

# 福斯特 (603806.SH)

## 加快海外产能布局, 龙头地位稳固

优于大市

### 核心观点

**公司 24H1 实现归母净利润 9.3 亿元, 同比增长 5%。** 24H1 公司实现营业收入 107.6 亿元, 同比增长 1%; 归母净利润 9.3 亿元, 同比增长 5%; 扣非归母净利润 9.0 亿元, 同比增长 9%。对应 24Q2 实现营业收入 54.4 亿元, 同比下滑 5%, 环比增长 2%; 归母净利润 4.1 亿元, 同比下滑 22%, 环比下滑 22%; 扣非归母净利润 3.8 亿元, 同比下滑 20%, 环比下滑 26%。

**24H1 胶膜价格同比下滑, 单平盈利走低。** 24H1 公司胶膜销售 13.9 亿平, 同比增长 44%, 市占率维持 50% 以上。24H1 公司光伏胶膜不含税售价 7.1 元, 同比下滑 3.3 元; 单平成本 5.9 元, 同比下滑 3.1 元; 单平毛利 1.2 元, 同比下滑 0.2 元; 单平净利 0.7 元, 同比下滑 0.2 元。

**加快海外产能布局, 龙头地位稳固。** 基于欧美对光伏组件及其辅材的原产地等特殊要求, 公司通过加快海外光伏胶膜产能布局以满足海外组件客户的需求, 持续稳定市场份额。公司当前泰国一期 1 亿平胶膜产能已达产, 越南 2.5 亿平产能于 2024 年逐步释放, 泰国二期 2.5 亿平产能可在建, 预计公司 2025 年海外胶膜产能合计达到 6 亿平, 占比约 20%。2024 年公司将持续推进越南、泰国、临安总部、苏州、江门基地的光伏胶膜产能扩张, 预计 2024 年底总产能有望超过 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。

**胶膜价格跟跌粒子, 龙头盈利有望企稳。** 光伏级 EVA 粒子含税价格自年内高点的 13,900 元/吨 (4 月) 累计下跌 3,900 元/吨至当前的约 10,000 元/吨 (8 月), 对应胶膜单平成本下降约 1.6-1.7 元。同期光伏 EVA 胶膜单平含税价格累计下跌 1.6 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, 及下游组件客户经营承压或导致公司应收账款账期增加, 下调 2024-2026 年盈利预测, 预计公司 2024-2026 年收入 211/221/249 亿元 (原预测为 235/254/272 亿元), 同比增速 -7%/5%/13%, 归母净利润 20.2/23.0/27.4 亿元 (原预测为 22.5/27.3/32.5 亿元), 同比增速 9%/14%/19%; 摊薄 EPS=0.77/0.88/1.05 元, 当前股价对应 PE 为 18/16/13x, 维持“优于大市”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	21,083	22,095	24,899
(+/-%)	46.8%	19.7%	-6.7%	4.8%	12.7%
净利润 (百万元)	1579	1850	2021	2296	2737
(+/-%)	-28.1%	17.2%	9.2%	13.6%	19.2%
每股收益 (元)	1.19	0.99	0.77	0.88	1.05
EBIT Margin	10.4%	9.4%	11.9%	12.8%	13.5%
净资产收益率 (ROE)	12.1%	12.5%	12.3%	12.5%	13.3%
市盈率 (PE)	11.8	14.1	18.0	15.9	13.3
EV/EBITDA	11.3	13.2	14.9	13.0	11.2
市净率 (PB)	1.33	1.65	2.08	1.87	1.66

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

#### 基础数据

投资评级	优于大市 (维持)
合理估值	
收盘价	13.97 元
总市值/流通市值	36444/36444 百万元
52 周最高价/最低价	32.90/13.03 元
近 3 个月日均成交额	387.35 百万元

