



海外订单放量，业绩触底回升

投资要点

- **推荐逻辑:** 1) 光伏组件价格自高点 2.1 元/W 回落至目前 1.26 元/W，将刺激全球地面电站装机放量。随着海外市场放量及国内跟踪支架渗透率提升，未来五年跟踪支架装机量预计维持 20% 以上复合增速。2) 中信博自 2013 年进入海外市场，经过多年耕耘，产能、业务布局逐步完善，自 2022 年 12 月以来陆续落地海外跟踪支架大单超 7.3GW，在手订单充足。3) 公司收入端已恢复高增长，22Q3~23Q2 连续四个季度收入创历史同期最高水平。随着海外跟踪支架出货占比大幅提升，毛利率将持续恢复。公司通过一体化产能布局、规模效应降本，业绩将迎来持续改善。
- **跟踪支架需求恢复高增，竞争格局改善胜者为王。** 此前抑制跟踪支架需求的三大因素均已显著改善：光伏组件价格自 2.1 元/W 回落至 1.26 元/W，海运费与钢材价格也已回落至正常水平。随着光伏电站 IRR 提升，地面电站装机将恢复高增长。海外地面电站对跟踪支架接受度较高，加上国内跟踪支架渗透率提升，预计 2023~2027 年跟踪支架装机将保持 20% 以上复合增速。2021 年全球跟踪支架龙头企业业绩大面积下滑、甚至亏损，行业洗牌后竞争格局预计大幅改善。跟踪支架出海的认证、可融资性、品牌壁垒更高，中信博有望全面受益海外市场爆发。
- **深度布局海外新兴市场，订单爆发迎来收获期。** 公司 2013 年进入海外市场，重点布局印度、中东、南美等新兴市场，与 Adani 合资在印度建设生产基地，并在其他地区培育供应商，满足本地化生产制造要求。经过多年耕耘，公司在海外产能、业务布局逐步完善，自 2022 年 12 月以来落地海外跟踪支架大单超 7.3GW，彰显了公司在海外市场的优势及拿单能力。
- **收入恢复高增，业绩有望持续改善。** 公司 22Q3~23Q2 连续四个季度收入创历史同期最高水平。毛利率自 21Q4 以来稳步回升。跟踪支架、境外项目盈利能力较固定支架、境内项目均有 2~3pp 毛利率溢价。未来海外跟踪支架出货比例提升将持续提升公司毛利率水平。通过自建镀锌工厂，自制回转减速装置、控制箱、平行驱动器等领布局，预计成本端有 2 分/W 左右下降空间。随着公司收入增长，前期费用摊薄，利润率也将迎来持续提升。
- **盈利预测与估值。** 预计 2023~2025 年归母净利润分别为 2.96 亿元、5.86 亿元和 8.07 亿元。公司海外业务布局进入收获期，大单持续落地。收入端连续四个季度高增，毛利率也处在回升通道。随着海外跟踪支架集中交付，镀锌、回转减速器、控制箱、平行驱动器等零部件自制进一步降本，收入增长规模效应摊薄前期投入成本，业绩反转在即。我们给予公司 2024 年 20 倍 PE 估值，对应目标价 86.2 元。首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示:** 海外市场拓展风险，钢材价格波动风险，新产品投产、降本措施不及预期的风险。

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3702.59	6040.00	8080.00	10090.00
增长率	53.29%	63.13%	33.77%	24.88%
归属母公司净利润(百万元)	44.43	296.21	585.52	806.64
增长率	195.57%	566.68%	97.67%	37.76%
每股收益 EPS(元)	0.33	2.18	4.31	5.94
净资产收益率 ROE	1.83%	10.66%	17.71%	20.18%
PE	201	30	15	11
PB	3.58	3.21	2.70	2.24

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 韩晨

执业证号: S1250520100002

电话: 021-58351923

邮箱: hch@swsc.com.cn

分析师: 敖颖晨

执业证号: S1250521080001

电话: 021-58351917

邮箱: ayc@swsc.com.cn

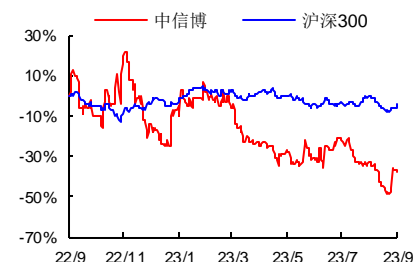
分析师: 谢尚师

执业证号: S1250523070001

电话: 021-68416923

邮箱: xss@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: Wind

基础数据

总股本(亿股)	1.36
流通 A 股(亿股)	1.36
52 周内股价区间(元)	54.28~131.50
总市值(亿元)	89.38
总资产(亿元)	51.63
每股净资产(元)	17.98

相关研究

目 录

1 国内跟踪支架领跑者，业绩触底迎来回升.....	1
1.1 主营光伏支架、BIPV，出货量领先项目经验丰富.....	1
1.2 业绩复盘：盈利触底回升，业绩拐点已现.....	2
2 海外需求有望加速，跟踪支架胜者为王.....	5
2.1 多因素将提振电站投资 IRR，集中式装机重回增长主力.....	5
2.2 受益海外地面电站放量，跟踪支架重回高成长轨道.....	7
2.3 竞争格局改善，胜者为王.....	8
3 布局海外新兴市场，跟踪支架大单持续落地.....	11
4 收入端已恢复高增，业绩有望持续改善.....	14
4.1 收入恢复增长，毛利率提升，规模效应降本.....	14
4.2 一体化产能布局助力降本.....	16
5 盈利预测与估值.....	18
6 风险提示.....	19

