

# 福斯特 (603806.SH)

买入 (维持评级)

公司点评  
证券研究报告

## 逆境再显胶膜龙头优势，新材料快速

## 放量空间广阔

### 业绩简评

8月23日公司披露2024年中报，上半年实现营收107.6亿元，同比+1.4%，实现归母净利润9.28亿元，同比+4.9%。其中Q2实现归母净利润4.07亿元，同比-21.8%，环比-22%。

### 经营分析

**胶膜盈利超预期，逆境提份额彰显龙头优势。**上半年公司光伏胶膜销量13.89亿平，同增43.6%，全球市占率显著提升。在光伏胶膜产品价格下跌、部分竞争对手亏损的背景下，公司凭借成本、产品结构、海外优势产能等全方位优势，Q2销售毛利率环比提升2.8PCT至18.05%，测算胶膜产品单平净利提升。

**成本优势+差异化产品+海外优势产能全方位巩固盈利优势。**近年电池组件技术多样化发展、快速迭代，公司通过全系列的产品品类和优秀的成本控制能力，可以为TOPCon、HJT、OBB、XBC、薄膜、钙钛矿等多种技术路线提供性价比最优秀的封装方案，通过领先的差异化产品提升盈利能力。此外，国际贸易形势复杂多变的背景下，公司海外产能布局领先，泰国一期、越南产能已投产，计划启动泰国二期扩产计划，全球化产能布局可充分满足海外组件客户需求，持续推动全球份额及盈利能力的提升，巩固龙头地位。

**经营活动现金流大幅回正，审慎计提信用减值影响业绩。**行业经营承压的背景下，公司通过优化采购及回款管理，上半年经营活动现金流量净额大幅回正至9亿，彰显精益管理优势。上半年公司基于审慎性计提减值2.35亿元、影响净利润约2.08亿元，其中信用减值1.73亿元（主要为应收账款坏账损失）。

**电子材料有望进入高速发展期。**上半年公司感光干膜销量同增35.8%，凭借核心原材料自供、导入全球头部PCB企业等优势，电子材料业务将进入高速发展期；铝塑膜销量同增35.5%，未来随着产能扩张及客户拓展，行业排名有望持续提升。

### 盈利预测、估值与评级

考虑到下游组件企业经营承压或增加公司信用减值损失，下调公司24-26年归母净利润预测至23（-14%）、30（-11%）、36（-12%）亿元，当前股价对应PE为16/12/10倍，公司盈利优势显著、竞争格局稳固，电子材料业务有望高速发展，维持“买入”评级。

### 风险提示

信用减值损失波动、竞争格局恶化、行业增速不及预期。

新能源与电力设备组

分析师：姚遥 (执业S1130512080001)

yaoy@gjzq.com.cn

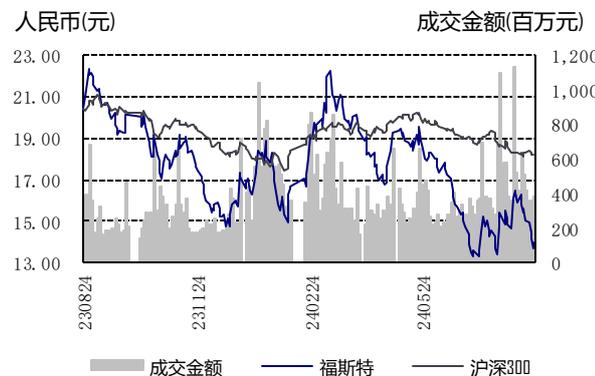
分析师：张嘉文 (执业S1130523090006)

zhangjiawen@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：13.97元

相关报告：

- 《福斯特公司深度研究：全方位优势在手，胶膜龙头谱写新篇章》，2024.5.17
- 《福斯特公司点评：综合优势支撑份额提升，龙头地位稳固》，2024.4.30
- 《福斯特公司点评：毛利率现改善趋势，格局稳固份额回升》，2024.4.12



### 公司基本情况 (人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	18,877	22,589	21,041	23,088	25,894
营业收入增长率	46.82%	19.66%	-6.85%	9.73%	12.15%
归母净利润(百万元)	1,579	1,850	2,275	3,035	3,566
归母净利润增长率	-28.13%	17.20%	22.95%	33.44%	17.46%
摊薄每股收益(元)	1.186	0.992	0.872	1.164	1.367
每股经营性现金流净额	0.02	-0.01	0.81	1.10	1.19
ROE(归属母公司)(摊薄)	11.29%	11.87%	12.98%	15.21%	15.63%
P/E	56.04	24.45	16.02	12.01	10.22
P/B	6.33	2.90	2.08	1.83	1.60

