

光伏业务产销高增，电子材料盈利提升

投资要点

- 业绩总结:** 公司发布23年年度报告，23年公司实现营收225.9亿元，同比+19.7%；归母净利润18.5亿元，同比+17.2%；扣非净利润17.1亿元，同比+18.6%。23年四季度公司营收59.4亿元，环比-1.6%；归母净利润4.2亿元，环比-23.3%；计提资产减值损失+信用减值损失1.6亿元。
- 光伏胶膜产销高速增长，龙头地位稳固。** 23年公司光伏胶膜营收204.8亿元，同比增长21.5%；销量22.5亿平，同比增长70.2%；其中23Q4销量6.5亿平，环比增长4%左右。全年光伏胶膜市占率提升至50%以上，四季度传统淡季下逆势扩张。23年受上游EVA、POE粒子价格下降的影响，公司胶膜均价9.1元/平，同比下降28.6%。公司充分发挥供应链管理的能力和优势，胶膜单位材料成本同比下降28.6%；另一方面，产销规模增长带来规模效应提升，23年公司单位人工成本下降20.4%，单位制造费用下降16.6%。同时，下游TOPCon电池组件占比提升，公司POE类胶膜出货占比提升，盈利较EVA胶膜更好。综上，23年公司光伏胶膜毛利率基本维持稳定，全年14.6%，23Q4环比提升3.2pp至16.3%。
- 感光干膜客户拓展顺利，随AI算力基础设施、人形机器人等产业兴起，前景广阔。** 23年公司感光干膜营收4.5亿元，同比-2.5%，销量约1.2亿平，同比基本持平，主要受全球消费电子需求下降、PCB产业增速放缓的影响。公司感光干膜产品持续进步，目前已达到可用于IC载板/类载板制造所需的解析度要求，在客户拓展持续突破，顺利导入鹏鼎控股、东山精密、世运电路等行业知名客户。未来随着AI算力基础设施、人形机器人、新能源汽车智能化等新兴产业的兴起，感光干膜业务发展有望加速。
- 制定光伏事业合伙人计划，设立员工持股平台入股电材公司，充分激发员工积极性和增强团队稳定性。** 23年公司通过光伏事业合伙人计划，当年度光伏材料业务加权平均净资产收益率>6%时，将计提一定比例的专项资金通过现金、公司股票等形式实施激励。报告期内公司设立9个合伙企业入股电子材料公司，健全长效激励机制，充分调动员工的积极性。
- 盈利预测与投资建议:** 公司为光伏胶膜龙头，成本与盈利优势显著，预计未来三年归母净利润CAGR为21.2%，维持“买入”评级。
- 风险提示:** 全球光伏装机需求不及预期的风险；原材料价格大幅波动的风险；竞争加剧，盈利能力下降的风险。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	22588.53	27764.94	31467.50	35551.00
增长率	19.66%	22.92%	13.34%	12.98%
归属母公司净利润(百万元)	1850.16	2346.87	2821.82	3285.67
增长率	17.20%	26.85%	20.24%	16.44%
每股收益EPS(元)	0.99	1.26	1.51	1.76
净资产收益率ROE	11.70%	13.62%	14.41%	14.73%
PE	26	21	17	15
PB	3.10	2.84	2.50	2.19

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 韩晨
执业证号: S1250520100002
电话: 021-58351923
邮箱: hch@swsc.com.cn

分析师: 敖颖晨
执业证号: S1250521080001
电话: 021-58351917
邮箱: ayc@swsc.com.cn

分析师: 谢尚师
执业证号: S1250523070001
电话: 021-68416923
邮箱: xss@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	18.64
流通A股(亿股)	18.64
52周内股价区间(元)	20.88-52.06
总市值(亿元)	483.56
总资产(亿元)	218.36
每股净资产(元)	8.08

相关研究

- 福斯特(603806): Q3胶膜产销增长, 海外扩产提升综合供应能力 (2023-11-02)
- 福斯特(603806): 胶膜盈利环比持续提升, 龙头优势显著 (2023-08-26)
- 福斯特(603806): 背板产销高增, 胶膜盈利修复 (2023-05-04)