图 目 录

图 1: 中信博业务发展历程	1
图 2: 中信博营业收入情况	3
图 3: 中信博归母净利润情况	3
图 4: 2021 年国内光伏地面电站装机大幅下滑	4
图 5: 2021 年公司境内、外项目收入均同比下降	4
图 6: 2021 年钢材采购价格大幅上升	4
图 7: 2021 年物流成本涨幅较大	4
图 8: 支架销售均价有所下滑 (GW, 元/W)	5
图 9: 市场竞争加剧导致毛利率下降	5
图 10: 全球跟踪支架出货量	5
图 11: 组件价格回落将刺激地面电站装机需求	5
图 12: 热卷价格自高点回落	6
图 13: 运费已恢复至疫情前正常水平	6
图 14: 美国联邦基金目标利率	6
图 15: 欧洲主要再融资利率	6
图 16: 预计 2022~2027 年全球分布式光伏 CAGR 约 17.8%	7
图 17: 预计未来全球地面电站装机增速高于分布式	7
图 18: 预计 2022~2027 年全球分布式光伏 CAGR 约 17.8%	8
图 19: 全球跟踪支架按区域市场容量预测 (2023E~2027E, GW)	8
图 20: 天合光能光伏支架业务营收及毛利率	9
图 21: 聚晟光伏营收及净利率	9
图 22: DNV 对跟踪支架可融资性评估涉及 24 个方面指标	10
图 23: 中信博全球业务布局	12
图 24: 海外业务收入保持高速增长	12
图 25: 中信博持续保持高额研发投入	13
图 26: 跟踪支架产品持续迭代	13
图 27: 23Q1 营收创历史新高	15
图 28: 盈利能力自 2021Q4 触底后开始逐渐恢复	15
图 29: 跟踪支架毛利率高于固定支架	15
图 30: 海外销售毛利率高于国内	15
图 31: 中信博上市以来员工人数持续增长	16
图 32: 随着收入规模增长费用率有望摊薄	16
图 33: 跟踪支架系统示意图	16
图 34: 跟踪支架成本构成 (单位: 元/W)	17
图 35: 固定支架成本构成 (单位: 元/W)	17
图 36: 回转减速器、电控箱在跟踪支架成本占比提升	17
图 37: 回转减速器毛利率较高	17

表 目 录

表 1: 中信博跟踪支架主要产品	1
表 2: 中信博固定支架主要产品	2
表 3: 中信博 BIPV 主要产品	2
表 4: 2016~2020 年跟踪支架销售占比持续提升	3
表 5: 全球主要跟踪支架市场及预测 (GW)	8
表 6: 美国跟踪支架上市公司 2021 年盈利能力出现大幅下滑	9
表 7: Soltec 跟踪支架业务 2020、2021 均亏损	9
表 8: 2020 年全球分地区跟踪支架出货量份额	11
表 9: 中信博与海外主要竞争对手产品对比	12
表 10: 主要跟踪支架市场国家对跟踪支架“本土化制造”政策要求	14
表 11: 2022 年 12 月以来公司签署的跟踪支架供应协议	14
表 12: 分业务收入及毛利率	18
表 13: 可比公司估值情况	19
附表: 财务预测与估值	20

1 国内跟踪支架领跑者，业绩触底迎来回升

1.1 主营光伏支架、BIPV，出货量领先项目经验丰富

中信博主营业务为光伏跟踪支架、固定支架及 BIPV 系统的研发、设计、生产和销售。截至 2023 年 6 月末，中信博支架产品累计出货超 55GW，在全球 40 余个国家和地区成功安装了 1500 多个项目。2017~2022 年间，公司光伏跟踪支架出货量合计超过了 12GW。根据 Wood Mackenzie 报告，2017~2021 年间，公司光伏跟踪支架累计出货量位列全球第五。公司目前拥有江苏常州、安徽繁昌、安徽宿松、印度古吉拉特 (Gujarat) 四大生产制造基地。截至 2023 年 3 月 31 日，公司拥有光伏支架设计产能 12.2GW。





图 1：中信博业务发展历程



数据来源：公司公告，西南证券整理





产品种类丰富，拓宽柔性、锌铝镁支架新产品。作为全球领先的光伏支架厂商，公司紧跟光伏行业降本增效的需求，持续通过技术创新，实现了固定支架到跟踪支架的覆盖，陆续推出了无线同步可调支架、双立柱支架、单立柱支架等固定支架系列产品，以及“天智”、“天际”、“天双”等跟踪支架系列产品，并积极拓宽如柔性支架、锌铝镁支架等新兴支架产品，不断完善公司产品体系。在柔性支架领域，公司进行了前期调研及业务布局，未来公司将重点面向我国中部、东部地区市场进行柔性支架产品的市场开拓及应用推广，满足山地、丘陵等特殊地形需求，抓住“渔光互补”、“农光互补”等“光伏+”领域光伏支架市场需求释放的发展契机。

表 1：中信博跟踪支架主要产品

天际	天际 II	天智 II	天双
			

数据来源：公司公告，西南证券整理


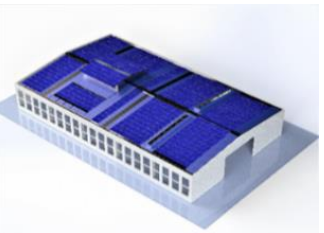


表 2：中信博固定支架主要产品

季节可调支架	无线同步可调支架	双立柱支架	单立柱支架
			

数据来源：公司公告，西南证券整理

BIPV 先行者，项目经验丰富。在建筑光伏一体化领域，公司 2017 年就实现了 BIPV 产品交付。中信博 BIPV 系统，先后推出智顶、双顶、睿顶、捷顶、智棚系列光伏屋顶及光伏车棚等 BIPV 系统解决方案，旨在为客户提供全场景系统解决方案和全生命周期智能运维服务。至今，中信博已在全国 17 个省市成功地交付了五十余个 BIPV 项目。

