

盈利阶段性承压，龙头抗波动能力优异

2023 年 10 月 29 日

事件：2023 年 10 月 27 日，公司发布 2023 年三季报。2023 年前三季度年公司实现收入 166.5 亿元，同比+22.91%；实现归母净利 14.31 亿元，同比-6.68%；实现扣非净利 13.39 亿元，同比-7.31%。

2023Q3 实现收入 60.34 亿元，同比+33.16%，环比+5.80%；实现归母净利 5.46 亿元，同比+14.68%，环比+4.99%；实现扣非净利 5.15 亿元，同比+16.49%，环比+7.81%。

► **Q3 盈利阶段性承压，龙头抗波动能力显现。**由于原材料 EVA 粒子价格 23Q2 处于下行通道，因此 7 月公司仍需消化前期高价库存，库存成本和胶膜价格错配导致 23Q3 前期盈利承压；随着 7 月末开始胶膜价格逐步上涨，公司盈利有所修复。整体来看，由于原材料价格波动和市场行情变化，23Q3 公司盈利阶段性承压，但公司仍显现了较优异的库存管理能力和抗波动能力。此外，公司积极扩张产能，我们预计公司在 2023 年实现胶膜年设计产能超 25 亿平米；同时持续推进技术研发和产品结构优化，可以为 TOPCon 电池、HJT 电池、SMBB 组件、IBC 组件、钙钛矿电池等新技术提供性价比最优秀的封装方案，有望持续保持市场份额的稳定和技术水平的领先，享受 N 型组件量产红利。

► **背板出货大幅增长，市占率快速提升。**海内外分布式光伏装机火热，推动背板需求大幅增长。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有望持续提升。公司对背板业务的发展战略由原来的稳健转为积极，23 年前三季度光伏背板出货量保持增长，行业市占率有望进一步提升。

► **电子材料业务稳定发展，铝塑膜开始放量。**公司电子材料业务主要包括感光干膜、FCCL 和感光覆盖膜。在 PCB 产业增速放缓乃至下降的背景下，公司仍保持电子材料业务的稳定发展，不断拓展客户范围，市场竞争力持续提升；公司的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。公司的功能膜材料业务稳扎稳打，主要包括铝塑膜和 RO 支撑膜。铝塑膜业务开始进入销售放量阶段，顺利导入赣锋电子、诺威科技、南都电源等行业知名客户；RO 支撑膜继续开展差异化产品研发。

► **投资建议：**我们预计公司 2023-2025 年营收分别为 233.17、297.90、382.30 亿元，对应增速分别为 23.5%、27.8%、28.3%；归母净利润分别为 20.64、30.57、40.18 亿元，对应增速分别为 30.8%、48.1%、31.4%，以 10 月 27 日收盘价为基准，对应 2023-2025 年 PE 为 23X、15X、12X，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)	18,877	23,317	29,790	38,230
增长率 (%)	46.8	23.5	27.8	28.3
归属母公司股东净利润 (百万元)	1,579	2,064	3,057	4,018
增长率 (%)	-28.1	30.8	48.1	31.4
每股收益 (元)	0.85	1.11	1.64	2.16
PE	30	23	15	12
PB	3.4	3.0	2.5	2.1

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 10 月 27 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

25.20 元



分析师 邓永康

执业证书：S0100521100006

电话：021-60876734

邮箱：dengyongkang@mszq.com

分析师 朱碧野

执业证书：S0100522120001

电话：021-60876734

邮箱：zhubiye@mszq.com

分析师 王一如

执业证书：S0100523050004

电话：021-60876734

邮箱：wangyiru_yj@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.SH) 2023 年中报点评：Q2 胶膜盈利改善明显，龙头抗波动能力优异-2023/08/25
2. 福斯特 (603806.SH) 2022 年年报及 2023 年一季报点评：盈利阶段性承压，扩产&POE 迭代下龙头地位稳固-2023/04/22
3. 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
4. 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
5. 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

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	18,877	23,317	29,790	38,230
营业成本	15,929	19,783	25,004	32,041
营业税金及附加	53	47	66	84
销售费用	59	63	89	115
管理费用	235	233	298	382
研发费用	645	723	924	1,147
EBIT	1,542	2,238	3,399	4,475
财务费用	-82	-24	-9	-6
资产减值损失	-158	-15	-5	-5
投资收益	87	70	30	38
营业利润	1,699	2,317	3,434	4,515
营业外收支	3	2	3	3
利润总额	1,702	2,319	3,436	4,517
所得税	123	255	378	497
净利润	1,579	2,064	3,058	4,020
归属于母公司净利润	1,579	2,064	3,057	4,018
EBITDA	1,791	2,601	3,827	4,973

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	6,266	6,614	6,563	6,631
应收账款及票据	4,292	5,751	6,957	9,240
预付款项	245	336	500	705
存货	3,516	3,943	5,622	6,828
其他流动资产	2,134	2,479	3,427	4,377
流动资产合计	16,453	19,123	23,069	27,781
长期股权投资	1	1	1	1
固定资产	2,523	2,998	3,352	3,685
无形资产	463	533	598	658
非流动资产合计	3,742	4,211	4,573	5,011
资产合计	20,195	23,334	27,641	32,793
短期借款	1,297	2,247	2,247	2,247
应付账款及票据	2,010	1,837	3,095	4,204
其他流动负债	294	857	1,098	1,420
流动负债合计	3,602	4,940	6,440	7,870
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	2,582	2,582	2,582	2,582
非流动负债合计	2,582	2,582	2,582	2,582
负债合计	6,184	7,523	9,022	10,453
股本	1,332	1,863	1,863	1,863
少数股东权益	30	30	30	33
股东权益合计	14,011	15,811	18,619	22,340
负债和股东权益合计	20,195	23,334	27,641	32,793

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	23.52	27.76	28.33
EBIT 增长率	-35.80	45.15	51.86	31.65
净利润增长率	-28.13	30.77	48.11	31.42
盈利能力 (%)				
毛利率	15.62	15.16	16.07	16.19
净利率	8.36	8.85	10.26	10.51
总资产收益率 ROA	7.82	8.85	11.06	12.25
净资产收益率 ROE	11.29	13.08	16.45	18.01
偿债能力				
流动比率	4.57	3.87	3.58	3.53
速动比率	3.43	2.98	2.61	2.56
现金比率	1.74	1.34	1.02	0.84
资产负债率 (%)	30.62	32.24	32.64	31.88
经营效率				
应收账款周转天数	67.03	72.00	72.00	70.00
存货周转天数	67.41	68.00	69.00	70.00
总资产周转率	1.11	1.07	1.17	1.27
每股指标 (元)				
每股收益	0.85	1.11	1.64	2.16
每股净资产	7.50	8.47	9.97	11.97
每股经营现金流	0.01	0.15	0.56	0.73
每股股利	0.15	0.25	0.25	0.25
估值分析				
PE	30	23	15	12
PB	3.4	3.0	2.5	2.1
EV/EBITDA	26.64	18.35	12.47	9.59
股息收益率 (%)	0.60	0.99	0.99	0.99

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	1,579	2,064	3,058	4,020
折旧和摊销	249	362	428	498
营运资金变动	-2,188	-2,460	-2,602	-3,319
经营活动现金流	26	279	1,046	1,356
资本开支	-572	-828	-785	-933
投资	-1	0	0	0
投资活动现金流	-307	-548	-756	-896
股权募资	536	-64	0	0
债务募资	3,801	949	0	0
筹资活动现金流	3,981	616	-340	-392
现金净流量	3,721	348	-50	68

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