

## 强烈推荐-A (维持)

## 福斯特 603806.SH

目标估值：- 元

当前股价：40.53 元

2020 年 06 月 10 日

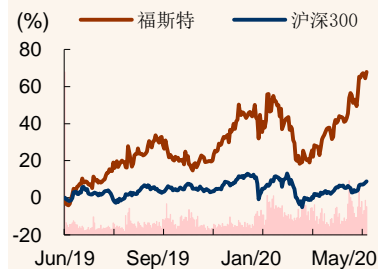
## 胶膜长期受益装机增长，感光干膜有望成为新增长极

## 基础数据

上证综指	2956
总股本(万股)	73164
已上市流通股(万股)	73164
总市值(亿元)	297
流通市值(亿元)	297
每股净资产(MRQ)	9.1
ROE(TTM)	13.5
资产负债率	20.9%
主要股东	杭州福斯特科技集团
主要股东持股比例	52.63%

## 股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	19	34	70
相对表现	16	31	57



资料来源：贝格数据、招商证券

## 相关报告

- 1、《福斯特（603806）——业绩保持快速增长，静待下半年国内装机放量》2019-08-25
- 2、《福斯特（603806）——光伏胶膜拉动业绩高速增长，新材料有望加大贡献》2019-05-10
- 3、《福斯特（603806）——光伏胶膜业务稳健增长，新材料业务发展加快》2019-03-01

## 游家训

021-68407937  
youjx@cmschina.com.cn  
S1090515050001

## 刘晓飞

021-68407539  
liuxiaofei@cmschina.com.cn  
S1090517070005

福斯特是全球光伏胶膜龙头，市场份额在 60% 以上，公司通过低价策略成功压制了竞争对手的扩张，竞争格局在光伏产业各个环节当中属于最优的，长期受益于光伏市场的繁荣。此外公司感光干膜业务进展顺利，成功打入深南电路、景旺电子、奥斯康等下游大厂，放量在即，感光干膜市场空间大于光伏胶膜，公司有望在感光干膜领域复制光伏胶膜的成功路径，实现感光干膜的进口替代，增长动能较强，预计 2020-2022 年 EPS 分别为 1.43、1.80、2.11，对应明年 PE 为 23 倍，维持“强烈推荐-A”评级。

- **新材料领域稀缺标的，内生增长动力强劲。**福斯特是一家专注于新材料的高科技企业，早期从事热熔网膜生产销售，后来切入光伏胶膜领域并逐渐成为全球龙头，当前正在往电子材料、功能膜材料、特种化学品等领域延伸，产品种类不断增多，但始终围绕新材料布局，公司成长完全通过自主研发，不依赖并购，内生增长动力强劲。
- **光伏胶膜全球市占率 60%，龙头地位稳固。**福斯特成功实现了光伏胶膜的国产化并实现了大规模的进口替代，当前全球市占率 60%。公司通过将毛利率控制在 20%，成功压制了海内外竞争对手的扩张能力和扩张意愿，另一方面公司依托成本优势和融资能力快速扩产，稳步提升市场份额，福斯特的胶膜光伏产业所有环节当中市场占比是最高的，竞争格局也是最优的，长期受益于电池和组件技术进步带来的光伏装机增长。
- **感光干膜业务取得突破性进展，有望复制光伏胶膜进口替代历程。**公司通过自主研发，成功掌握了感光干膜的核心生产工艺，实现了感光干膜的国产化，当前产品在深南电路、景旺电子、奥斯康等企业已经认证通过，其他 PCB 认证仍在积极推进当中，干膜业务的放量只是时间问题。全球感光干膜市场份额在 100 亿以上，市场空间比光伏胶膜略高，下游是电子和通信，成长性也较好，公司有望在感光干膜领域复制光伏胶膜的进口替代历程。
- **盈利预测与投资建议：**预计 2020-2022 年公司归母净利润分别为 10.5、13.2、15.5 亿元，同比分别增长 9%、26%、17%，对应当前股本 EPS 分别为 1.43、1.80、2.11，对应明年 PE 为 23 倍，维持“强烈推荐-A”评级。
- **风险提示：**电力需求和光伏需求低于预期；感光干膜业务放量低于预期；

## 财务数据与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入(百万元)	4810	6378	7718	9261	10835
同比增长	5%	33%	21%	20%	17%
营业利润(百万元)	858	1094	1208	1522	1786
同比增长	33%	27%	10%	26%	17%
净利润(百万元)	751	957	1047	1318	1545
同比增长	36%	27%	9%	26%	17%
每股收益(元)	1.44	1.83	1.43	1.80	2.11
PE	28.2	22.1	28.3	22.5	19.2
PB	3.8	3.2	4.1	3.6	3.1

资料来源：公司数据、招商证券

## 正文目录

一、光伏胶膜全球龙头，盈利稳健增长 .....	4
1、公司简介 .....	4
2、收入净利持续增长，报表稳健支撑长期发展 .....	5
二、坚定扩产巩固胶膜龙头地位，长期受益光伏装机增长 .....	6
1、打破国外垄断，成功实现进口替代 .....	6
2、坚定扩产巩固市场份额，长期受益光伏装机增长 .....	7
3、光伏胶膜收入净利有望持续增长 .....	8
三、感光干膜取得突破，有望复制光伏胶膜替代路径 .....	9
1、积极布局感光干膜 .....	9
2、客户认证取得重大突破，干膜有望成为新的增长点 .....	11
四、结论与投资建议 .....	13

## 图表目录

图 1：福斯特股权结构 .....	4
图 2：福斯特收入持续增长 .....	5
图 3：福斯特净利持续增长 .....	5
图 4：福斯特毛利率和净利率走势 .....	5
图 5：福斯特 ROE 和 ROIC 走势 .....	5
图 6：福斯特负债率很低 .....	5
图 7：福斯特短期偿债能力强大 .....	5
图 8：光伏组件结构图 .....	6
图 9：福斯特胶膜毛利率控制在 20% .....	6
图 10：福斯特胶膜市占率持续提升 .....	6
图 11：福斯特胶膜产能趋势 .....	7
图 12：胶膜业务收入持续增长 .....	8
图 13：福斯特胶膜毛利率控制在 20% .....	8
图 14：光伏胶膜净利预测 .....	8
图 15：光刻胶组成 .....	9
图 16：感光干膜实物图 .....	9
图 17：感光干膜结构示意图 .....	9