表 3：中信博 BIPV 主要产品

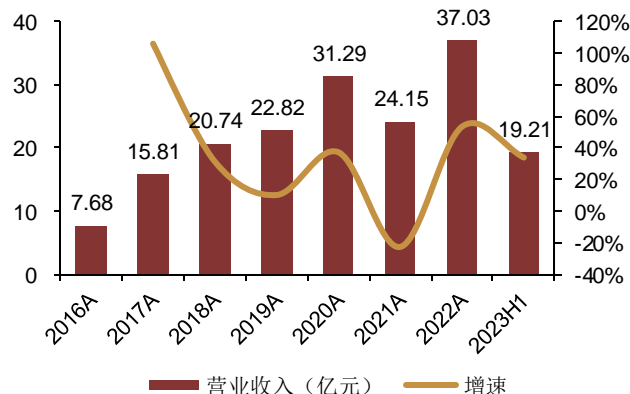
智顶	双顶	睿顶	智棚
			

数据来源：公司公告，西南证券整理

1.2 业绩复盘：盈利触底回升，业绩拐点已现

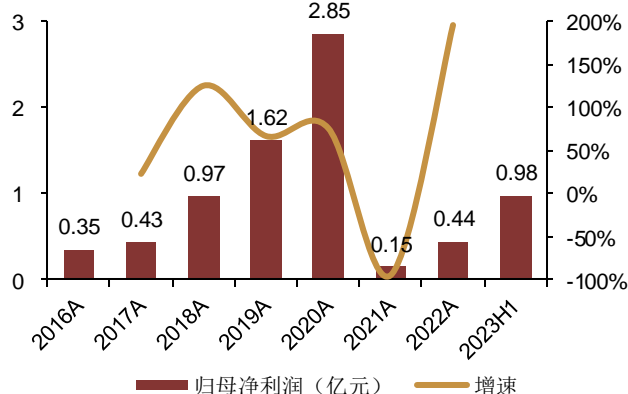
2016~2020 年是公司业绩的高速成长期，期间营业收入由 7.68 亿元增长至 31.29 亿元，CAGR 约 42.07%；归母净利润由 0.35 亿元增长至 2.85 亿元，CAGR 约 68.84%。2021 年以来，光伏上游硅料价格持续高涨，抑制国内外集中式地面电站装机增长，大量项目延迟建设，使得市场竞争加剧。外加公司成本端原材料、国际物流费、芯片等价格高涨，导致收入及毛利等大幅下滑。2022 年，光伏市场安装需求逐渐回暖，公司持续开拓国内外市场。随着钢材价格回稳下降，公司业绩开始恢复增长。2023 年上半年，公司实现营业收入 19.21 亿元，同比增长 33.72%；实现归母净利润 0.98 亿元，同比扭亏为盈。

图 2：中信博营业收入情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 3：中信博归母净利润情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

2016~2020 年：跟踪支架占比提升，业绩快速增长期。期间受益于海内外项目的成功开拓，跟踪支架收入占比由 33.01% 提升至 55.65%，跟踪支架毛利率高于固定支架，业绩迎来爆发。公司早在 2015 年就已进入印度市场，2016、2017 年海外客户（跟踪支架为主）主要集中在印度地区。2018、2019 年，连续承接了澳大利亚、墨西哥、越南、哈萨克斯坦、阿曼、巴西等地电站项目。与印度 Adani 870MW 天际跟踪支架合同主要在 2020 年完成交付并确认收入，跟踪支架销售占比进一步提升。国内跟踪支架应用起步较晚，2016 年以来，随着光伏领跑者项目推出，大量采用跟踪支架。公司 2018 年获得了多笔领跑者项目订单，当年国内跟踪支架收入大幅增长。

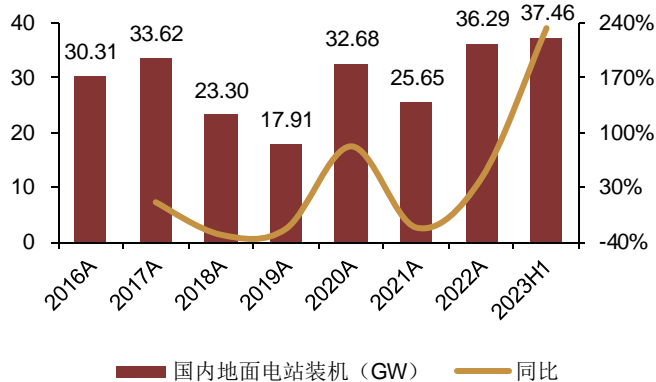
表 4：2016~2020 年跟踪支架销售占比持续提升

		2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A
固定支架	内销收入 (亿元)	5.09	7.48	9.46	9.28	13.62	10.75	16.32
	外销收入 (亿元)		1.95	0.85	1.71			
	毛利率	22.05%	16.42%	17.66%	22.41%	15.27%	7.56%	11.39%
跟踪支架	内销收入 (亿元)	2.51	3.96	6.16	3.84	17.10	11.94	16.05
	外销收入 (亿元)		2.32	4.22	7.88			
	毛利率	33.03%	18.76%	23.44%	25.79%	25.38%	14.65%	13.77%
跟踪支架销售额占比		33.01%	39.97%	50.18%	51.61%	55.65%	52.62%	49.59%

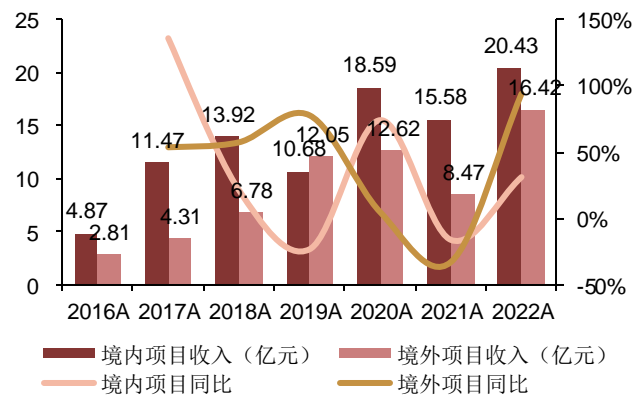
数据来源：公司公告，西南证券整理

2021~2022 年：受地面电站项目延期，钢材等原材料价格、物流成本上涨等不利因素影响，业绩大幅下滑。具体来看：

1) 2021 年硅料价格大幅上涨，进而导致组件价格大幅上涨。因光伏电站投资成本加大，导致大型地面集中电站项目延迟开工。2021 年国内集中电站装机 25.65GW，同比下降 21.51%。2021 年，公司境内外项目收入分别为 15.58、8.47 亿元，分别同比下降 16.16%、32.91%。

