

福斯特 (603806.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

胶膜盈利优势稳固，新材料持续放量

业绩简评

4 月 25 日公司披露 2025 年一季报，一季度实现营收 36.2 亿元，同比-32%、环比-9%，实现归母净利润 4.01 亿元，同比-23%、环比+710%，业绩超预期。

经营分析

胶膜价格上涨盈利修复，逆境盈利领先彰显龙头优势。测算公司 Q1 光伏胶膜出货 6.3 亿平、同比下降 9%，主要因 25Q1 组件排产同比偏弱。24 年 12 月、25 年 3 月胶膜产品价格两次上涨，受此带动公司 25Q1 销售毛利率修复至 13.10%、环比提升 1.48 PCT；在行业整体盈利承压的背景下，公司凭借在技术研发、成本控制、海外产能及客户资源等方面的优势提升份额，在大部分竞争对手亏损时持续维持正向盈利，龙头优势显著。

海外产能放量、竞争格局优化，胶膜龙头地位稳固。公司海外布局行业领先，2025 年泰国二期年产 2.5 亿平胶膜产能投产后海外产能提升至 6 亿平，可充分覆盖海外客户需求，海外出货提升有望巩固盈利优势(2024 年公司胶膜业务境内/海外毛利率分别为 13.3%/20.2%)。此外，行业持续亏损背景下，近期部分胶膜二三线企业控制权变动，行业已开始逐步出清，公司龙头地位稳固。

电子材料业务高速增长，功能膜产品进入放量期。公司感光干膜产品已导入供应全球头部电子电路企业，随着电子电路产业的复苏和转型，公司电子材料业务有望进入量利齐增的高速成长期。公司铝塑膜产品经过前期产能投放及客户验证开始进入放量阶段，顺利导入多家数码、储能、动力电池客户，有望进一步提升行业排名、提供收入及利润增量。

谨慎计提信用减值准备，Q1 冲回信用减值增厚业绩。为控制回款风险，公司按信用期组合(是否逾期)对光伏行业应收款项计提减值准备，Q1 公司冲回及计提减值准备合计 1.36 亿元(冲回信用减值准备 1.72 亿元、计提资产减值准备 0.36 亿元)，增厚净利润 1.08 亿元。

盈利预测、估值与评级

根据我们对产业链价格及盈利的最新判断，微调公司 2025-2027 年归母净利润预测至 17.4、20.2、23.6 亿元，当前股价对应 PE 分别为 18/16/13 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

下游需求不及预期、国际贸易恶化、新材料放量不及预期。

新能源与电力设备组

分析师：姚遥 (执业 S1130512080001)

yaoy@gjzq.com.cn

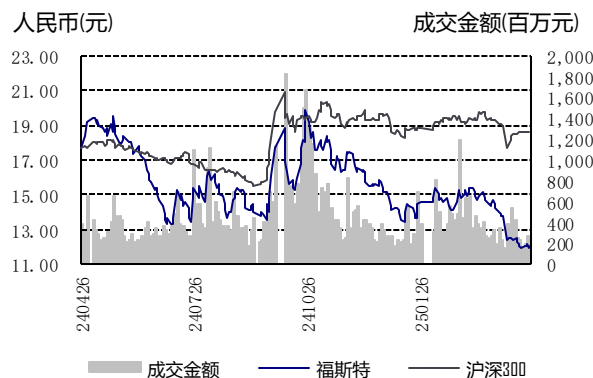
分析师：张嘉文 (执业 S1130523090006)

zhangjiawen@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：12.06 元

相关报告：

- 《福斯特公司点评：胶膜龙头地位稳固，新材料持续放量》，2025.4.10
- 《福斯特公司点评：盈利阶段性承压，全方位优势保障胶膜龙头穿越周...》，2024.10.31
- 《福斯特公司点评：逆境再显胶膜龙头优势，新材料快速放量空间广阔》，2024.8.24



公司基本情况 (人民币)

