

福斯特（603806.SH）

公司报告 | 首次评级报告



2025年10月29日

基本信息

所属行业	TMT
当前股价	15.76
总市值	411.14亿
PE-TTM	46.99
PB-MRQ	2.62

估值结果

DDM估值	价值	403.61亿
	上行空间	-1.8%
	状态	合理估值
动态估值	价值	400.69亿
	上行空间	-2.5%
	状态	合理估值

四维评级

成长空间	★ ★ ☆ ☆ ☆
盈利趋势	★ ★ ★ ☆ ☆
产业格局	★ ★ ★ ☆ ☆
护城河	★ ★ ★ ★ ☆

核心评级结论

福斯特为全球光伏胶膜龙头，市占率超50%。此外，公司布局电子材料及功能膜材料，包括感光干膜、FCCL、铝塑膜等，打造新的业绩增长点。

公司成长空间星级较低，光伏新增装机量经过前几年快速增长，后续需求增速或将显著放缓，公司光伏胶膜未来业绩增长或将同步放缓。公司盈利趋势星级较好，目前光伏胶膜价格位于历史低位，在光伏行业反内卷推动下，光伏胶膜落后产能出清有望加速，有望带动公司盈利改善。公司产业格局星级一般，光伏胶膜产品同质化程度高，叠加公司在产业链议价能力较弱。公司护城河星级较高，公司光伏胶膜全球市占率超50%，具备明显的规模效应，叠加公司原材料使用率和产品良率优于同行，使得公司光伏胶膜盈利能力明显领先于同行。

基于未来下游需求增长将带动公司光伏胶膜销量提升，叠加在反内卷推动下，光伏胶膜价格有望触底回升的假设，目前公司估值合理。

我们区别于市场的观点

相较于市场观点，我们采取更保守的预测，主要体现在两个方面，一是需求端，考虑到目前光伏新增装机基数大，叠加国内光伏消纳问题凸显，预计后续全球光伏新增装机需求增速或将显著放缓，体现在对公司光伏胶膜销量预测上更为保守；二是价格端，目前光伏胶膜仍处于产能出清过程中，叠加预计后续下游需求增速放缓，光伏胶膜产能出清存在不及预期的情况，因此在价格回升的幅度上预测更为保守。

风险提示

1) 若下游光伏新增装机需求不及预期，或将导致公司销量不及预期，进而对公司业绩产生影响；2) 若光伏胶膜产能出清不及预期，或将导致光伏胶膜价格回升不及预期，进而对公司业绩产生影响。

内容目录

1. 基本信息	4
2. 业务介绍	4
3. 商业模式	4
3.1 资产强度	4
3.2 研发强度	5
3.3 客户集中度	5
3.4 整体供应链集中度	5
4. 历史经营绩效	5
4.1 历史盈利能力	5
4.2 历史成长能力	6
4.3 历史业务控制力及财务健康评级	6
4.4 股东回报评级	6
5. 四维评级	7
5.1 成长空间	7
5.2 盈利趋势	7
5.3 产业格局	7
5.4 护城河	7
6. 公司估值	8
6.1 核心假设及逻辑	8
6.2 动态估值	9
6.3 DDM估值	9
6.4 估值确定性	10

图表目录

图1：预测2025年收入占比	4
图2：预测2025年毛利占比	4
图3：近年公司盈利能力趋势图	5
图4：近年公司历史成长能力趋势图	6
图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势	6
图6：近年股东回报能力趋势图	6
表1：护城河详解表	8
表2：公司整体业绩预测	8
表3：公司分业务业绩预测	9
表4：公司整体及分业务动态估值	9
表5：公司整体及分业务DDM估值	9

1. 基本信息

公司主营业务包括光伏材料及电子材料。其中光伏材料产品主要包括光伏胶膜、光伏背板，电子材料产品主要为感光干膜。光伏胶膜贡献公司主要收入，2024年公司光伏胶膜收入占比达91.4%。

