2025 年 08 月 26 日

福斯特（603806.SH）

买入（维持评级）

公司点评

证券研究报告

胶膜盈利有望修复，电子材料进入兑现期

业绩简评

8 月 22 日公司披露 2025 年中报，上半年实现营收 79.6 亿元，同比-26%，实现归母净利润 4.96 亿元，同比-47%。其中 Q2 实现营收 43.3 亿元，同比-20%、环比+20%，实现归母净利润 0.95 亿元，同比-77%、环比-76%。

经营分析

胶膜产品及原材料价格波动影响盈利，谨慎计提减值拖累业绩。上半年公司光伏胶膜出货 13.86 亿平，同比基本持平，测算 Q2 出货约 7.6 亿平、环增 8%，主要因 4-5 月终端抢装带动组件排产及胶膜需求增长。受胶膜产品及原材料价格波动影响，测算 Q2 胶膜盈利略有承压，导致公司 Q2 销售毛利率环比下降 1.74 PCT 至 11.36%。公司基于信用期组合对光伏行业应收账款审慎进行减值计提，Q2 计提信用减值准备 1.78 亿元，影响业绩表现。

反内卷推进下光伏景气度修复，海外产能及差异化产品优势有望带动胶膜盈利改善。6 月底以来光伏行业反内卷扎实推进，有望推动光伏行业盈利改善；8 月以来 EVA 树脂价格进入上涨通道，光伏胶膜有望传导涨价。公司海外布局行业领先，泰国二期 2.5 亿平胶膜产能已开始投产，有望带动海外出货提升、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，公司积极推进技术研发，为 XBC、HJT、薄膜电池、钙钛矿组件等新技术提供性价比最佳的封装方案，有望凭借差异化的产品开发和海外销售占比提升改善盈利，进一步巩固头部优势。

感光干膜望迎“量价齐升”，构建第二增长曲线。上半年公司感光干膜销售量 8959 万平、同增 21.62%，已覆盖鹏鼎、沪电、深南、景旺等头部 PCB 企业，并正围绕 AI 服务器等高端需求向封装基板领域拓展，随着全球头部客户供应占比的持续提升，感光干膜业务有望进入“量价齐升”的业绩释放期。此外，公司同步培育 FCCL、感光覆盖膜等电子材料产品，未来将成为全球为数不多的全品类电子材料供应商，构建第二增长曲线。

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，调整公司 2025-2027 年归母净利润预测至 15.1、21.2、26.9 亿元，当前股价对应 PE 分别为 26、18、14 倍，公司胶膜盈利优势显著、竞争格局稳固，下半年起盈利有望逐步改善，同时电子材料业务进入高速增长期，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

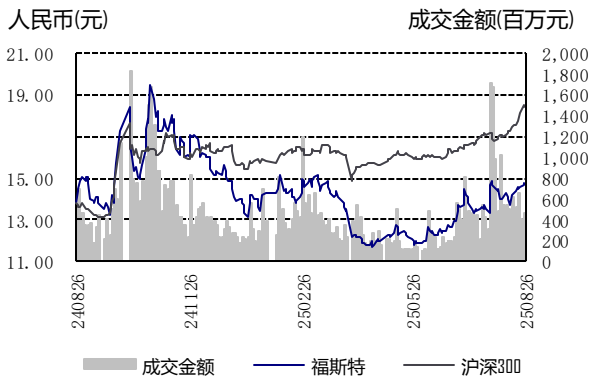
市价（人民币）：14.72 元

相关报告：

1.《福斯特公司点评：胶膜盈利优势稳固，新材料持续放量》，2025.4.27

2.《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

3.《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



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	16,898	19,638	21,326
营业收入增长率	19.66%	-15.23%	-11.75%	16.21%	8.60%
归母净利润(百万元)	1,850	1,308	1,506	2,124	2,692
归母净利润增长率	17.20%	-29.33%	15.19%	41.03%	26.72%
摊薄每股收益(元)	0.992	0.501	0.577	0.814	1.032
每股经营性现金流净额	-0.01	1.68	0.37	0.59	1.03
ROE(归属母公司)(摊薄)	11.87%	7.97%	8.55%	11.00%	12.54%
P/E	24.45	29.53	25.50	18.08	14.27
P/B	2.90	2.35	2.18	1.99	1.79

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**	**16,898**	**19,638**	**21,326**
增长率		19.7%	-15.2%	-11.7%	16.2%	8.6%
主营业务成本	-15,929	-19,281	-16,325	-14,388	-16,387	-17,392
%销售收入	84.4%	85.4%	85.3%	85.1%	83.4%	81.6%
毛利	2,948	3,307	2,823	2,510	3,251	3,934
%销售收入	15.6%	14.6%	14.7%	14.9%	16.6%	18.4%
营业税金及附加	-53	-48	-85	-51	-59	-64
%销售收入	0.3%	0.2%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%
销售费用	-59	-75	-94	-84	-88	-92
%销售收入	0.3%	0.3%	0.5%	0.5%	0.5%	0.4%
管理费用	-235	-279	-286	-287	-314	-320
%销售收入	1.2%	1.2%	1.5%	1.7%	1.6%	1.5%
研发费用	-645	-792	-657	-507	-589	-640
%销售收入	3.4%	3.5%	3.4%	3.0%	3.0%	3.0%
息税前利润（EBIT）	1,956	2,113	1,700	1,581	2,200	2,819
%销售收入	10.4%	9.4%	8.9%	9.4%	11.2%	13.2%
财务费用	82	-26	23	-11	-2	5
%销售收入	-0.4%	0.1%	-0.1%	0.1%	0.0%	0.0%
资产减值损失	-471	-254	-317	-73	-12	-7
公允价值变动收益	-5	0	0	0	0	0
投资收益	186	174	-8	30	30	30
%税前利润	10.9%	8.5%	n.a	1.8%	1.3%	1.0%
营业利润	1,699	2,046	1,516	1,656	2,346	2,977
营业利润率	9.0%	9.1%	7.9%	9.8%	11.9%	14.0%
营业外收支	3	3	-37	-5	3	3
税前利润	1,702	2,049	1,479	1,651	2,349	2,980
利润率	9.0%	9.1%	7.7%	9.8%	12.0%	14.0%
所得税	-123	-200	-190	-165	-235	-298
所得税率	7.2%	9.8%	12.8%	10.0%	10.0%	10.0%
净利润	1,579	1,849	1,289	1,486	2,114	2,682
少数股东损益	1	-1	-18	-20	-10	-10
归属于母公司的净利润	**1,579**	**1,850**	**1,308**	**1,506**	**2,124**	**2,692**
净利率	8.4%	8.2%	6.8%	8.9%	10.8%	12.6%

