

2023年04月26日

胶膜盈利逐步修复，新材料业务多点开花

福斯特(603806)

► 2023Q1 盈利能力环比修复

2023Q1，公司实现营收 49.13 亿元，同比+26.48%；实现归母净利润 3.64 亿元，同比+7.46%，环比+706.44%。2023Q1，公司综合毛利率为 12.29%，环比提升 6.39 个百分点。

► 胶膜行业盈利逐步修复，产能扩张稳固领先地位

随着产业链价格的回落，项目收益率回升将带动光伏装机需求增加，进而驱动胶膜需求增长；高价库存消化+需求回升，胶膜有望迎来量利双升。产能方面，公司积极布局海内外产能，根据公司 2022 年年报，2023 年将实现胶膜年产能 25 亿平，市场占有率有望得到巩固。

► 新材料业务多点开花

立足光伏胶膜业务，横向扩展其他新材料业务。自 2003 年成立起，公司进入光伏胶膜市场，逐步成为全球最大的光伏胶膜供应商，连续多年市场占有率超过 50%。在做好光伏胶膜主业之外，公司积极推进其他新材料业务。在光伏领域，公司扩展了光伏背板业务，是涂覆型光伏背板的代表企业之一。在电子材料领域，公司具备感光干膜等 PCB 制造相关的新产品；在功能膜领域，公司扩展了铝塑复合膜。

投资建议

预计 23-25 年公司营收为 260.3/322.2/381.6 亿元，同比+37.9%/+23.8%/+18.4%；归母净利润为 28.4/37.0/44.6 亿元，同比+80.1%/+30.1%/+20.6%，相应 EPS 为 2.13/2.78/3.35 元，以 23 年 4 月 25 日收盘价 47.3 元/股计算，当前股价对应 PE 为 22/17/14 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示

光伏装机需求不及预期；EVA 粒子等原材料价格大幅波动的风险；产能扩张进程不及预期；胶膜行业竞争格局恶化的风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	12,858	18,877	26,030	32,220	38,162
YoY (%)	53.2%	46.8%	37.9%	23.8%	18.4%
归母净利润(百万元)	2,197	1,579	2,842	3,698	4,462
YoY (%)	40.4%	-28.1%	80.1%	30.1%	20.6%
毛利率 (%)	25.1%	15.6%	16.4%	16.9%	17.0%
每股收益(元)	1.68	1.19	2.13	2.78	3.35
ROE	18.0%	11.3%	16.9%	18.0%	17.9%
市盈率	28.15	39.75	22.16	17.03	14.12

