

福斯特(603806.SH)/电力设备

证券研究报告/公司点评

2024 年 4 月 16 日

评级：买入（首次）

市场价格：25.94 元

分析师：曾彪

执业证书编号：S0740522020001

Email: zengbiao@zts.com.cn

分析师：吴鹏

执业证书编号：S0740522040004

Email: wupeng@zts.com.cn

公司盈利预测及估值

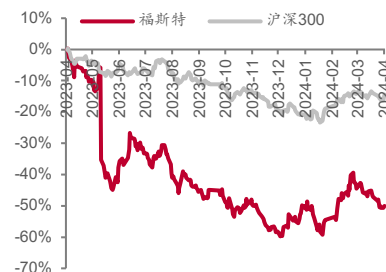
指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	18,877	22,589	28,080	32,941	38,030
增长率 yoy%	47%	20%	24%	17%	15%
净利润（百万元）	1,579	1,850	2,386	2,859	3,334
增长率 yoy%	-28%	17%	29%	20%	17%
每股收益（元）	0.85	0.99	1.28	1.53	1.79
每股现金流量	0.01	-0.01	0.15	0.57	0.75
净资产收益率	11%	12%	14%	14%	15%
P/E	30.6	26.1	20.3	16.9	14.5
P/B	3.5	3.1	2.8	2.4	2.1

备注：每股指标按照最新股本数全面摊薄，当前股价选择 2024 年 4 月 15 日收盘价

基本状况

总股本(百万股)	1,864
流通股本(百万股)	1,864
市价(元)	25.94
市值(百万元)	48,356
流通市值(百万元)	48,356

股价与行业-市场走势对比



相关报告

投资要点

- **事件：**公司发布 2023 年年报，2023 全年实现营收 225.89 亿，同比+19.7%，归母净利润 18.50 亿，同比+17.2%，毛利率 14.6%，同比-1.0pct；23Q4 实现营收 9.39 亿，同比+11.4%，环比-1.6%，归母净利润 4.19 亿，同比+827.9%，环比-23.3%，毛利率 16.3%，同比+10.4pct，环比+3.2pct。
- 23 年四季度归母净利润环比下滑 23.3%，主要在于 1) 光伏事业合伙人计划专项基金的计提影响当期期间费用，23Q4 期间费用率 7.4%，环比提升 3.3pct；2) 资产和信用减值的计提。
- **光伏材料业务快速发展，全系列产品品类+海外扩展适配客户需求。**2023 年光伏胶膜业务实现收入 204.8 亿，同比+21.5%，毛利率 14.6%，同比下滑 1.0pct，相对稳定，实现销量 22.5 亿平，同比+70.2%。2023 年光伏背板业务实现收入 13.3 亿，同比-1.1%，毛利率 9.5%，同比-2.6pct，实现销量 1.5 亿平，跃居全球第二，同比+22.7%。公司产品品类齐全，适配客户需求提供 POE 胶膜、EPE 胶膜/EP 胶膜、白色 EVA 胶膜、普通 EVA 胶膜、一体膜、连接膜及光伏背板组合。同时为更好满足美国和东南亚客户需求，公司计划对泰国基地进行胶膜产能扩张，以及启动越南基地建设，加强全球化布局。
- **新材料领域加快推进，有望贡献增长新动能。**在电子材料领域，2023 年实现收入 5.2 亿，同比+2.4%，毛利率 19.7%，同比+1.7pct，实现感光干膜销量 1.2 亿平，同比+4.5%。公司客户导入初显成效，23 年顺利导入鹏鼎控股、东山精密、世运电路、红板科技、建滔集团、南亚电路板、瀚宇博德等行业知名客户，公司的感光干膜相关产品正向下游载板厂商进行验证。在功能膜领域，2023 年实现销售收入 1.2 亿，同比+71.1%，毛利率 9.2%，同比+7.8pct，实现铝塑膜销售 1006 万平，同比+67.8%。目前，公司铝塑膜产品顺利导入赣锋电子、南都电源等动力电池客户，逐步放量；同时 RO 支撑膜持续差异化开发，实现批量销售。
- **展望后续：**公司作为胶膜龙头，成本优势显著，叠加海外产能释放，有望进一步贡献增量。同时，新材料领域表现亮眼，随着 AI 算力、人形机器人等产业兴起有望拉动 PCB 产业需求，叠加公司大客户导入进展顺利，公司感光干膜产品出货有望高增，提供公司业绩新增长极。
- **盈利预测与投资评级：**预计公司 24-26 年实现归母净利润分别为 23.9/28.6/33.3 亿元，同比+29%/+20%/+17%，当前股价对应 PE 分别为 20.3/16.9/14.5 倍。首