2. 业务介绍

对于福斯特公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

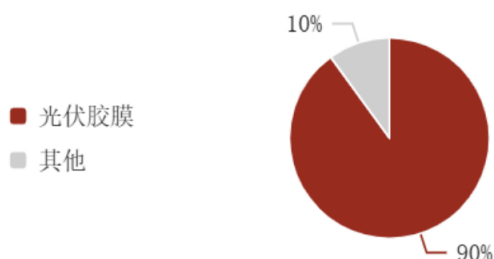
光伏胶膜：

光伏胶膜是一种用于光伏组件封装的薄膜材料，主要将光伏电池片、光伏玻璃和背板黏结在一起，在保证组件透光性能的前提下，隔绝外界水汽，延长光伏组件寿命，保护电池片，并将其封装成可以输出直流电的光伏组件。我们对该业务的界定为全球光伏胶膜市场。

其他：

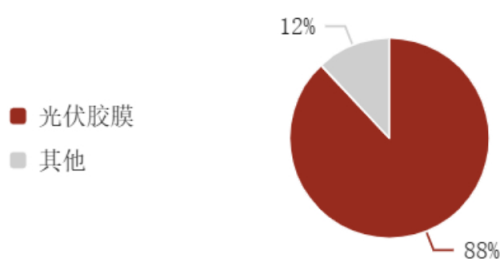
公司其他业务包括光伏背板、感光干膜、铝塑膜等产品。

图1：预测2025年收入占比



数据来源：公司财报，壹评级

图2：预测2025年毛利占比



数据来源：公司财报，壹评级

3. 商业模式

福斯特以轻资产运营为核心，通过高周转的营运资金管理，实现光伏胶膜业务的规模化扩张与成本领先，同时依托技术研发与客户粘性巩固行业龙头地位。

3.1 资产强度

低 较低 中等 较高 高

在光伏产业链中，光伏胶膜属于资产相对较轻的行业，2024年公司固定资产周转率为5.42次，远高于硅料、硅片、光伏玻璃等环节，主要系单GW组件所需的光伏胶膜设备投资额远低于硅料、硅片等环节的设备投资。

3.2 研发强度

低 较低 中等 较高 高

公司研发强度较强，近年来公司研发费用率均位于3%以上，主要基于以下原因：1）光伏电池行业持续推进技术迭代，公司需紧跟下游需求变化，加强研发投入，推出新产品；2）公司布局电子材料及功能膜材料业务，打造新的业绩增长点。

3.3 客户集中度

低 较低 中等 较高 高

公司光伏胶膜业务客户集中度较高，主要系下游光伏组件行业集中度较高，下游光伏组件龙头企业均为公司核心客户所致。

3.4 整体供应链集中度

低 较低 中等 较高 高

光伏胶膜行业整体供应链集中度较高，其上游原材料主要为EVA树脂、POE树脂，下游为光伏组件，上下游CR5企业市占率均超50%。因此光伏胶膜属于重营运资金的行业，其上游原材料采购需预付款，而下游组件企业回款周期长，公司需预留资金维持运营。