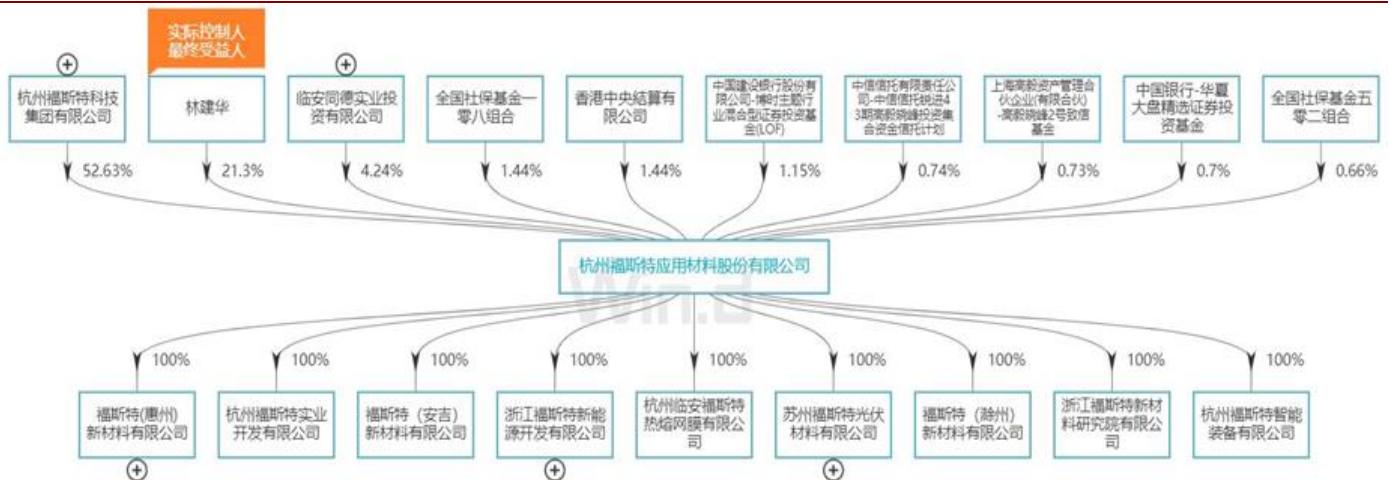
图 18: 感光干膜原理图 .....	9
图 19: 感光干膜是光刻胶中最主要的一种 .....	10
图 20: PCB 市场分布 .....	10
图 21: 中国 PCB 市场走势 .....	10
图 22: 感光干膜市场格局 .....	11
图 23: 福斯特历史 PE Band .....	13
图 24: 福斯特历史 PB Band .....	13
表 1: 福斯特收入结构 .....	4
表 2: 胶膜需求测算 .....	7
表 3: 感光干膜业务盈利预测 .....	11
附: 财务预测表 .....	14

# 一、光伏胶膜全球龙头，盈利稳健增长

## 1、公司简介

福斯特是一家专注于新材料的高科技企业。福斯特成立于 2003 年，实际控制人为林建华。公司早期从事热熔网膜生产销售，后来切入光伏胶膜领域并逐渐成为全球龙头，当前正在往电子材料、功能膜材料、特种化学品等领域延伸，产品种类不断增多，但始终围绕新材料布局，公司成长也不依赖并购，内生增长动力很强。

图 1：福斯特股权结构



资料来源：wind、招商证券

当前主营业务为光伏胶膜，感光干膜有望成为新的增长点。光伏胶膜主要用于光伏组件电池片和背板材料之间的封装，主要分为 EVA 和 POE 两种，POE 主要用于双面组件的背面封装。2019 年公司光伏胶膜收入 57 亿元，收入占比 89%，其次是光伏背板，收入占比 8%，其余业务体量较小。感光干膜已经突破核心工艺，下游客户认证也较为顺利，很可能成为公司新的收入和利润增长点。

表 1：福斯特收入结构

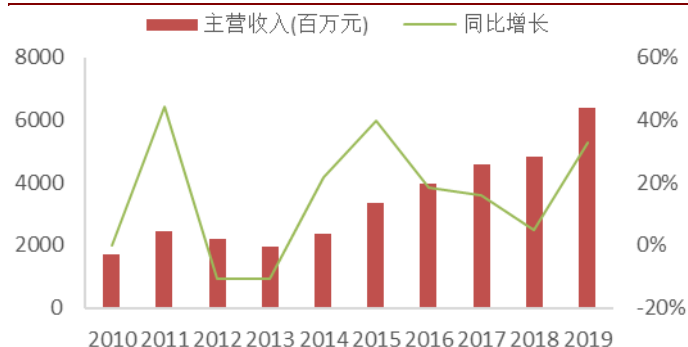
单位：百万元	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A
EVA 胶膜	2,125	2,923	3,412	3,887	4,153	5,695
背板	188	300	305	508	511	527
电子材料				6	29	57
太阳能发电系统		0	10	39	38	22
热熔网膜	32	31	33	27	21	19
感光干膜						
烯炔薄膜			141	66		
双面胶						
其他业务	41	79	51	52	47	50
其他主营业务					11	8

资料来源：wind、招商证券

## 2、收入净利持续增长，报表稳健支撑长期发展

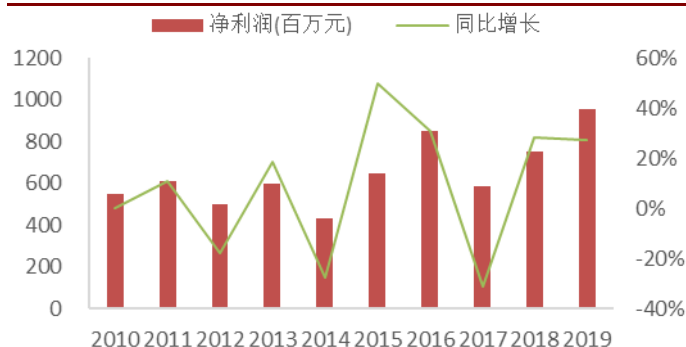
光伏胶膜成功实现进口替代，收入净利持续增长。2019 年公司收入 64 亿元，净利 9.6 亿元，同比分别增长 33%和 27%。自 2013 年福斯特作为第一起草人参与制定胶膜国家标准并奠定行业地位以来，公司年均收入增速 22%，高于同期全球装机增速 2PCT。

