

福斯特 (603806.SH)

光伏胶膜优势显著，背板业务高速发展

增持

核心观点

公司 23Q3 实现归母净利润 5.5 亿元，同比提升 15%。23Q1-Q3 公司实现营业收入 166.5 亿元，同比提升 23%；实现归母净利润 14.3 亿元，同比下滑 7%；实现扣非归母净利润 13.4 亿元，同比持平。23Q3 单季度公司实现营业收入 60.3 亿元，同比提升 33%，环比提升 6%；实现归母净利润 5.5 亿元，同比提升 15%，环比提升 5%；实现扣非归母净利润 5.2 亿元，同比提升 17%，环比提升 8%。

胶膜销售大幅增长，产能快速扩张维持龙头地位。我们测算，23Q1-Q3 公司胶膜出货量 16.0 亿平，同比提升 77%；对应 23Q3 出货量 6.28 亿平，环比提升 24%；单平净利 0.87 元，环比下滑 0.16 元，盈利下降主要系因 23Q2 需求偏淡，胶膜价格下行，7 月盈利达到 23Q2-Q3 低点。公司福州、嘉兴、泰国、越南等地扩产项目进展顺利，预计 2023 年底光伏胶膜产能有望达到 25 亿平，2024 年底有望超过 30 亿平。凭借可靠的原材料供应链管控能力、稳定高效的生产经营能力和客户需求保障能力，公司综合竞争优势显著。2023 年 N 型电池组件产能快速提升，公司不断与下游客户进行封装方案的研发与迭代，持续构建技术壁垒，针对 N 型电池开发的特种 POE 胶膜和针对 HJT 电池组件开发的承载膜陆续推进量产。

背板销售稳定增长，未来有望受益分布式需求高增。我们测算，23Q1-Q3 公司背板出货量 1.2 亿平，同比提升 38%；对应 23Q3 出货量 0.37 亿平，环比下滑 21%。随着近年来终端市场对光伏背板产品性价比的重视程度提升，公司凭借成熟的 CPC 背板研发生产体系，产品出货量和市场占有率均快速提升，已经成为光伏背板产品的头部企业。公司嘉兴基地年产 1.1 亿平光伏背板项目已初步投产，并拟投建越南 0.3 亿平背板项目满足海外组件客户需求。未来公司有望受益分布式需求高增，实现背板产品跨越式成长。

风险提示：行业竞争加剧；原材料价格波动；投产进度不及预期。

投资建议：考虑公司光伏胶膜业务在当前竞争格局下的定价策略，下调 2023-2025 年盈利预测，预计 2023-2025 年收入 230.1/290.8/347.7 亿元（2023-2025 年原预测为 247.9/325.5/413.2 亿元），同比增速 22%/26%/20%，归母净利润 21.3/27.0/31.0 亿元（2023-2025 年原预测为 28.3/36.5/41.2 亿元），同比增速 35%/27%/15%；摊薄 EPS=1.14/1.45/1.66 元，当前股价对应 PE=22/17/15x，维持“增持”评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	12,858	18,877	23,012	29,083	34,770
(+/-%)	53.2%	46.8%	21.9%	26.4%	19.6%
净利润(百万元)	2197	1579	2130	2699	3101
(+/-%)	40.4%	-28.1%	34.9%	26.7%	14.9%
每股收益(元)	2.31	1.19	1.14	1.45	1.66
EBIT Margin	19.6%	10.4%	11.5%	11.5%	10.9%
净资产收益率 (ROE)	20.7%	12.1%	14.3%	15.8%	15.8%
市盈率 (PE)	10.9	21.3	22.1	17.4	15.2
EV/EBITDA	9.4	18.1	17.8	14.0	12.6
市净率 (PB)	1.97	2.39	2.95	2.56	2.23

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

电力设备·光伏设备

证券分析师：王蔚祺

010-88005313

wangweiqi2@guosen.com.cn

S0980520080003

证券分析师：李恒源

021-60875174

lihengyuan@guosen.com.cn

S0980520080009

证券分析师：陈抒扬

0755-81982965

chenshuyang@guosen.com.cn

S0980523010001

基础数据

投资评级	增持(维持)
合理估值	
收盘价	25.20 元
总市值/流通市值	46977/46977 百万元
52 周最高价/最低价	77.97/23.54 元
近 3 个月日均成交额	283.33 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