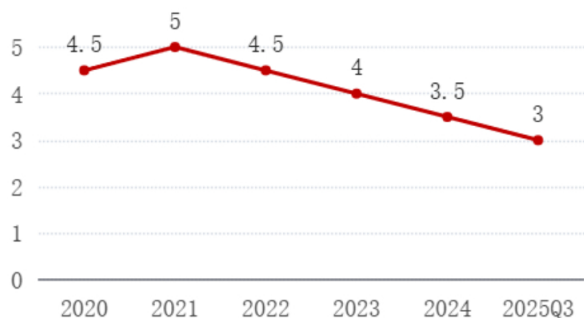
4. 历史经营绩效

近年来，公司经营绩效星级有所下降，主要系光伏胶膜产能过剩，使得公司光伏胶膜售价下降，公司业绩承压所致。

4.1 历史盈利能力

★★★★☆

图3：近年公司盈利能力趋势图



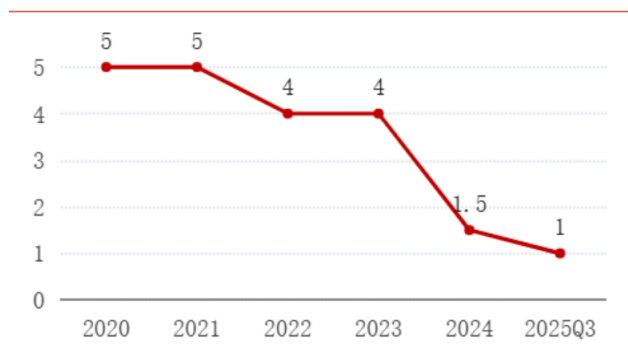
数据来源：公司财报，壹评级

2021年公司盈利能力星级有所提升，主要系光伏新增装机量激增，公司光伏胶膜需求旺盛，盈利能力位于高位所致。2022年以来，公司盈利能力星级呈下降趋势，主要基于以下原因：1）2022年上游原材料树脂价格上涨，挤压了公司光伏胶膜盈利；2）2023年以来，受光伏胶膜竞争格局恶化影响，光伏胶膜价格整体呈下降趋势，公司光伏胶膜毛利率有所承压。

4.2 历史成长能力

☆☆☆☆☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



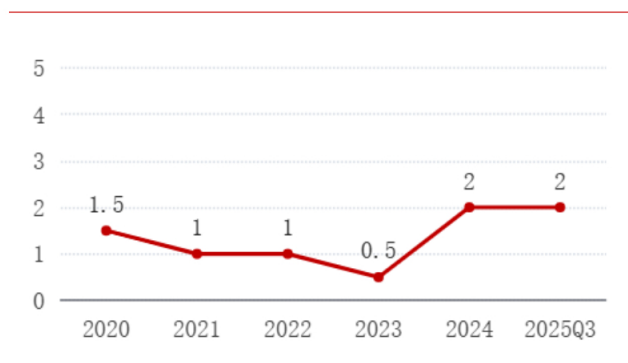
数据来源：公司财报，壹评级

2020-2023年公司成长能力星级位于高位，主要系“双碳”政策推动+光伏度电成本下降，带动光伏装机需求爆发，公司光伏胶膜销量持续增长所致。2024年以来公司成长能力星级有所下降，主要系光伏胶膜竞争加剧，公司销量增速放缓，叠加光伏胶膜价格下降所致。

4.3 历史业务控制力及财务健康评级

★★☆☆☆

图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势



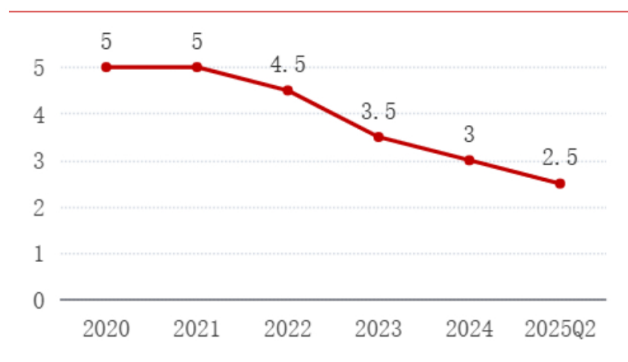
数据来源：公司财报，壹评级

近年来，公司业务控制力星级位于低位，主要系公司被产业链上下游占款较多所致。上游方面，公司上游原材料主要为EVA树脂及POE树脂，其上游供应商集中度较高，为获取原材料，公司常需预付资金；下游方面，公司下游光伏组件企业集中度较高，为维持合作，公司常给予一定账期，导致应收账款增加。

