

福斯特 (603806.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

盈利阶段性承压，全方位优势保障胶膜龙头穿越周期

业绩简评

10月30日公司披露2024年三季度，前三季度实现营收152亿元，同比-9%，实现归母净利润12.58亿元，同比-12%。其中Q3实现营收44亿元，同比-27%、环比-19%，实现归母净利润3.3亿元，同比-40%，环比-19%。

经营分析

下游排产走弱胶膜盈利承压，逆境提份额彰显龙头优势。三季度下游组件排产走弱，胶膜产品及原材料EVA树脂价格处于下降通道，受此影响公司销售毛利率环比下降5.2PCT至12.82%，但仍在大部分竞争对手亏损的背景下维持正向盈利，凸显公司在成本、产品结构、海外优势产能等全方位优势。测算公司三季度胶膜产品出货基本持平，盈利承压背景下市场份额持续提升。

成本优势+差异化产品+海外优势产能全方位巩固盈利优势。近年电池组件技术多样化发展、快速迭代，公司通过全系列的产品品类和优秀的成本控制能力，可以为TOPCon、HJT、OBB、XBC、薄膜、钙钛矿等多种技术路线提供性价比最优秀的封装方案，通过领先的差异化产品提升盈利能力。此外，国际贸易形势复杂多变的背景下，公司海外产能布局领先，泰国一期、越南产能已投产，已启动泰国二期扩产计划，全球化产能布局可充分满足海外组件客户需求，持续推动全球份额及盈利能力的提升，巩固龙头地位。

经营活动现金流持续改善，冲回信用减值增厚业绩。行业经营承压的背景下，公司通过优化采购及回款管理持续改善经营活动现金流，Q3经营活动现金流净额继续增长18.8亿元，彰显精益管理优势。Q3公司冲回信用减值1.59亿元，一定程度增厚业绩。

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2024-2026年归母净利润预测至17.4、25.0、31.9亿元，当前股价对应2025-2026年PE为19/15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

信用减值损失波动、竞争格局恶化、行业增速不及预期。

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)：18.27元

相关报告：

- 《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
- 《福斯特公司深度研究：全方位优势在手，胶膜龙头谱写新篇章》，2024.5.17
- 《福斯特公司点评：综合优势支撑份额提升，龙头地位稳固》，2024.4.30



公司基本情况 (人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	18,877	22,589	19,724	22,390	25,027
营业收入增长率	46.82%	19.66%	-12.68%	13.52%	11.78%
归母净利润(百万元)	1,579	1,850	1,737	2,503	3,188
归母净利润增长率	-28.13%	17.20%	-6.12%	44.11%	27.39%
摊薄每股收益(元)	1.186	0.992	0.666	0.959	1.222
每股经营性现金流净额	0.02	-0.01	0.74	0.77	1.08
ROE(归属母公司)(摊薄)	11.29%	11.87%	10.16%	13.10%	14.73%
P/E	56.04	24.45	27.44	19.04	14.95
P/B	6.33	2.90	2.79	2.50	2.20