图 4：2021 年国内光伏地面电站装机大幅下滑


数据来源：国家能源局，西南证券整理

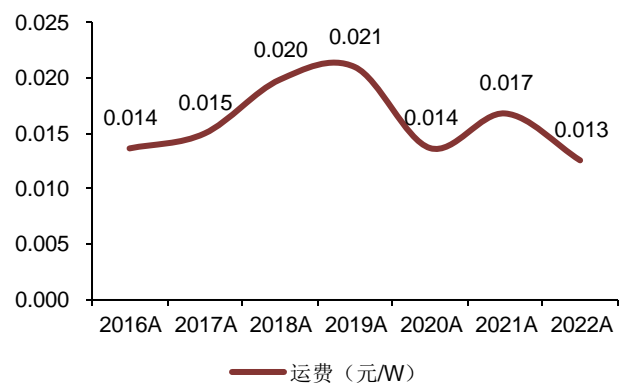
图 5：2021 年公司境内、外项目收入均同比下降


数据来源：公司公告，西南证券整理

2) 原材料钢材价格大幅上涨，物流费用高涨提高公司交货成本。公司采用成本加成定价方式,主要原材料为各种型号的钢材。2021 年钢材采购均价 0.52 万元/吨,同比增长 33.33%。2021 年国际海运物流紧张，物流费用居高不下。为保证按时交货，公司承担了较高的物流成本。2021 年支架产品平均运费 1.7 分/W，同比上升 22.91%。考虑到折算到单瓦钢材用量的下降，实际支架产品单吨运费涨幅更大。

图 6：2021 年钢材采购价格大幅上升

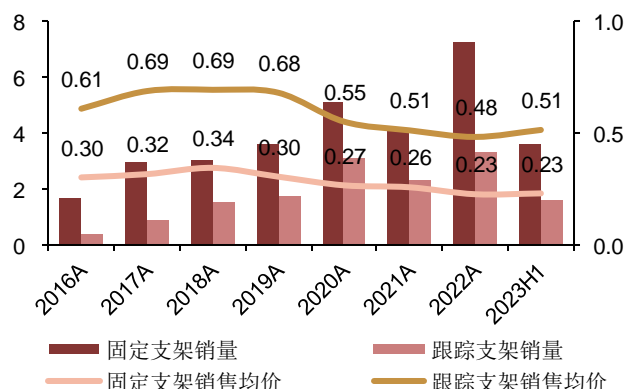

数据来源：公司公告，西南证券整理

图 7：2021 年物流成本涨幅较大


数据来源：公司公告，西南证券整理

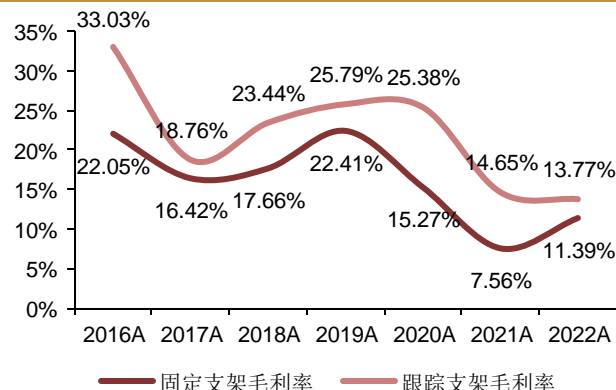
3) 组件大尺寸、高功率化降低支架耗用量。市场竞争加剧，毛利率大幅下滑。受光伏组件大尺寸化、转换效率提升等因素影响，单块光伏组件功率不断增长，降低了每 MW 电站项目中光伏支架的耗用量（钢材耗用重量、驱动和电控系统等投入数量），光伏支架单瓦售价持续下降。2021 年集中式地面电站项目装机延迟，市场竞争加剧，加上钢材价格及运费大幅上涨，导致公司业绩大幅下降。

图 8：支架销售均价有所下滑（GW，元/W）



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 9：市场竞争加剧导致毛利率下降



数据来源：公司公告，西南证券整理

2023H1：业绩迎来拐点，毛利率大幅改善。2023 年上半年，公司综合毛利率 15.87%，其中支架业务毛利率 16.40%，同比均有大幅提升。23Q2 公司综合毛利率 17.59%，环比 23Q1 提升超过 4pp。公司盈利能力改善的原因在于：1) 原材料成本同比呈下降趋势；2) 毛利率较高的跟踪支架收入占比提升；3) 人民币贬值提升了海外项目的毛利率水平。