资料来源：Wind，华西证券研究所

评级及分析师信息

评级：增持

上次评级：首次覆盖

目标价格：

最新收盘价：47.3

股票代码：603806

52 周最高价/最低价：117.14/46.95

总市值(亿)：629.82

自由流通市值(亿)：507.25

自由流通股数(百万)：239.93



分析师：杨睿

邮箱：yangrui2@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520050003

联系电话：010-5977 5338

研究助理：曾杰煌

邮箱：zengjih@hx168.com.cn

SAC NO: S0100121070026

联系电话：010-5977 5370

正文目录

1、2023Q1 盈利能力环比修复	3
2、胶膜行业盈利逐步修复，产能扩张稳固领先地位	4
3、新材料业务多点开花	4
4、投资建议	5
5、风险提示	6

图表目录

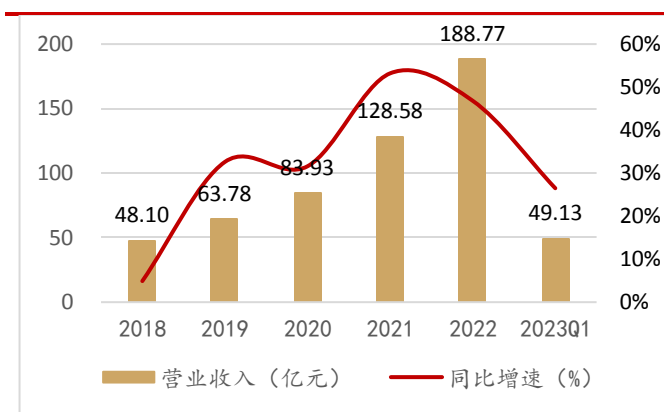
图 1 2018-2023Q1 营业收入及同比增速	3
图 2 2018-2023 Q1 归母净利润及同比增速	3
图 3 2019Q1-2023Q1 公司单季度综合毛利率	3
图 4 多晶硅致密料均价	4
图 5 2018-2022 年光伏背板出货量	5
图 6 可比公司估值	6

1、2023Q1 盈利能力环比修复

受光伏树脂价格波动影响，2022 年公司收入维持高增，但归母净利润下滑。2022 年，公司实现营业收入 188.77 亿元，同比+46.82%；其中，光伏胶膜产品收入 168.52 亿元，同比 46.42%，占总营收的比例为 89.27%，维持稳定。2022 年，在硅料价格持续上涨、组件排产频繁调整、光伏树脂价格大幅波动等因素影响背景下，公司实现归母净利润 15.79 亿元，同比-28.13%。

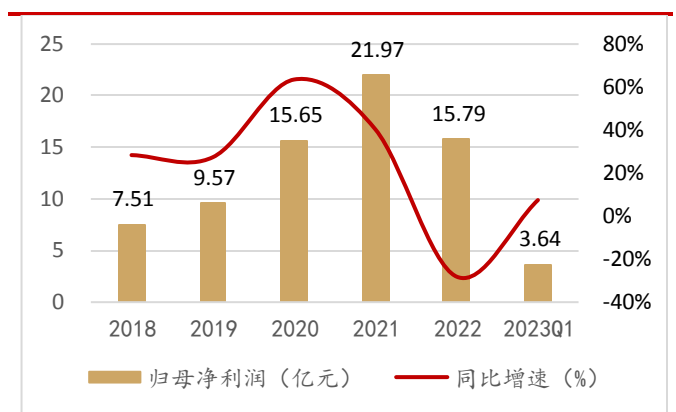
2023Q1，收入维持增长，归母净利润同环比均实现增长。2023 年一季度，公司实现营业收入 49.13 亿元，同比+26.48%；实现归母净利润 3.64 亿元，同比+7.46%，环比+706.44%。