关键假设：

假设 1：受益于全球光伏装机增长，公司作为光伏胶膜龙头，销量随行业需求增长而增长。24 年公司光伏胶膜销量 28 亿平，25~26 年销量同比增速为 20%，24~26 年光伏胶膜毛利率稳定在 15%；24~26 年均价分别为 9.0/8.5/8.0 元/平。

假设 2：分布式装机需求增长，背板业务销量保持增长。24~26 年公司背板销量分别为 1.8 亿平、2 亿平、2.2 亿平；背板均价稳定在 8.5 元/平，毛利率为 9%。

假设 3：感光干膜销量随客户拓展和消费电子复苏而增长，24 年销量同比增长 50%，25 年销量达 2 亿平，26 年销量达到 2.3 亿平。毛利率随成本下降和售价提升，达到 25%。

假设 4：铝塑膜销量保持增长，24~26 年销量分别为 1200/1500/1800 万平，毛利率分别为 10%/12%/12%；24~26 年均价分别为 11.0/10.5/10.0 元/平。

基于以上假设，我们预测公司 2024~2026 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2023A	2024E	2025E	2026E
光伏胶膜	收入	20481.2	25200.0	28560.0	32256.0
	增速	21.5%	23.0%	13.3%	12.9%
	毛利率	14.6%	15.0%	15.0%	15.0%
光伏背板	收入	1326.6	1530.0	1700.0	1870.0
	增速	-1.1%	15.3%	11.1%	10.0%
	毛利率	9.5%	9.0%	9.0%	9.0%
感光干膜	收入	453.5	692.9	840.0	1035.0
	增速	-2.5%	52.8%	21.2%	23.2%
	毛利率	23.3%	25.0%	25.0%	25.0%
发电系统	收入	51.1	60.0	60.0	60.0
	增速	-5.8%	17.5%	0.0%	0.0%
	毛利率	51.2%	50.0%	50.0%	50.0%
铝塑膜	收入	114.4	132.0	157.5	180.0
	增速	—	15.4%	19.3%	14.3%
	毛利率	9.5%	10.0%	12.0%	12.0%
其他主营业务	收入	67.6	70.0	70.0	70.0
	增速	-39.1%	3.5%	0.0%	0.0%
	毛利率	-4.8%	5.0%	5.0%	5.0%
其他业务	收入	94.1	80.0	80.0	80.0
	增速	75.2%	-15.0%	0.0%	0.0%
	毛利率	55.0%	50.0%	50.0%	50.0%
合计	收入	22588.5	27764.9	31467.5	35551.0
	增速	19.7%	22.9%	13.3%	13.0%
	毛利率	14.6%	15.0%	15.1%	15.1%