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)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	
主营业务收入	12,858	18,877	22,589	19,724	22,390	25,027	货币资金	2,669	6,266	5,341	4,590	5,482	6,445	
增长率	46.8%	19.7%	-12.7%	13.5%	11.8%		应收款项	4,979	6,097	8,590	8,727	9,628	10,511	
主营业务成本	-9,636	-15,929	-19,281	-16,780	-18,575	-20,364	存货	2,450	3,516	3,090	2,731	3,023	3,314	
%销售收入	74.9%	84.4%	85.4%	85.1%	83.0%	81.4%	其他流动资产	659	575	316	1,360	1,388	1,416	
毛利	3,222	2,948	3,307	2,944	3,815	4,662	流动资产	10,756	16,453	17,337	17,408	19,520	21,686	
%销售收入	25.1%	15.6%	14.6%	14.9%	17.0%	18.6%	%总资产	78.6%	81.5%	79.4%	77.2%	77.5%	78.0%	
营业税金及附加	-42	-53	-48	-77	-87	-98	长期投资	0	1	0	192	192	192	
%销售收入	0.3%	0.3%	0.2%	0.4%	0.4%	0.4%	固定资产	2,423	2,977	3,695	4,190	4,726	5,152	
销售费用	-53	-59	-75	-77	-87	-98	%总资产	17.7%	14.7%	16.9%	18.6%	18.8%	18.5%	
%销售收入	0.4%	0.3%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%	无形资产	367	465	474	488	503	517	
管理费用	-154	-235	-279	-250	-280	-308	非流动资产	2,932	3,742	4,500	5,127	5,677	6,117	
%销售收入	1.2%	1.2%	1.2%	1.3%	1.3%	1.2%	%总资产	21.4%	18.5%	20.6%	22.8%	22.5%	22.0%	
研发费用	-454	-645	-792	-655	-743	-831	资产总计	13,688	20,195	21,836	22,535	25,197	27,803	
%销售收入	3.5%	3.4%	3.5%	3.3%	3.3%	3.3%	短期借款	6	1,299	953	280	708	535	
息税前利润 (EBIT)	2,519	1,956	2,113	1,885	2,617	3,328	应付款项	1,046	2,075	1,950	1,652	1,828	2,005	
%销售收入	19.6%	10.4%	9.4%	9.6%	11.7%	13.3%	其他流动负债	409	227	375	314	372	425	
财务费用	47	82	-26	-52	28	43	流动负债	1,460	3,602	3,278	2,246	2,908	2,965	
%销售收入	-0.4%	-0.4%	0.1%	0.3%	-0.1%	-0.2%	长期贷款	0	0	70	289	289	289	
资产减值损失	-150	-471	-254	-125	-71	-22	其他长期负债	38	2,582	2,691	2,694	2,693	2,692	
公允价值变动收益	2	-5	0	0	0	0	负债	1,498	6,184	6,039	5,229	5,890	5,945	
投资收益	26	186	174	100	100	100	普通股股东权益	12,176	13,981	15,590	17,100	19,102	21,653	
%税前利润	1.0%	10.9%	8.5%	5.1%	3.5%	2.8%	其中：股本	951	1,332	1,864	2,609	2,609	2,609	
营业利润	2,471	1,699	2,046	1,958	2,824	3,599	未分配利润	7,025	8,091	9,597	10,986	12,989	15,540	
营业利润率	19.2%	9.0%	9.1%	9.9%	12.6%	14.4%	少数股东权益	14	30	208	207	206	205	
营业外收支	-2	3	3	3	3	3	负债股东权益合计	13,688	20,195	21,836	22,535	25,197	27,803	
税前利润	2,469	1,702	2,049	1,961	2,827	3,602	比率分析		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
利润率	19.2%	9.0%	9.1%	9.9%	12.6%	14.4%	每股指标							
所得税	-271	-123	-200	-226	-325	-414	每股收益	2.309	1.186	0.992	0.666	0.959	1.222	
所得税率	11.0%	7.2%	9.8%	11.5%	11.5%	11.5%	每股净资产	12.802	10.500	8.363	6.555	7.322	8.300	
净利润	2,198	1,579	1,849	1,736	2,502	3,187	每股经营现金净流	-0.155	0.020	-0.014	0.740	0.768	1.080	
少数股东损益	1	1	-1	-1	-1	-1	每股股利	0.350	0.150	0.260	0.133	0.192	0.244	
归属于母公司的净利润	2,197	1,579	1,850	1,737	2,503	3,188	回报率							
净利率	17.1%	8.4%	8.2%	8.8%	11.2%	12.7%	净资产收益率	18.04%	11.29%	11.87%	10.16%	13.10%	14.73%	
							总资产收益率	16.05%	7.82%	8.47%	7.71%	9.93%	11.47%	
							投入资本收益率	18.38%	10.16%	9.80%	8.13%	10.09%	11.63%	
							增长率							
							主营业务收入增长率	53.20%	46.82%	19.66%	-12.68%	13.52%	11.78%	
							EBIT增长率	42.22%	-22.36%	8.05%	-10.81%	38.85%	27.17%	
							净利润增长率	40.35%	-28.13%	17.20%	-6.12%	44.11%	27.39%	
							总资产增长率	18.56%	47.54%	8.13%	3.20%	11.81%	10.34%	
							资产管理能力							
							应收账款周转天数	80.0	68.0	69.4	90.0	90.0	90.0	
							存货周转天数	64.8	68.3	62.5	60.0	60.0	60.0	
							应付账款周转天数	32.4	30.1	30.7	30.0	30.0	30.0	
							固定资产周转天数	56.8	48.8	51.3	69.8	69.4	67.6	
							偿债能力							
							净负债/股东权益	-22.69%	-17.52%	-10.76%	-8.11%	-9.67%	-13.74%	
							EBIT利息保障倍数	-53.0	-23.9	81.0	36.4	-93.2	-77.7	
							资产负债率	10.94%	30.62%	27.65%	23.20%	23.37%	21.38%	

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	0	7	26	48
增持	0	1	4	14	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	2.00	1.36	1.35	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	2023-04-23	买入	50.42	N/A
2	2023-08-25	买入	28.91	N/A
3	2023-10-28	买入	25.20	N/A
4	2024-04-12	买入	25.90	N/A
5	2024-04-30	买入	26.12	N/A
6	2024-05-17	买入	26.72	35.00~35.00
7	2024-08-24	买入	13.97	N/A

来源：国金证券研究所

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。

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



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。

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