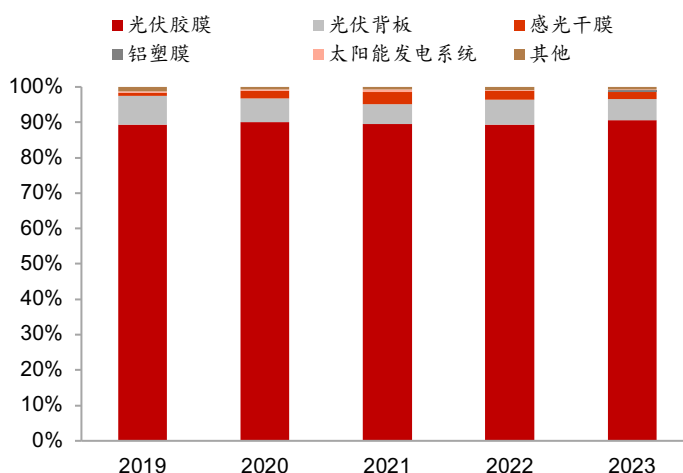
次覆盖，给予“买入”评级。

- **风险提示：**光伏需求不及预期；竞争加剧；客户导入节奏不及预期；研报信息更新不及时等。

1 胶膜行业龙头地位凸显，多元化业务结构开启新增长极

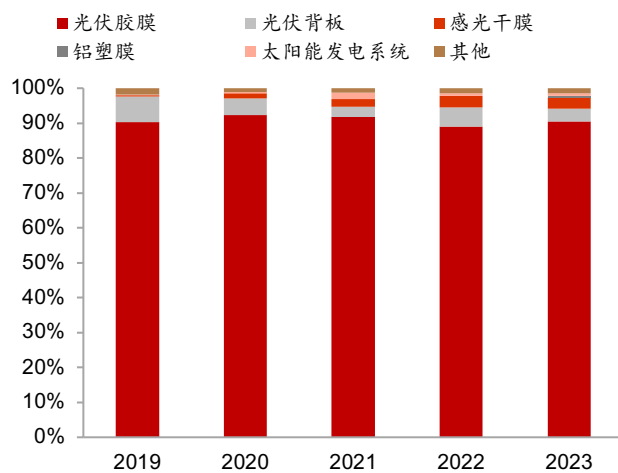
- 公司业务主要分为三大部门，包括（1）光伏材料事业部：光伏胶膜和光伏背板，以及转光胶膜、连接膜（0BB 工艺用）、丁基胶、结构胶、绝缘胶等其它用于光伏组件封装和保护的材料。（2）电子材料事业部：感光干膜、FCCL 和感光覆盖膜，其中感光干膜占主导。（3）功能膜材料事业部：铝塑膜和 RO 支撑膜。光伏胶膜占公司业务主导地位，2023 年贡献 91% 营收、贡献 90% 毛利润，同时电子材料、功能膜材料业务逐步迎来发展期。