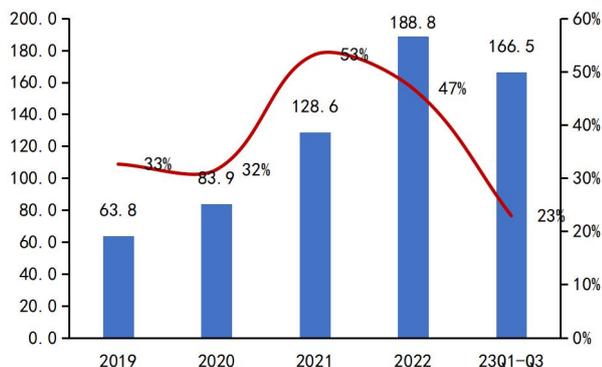
《福斯特 (603806.SH) -2022 年利润承压，2023 年产能快速扩张》——2023-04-24

《福斯特 (603806.SH) -成本传导顺畅，盈利能力边际改善》——2022-06-05

《福斯特 (603806.SH) -巩固光伏胶膜龙头地位，快速扩产正当时》——2022-03-27

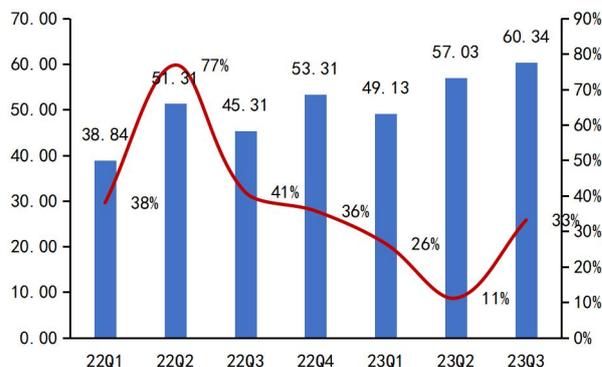
公司 23Q3 实现归母净利润 5.5 亿元，同比提升 15%。23Q1-Q3 公司实现营业收入 166.5 亿元，同比提升 23%；实现归母净利润 14.3 亿元，同比下滑 7%；实现扣非归母净利润 13.4 亿元，同比持平。23Q3 单季度公司实现营业收入 60.3 亿元，同比提升 33%，环比提升 6%；实现归母净利润 5.5 亿元，同比提升 15%，环比提升 5%；实现扣非归母净利润 5.2 亿元，同比提升 17%，环比提升 8%。

图1：公司营业收入及增速（亿元、%）



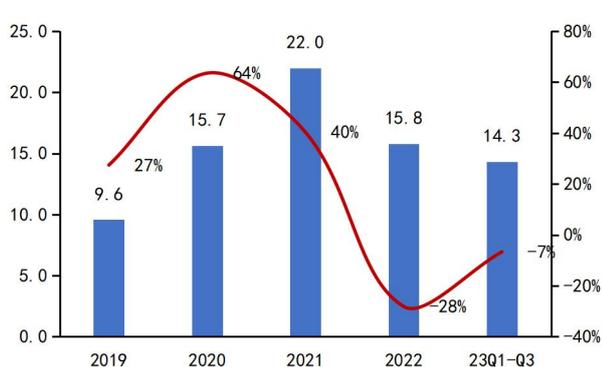
资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图2：公司单季营业收入及增速（亿元、%）



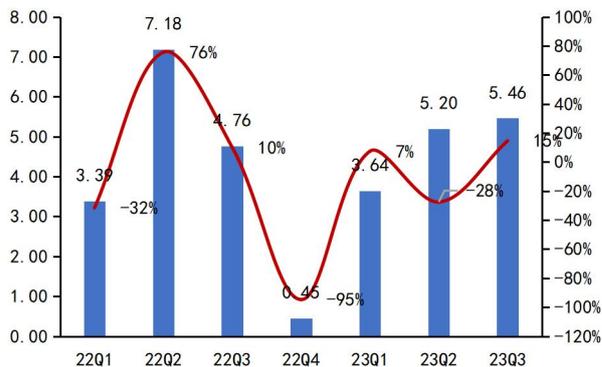
资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图3：公司归母净利润及增速（亿元、%）



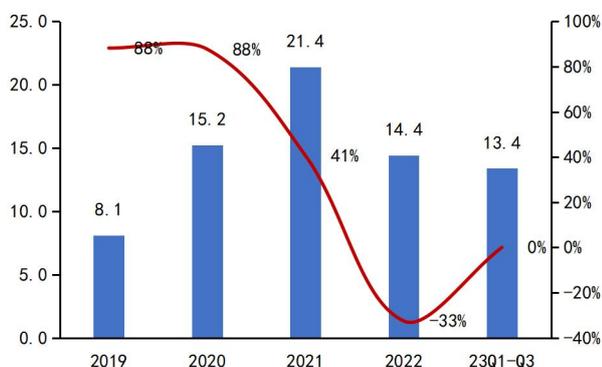
资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图4：公司单季归母净利润及增速（亿元、%）



