

福斯特 (603806.SH)

买入 (维持评级)

公司点评

证券研究报告

出货维持高增，海外布局增强竞争力

业绩简评

10月27日公司披露2023年三季报，前三季度实现营收166.5亿元，同比+23%；实现归母净利润14.3亿元，同比-6.7%。其中，Q3实现营收60.34亿元，同比+33.2%、环比+5.8%；实现归母净利润5.46亿元，同比+14.7%、环比+5%，实现扣非归母净利润5.15亿元，同比+16.5%、环比+7.8%。

公司同时公告多个扩产项目，临安3亿平胶膜技改项目、泰国2.5亿平胶膜项目预计26年底前达产，越南3000万平背板项目预计25年底前达产。

经营分析

胶膜出货持续增长，产品价格滞后调整影响盈利。受益下游光伏需求持续增长，公司前三季度实现光伏胶膜出货15.95亿平，同比+77%，其中Q3出货约6.3亿平，环比+24%，主要因硅料价格企稳后下游组件排产持续提升。7月光伏胶膜产品价格较低，但原材料EVA树脂价格开始上涨，公司盈利承压，7月底、8月底胶膜连续提价，公司盈利能力逐月提升，测算9月盈利已恢复至1元/平以上；但因7月盈利承压，测算公司Q3胶膜盈利环比下降。

多样化产品体系顺应电池技术进步趋势，海外产能布局增强竞争力。公司具有EVA、POE、EPE、转光膜、连接膜、丁基胶等多种化的光伏封装产品体系，领先优势显著，可为TOPCon、HJT、BC、钙钛矿等多种新型电池技术提供最具性价比的封装方案，三季度POE类胶膜出货占比进一步提升，随TOPCon、BC等新技术放量，公司盈利能力较强的差异化产品占比有望持续提升。此外，公司积极推进海外产能布局，随越南、泰国在建项目达产，公司海外胶膜产能将提升至6亿平，持续增强全球化竞争力。

背板、感光干膜、铝塑膜多领域行业排名提升。公司其他业务维持增长，前三季度实现光伏背板出货1.2亿平、同比增长36%，行业排名持续提升。前三季度感光干膜出货8324万平、同比持平，在PCB产业增速放缓甚至出现下降的背景下电子材料业务稳定发展，持续导入中高端客户，有望提升盈利能力。前三季度铝塑膜出货709万平、同比增长69%，行业排名持续提升。

盈利预测、估值与评级

根据我们对产品价格的最新判断，下调公司2023-2025年归母净利润预测至21(-22%)、32(-17%)、40(-18%)亿元，当前股价对应PE为22/15/12倍，维持“买入”评级。

风险提示

原材料价格波动超预期；竞争格局恶化。

新能源与电力设备组

分析师：姚遥 (执业 S1130512080001)

yaoy@gjzq.com.cn

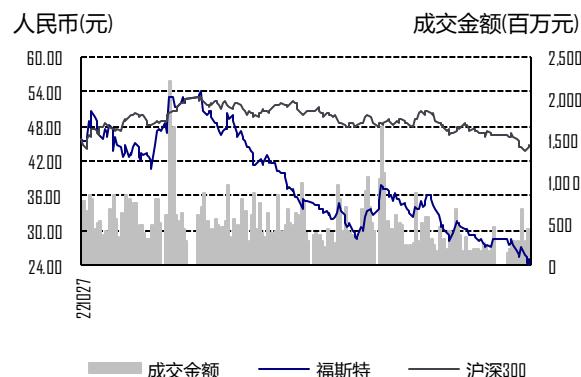
分析师：张嘉文 (执业 S1130523090006)

zhangjiawen@gjzq.com.cn

市价(人民币)：25.20元

相关报告：

- 《福斯特公司点评：胶膜量利齐升再显龙头优势，新业务快速发展》，2023.8.25
- 《福斯特公司点评：胶膜盈利阶段承压显龙头韧性，背板份额快速提升》，2023.4.23
- 《Q3困境中彰显龙头优势，Q4迎量利齐升-福斯特2022年三季...》，2022.10.30



