

2023年中报点评：支架毛利率大幅修复，在手订单充足

增持（维持）

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入（百万元）	3,703	5,700	7,309	8,876
同比	53%	54%	28%	21%
归属母公司净利润（百万元）	44	283	490	697
同比	196%	537%	73%	42%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	0.33	2.08	3.60	5.13
P/E（现价&最新股本摊薄）	178.22	27.98	16.17	11.36

关键词：#业绩符合预期

投资要点

- **事件：**公司发布2023年半年报，2023H1实现营收19.2亿元，同增33.7%；归母净利润1.0亿元，同增8319.2%；扣非归母净利润0.7亿元，同增986.2%。其中，2023Q2营收11.1亿元，同环增28.5%/35.6%；归母净利润0.6亿元，同环增666.4%/53.0%；扣非归母净利润0.6亿元，同环增1738.8%/310.6%；业绩符合预期。
- **支架毛利率大幅修复，在手订单充足。**2023H1公司支架业务实现营收16.5亿元，出货5.2GW；其中固定支架收入8.2亿元，出货约3.6GW，单价0.23元/W，跟踪支架收入8.3亿元，出货约1.6GW，单价0.51元/W；支架业务毛利率达16.4%，同比提升约4.7pct，主要原因：①主要原材料钢材价格回落且维持低位；②随硅价降低、地面电站需求放量，GW级大项目增加，规模化降本；③海外汇率提升对毛利率有正向贡献。地面需求超市场预期增长，跟踪支架渗透率提升，截至2023年6月底，公司支架在手订单约29.66亿元（跟踪支架约19.6亿元/4.5GW+，固定支架约10亿元/5GW），同增78%。我们预计2023年公司出货约14-15GW（跟踪支架约6-7GW，固定支架约8GW+），同增30-40%。
- **BIPV业务规模扩大，支架国际化拓展费用有所增长。**2023H1公司BIPV业务实现营收2.2亿元，在手订单约1.96亿元，同增27%。全球市场开拓及人才储备需求，费用有所增长，2023H1公司销售、管理、研发费用合计占营收比例为10.7%，同增0.5pct。
- **盈利预测与投资评级：**基于部分项目订单交付延期，我们小幅下调公司2023-2024年盈利预测，我们预计公司2023-2025年归母净利润为2.8/4.9/7.0亿元（2023-2024年原值为3.2/5.0亿元，新增2025年预测），同增537%/73%/42%。基于公司在光伏支架行业龙头地位，给予2024年22xPE，对应股价79元，维持“增持”评级。
- **风险提示：**原材料供不应求，政策不及预期，行业竞争加剧。

2023年08月31日

证券分析师 曾朵红

执业证书：S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 陈瑶

执业证书：S0600520070006

chenyao@dwzq.com.cn

证券分析师 郭亚男

执业证书：S0600523070003

guoyn@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	68.22
一年最低/最高价	54.28/131.50
市净率(倍)	3.58
流通 A 股市值(百万元)	9,258.51
总市值(百万元)	9,265.60

