

福斯特 (603806.SH)

胶膜龙头地位稳固，单平净利有望企稳

增持

核心观点

公司2023年实现归母净利润18.5亿元，同比增长17%。2023年公司实现营业收入225.9亿元，同比增长20%；归母净利润18.5亿元，同比增长17%。对应23Q4实现营业收入59.4亿元，同比增长11%，环比下滑2%；归母净利润4.2亿元，同比增长828%，环比下滑23%。

2023年胶膜价格同比下滑，单平净利走低。2023年公司光伏胶膜单平不含税售价9.1元，同比下滑3.7元；单平成本7.8元，同比下滑3元；单平毛利1.3元，同比下滑0.7元；单平净利0.8元，同比下滑0.4元。对应23Q4单平净利0.6元，同比增长0.5元，环比下滑0.2元。

销售量大幅增长，龙头地位稳固。2023年公司销售胶膜22.5亿平，同比增长70%，与行业装机增速一致，市占率约为50%，龙头地位稳固；对应23Q4销售胶膜6.5亿平，同比增长56%，环比增长4%。2024年公司将持续推进越南、临安总部、苏州、江门基地的光伏胶膜产能扩张，预计2024年底产能有望超过30亿平。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，公司综合竞争优势显著。

组件排产高景气，胶膜盈利有望企稳。3月起组件排产环比改善显著，光伏胶膜产销两旺。根据SMM统计，3月组件排产54GW，环比增长77%，对应胶膜需求约5.4亿平；根据硅业分会预测，预计4月组件排产54GW，环比持平，开工维持高景气，对应胶膜需求约5.4亿平。2024年初至今光伏级EVA粒子含税价格累计上涨约2,300元/吨，对应胶膜单平成本增加约0.8-0.9元。2024年初至今EVA胶膜单平含税价格累计上涨0.8元，成本传导顺畅。未来随着光伏级EVA粒子产能逐步释放及POE粒子国产化稳步推进，胶膜单平价格及成本中枢将下移，龙头企业有望保持盈利稳定，二三线企业微利或亏损。

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2024-2025年盈利预测，预计2024-2026年收入235/254/272亿元(2024-2025年原预测为291/348亿元)，同比增速4%/8%/7%，归母净利润22.5/27.3/32.5亿元(2024-2025年原预测为27.0/31.0亿元)，同比增速22%/21%/19%；摊薄EPS=1.21/1.46/1.74元，当前股价对应PE为21/18/15x，维持“增持”评级。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	18,877	22,589	23,480	25,439	27,179
(+/-%)	46.8%	19.7%	3.9%	8.3%	6.8%
净利润(百万元)	1579	1850	2250	2725	3250
(+/-%)	-28.1%	17.2%	21.6%	21.1%	19.3%
每股收益(元)	1.19	0.99	1.21	1.46	1.74
EBIT Margin	10.4%	9.4%	11.2%	12.4%	13.7%
净资产收益率(ROE)	12.1%	12.5%	13.6%	14.5%	15.2%
市盈率(PE)	21.6	25.8	21.2	17.5	14.7
EV/EBITDA	18.3	22.1	18.3	15.2	13.1
市净率(PB)	2.43	3.02	2.69	2.37	2.08

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

基础数据

投资评级	增持(维持)
合理估值	
收盘价	25.62元
总市值/流通市值	47760/47760百万元
52周最高价/最低价	53.69/20.03元
近3个月日均成交额	426.50百万元

市场走势



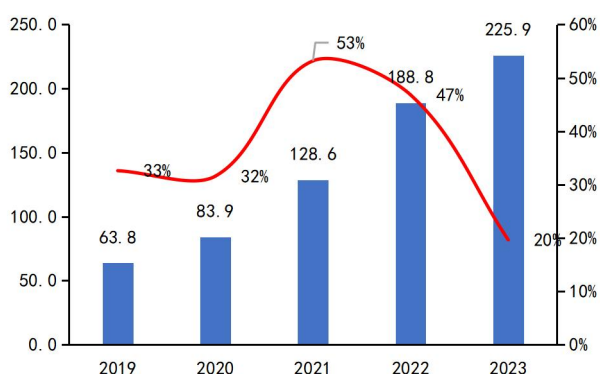
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《福斯特(603806.SH)-光伏胶膜优势显著，背板业务高速发展》——2023-10-31
- 《福斯特(603806.SH)-2022年利润承压，2023年产能快速扩张》——2023-04-24
- 《福斯特(603806.SH)-成本传导顺畅，盈利能力边际改善》——2022-06-05