数据来源：Wind，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	22588.53	27764.94	31467.50	35551.00	净利润	1848.87	2347.37	2822.32	3286.17
营业成本	19281.29	23587.30	26728.10	30190.45	折旧与摊销	321.47	273.73	297.18	308.52
营业税金及附加	47.71	70.21	76.55	85.72	财务费用	26.10	228.98	230.54	225.19
销售费用	75.35	83.29	78.67	88.88	资产减值损失	-91.16	-5.00	-5.00	0.00
管理费用	1070.73	1221.66	1258.70	1350.94	经营营运资本变动	-1904.01	1012.09	-804.99	-1253.07
财务费用	26.10	228.98	230.54	225.19	其他	-227.36	99.42	53.58	123.08
资产减值损失	-91.16	-5.00	-5.00	0.00	经营活动现金流净额	-26.08	3956.60	2593.62	2689.88
投资收益	80.77	0.00	0.00	0.00	资本支出	-826.08	-300.00	-250.00	-100.00
公允价值变动损益	-0.21	-1.76	-1.25	-1.42	其他	368.97	-19.78	7.29	-2.69
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-457.11	-319.78	-242.71	-102.69
营业利润	2046.23	2576.73	3098.69	3608.41	短期借款	-346.10	-651.16	0.00	0.00
其他非经营损益	2.67	2.80	2.75	2.77	长期借款	70.00	100.00	100.00	100.00
利润总额	2048.90	2579.53	3101.45	3611.18	股权融资	6.41	0.00	0.00	0.00
所得税	200.03	232.16	279.13	325.01	支付股利	-199.73	-370.03	-469.37	-564.36
净利润	1848.87	2347.37	2822.32	3286.17	其他	8.05	-775.34	-230.54	-225.19
少数股东损益	-1.29	0.50	0.50	0.50	筹资活动现金流净额	-461.37	-1696.53	-599.91	-689.55
归属母公司股东净利润	1850.16	2346.87	2821.82	3285.67	现金流量净额	-931.47	1940.28	1751.00	1897.65
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	财务分析指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	5340.88	7281.16	9032.17	10929.81	成长能力				
应收和预付款项	5111.34	6866.23	7485.47	8450.00	销售收入增长率	19.66%	22.92%	13.34%	12.98%
存货	3089.89	4654.22	5124.60	5691.76	营业利润增长率	20.44%	25.93%	20.26%	16.45%
其他流动资产	3794.42	255.60	235.36	282.28	净利润增长率	17.08%	26.96%	20.23%	16.44%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	28.65%	28.64%	17.76%	14.22%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	3694.62	3771.23	3774.40	3616.23	毛利率	14.64%	15.05%	15.06%	15.08%
无形资产和开发支出	469.10	419.23	369.35	319.48	三费率	5.19%	5.52%	4.98%	4.68%
其他非流动资产	336.17	335.69	335.22	334.75	净利率	8.18%	8.45%	8.97%	9.24%
资产总计	21836.42	23583.36	26356.58	29624.31	ROE	11.70%	13.62%	14.41%	14.73%
短期借款	951.16	300.00	300.00	300.00	ROA	8.47%	9.95%	10.71%	11.09%
应付和预收款项	2206.17	3078.01	3385.22	3814.85	ROIC	12.82%	16.22%	18.93%	20.27%
长期借款	70.00	170.00	270.00	370.00	EBITDA/销售收入	10.60%	11.09%	11.52%	11.65%
其他负债	2811.32	2804.68	2817.74	2834.04	营运能力				
负债合计	6038.64	6352.69	6772.96	7318.89	总资产周转率	1.07	1.22	1.26	1.27
股本	1864.17	1864.17	1864.17	1864.17	固定资产周转率	7.93	8.19	8.62	9.78
资本公积	2899.18	2899.18	2899.18	2899.18	应收账款周转率	4.73	4.53	4.36	4.41
留存收益	10353.31	12330.15	14682.60	17403.90	存货周转率	5.70	6.05	5.43	5.57
归属母公司股东权益	15590.11	17022.51	19374.95	22096.26	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	80.35%	—	—	—
少数股东权益	207.66	208.16	208.66	209.16	资本结构				
股东权益合计	15797.77	17230.67	19583.62	22305.42	资产负债率	27.65%	26.94%	25.70%	24.71%
负债和股东权益合计	21836.42	23583.36	26356.58	29624.31	带息债务/总负债	60.26%	48.60%	47.06%	44.92%
					流动比率	5.29	5.46	5.74	5.95
					速动比率	4.35	4.12	4.39	4.62
					股利支付率	10.80%	15.77%	16.63%	17.18%
业绩和估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标				
EBITDA	2393.81	3079.45	3626.41	4142.11	每股收益	0.99	1.26	1.51	1.76
PE	26.14	20.60	17.14	14.72	每股净资产	8.36	9.13	10.39	11.85
PB	3.10	2.84	2.50	2.19	每股经营现金	-0.01	2.12	1.39	1.44
PS	2.14	1.74	1.54	1.36	每股股利	0.11	0.20	0.25	0.30
EV/EBITDA	19.35	14.23	11.63	9.75					
股息率	0.41%	0.77%	0.97%	1.17%					

数据来源: Wind, 西南证券

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注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 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。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《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，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，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。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告及附录版

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旻	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	阙钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn	
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	高级销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	高级销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
广深	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