图 2：福斯特收入持续增长



资料来源：wind、招商证券

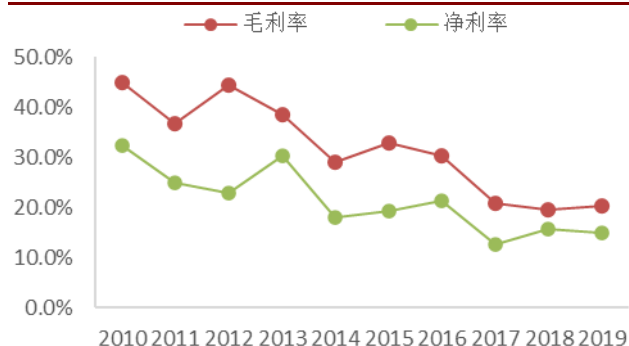
图 3：福斯特净利持续增长



资料来源：wind、招商证券

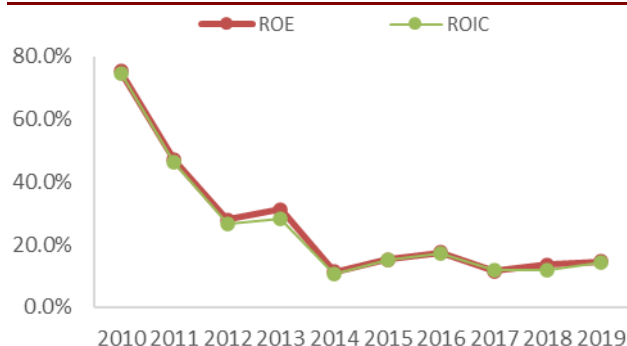
公司将毛利率控制在 20%的合理水平，ROE 接近 15%。公司为了扩大市场份额并压制竞争对手的扩张能力和意愿，通过主动降价将毛利率从 40%压缩到 20%左右并维持，成功实现了市场份额的快速提升。2019 年公司毛利率 20%，对应 ROE 仍然高达 15%，长期来看 15%的稳定 ROE 是非常可观的。

图 4：福斯特毛利率和净利率走势



资料来源：wind、招商证券

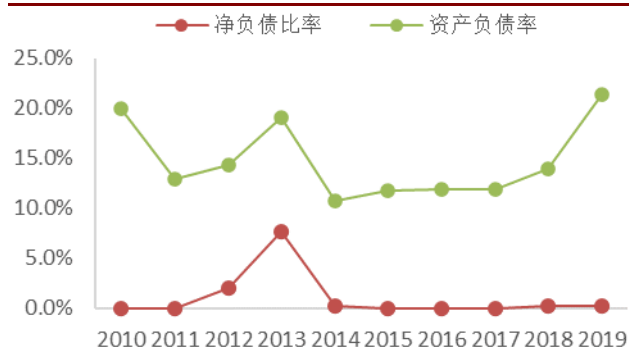
图 5：福斯特 ROE 和 ROIC 走势



资料来源：wind、招商证券

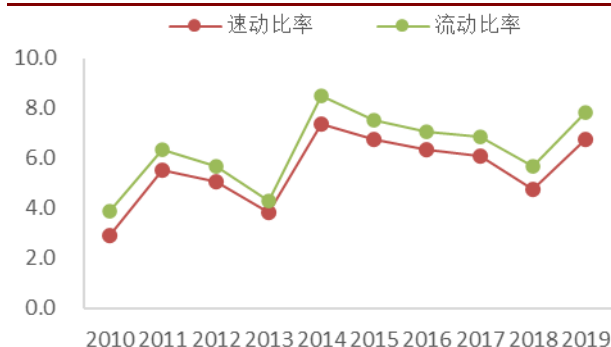
报表非常健康。2019 年公司资产负债率仅 21%，净负债率接近 0%，非常稳健。

图 6：福斯特负债率很低



资料来源：wind、招商证券

图 7：福斯特短期偿债能力强大



资料来源：wind、招商证券

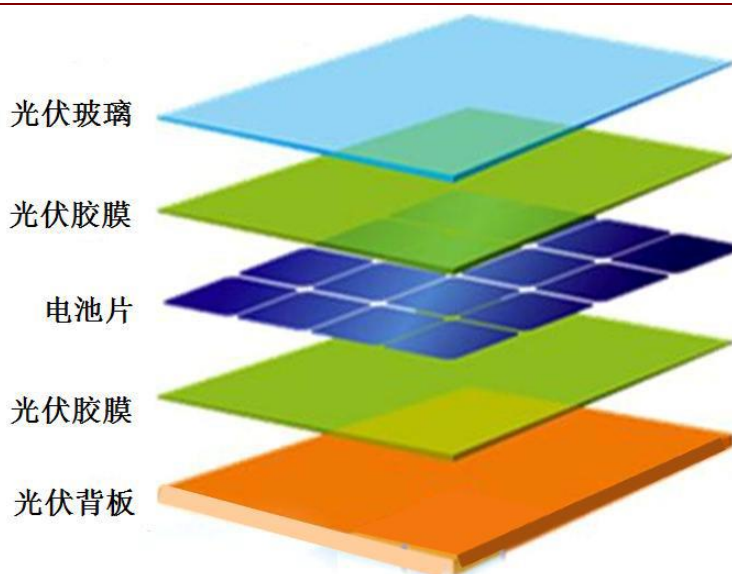


## 二、坚定扩产巩固胶膜龙头地位，长期受益光伏装机增长

### 1、打破国外垄断，成功实现进口替代

**光伏胶膜是组件环节核心辅材。**光伏封装胶膜是太阳能电池组件关键封装材料，对太阳能电池组件起到封装和保护的作用，能提高组件的光电转换效率，并延长组件的使用寿命。早期光伏胶膜主要依赖进口，主要生产厂家包括美国胜邦（STR），日本的三井化学、普利司通等企业。