来源：公司年报、国金证券研究所

**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>主营业务收入</b>	<b>12,858</b>	<b>18,877</b>	<b>22,589</b>	<b>21,041</b>	<b>23,088</b>	<b>25,894</b>	货币资金	2,669	6,266	5,341	4,750	5,610	6,986
增长率	46.8%	19.7%	-6.9%	9.7%	12.2%		应收款项	4,979	6,097	8,590	9,102	9,700	10,620
主营业务成本	-9,636	-15,929	-19,281	-17,253	-18,626	-20,752	存货	2,450	3,516	3,090	2,779	3,001	3,343
%销售收入	74.9%	84.4%	85.4%	82.0%	80.7%	80.1%	其他流动资产	659	575	316	1,367	1,389	1,422
毛利	3,222	2,948	3,307	3,788	4,462	5,142	流动资产	10,756	16,453	17,337	17,999	19,699	22,371
%销售收入	25.1%	15.6%	14.6%	18.0%	19.3%	19.9%	%总资产	78.6%	81.5%	79.4%	77.8%	77.6%	78.5%
营业税金及附加	-42	-53	-48	-82	-90	-101	长期投资	0	1	0	192	192	192
%销售收入	0.3%	0.3%	0.2%	0.4%	0.4%	0.4%	固定资产	2,423	2,977	3,695	4,190	4,726	5,152
销售费用	-53	-59	-75	-82	-90	-101	%总资产	17.7%	14.7%	16.9%	18.1%	18.6%	18.1%
%销售收入	0.4%	0.3%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%	无形资产	367	465	474	488	503	517
管理费用	-154	-235	-279	-267	-289	-319	非流动资产	2,932	3,742	4,500	5,127	5,677	6,117
%销售收入	1.2%	1.2%	1.2%	1.3%	1.3%	1.2%	%总资产	21.4%	18.5%	20.6%	22.2%	22.4%	21.5%
研发费用	-454	-645	-792	-699	-767	-860	<b>资产总计</b>	<b>13,688</b>	<b>20,195</b>	<b>21,836</b>	<b>23,126</b>	<b>25,376</b>	<b>28,488</b>
%销售收入	3.5%	3.4%	3.5%	3.3%	3.3%	3.3%	短期借款	6	1,299	953	364	2	2
息税前利润 (EBIT)	2,519	1,956	2,113	2,658	3,227	3,762	应付款项	1,046	2,075	1,950	1,698	1,833	2,043
%销售收入	19.6%	10.4%	9.4%	12.6%	14.0%	14.5%	其他流动负债	409	227	375	345	395	447
财务费用	47	82	-26	27	40	68	流动负债	1,460	3,602	3,278	2,407	2,231	2,492
%销售收入	-0.4%	-0.4%	0.1%	-0.1%	-0.2%	-0.3%	长期贷款	0	0	70	289	289	289
资产减值损失	-150	-471	-254	-368	-92	-55	其他长期负债	38	2,582	2,691	2,694	2,693	2,692
公允价值变动收益	2	-5	0	0	0	0	负债	1,498	6,184	6,039	5,390	5,212	5,473
投资收益	26	186	174	100	100	100	<b>普通股股东权益</b>	<b>12,176</b>	<b>13,981</b>	<b>15,590</b>	<b>17,530</b>	<b>19,958</b>	<b>22,811</b>
%税前利润	1.0%	10.9%	8.5%	3.9%	2.9%	2.5%	其中：股本	951	1,332	1,864	2,609	2,609	2,609
营业利润	2,471	1,699	2,046	2,566	3,426	4,025	未分配利润	7,025	8,091	9,597	11,417	13,845	16,698
营业利润率	19.2%	9.0%	9.1%	12.2%	14.8%	15.5%	少数股东权益	14	30	208	207	206	205
营业外收支	-2	3	3	3	3	3	<b>负债股东权益合计</b>	<b>13,688</b>	<b>20,195</b>	<b>21,836</b>	<b>23,126</b>	<b>25,376</b>	<b>28,488</b>
税前利润	2,469	1,702	2,049	2,569	3,429	4,028	<b>比率分析</b>						
利润率	19.2%	9.0%	9.1%	12.2%	14.9%	15.6%		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
所得税	-271	-123	-200	-295	-394	-463	<b>每股指标</b>						
所得税率	11.0%	7.2%	9.8%	11.5%	11.5%	11.5%	每股收益	2.309	1.186	0.992	0.872	1.164	1.367
净利润	2,198	1,579	1,849	2,274	3,034	3,565	每股净资产	12.802	10.500	8.363	6.720	7.651	8.744
