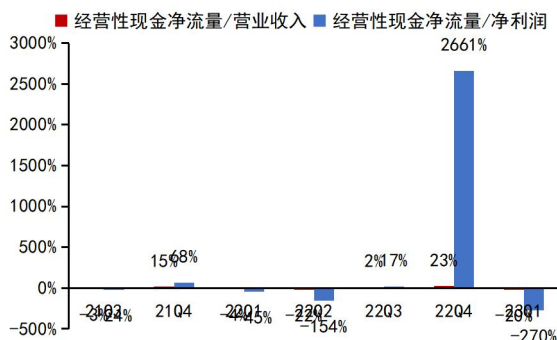
资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图8：公司期间费用占比情况变化



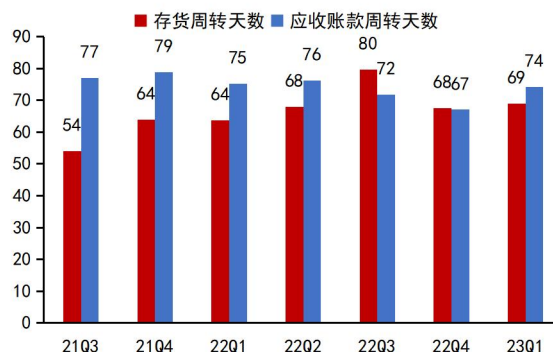
资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图9：公司经营活动现金流情况



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图10：公司营运能力指标变化情况



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

胶膜销售稳定增长,产能快速扩张维持龙头地位。2022 年公司销售光伏胶膜 13.21 亿平,同比+36.5%;销售均价 12.76 元/平,同比+0.86 元/平;毛利 1.99 元/平,同比-1.06 元/平。2022 年胶膜原料 EVA 粒子价格大幅波动,公司光伏胶膜毛利率阶段性承压。

公司福州、嘉兴、泰国、越南等地扩产项目进展顺利,预计 2023 年底光伏胶膜产能有望达到 25 亿平,对应封装 260GW 组件。凭借可靠的原材料供应链管控能力、稳定高效的生产经营能力和客户需求保障能力,公司龙头地位稳固,综合竞争优势显著。

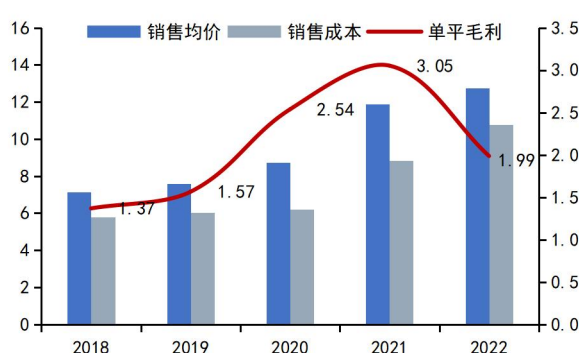
2023 年 N 型电池组件产能快速提升,公司不断与下游客户进行封装方案的研发与迭代,持续构建技术壁垒,针对 N 型电池开发的特种 POE 胶膜和针对 HJT 电池组件开发的承载膜陆续推进量产。

图11: 公司光伏胶膜销售量 (亿平)



资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

图12: 公司光伏胶膜销售均价、成本及单平毛利 (元/平)

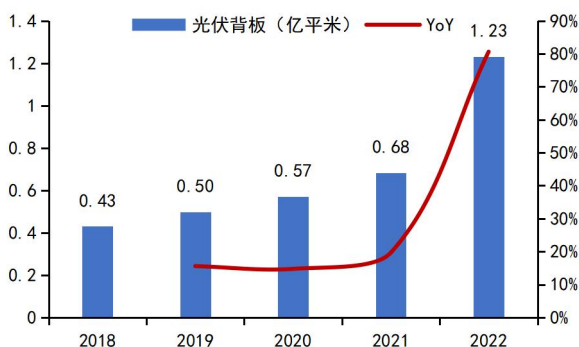


资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

背板销售大幅增长,未来有望受益分布式需求高增。2022 年公司销售光伏背板 1.23 亿平,同比+80.6%;销售均价 10.88 元/平,同比+0.24 元/平,毛利 1.31 元/平,同比-0.09 元/平。随着近年来终端市场对光伏背板产品性价比的重视程度提升,公司凭借成熟的 CPC 背板研发生产体系,产品出货量和市场占有率均快速提升,已经成为光伏背板产品的头部企业。