基础数据

每股净资产(元,LF)	19.08
资产负债率(% ,LF)	60.33
总股本(百万股)	135.82
流通 A 股(百万股)	135.72

相关研究

《中信博(688408): 2022年三季报点评：地面电站需求即将提升，看好公司中长期表现》

2022-11-03

《中信博(688408): 2021年三季报点评：盈利底部已现，静待跟踪支架量利双升》

2021-11-05

图表目录

图 1: 2023H1 营业收入 19.21 亿元, 同比+33.72% (亿元, %)	3
图 2: 2023H1 归母净利润 0.98 亿元, 同比+8319.15% (亿元, %)	3
图 3: 2023Q2 营业收入 11.06 亿元, 同比+28.48%, 环比+35.61% (亿元, %)	4
图 4: 2023Q2 归母净利润 0.59 亿元, 同比+666.36%, 环比+52.97% (亿元, %)	4
图 5: 2023H1 毛利率、归母净利率分别为 15.87%、5.10% (%)	4
图 6: 2023Q2 毛利率、归母净利率分别为 17.59%、5.36% (%)	4
图 7: 2023H1 国内钢材价格回落 (元/吨)	5
图 8: 2023 年全球光伏装机预测 380GW, 同增 58.5%.....	5
图 9: 2023H1 期间费用 2.01 亿元, 同比+36.76% (亿元, %)	5
图 10: 2023Q2 期间费用 1.11 亿元, 同比+39.23%, 环比+23.43% (亿元, %)	5
图 11: 2023H1 期间费用率 10.44%, 同比+0.23pct (%)	6
图 12: 2023Q2 期间费用率 10.03%, 同比+0.77pct, 环比-0.99pct (%)	6
图 13: 2023Q2 经营活动现金净流入 1.08 亿元, 同比+145.00%, 环比+523.91% (亿元, %) .	6
图 14: 2023Q2 期末合同负债 6.15 亿元, 同比+369.71%, 环比+146.78% (亿元, %)	6
图 15: 2023Q2 期末存货 15.11 亿元, 同比+103.24%, 环比+75.74% (亿元, %)	7
图 16: 2023Q2 期末应收账款 8.69 亿元, 同比+198.34%, 环比+100.54% (亿元, %)	7
表 1: 2023H1 收入 19.21 亿元, 同比增长 33.72%; 归母净利润 0.98 亿元, 同比增长 8319.15% (单位: 亿元)	3

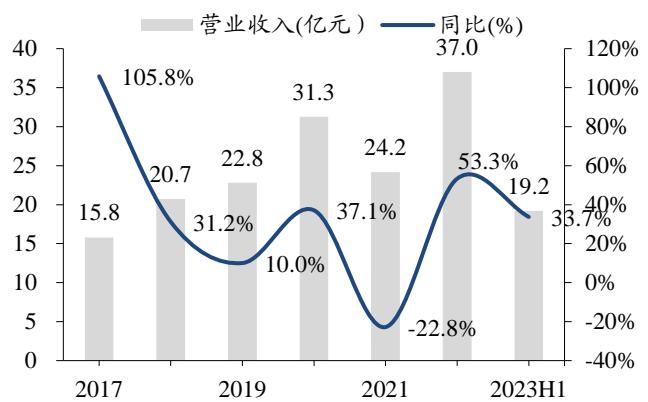
事件:公司发布2023年半年报,2023H1实现营业收入19.21亿元,同比增长33.72%;实现利润总额1.15亿元,同比增长3009.36%;实现归属母公司净利润0.98亿元,同比增长8319.15%;实现扣非归母净利润0.74亿元,同比增长986.18%。2023H1毛利率为15.87%,同比上升4.28pct,2023H1归母净利率为5.10%,同比上升5.19pct;2023H1扣非归母净利率3.86%,同比上升4.44pct。2023Q2实现营业收入11.06亿元,同比增长28.48%,环比增长35.61%;实现利润总额0.67亿元,同比增长798.13%,环比增长41.87%;实现归属母公司净利润0.59亿元,同比增长666.36%,环比增长52.97%;实现扣非归母净利润0.6亿元,同比增长1738.83%,环比增长310.64%。2023Q2毛利率为17.59%,同比上升3.68pct,环比增长4.06pct;2023Q2归母净利率为5.36%,同比上升4.46pct,环比增长0.61pct;2023Q2扣非归母净利率5.40%,同比上升5.02pct,环比上升3.61pct;业绩符合预期。

表1: 2023H1收入19.21亿元,同比增长33.72%;归母净利润0.98亿元,同比增长8319.15% (单位:亿元)