4.4 股东回报评级

★★☆☆☆

图6：近年股东回报能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

近年来，公司股东回报星级呈下降趋势，主要系光伏胶膜竞争加剧，公司光伏胶膜售价下降，使得公司业绩承压，公司需储备资金以度过行业周期底部，导致公司股息率有所下降所致。

5. 四维评级

综合来看，公司护城河星级较高，主要系公司作为光伏胶膜龙头，具备明显的成本优势，盈利能力领先于同行可比公司。公司成长空间星级较低，主要系目前全球光伏新增装机基数高，叠加国内新能源消纳问题突显，预计后续全球光伏新增装机需求增速或将显著放缓，公司收入增速或将同步承压所致。

5.1 成长空间

★★★★☆

公司成长空间星级较低，主要系预计下游光伏新增装机需求增速放缓将使得公司收入增速同步放缓所致。

光伏胶膜(2星):

公司光伏胶膜成长空间星级较低，主要系近年来全球光伏新增装机量快速增长，目前基数较大，叠加国内新能源消纳问题突显，预计后续全球光伏新增装机需求增速或将显著承压，光伏胶膜作为光伏组件封装材料，其需求增速亦将有所承压所致。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

公司盈利趋势星级较好，主要预计随着光伏行业反内卷推动，未来公司盈利有望改善。

光伏胶膜(3.5星):

公司光伏胶膜盈利趋势星级较好，主要系目前光伏胶膜价格位于历史低位，在光伏行业反内卷推动下，未来光伏胶膜产能出清有望加速，价格有望触底回升，带动公司盈利改善。

5.3 产业格局

★★★★☆

公司产业格局星级一般，主要系其光伏胶膜产品同质化程度高及在产业链议价能力一般所致。

光伏胶膜(3星):

公司光伏胶膜产业格局星级一般，主要系光伏胶膜同质化程度较高，以性价比竞争为主，叠加公司上下游行业集中度较高，公司在产业链议价能力一般所致。

5.4 护城河

★★★★☆

公司护城河星级较高，主要系公司光伏胶膜市占率超50%，具备明显的成本优势，且护城河持续性较高所致。

表1：护城河详解表

	护城河宽度及解释	护城河持续性及解释
光伏胶膜	(4星) 公司护城河宽度星级较高，主要系光伏胶膜呈现一超多强的竞争格局，公司作为全球光伏胶膜龙头，市占率超50%，具备明显的规模效应，其盈利能力领先于同行，2024年在二、三线光伏胶膜企业亏损的情况下，公司仍能实现盈利。	(4星) 公司光伏胶膜护城河持续性星级较高，公司具备规模经济护城河，主要系公司光伏胶膜市占率超50%，公司原材料采购规模及销售规模明显高于同行，使得公司单位材料成本及单位制造费用明显低于同行可比公司。此外，近年来公司始终保持其在光伏胶膜领域市占率超50%，公司护城河持续性较高。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

基于未来下游需求增长将带动公司光伏胶膜销量提升，叠加在反内卷推动下，光伏胶膜价格有望触底回升的假设，目前公司估值合理。

6.1 核心假设及逻辑

光伏胶膜：

收入假设：

1) 销量：基于下游光伏新增装机需求持续增长，叠加光伏胶膜落后产能出清，公司市占率有望提升的假设，预计2024-2029年公司光伏胶膜销量年均复合增长率位于5%-10%。

