

分析师：唐俊男
 登记编码：S0730519050003
 tangjn@ccnew.com 021-50586738

光伏胶膜地位稳固，新材料业务快速发展

——福斯特(603806)年报点评

证券研究报告-年报点评

买入(维持)

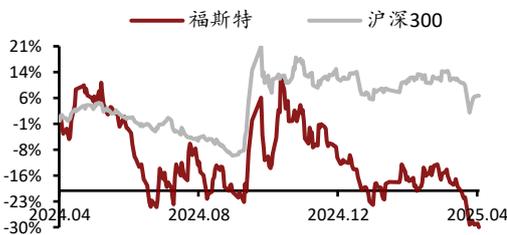
市场数据(2025-04-15)

收盘价(元)	12.28
一年内最高/最低(元)	27.71/12.28
沪深 300 指数	3,761.23
市净率(倍)	2.02
流通市值(亿元)	320.35

基础数据(2024-12-31)

每股净资产(元)	6.09
每股经营现金流(元)	1.68
毛利率(%)	14.74
净资产收益率_摊薄(%)	7.97
资产负债率(%)	21.66
总股本/流通股(万股)	260,873.65/260,873.65
B 股/H 股(万股)	0.00/0.00

个股相对沪深 300 指数表现



资料来源：中原证券研究所，聚源

相关报告

《福斯特(603806)公司深度分析：全球光伏胶膜龙头，有望穿越周期持续成长》
 2024-08-29

联系人：李智

电话：0371-65585629

地址：郑州郑东新区商务外环路 10 号 18 楼

地址：上海浦东新区世纪大道 1788 号 T1 座 22 楼

发布日期：2025 年 04 月 16 日

事件：

公司发布 2024 年年报，全年实现营业总收入 191.47 亿元，同比下降 15.23%，归属于上市公司股东的净利润 13.08 亿元，同比下降 29.33%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 12.83 亿元，同比下降 25.13%。

点评：

- **光伏业务拖累公司业绩表现，经营活动现金流改善明显。**2024 年，公司营业收入和净利润均呈现下滑态势，主要受光伏行业产能过剩，胶膜价格下降、背板量价齐跌等因素影响，但另一方面感光干膜和铝塑膜业务销售放量，略抵消光伏业务下滑影响。2024 年全年，公司销售毛利率 14.74%，同比提升 0.1 个百分点；销售净利率 6.73%，同比下滑 1.46 个百分点；销售费用 0.94 亿，同比增长 25.47%，主要受员工薪酬、报关费、产品测试费增加影响；管理费用 2.86 亿元，同比增长 2.56%，主要受折旧摊销费增加影响。值得关注的是，2024 年公司经营活动现金流量净额 43.89 亿元，同比大幅转正，经营活动现金流大幅增长主要与销售回款增加和原材料现金支付减少有关。
- **公司光伏胶膜业务量增价减，中长期龙头地位稳固。**公司作为光伏胶膜领域的龙头企业，胶膜全球市场占有率长期在五成左右。2024 年，公司光伏胶膜销售量 28.11 亿平方米，同比增长 24.98%，主要受全球光伏装机需求拉动。光伏胶膜营业收入 175.04 亿元，同比下滑 14.54%。公司光伏胶膜销售均价 6.23 元/平方米（同比下降 31.62%），单位销售成本 5.31 元/平方米（同比下降 31.71%），单位毛利 0.92 元/平方米（同比降低 0.41 元/平方米）。公司光伏胶膜毛利率 14.72%，同比提升 0.12 个百分点。在光伏胶膜行业产能过剩、产品价格显著下滑的背景下，公司胶膜毛利率保持平稳凸显公司较强的成本控制力和市场掌控力。同时，公司加快泰国、越南等海外光伏胶膜产能的扩张，力求规避国际贸易风险，进一步保证海外市场销售。目前光伏胶膜领域市场竞争格局稳定，公司与其他上市厂商呈现“一超多强”格局，并与其他小厂拉开差距。光伏胶膜行业内其他厂商盈利普遍承压，预计 2025 年弱小厂商将进一步被淘汰，行业利润率趋于更加合理。
- **公司光伏背板量价齐跌，竞争激烈侵蚀利润。**公司光伏背板营业收入 6.07 亿元，同比下滑 54.26%，销售毛利率 4.32%，同比下滑 5.18 个百分点，销售数量 1.01 亿平方米，同比下滑 33.50%，单位销售均价 6.03 元/平方米，同比下滑 31.22%，单位成本 5.77 元/

