

胶膜、粒子降价导致毛利率短期承压，龙头优势依然显著

核心观点

公司发布了 2024 年三季报，Q3 单季度公司营业收入为 44.11 亿元，同比下降 26.90%，环比下降 18.96%，归母净利润为 3.3 亿元，同比下降 39.67%，环比下降 19.01%。报告期内光伏行业组件排产环比下降，但公司出货量逆势企稳，市占率持续提升。尽管报告期内胶膜、粒子价格持续下降导致公司毛利率环比下降，但公司与友商相比依然保持明显优势。Q3 公司经营性净现金流持续改善，Q3 信用减值损失大规模冲回。当前公司在手现金充足，预计能够穿越周期，行业龙头静待复苏。

事件

公司发布了三季报，2024 年 1-9 月公司营业收入为 151.74 亿元，同比下降 8.86%，归母净利润为 12.58 亿元，同比下降 12.08%；2024Q3 单季度公司营业收入为 44.11 亿元，同比下降 26.90%，环比下降 18.96%，归母净利润为 3.3 亿元，同比下降 39.67%，环比下降 19.01%。

简评

出货量逆势企稳，市占率持续提升。Q3 组件排产环比下降背景下，公司出货量依然实现环比微增，参考当前光伏组件单位面积功率已经来到约 240W/平，因此 Q3 胶膜市场需求约为 12.3 亿平，公司出货量 7.05 亿平对应市占率约为 57%。

报告期内组件排产环比持续下降，光伏胶膜价格承压，导致毛利率环比收窄。参考 PVinfolink 数据，6-9 月光伏组件排产合计为 147.6GW，环比下降 10.8%，导致 EVA 胶膜均价从 Q2 的 6.6 元/平方米下降至 Q3 的 5.6 元每平，环比下降 15%。尽管报告期内 EVA、POE 粒子价格也有下降，但考虑公司有 1-2 个月库存周期，高价粒子逐步消化，因此 Q3 毛利率收窄。

经营性净现金流持续改善，Q3 信用减值损失大规模冲回。Q3 公司经营性净现金流入为 18.8 亿元，环比 Q2 翻倍，一方面是当期有较多票据兑付，另一方面是公司加大了贷款催收力度。

福斯特 (603806.SH)

维持

买入

朱玥

zhuyue@csc.com.cn

010-56135177

SAC 编号:S1440521100008

SFC 编号:BTM546

王吉颖

wangjiying@csc.com.cn

010-56135174

SAC 编号:S1440521120004

发布日期：2024 年 11 月 12 日

当前股价：18.03 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
	15.13/8.79	13.32/-6.23	-31.08/-43.68
12 月最高/最低价 (元)			31.50/13.29
总股本 (万股)			260,873.59
流通 A 股 (万股)			260,873.59
总市值 (亿元)			470.36
流通市值 (亿元)			470.36
近 3 月日均成交量 (万)			3779.89
主要股东			
杭州福斯特科技集团有限公司			48.47%

股价表现



相关研究报告

- 24.08.26 【中信建投电力设备及新能源】福斯特(603806):胶膜差异化产品溢价显著,电子材料第二曲线逐步成型
- 24.05.05 【中信建投电力设备及新能源】福斯特(603806):光伏胶膜出货量超预期,电子材料开启第二赛道
- 24.04.12 【中信建投电力设备及新能源】福斯特(603806):出货量快速增长,行业地位持续加固

当前公司在手现金充足，预计能够穿越周期，行业龙头静待复苏。我们判断胶膜二线全线亏损不是常态，随着粒子价格企稳，二线企业对自身成本判断会更为准确，订单亏损的概率会显著下降；在上述基础上，福斯特作为行业龙头，在技术储备、成本等方面有显著优势，相比二线企业依然有 0.5-1 元/平盈利优势，若胶膜成本曲线最右侧公司盈亏平衡，公司依然有稳健的单平盈利。公司现金储备充足，资产负债率低，极端情况下也足以支撑公司穿越本轮周期。

盈利预测：预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 16.56、21.13、24.95 亿元，同比增速分别为-10.47%、27.54%、18.12%，每股收益分别为 0.63、0.81、0.96 元，对应 11 月 12 日收盘市值的 PE 分别为 28.4、22.26、18.85 倍。

风险提示：1、**行业竞争加剧。**胶膜环节由于资本开支较低、扩产速度较快，2022 年以来在位者、新进入者均在大量扩产，若后续产能释放速度较快，胶膜环节可能出现价格战的风险；2、**原材料成本上涨。**胶膜的核心原材料为 EVA/POE 树脂，扩产周期均为 3-4 年，当前供需已经处于紧平衡状态，新的产能预计 2024 年后才能投产，因此随着光伏行业需求快速增长，上游树脂粒子供应将越来越紧张，胶膜原材料成本可能上涨；3、**光伏行业需求不及预期。**我们基于未来几年光伏行业需求维持 20%-30% 的增速对公司出货量进行预测，若光伏行业需求不及预期，则公司胶膜出货量也有可能低于我们的预测值。

重要财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	18,877.50	22,588.53	19,623.75	22,739.00	27,045.00
YOY(%)	46.82	19.66	-13.13	15.87	18.94
净利润(百万元)	1,578.57	1,850.16	1,656.39	2,112.54	2,495.37
YOY(%)	-28.13	17.20	-10.47	27.54	18.12
毛利率(%)	15.62	14.64	15.32	15.23	15.16
净利率(%)	8.36	8.19	8.44	9.29	9.23
ROE(%)	11.29	11.87	9.77	11.31	12.04
EPS(摊薄/元)	0.61	0.71	0.63	0.81	0.96
P/E(倍)	29.80	25.42	28.40	22.26	18.85
P/B(倍)	3.49	3.12	2.86	2.59	2.33

资料来源：iFinD，中信建投证券

分析师介绍

朱玥

中信建投证券电力设备新能源行业首席分析师。2021 年加入中信建投证券研究发展部，8 年证券行业研究经验，曾就职于兴业证券、方正证券，《财经》杂志，专注于新能源产业链研究和国家政策解读跟踪，在 2019 至 2022 年期间带领团队多次在新财富、金麒麟，水晶球等行业权威评选中名列前茅。

王吉颖

中信建投证券电力设备及新能源分析师，中央财经大学金融学学硕士，研究方向为光伏，主要覆盖上游材料及辅材，2022 年和 2023 年所在团队均荣获新财富最佳分析师评选第四名。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的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。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：(i) 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。(ii) 本人不曾因，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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及其或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街16号院1号楼18层
 电话：(8610) 56135088
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室
 电话：(8621) 6882-1600
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼
 电话：(86755) 8252-1369
 联系人：曹莹
 邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
 中环交易广场2期18楼
 电话：(852) 3465-5600
 联系人：刘泓麟
 邮箱：charleneliu@csci.hk