#### 市场走势

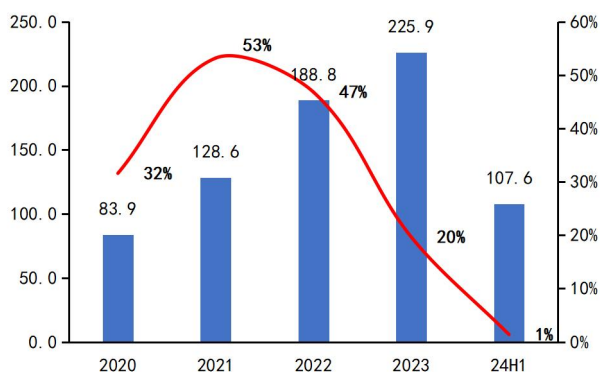


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

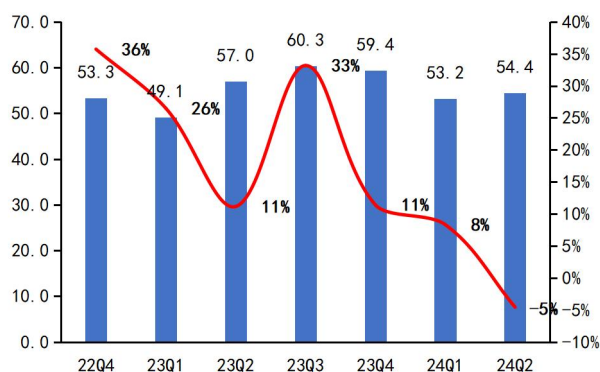
#### 相关研究报告

- 《福斯特 (603806.SH) - 胶膜龙头地位稳固, 单平净利有望企稳》——2024-04-15
- 《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

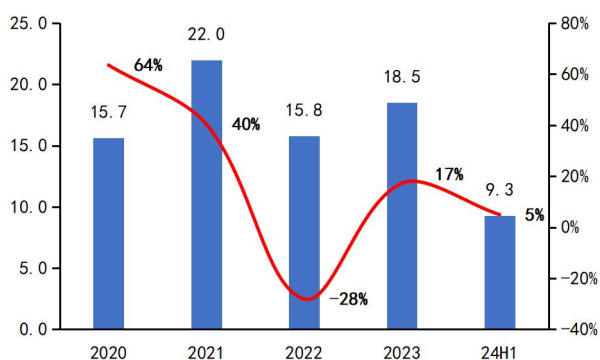
**公司 24H1 实现归母净利润 9.3 亿元，同比增长 5%。** 24H1 公司实现营业收入 107.6 亿元，同比增长 1%；归母净利润 9.3 亿元，同比增长 5%；扣非归母净利润 9.0 亿元，同比增长 9%。对应 24Q2 实现营业收入 54.4 亿元，同比下滑 5%，环比增长 2%；归母净利润 4.1 亿元，同比下滑 22%，环比下滑 22%；扣非归母净利润 3.8 亿元，同比下滑 20%，环比下滑 26%。

**图1：公司营业收入及增速（亿元、%）**


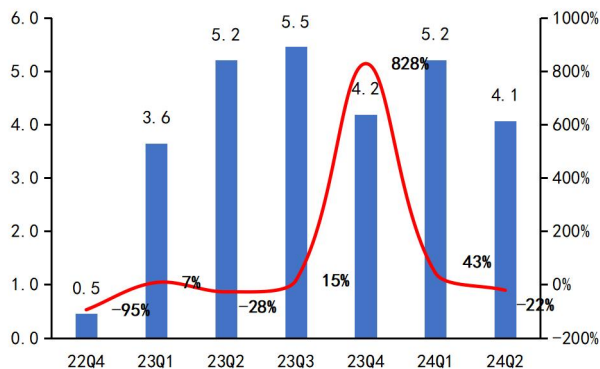
资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