图表 1：2019-2023 年公司营收结构



来源：公司公告、中泰证券研究所；注：23 年铝塑膜业务从其他中摘出

图表 2：2019-2023 年公司毛利润结构



来源：公司公告、中泰证券研究所；注：23 年铝塑膜业务从其他中摘出

- **光伏胶膜龙头，差异化路线塑造竞争力。**2023 年公司光伏胶膜销售量 22.5 亿平方米，同比增长 70.2%。在 2024 年下游电池和组件技术从 P 型转向 N 型的这关键一年，新组件技术对封装材料提出多样化需求，公司持续差异化研发，可通过全系列的产品品类，为 TOPCon 组件、HJT 组件、0BB 组件、XBC 组件、薄膜电池组件、钙钛矿组件等新技术提供性价比最优方案。同时为满足海外组件需求以及配套国内组件公司海外产能，公司积极进行海外产能扩张，有望进一步提高市场份额。
- **光伏背板稳步经营，行业集中度有望进一步提升。**2023 年公司光伏背板销售量 1.5 亿平方米，同比增长 22.7%，跃居全球第二。考虑光伏背板行业竞争、双玻双面组件渗透率提升对背板需求造成冲击等因素，背板盈利能力明显下滑，后续头部企业集中度有望提升，盈利能力相对企稳。
- **新材料事业系公司横向拓展，有望提供两翼增长。**
 - 感光干膜系电子材料事业部主导产品，2023 年公司感光干膜销售量 1.2 亿平方米，同比增长 4.5%。近两年由于全球消费电子需求下滑导致 PCB 产业增速放缓甚至出现下降，公司出货增速较慢。展望后续，一方面公司客户拓展渐入佳境，顺利导入鹏鼎控股、东山精密、世运电路、红板科技、建滔集团、南亚电路板、瀚宇博德等行业知名客户，公司感光干膜产品已达到可用于 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。另一方面，在 AI 算力基础设施、人形机器人、新能源汽车智能

化等新兴产业兴起背景下,公司电子材料业务增长潜力明显。同时,公司积极做好产能准备,加快临安总部的感光干膜和FCCL、江门基地的感光干膜产能扩张。

- 功能材料产品逐步放量,进一步贡献增长新动力。铝塑膜产品经过前期的产能投放和客户验证,公司功能膜材料-铝塑膜产品顺利导入赣锋电子、南都电源等部分动力电池厂商,未来随着产能扩张和客户拓展,有望进一步提升市占率。另外,RO支撑膜继续开展差异化产品研发,获得下游客户的认可并形成批量化销售。

2 盈利预测与投资建议

2.1 盈利预测

- 我们对公司 2024-2026 年盈利预测做出如下假设:
- 1、光伏胶膜业务:公司位居行业龙头地位,规模、成本优势显著。对此,我们假设 24-26 年实现出货 28/33/38 亿平,同比分别增长 25%/17%/14%;假设综合价格相比 23 年稳定,24-26 年均为 9.1 元/平;假设 24-26 年毛利率均为 15%。
- 2、光伏背板业务:我们假设 24-26 年实现出货 1.7/1.9/2.1 亿平,同比分别增长 15%/10%/10%;根据公司历史价格走势,且考虑在双玻双面组件渗透率提升使得背板需求增速相对下滑,我们假设价格相比 23 年略降,24-25 年均为 8.3 元/平;假设 24-26 年毛利率均为 10%。
- 3、感光干膜业务:考虑公司大客户拓展以及 AI 算力、机器人等新兴产业兴起,我们假设 24-26 年收入增幅均为 50%;假设 24-26 年毛利率均为 24%。
- 4、铝塑膜业务:考虑该业务在经过前期验证后开始进入批量放量阶段且规模基数较小,我们假设 24-26 年收入增幅均为 50%;假设 24-26 年毛利率均为 10%。
- 5、光伏发电系统业务:我们假设 24-26 年收入增幅均为 5%;24-26 年毛利率均为 50%。

图表 3: 公司业务盈利拆分 (单位: 亿元)

		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
光伏玻璃	收入	168.5	204.8	257.3	300.1	343.0
	YoY	46.4%	21.5%	25.6%	16.7%	14.3%
	成本	142.3	174.9	218.7	255.1	291.6
	毛利率	15.6%	14.6%	15.0%	15.0%	15.0%
光伏背板	收入	13.4	13.3	14.5	15.9	17.5
	YoY	84.7%	-1.1%	9.2%	10.0%	10.0%
	成本	11.8	12.0	13.0	14.3	15.8
	毛利率	12.1%	9.5%	10.0%	10.0%	10.0%
感光干膜	收入	4.7	4.5	6.8	10.2	15.3
	YoY	4.2%	-2.5%	50.0%	50.0%	50.0%
	成本	3.7	3.5	5.2	7.8	11.6
	毛利率	20.4%	23.3%	24.0%	24.0%	24.0%
铝塑膜	收入			1.7	2.6	3.9