2) 单价：由于光伏胶膜产能过剩，假设2025年公司光伏胶膜售价同比进一步下行，2026-2029年随着光伏行业反内卷推动，公司光伏胶膜售价有望回升。

盈利能力假设：

毛利率：假设2025年公司光伏胶膜盈利跟随价格同步下降，2026-2029年公司光伏胶膜盈利跟随价格回升有所改善。

表2：公司整体业绩预测

福斯特	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	188.8	225.9	191.5	162.2	183.2	198.2	229.8	243.8
归母净利润(亿)	15.8	18.5	13.1	10.3	13.4	16.2	22.7	24.4
归母净利润增速(%)	-28.2	17.4	-29.2	-21.6	30.6	21.0	39.9	7.7
经营性净利润(亿)	14.8	17.4	12.2	10.1	13.2	16.1	22.5	24.2
经营性净利润增速(%)	-31.3	17.4	-30.0	-16.7	30.3	21.5	40.1	7.7
经营性归母净利润(亿)	14.8	17.4	12.4	10.3	13.4	16.2	22.7	24.4
经营性归母净利润增速(%)	-31.3	17.5	-29.1	-17.0	30.6	21.0	39.9	7.7

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

光伏胶膜	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	168.5	204.8	175.0	145.2	165.4	179.5	210.2	223.2
收入增速(%)	42.4	21.5	-14.5	-17.0	13.9	8.5	17.1	6.2
经营性净利润(亿)	13.2	15.7	11.1	8.8	11.8	14.5	20.8	22.5
经营性净利率(%)	7.8	7.7	6.3	6.0	7.1	8.1	9.9	10.1
经营性净利润增速(%)	-33.6	19.3	-29.4	-20.9	33.9	23.4	43.8	7.8
其他	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	20.3	21.1	16.4	16.9	17.8	18.7	19.6	20.6
收入增速(%)	97.8	4.1	-22.0	3.0	5.0	5.0	5.0	5.0
经营性净利润(亿)	1.7	1.7	1.1	1.4	1.5	1.6	1.7	1.8
经营性净利率(%)	8.2	8.1	6.6	8.1	8.3	8.3	8.4	8.6
经营性净利润增速(%)	-6.1	2.8	-36.2	26.1	7.1	6.2	6.0	6.8

数据来源：壹评级

6.2 动态估值

表4：公司整体及分业务动态估值

业务	半显性期CAGR	增速描述	产业格局	护城河持续性	贴现率	综合倍数	有效盈利预测(亿)
光伏胶膜	3.3%	中低	较好	较强	7.8%	14.35	25.6
其他	3.4%	中低	一般	一般	7.5%	12.15	2.1
业务	显性期价值	显性期后价值	业务价值	富余现金	少数股东权益价值	股权投资价值	总价值
光伏胶膜(亿)	94.3	202.4	296.6	60.7	-	-	357.4
其他(亿)	8.3	14.2	22.5	5.7	1.9	17.0	43.3
公司整体测算(亿)	102.6	216.5	319.1	66.5	1.9	17.0	400.7

数据来源：壹评级

6.3 DDM估值

表5：公司整体及分业务DDM估值

业务	预测期价值	永续期价值	业务价值	富余现金	少数股东权益价值	股权投资价值	总价值
光伏胶膜(亿)	150.9	159.6	310.5	60.7	-	-	371.3
其他(亿)	12.9	13.9	26.8	5.7	1.9	1.7	32.3
公司整体测算(亿)	163.8	173.5	337.4	66.5	1.9	1.7	403.6

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

★★★★☆

公司估值确定性一般，一方面，通过对比公司历史实际业绩与预测业绩，发现历史可预测性一般；另一方面，后续下游光伏新增装机需求情况及光伏胶膜产能出清进展存在一定的不确定性。

附注

四维评级

四维评级是对上市公司成长空间、盈利趋势、产业格局、护城河四个维度的评级，其综合评价了一家公司的基本面情况。在评级中，我们结合了财务数据、行业数据、公司调研等多元信息，在研究员深度研究后，利用壹评级的自研评价体系，得到公司的各维度星级。