**图2：公司单季营业收入及增速（亿元、%）**


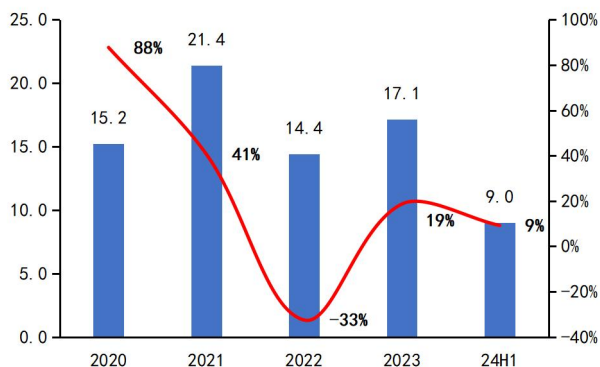
资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

**图3：公司归母净利润及增速（亿元、%）**


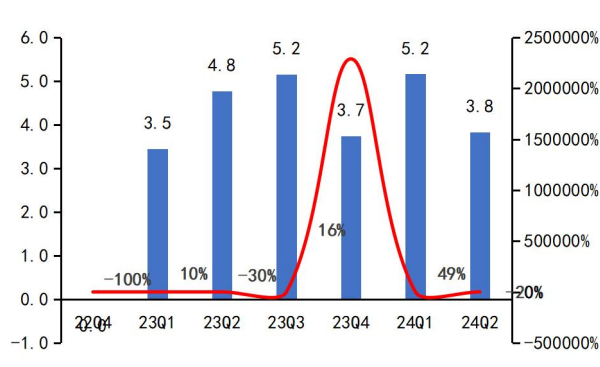
资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

**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

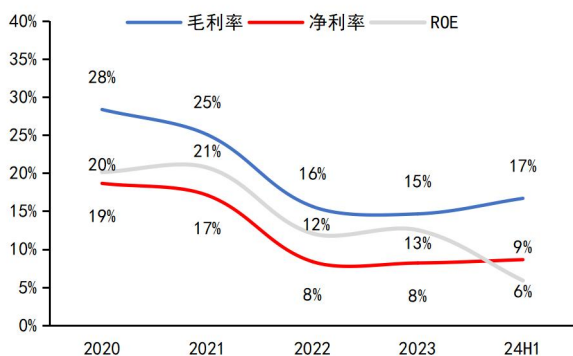
**图6：公司单季扣非归母净利润及增速（亿元、%）**


资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

24H1 公司毛利率 16.7%，同比增长 2.1pcts；净利率 8.6%，同比增长 0.3pcts。24Q2 单季度公司毛利率 18.1%，同比增长 1.4pcts，环比增长 2.8pcts；净利率 7.5%，同比下滑 1.6pcts，环比下滑 2.3pcts。二季度公司毛利率环比提升但净利率环比下滑，主要由于受到组件排产下滑影响，6 月各品类胶膜单平价格下滑 0.5-1 元不等，公司计提资产及信用减值损失 2.6 亿元所致。

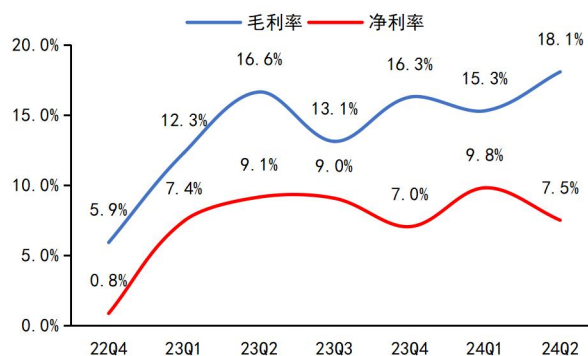
24H1 公司期间费用率为 4.9%，同比增长 0.3pcts，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.4%（同比增长 0.1pcts）、1.3%（同比增长 0.2pcts）、3.3%（同比增长 0.1pcts）、-0.1%（同比下滑 0.1pcts）。