2 海外需求有望加速，跟踪支架胜者为王

2.1 多因素将提振电站投资 IRR，集中式装机重回增长主力

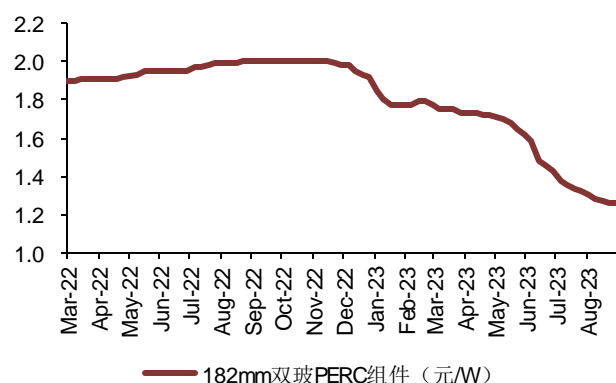
跟踪支架市场 2022 年增速承压，随着组件价格、原材料、运费回落，有望恢复强劲增长。2016~2021 年，受益于全球地面电站装机的快速增长，以及跟踪支架渗透率的持续提升，全球光伏跟踪支架出货量由 11.0GW 增长至 54.5GW，CAGR 约 37.8%，是增长最快的光伏细分市场之一。2021 年以来，受组件、钢材、物流等价格原因，跟踪支架部分项目延期，或者改用固定支架，市场规模承压，预计 2022 年跟踪支架出货量约 55.8GW。随着组件价格降价，热卷、航运价格回落至正常水平，预计 2023 年跟踪支架将恢复强劲增长势头。

图 10：全球跟踪支架出货量



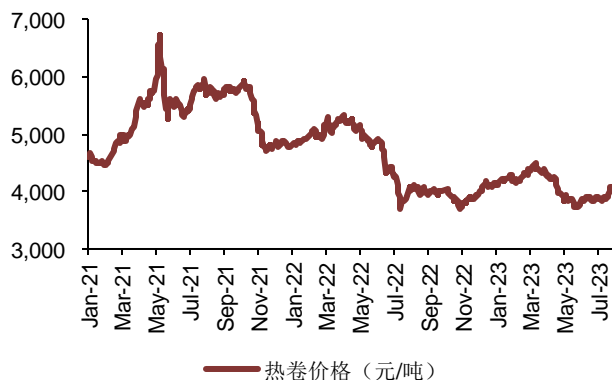
数据来源：GTM, Wood Mackenzie, 天合光能，西南证券整理

图 11：组件价格回落将刺激地面电站装机需求



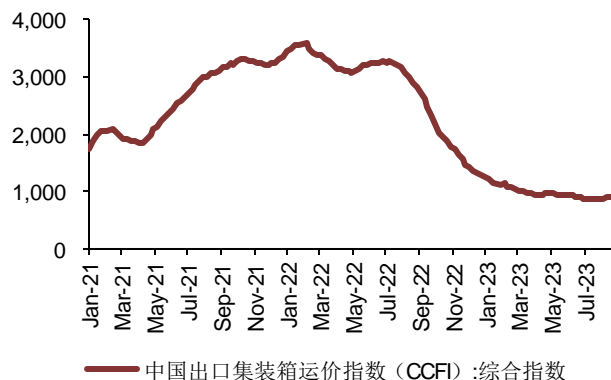
数据来源：InfoLink Consulting，西南证券整理

图 12: 热卷价格自高点回落



数据来源: Wind, 西南证券整理

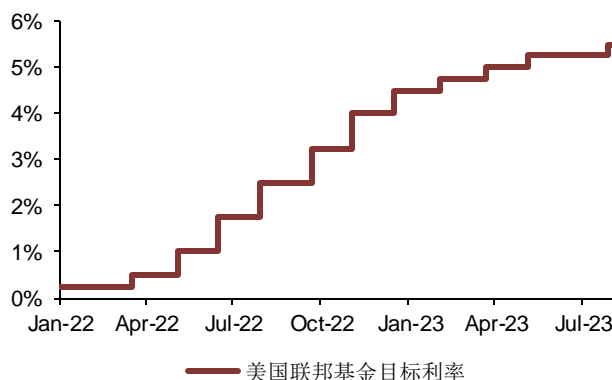
图 13: 运费已恢复至疫情前正常水平



数据来源: Wind, 西南证券整理

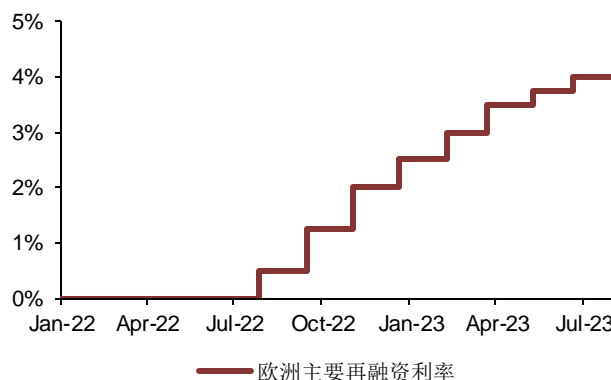
明年海外有望进入降息周期, 刺激光伏地面电站需求释放。当前海外主要市场利率均处于较高水平。7 月 26 日, 美联储宣布加息 25 个基点, 美国联邦基金利率目标区间已升至 5.25%~5.50%。这是自 2022 年 3 月以来, 美联储连续第 11 次加息。欧洲央行 2022 年 7 月开启加息进程, 截至今年 7 月 27 日最近一次议息会议, 欧洲央行已连续 9 次加息, 累计 425 个基点。当前美国利率已接近峰值水平, CPI 也自高点回落。若通胀继续下降, 美国明年有望进入降息周期, 刺激海外光伏地面电站装机释放。

