

福斯特 (603806.SH)

买入 (维持评级)

公司点评

证券研究报告

胶膜格局优化，电子材料打开成长空间

业绩简评

10 月 29 日公司披露 2025 年三季报,前三季度实现营收 117.88 亿元,同比-22%,实现归母净利润 6.88 亿元,同比-45%。其中 Q3 实现营收 39.29 亿元,同比-13%、环比-12%,实现归母净利润 1.92 亿元,同比-42%、环比+103%。

经营分析

Q3 出货环比略降，原材料及胶膜产品价格波动影响盈利。Q3 公司实现营业收入 39.3 亿元,环比下降 12%,主要因 Q2 光伏抢装背景下胶膜出货较多,Q3 组件排产有一定回落,测算公司 Q3 胶膜出货 7.22 亿平、环降 5%,市占率稳中有升。此外,7-8 月胶膜价格处于较低水平,Q3 公司销售毛利率 8.89%,环比下降 2.5 PCT。8 月底原材料 EVA 树脂价格上涨带动胶膜价格上调,8-9 月胶膜实现三次提价,预计当前盈利能力已有修复。

光伏胶膜竞争格局优化，财务稳健保障公司穿越周期。今年以来胶膜环节产能出清速度加快,二三线企业收缩产能甚至退出市场,公司在二三线持续亏损的背景下仍维持盈利,行业竞争格局持续优化。此外,公司资产质量优秀、财务稳健,截止 Q3 末资产负债率仅 19.74%,短期借款及长期借款余额为 0,在手现金及银行承兑汇票合计约 80 亿,充足资金保障公司穿越行业周期。

海外产能及差异化产品巩固盈利优势。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。此外,公司积极推进技术研发,为 XBC、HJT、薄膜电池、钙钛矿组件等新产品提供性价比最佳的封装方案,有望凭借差异化产品改善盈利,进一步巩固头部优势。

感光干膜逐步进入业绩释放期，第二增长曲线清晰。测算公司 Q3 实现感光干膜销量 5000 万平,环比持续增长。公司已覆盖鹏鼎、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提升、产品结构向高端产品转换,公司感光干膜业务有望进入“量价齐升”的业绩释放期。

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 10.9、18.2、26.5 亿元,公司胶膜盈利优势显著、竞争格局持续优化,反内卷推动光伏行业景气修复,同时感光干膜等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

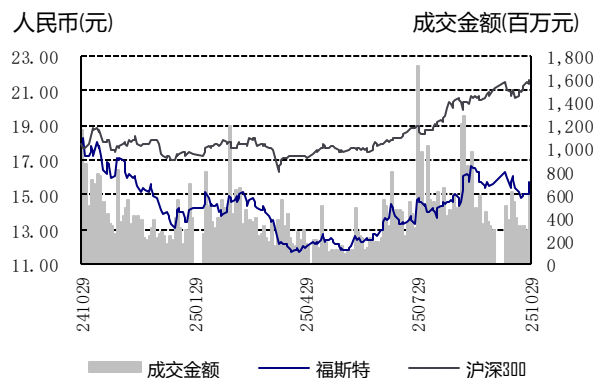
分析师:张嘉文 (执业 S1130523090006)

zhangjiawen@gjzq.com.cn

市价 (人民币): 15.76 元

相关报告:

- 《福斯特公司点评:胶膜盈利有望修复,电子材料进入兑现期》, 2025.8.27
- 《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
- 《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



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	16,060	18,309	21,136
营业收入增长率	19.66%	-15.23%	-16.12%	14.00%	15.44%
归母净利润(百万元)	1,850	1,308	1,089	1,823	2,653
归母净利润增长率	17.20%	-29.33%	-16.74%	67.42%	45.55%
摊薄每股收益(元)	0.992	0.501	0.417	0.699	1.017
每股经营性现金流净额	-0.01	1.68	0.24	0.62	0.87
ROE(归属母公司)(摊薄)	11.87%	7.97%	6.30%	9.72%	12.71%
P/E	24.45	29.53	37.77	22.56	15.50
P/B	2.90	2.35	2.38	2.19	1.97