中信博	2023H1	2022H1	同比	2023Q2	2022Q2	同比	2023Q1	环比
营业收入	19.21	14.37	33.72%	11.06	8.61	28.48%	8.15	35.61%
营业成本	16.16	12.70	27.24%	9.11	7.41	22.99%	7.05	29.24%
毛利率	15.9%	11.6%	+4.28pct	17.6%	13.9%	+3.68pct	13.5%	+4.06pct
营业利润	1.15	-0.04	2718.64%	0.67	0.07	821.85%	0.47	41.97%
利润总额	1.15	-0.04	3009.36%	0.67	0.07	798.13%	0.47	41.87%
归属母公司净利润	0.98	-0.01	8319.15%	0.59	0.08	666.36%	0.39	52.97%
扣非归母净利润	0.74	(0.08)	986.18%	0.60	0.03	1738.83%	0.15	310.64%
归母净利率	5.1%	-0.1%	+5.19pct	5.4%	0.9%	+4.46pct	4.8%	+0.61pct
扣非归母净利率	3.9%	-0.6%	+4.44pct	5.4%	0.4%	+5.02pct	1.8%	+3.61pct

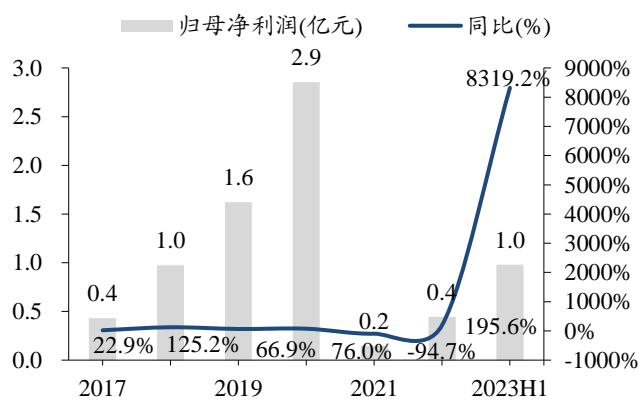
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图1: 2023H1营业收入19.21亿元,同比+33.72% (亿元, %)



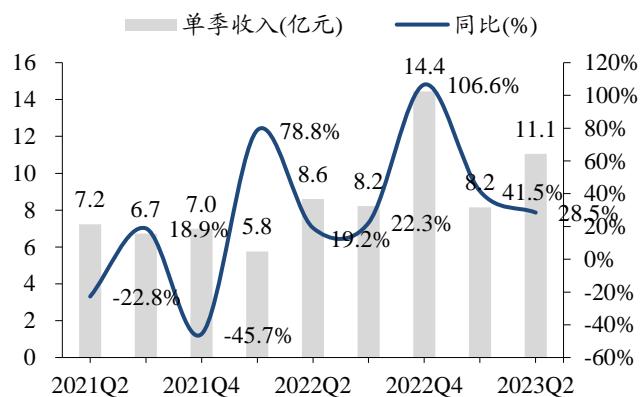
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2: 2023H1归母净利润0.98亿元,同比+8319.15% (亿元, %)



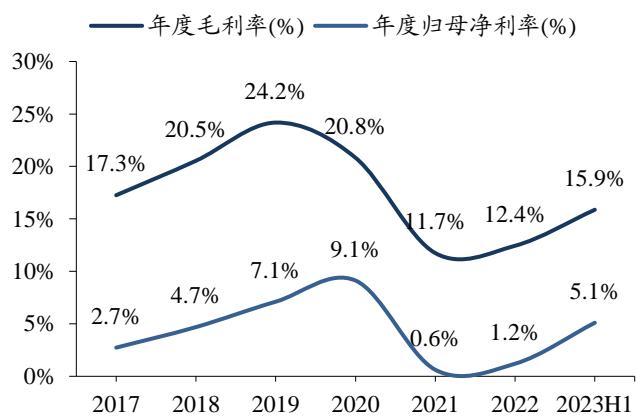
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图3: 2023Q2 营业收入 11.06 亿元, 同比+28.48%, 环比+35.61% (亿元, %)