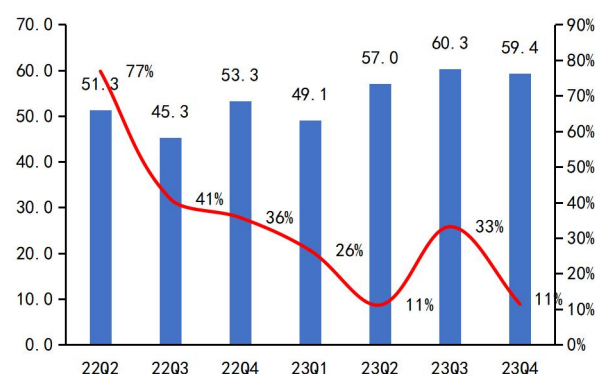
公司2023年实现归母净利润18.5亿元,同比增长17%。2023年公司实现营业收入225.9亿元,同比增长20%;归母净利润18.5亿元,同比增长17%。对应23Q4实现营业收入59.4亿元,同比增长11%,环比下滑2%;归母净利润4.2亿元,同比增长828%,环比下滑23%。

图1: 公司营业收入及增速 (亿元、%)



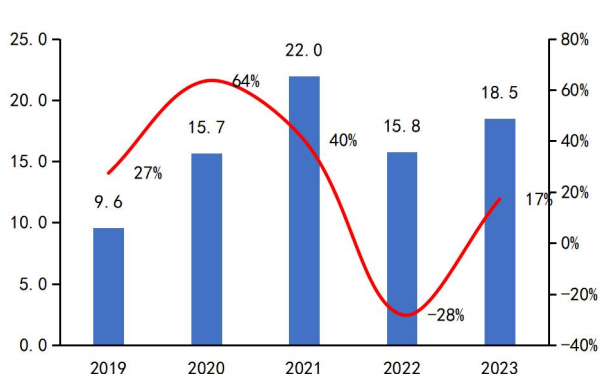
资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

图2: 公司单季营业收入及增速 (亿元、%)



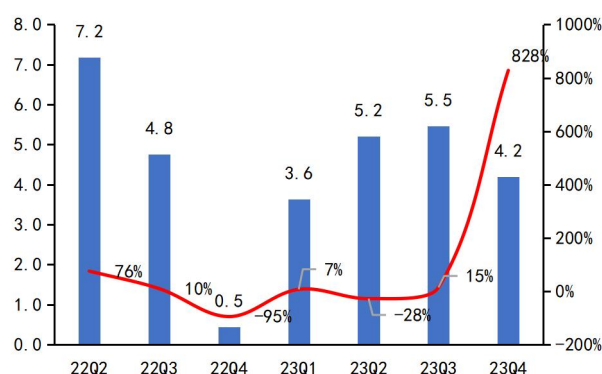
资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

图3: 公司归母净利润及增速 (亿元、%)



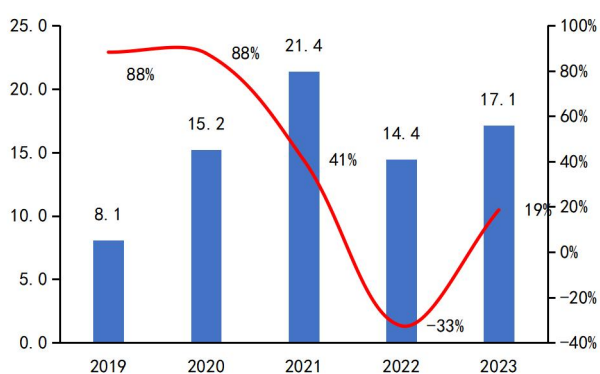
资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

图4: 公司单季归母净利润及增速 (亿元、%)