公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	12,858	18,877	22,815	30,161	37,621
营业收入增长率	53.20%	46.82%	20.86%	32.20%	24.73%
归母净利润(百万元)	2,197	1,579	2,112	3,180	4,015
归母净利润增长率	40.35%	-28.13%	33.80%	50.56%	26.25%
摊薄每股收益(元)	2.309	1.186	1.133	1.706	2.154
每股经营性现金流净额	-0.16	0.02	-0.63	0.20	0.65
ROE(归属母公司)(摊薄)	18.04%	11.29%	13.44%	17.76%	18.84%
P/E	56.53	56.04	22.24	14.77	11.70
P/B	10.20	6.33	2.99	2.62	2.20

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）							资产负债表（人民币百万元）						
主营业务收入	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	货币资金	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
	8,393	12,858	18,877	22,815	30,161	37,621	应收账款	1,677	2,669	6,266	4,074	4,779	5,952
增长率		53.2%	46.8%	20.9%	32.2%	24.7%	存货	4,183	4,979	6,097	8,869	11,691	14,507
主营业务成本	-6,013	-9,636	-15,929	-19,475	-25,343	-31,565	其他流动资产	974	2,450	3,516	3,328	4,331	5,394
%销售收入	71.6%	74.9%	84.4%	85.4%	84.0%	83.9%	流动资产	2,485	659	575	1,380	1,675	1,988
毛利	2,380	3,222	2,948	3,340	4,818	6,056	%总资产	9,318	10,756	16,453	17,650	22,476	27,841
%销售收入	28.4%	25.1%	15.6%	14.6%	16.0%	16.1%	长期投资	80.7%	78.6%	81.5%	80.4%	81.9%	83.5%
营业税金及附加	-35	-42	-53	-46	-60	-75	固定资产	0	0	1	0	0	0
%销售收入	0.4%	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	%总资产	1,799	2,423	2,977	3,514	4,082	4,529
销售费用	-121	-53	-59	-62	-78	-94	无形资产	15.6%	17.7%	14.7%	16.0%	14.9%	13.6%
%销售收入	1.4%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	非流动资产	274	367	465	540	633	725
管理费用	-144	-154	-235	-251	-329	-406	%总资产	2,227	2,932	3,742	4,312	4,972	5,511
%销售收入	1.7%	1.2%	1.2%	1.1%	1.1%	1.1%	资产总计	19.3%	21.4%	18.5%	19.6%	18.1%	16.5%
研发费用	-309	-454	-645	-707	-935	-1,166	短期借款	11,545	13,688	20,195	21,962	27,448	33,353
%销售收入	3.7%	3.5%	3.4%	3.1%	3.1%	3.1%	应付账款	0	6	1,299	1,561	4,105	5,922
息税前利润(EBIT)	1,771	2,519	1,956	2,275	3,415	4,314	其他流动负债	775	1,046	2,075	1,599	2,208	2,750
%销售收入	21.1%	19.6%	10.4%	10.0%	11.3%	11.5%	流动负债	357	409	227	378	531	663
财务费用	19	47	82	1	-51	-85	长期贷款	1,131	1,460	3,602	3,539	6,843	9,335
%销售收入	-0.2%	-0.4%	-0.4%	0.0%	0.2%	0.2%	其他长期负债	0	0	0	0	0	0
资产减值损失	-59	-150	-471	-109	-67	-43	负债	1,384	38	2,582	2,673	2,671	2,670
公允价值变动收益	-2	2	-5	0	0	0	普通股股东权益	2,516	1,498	6,184	6,212	9,515	12,006
投资收益	40	26	186	60	78	101	其中：股本	9,025	12,176	13,981	15,720	17,902	21,314
%税前利润	2.2%	1.0%	10.9%	2.6%	2.2%	2.3%	未分配利润	770	951	1,332	1,864	1,864	1,864
营业利润	1,790	2,471	1,699	2,307	3,475	4,387	少数股东权益	5,344	7,025	8,091	9,886	12,589	16,001
营业利润率	21.3%	19.2%	9.0%	10.1%	11.5%	11.7%	负债股东权益合计	4	14	30	31	32	33
营业外收支	-8	-2	3	2	2	2		11,545	13,688	20,195	21,962	27,448	33,353
税前利润	1,782	2,469	1,702	2,309	3,477	4,389							
利润率	21.2%	19.2%	9.0%	10.1%	11.5%	11.7%							
所得税	-217	-271	-123	-196	-296	-373							
所得税率	12.2%	11.0%	7.2%	8.5%	8.5%	8.5%							
净利润	1,565	2,198	1,579	2,113	3,181	4,016							
少数股东损益	0	1	1	1	1	1							
归属母公司净利润	1,565	2,197	1,579	2,112	3,180	4,015							
净利率	18.6%	17.1%	8.4%	9.3%	10.5%	10.7%							
现金流量表（人民币百万元）							比率分析						
净利润	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	每股指标	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
	1,565	2,198	1,579	2,113	3,181	4,016	每股收益	2.034	2.309	1.186	1.133	1.706	2.154
少数股东损益	0	1	1	1	1	1	每股净资产	11.727	12.802	10.500	8.433	9.603	11.434
非现金支出	191	345	720	478	557	654	每股经营现金净流	0.354	-0.155	0.020	-0.635	0.204	0.649
非经营收益	-39	-57	-85	47	69	100	每股股利	0.000	0.000	0.150	0.170	0.256	0.323
营运资金变动	-1,445	-2,634	-2,188	-3,821	-3,427	-3,561	回报率						
经营活动现金净流	272	-148	26	-1,183	380	1,209	净资产收益率	17.34%	18.04%	11.29%	13.44%	17.76%	18.84%
资本开支	-355	-531	-572	-935	-1,148	-1,148	总资产收益率	13.56%	16.05%	7.82%	9.62%	11.59%	12.04%
投资	0	0	-1	4	0	0	投入资本收益率	14.98%	18.38%	10.16%	10.44%	12.67%	13.20%
其他	-1,477	2,048	266	60	78	101	增长率						
投资活动现金净流	-1,832	1,517	-307	-871	-1,070	-1,047	主营业务收入增长率	31.59%	53.20%	46.82%	20.86%	32.20%	24.73%
股权筹资	349	14	536	-57	-521	0	EBIT增长率	105.08%	42.22%	-22.36%	16.30%	50.13%	26.32%
债权筹资	1,329	-13	3,801	351	2,544	1,817	净利润增长率	63.52%	40.35%	-28.13%	33.80%	50.56%	26.25%
其他	-296	-347	-357	-429	-626	-806	总资产增长率	39.01%	18.56%	47.54%	8.75%	24.98%	21.51%
筹资活动现金净流	1,382	-346	3,981	-136	1,397	1,012	资产管理能力						
现金净流量	-200	992	3,721	-2,190	707	1,174	应收账款周转天数	87.3	80.0	68.0	80.0	80.0	80.0
							存货周转天数	57.1	64.8	68.3	63.0	63.0	63.0
							应付账款周转天数	43.2	32.4	30.1	27.0	27.0	27.0
							固定资产周转天数	71.0	56.8	48.8	50.6	44.5	39.5
							偿债能力						
							净负债/股东权益	-9.12%	-22.69%	-17.52%	0.54%	10.72%	12.02%
							EBIT利息保障倍数	-91.1	-53.0	-23.9	-2,097.8	66.3	50.6
							资产负债率	21.79%	10.94%	30.62%	28.28%	34.66%	36.00%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
----	-----	-----	-----	-----	-----