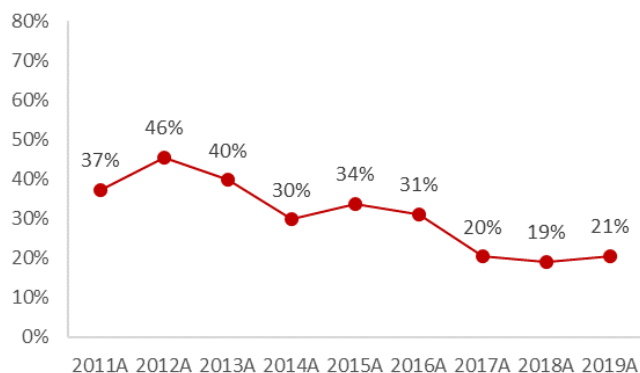
图 8：光伏组件结构图



资料来源：福斯特年报、招商证券

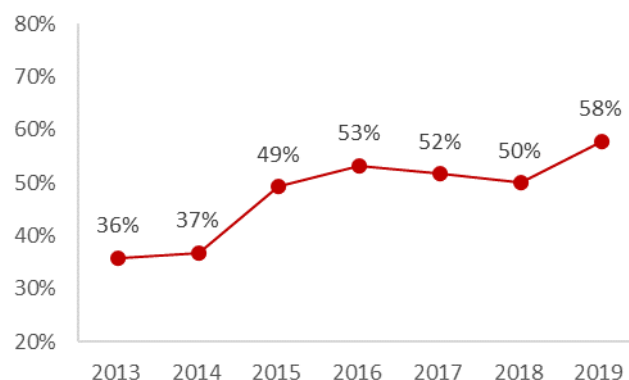
**福斯特成功实现国产化，完成进口替代。**2003 年福斯特开始布局 EVA 胶膜，经过近 5 年的自主开发，福斯特在配方、生产工艺、关键设备等方面取得了重大突破，2008 年所产 EVA 胶膜主要指标已达到或超过国外产品。2013 年国家标准“光伏组件封装用乙烯-醋酸乙烯酯共聚物(EVA)胶膜”发布，福斯特为起草排名第一单位，彻底奠定公司行业地位。此后公司通过低价策略，将毛利率从 40%压缩到 20%，成功抢占全球市场份额，市占率从 2013 年的 36%提升到 2019 年的 60%，成为全球光伏胶膜领域的寡头。

图 9：福斯特胶膜毛利率控制在 20%



资料来源：wind、招商证券

图 10：福斯特胶膜市占率持续提升



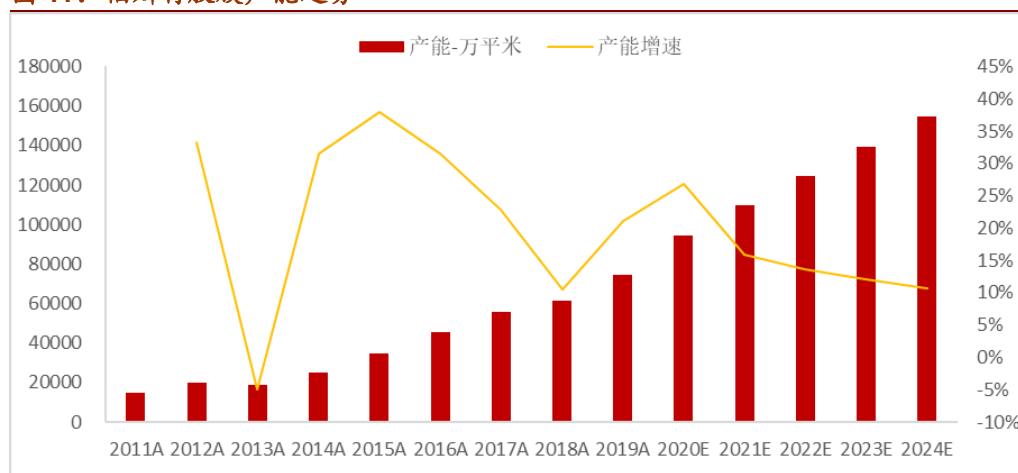
资料来源：wind、招商证券

## 2、坚定扩产巩固市场份额，长期受益光伏装机增长

2019 年底产能 7.5 亿平，在建及规划 9.5 亿平。公司光伏胶膜业务共有 4 个生产基地，预计到 2020 年底产能增长到 9-9.5 亿平，当前在建项目投产后，产能将达到 17 亿平。

- 杭州本部：2019 年底产能 4.8 亿平，在建 4.5 亿平，其中今年投产 1 亿平；
- 泰国基地：2019 年底产能 0.75 亿平，计划明年扩产 6000-7000 万平；
- 常熟基地：2019 年底产能 1.9 亿平，短期无扩产计划；
- 滁州基地：正在筹备，预计明年开始逐步释放产能；

图 11：福斯特胶膜产能趋势



资料来源：wind、招商证券

光伏胶膜技术路线稳定，需求和全球光伏装机直接相关。光伏组件封装技术一直在进步，但基本封装思路没有发生大的变化，电池+胶膜+玻璃的经典模式长期不变，胶膜的替代品几乎没有，因此胶膜的需求主要和全球光伏装机量相关，考虑组件效率的提升，胶膜需求增速略低于光伏装机增速。预计 2020-2023 年全球光伏组件产量分别为 130GW、150GW、170GW、190GW，对应胶膜需求分别为 13.3/14.8/16.5/17.6 亿平，假设福斯特市占率在 65%左右，对应福斯特胶膜销量分别为 8.4/9.5/10.7/11.5 亿平。

表 2：胶膜需求测算

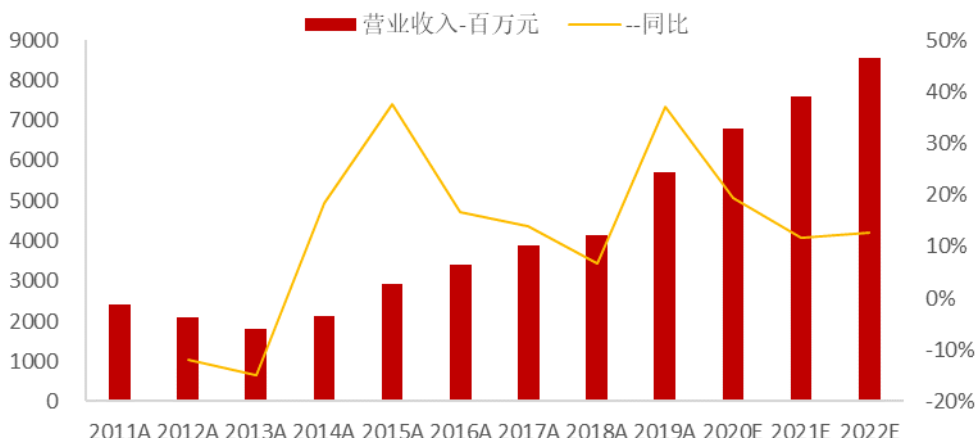
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
组件面积-平米	1.60	1.60	1.60	1.60	1.60	1.60	2.21	2.21	2.21	2.21
EVA 胶膜损耗率	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
单个组件 EVA 消耗-平	3.23	3.23	3.23	3.23	3.23	3.23	4.45	4.45	4.45	4.45
组件平均功率-W	250	255	265	275	283	300	435	450	460	480
EVA 消耗-平米/100W	1.29	1.27	1.22	1.18	1.14	1.08	1.02	0.99	0.97	0.93
全球晶硅组件产量-GW	55	60	72	95	100	120	130	150	170	190
同比增长	27%	9%	20%	32%	5%	20%	8%	15%	13%	12%
全球 EVA 需求（万平）	70853	76055	87822	111743	114216	129293	133124	148485	164625	176326
同比增长	25%	7%	15%	27%	2%	13%	3%	12%	11%	7%
福斯特销量（万平）	26051	37459	46745	57738	58091	74869	83868	95030	107006	114612
同比增长	28%	44%	25%	24%	1%	29%	12%	13%	13%	7%
市场占有率	37%	49%	53%	52%	50%	58%	63%	64%	65%	65%

