

胶膜盈利阶段性承压，电子材料快速起量

2025 年 08 月 30 日

事件：2025 年 8 月 26 日，公司发布 2025 年半年报。2025H1，公司实现营业收入 79.59 亿元，同比-26.06%；实现归母净利润 4.96 亿元，同比-46.60%；实现扣非净利润 4.49 亿元，同比-50.08%。

25Q2 公司实现营业收入 43.34 亿元，同比-20.36%，环比+19.58%；实现归母净利润 0.95 亿元，同比-76.75%，环比-76.41%；实现扣非净利润 0.71 亿元，同比-81.40%，环比-81.15%。

► **光伏胶膜阶段性承压，多重优势有望助力平稳穿越周期。**2025H1，公司光伏胶膜销售量为 13.86 亿平方米，与上年同期基本持平，实现营业收入 72.15 亿元，同比下降 26.97%；光伏背板销售量为 3,369.94 万平方米，同比下降 50.28%，实现营业收入 1.75 亿元，同比下降 57.78%。2025H1，公司光伏胶膜销售量基本持平，但销售价格因市场影响而下降，导致光伏胶膜营业收入和净利润均呈现同比下降态势，相较于其他亏损的光伏胶膜企业，公司仍然体现了龙头企业的综合竞争优势，保持了正向盈利。未来公司将继续加大研发投入，通过全系列的产品品类和优秀的成本控制能力，为 XBC 组件、TOPCon 组件、HJT 组件、OBB 组件、薄膜电池组件、钙钛矿组件等新技术提供性价比最佳的封装方案；公司将加快海外光伏胶膜产能的扩张满足新兴市场高景气度的市场需求，继续稳定公司光伏材料的全球市场份额。公司通过差异化的产品开发和海外销售占比提升，努力降低行业因素带来的影响，有望平稳的穿越光伏行业周期。

► **受益于消费电子复苏和 AI 应用加速演变，电子材料业务快速发展。**公司电子材料事业部的主导产品为感光干膜、FCCL 和感光覆盖膜。2025H1，公司感光干膜销售量为 8,959.48 万平方米，同比增长 21.62%，实现营业收入 3.25 亿元，同比增长 17.93%。随着消费电子需求的复苏以及 AI 应用的加速演变，PCB 将进入新的增长周期。公司电子材料业务已经取得核心原材料自供、华东华南双基地布局、海内外分切基地建设、研发和销售核心团队培养、全球头部 PCB 企业导入供应等众多成果，即将进入高速发展期。公司功能膜产品事业部的主导产品为铝塑膜，2025H1，公司铝塑膜销售量为 665.84 万平方米，同比增长 18.77%，实现营业收入 6,441.74 万元，同比增长 9.37%。

► **投资建议：**我们预计公司 2025-2027 年营收分别为 175.85、201.52、231.63 亿元，对应增速分别为-8.2%、14.6%、14.9%；归母净利润分别为 13.23、18.36、23.39 亿元，对应增速分别为 1.2%、38.8%、27.4%，以 8 月 29 日收盘价为基准，对应 2025-2027 年 PE 为 30X、21X、17X，公司是光伏胶膜的龙头企业，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	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	19,147	17,585	20,152	23,163
增长率 (%)	-15.2	-8.2	14.6	14.9
归属母公司股东净利润 (百万元)	1,308	1,323	1,836	2,339
增长率 (%)	-29.3	1.2	38.8	27.4
每股收益 (元)	0.50	0.51	0.70	0.90
PE	30	30	21	17
PB	2.4	2.3	2.2	2.0

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 8 月 29 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

15.01 元

**分析师 邓永康**

执业证书：S0100521100006

邮箱：dengyongkang@glms.com.cn

分析师 朱碧野

执业证书：S0100522120001

邮箱：zhubiye@glms.com.cn

分析师 王一如

执业证书：S0100523050004

邮箱：wangyiru_yj@glms.com.cn

分析师 林誉韬

执业证书：S0100524070001

邮箱：linyutao@glms.com.cn

相关研究

- 1.福斯特 (603806.SH) 2024 年年报点评：胶膜龙头优势显著，电子材料快速起量-2025/04/11
- 2.福斯特 (603806.SH) 2024 年三季报点评：胶膜龙头优势显著，盈利阶段性承压-2024/11/03
- 3.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
- 4.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
- 5.福斯特 (603806.SH) 2023 年三季报点评：盈利阶段性承压，龙头抗波动能力优异-2023/10/29