四个维度的星级大致按如下比例分布：

星级	5	4.5	4	3.5	3	2.5	2	1.5	1	0.5
比例	3%	7%	10%	15%	15%	15%	15%	10%	7%	3%

①成长空间

成长空间主要衡量公司未来的收入成长能力，其综合考虑了中短期（未来5年）、长期（未来5到10年）公司的成长能力，也考虑了公司未来增长的边际变化及确定性。

②盈利趋势

盈利趋势主要反应的是未来5年内公司盈利及产品景气的波动趋势。我们综合考虑了未来行业的供需景气变动、价格成本变化及格局的趋势性改变。

③产业格局

产业格局衡量的是公司产品的竞争格局情况，在公司业务的产品属性基础上，结合未来格局、进入壁垒、对上下游议价能力及替代风险等角度，综合评价公司产品的产业竞争格局。

④护城河

护城河维度主要考虑当前公司的护城河宽度及未来公司护城河的可持续性，我们根据公司的超额盈利、业务控制力和市占率情况评价公司的护城河宽度，并将其归因到品牌、渠道、资源、技术等若干个潜在护城河之中，并对这些护城河的持续性做出合理评估。综合考虑护城河的宽度与持续性，给出护城河星级。

DDM估值

壹评级DDM估值是对公司未来的预测分红进行折现得出的估值。估值过程中，我们基于以下基本假设：公司在保持合理周转率、合理负债率以及合理必要现金前提下，公司未来盈利可分尽分

动态估值

壹评级动态估值，采用倍数法对公司价值进行快速评估。我们主要采用显性期（通常为5年）末两年末两年加权盈利预测—作为盈利基准，乘以适当倍数，根据风险折现后得到其估值。动态估值中的倍数以显性期后成长能力为基准，根据产业格局、护城河持续性、风险情况等进行调整，得到合适的估值倍数。

估值状态

估值状态主要用上行空间这一指标来衡量，上行空间(X) = 估值/市值-1，其与估值状态的对应关系如下：

区间	$X < -50\%$	$-50\% \leq X < -30\%$	$-33\% \leq X < -20\%$	$-20\% \leq X < 25\%$	$25\% \leq X < 50\%$	$50\% \leq X < 100\%$	$X \geq 100\%$
估值状态	严重高估	高估	偏高估	合理估值	偏低估	低估	严重低估

经营性净利润/经营性归母净利润

经营性净利润相比于报表净利润主要剔除了金融相关收益，如金融性收益、财务收入等，主要体现公司在业务经营方面产生的收益。经营性归母净利润则进一步剔除了其相关的少数股东损益。

量化星级部分

商业模式和历史经营绩效部分所列示的量化星级是根据上市公司披露的公开信息和数据加工处理而成的星级指标，以下为各分项的计算说明：

1. 历史成长能力

该评级主要是对公司的营业收入、营业利润、归母净利润等的增长率数据进行定量计算，得到星级结果。

2. 历史盈利能力

该评级主要对公司的ROE、ROIC、扣非净利率等数据进行定量计算，得到星级结果。

3. 历史业务控制力及财务健康评级

该评级主要对公司的经营性现金流净额的收入占比、净占款在资产中的占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

4. 股东回报评级

该评级主要对公司的盈利能力、分红率等数据进行定量计算，得到星级结果。

5. 资产强度

该评级主要对公司的固定资产、在建工程等长期经营资产的数值及比例等数据进行定量计算，得到星级结果。

6. 研发高端度

该评级主要对公司的人均研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

7. 研发强度

该评级主要对公司的单位收入研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

8. 营销强度

该评级主要对公司的单位收入销售费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

9. 人力资源密集度

该评级主要对公司的单位收入薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

10. 人力资源高端度

该评级主要对公司的人均薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

11. 客户集中度

该评级主要对公司的头部客户占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

12. 供应商集中度

该评级主要对公司的头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

13. 整体供应链集中度

该评级主要对公司的头部客户占比和头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断，不保证所包含信息不发生变更。在不同时期，本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时，本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改，客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用，均不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本研究资料中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。本研究资料版权归“壹评级”所有，未经事先书面授权，任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“壹评级”，且不得对本研究资料进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。