图7：公司毛利率、净利率、ROE 变化



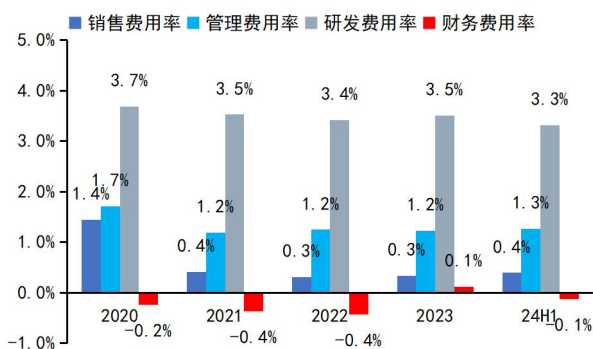
资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图8：公司单季度毛利率、净利率变化



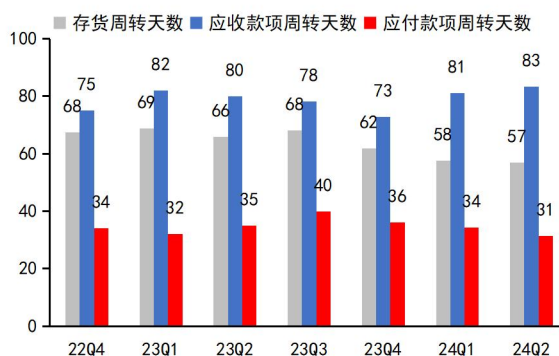
资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

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：公司营运能力



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

24H1 公司胶膜销售 13.9 亿平，同比增长 44%，市占率维持 50%以上。24H1 公司光伏胶膜不含税售价 7.1 元，同比下滑 3.3 元；单平成本 5.9 元，同比下滑 3.1 元；单平毛利 1.2 元，同比下滑 0.2 元；单平净利 0.7 元，同比下滑 0.2 元。

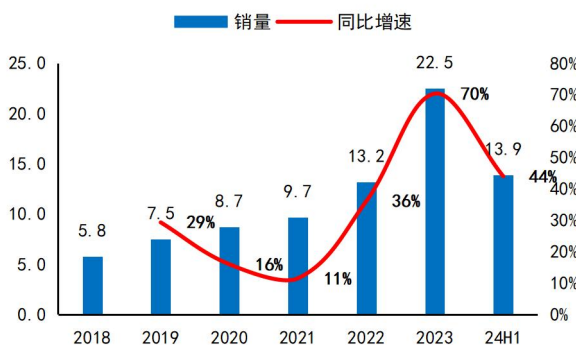
我们测算 24Q2 公司胶膜销售 7.1 亿平，同比增长 41%，环比增长 5%。对应 24Q2 公司光伏胶膜不含税售价 7.0 元，同比下滑 3.2 元；单平成本 5.8 元，同比下滑 2.8 元；单平毛利 1.3 元，同比下滑 0.4 元，环比提升 0.2 元；单平净利 0.6 元，同比下滑 0.4 元，环比下滑 0.2 元。

24Q2 公司单平毛利环比有所提升，主要由于原材料采购价格下降、高毛利 POE 类胶膜产品出货占比提升，及海外产品销售占比提升所致。

基于欧美对光伏组件及其辅材的原产地等特殊要求，公司通过加快海外光伏胶膜产能布局以满足海外组件客户的需求，持续稳定市场份额。公司当前泰国一期1亿平胶膜产能已达产，越南2.5亿平产能于2024年逐步释放，泰国二期2.5亿平产能在建，预计公司2025年海外胶膜产能合计达到6亿平，占比约20%。

