

2023年11月14日

买入（维持）

报告原因：业绩点评

福斯特（603806）：胶膜产销持续放量，行业波动下龙头业绩稳定

——公司简评报告

证券分析师

周啸宇 S0630519030001

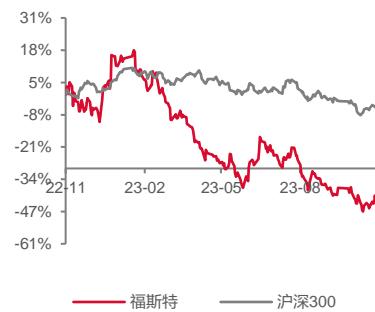
zhouxiaoy@longone.com.cn

证券分析师

王珏人 S0630523100001

wjr@longone.com.cn

数据日期	2023/11/13
收盘价	26.61
总股本(万股)	186,416
流通A股/B股(万股)	186,416/0
资产负债率(%)	30.76%
市净率(倍)	3.26
净资产收益率(加权)	9.81
12个月内最高/最低价	77.97/23.54

**投资要点**

- 公司三季报符合预期，粒子价格波动造成盈利短期下降。2023年Q1-Q3公司实现营业收入166.50亿元，同比+22.91%；归母净利润14.31亿元，同比-6.68%；实现毛利率14.07%，同比-5.37 pct；实现净利率8.60%，同比-3.72 pct。其中，2023年Q3公司实现营业收入60.34亿元，同比+33.16%，环比+5.79%；归母净利润5.46亿元，同比+14.68%，环比+4.99%；实现毛利率13.10%，环比-3.52 pct；实现净利率9.05%，环比-0.08 pct。
- 胶膜出货放量不断，POE类产品占比提升。截至年底预计光伏胶膜产能25亿平米，预计明年产能将超30亿平米，维持约20%-30%产能扩张速度。2023年Q1-Q3公司实现胶膜出货15.95亿平，同比+77%，已超出去年全年出货量2.26亿平。其中，Q3实现出货约6.28亿平，环比+24.00%。POE类胶膜行业领先，享受溢价效应，出货占比提升幅度明显，Q3占比环比约提升5 pct，预计在全年出货中占比45%-50%。受粒子价格波动影响，7月为Q2、Q3盈利低点，8、9月盈利能力逐步提升。
- 产能持续扩张，国内及海外布局有望受益。受制于海外政策波动，组件厂商海外建厂步伐加快，公司顺应趋势加强海外布局。最快明年底海外产能预计6亿平，占总产能20%。今年主越南基地2.5亿平预计今年底明年初投产。泰国基地目前产能供不应求，预计最晚明年H1形成3亿平产能。国内临安总部年产3亿平方米高效电池封装胶膜技改项目同步规划。
- 公司抗行业波动能力强，盈利能力行业领先。运营上，公司坚持大客户战略，存货周转率、应收账款周转率等领先同业，并保持5-10 pct的毛利率领先。行业技术路径分歧加剧背景下，公司是XBC电池最大胶膜供应商，TOPCon方面公司POE技术领先，同时EPE、EVA拥有多种组合解决方案。HJT方面，公司2015年起成功研发转光膜产品。

相关研究

《福斯特（603806）：龙头盈利能力企稳回升，多点开花新业务放量 ——公司简评报告》 2023.05.04

- **投资建议：**公司作为胶膜龙头，N型迭代下技术、运营、资金优势明显。但鉴于粒子波动及主材承压，我们下调对公司2023-2025年的盈利预测。预计公司2023-2025年实现营业收入237.96/292.28/344.36亿元（原预测值为268.92/310.74/382.00亿元），同比+26.05%/+22.83%/+17.82%，公司2023-2025年归母净利润为19.14/26.59/33.36亿元（原预测值为25.85/31.93/40.41亿元），对应当前P/E为25.92x/18.65x/14.87x，维持“买入”评级。
- **风险提示：**（1）全球宏观经济波动风险；（2）行业内部竞争风险；（3）供应链保供风险；（4）上下游价格波动风险。

单位：亿元	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	188.77	237.96	292.28	344.36
(+/-)(%)	46.82%	26.05%	22.83%	17.82%
归母净利润	15.79	19.14	26.59	33.36
(+/-)(%)	-28.13%	21.25%	38.94%	25.45%
EPS(元)	1.19	1.03	1.43	1.79
P/E	55.83	25.92	18.65	14.87