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2021-10-29	增持	136.40	N/A
2	2022-03-18	买入	124.90	145.00
3	2022-05-02	买入	92.74	145.00
4	2022-08-30	买入	68.32	N/A
5	2022-10-30	买入	64.00	N/A
6	2023-04-23	买入	50.42	N/A
7	2023-08-25	买入	28.91	N/A

来源：国金证券研究所

投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

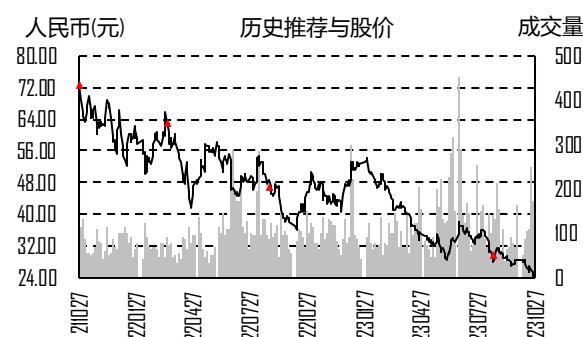
市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性

3.01~4.0=减持



特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-80234211
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号
紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话：010-85950438
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100005
地址：北京市东城区建内大街 26 号
新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-83831378
传真：0755-83830558
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心
18 楼 1806