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	22,589	19,147	19,279	20,785	21,993
营业收入增长率	19.66%	-15.23%	0.69%	7.81%	5.81%
归母净利润(百万元)	1,850	1,308	1,738	2,022	2,361
归母净利润增长率	17.20%	-29.33%	32.89%	16.38%	16.77%
摊薄每股收益(元)	0.992	0.501	0.666	0.775	0.905
每股经营性现金流净额	-0.01	1.68	0.44	0.81	1.01
ROE(归属母公司)(摊薄)	11.87%	7.97%	9.76%	10.41%	11.08%
P/E	24.45	29.53	18.11	15.56	13.32
P/B	2.90	2.35	1.77	1.62	1.48

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)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	18,877	22,589	19,147	19,279	20,785	21,993
增长率	19.7%	-15.2%	0.7%	7.8%	5.8%	
主营业务成本	-15,929	-19,281	-16,325	-16,274	-17,461	-18,326
%销售收入	84.4%	85.4%	85.3%	84.4%	84.0%	83.3%
毛利	2,948	3,307	2,823	3,005	3,324	3,667
%销售收入	15.6%	14.6%	14.7%	15.6%	16.0%	16.7%
营业税金及附加	-53	-48	-85	-87	-87	-92
%销售收入	0.3%	0.2%	0.4%	0.5%	0.4%	0.4%
销售费用	-59	-75	-94	-96	-94	-95
%销售收入	0.3%	0.3%	0.5%	0.5%	0.5%	0.4%
管理费用	-235	-279	-286	-270	-270	-264
%销售收入	1.2%	1.2%	1.5%	1.4%	1.3%	1.2%
研发费用	-645	-792	-657	-661	-707	-726
%销售收入	3.4%	3.5%	3.4%	3.4%	3.4%	3.3%
息税前利润 (EBIT)	1,956	2,113	1,700	1,890	2,166	2,490
%销售收入	10.4%	9.4%	8.9%	9.8%	10.4%	11.3%
财务费用	82	-26	23	36	41	58
%销售收入	-0.4%	0.1%	-0.1%	-0.2%	-0.2%	-0.3%
资产减值损失	-471	-254	-317	-97	-53	-9
公允价值变动收益	-5	0	0	0	0	0
投资收益	186	174	-8	10	10	10
%税前利润	10.9%	8.5%	n.a	0.5%	0.4%	0.4%
营业利润	1,699	2,046	1,516	1,960	2,284	2,669
营业利润率	9.0%	9.1%	7.9%	10.2%	11.0%	12.1%
营业外收支	3	3	-37	3	3	3
税前利润	1,702	2,049	1,479	1,963	2,287	2,672
利润率	9.0%	9.1%	7.7%	10.2%	11.0%	12.1%
所得税	-123	-200	-190	-236	-274	-321
所得税率	7.2%	9.8%	12.8%	12.0%	12.0%	12.0%
净利润	1,579	1,849	1,289	1,728	2,012	2,351
少数股东损益	1	-1	-18	-10	-10	-10
归属于母公司的净利润	1,579	1,850	1,308	1,738	2,022	2,361
净利率	8.4%	8.2%	6.8%	9.0%	9.7%	10.7%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	1,579	1,849	1,289	1,728	2,012	2,351
少数股东损益	1	-1	-18	-10	-10	-10
非现金支出	720	577	728	586	652	718
非经营收益	-85	162	75	66	49	48
营运资金变动	-2,188	-2,614	2,296	-1,234	-605	-471
经营活动现金净流	26	-26	4,389	1,145	2,108	2,647
资本开支	-572	-662	-598	-906	-1,053	-1,053
投资	-1	1	-196	0	0	0
其他	266	204	-2,645	10	10	10
投资活动现金净流	-307	-457	-3,439	-896	-1,043	-1,043
股权募资	536	182	18	0	0	0
债权募资	3,801	-314	-711	125	-79	37
其他	-357	-329	-538	-409	-466	-534
筹资活动现金净流	3,981	-461	-1,231	-284	-545	-497
现金净流量	3,721	-931	-306	-35	520	1,107