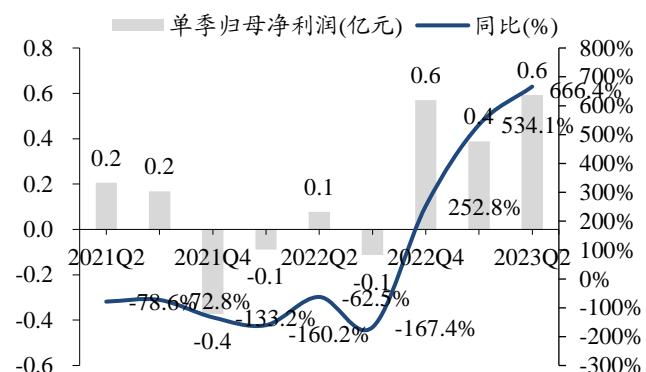
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 2023H1 毛利率、归母净利率分别为 15.87%、5.10% (%)



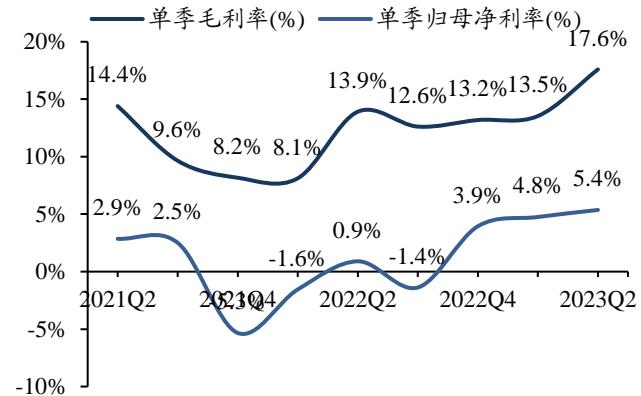
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 2023Q2 归母净利润 0.59 亿元, 同比+666.36%, 环比+52.97% (亿元, %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 2023Q2 毛利率、归母净利率分别为 17.59%、5.36% (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

支架毛利率大幅修复, 在手订单充足。2023H1 公司支架业务实现营收 16.5 亿元, 出货 5.2GW; 其中固定支架收入 8.2 亿元, 出货约 3.6GW, 单价 0.23 元/W, 跟踪支架收入 8.3 亿元, 出货约 1.6GW, 单价 0.51 元/W; 支架业务毛利率达 16.4%, 同比提升约 4.7pct, 主要原因: ①主要原材料钢材价格回落且维持低位; ②随硅价降低、地面电站需求放量, GW 级大项目增加, 规模化降本; ③海外汇率提升对毛利率有正向贡献。地面需求超市场预期增长, 跟踪支架渗透率提升, 截至 2023 年 6 月底, 公司支架在手订单约 29.66 亿元 (跟踪支架约 19.6 亿元/4.5GW+, 固定支架约 10 亿元/5GW), 同增 78%。我们预计 2023 年公司出货约 14-15GW (跟踪支架约 6-7GW, 固定支架约 8GW+), 同增 30-40%。

图7：2023H1 国内钢材价格回落（元/吨）



数据来源：Wind, 东吴证券研究所

图8：2023 年全球光伏装机预测 380GW，同增 58.5%



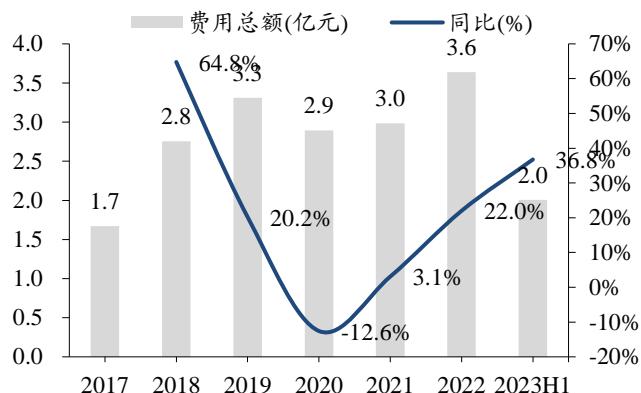
数据来源：BP, 东吴证券研究所

BIPV 业务规模扩大，支架国际化拓展费用有所增长。2023H1 公司 BIPV 业务实现营收 2.2 亿元，在手订单约 1.96 亿元，同增 27%。全球市场开拓及人才储备需求，费用有所增长，2023H1 公司销售、管理、研发费用合计占营收比例为 10.7%，同增 0.5pct.