资料来源：wind、招商证券

### 3、光伏胶膜收入净利有望持续增长

**胶膜收入有望持续增长。**2019 年公司光伏胶膜收入 57 亿元，同比增长 37%，其中售价提升贡献 7%，销量增长贡献 30%。光伏胶膜价格提升一方面源于需求旺盛，另一方面源于双面组件占比提升带来高价格的 POE 胶膜占比提升。2019 年公司胶膜销售均价 7.61 元/平，2020Q1 提升至 8 元/平，年初短暂下调价格后又回复到正常水平，当前胶膜供应依旧偏紧，尤其是 POE 胶膜，全年售价至少在 8 元以上。估算 2020-2022 年胶膜收入分别为 68、76、86 亿元，同比分别增长 37%、20%、12%。

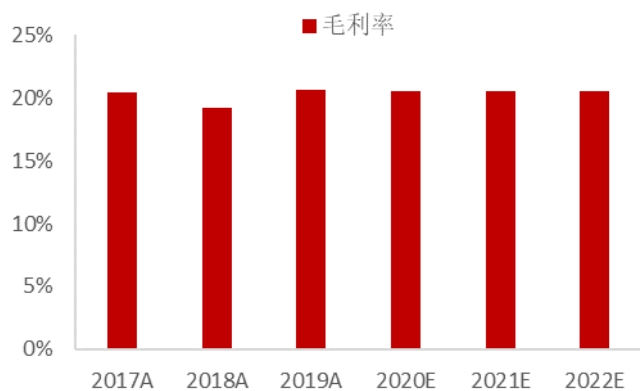
图 12：胶膜业务收入持续增长



资料来源：wind、招商证券

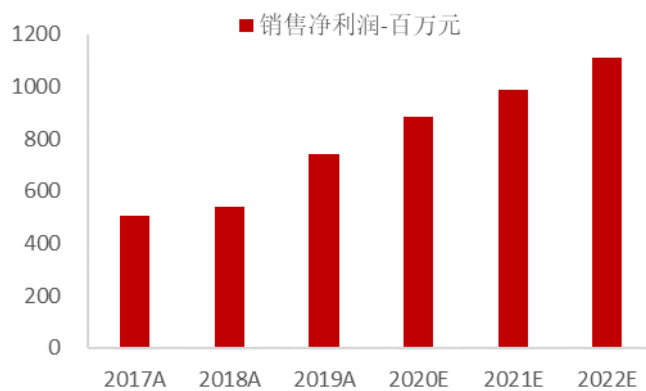
**毛利率和净利率保持稳定，确保市场格局有序。**2013 年前后胶膜毛利率高达 40%，公司主动降价将毛利率压缩到 20%，将不具备成本优势的海外供应商挤出市场，并压制国内其他厂商的扩张步伐，这一战略非常成功，公司的市场率从 2013 年的 36% 提升到 2019 年的 58%，销量从 2 亿平增长到 7.5 亿平。当前公司仍旧严格控制毛利率在 20% 左右，并积极扩产，通过量的增长来实现净利增长。预计 2020-2022 年胶膜业务净利润分别为 8.4、9.5、10.7 亿元，同比分别增长 12%、13%、13%。

图 13：福斯特胶膜毛利率控制在 20%



资料来源：wind、招商证券

图 14：光伏胶膜净利预测



资料来源：wind、招商证券



### 三、感光干膜取得突破，有望复制光伏胶膜替代路径

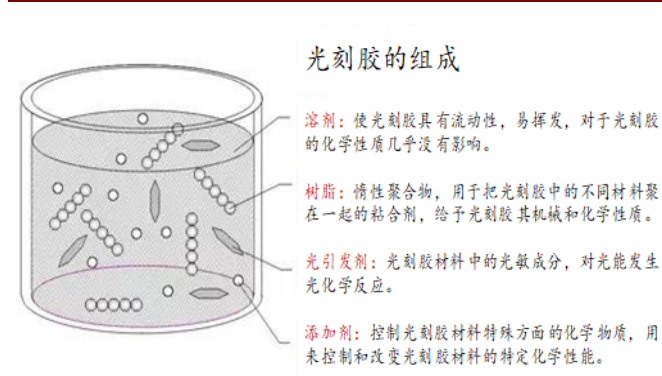
#### 1、积极布局感光干膜

**感光干膜用于生产高分辨率的印刷电路板。**感光干膜（干膜光刻胶）的主要用途是提高印制电路板（PCB）的分辨率，能够制造线宽小于 0.1mm 的 PCB 图像。应用干膜能够简化印刷版制造的工序，实现机械化和自动化，PCB 产品性能的进步离不开感光干膜的技术进步。

**构成:**感光干膜是由预先配制好的液态光刻胶（Photoresist）在精密的涂布机上和高清洁度的条件下均匀涂布在载体聚酯薄膜（PET 膜）上，经烘干、冷却后，再覆上聚乙烯薄膜（PE 膜），收卷而卷成状的薄膜型光刻胶。其中，液态光刻胶由溶剂、树脂、光引发剂、添加剂混合制成。