公司嘉兴基地年产 1.1 亿平光伏背板项目已初步投产,未来有望受益分布式需求高增,实现背板产品跨越式成长。

图13: 公司光伏背板销售量 (亿平)



资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

图14: 公司光伏背板销售均价、成本及单平毛利 (元/平)



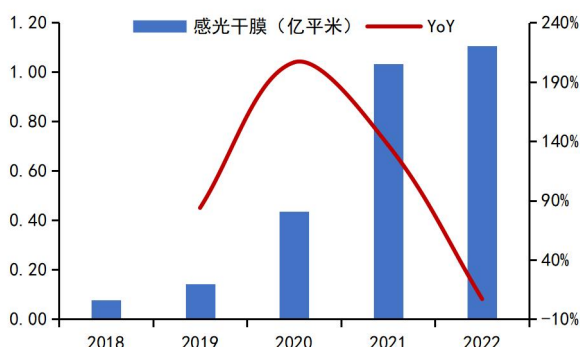
资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

感光干膜下游开拓顺利，产品结构由中低端向中高端转化。2022 年公司销售感光干膜 1.1 亿平，同比+7.0%；销售均价 4.21 元/平，同比-0.11 元/平，毛利 0.86 元/平，同比+0.15 元/平。

公司在电子材料领域处于由中低端往中高端发展的阶段，率先推出兼顾客户端曝光效率和使用成本的半高感感光干膜，同时精细解析的软板用干膜、载板干膜等中高端产品开始进入大型 PCB 厂商的供应体系，市场需求有望持续提升。未来公司将以 IC 载板、类载板、封装基板领域的头部客户为目标，生产高端的感光干膜和感光覆盖膜产品。

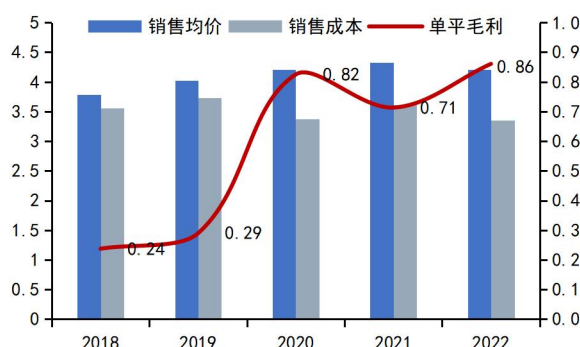
公司临安总部的感光干膜和 FCCL 项目、江门基地年产 5.6 亿平感光干膜项目和年产 2.4 万吨碱溶性树脂项目顺利推进，投产后将有效推动感光干膜国产化替代。

图15: 公司感光干膜销售量（亿平）



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图16: 公司感光干膜销售均价、成本及单平毛利（元/平）



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

投资建议：考虑公司光伏胶膜业务在当前竞争格局下的定价策略，下调 2023-2024 年盈利预测，预计 2023-2025 年收入 247.9/325.5/413.2 亿元（2023-2024 年原预测为 326.1/309.3 亿元），同比增速 31%/31%/27%，归母净利润 28.3/36.5/41.2 亿元（2023-2024 年原预测为 34.1/37.9 亿元），同比增速 79%/29%/15%；摊薄 EPS=2.13/2.74/3.14 元，当前股价对应 PE=24/18/16x，维持“增持”评级。

表1: 可比公司估值表（23.04.23）

代码	公司简称	股价 元	EPS			PE		
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
688680.SH	海优新材	128.25	0.96	7.97	9.81	133.6	16.1	13.1
603212.SH	赛伍技术	22.40	0.64	1.69	1.98	35.0	13.3	11.3
603806.SH	福斯特	50.42	1.19	2.13	2.74	42.5	23.7	18.4