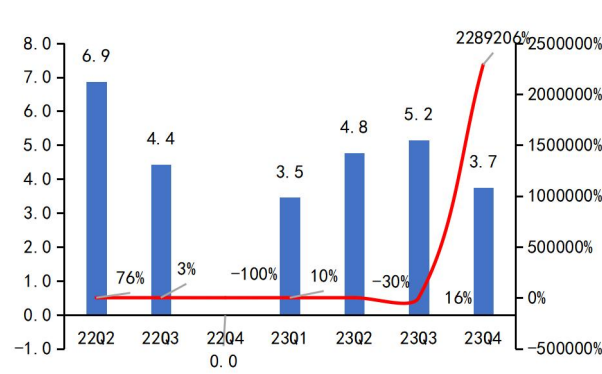
资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

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、%)

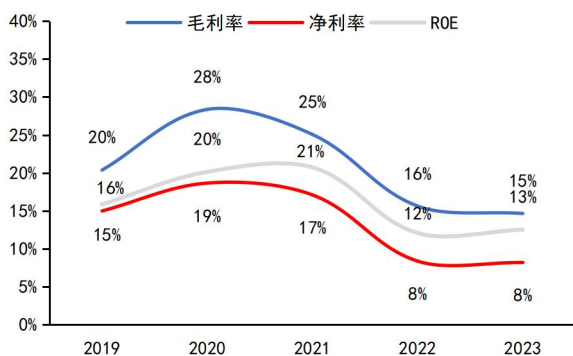


资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

2023 年公司毛利率 14.6%，同比下滑 1pcts；净利率 8.2%，同比下滑 0.2pcts。23Q4 单季度公司毛利率 16.3%，同比增长 10.4pcts，环比增长 3.2pcts；净利率 7.0%，同比增长 6.2pcts，环比下滑 2.0pcts。

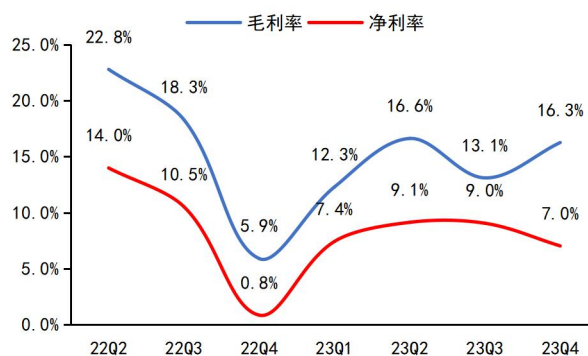
2023 年公司期间费用率为 5.2%，同比增长 0.7pcts，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.3%（同比持平）、1.2%（同比持平）、3.5%（同比增长 0.1pcts）、0.1%（同比增长 0.6pcts）。

图7：公司毛利率、净利率、ROE 变化



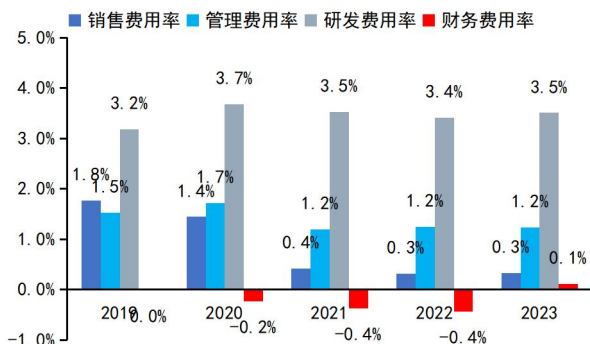
资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图8：公司单季度毛利率、净利率变化



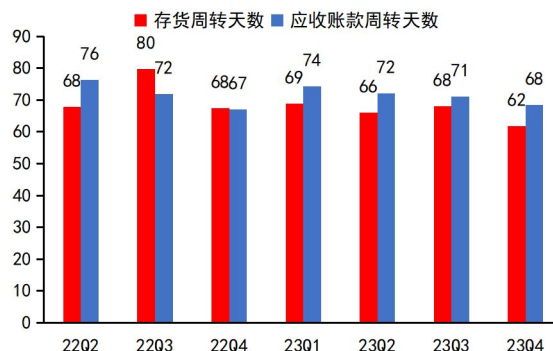
资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图9：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10：公司存货及应收账款周转天数