费用管理能力环比提升，Q2 期间费用率下降。公司 2023H1 期间费用合计 2.01 亿元，同比增长 36.76%；期间费用率为 10.44%，同比增长 0.23pct。销售、管理、研发、财务费用分别同比上升 43.31%、上升 45.95%、上升 31.60%、下降 6799.45% 至 0.61 亿元、0.78 亿元、0.66 亿元、-0.05 亿元；费用率分别上升 0.21、上升 0.34、下降 0.06、下降 0.27 个百分点至 3.20%、4.06%、3.45%、-0.26%。公司 2023Q2 期间费用合计 1.11 亿元，同比增长 39.23%，环比增长 23.43%；期间费用率为 10.03%，同比增长 0.77pct，环比下降 0.99pct。销售、管理、研发、财务费用分别同比上升 55.31%、上升 51.87%、上升 36.94%、下降 2335.56% 至 0.36 亿元、0.41 亿元、0.4 亿元、-0.06 亿元；费用率分别同比上升 0.56、上升 0.58、上升 0.22、下降 0.59 个百分点至 3.25%、3.74%、3.59%、-0.55%。

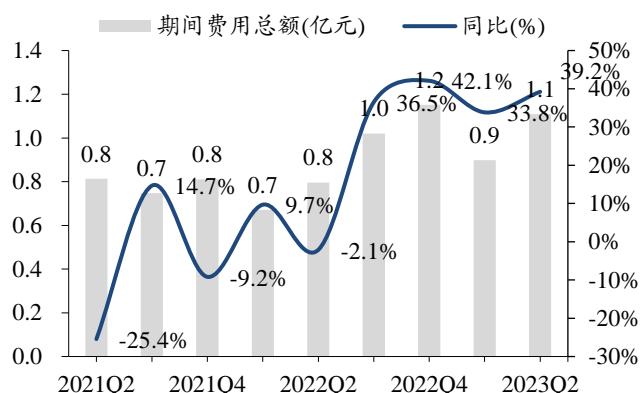
图9：2023H1 期间费用 2.01 亿元，同比+36.76%（亿元，%）

图10：2023Q2 期间费用 1.11 亿元，同比+39.23%，环比+23.43%（亿元，%）



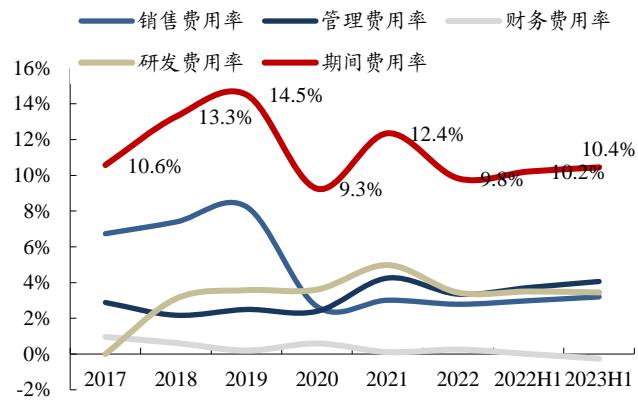
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图11: 2023H1期间费用率 10.44%，同比+0.23pct(%)