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	6,266	5,341	5,005	4,969	5,488	6,594
应收款项	6,097	8,590	5,910	6,732	7,212	7,631
存货	3,516	3,090	1,868	2,440	2,618	2,748
其他流动资产	575	316	3,142	3,070	3,089	3,102
流动资产	16,453	17,337	15,926	17,211	18,407	20,075
%总资产	81.5%	79.4%	75.1%	75.2%	75.0%	75.6%
长期投资	1	0	189	189	189	189
固定资产	2,977	3,695	4,386	4,803	5,261	5,608
%总资产	14.7%	16.9%	20.7%	21.0%	21.4%	21.1%
无形资产	465	474	461	461	461	461
非流动资产	3,742	4,500	5,286	5,689	6,146	6,493
%总资产	18.5%	20.6%	24.9%	24.8%	25.0%	24.4%
资产总计	20,195	21,836	21,212	22,900	24,553	26,568
短期借款	1,299	953	70	195	116	153
应付款项	2,075	1,950	1,029	1,216	1,305	1,369
其他流动负债	227	375	357	354	390	425
流动负债	3,602	3,278	1,456	1,765	1,811	1,947
长期贷款	0	70	299	299	299	299
其他长期负债	2,582	2,691	2,839	2,839	2,838	2,837
负债	6,184	6,039	4,594	4,902	4,947	5,083
普通股股东权益	13,981	15,590	16,412	17,802	19,420	21,309
其中：股本	1,332	1,864	2,609	2,609	2,609	2,609
未分配利润	8,091	9,597	10,303	11,693	13,311	15,200
少数股东权益	30	208	205	195	185	175
负债股东权益合计	20,195	21,836	21,212	22,900	24,553	26,568

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	1.186	0.992	0.501	0.666	0.775	0.905
每股净资产	10.500	8.363	6.291	6.824	7.444	8.168
每股经营现金净流	0.020	-0.014	1.682	0.439	0.808	1.014
每股股利	0.150	0.260	0.260	0.133	0.155	0.181
回报率						
净资产收益率	11.29%	11.87%	7.97%	9.76%	10.41%	11.08%
总资产收益率	7.82%	8.47%	6.16%	7.59%	8.24%	8.89%
投入资本收益率	10.16%	9.80%	7.51%	7.83%	8.37%	8.88%
增长率						
主营业务收入增长率	46.82%	19.66%	-15.23%	0.69%	7.81%	5.81%
EBIT 增长率	-22.36%	8.05%	-19.55%	11.19%	14.57%	14.96%
净利润增长率	-28.13%	17.20%	-29.33%	32.89%	16.38%	16.77%
总资产增长率	47.54%	8.13%	-2.86%	7.96%	7.22%	8.21%
资产管理能力						
应收账款周转天数	68.0	69.4	83.9	80.0	80.0	80.0
存货周转天数	68.3	62.5	55.4	55.0	55.0	55.0
应付账款周转天数	30.1	30.7	28.3	25.0	25.0	25.0
固定资产周转天数	48.8	51.3	74.1	83.4	84.5	84.8
偿债能力						
净负债/股东权益	-17.52%	-10.76%	-27.27%	-24.28%	-25.34%	-28.10%
EBIT 利息保障倍数	-23.9	81.0	-74.8	-51.9	-53.2	-43.3
资产负债率	30.62%	27.65%	21.66%	21.41%	20.15%	19.13%

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	14	17	19	44
增持	1	2	2	3	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	2.00	1.13	1.11	1.14	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	2023-08-25	买入	28.91	N/A
2	2023-10-28	买入	25.20	N/A
3	2024-04-12	买入	25.90	N/A
4	2024-04-30	买入	26.12	N/A
5	2024-05-17	买入	26.72	35.00~35.00
6	2024-08-24	买入	13.97	N/A
7	2024-10-31	买入	18.27	N/A
8	2025-04-10	买入	12.53	N/A

来源：国金证券研究所

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



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。

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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、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：北京市东城区建国门内大街 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