资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	2669	6266	8000	8000	8994	营业收入	12858	18877	24787	32546	41318
应收款项	3576	4292	4075	5350	6792	营业成本	9636	15929	20227	26559	34308
存货净额	2450	3516	3325	4366	5640	营业税金及附加	42	53	69	98	124
其他流动资产	1686	2122	1820	1594	2059	销售费用	53	59	75	98	124
流动资产合计	10756	16453	17627	19844	24174	管理费用	154	235	244	325	413
固定资产	2423	2977	4554	5399	6429	研发费用	454	645	725	1139	1446
无形资产及其他	364	463	467	470	474	财务费用	(47)	(82)	25	15	(23)
其他长期资产	145	301	149	130	165	投资收益	19	87	50	50	50
长期股权投资	0	1	1	1	1	资产减值及公允价值变动	(150)	(471)	(295)	(210)	(210)
资产总计	13688	20195	22798	25844	31243	其他收入	186	516	345	260	260
短期借款及交易性金融负债	6	1299	1011	100	20	营业利润	2471	1699	3228	4202	4815
应付款项	999	2010	1663	2183	3760	营业外净收支	(2)	3	0	0	0
其他流动负债	401	228	205	270	348	利润总额	2469	1702	3228	4202	4815
流动负债合计	1460	3602	2879	2553	4128	所得税费用	271	123	397	546	626
长期借款及应付债券	0	2515	3209	3209	3209	少数股东损益	1	1	2	2	2
其他长期负债	38	68	68	68	68	归属于母公司净利润	2197	1579	2830	3654	4186
长期负债合计	38	2582	3276	3276	3276	现金流量表（百万元）	2020	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	1498	6184	6156	5829	7405	净利润	2197	1579	2830	3654	4186
少数股东权益	14	30	31	33	36	资产减值准备	(12)	(158)	(10)	(10)	(10)
股东权益	12176	13981	16611	19982	23803	折旧摊销	190	243	275	374	461
负债和股东权益总计	13688	20195	22798	25844	31243	公允价值变动损失	(2)	5	0	0	0
						财务费用	(47)	(82)	25	15	(23)
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	(522)	(1351)	125	(1631)	(1680)
每股收益	2.31	1.19	2.13	2.74	3.14	其它	(1998)	(291)	(13)	(23)	(60)
每股红利	0.35	0.15	0.21	0.27	0.31	经营活动现金流	(148)	26	3206	2363	2897
每股净资产	12.82	10.52	12.50	15.03	17.90	资本开支	(536)	(577)	(1855)	(1223)	(1495)
ROIC	19%	10%	15%	17%	17%	其它投资现金流	2053	270	202	69	15
ROE	21%	12%	19%	20%	19%	投资活动现金流	1517	(307)	(1653)	(1154)	(1480)
毛利率	25%	16%	18%	18%	17%	权益性融资	1304	559	0	0	0
EBIT Margin	20%	10%	14%	13%	12%	负债净变化	(1352)	3672	406	(911)	(80)
EBITDA Margin	21%	12%	15%	14%	13%	支付股利、利息	(346)	(333)	(200)	(283)	(365)
收入增长	53%	47%	31%	31%	27%	其它融资现金流	3	1158	(288)	(911)	(80)
净利润增长率	40%	-28%	79%	29%	15%	融资活动现金流	(346)	3981	181	(1209)	(423)
资产负债率	11%	31%	27%	23%	24%	现金净变动	1023	3699	1734	0	994
息率	0.7%	0.3%	0.4%	0.5%	0.6%	货币资金的期初余额	1677	2669	6266	8000	8000
P/E	21.8	42.5	23.7	18.4	16.0	货币资金的期末余额	2669	6266	8000	8000	8994
P/B	3.9	4.8	4.0	3.4	2.8	企业自由现金流	1375	130	1569	1284	1551
EV/EBITDA	18.2	33.3	19.7	15.5	13.9	权益自由现金流	1420	1363	1259	360	1491

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032