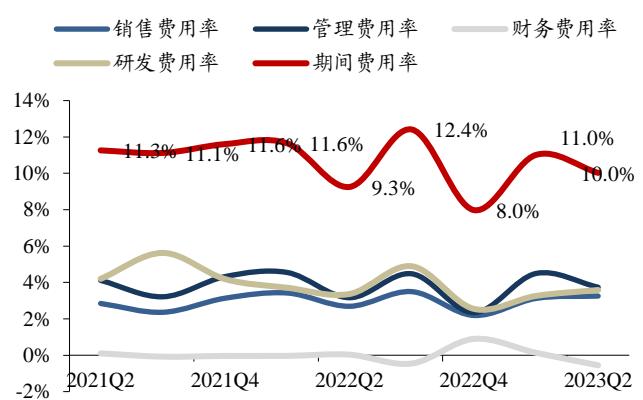
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图12: 2023Q2期间费用率 10.03%，同比+0.77pct，环比-0.99pct(%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

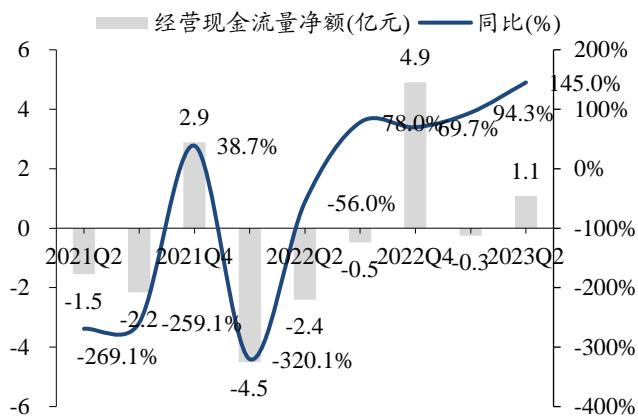
图13: 2023Q2经营活动现金净流入 1.08 亿元，同比+145.00%，环比+523.91% (亿元, %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

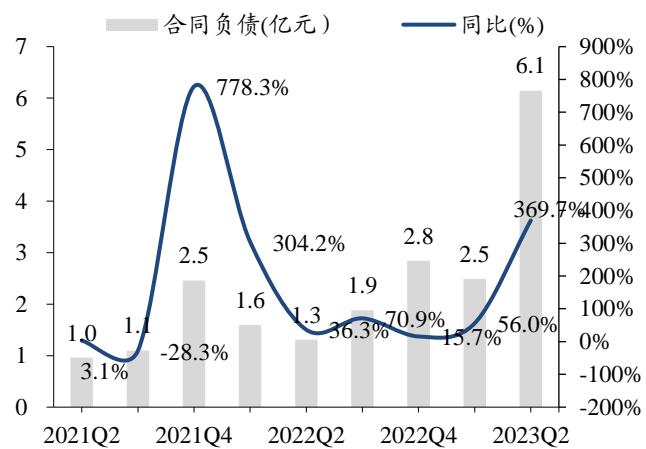
图14: 2023Q2期末合同负债 6.15 亿元，同比+369.71%，环比+146.78% (亿元, %)

现金流大幅改善、合同负债稳步增长。2023H1 经营活动现金流量净流入 0.83 亿元，同比增长 111.99%。销售商品取得现金 22.89 亿元，同比增长 133.64%。期末合同负债 6.15 亿元，同比增长 369.71%。期末应收账款 8.69 亿元，同比增长 198.34%。应收账款周转天数同比上升 29.58 天至 63.82 天。期末存货 15.11 亿元，同比上升 103.24%。存货周转天数同比下降 0.12 天至 211.89 天。2023Q2 经营活动现金流量净流入 1.08 亿元，同比增长 145.00%，环比增长 523.91%。销售商品取得现金 13.32 亿元，同比增长 147.00%，环比增长 39.23%。



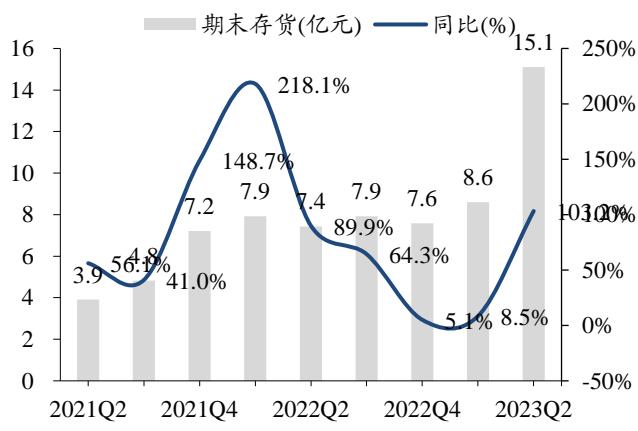
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图15: 2023Q2 期末存货 15.11 亿元, 同比+103.24%,
环比+75.74% (亿元, %)