平米，同比下滑 27.29%，单位毛利 0.26 元/平米，同比下滑 68.70%。光伏背板销售量价齐跌主要受下游光伏双玻组件市场渗透率提升、背板需求萎缩影响。双玻组件为行业主流，背板业务占公司营业收入比例较小，总体影响有限。

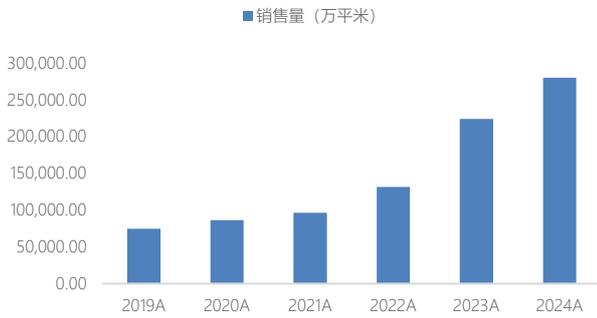
- **公司电子材料和功能膜材料业务受益于电子电路、锂电池材料等新兴领域的快速发展，有望打造新的增长亮点。**2024 年，公司感光干膜销售量 15933.90 万平方米，同比增长 37.97%，营业收入 59283.90 万元，同比增长 30.72%；毛利率 23.90%，同比提升 0.61 个百分点。感光干膜是用于印刷线路板、高密度互连板及封装基板图形转移的薄膜材料。2024 年全球印刷电路板高端产品受益于智能手机、新能源汽车、AI 服务器、5G/6G 通信及高端工控领域的需求快速增长。同时，公司的电子材料事业部布局 FCCL 和感光覆盖膜，均受益于电子电路行业发展。铝塑膜是用于锂电池软包装的含铝箔多层复合材料，2024 年全球铝塑膜产业受益于新能源汽车、储能及消费电子需求扩张。公司铝塑膜销售量 1295.77 万平方米，同比增长 28.76%，营业收入 13285.80 万元，同比增长 16.17%，销售毛利率 7.97%，同比下滑 1.52 个百分点。公司铝塑膜产品切入赣锋锂电、西安瑟福、广东国光、江苏正力等下游电池厂商供应链体系，逐步放量。
- **投资建议：**预计 2025、2026、2027 年归属于上市公司股东的净利润分别为 15.08、18.11 和 21.19 亿元，暂时不考虑公司可转换债券转股的摊薄效应，对应的摊薄 EPS 分别为 0.58 元、0.69 元、0.81 元，按照 4 月 15 日 12.28 元/股收盘价计算，对应 PE 分别为 21.25、17.69 和 15.12 倍。目前光伏行业处于周期低谷，市场出清持续进行。公司作为胶膜领域的头部企业具备明显的成本优势，同时，公司的感光干膜和铝塑膜等新产品有望进入放量阶段。维持公司“买入”投资评级。

风险提示：国际贸易政策变化风险；应收账款较高，下游组件厂盈利困难，坏账损失风险；全球装机需求增速放缓，行业竞争趋于激烈风险。

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	22,589	19,147	21,496	24,056	26,961
增长比率（%）	19.66	-15.23	12.26	11.91	12.08
净利润（百万元）	1,850	1,308	1,508	1,811	2,119
增长比率（%）	17.20	-29.33	15.31	20.09	17.02
每股收益(元)	0.71	0.50	0.58	0.69	0.81
市盈率(倍)	17.31	24.50	21.25	17.69	15.12

