

胶膜龙头优势显著，盈利阶段性承压

2024 年 11 月 03 日

► **事件:** 2024 年 10 月 30 日，公司发布 2024 年三季度报。2024 年前三季度公司实现收入 151.74 亿元，同比-8.86%；实现归母净利润 12.58 亿元，同比-12.08%；实现扣非净利润 12.18 亿元，同比-8.98%。

24Q3 公司实现收入 44.11 亿元，同比-26.90%，环比-18.96%；实现归母净利润 3.30 亿元，同比-39.67%，环比-19.01%；实现扣非净利润 3.19 亿元，同比-38.04%，环比-16.62%。24Q3 公司盈利下滑主要系光伏胶膜因毛利率下降而盈利下降、光伏背板销售量和毛利率均下降、美元汇率波动导致汇兑损失上升共同影响所致。

► **受下游排产减弱影响，胶膜盈利阶段性承压。** 24Q3 光伏行业竞争激烈，产业链价格低迷，组件排产环比下降，导致对胶膜需求下降。根据索比咨询，原材料 EVA 粒子 9 月末价格降至 10300 元/吨，相比 6 月末价格下降 8.4%，透明 EVA 胶膜 9 月末价格降至 6.1 元/平米，相比 6 月末价格下降 9.2%，胶膜价格降幅大于原材料价格降幅，同时由于胶膜企业一般有粒子库存，24Q3 仍需消化前期高价粒子库存，导致盈利承压。24Q3 公司销售毛利率为 12.82%，环比下降 5.23pct，销售净利率为 7.45%，环比下降 0.03pct，受行业低迷影响，公司盈利承压。

► **胶膜龙头优势显著，有望平稳穿越周期。** 由于胶膜环节市场格局较好，并且公司的技术研发实力、成本控制能力、海内外主流组件客户资源等优势显著，24H1 公司全球市场占有率有所提升，24 年前三季度在行业盈利承压的阶段，公司仍能保持相对平稳的正盈利。未来公司将继续通过差异化的产品开发，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秀的封装方案，并通过海外销售提升，降低行业因素影响带来的压力，有望平稳的穿越光伏行业周期。

► **全球化布局优势显著，逆势海外扩产。** 公司率先布局海外胶膜产能，18 年在泰国正式投入使用首个海外生产基地，22 年启动越南基地的建设，并于 24 年开始逐步释放产能，同时启动泰国基地的二期扩产项目建设，海外胶膜产能逆势扩张。胶膜受近期国际贸易壁垒提升的影响较小，并且公司拥有数量最多的海外组件客户，在客户资源、产品技术和成本控制等方面有领先优势。未来公司将把海外产能扩张作为重点的发展战略，巩固公司胶膜的全球领先地位。

► **投资建议:** 我们预计公司 2024-2026 年营收分别为 200.82、255.83、328.40 亿元，归母净利润分别为 15.64、23.57、31.60 亿元，以 11 月 1 日收盘价为基准，对应 2024-2026 年 PE 为 29X、20X、15X，公司是光伏胶膜龙头企业，有望平稳穿越周期，维持“推荐”评级。

► **风险提示:** 下游需求不及预期，市场竞争加剧等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	22,589	20,082	25,583	32,840
增长率 (%)	19.7	-11.1	27.4	28.4
归属母公司股东净利润 (百万元)	1,850	1,564	2,357	3,160
增长率 (%)	17.2	-15.5	50.7	34.1
每股收益 (元)	0.71	0.60	0.90	1.21
PE	25	29	20	15
PB	2.9	2.8	2.5	2.2

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2024 年 11 月 1 日收盘价)

推荐

维持评级

当前价格:

17.62 元



分析师 邓永康

执业证书: S0100521100006

邮箱: dengyongkang@mszq.com

分析师 朱碧野

执业证书: S0100522120001

邮箱: zhubiye@mszq.com

分析师 王一如

执业证书: S0100523050004

邮箱: wangyiru_yj@mszq.com

分析师 林誉韬

执业证书: S0100524070001

邮箱: linyutao@mszq.com

相关研究

- 福斯特 (603806.SH) 2024 年半年报点评: 胶膜龙头业绩稳健, 逆势海外扩产-2024/08/25
- 福斯特 (603806.SH) 2023 年年报点评: 胶膜龙头业绩稳健, 竞争优势明显-2024/04/12
- 福斯特 (603806.SH) 2023 年三季度点评: 盈利阶段性承压, 龙头抗波动能力优异-2023/10/29
- 福斯特 (603806.SH) 2023 年中报点评: Q2 胶膜盈利改善明显, 龙头抗波动能力优异-2023/08/25
- 福斯特 (603806.SH) 2022 年年报及 2023 年一季报点评: 盈利阶段性承压, 扩产&P OE 迭代下龙头地位稳固-2023/04/22