		YoY		50.0%	50.0%	50.0%
	成本			1.3	2.0	2.9
	毛利率			24.0%	24.0%	24.0%
光伏发电系统	收入	0.5	0.5	0.5	0.6	0.6
	YoY	-28.3%	-5.8%	5.0%	5.0%	5.0%
	成本	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3
	毛利率	47.4%	51.2%	50.0%	50.0%	50.0%
其他业务	收入	1.6	1.6	1.8	2.0	2.2
	YoY	64.1%	-1.8%	10.0%	10.0%	10.0%
	成本	1.2	1.1	1.2	1.4	1.5
	毛利率	24.7%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%
合计	收入	188.8	225.9	280.8	329.4	380.3
	YoY	46.8%	19.7%	24.3%	17.3%	15.4%
	成本	159.3	192.8	238.5	279.5	322.2
	毛利率	15.6%	14.6%	15.1%	15.2%	15.3%

来源：公司公告、中泰证券研究所

2.2 投资建议

- 可比公司方面，我们选择主营业务为光伏胶膜的企业海优新材、赛伍技术和天洋新材。
- 我们预计公司 24-26 年分别实现营业收入 280.8/329.4/380.3 亿元，公司 24-26 年分别实现归母净利润 23.9/28.6/33.3 亿元，对应 PE 分别为 20.3/16.9/14.5 倍。公司作为胶膜龙头，规模、成本等综合优势显著，叠加海外产能释放，有望进一步贡献增量。同时，新材料领域表现亮眼，随着 AI 算力、人形机器人等产业兴起有望拉动 PCB 产业需求，叠加公司大客户导入进展顺利，公司感光干膜产品出货有望高增，提供公司业绩新增长极，看好公司未来发展。首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 4：可比公司 2023-2026 年盈利及估值对比（亿元）

公司名称	归母净利润				归母净利润 yoy			2023-2026	预期 PE		
	2023	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	净利润	2024E	2025E	2026E
	CAGR										
海优新材	-2.36	2.55	3.45	-	208%	35%	-	-	12.62	9.34	-
赛伍技术	1.35	2.57	3.48	-	91%	36%	-	-	19.65	14.49	-
天洋新材	0.12	2.34	3.50	-	1808%	50%	-	-	10.91	7.30	-
平均值	-0.30	2.49	3.48	-	935%	40%	-	-	14.39	10.37	-
福斯特	18.50	23.86	28.59	33.34	29%	20%	17%	22%	20.27	16.91	14.50

来源：Wind、中泰证券研究所；当前股价选择 2024 年 4 月 15 日收盘价

注：福斯特披露 23 年年报、海优新材披露 23 年业绩快报，而赛伍技术、天洋新材未披露 23 年年报，因此其 23 年数据采用 Wind 一致预期；

2024-2026 年数据除福斯特以外，均采用 Wind 一致预期

3 风险提示

- **光伏需求不及预期。**下游终端需求如果不及预期则会影响上游光伏胶膜需求，进而影响公司胶膜销量，影响公司业绩水平。
- **竞争加剧。**行业竞争加剧使得公司产品价格下滑，影响公司业务盈利水平。
- **客户导入节奏不及预期。**如果公司的胶膜新产品以及电子材料和功能膜材料在客户导入方面进展不及预期，则会影响公司产品出货量，进而影响公司业绩发展。
- **研报信息更新不及时。**