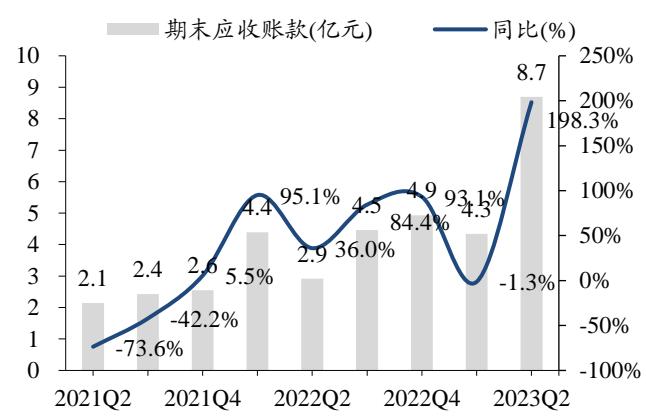


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图16: 2023Q2 期末应收账款 8.69 亿元, 同比+198.34%,
环比+100.54% (亿元, %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

盈利预测与投资评级: 基于部分项目订单交付延期, 我们小幅下调公司 2023-2024 年盈利预测, 我们预计公司 2023-2025 年归母净利润为 2.8/4.9/7.0 亿元 (2023-2024 年原值为 3.2/5.0 亿元, 新增 2025 年预测), 同增 537%/73%/42%。基于公司在光伏支架行业龙头地位, 给予 2024 年 22x PE, 对应股价 79 元, 维持“增持”评级。

风险提示: 原材料供不应求, 政策不及预期, 行业竞争加剧。

中信博三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	4,321	4,398	5,226	5,793	营业总收入	3,703	5,700	7,309	8,876
货币资金及交易性金融资产	1,731	1,474	1,821	1,299	营业成本(含金融类)	3,242	4,808	6,033	7,278
经营性应收款项	868	948	914	1,399	税金及附加	17	26	32	40
存货	758	477	557	739	销售费用	103	171	205	231
合同资产	916	1,410	1,808	2,196	管理费用	124	217	263	293
其他流动资产	48	89	126	160	研发费用	127	182	219	249
非流动资产	1,272	1,548	1,774	1,712	财务费用	9	(4)	0	(5)
长期股权投资	2	2	2	2	加:其他收益	25	29	15	27
固定资产及使用权资产	908	1,007	1,142	1,188	投资净收益	14	14	22	22
在建工程	106	263	335	210	公允价值变动	(2)	0	0	0
无形资产	152	167	184	200	减值损失	(84)	(4)	(2)	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	10	17	19	20	营业利润	33	339	592	840
其他非流动资产	93	92	92	92	营业外净收支	1	1	1	1
资产总计	5,592	5,946	7,000	7,505	利润总额	34	340	593	842
流动负债	2,865	2,964	3,634	3,603	减:所得税	(11)	51	89	126
短期借款及一年内到期的非流动负债	369	889	510	468	净利润	46	289	504	715
经营性应付款项	2,070	1,800	2,981	2,962	减:少数股东损益	1	6	14	18
合同负债	284	228	83	100	归属母公司净利润	44	283	490	697
其他流动负债	142	47	60	73	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.33	2.08	3.60	5.13
非流动负债	228	232	232	232	EBIT	46	337	593	836
长期借款	46	46	46	46	EBITDA	109	425	699	954
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	12.44	15.65	17.45	18.00
租赁负债	24	27	27	27	归母净利率(%)	1.20	4.96	6.70	7.85
其他非流动负债	158	159	159	159	收入增长率(%)	53.29	53.95	28.22	21.45
负债合计	3,093	3,195	3,866	3,835	归母净利润增长率(%)	195.57	536.95	73.00	42.41
归属母公司股东权益	2,495	2,741	3,110	3,628					
少数股东权益	4	10	24	42					
所有者权益合计	2,499	2,751	3,135	3,670					
负债和股东权益	5,592	5,946	7,000	7,505					