**原理:**干膜光刻胶压合在覆铜板上，通过曝光、显影将底片（掩模板或阴图底版）上的电路图形复制到感光干膜上，再利用感光干膜的抗蚀刻性能，对覆铜板进行蚀刻加工，形成印刷电路板的精细铜线路。感光干膜的性能主要由光刻胶层的化学品组成配方决定。

图 15：光刻胶组成



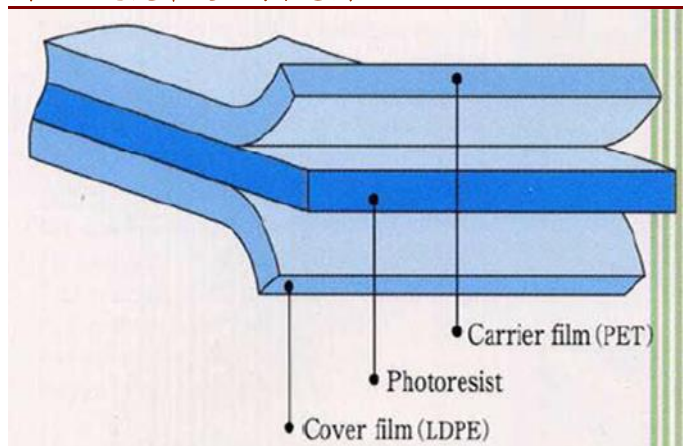
资料来源：wind、招商证券

图 16：感光干膜实物图



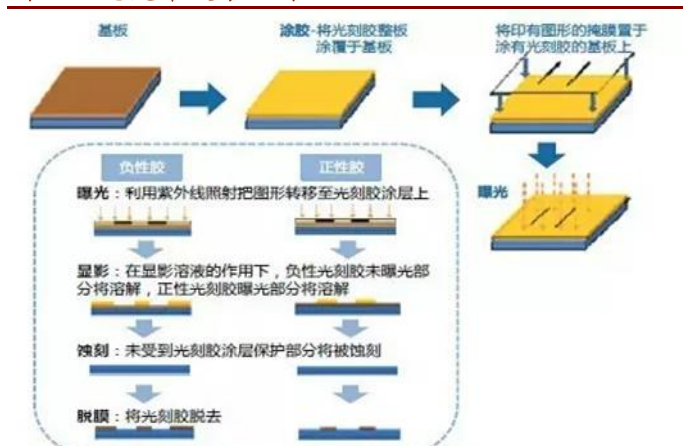
资料来源：wind、招商证券

图 17：感光干膜结构示意图



资料来源：wind、招商证券

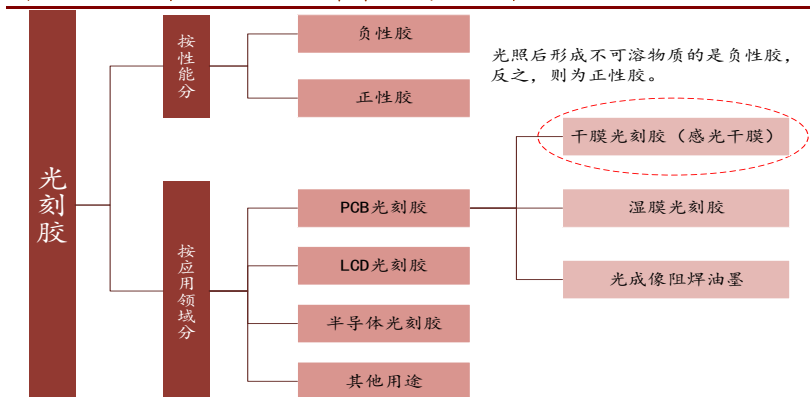
图 18：感光干膜原理图



资料来源：wind、招商证券

感光干膜是 PBC 光刻胶最主要的一种。PBC 光刻胶主要分为：湿膜光刻胶、干膜光刻胶（感光干膜）以及光成像阻焊油墨三类。其中，感光干膜和光成像阻焊油墨在中国用量最大，增速最快。

图 19：感光干膜是光刻胶中最主要的一种



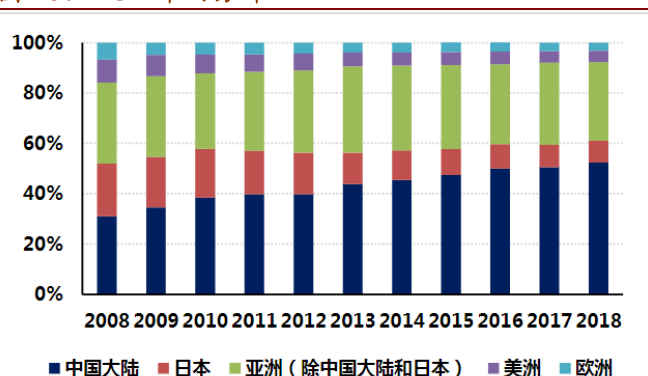
资料来源：wind、招商证券

**感光干膜技术壁垒较高。**虽然国内部分优秀厂商开始具备制造感光干膜的技术水平，但是制备感光干膜的配方、工艺要求决定了行业仍然是技术密集型。具体来看，主要的核心技术主要是配方技术和涂覆技术，配方的差异将决定成本的高低以及产品的质量，而涂覆技术将决定膜的均匀程度，一般来说，光刻胶膜厚从 0.5um 到 1.5um 不等，而且它的均匀性必须到达只有正负 0.01um 的误差，难度相当大

**高壁垒导致市场集中度高。**感光干膜由于技术含量高、设备投资大、市场壁垒高、规模效应显著，所以行业集中度比较高。全球感光干膜的厂家主要有 7 家，分别为日本日立化成、日本旭化成、韩国 KOLON、台湾长兴化学、美国杜邦、台湾长春化工、意大利莫顿公司，前五家公司占据了 80% 左右的市场。

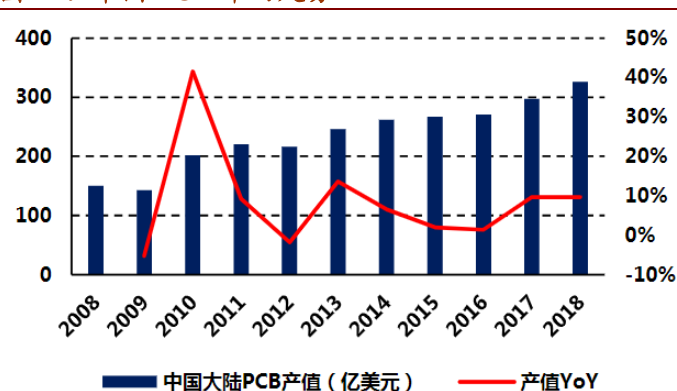
**产业转移，技术突破，国内厂商迎来机遇。**受益于全球 PCB 市场向中国转移，中国 PCB 产值 2018 年突破了 300 亿美元，占全球 PCB 产值比例在 50% 左右。中国 PCB 市场的良好增长为感光干膜带来了巨大的需求。同时，国内部分厂商在感光干膜的关键材料 PET 和 PE 上目前也已突破，技术壁垒在逐步瓦解，国内厂商迎来发展机遇。