图 14: 美国联邦基金目标利率



数据来源: Wind, 西南证券整理

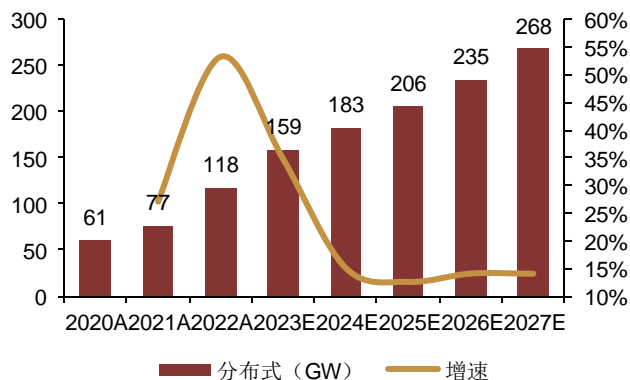
图 15: 欧洲主要再融资利率



数据来源: Wind, 西南证券整理

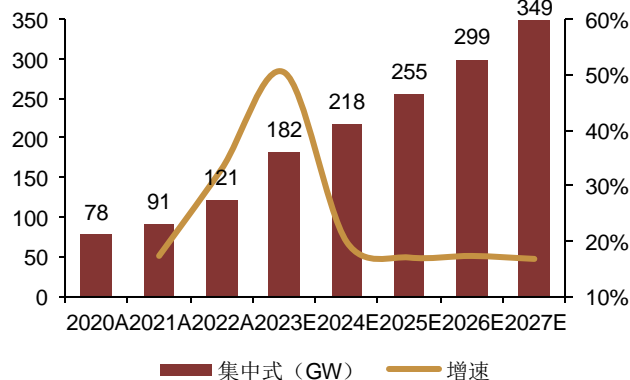
地面电站装机增速预计反超分布式, 跟踪支架需求迎来强催化。2021~2022 年, 在俄乌战争导致的高电价刺激下, 欧洲分布式装机爆发。全球光伏分布式装机增速高于集中式地面电站装机。户用分布式装机具有消费属性, 对电价敏感; 而集中式电站投资属性更强, 对利率更敏感。组件价格回落、利率下行均将刺激地面电站需求。根据 SolarPower Europe 预测, 2022~2027 年, 全球光伏地面电站装机将由 121GW 增长至 349GW, CAGR 约 23.6%, 高于分布式装机 17.8% 的复合增速。

图 16: 预计 2022-2027 年全球分布式光伏 CAGR 约 17.8%



数据来源: SolarPower Europe, 西南证券整理

图 17: 预计未来全球地面电站装机增速高于分布式



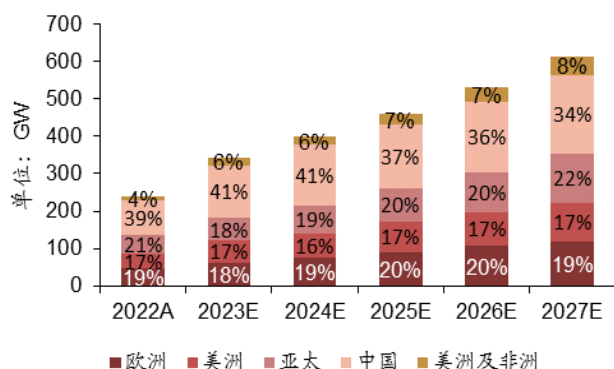
数据来源: SolarPower Europe, 西南证券整理

2.2 受益海外地面电站放量，跟踪支架重回高成长轨道

海外装机占比进一步提升年，新兴市场增长可期。SolarPower Europe 预计，全球光伏新增装机将由 2022 年的 239GW 增长至 2027 年的 617GW。其中，中国装机量占全球新增装机的比例将由 39% 下降至 34%。随着全球新冠疫情、运力紧缺，光伏产业链价格大幅上涨等不利因素逐渐改善，海外光伏装机占比将进一步提升。印度、中东、拉美等新兴光伏市场增长势头强劲。

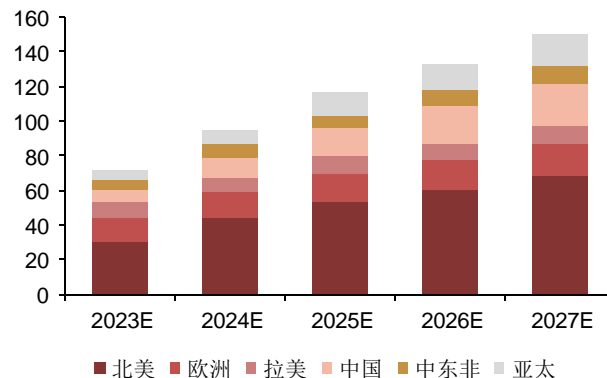
- 截至 2022 年底，印度光伏累计装机量 63.5GW，成为全球第五大市场。印度政府制定了到 2030 年可再生能源发电装机容量 500GW，光伏装机容量 300GW 的目标。为实现该目标，印度自 2023 年起每年需新增近 30GW 光伏装机。目前印度有 17 个太阳能园区项目储备，总容量为 10GW。2022 年，印度政府推出了全国范围的补贴计划，旨在 2024 年达到户用装机 4GW 目标。
- 拉丁美洲是仅次于亚洲的第三光伏大市场。根据 InfoLink Consulting 数据，2022 年中国对美洲出口光伏组件产品总量达 24.8GW，同比增长 50%，其中的增量绝大部分来自巴西市场。拉美地区拥有丰富的可再生能源，国际可再生能源署发布的《全球可再生能源展望》报告指出，预计到 2050 年，拉美可再生能源投资需求每年约为 450 亿美元。根据 Wood Mackenzie 预测，2023 年开始光伏将成为拉丁美洲最具成本优势的可再生能源技术，光伏可能会成为未来拉美地区可再生能源发展的主方向。
- 中东地区光伏产业起步较晚，在近年的双碳目标加持下，中东地区能源转型已被提上日程，光伏发电是其重要组成部分。沙特发布的《2030 年可再生能源规划》计划在 2023 年光伏装机达到 20GW，2030 年光伏装机达到 40GW；埃及的《2035 年综合可持续能源战略》中为光伏的发展设定的目标为到 2035 年，光伏发电累计装机达到 43GW。阿联酋规划 2025 年可再生能源总装机超 9GW。

图 18: 预计 2022-2027 年全球分布式光伏 CAGR 约 17.8%



数据来源: SolarPower Europe, 西南证券整理

图 19: 全球跟踪支架按区域市场容量预测 (2023E-2027E, GW)



