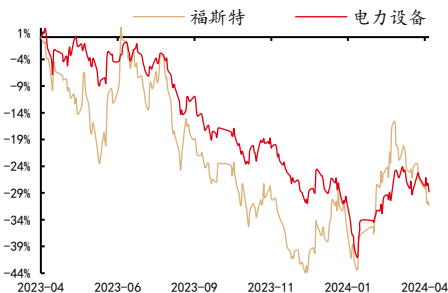


股票投资评级

增持|维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	25.62
总股本/流通股本(亿股)	18.64 / 18.64
总市值/流通市值(亿元)	478 / 478
52周内最高/最低价	52.06 / 20.88
资产负债率(%)	27.7%
市盈率	25.88
第一大股东	杭州福斯特科技集团有限公司

研究所

分析师:王磊  
SAC 登记编号:S1340523010001  
Email:wanglei03@cnpsec.com  
分析师:贾佳宇  
SAC 登记编号:S1340523070002  
Email:jiajiayu@cnpsec.com

福斯特(603806)

胶膜龙头地位稳固，积极拓展电子材料业务

● 投资要点

**事件：**福斯特发布 2023 年年报，实现营收 225.89 亿元(+20%)、归母净利润 18.50 亿元(+17%)，毛利率、净利率分别为 14.64%、8.19%，同比下降 0.98、0.18pcts，盈利能力总体保持稳定。其中 Q4 单季度实现营收 59.39 亿、归母净利润 4.19 亿，营收基本环比持平，业绩同比高增，环比由于费用、减值集中计提等原因有所回落，但从经营端角度看，23Q4 毛利率相较 23Q3 提升 3.15pcts，实现修复。

**胶膜板块：**2023 年实现营收 204.81 亿元(+22%)，发货量同比增长 70%至 22.5 亿平，毛利率同比下降 0.98pcts 至 14.60%。公司持续巩固胶膜龙头地位，实现市占率的进一步提升，同时相较同行领先的成本优势进一步强化。随着 LECO 技术在 TOPCon 中的导入，基于经济性考虑，组件厂商将加大 EVA 胶膜应用比例，而公司创新研发的无酸 EVA 将具备更优的性价比，在技术导入过程中有望迎来放量。除常规胶膜产品外，公司也有研发生产转光胶膜、连接膜(OBB 工艺用)、丁基胶、结构胶、绝缘胶等其它用于光伏组件封装和保护的材料，全面布局光伏各技术路线。

**背板板块：**2023 年实现营收 13.27 亿元(-1%)，发货量同比增长 23%至 1.5 亿平，毛利率同比下降 2.57pcts 至 9.50%。2023 年度公司背板销售规模已升至全球第二，同时公司已启动背板业务海外产能的扩张，未来将积极推动背板业务的发展。

**感光干膜板块：**2023 年实现营收 4.54 亿元(-3%)，发货量同比增长 5%至 1.15 亿平，毛利率同比提升 2.84pcts 至 23.29%。在 PCB 行业需求下滑背景下，公司仍然实现感光干膜出货的同比增长，同时在 2023 年实现客户的进一步拓展，新客户的导入有望带动公司感光干膜业务出货实现高增。

● 盈利预测

我们预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为 25.57/32.35/39.80 亿元，对应 2024-26 年公司 PE 分别为 18.68x/14.76x/12.00x，维持“增持”评级。

● 风险提示：

产能建设进度不及预期；充电需求增长不及预期。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	22589	26093	30159	34240
增长率 (%)	19.66	15.51	15.58	13.53
EBITDA (百万元)	2361.15	3372.07	4191.95	5064.77
归属母公司净利润 (百万元)	1850.16	2556.68	3235.14	3980.33
增长率 (%)	17.20	38.19	26.54	23.03
EPS (元/股)	0.99	1.37	1.74	2.14
市盈率 (P/E)	25.81	18.68	14.76	12.00
市净率 (P/B)	3.06	2.63	2.23	1.88
EV/EBITDA	18.44	13.43	10.43	8.21