盈利预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	5,341	6,639	7,789	8,992	营业收入	22,589	28,080	32,941	38,030
应收票据	32	39	46	53	营业成本	19,281	23,869	27,981	32,274
应收账款	4,814	5,984	7,020	8,104	税金及附加	48	58	65	76
预付账款	207	257	301	347	销售费用	75	91	103	119
存货	3,090	3,825	4,484	5,172	管理费用	279	336	382	441
合同资产	9	11	13	15	研发费用	792	955	1,087	1,255
其他流动资产	3,853	4,790	5,619	6,487	财务费用	26	72	111	125
流动资产合计	17,337	21,534	25,259	29,156	信用减值损失	-162	-168	-168	-168
其他长期投资	0	0	0	0	资产减值损失	-91	-87	-87	-87
长期股权投资	0	0	0	0	公允价值变动收益	0	-1	-2	-1
固定资产	3,175	2,930	2,722	2,546	投资收益	81	62	77	73
在建工程	520	600	670	730	其他收益	137	140	140	140
无形资产	469	438	411	386	营业利润	2,046	2,641	3,166	3,692
其他非流动资产	336	339	341	342	营业外收入	6	6	6	6
非流动资产合计	4,500	4,307	4,143	4,004	营业外支出	3	3	3	3
资产合计	21,836	25,841	29,402	33,160	利润总额	2,049	2,644	3,169	3,695
短期借款	951	2,716	3,504	4,030	所得税	200	258	310	361
应付票据	256	310	356	403	净利润	1,849	2,386	2,859	3,334
应付账款	1,610	1,953	2,244	2,536	少数股东损益	-1	0	0	0
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	1,850	2,386	2,859	3,334
合同负债	31	38	45	52	NOPLAT	1,872	2,450	2,959	3,447
其他应付款	84	84	84	84	EPS (按最新股本摊薄)	0.99	1.28	1.53	1.79
一年内到期的非流动负债	2	2	2	2					
其他流动负债	344	354	393	416					
流动负债合计	3,278	5,457	6,629	7,522					
长期借款	70	70	70	70					
应付债券	2,618	2,618	2,618	2,618					
其他非流动负债	73	73	73	73					
非流动负债合计	2,761	2,761	2,761	2,761					
负债合计	6,039	8,218	9,389	10,283					
归属母公司所有者权益	15,590	17,416	19,805	22,669					
少数股东权益	208	208	208	208					
所有者权益合计	15,798	17,623	20,013	22,876					
负债和股东权益	21,836	25,841	29,402	33,160					

现金流量表				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	-26	285	1,066	1,400
现金收益	2,196	2,853	3,336	3,800
存货影响	426	-735	-659	-688
经营性应收影响	-424	-1,140	-1,000	-1,051
经营性应付影响	-126	398	337	339
其他影响	-2,098	-1,090	-948	-1,000
投资活动现金流	-457	-138	-125	-127
资本支出	-1,045	-200	-200	-200
股权投资	1	0	0	0
其他长期资产变化	587	62	75	73
融资活动现金流	-461	1,152	208	-70
借款增加	-173	1,764	789	526
股利及利息支付	-255	-607	-753	-874
股东融资	182	0	0	0
其他影响	-215	-5	172	278

主要财务比率				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入增长率	19.7%	24.3%	17.3%	15.4%
EBIT增长率	28.1%	30.9%	20.8%	16.5%
归母公司净利润增长率	17.2%	28.9%	19.9%	16.6%
获利能力				
毛利率	14.6%	15.0%	15.1%	15.1%
净利率	8.2%	8.5%	8.7%	8.8%
ROE	11.7%	13.5%	14.3%	14.6%
ROIC	10.8%	11.9%	12.6%	13.0%
偿债能力				
资产负债率	27.7%	31.8%	31.9%	31.0%
债务权益比	23.5%	31.1%	31.3%	29.7%
流动比率	5.3	3.9	3.8	3.9
速动比率	4.3	3.2	3.1	3.2
营运能力				
总资产周转率	1.0	1.1	1.1	1.1
应收账款周转天数	68	69	71	72
应付账款周转天数	30	27	27	27
存货周转天数	62	52	53	54
每股指标 (元)				
每股收益	0.99	1.28	1.53	1.79
每股经营现金流	-0.01	0.15	0.57	0.75
每股净资产	8.36	9.34	10.62	12.16
估值比率				
P/E	26.1	20.3	16.9	14.5
P/B	3.1	2.8	2.4	2.1
EV/EBITDA	19	15	12	11

来源: Wind, 中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。