图 1 2018-2023Q1 营业收入及同比增速



资料来源：Wind，华西证券研究所

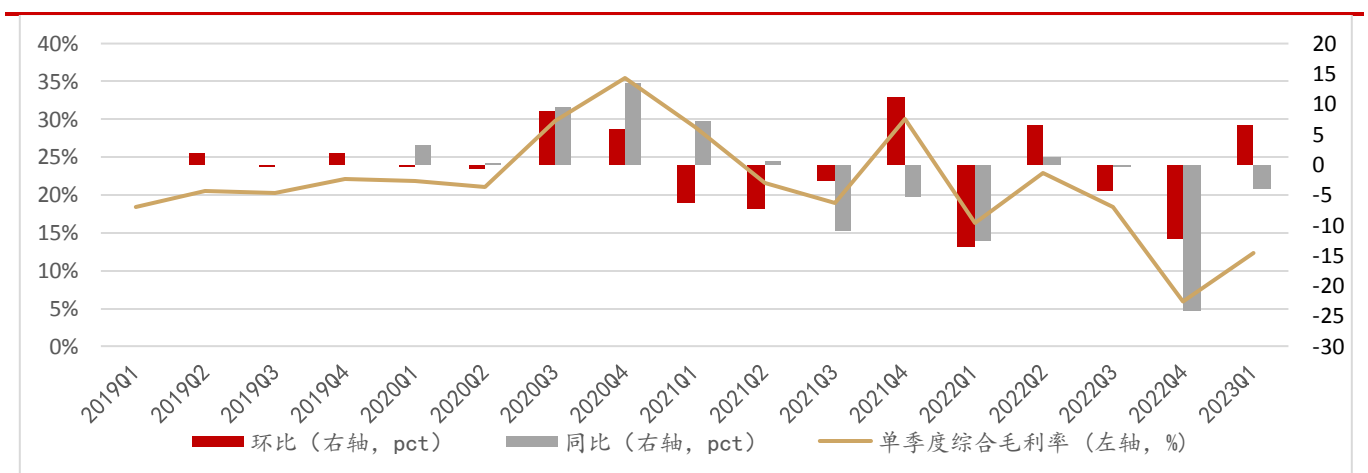
图 2 2018-2023 Q1 归母净利润及同比增速



资料来源：Wind，华西证券研究所

2023Q1 毛利率环比修复。受行业需求调整和光伏树脂价格大幅波动等因素的影响，2022Q3 和 2022Q4 公司毛利率同环比均出现下降。2023Q1，公司综合毛利率为 12.29%，虽同比下降 4.08 个百分点，但环比提升 6.39 个百分点，毛利率实现修复。

图 3 2019Q1-2023Q1 公司单季度综合毛利率

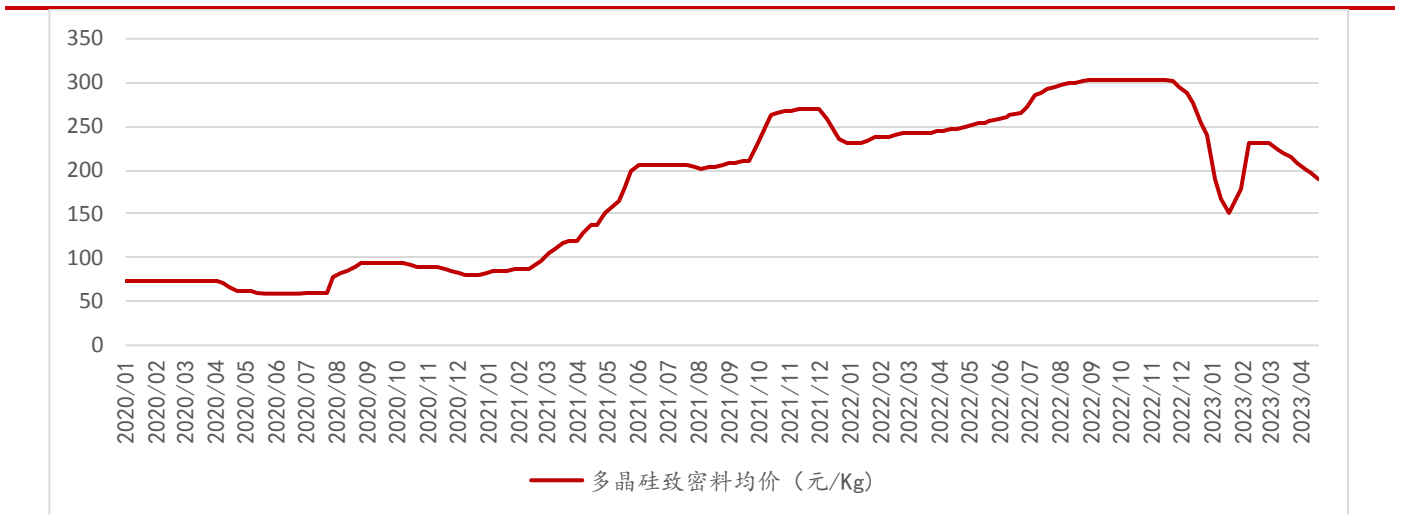


资料来源：Wind，华西证券研究所

2、胶膜行业盈利逐步修复，产能扩张稳固领先地位

光伏产业链价格下降有望驱动装机规模提升，进而带动胶膜需求增长。根据 PVInfoLink，2023 年 4 月 19 日，多晶硅致密料现货均价已下降至 189 元/Kg，较 2022 年 11 月 16 日的现货均价的 303 元/Kg 下降了 37.6%；而硅片、电池片和组件价格亦有相应调整。中长期看，硅料产能持续释放，我们预计硅料价格整体呈下降趋势。随着产业链价格的回落，光伏项目的收益率回升将推动光伏装机规模的增加，进而带动光伏胶膜需求的增长。