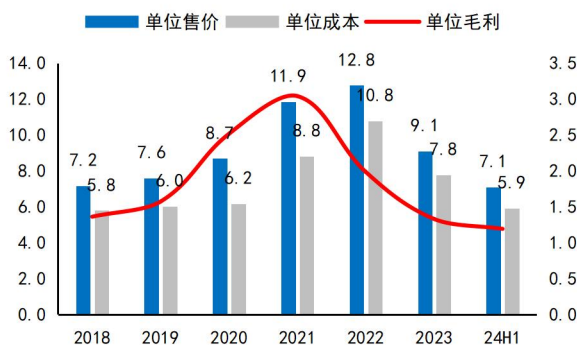
2024年公司将持续推进越南、泰国、临安总部、苏州、江门基地的光伏胶膜产能扩张，预计2024年底总产能有望超过30亿平。凭借可靠的原材料供应链管控能力、稳定高效的生产经营能力和客户需求保障能力，公司综合竞争优势显著。

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)

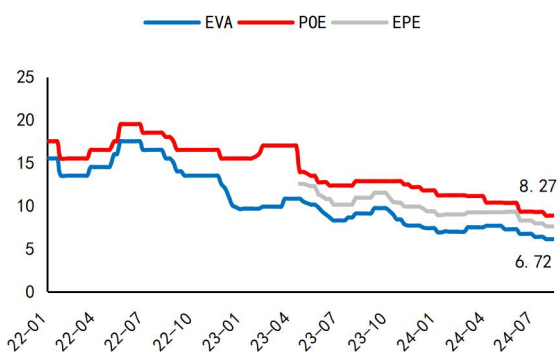


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理及测算

光伏级 EVA 粒子含税价格自年内高点的 13,900 元/吨 (4 月) 累计下跌 3,900 元/吨至当前的约 10,000 元/吨 (8 月), 对应胶膜单平成本下降约 1.6-1.7 元。同期光伏 EVA 胶膜单平含税价格累计下跌 1.6 元, 成本传导顺畅。

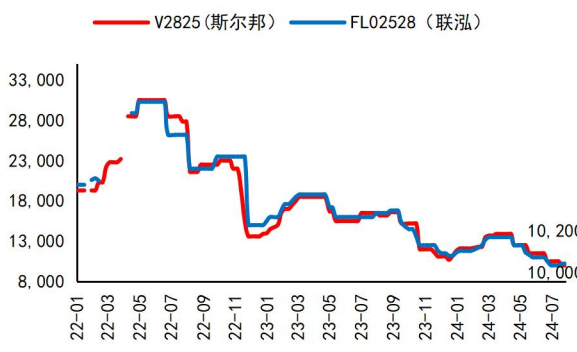
未来随着光伏级 EVA 粒子产能逐步释放及 POE 粒子国产化稳步推进, 胶膜单平价格及成本中枢将下移, 龙头企业单平盈利有望保持稳定, 二三线企业微利或亏损。