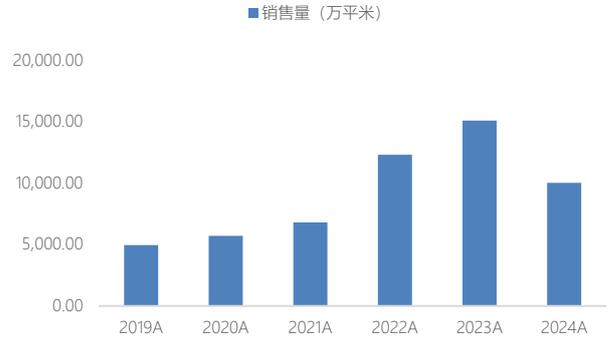
资料来源：中原证券研究所，聚源

图 1：公司光伏胶膜销量



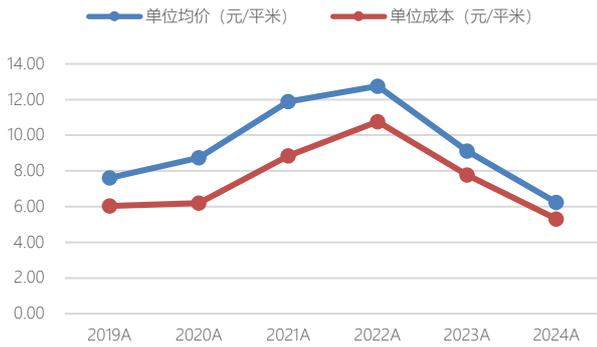
资料来源：公司公告，中原证券研究所

图 2：公司光伏背板销量



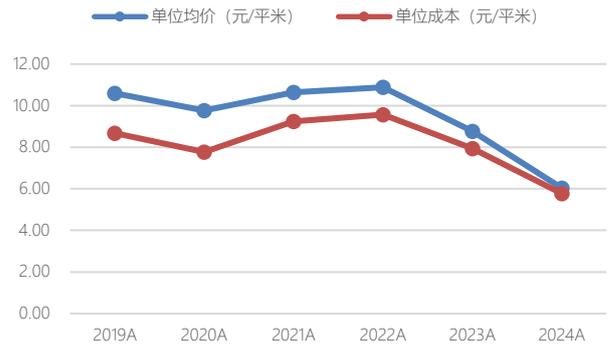
资料来源：公司公告，中原证券研究所

图 3：公司光伏胶膜销售均价和单位成本



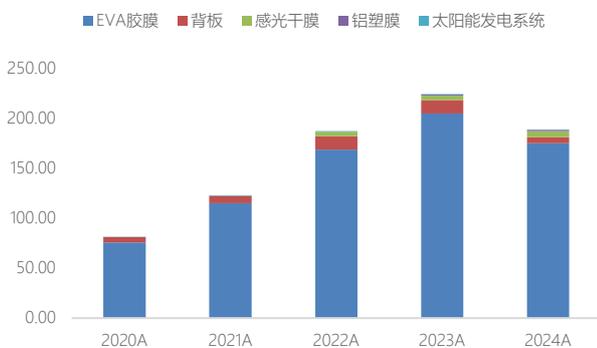
资料来源：Wind，中原证券研究所

图 4：公司光伏背板销售均价和单位成本



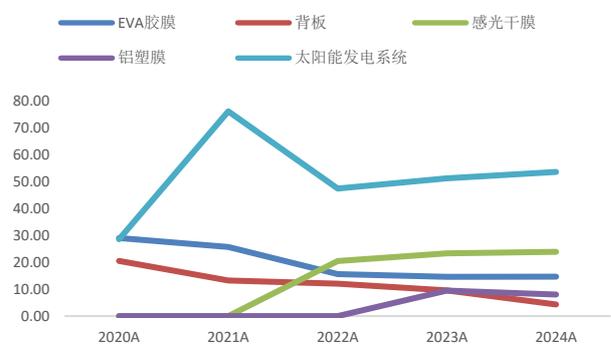
资料来源：Wind，中原证券研究所

图 5：公司核心业务构成 (单位：亿元)



资料来源：Wind，中原证券研究所

图 6：公司各业务毛利率走势 (单位：%)



资料来源：Wind，中原证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	17,337	15,926	16,861	18,306	20,074
现金	5,341	5,005	4,908	5,455	6,170
应收票据及应收账款	4,845	4,000	4,246	4,532	4,889
其他应收款	59	16	30	33	37
预付账款	207	318	366	407	455
存货	3,090	1,868	2,235	2,445	2,696
其他流动资产	3,794	4,718	5,077	5,434	5,826
非流动资产	4,500	5,286	5,330	5,223	4,980
长期投资	0	185	185	185	185
固定资产	3,175	3,887	4,080	4,048	3,842
无形资产	469	458	458	458	458
其他非流动资产	856	756	607	532	494
资产总计	21,836	21,212	22,191	23,529	25,054
流动负债	3,278	1,456	1,630	1,808	2,014
短期借款	951	66	66	66	66
应付票据及应付账款	1,865	944	1,041	1,159	1,296
其他流动负债	461	445	523	582	651
非流动负债	2,761	3,138	3,138	3,138	3,138
长期借款	70	299	299	299	299
其他非流动负债	2,691	2,839	2,839	2,839	2,839
负债合计	6,039	4,594	4,768	4,946	5,152
少数股东权益	208	205	205	205	205
股本	1,864	2,609	2,609	2,609	2,609
资本公积	2,899	2,155	2,155	2,155	2,155
留存收益	10,353	11,177	11,982	13,142	14,461
归属母公司股东权益	15,590	16,412	17,217	18,378	19,697
负债和股东权益	21,836	21,212	22,191	23,529	25,054