图 4 多晶硅致密料均价



资料来源：Wind，华西证券研究所

高价库存消化+需求回升，光伏胶膜有望迎来量利双升。年初至今，随着胶膜企业积累的高价原材料库存逐步消化，库存跌价和高成本压力逐步缓解。我们认为，基于胶膜库存策略及调价方式，后续光伏需求驱动情况下，若胶膜原材料价格进入稳定或上升通道时，胶膜企业原材料高价库存成本压力将缓解，在需求刺激下胶膜有望实现规模放量+盈利修复。

公司积极布局海内外光伏胶膜产能。根据 2022 年年报，在国内，公司持续布局临安总部、安徽滁州、浙江嘉兴等地光伏胶膜产能；在海外，公司首个海外生产基地选址泰国于 2018 年正式投入使用；随着东南亚组件产能的扩张，公司计划对泰国基地的胶膜产能实施扩产，并同时启动年产能 2.5 亿平的越南生产基地的建设；2023 年公司光伏胶膜年设计产能将超 25 亿平米，预计可封装 260GW 组件。

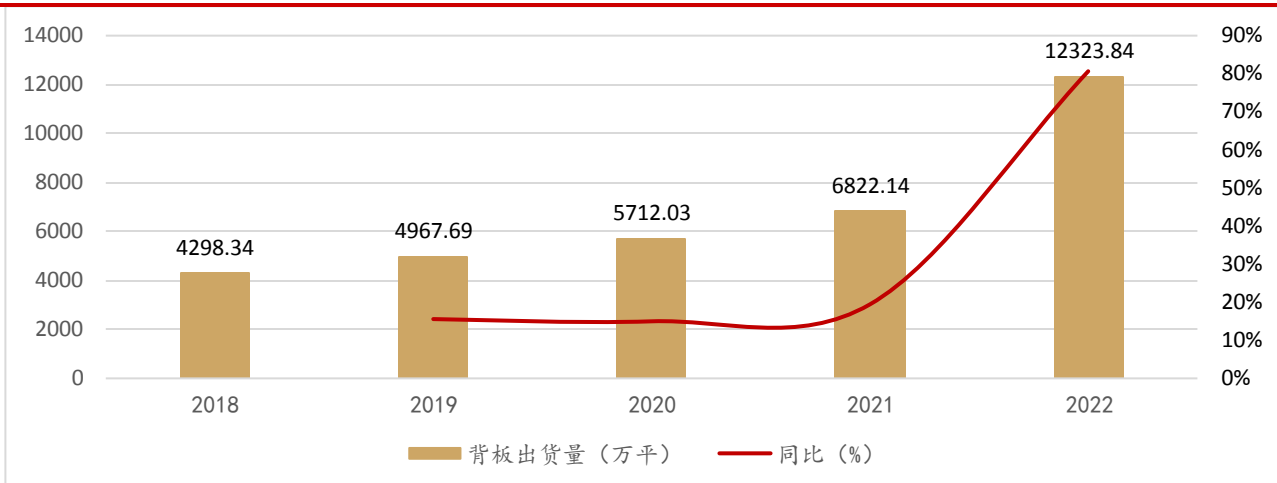
3、新材料业务多点开花

立足光伏胶膜业务，横向扩展其他新材料业务。自 2003 年成立起，公司进入光伏胶膜市场，逐步成为全球最大的光伏胶膜供应商，连续多年市场占有率超过 50%。在做好光伏胶膜主业之外，公司积极推进其他新材料业务。在光伏领域，公司扩展了光伏背板业务，是涂覆型光伏背板的代表企业之一。在电子材料领域，公司具备感光干膜等 PCB 制造相关的新产品；在功能膜领域，公司扩展了铝塑复合膜。