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	16,060	18,309	21,136
增长率	19.7%	-15.2%	-16.1%	14.0%	15.4%	
主营业务成本	-15,929	-19,281	-16,325	-14,094	-15,430	-17,265
%销售收入	84.4%	85.4%	85.3%	87.8%	84.3%	81.7%
毛利	2,948	3,307	2,823	1,966	2,879	3,871
%销售收入	15.6%	14.6%	14.7%	12.2%	15.7%	18.3%
营业税金及附加	-53	-48	-85	-48	-55	-63
%销售收入	0.3%	0.2%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%
销售费用	-59	-75	-94	-88	-97	-106
%销售收入	0.3%	0.3%	0.5%	0.6%	0.5%	0.5%
管理费用	-235	-279	-286	-273	-293	-317
%销售收入	1.2%	1.2%	1.5%	1.7%	1.6%	1.5%
研发费用	-645	-792	-657	-482	-549	-634
%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	1,074	1,884	2,751
%销售收入	10.4%	9.4%	8.9%	6.7%	10.3%	13.0%
财务费用	82	-26	23	-7	-12	-4
%销售收入	-0.4%	0.1%	-0.1%	0.0%	0.1%	0.0%
资产减值损失	-471	-254	-317	-30	-49	-12
公允价值变动收益	-5	0	0	0	0	0
投资收益	186	174	-8	20	30	35
%税前利润	10.9%	8.5%	n.a	1.7%	1.5%	1.2%
营业利润	1,699	2,046	1,516	1,187	1,983	2,900
营业利润率	9.0%	9.1%	7.9%	7.4%	10.8%	13.7%
营业外收支	3	3	-37	-5	3	3
税前利润	1,702	2,049	1,479	1,182	1,986	2,903
利润率	9.0%	9.1%	7.7%	7.4%	10.8%	13.7%
所得税	-123	-200	-190	-118	-199	-290
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	1,064	1,788	2,613
少数股东损益	1	-1	-18	-25	-35	-40
归属于母公司的净利润	1,579	1,850	1,308	1,089	1,823	2,653
净利率	8.4%	8.2%	6.8%	6.8%	10.0%	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	1,064	1,788	2,613
少数股东损益	1	-1	-18	-25	-35	-40
非现金支出	720	577	728	508	615	666
非经营收益	-85	162	75	58	18	13
营运资金变动	-2,188	-2,614	2,296	-1,005	-798	-1,025
经营活动现金净流	26	-26	4,389	625	1,623	2,267
资本开支	-572	-662	-598	-684	-853	-853
投资	-1	1	-196	-1,270	0	0
其他	266	204	-2,645	20	30	35
投资活动现金净流	-307	-457	-3,439	-1,934	-823	-818
股权募资	536	182	18	0	0	0
债权募资	3,801	-314	-711	-266	0	0
其他	-357	-329	-538	-273	-415	-581
筹资活动现金净流	3,981	-461	-1,231	-539	-415	-581
现金净流量	3,721	-931	-306	-1,849	385	867

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	3,155	3,539	4,405
应收款项	6,097	8,590	5,910	6,419	7,090	7,973
存货	3,516	3,090	1,868	2,113	2,313	2,588
其他流动资产	575	316	3,142	4,546	4,587	4,643
流动资产	16,453	17,337	15,926	16,234	17,529	19,611
%总资产	81.5%	79.4%	75.1%	74.9%	75.4%	76.8%
长期投资	1	0	189	159	159	159
固定资产	2,977	3,695	4,386	4,614	4,905	5,107
%总资产	14.7%	16.9%	20.7%	21.3%	21.1%	20.0%
无形资产	465	474	461	461	461	461
非流动资产	3,742	4,500	5,286	5,440	5,730	5,932
%总资产	18.5%	20.6%	24.9%	25.1%	24.6%	23.2%
资产总计	20,195	21,836	21,212	21,674	23,260	25,543
短期借款	1,299	953	70	2	2	2
应付款项	2,075	1,950	1,029	976	1,069	1,196
其他流动负债	227	375	357	294	365	439
流动负债	3,602	3,278	1,456	1,272	1,435	1,637
长期贷款	0	70	299	0	0	0
其他长期负债	2,582	2,691	2,839	2,939	2,938	2,937
负债	6,184	6,039	4,594	4,210	4,373	4,574
普通股股东权益	13,981	15,590	16,412	17,283	18,741	20,864
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	11,174	12,632	14,754
少数股东权益	30	208	205	180	145	105
负债股东权益合计	20,195	21,836	21,212	21,674	23,260	25,543

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	1.186	0.992	0.501	0.417	0.699	1.017
每股净资产	10.500	8.363	6.291	6.625	7.184	7.998
每股经营现金净流	0.020	-0.014	1.682	0.240	0.622	0.869
每股股利	0.150	0.260	0.260	0.083	0.140	0.203
回报率						
净资产收益率	11.29%	11.87%	7.97%	6.30%	9.72%	12.71%
总资产收益率	7.82%	8.47%	6.16%	5.02%	7.84%	10.39%
投入资本收益率	10.16%	9.80%	7.51%	4.76%	7.80%	10.40%
增长率						
主营业务收入增长率	46.82%	19.66%	-15.23%	-16.12%	14.00%	15.44%
EBIT 增长率	-22.36%	8.05%	-19.55%	-36.81%	75.41%	45.98%
净利润增长率	-28.13%	17.20%	-29.33%	-16.74%	67.42%	45.55%
总资产增长率	47.54%	8.13%	-2.86%	2.18%	7.32%	9.82%
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	95.8	88.8	79.6
偿债能力						
净负债/股东权益	-17.52%	-10.76%	-27.27%	-24.32%	-24.52%	-26.22%
EBIT 利息保障倍数	-23.9	81.0	-74.8	151.1	152.4	653.0
资产负债率	30.62%	27.65%	21.66%	19.43%	18.80%	17.91%

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	1	15	19	27
增持	0	0	1	1	
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.06	1.05	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	2024-04-12	买入	25.90	N/A
2	2024-04-30	买入	26.12	N/A
3	2024-05-17	买入	26.72	35.00~35.00
4	2024-08-24	买入	13.97	N/A
5	2024-10-31	买入	18.27	N/A
6	2025-04-10	买入	12.53	N/A
7	2025-04-27	买入	12.06	N/A
8	2025-08-27	买入	14.72	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