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	22,589	20,082	25,583	32,840
营业成本	19,281	16,816	21,493	27,634
营业税金及附加	48	80	90	99
销售费用	75	90	82	99
管理费用	279	281	307	361
研发费用	792	663	793	985
EBIT	2,038	1,982	2,795	3,661
财务费用	26	102	74	44
资产减值损失	-91	-100	-100	-100
投资收益	81	-26	26	33
营业利润	2,046	1,754	2,647	3,550
营业外收支	3	2	3	3
利润总额	2,049	1,756	2,649	3,553
所得税	200	193	291	391
净利润	1,849	1,563	2,358	3,162
归属于母公司净利润	1,850	1,564	2,357	3,160
EBITDA	2,361	2,424	3,303	4,239

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	5,341	5,736	5,393	4,797
应收账款及票据	4,845	4,115	6,144	7,339
预付款项	207	252	322	415
存货	3,090	2,416	4,549	4,463
其他流动资产	3,853	5,045	4,887	5,977
流动资产合计	17,337	17,564	21,296	22,990
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	3,175	3,570	3,844	4,098
无形资产	469	539	604	664
非流动资产合计	4,500	4,890	5,171	5,530
资产合计	21,836	22,453	26,467	28,520
短期借款	951	901	901	901
应付账款及票据	1,865	1,498	3,577	2,948
其他流动负债	461	425	553	722
流动负债合计	3,278	2,824	5,030	4,571
长期借款	70	70	70	70
其他长期负债	2,691	2,691	2,691	2,691
非流动负债合计	2,761	2,761	2,761	2,761
负债合计	6,039	5,585	7,791	7,332
股本	1,864	2,609	2,609	2,609
少数股东权益	208	206	207	209
股东权益合计	15,798	16,868	18,676	21,188
负债和股东权益合计	21,836	22,453	26,467	28,520

资料来源: 公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	19.66	-11.10	27.39	28.37
EBIT 增长率	32.08	-2.73	41.05	30.97
净利润增长率	17.20	-15.46	50.70	34.07
盈利能力 (%)				
毛利率	14.64	16.26	15.99	15.85
净利润率	8.19	7.79	9.21	9.62
总资产收益率 ROA	8.47	6.97	8.91	11.08
净资产收益率 ROE	11.87	9.39	12.76	15.06
偿债能力				
流动比率	5.29	6.22	4.23	5.03
速动比率	4.25	4.92	3.06	3.74
现金比率	1.63	2.03	1.07	1.05
资产负债率 (%)	27.65	24.87	29.44	25.71
经营效率				
应收账款周转天数	68.45	78.00	70.00	70.00
存货周转天数	61.67	60.00	60.00	60.00
总资产周转率	1.07	0.91	1.05	1.19
每股指标 (元)				
每股收益	0.71	0.60	0.90	1.21
每股净资产	5.98	6.39	7.08	8.04
每股经营现金流	-0.01	1.07	0.41	0.40
每股股利	0.26	0.19	0.21	0.25
估值分析				
PE	25	29	20	15
PB	2.9	2.8	2.5	2.2
EV/EBITDA	19.02	18.53	13.59	10.59
股息收益率 (%)	1.48	1.05	1.20	1.41

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	1,849	1,563	2,358	3,162
折旧和摊销	324	442	507	578
营运资金变动	-2,614	264	-2,069	-2,950
经营活动现金流	-26	2,781	1,057	1,047
资本开支	-662	-828	-785	-933
投资	1	0	0	0
投资活动现金流	-457	-1,755	-761	-901
股权募资	182	-8	0	0
债务募资	-314	-50	0	0
筹资活动现金流	-461	-631	-639	-742
现金净流量	-931	395	-343	-596

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F；200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层；100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元；518026