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	-26	4,389	1,319	1,811	2,029
净利润	1,849	1,289	1,508	1,811	2,119
折旧摊销	324	411	557	606	644
财务费用	166	92	114	114	114
投资损失	-10	-6	0	0	0
营运资金变动	-2,614	2,296	-1,159	-1,020	-1,147
其他经营现金流	259	306	300	300	300
投资活动现金流	-457	-3,439	-600	-500	-400
资本支出	-662	-598	-600	-500	-400
长期投资	1	-196	0	0	0
其他投资现金流	204	-2,645	0	0	0
筹资活动现金流	-461	-1,231	-791	-764	-914
短期借款	-346	-885	0	0	0
长期借款	70	229	0	0	0
普通股增加	533	745	0	0	0
资本公积增加	-526	-745	0	0	0
其他筹资现金流	-192	-575	-791	-764	-914
现金净增加额	-931	-306	-98	547	716

资料来源：中原证券研究所，聚源

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	22,589	19,147	21,496	24,056	26,961
营业成本	19,282	16,325	18,284	20,360	22,765
营业税金及附加	48	85	97	108	121
营业费用	75	94	107	120	135
管理费用	279	286	322	361	404
研发费用	792	657	752	842	944
财务费用	26	-23	39	40	32
资产减值损失	-91	-69	-50	-50	-50
其他收益	137	118	129	144	162
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	81	-8	0	0	0
资产处置收益	-5	0	0	0	0
营业利润	2,046	1,516	1,723	2,069	2,421
营业外收入	5	5	0	0	0
营业外支出	3	42	0	0	0
利润总额	2,049	1,479	1,723	2,069	2,421
所得税	200	190	215	259	303
净利润	1,849	1,289	1,508	1,811	2,119
少数股东损益	-1	-18	0	0	0
归属母公司净利润	1,850	1,308	1,508	1,811	2,119
EBITDA	2,361	1,912	2,318	2,715	3,097
EPS (元)	0.71	0.50	0.58	0.69	0.81

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入 (%)	19.66	-15.23	12.26	11.91	12.08
营业利润 (%)	20.44	-25.92	13.67	20.09	17.02
归属母公司净利润 (%)	17.20	-29.33	15.31	20.09	17.02
获利能力					
毛利率 (%)	14.64	14.74	14.94	15.37	15.56
净利率 (%)	8.19	6.83	7.01	7.53	7.86
ROE (%)	11.87	7.97	8.76	9.85	10.76
ROIC (%)	9.46	6.64	7.51	8.51	9.33
偿债能力					
资产负债率 (%)	27.65	21.66	21.49	21.02	20.56
净负债比率 (%)	38.22	27.65	27.37	26.62	25.89
流动比率	5.29	10.94	10.34	10.12	9.97
速动比率	4.25	9.29	8.56	8.32	8.15
营运能力					
总资产周转率	1.07	0.89	0.99	1.05	1.11
应收账款周转率	5.26	4.35	5.23	5.50	5.75
应付账款周转率	11.90	12.88	18.84	18.97	19.00
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.71	0.50	0.58	0.69	0.81
每股经营现金流 (最新摊薄)	-0.01	1.68	0.51	0.69	0.78
每股净资产 (最新摊薄)	5.98	6.29	6.60	7.04	7.55
估值比率					
P/E	17.31	24.50	21.25	17.69	15.12
P/B	2.05	1.95	1.86	1.74	1.63
EV/EBITDA	18.44	19.20	13.04	10.93	9.35

行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 -10% 至 10% 之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 跌幅 10% 以上。

公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 5% 至 15%；

谨慎增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 -10% 至 5%；

减持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 -15% 至 -10%；

卖出：未来 6 个月内公司相对沪深 300 跌幅 15% 以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。