数据来源: 天合光能, 西南证券整理

海外地面电站放量、国内渗透率提升，跟踪支架成长加速。从地区分布看，美洲地区跟踪支架渗透率超过 90%，拉美、中东渗透率在 80% 以上，欧洲也超过了 50%。亚太地区跟踪支架渗透率仅为 20% 左右，其中中国大陆地区约 12%。随着跟踪支架成本的不断下降，以及国内跟踪支架企业技术和产品的不断成熟，我国跟踪支架的市场占比将呈现稳步上升趋势。国内大基地的稳步推进，也将加速跟踪支架的推广应用。海外市场对跟踪支架接受度较高，随着海外地面电站放量，国内渗透率提升，全球跟踪支架市场将加速成长。预计印度、美国、澳大利亚、中国、沙特、智利将成为增长最快的市场。

表 5: 全球主要跟踪支架市场及预测 (GW)

国家	2023	2024	2025	2026	2027	CAGR
美国	32.0	46.8	58.2	66.2	75.4	24%
巴西	10.4	11.3	11.9	12.6	13.3	6%
西班牙	8.5	8.6	8.7	8.4	8.3	0%
中国	6.9	8.7	10.5	13.8	15.4	22%
澳大利亚	2.4	3.4	3.7	5.0	5.4	23%
智利	2.2	2.8	3.2	3.5	3.8	15%
沙特	1.8	2.2	2.5	2.9	3.3	17%
希腊	1.4	1.5	1.7	1.7	1.9	7%
法国	1.4	1.5	1.6	1.6	1.7	5%
土耳其	1.4	1.4	1.6	1.8	1.9	8%
印度	0.8	1.6	3.5	4.5	6.0	64%

数据来源: 天合光能, 西南证券整理

2.3 竞争格局改善，胜者为王

2020 年以来跟踪支架公司盈利能力均有下滑，行业竞争格局预计大幅改善。2020 年以来，新冠疫情爆发对全球供应链形成冲击，导致海运费暴涨。跟踪支架主要原材料钢材价格也大幅上涨。因光伏供应链各环节扩张周期、产能不匹配，硅料价格持续上涨导致下游电站装机延迟。2021 年，NextTracker、FTC Solar、Array Tech 等公司毛利率、净利率财务指标

均明显恶化。Soltec 2020、2021 年 EBITDA Margin 亦为负。国内中信博、天合光能光伏支架业务、聚晟光伏盈利能力也在 2021 年大幅下滑。考虑到行业主流上市公司在 2021 年出现大面积亏损，中小公司业绩更难以以为继，中小产能出清后预计竞争格局大幅改善。

表 6：美国跟踪支架上市公司 2021 年盈利能力出现大幅下滑

财务指标	公司	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023H1
营业收入 (百万美元)	Nextracker			1,195.62	1,457.59	1,902.14	479.54
	FTC Solar		53.12	187.35	270.53	123.07	73.25
	Array Tech	290.78	647.90	872.66	853.32	1,637.55	884.50
毛利率	Nextracker			19.40%	10.09%	15.09%	23.72%
	FTC Solar		-3.67%	1.94%	-12.03%	-22.12%	5.78%
	Array Tech	3.97%	23.27%	23.24%	9.71%	13.88%	28.40%
净利润 (百万美元)	Nextracker			124.35	50.91	121.33	63.65
	FTC Solar		-13.50	-15.92	-106.59	-99.61	-22.18
	Array Tech	-60.76	39.75	59.07	-50.40	4.43	90.94
净利率	Nextracker			10.40%	3.49%	6.38%	13.27%
	FTC Solar		-25.40%	-8.50%	-39.40%	-80.94%	-30.27%
	Array Tech	-20.90%	6.13%	6.77%	-5.91%	0.27%	10.28%

数据来源：Nextracker, FTC Solar, Array Tech, 西南证券整理

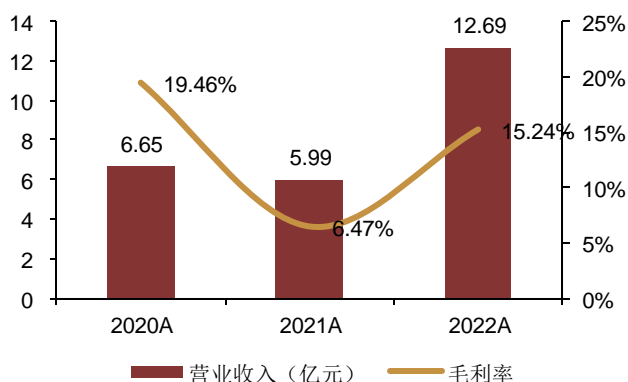
表 7：Soltec 跟踪支架业务 2020、2021 均亏损

财务指标	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A
营业收入（百万欧元）	166.0	356.7	236.2	411.8	586.7
跟踪支架出货（MW）	1500	2900	2200	3400	3800
EBITDA Margin	3%	6%	-7%	-3%	5%