现金流量表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	重要财务与估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	(248)	(355)	1,185	(245)	每股净资产(元)	18.39	20.18	22.90	26.71
投资活动现金流	203	(147)	(311)	(33)	最新发行在外股份(百万股)	136	136	136	136
筹资活动现金流	245	456	(527)	(243)	ROIC(%)	2.20	8.60	13.56	17.93
现金净增加额	205	(41)	347	(521)	ROE-摊薄(%)	1.78	10.33	15.74	19.22
折旧和摊销	63	89	106	117	资产负债率(%)	55.31	53.74	55.22	51.10
资本开支	(314)	(361)	(331)	(54)	P/E(现价&最新股本摊薄)	178.22	27.98	16.17	11.36
营运资本变动	(415)	(759)	568	(1,074)	P/B(现价)	3.17	2.89	2.55	2.18

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户提供。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）），具体如下：

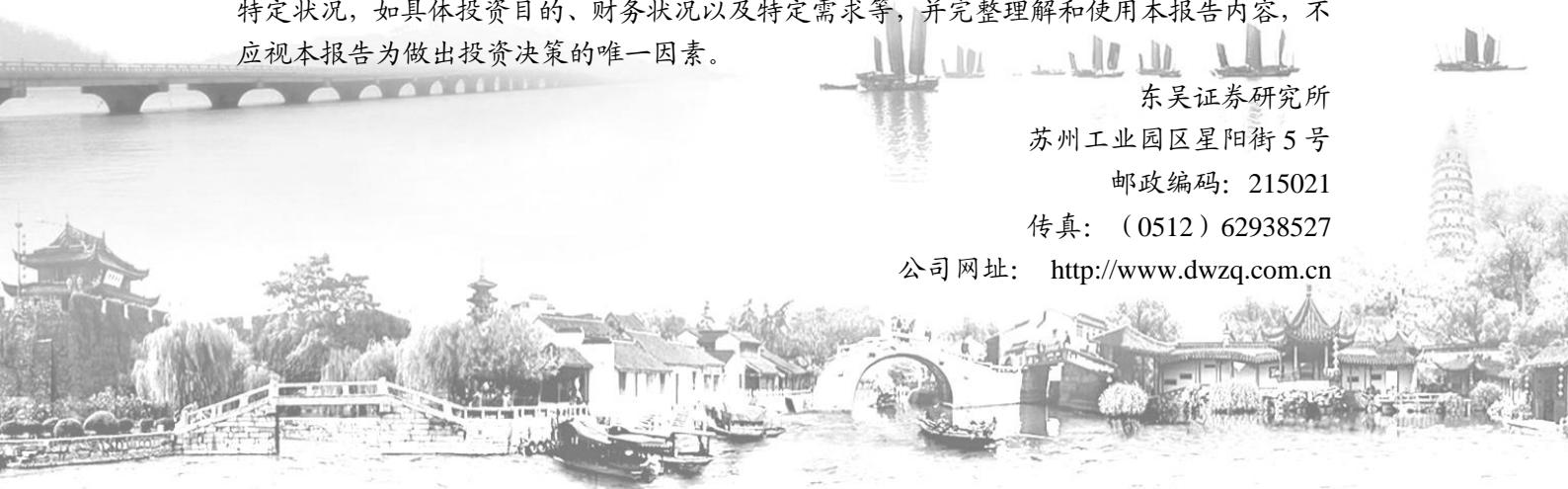
公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

 东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>