资料来源：携宁，东海证券研究所，2023年11月14日

附录：三大报表预测值

利润表					资产负债表				
单位：亿元	2022A	2023E	2024E	2025E	单位：亿元	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	189	238	292	344	货币资金	63	62	59	61
%同比增速	47%	26%	23%	18%	交易性金融资产	0	0	0	1
营业成本	159	207	249	292	应收账款及应收票据	43	56	70	85
毛利	29	31	43	52	存货	35	40	50	58
%营业收入	16%	13%	15%	15%	预付账款	2	4	5	5
税金及附加	1	1	1	1	其他流动资产	21	29	33	39
%营业收入	0%	0%	0%	0%	流动资产合计	165	191	217	249
销售费用	1	1	1	1	长期股权投资	0	0	0	0
%营业收入	0%	0%	0%	0%	投资性房地产	0	0	0	0
管理费用	2	3	3	4	固定资产合计	25	28	35	41
%营业收入	1%	1%	1%	1%	无形资产	5	5	6	6
研发费用	6	7	9	11	商誉	0	0	0	0
%营业收入	3%	3%	3%	3%	递延所得税资产	1	1	1	1
财务费用	-1	-1	-1	0	其他非流动资产	6	6	6	8
%营业收入	0%	0%	0%	0%	资产总计	202	232	265	305
资产减值损失	-2	0	0	0	短期借款	13	20	25	31
信用减值损失	-3	-1	-1	-1	应付票据及应付账款	20	23	28	32
其他收益	1	1	1	1	预收账款	0	0	0	0
投资收益	1	1	1	1	应付职工薪酬	1	2	2	2
净敞口套期收益	0	0	0	0	应交税费	0	2	2	3
公允价值变动收益	0	0	0	0	其他流动负债	1	2	2	2
资产处置收益	0	0	0	0	流动负债合计	36	48	59	70
营业利润	17	21	29	36	长期借款	0	0	0	0
%营业收入	9%	9%	10%	10%	应付债券	25	25	25	25
营业外收支	0	0	0	0	递延所得税负债	0	0	0	0
利润总额	17	21	29	36	其他非流动负债	0	0	0	0
%营业收入	9%	9%	10%	11%	负债合计	62	74	84	96
所得税费用	1	2	2	3	归属于母公司的所有者权益	140	158	180	209
净利润	16	19	27	33	少数股东权益	0	0	0	0
%营业收入	8%	8%	9%	10%	股东权益	140	158	181	209
归属于母公司的净利润	16	19	27	33	负债及股东权益	202	232	265	305
%同比增速	-28%	21%	39%	25%	现金流量表				
少数股东损益	0	0	0	0	单位：亿元	2022A	2023E	2024E	2025E
EPS (元/股)	1.19	1.03	1.43	1.79	经营活动现金流净额				
基本指标					投资	0	0	0	-1
	2022A	2023E	2024E	2025E	资本性支出	-6	-8	-13	-14
EPS	1.19	1.03	1.43	1.79	其他	3	1	1	1
BVPS	10.50	8.45	9.68	11.20	投资活动现金流净额	-3	-6	-12	-14
PE	55.83	25.92	18.65	14.87	债权融资				
PEG	—	1.22	0.48	0.58	股权融资	5	-1	-1	0
PB	6.33	3.15	2.75	2.38	支付股利及利息	-3	-1	-4	-6
EV/EBITDA	48.03	—	14.58	11.73	其他	0	0	0	0
ROE	11%	12%	15%	16%	筹资活动现金流净额	40	5	1	0
ROIC	8%	9%	11%	12%	现金净流量	37	0	-3	1

资料来源：携宁，东海证券研究所（数据截取时间：2023年11月13日收盘后）

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、分析师声明：

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注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其实现报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司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。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证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，本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明：

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
网址：[Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
座机：(8621) 20333275
手机：18221959689
传真：(8621) 50585608
邮编：200215

北京 东海证券研究所

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
网址：[Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
座机：(8610) 59707105
手机：18221959689
传真：(8610) 59707100
邮编：100089