背板：品类齐全，持续扩展产能，提升市占率。根据公司 2022 年年报，公司光伏背板业务 2022 年实现营收 13.41 亿元，同比+84.74%；实现销量 1.23 亿平米，同

比+80.64%，销量快速增长，全球市占率快速提升。**品类方面**，公司在背板产品品类齐全，涵盖复合型和涂覆型，尤其是涂覆型（CPC）光伏背板是公司重点投入自主研发的产品。随着近些年终端市场对光伏背板产品性价比的重视程度提升，凭借成熟的CPC背板研发生产体系，公司背板出货量和市场占有率均快速提升，已经成为光伏背板行业的头部企业。**差异化方面**，根据公司2022年年报，2021年公司推出的高反黑背板获得了隆基、天合、晶科等头部客户的全面应用。**产能方面**，公司启动了嘉兴年产1.1亿平方米背板的扩产项目，有望利用差异化产品和高性价比优势提升市场份额。

图5 2018-2022年光伏背板出货量



资料来源：公司公告，华西证券研究所

电子材料：进行业务内部整合，产品成功进入一线PCB大厂。根据公司2022年年报，为明晰各业务板块权责，整合内部资源，提升公司的经营管理效率，2022年公司将对电子材料业务相关的资产、负债、业务、资质和人员等进行整合；**产销方面**，2022年，公司感光干膜产品实现销量11049.89万平，同比+6.97%；**客户方面**，目前公司的电子材料产品已进入鹏鼎控股、深南电路、深联电路、景旺电子、奥士康、生益电子等大型PCB厂商的供应体系；**新产品方面**，除了感光干膜外，公司也成功开发了制备感光干膜的合成树脂材料、生产柔性线路板的基材挠性覆铜板以及精细线路的绝缘保护材料感光覆盖膜等同为PCB制造相关领域的新产品。

功能膜业务：品类扩张，销量持续提升。产销方面，继干法工艺产品稳定出货之后，铝塑复合膜的热法工艺产品也开始出货；2022年，公司实现铝塑复合膜销售量600万平方米，产品的应用领域和客户群体也逐步从3C电池拓展到储能电池和动力电池，出货量的有望持续增长。

4、投资建议

我们预计23-25年公司营收为260.3/322.2/381.6亿元，同比+37.9%/+23.8%/+18.4%；归母净利润为28.4/37.0/44.6亿元，同比+80.1%/+30.1%/+20.6%，相应EPS为2.13/2.78/3.35元，以23年4月25日收盘价47.3元/股计算，当前股价对应PE为22/17/14倍，参考可比公司赛伍技术和鹿山新材，考虑公司在行业中的龙头地位和行业增长带来的公司业绩增长空间，首次覆盖，给予“增持”评级。

图 6 可比公司估值

证券代码	可比公司	收盘价 (元)	EPS (元)			PE		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
603212.SH	赛伍技术	21.34	1.35	2.21	-	15.83	9.64	-
603051.SH	鹿山新材	43.51	2.74	3.75	-	15.88	11.61	-
平均值						15.85	10.62	-