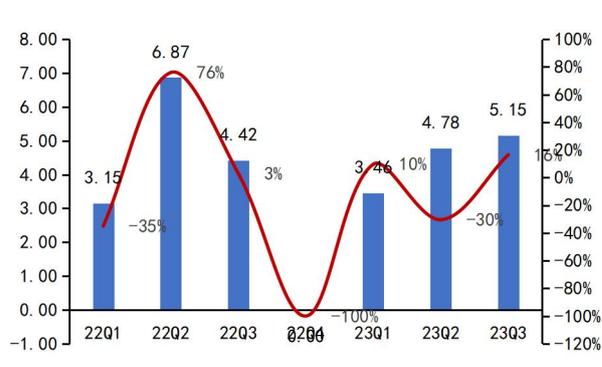
资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图5：公司扣非归母净利润及增速（亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图6：公司单季扣非归母净利润及增速（亿元、%）

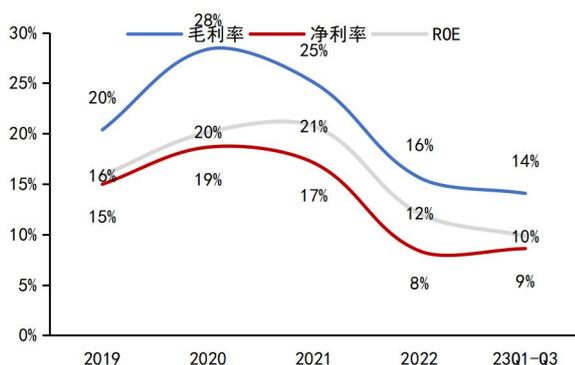


资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

23Q3 公司毛利率有所下滑，期间费用率略有提升。23Q1-Q3 公司毛利率 14.1%，同比下滑 5.4pcts；净利率 8.6%，同比下滑 2.7pcts。23Q3 单季度公司毛利率 13.1%，同比下滑 5.2pcts，环比下滑 3.5pcts；净利率 9.0%，同比下滑 1.5pcts，环比下滑 0.1pcts。

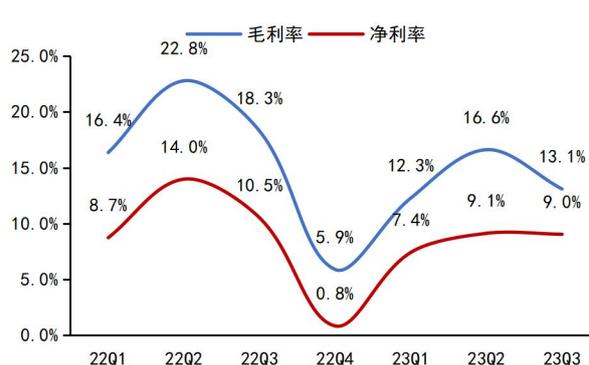
23Q1-Q3 公司期间费用率为 4.4%，同比增长 0.4pcts，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.3%（同比下滑 0.03pcts）、1.0%（同比增长 0.05pcts）、3.1%（同比下滑 0.3pcts）、0%（同比增长 0.7pcts）。

图7：公司毛利率、净利率、ROE 变化



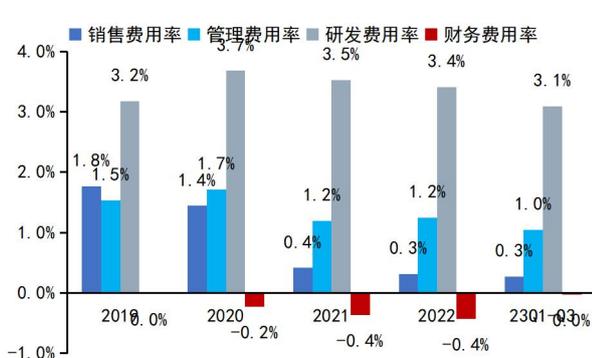
资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图8：公司单季度毛利率、净利率变化



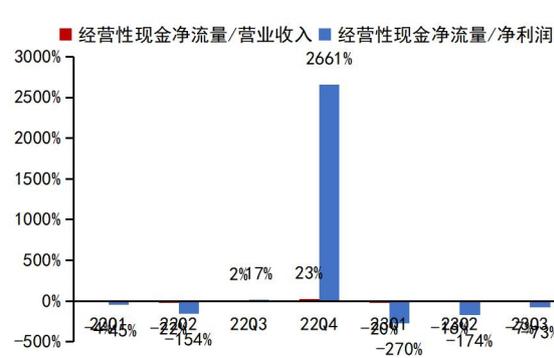
资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图9：公司期间费用占比情况变化