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

2023 年公司光伏胶膜单平不含税售价 9.1 元，同比下滑 3.7 元；单平成本 7.8 元，同比下滑 3 元；单平毛利 1.3 元，同比下滑 0.7 元；单平净利 0.8 元，同比下滑 0.4 元。对应 23Q4 单平净利 0.6 元，同比增长 0.5 元，环比下滑 0.2 元。

2023 年公司销售胶膜 22.5 亿平，同比增长 70%，与行业装机增速一致，市占率约为 50%，龙头地位稳固；对应 23Q4 销售胶膜 6.5 亿平，同比增长 56%，环比增长 4%。

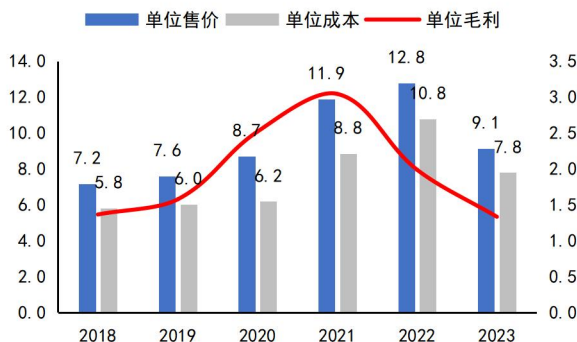
2024 年公司将持续推进越南、临安总部、苏州、江门基地的光伏胶膜产能扩张，预计 2024 年底产能有望超过 30 亿平。凭借可靠的原材料供应链管控能力、稳定高效的生产经营能力和客户需求保障能力，公司综合竞争优势显著。

图11: 公司光伏胶膜销售量 (亿平)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理及测算

图12: 公司光伏胶膜销售均价、成本及单平毛利 (元/平)



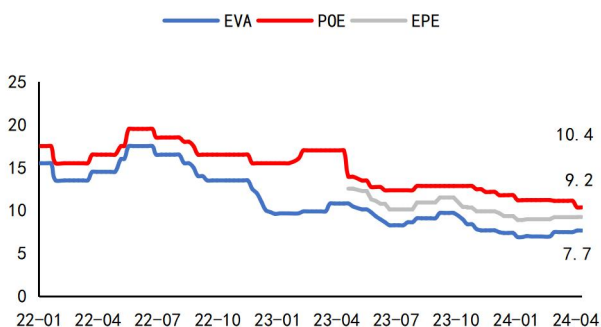
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理及测算

3月起组件排产环比改善显著, 光伏胶膜产销两旺。根据 SMM 统计, 3月组件排产 54GW, 环比增长 77%, 对应胶膜需求约 5.4 亿平; 根据硅业分会预测, 预计 4月组件排产 54GW, 环比持平, 开工维持高景气, 对应胶膜需求约 5.4 亿平。

2024年初至今光伏级 EVA 粒子含税价格累计上涨约 2,300 元/吨, 对应胶膜单平成本增加约 0.8-0.9 元。2024年初至今 EVA 胶膜单平含税价格累计上涨 0.8 元, 成本传导顺畅。

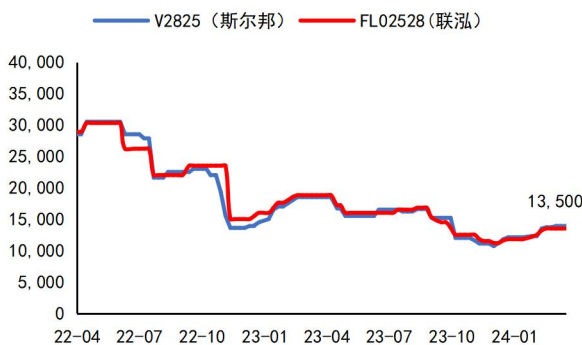
未来随着光伏级 EVA 粒子产能逐步释放及 POE 粒子国产化稳步推进, 胶膜单平价格及成本中枢将下移, 龙头企业单平净利有望保持稳定, 二三线企业微利或亏损。

图13: 光伏胶膜销售价格 (元/平)



资料来源: SMM, 国信证券经济研究所整理

图14: 光伏级 EVA 粒子价格 (元/吨)