资料来源：Wind，华西证券研究所

注：赛伍技术和鹿山新材相关数据来自 Wind 一致预期，PE 以 2023 年 4 月 25 日收盘价计算。

5、风险提示

- 1、光伏装机需求不及预期。
- 2、EVA 粒子等原材料价格大幅波动的风险。
- 3、产能扩张进程不及预期。
- 4、胶膜行业竞争格局恶化的风险。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	18,877	26,030	32,220	38,162	净利润	1,579	2,843	3,700	4,464
YoY (%)	46.8%	37.9%	23.8%	18.4%	折旧和摊销	249	312	390	440
营业成本	15,929	21,755	26,765	31,693	营运资金变动	-2,188	-2,649	-1,906	-1,634
营业税金及附加	53	83	99	116	经营活动现金流	26	616	2,354	3,485
销售费用	59	78	90	99	资本开支	-572	-892	-915	-896
管理费用	235	318	387	450	投资	-1	-1	-1	-1
财务费用	-82	-2	13	-15	投资活动现金流	-307	-799	-802	-755
研发费用	645	859	1,044	1,221	股权募资	536	0	0	0
资产减值损失	-158	-40	-50	-60	债务募资	3,801	2,649	2,257	1,811
投资收益	87	93	115	143	筹资活动现金流	3,981	2,494	2,029	1,522
营业利润	1,699	3,060	3,970	4,779	现金净流量	3,721	2,311	3,581	4,252
营业外收支	3	-2	0	0					
利润总额	1,702	3,058	3,970	4,779	主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
所得税	123	214	270	315	成长能力 (%)				
净利润	1,579	2,843	3,700	4,464	营业收入增长率	46.8%	37.9%	23.8%	18.4%
归属于母公司净利润	1,579	2,842	3,698	4,462	净利润增长率	-28.1%	80.1%	30.1%	20.6%
YoY (%)	-28.1%	80.1%	30.1%	20.6%	盈利能力 (%)				
每股收益	1.19	2.13	2.78	3.35	毛利率	15.6%	16.4%	16.9%	17.0%
					净利率	8.4%	10.9%	11.5%	11.7%
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	总资产收益率 ROA	7.8%	11.0%	11.1%	11.4%
货币资金	6,266	8,577	12,158	16,410	净资产收益率 ROE	11.3%	16.9%	18.0%	17.9%
预付款项	245	451	541	620	偿债能力 (%)				
存货	3,516	3,681	5,606	5,328	流动比率	4.57	4.82	4.33	4.77
其他流动资产	6,426	8,892	10,053	11,575	速动比率	3.43	3.83	3.34	3.89
流动资产合计	16,453	21,601	28,358	33,933	现金比率	1.74	1.91	1.85	2.31
长期股权投资	1	2	3	3	资产负债率	30.6%	35.0%	38.1%	36.2%
固定资产	2,523	2,949	3,322	3,639	经营效率 (%)				
无形资产	463	588	699	813	总资产周转率	1.11	1.13	1.09	1.05
非流动资产合计	3,742	4,315	4,834	5,282	每股指标 (元)				
资产合计	20,195	25,915	33,192	39,215	每股收益	1.19	2.13	2.78	3.35
短期借款	1,297	1,946	2,703	3,513	每股净资产	10.50	12.63	15.41	18.76
应付账款及票据	2,010	1,788	3,035	2,663	每股经营现金流	0.02	0.46	1.77	2.62
其他流动负债	294	745	818	939	每股股利	0.15	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	3,602	4,479	6,556	7,115	估值分析				
长期借款	0	0	0	0	PE	39.75	22.16	17.03	14.12
其他长期负债	2,582	4,582	6,082	7,082	PB	6.33	3.74	3.07	2.52
非流动负债合计	2,582	4,582	6,082	7,082					
负债合计	6,184	9,061	12,638	14,198					
股本	1,332	1,332	1,332	1,332					
少数股东权益	30	31	32	34					
股东权益合计	14,011	16,854	20,554	25,017					
负债和股东权益合计	20,195	25,915	33,192	39,215					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

杨睿，华北电力大学硕士，专注能源领域研究多年，曾任民生证券研究院院长助理、电力设备与新能源行业首席分析师。2020年加入华西证券研究所，任电力设备与新能源行业首席分析师。2021年新浪财经金麒麟电力设备与新能源行业新锐分析师第一名。

曾杰煌，西南财经大学硕士，曾任民生证券研究院能源开采行业助理分析师，2022年加入华西证券研究所。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。