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	19,147	17,585	20,152	23,163
营业成本	16,325	15,135	17,050	19,464
营业税金及附加	85	77	85	93
销售费用	94	86	91	100
管理费用	286	262	282	301
研发费用	657	545	645	718
EBIT	1,501	1,467	1,980	2,553
财务费用	-23	-71	-125	-116
资产减值损失	-69	-70	-50	-50
投资收益	-8	18	6	7
营业利润	1,516	1,485	2,061	2,627
营业外收支	-37	2	3	3
利润总额	1,479	1,487	2,064	2,629
所得税	190	164	227	289
净利润	1,289	1,323	1,837	2,340
归属于母公司净利润	1,308	1,323	1,836	2,339
EBITDA	1,912	1,987	2,558	3,194

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	5,005	7,743	7,440	10,520
应收账款及票据	4,000	2,582	4,092	3,145
预付款项	318	227	170	195
存货	1,868	2,266	2,161	2,605
其他流动资产	4,734	4,452	4,574	4,626
流动资产合计	15,926	17,270	18,437	21,090
长期股权投资	185	185	185	185
固定资产	3,887	4,103	4,207	4,298
无形资产	458	528	593	653
非流动资产合计	5,286	5,397	5,451	5,442
资产合计	21,212	22,667	23,888	26,533
短期借款	66	16	16	16
应付账款及票据	944	1,873	1,916	2,896
其他流动负债	445	400	460	535
流动负债合计	1,456	2,288	2,392	3,446
长期借款	299	299	299	299
其他长期负债	2,839	2,839	2,839	2,839
非流动负债合计	3,138	3,138	3,138	3,138
负债合计	4,594	5,426	5,530	6,584
股本	2,609	2,609	2,609	2,609
少数股东权益	205	206	206	207
股东权益合计	16,618	17,241	18,358	19,948
负债和股东权益合计	21,212	22,667	23,888	26,533

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-15.23	-8.16	14.60	14.94
EBIT 增长率	-26.35	-2.25	35.01	28.95
净利润增长率	-29.33	1.20	38.78	27.36
盈利能力 (%)				
毛利率	14.74	13.93	15.39	15.97
净利率	6.83	7.52	9.11	10.10
总资产收益率 ROA	6.16	5.84	7.69	8.81
净资产收益率 ROE	7.97	7.77	10.12	11.85
偿债能力				
流动比率	10.94	7.55	7.71	6.12
速动比率	9.29	6.37	6.64	5.24
现金比率	3.44	3.38	3.11	3.05
资产负债率 (%)	21.66	23.94	23.15	24.82
经营效率				
应收账款周转天数	82.72	68.00	61.00	57.00
存货周转天数	54.67	50.00	48.00	45.00
总资产周转率	0.89	0.80	0.87	0.92
每股指标 (元)				
每股收益	0.50	0.51	0.70	0.90
每股净资产	6.29	6.53	6.96	7.57
每股经营现金流	1.68	1.55	0.40	1.71
每股股利	0.26	0.27	0.28	0.29
估值分析				
PE	30	30	21	17
PB	2.4	2.3	2.2	2.0
EV/EBITDA	20.24	19.48	15.13	12.12
股息收益率 (%)	1.73	1.79	1.84	1.92

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	1,289	1,323	1,837	2,340
折旧和摊销	411	520	578	640
营运资金变动	2,296	2,046	-1,516	1,381
经营活动现金流	4,389	4,050	1,050	4,464
资本开支	-598	-628	-627	-627
投资	-196	0	0	0
投资活动现金流	-3,439	-552	-623	-622
股权募资	18	0	0	0
债务募资	-711	-51	0	0
筹资活动现金流	-1,231	-760	-730	-763
现金净流量	-306	2,738	-303	3,080

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。	公司评级	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获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层；200082

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：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室；518048