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图10：公司经营活动现金流情况



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

胶膜销售大幅增长，产能快速扩张维持龙头地位。我们测算，23Q1-Q3 公司胶膜出货量 16.0 亿平，同比提升 77%；对应 23Q3 出货量 6.28 亿平，环比提升 24%；单平净利 0.87 元，环比下滑 0.16 元，盈利下降主要系因 23Q2 需求偏淡，胶膜价格下行，7 月盈利达到 23Q2-Q3 低点。

公司福州、嘉兴、泰国、越南等地扩产项目进展顺利，预计 2023 年底光伏胶膜产能有望达到 25 亿平，2024 年底有望超过 30 亿平。凭借可靠的原材料供应链管控能力、稳定高效的生产经营能力和客户需求保障能力，公司综合竞争优势显著。

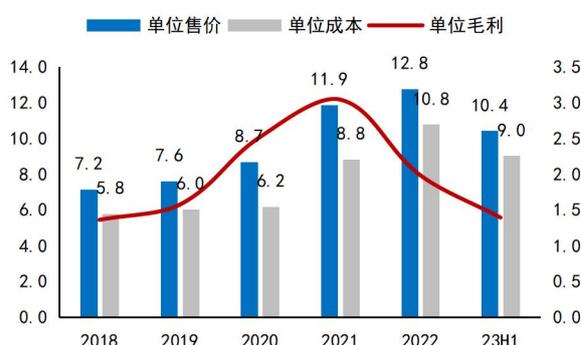
2023 年 N 型电池组件产能快速提升，公司不断与下游客户进行封装方案的研发与迭代，持续构建技术壁垒，针对 N 型电池开发的特种 POE 胶膜和针对 HJT 电池组件开发的承载膜陆续推进量产。

图11: 公司光伏胶膜销售量 (亿平)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理及测算

图12: 公司光伏胶膜销售均价、成本及单平毛利 (元/平)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理及测算

背板销售稳定增长，未来有望受益分布式需求高增。我们测算，23Q1-Q3 公司背板出货量 1.2 亿平，同比提升 38%；对应 23Q3 出货量 0.37 亿平，环比下滑 21%。随着近年来终端市场对光伏背板产品性价比的重视程度提升，公司凭借成熟的 CPC 背板研发生产体系，产品出货量和市场占有率均快速提升，已经成为光伏背板产品的头部企业。

公司嘉兴基地年产 1.1 亿平光伏背板项目已初步投产，并拟投建越南 0.3 亿平背板项目满足海外组件客户需求。未来公司有望受益分布式需求高增，实现背板产品跨越式成长。

图13: 公司光伏背板销售量 (亿平)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理及测算

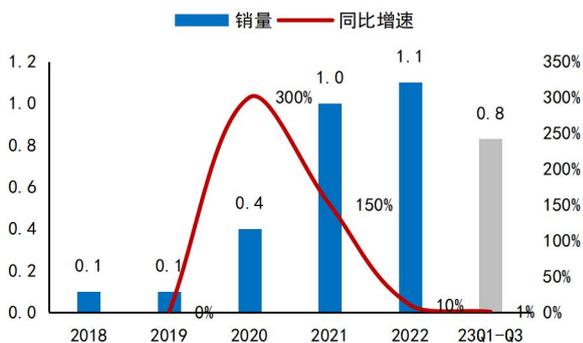
图14: 公司光伏背板销售均价、成本及单平毛利 (元/平)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理及测算

感光干膜方面，我们测算，23Q1-Q3 公司感光干膜出货量 0.83 亿平，同比提升 1%，对应 23Q3 出货量 0.29 亿平。继深南电路、景旺电子、深联电路、生益电子等客户之后，公司顺利导入鹏鼎控股、世运电路、红板科技、建滔集团行业知名客户。目前公司的感光干膜产品已达到可用于 IC 载板/类载板制造所需的解析度要求，相关产品正在积极向下游载板生产厂商进行验证导入。

图15: 公司感光干膜销售量 (亿平)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理及测算

图16: 公司感光干膜销售均价、成本及单平毛利 (元/平)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理及测算

铝塑膜方面，我们测算，23Q1-Q3 公司铝塑膜出货量 709 万平，同比提升 69%，对应 23Q3 出货量 295 万平。公司的铝塑膜产品经过前期的产能投放和客户验证，目前开始进入销售放量阶段，顺利导入赣锋电子、诺威科技、南都电源等行业知名客户，未来随着产能扩张和客户拓展，有望进一步提升行业排名。