少数股东损益	1	1	-1	-1	-1	-1	每股经营现金净流	-0.155	0.020	-0.014	0.811	1.096	1.193
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>2,197</b>	<b>1,579</b>	<b>1,850</b>	<b>2,275</b>	<b>3,035</b>	<b>3,566</b>	每股股利	0.350	0.150	0.260	0.174	0.233	0.273
净利率	17.1%	8.4%	8.2%	10.8%	13.1%	13.8%	<b>回报率</b>						
							净资产收益率	18.04%	11.29%	11.87%	12.98%	15.21%	15.63%
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							总资产收益率	16.05%	7.82%	8.47%	9.84%	11.96%	12.52%
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	投入资本收益率	18.38%	10.16%	9.80%	11.18%	12.36%	12.83%
净利润	2,198	1,579	1,849	2,274	3,034	3,565	<b>增长率</b>						
少数股东损益	1	1	-1	-1	-1	-1	主营业务收入增长率	53.20%	46.82%	19.66%	-6.85%	9.73%	12.15%
非现金支出	345	720	577	778	612	686	EBIT增长率	42.22%	-22.36%	8.05%	25.75%	21.43%	16.57%
非经营收益	-57	-85	162	-34	-42	-47	净利润增长率	40.35%	-28.13%	17.20%	22.95%	33.44%	17.46%
营运资金变动	-2,634	-2,188	-2,614	-903	-746	-1,090	总资产增长率	18.56%	47.54%	8.13%	5.91%	9.73%	12.26%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>-148</b>	<b>26</b>	<b>-26</b>	<b>2,115</b>	<b>2,858</b>	<b>3,113</b>	<b>资产管理能力</b>						
资本开支	-531	-572	-662	-834	-1,067	-1,067	应收账款周转天数	80.0	68.0	69.4	90.0	90.0	90.0
投资	0	-1	1	-1,192	0	0	存货周转天数	64.8	68.3	62.5	60.0	60.0	60.0
其他	2,048	266	204	100	100	100	应付账款周转天数	32.4	30.1	30.7	30.0	30.0	30.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>1,517</b>	<b>-307</b>	<b>-457</b>	<b>-1,926</b>	<b>-967</b>	<b>-967</b>	固定资产周转天数	56.8	48.8	51.3	65.4	67.3	65.3
股权募资	14	536	182	119	0	0	<b>偿债能力</b>						
债权募资	-13	3,801	-314	-371	-362	0	净负债/股东权益	-22.69%	-17.52%	-10.76%	-8.34%	-13.40%	-17.72%
其他	-347	-357	-329	-527	-668	-769	EBIT利息保障倍数	-53.0	-23.9	81.0	-100.0	-80.1	-55.2
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-346</b>	<b>3,981</b>	<b>-461</b>	<b>-778</b>	<b>-1,030</b>	<b>-769</b>	资产负债率	10.94%	30.62%	27.65%	23.31%	20.54%	19.21%
<b>现金净流量</b>	<b>992</b>	<b>3,721</b>	<b>-931</b>	<b>-589</b>	<b>861</b>	<b>1,377</b>							

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	3	5	10	50
增持	1	4	5	6	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	2.00	1.57	1.50	1.38	1.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-08-30	买入	68.32	N/A
2	2022-10-30	买入	64.00	N/A
3	2023-04-23	买入	50.42	N/A
4	2023-08-25	买入	28.91	N/A
5	2023-10-28	买入	25.20	N/A
6	2024-04-12	买入	25.90	N/A
7	2024-04-30	买入	26.12	N/A
8	2024-05-17	买入	26.72	35.00~35.00

来源：国金证券研究所

投资评级的说明：

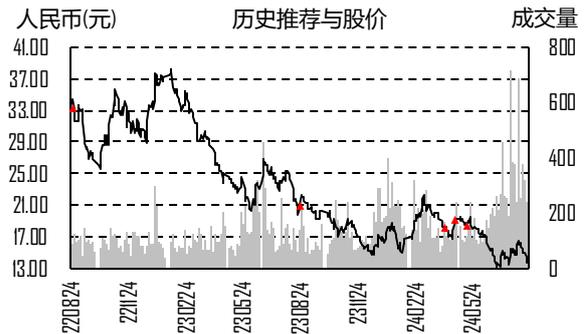
- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持



**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806