图 20：PCB 市场分布



资料来源：wind、招商证券

图 21：中国 PCB 市场走势



资料来源：wind、招商证券

**公司积极切入感光干膜业务。**从感光干膜结构可以看出，感光干膜是在 PET 上涂覆抗腐蚀层和 PE 层，这种技术与公司背板业务的涂覆技术有较大的类似性。公司通过自主研发，积极切入感光干膜业务，目前已经掌握核心生产工艺，并往上游原材料延伸，确

保自身供应链安全并扩大盈利能力。2019 年公司感光干膜已经实现 1518 万平的出货，开启了进口替代的序幕，感光干膜有望成为光伏胶膜之后第二个由福斯特主导完成进口替代的高科技产品。

## 2、客户认证取得重大突破，干膜有望成为新的增长点

**客户认证取得重大突破。**公司通过自主研发生产出高品质的感光干膜产品，顺利导入深南电路、景旺电子、奥士康等国内大型 PCB 企业，其中高技术含量的 LDI 干膜（激光干膜）产品获得客户好评，客户端放量在即。

图 22：感光干膜市场格局

排名	内资厂商	营业收入（亿元）	占比（%）	累计占比（%）
1	深南电路股份有限公司	56.87	2.84%	2.84%
2	深圳市景旺电子股份有限公司	41.92	2.09%	4.93%
3	深圳市兴森快捷电路科技股份有限公司	32.83	1.64%	6.57%
4	深圳市泰达电路技术股份有限公司	31.03	1.55%	8.12%
5	珠海方正印刷电路板发展有限公司	25.73	1.28%	9.40%
6	胜宏科技（惠州）股份有限公司	24.42	1.22%	10.62%
7	汕头超声印制板公司	23.12	1.15%	11.77%
8	深圳市五株科技股份有限公司	22.25	1.11%	12.89%
9	广东兴达鸿业电子有限公司	20.26	1.01%	13.90%
10	广东世运电路科技股份有限公司	19.14	0.96%	14.85%
11	博敏电子股份有限公司	17.60	0.88%	15.73%
12	奥士康科技股份有限公司	17.36	0.87%	16.60%
13	生益电子股份有限公司	16.75	0.84%	17.43%
14	深圳市深联电路有限公司	16.10	0.80%	18.24%
15	厦门弘信电子科技股份有限公司	14.78	0.74%	18.97%
16	广东超华科技股份有限公司	14.39	0.72%	19.69%
17	昆山华新电子集团有限公司	13.29	0.66%	20.36%
18	广东科翔电子科技有限公司	11.31	0.56%	20.92%
19	安捷利（番禺）电子实业有限公司	11.19	0.56%	21.48%
20	深圳市比亚迪电子部品件有限公司	11.00	0.55%	22.03%

资料来源：wind、招商证券

**积极扩产保障供应。**公司当前感光干膜产能 5000 万平，下半年增长到 2 亿平，厂房已经建好，设备也已经到位，调试完毕就可进入生产。公司客户集中在广深一带，不排除公司未来在珠三角新建产能以保障客户需求。

**PCB 国内市场占比不断提升，进口替代空间广阔。**当前全球感光干膜市场在 100 多亿元，其中 50%在国内，随着 5G 和电子产业的发展，这个行业保持着两位数的增长，国产占比也在不断提升。2019 年公司感光干膜出货 1424 万平，收入仅 5700 万元，市场占有率 1%不到。当前公司已经通过深南电路、景旺电子、奥士康等企业验证，其余客户验证仍在积极推进，国产替代进程已经开启。

**感光干膜业务有望成为新的增长极。**公司已经实现国产化，并且通过国内大客户验证，接下来将不断放量抢占市场份额。预计公司产能将会开始快速扩张，产销量以及收入将快速增长，预计 2020-2024 年公司感光干膜业务净利分别为 0.22/1.7/2.7/4.2/6.8 亿元，五年时间做到全球接近 30%的市场份额。

表 3：感光干膜业务盈利预测

	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
产能（万平）			5000	21600	31600	50000	70000	90000
产量-万平方米			1518	6000	20000	31000	50000	80000
销量-万平方米	159	775	1424	6000	20000	31000	50000	80000
同比增速		386%	84%	321%	233%	55%	61%	60%
单价-元/平	4.1	3.8	4.0	4.5	5.0	5.0	5.0	5.0

	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
营业收入-百万元	6.5	29.4	57.2	270	1000	1550	2500	4000
同比增速		353%	95%	372%	270%	55%	61%	60%
营业成本-百万元	6	28	53	230	750	1163	1875	3000
毛利率	2%	6%	8%	15%	25%	25%	25%	25%
净利率				8%	17%	17%	17%	17%
净利润-百万元				22	170	264	425	680

资料来源：wind、招商证券



## 四、结论与投资建议

公司成长性较高且确定，看点在光伏胶膜和感光干膜，维持“强烈推荐-A”评级。

### 光伏胶膜业务：

- 公司光伏胶膜全球市占率 60%，继续扩产巩固龙头地位，长期受益于光伏装机增长，收入和净利增长可见度都比较高。
- 光伏组件双面趋势确立，背面用 POE 胶膜价值量比传统 EVA 高 30%，毛利率更高，长期受益于双面组件的普及。
- 年初以来组件价格大幅下跌，有望刺激海外需求爆发，疫情之后胶膜出货有望快速增长。

### 感光干膜业务：

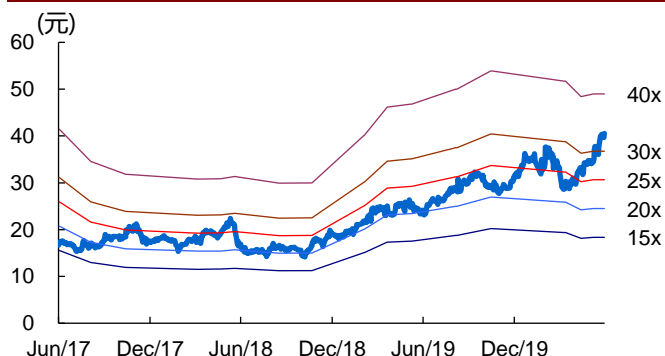
- 自主研发突破核心工艺，产品送样认证取得重大突破，公司已经成功打入深南电路、景旺电子、奥斯康等企业，沪电股份等企业仍在积极送样验证。全球 50% 以上的 PCB 市场在中国，公司认证通过很可能较快形成批量销售；
- 全球感光干膜市场在 100 多亿元，比光伏胶膜市场略大，下游主要是电子和通信，仍在快速增长中，公司 2019 年市占率 1% 不到，很可能在未来几年提升到 30% 以上，长期看，有可能获得和光伏胶膜相当的市场地位。
- 感光干膜属于高科技电子产品，技术壁垒较高，因此毛利率较高，放量后预计在 25% 以上，高于当前光伏胶膜，公司盈利能力有望进一步提升。