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

**财务报表和主要财务比率**

财务报表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>利润表</b>					<b>成长能力</b>				
营业收入	22589	26093	30159	34240	营业收入	19.7%	15.5%	15.6%	13.5%
营业成本	19281	21954	25116	28210	营业利润	20.4%	38.8%	26.5%	23.0%
税金及附加	48	52	60	68	归属于母公司净利润	17.2%	38.2%	26.5%	23.0%
销售费用	75	104	121	137	<b>获利能力</b>				
管理费用	279	321	371	421	毛利率	14.6%	15.9%	16.7%	17.6%
研发费用	792	887	995	1130	净利率	8.2%	9.8%	10.7%	11.6%
财务费用	26	12	-7	-46	ROE	11.9%	14.1%	15.1%	15.7%
资产减值损失	-91	0	0	0	ROIC	9.5%	11.7%	12.8%	13.5%
<b>营业利润</b>	<b>2046</b>	<b>2841</b>	<b>3595</b>	<b>4423</b>	<b>偿债能力</b>				
营业外收入	5	0	0	0	资产负债率	27.7%	25.8%	23.9%	21.9%
营业外支出	3	0	0	0	流动比率	5.29	5.40	5.70	6.14
<b>利润总额</b>	<b>2049</b>	<b>2841</b>	<b>3595</b>	<b>4423</b>	<b>营运能力</b>				
所得税	200	284	359	442	应收账款周转率	5.26	5.09	5.15	5.10
<b>净利润</b>	<b>1849</b>	<b>2557</b>	<b>3235</b>	<b>3980</b>	存货周转率	6.84	7.73	7.69	7.71
<b>归母净利润</b>	<b>1850</b>	<b>2557</b>	<b>3235</b>	<b>3980</b>	总资产周转率	1.07	1.12	1.14	1.12
<b>每股收益(元)</b>	<b>0.99</b>	<b>1.37</b>	<b>1.74</b>	<b>2.14</b>	<b>每股指标(元)</b>				
<b>资产负债表</b>					每股收益	0.99	1.37	1.74	2.14
货币资金	5341	6128	7686	9811	每股净资产	8.36	9.74	11.48	13.61
交易性金融资产	0	0	0	0	<b>估值比率</b>				
应收票据及应收账款	4845	5509	6367	7228	PE	25.81	18.68	14.76	12.00
预付款项	207	220	251	282	PB	3.06	2.63	2.23	1.88
存货	3090	3659	4186	4702	<b>现金流量表</b>				
<b>流动资产合计</b>	<b>17337</b>	<b>19628</b>	<b>22926</b>	<b>27046</b>	净利润	1849	2557	3235	3980
固定资产	3175	3851	4210	4463	折旧和摊销	324	519	605	689
在建工程	520	434	360	308	营运资本变动	-2614	-1148	-1353	-1614
无形资产	469	510	550	590	其他	415	67	55	43
<b>非流动资产合计</b>	<b>4500</b>	<b>5131</b>	<b>5456</b>	<b>5697</b>	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>-26</b>	<b>1995</b>	<b>2543</b>	<b>3098</b>
<b>资产总计</b>	<b>21836</b>	<b>24759</b>	<b>28382</b>	<b>32743</b>	资本开支	-662	-1150	-930	-930
短期借款	951	951	951	951	其他	205	78	90	103
应付票据及应付账款	1865	2134	2442	2743	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-457</b>	<b>-1072</b>	<b>-840</b>	<b>-827</b>
其他流动负债	461	548	629	709	股权融资	182	-3	0	0
<b>流动负债合计</b>	<b>3278</b>	<b>3633</b>	<b>4022</b>	<b>4402</b>	债务融资	-314	0	0	0
其他	2761	2761	2761	2761	其他	-329	-146	-146	-146
<b>非流动负债合计</b>	<b>2761</b>	<b>2761</b>	<b>2761</b>	<b>2761</b>	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-461</b>	<b>-149</b>	<b>-146</b>	<b>-146</b>
<b>负债合计</b>	<b>6039</b>	<b>6394</b>	<b>6782</b>	<b>7163</b>	<b>现金及现金等价物净增加额</b>	<b>-931</b>	<b>787</b>	<b>1557</b>	<b>2125</b>
股本	1864	1864	1864	1864					
资本公积金	2899	2899	2899	2899					
未分配利润	9597	11783	14533	17916					
少数股东权益	208	208	208	208					
其他	1230	1610	2096	2693					
<b>所有者权益合计</b>	<b>15798</b>	<b>18365</b>	<b>21600</b>	<b>25580</b>					
<b>负债和所有者权益总计</b>	<b>21836</b>	<b>24759</b>	<b>28382</b>	<b>32743</b>					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

## 中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

## 分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

## 免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

## 公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

## 中邮证券研究所

### 北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

### 上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

### 深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048