资料来源: 百川盈孚, 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 2024-2025 年盈利预测, 预计 2024-2026 年收入 235/254/272 亿元 (2024-2025 年原预测为 291/348 亿元), 同比增速 4%/8%/7%, 归母净利润 22.5/27.3/32.5 亿元 (2024-2025 年原预测为 27.0/31.0 亿元), 同比增速 22%/21%/19%; 摊薄 EPS=1.21/1.46/1.74 元, 当前股价对应 PE 为 21/18/15x, 维持“增持”评级。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	6266	5341	7051	8118	10588	营业收入	18877	22589	23480	25439	27179
应收款项	4292	4845	3860	4182	4468	营业成本	15929	19281	19620	20955	22050
存货净额	3516	3090	3225	3445	3625	营业税金及附加	53	48	47	51	54
其他流动资产	2122	3845	3924	4191	4189	销售费用	59	75	70	76	82
流动资产合计	16453	17337	18256	20145	23091	管理费用	235	279	282	305	326
固定资产	2977	3695	5368	6041	6645	研发费用	645	792	822	890	951
无形资产及其他	463	469	472	475	478	财务费用	(82)	26	42	31	(4)
其他长期资产	301	336	141	102	109	投资收益	87	81	80	80	80
长期股权投资	1	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	(471)	(254)	(250)	(250)	(250)
资产总计	20195	21836	24237	26763	30322	其他收入	516	385	350	350	350
短期借款及交易性金融负债	1299	953	1000	1000	1000	营业利润	1699	2046	2527	3061	3651
应付款项	2010	1865	1613	1722	2416	营业外净收支	3	3	3	3	3
其他流动负债	228	429	399	427	449	利润总额	1702	2049	2530	3064	3654
流动负债合计	3602	3278	3012	3149	3866	所得税费用	123	200	278	337	402
长期借款及应付债券	2515	2688	3382	3382	3382	少数股东损益	1	(1)	1	2	2
其他长期负债	68	73	73	73	73	归属于母公司净利润	1579	1850	2250	2725	3250
长期负债合计	2582	2761	3455	3455	3455	现金流量表 (百万元)					
负债合计	6184	6039	6467	6604	7320	净利润	1579	1850	2250	2725	3250
少数股东权益	30	208	209	210	212	资产减值准备	(158)	(91)	(100)	(100)	(100)
股东权益	13981	15590	17561	19949	22790	折旧摊销	243	320	324	424	494
负债和股东权益总计	20195	21836	24237	26763	30322	公允价值变动损失	5	0	0	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	(82)	26	42	31	(4)
每股收益	1.19	0.99	1.21	1.46	1.74	营运资本变动	(1351)	(1789)	478	(685)	241
每股红利	0.15	0.15	0.18	0.22	0.26	其它	(291)	(316)	63	53	18
每股净资产	10.52	8.47	9.53	10.81	12.34	经营活动现金流	26	(26)	3015	2417	3902
ROIC	10%	10%	11%	12%	13%	资本开支	(577)	(743)	(2000)	(1100)	(1100)
ROE	12%	13%	14%	15%	15%	其它投资现金流	270	286	275	119	73
毛利率	16%	15%	16%	18%	19%	投资活动现金流	(307)	(457)	(1725)	(981)	(1027)
EBIT Margin	10%	9%	11%	12%	14%	权益性融资	559	(41)	0	0	0
EBITDA Margin	12%	11%	13%	14%	15%	负债净变化	3672	(194)	741	0	0
收入增长	47%	20%	4%	8%	7%	支付股利、利息	(333)	(200)	(280)	(338)	(409)
净利润增长率	-28%	17%	22%	21%	19%	其它融资现金流	1158	(367)	47	0	0
资产负债率	31%	28%	27%	25%	24%	融资活动现金流	3981	(461)	419	(369)	(405)
息率	0.6%	0.6%	0.7%	0.9%	1.0%	现金净变动	3699	(945)	1710	1067	2471
P/E	21.6	25.8	21.2	17.5	14.7	货币资金的期初余额	2669	6266	5341	7051	8118
P/B	2.4	3.0	2.7	2.4	2.1	货币资金的期末余额	6266	5341	7051	8118	10588
EV/EBITDA	18.3	22.1	18.3	15.2	13.1	企业自由现金流	130	(305)	1150	1453	2942
						权益自由现金流	1363	(625)	1160	1425	2946

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

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数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