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, 及下游组件客户经营承压或导致公司应收账款账期增加, 下调 2024-2026 年盈利预测, 预计公司 2024-2026 年收入 211/221/249 亿元 (原预测为 235/254/272 亿元), 同比增速 -7%/5%/13%, 归母净利润 20.2/23.0/27.4 亿元 (原预测为 22.5/27.3/32.5 亿元), 同比增速 9%/14%/19%; 摊薄 EPS=0.77/0.88/1.05 元, 当前股价对应 PE 为 18/16/13x, 维持“优于大市”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	5000	5865	6780	营业收入	18877	22589	21083	22095	24899
应收款项	4292	4845	5776	6053	6822	营业成本	15929	19281	17527	18160	20305
存货净额	3516	3090	3841	3980	4450	营业税金及附加	53	48	42	44	50
其他流动资产	2122	3845	4382	4540	4670	销售费用	59	75	63	66	75
<b>流动资产合计</b>	<b>16453</b>	<b>17337</b>	<b>19175</b>	<b>20620</b>	<b>22925</b>	管理费用	235	279	253	265	299
固定资产	2977	3695	4757	5166	5518	研发费用	645	792	696	729	822
无形资产及其他	463	469	472	475	478	财务费用	(82)	26	62	82	56
其他长期资产	301	336	126	88	100	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)	(350)	(350)	(400)
<b>资产总计</b>	<b>20195</b>	<b>21836</b>	<b>24530</b>	<b>26349</b>	<b>29022</b>	其他损益	45	132	100	100	100
短期借款及交易性金融负债	1299	953	1257	1000	1000	营业利润	1699	2046	2269	2578	3074
应付款项	2010	1865	1921	1990	2225	营业外净收支	3	3	3	3	3
其他流动负债	228	429	357	370	414	<b>利润总额</b>	<b>1702</b>	<b>2049</b>	<b>2272</b>	<b>2581</b>	<b>3077</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>3602</b>	<b>3278</b>	<b>3535</b>	<b>3360</b>	<b>3639</b>	所得税费用	123	200	250	284	338
长期借款及应付债券	2515	2688	3382	3382	3382	少数股东损益	1	(1)	1	1	2
其他长期负债	68	73	73	73	73	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1579</b>	<b>1850</b>	<b>2021</b>	<b>2296</b>	<b>2737</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>2582</b>	<b>2761</b>	<b>3455</b>	<b>3455</b>	<b>3455</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
<b>负债合计</b>	<b>6184</b>	<b>6039</b>	<b>6990</b>	<b>6815</b>	<b>7093</b>	净利润	1579	1850	2021	2296	2737
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	17332	19325	21717	折旧摊销	243	320	412	488	545
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>20195</b>	<b>21836</b>	<b>24530</b>	<b>26349</b>	<b>29022</b>	公允价值变动损失	5	0	0	0	0
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	(82)	26	62	82	56
每股收益	1.19	0.99	0.77	0.88	1.05	营运资本变动	(1351)	(1789)	(2226)	(498)	(1111)
每股红利	0.15	0.15	0.12	0.13	0.16	其它	(291)	(316)	84	103	78
每股净资产	10.52	8.47	6.72	7.49	8.40	<b>经营活动现金流</b>	<b>26</b>	<b>(26)</b>	<b>191</b>	<b>2289</b>	<b>2148</b>
ROIC	10%	10%	10%	10%	11%	资本开支	(577)	(743)	(1478)	(900)	(900)
ROE	12%	13%	12%	13%	13%	其它投资现金流	270	286	290	118	69
毛利率	16%	15%	17%	18%	18%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(307)</b>	<b>(457)</b>	<b>(1188)</b>	<b>(782)</b>	<b>(831)</b>
EBIT Margin	10%	9%	12%	13%	13%	权益性融资	559	(41)	0	0	0
EBITDA Margin	12%	11%	14%	15%	16%	负债净变化	3672	(194)	998	(257)	0
收入增长	47%	20%	-7%	5%	13%	支付股利、利息	(333)	(200)	(280)	(303)	(344)
净利润增长率	-28%	17%	9%	14%	19%	其它融资现金流	1158	(367)	304	(257)	0
资产负债率	31%	28%	28%	26%	24%	<b>融资活动现金流</b>	<b>3981</b>	<b>(461)</b>	<b>656</b>	<b>(643)</b>	<b>(401)</b>
息率	1.1%	1.1%	0.8%	0.9%	1.1%	<b>现金净变动</b>	<b>3699</b>	<b>(945)</b>	<b>(341)</b>	<b>865</b>	<b>916</b>
P/E	11.8	14.1	18.0	15.9	13.3	货币资金的期初余额	2669	6266	5341	5000	5865
P/B	1.3	1.6	2.1	1.9	1.7	货币资金的期末余额	6266	5341	5000	5865	6780
EV/EBITDA	11.3	13.2	14.9	13.0	11.2	企业自由现金流	130	(305)	(1065)	1609	1515
						权益自由现金流	1363	(625)	(816)	1278	1464

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	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	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 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	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