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	1,486	2,114	2,682
少数股东损益	1	-1	-18	-20	-10	-10
非现金支出	720	577	728	562	611	716
非经营收益	-85	162	75	52	26	26
营运资金变动	-2,188	-2,614	2,296	-1,128	-1,223	-724
经营活动现金净流	**26**	**-26**	**4,389**	**973**	**1,528**	**2,700**
资本开支	-572	-662	-598	-914	-1,053	-1,053
投资	-1	1	-196	0	0	0
其他	266	204	-2,645	30	30	30
投资活动现金净流	**-307**	**-457**	**-3,439**	**-884**	**-1,023**	**-1,023**
股权募资	536	182	18	0	0	0
债权募资	3,801	-314	-711	-6	-13	0
其他	-357	-329	-538	-360	-484	-597
筹资活动现金净流	**3,981**	**-461**	**-1,231**	**-366**	**-497**	**-597**
现金净流量	**3,721**	**-931**	**-306**	**-277**	**8**	**1,079**

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	4,727	4,734	5,813
应收款项	6,097	8,590	5,910	6,713	7,801	8,472
存货	3,516	3,090	1,868	2,157	2,457	2,608
其他流动资产	575	316	3,142	3,039	3,071	3,086
流动资产	16,453	17,337	15,926	16,636	18,063	19,979
%总资产	81.5%	79.4%	75.1%	74.5%	74.6%	75.5%
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%	21.5%	21.7%	21.2%
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%	25.5%	25.4%	24.5%
资产总计	**20,195**	**21,836**	**21,212**	**22,325**	**24,209**	**26,472**
短期借款	1,299	953	70	15	2	2
应付款项	2,075	1,950	1,029	996	1,135	1,205
其他流动负债	227	375	357	325	394	445
流动负债	3,602	3,278	1,456	1,336	1,531	1,652
长期贷款	0	70	299	289	289	289
其他长期负债	2,582	2,691	2,839	2,898	2,897	2,896
负债	6,184	6,039	4,594	4,523	4,717	4,836
普通股股东权益	13,981	15,590	16,412	17,617	19,317	21,470
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	11,508	13,208	15,361
少数股东权益	30	208	205	185	175	165
负债股东权益合计	**20,195**	**21,836**	**21,212**	**22,325**	**24,209**	**26,472**

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	1.186	0.992	0.501	0.577	0.814	1.032
每股净资产	10.500	8.363	6.291	6.753	7.405	8.230
每股经营现金净流	0.020	-0.014	1.682	0.373	0.586	1.035
每股股利	0.150	0.260	0.260	0.115	0.163	0.206
回报率						
净资产收益率	11.29%	11.87%	7.97%	8.55%	11.00%	12.54%
总资产收益率	7.82%	8.47%	6.16%	6.75%	8.77%	10.17%
投入资本收益率	10.16%	9.80%	7.51%	6.80%	8.77%	10.26%
增长率						
主营业务收入增长率	46.82%	19.66%	-15.23%	-11.75%	16.21%	8.60%
EBIT增长率	-22.36%	8.05%	-19.55%	-7.04%	39.19%	28.13%
净利润增长率	-28.13%	17.20%	-29.33%	15.19%	41.03%	26.72%
总资产增长率	47.54%	8.13%	-2.86%	5.25%	8.44%	9.35%
资产管理能力						
应收账款周转天数	68.0	69.4	83.9	90.0	90.0	90.0
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	23.0	23.0	23.0
固定资产周转天数	48.8	51.3	74.1	95.1	89.4	87.4
偿债能力						
净负债/股东权益	-17.52%	-10.76%	-27.27%	-23.92%	-21.95%	-24.76%
EBIT利息保障倍数	-23.9	81.0	-74.8	145.5	954.5	-589.8
资产负债率	30.62%	27.65%	21.66%	20.26%	19.48%	18.27%

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	3	4	5	33
增持	0	0	0	2	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	**0.00**	**1.00**	**1.00**	**1.29**	**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	2023-10-28	买入	25.20	N/A
2	2024-04-12	买入	25.90	N/A
3	2024-04-30	买入	26.12	N/A
4	2024-05-17	买入	26.72	35.00～35.00
5	2024-08-24	买入	13.97	N/A
6	2024-10-31	买入	18.27	N/A
7	2025-04-10	买入	12.53	N/A
8	2025-04-27	买入	12.06	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
电话：021-80234211
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 5 楼

北京
电话：010-85950438
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100005
地址：北京市东城区建内大街 26 号新闻大厦 8 层南侧

深圳
电话：0755-86695353
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806