投资建议: 考虑公司光伏胶膜业务在当前竞争格局下的定价策略，下调 2023-2025 年盈利预测，预计 2023-2025 年收入 230.1/290.8/347.7 亿元（2023-2025 年原预测为 247.9/325.5/413.2 亿元），同比增速 22%/26%/20%，归母净利润 21.3/27.0/31.0 亿元（2023-2025 年原预测为 28.3/36.5/41.2 亿元），同比增速 35%/27%/15%；摊薄 EPS=1.14/1.45/1.66 元，当前股价对应 PE=22/17/15x，维持“增持”评级。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	2669	6266	6609	6748	7604	营业收入	12858	18877	23012	29083	34770
应收款项	3576	4292	3783	4781	5716	营业成本	9636	15929	19334	24434	29408
存货净额	2450	3516	3178	4017	4834	营业税金及附加	42	53	48	58	70
其他流动资产	1686	2122	1740	1466	1764	销售费用	53	59	60	73	104
流动资产合计	10756	16453	15700	17503	20509	管理费用	154	235	237	291	348
固定资产	2423	2977	4718	5784	6714	研发费用	454	645	696	872	1043
无形资产及其他	364	463	467	470	474	财务费用	(47)	(82)	39	11	1
其他长期资产	145	301	138	116	139	投资收益	19	87	0	0	0
长期股权投资	0	1	1	1	1	资产减值及公允价值变动	(150)	(471)	(246)	(310)	(310)
资产总计	13688	20195	21024	23875	27838	其他收入	186	516	246	310	310
短期借款及交易性金融负债	6	1299	20	20	20	营业利润	2471	1699	2354	3034	3486
应付款项	999	2010	1589	2008	3223	营业外净收支	(2)	3	0	0	0
其他流动负债	401	228	196	248	299	利润总额	2469	1702	2354	3034	3486
流动负债合计	1460	3602	1805	2276	3541	所得税费用	271	123	223	334	383
长期借款及应付债券	0	2515	3209	3209	3209	少数股东损益	1	1	1	2	2
其他长期负债	38	68	68	68	68	归属于母公司净利润	2197	1579	2130	2699	3101
长期负债合计	38	2582	3276	3276	3276	现金流量表 (百万元)	2020	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	1498	6184	5082	5553	6818	净利润	2197	1579	2130	2699	3101
少数股东权益	14	30	31	32	34	资产减值准备	(12)	(158)	(10)	(10)	(10)
股东权益	12176	13981	15911	18290	20986	折旧摊销	190	243	280	393	486
负债和股东权益总计	13688	20195	21024	23875	27838	公允价值变动损失	(2)	5	0	0	0
						财务费用	(47)	(82)	39	11	1
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	(522)	(1351)	579	(1194)	(885)
每股收益	2.31	1.19	1.14	1.45	1.66	其它	(1998)	(291)	50	23	13
每股红利	0.35	0.15	0.17	0.22	0.25	经营活动现金流	(148)	26	3030	1911	2705
每股净资产	12.82	10.52	8.55	9.83	11.28	资本开支	(536)	(577)	(2025)	(1463)	(1420)
ROIC	19%	10%	12%	13%	14%	其它投资现金流	2053	270	163	22	(23)
ROE	21%	12%	14%	16%	16%	投资活动现金流	1517	(307)	(1862)	(1441)	(1443)
毛利率	25%	16%	16%	16%	15%	权益性融资	1304	559	0	0	0
EBIT Margin	20%	10%	11%	12%	11%	负债净变化	(1352)	3672	(585)	0	0
EBITDA Margin	21%	12%	13%	13%	12%	支付股利、利息	(346)	(333)	(200)	(319)	(405)
收入增长	53%	47%	22%	26%	20%	其它融资现金流	3	1158	(1279)	0	0
净利润增长率	40%	-28%	35%	27%	15%	融资活动现金流	(346)	3981	(824)	(331)	(406)
资产负债率	11%	31%	24%	23%	24%	现金净变动	1023	3699	343	139	856
息率	1.4%	0.6%	0.7%	0.9%	1.0%	货币资金的期初余额	1677	2669	6266	6609	6748
P/E	10.9	21.3	22.1	17.4	15.2	货币资金的期末余额	2669	6266	6609	6748	7604
P/B	2.0	2.4	2.9	2.6	2.2	企业自由现金流	1375	130	1224	723	1561
EV/EBITDA	9.4	18.1	17.8	14.0	12.6	权益自由现金流	1420	1363	(91)	713	1559

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032