**盈利预测与投资评级：**预计 2020-2022 年公司归母净利分别为 10.5、13.2、15.5 亿元，同比分别增长 9%、26%、17%，对应当前股本 EPS 分别为 1.43、1.80、2.11，对应明年 PE 为 23 倍，维持“强烈推荐-A”评级。

### 风险提示：

全球经济受疫情影响衰退，电力需求和光伏需求低于预期；  
感光干膜业务放量低于预期；

图 23：福斯特历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 24：福斯特历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券



## 附：财务预测表

## 资产负债表

单位：百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	5014	6745	7558	8658	9921
现金	494	1881	1858	1971	2216
交易性投资	1	677	677	677	677
应收票据	1528	136	165	198	232
应收款项	1139	1632	1951	2341	2739
其它应收款	105	27	33	39	46
存货	780	909	1082	1282	1496
其他	966	1482	1792	2150	2515
<b>非流动资产</b>	1442	1560	1631	1696	1754
长期股权投资	14	0	0	0	0
固定资产	1103	1083	1176	1260	1336
无形资产	199	217	195	176	158
其他	126	260	260	260	260
<b>资产总计</b>	<b>6456</b>	<b>8305</b>	<b>9189</b>	<b>10353</b>	<b>11675</b>
<b>流动负债</b>	885	862	986	1146	1317
短期借款	15	20	0	0	0
应付账款	637	702	843	999	1165
预收账款	31	17	20	24	27
其他	202	123	123	124	124
<b>长期负债</b>	15	914	914	914	914
长期借款	0	0	0	0	0
其他	15	914	914	914	914
<b>负债合计</b>	<b>900</b>	<b>1776</b>	<b>1900</b>	<b>2060</b>	<b>2232</b>
股本	523	523	732	732	732
资本公积金	1391	1598	1389	1389	1389
留存收益	3640	4404	5164	6168	7318
少数股东权益	2	4	4	4	4
归属于母公司所有者权益	5554	6525	7285	8289	9439
<b>负债及权益合计</b>	<b>6456</b>	<b>8305</b>	<b>9189</b>	<b>10353</b>	<b>11675</b>

## 现金流量表

单位：百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	170	435	384	527	741
净利润	751	957	1047	1318	1545
折旧摊销	92	112	128	134	141
财务费用	(9)	5	0	0	0
投资收益	(62)	(27)	(100)	(100)	(100)
营运资金变动	(589)	(626)	(697)	(834)	(853)
其它	(14)	15	7	8	8
<b>投资活动现金流</b>	151	(20)	(100)	(100)	(100)
资本支出	(196)	(165)	(200)	(200)	(200)
其他投资	346	146	100	100	100
<b>筹资活动现金流</b>	(226)	864	(307)	(314)	(395)
借款变动	9	(8)	(20)	0	0
普通股增加	121	0	209	0	0
资本公积增加	(121)	207	(209)	0	0
股利分配	(241)	(235)	(287)	(314)	(395)
其他	6	900	0	0	0
<b>现金净增加额</b>	<b>94</b>	<b>1279</b>	<b>(23)</b>	<b>113</b>	<b>245</b>

资料来源：公司数据、招商证券

## 利润表

单位：百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	4810	6378	7718	9261	10835
营业成本	3864	5079	6097	7224	8430
营业税金及附加	19	22	26	32	37
营业费用	87	113	137	164	192
管理费用	84	98	118	142	166
研发费用	179	203	232	278	325
财务费用	(5)	(0)	0	0	0
资产减值损失	(103)	107	0	0	0
公允价值变动收益	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
其他收益	319	30	50	50	50
<b>投资收益</b>	62	94	50	50	50
营业利润	858	1094	1208	1522	1786
营业外收入	0	2	2	2	2
<b>营业外支出</b>	3	4	4	4	4
利润总额	856	1092	1206	1520	1784
所得税	106	137	159	202	238
少数股东损益	(1)	(2)	0	0	0
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>751</b>	<b>957</b>	<b>1047</b>	<b>1318</b>	<b>1545</b>

## 主要财务比率

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>年成长率</b>					
营业收入	5%	33%	21%	20%	17%
营业利润	33%	27%	10%	26%	17%
净利润	36%	27%	9%	26%	17%
<b>获利能力</b>					
毛利率	19.7%	20.4%	21.0%	22.0%	22.2%
净利率	15.6%	15.0%	13.6%	14.2%	14.3%
ROE	13.5%	14.7%	14.4%	15.9%	16.4%
ROIC	13.3%	14.4%	14.3%	15.8%	16.3%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	13.9%	21.4%	20.7%	19.9%	19.1%
净负债比率	0.2%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	5.7	7.8	7.7	7.6	7.5
速动比率	4.8	6.8	6.6	6.4	6.4
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.7	0.8	0.8	0.9	0.9
存货周转率	6.1	6.0	6.1	6.1	6.1
应收帐款周转率	1.9	2.9	4.0	4.0	3.9
应付帐款周转率	6.5	7.6	7.9	7.8	7.8
<b>每股资料 (元)</b>					
EPS	1.44	1.83	1.43	1.80	2.11
每股经营现金	0.32	0.83	0.53	0.72	1.01
每股净资产	10.63	12.49	9.96	11.33	12.90
每股股利	0.45	0.55	0.43	0.54	0.63
<b>估值比率</b>					
PE	28.2	22.1	28.3	22.5	19.2
PB	3.8	3.2	4.1	3.6	3.1
EV/EBITDA	31.6	24.7	22.2	17.9	15.4

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

**游家训：**曾就职于国家电网公司上海市电力公司、中银国际证券，2015 年加入招商证券，现为招商证券电气设备新能源行业首席分析师。

**普绍增：**上海财经大学硕士，2017 年加入招商证券，覆盖工控自动化与信息化产业。

**刘珺涵：**美国克拉克大学硕士，曾就职于台湾元大证券，2017 年加入招商证券，覆盖新能源汽车上游产业。

**刘晓飞：**南开大学硕士，2015 年加入招商证券，覆盖光伏产业。

**赵 旭：**中国农业大学硕士，2019 年加入招商证券，覆盖风电和新能源汽车。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。