注：采用 Soltec Industrial Division 业务数据，包括跟踪支架制造及建造服务业务

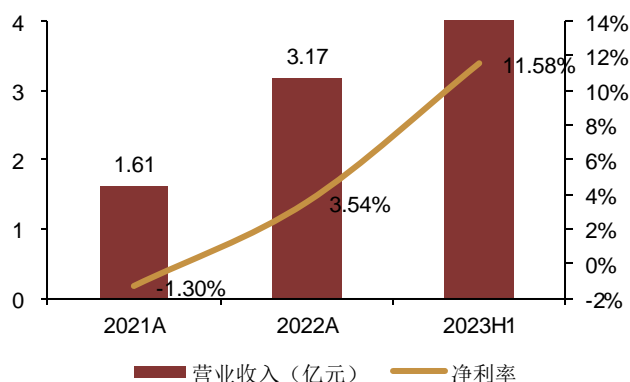
数据来源：Soltec, 西南证券整理

图 20：天合光能光伏支架业务营收及毛利率



数据来源：天合光能, 西南证券整理

图 21：聚晟光伏营收及净利率

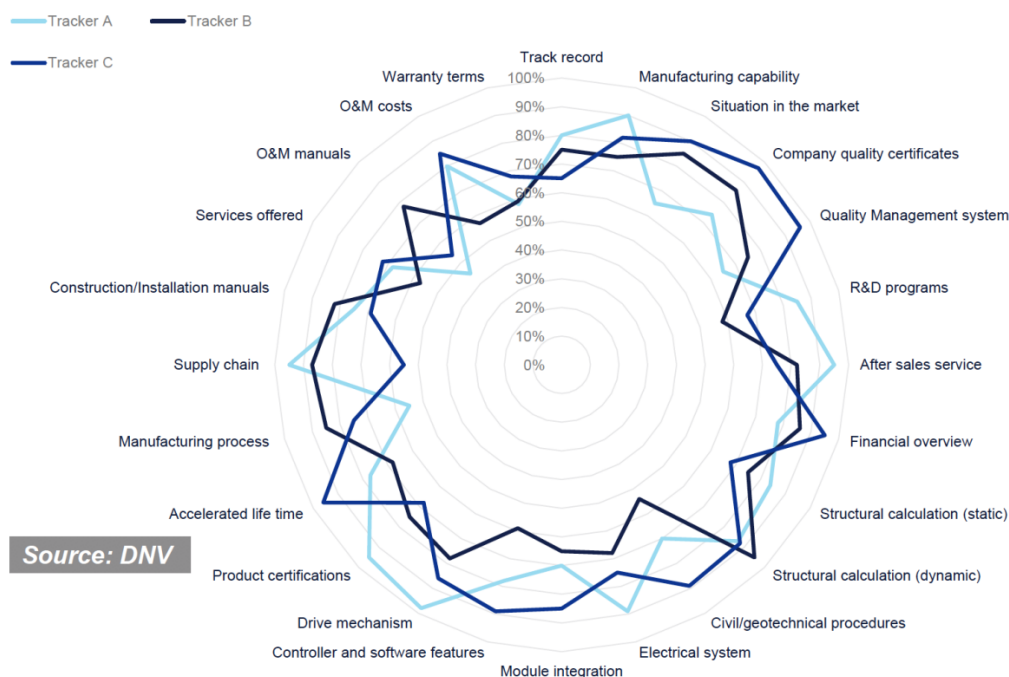


数据来源：晶澳科技, 西南证券整理

跟踪支架出海面临较高资质、可融资性认证壁垒。光伏支架需符合各国民用和商用建筑标准和规范、特种行业建筑标准和规范及光伏发电建设标准和规范，跟踪支架还要符合一系列的电气标准和规范。光伏支架供应商需掌握各个国家地区的技术标准和规范要求，通过 IEC、欧盟 CE、TÜV 南德、美国 UL 等各种认证。因此，光伏支架供应商掌握各个国家地区的技术标准和规范要求，通过各项行业认证，方才具有进入市场的资格。

此外，只有通过可融资性评估后，支架供应商才能进入客户的合格供应商名单。为了通过此类评估，支架供应商需要事先聘请专业的第三方技术公司出具可融资性报告，提供给贷款公司的评估机构作为参考。整个过程需要付出大量的人力、物力和资金投入，并且需要持续几年的时间，对行业潜在进入者形成较高的壁垒。

图 22：DNV 对跟踪支架可融资性评估涉及 24 个方面指标



数据来源：DNV, TaiyangNews, 西南证券整理

客户认证和品牌壁垒决定拿单能力，胜者为王将享受出海红利。通过技术标准、可融资性认证只是出海的第一步。跟踪支架下游客户主要为电站工程总承包商（EPC）和电力投资公司（业主），一般都会建立合格供应商名录。进入合格供应商名录需要对供应商的资质、规模、产品品质、交货及时性、信用情况、技术水平、项目经验等进行严格的审核。为保证产品质量的持续性，一旦进入名录后，光伏支架企业与下游知名客户会与建立长期稳定的合作关系，不会轻易更换供应商。新进入者进入合格供应商名录需要达到上述各项要求，并且审核周期较长。

跟踪支架行业经历了 2020、2021 年的洗牌，竞争格局预计大幅改善。海外市场相较于国内市场，具有更高的进入壁垒和客户粘性。面对海外跟踪支架市场即将到来的高增长，行业龙头公司准备充分，具备更强竞争力，将享受出海红利。

跟踪支架是典型区域市场，国内厂商在亚太、拉美、中东、非洲发展空间大。跟踪支架是典型区域性市场，不同地区间竞争格局差异较大。NEXTracker 作为全球跟踪支架龙头，在除欧洲以外的市场，均位列前三。Array Tech、FTC Solar 等厂商在美国本土优势明显。欧洲市场则被 PV Hardware、Soltec、Trina Tracker（前身 Nclave）等本土品牌占据。对于亚太、拉美、中东、非洲等新兴市场，由于缺少有竞争力的本土品牌，更有利于国内跟踪支架厂商出海。总体来看，国内厂商在新兴市场份额也相对靠前。

表 8：2020 年全球分地区跟踪支架出货量份额

美国		亚太		拉美		欧洲		澳大利亚		中东		非洲	
公司	市占率	公司	市占率	公司	市占率	公司	市占率	公司	市占率	公司	市占率	公司	市占率
NEXTracker	43%	Arctech Solar	35%	STI Norland	35%	PV Hardware	29%	NEXTracker	35%	Ideematec	42%	PV Hardware	31%
Array Tech	27%	NEXTracker	12%	NEXTracker	21%	Soltec	12%	Array Tech	31%	Arctech Solar	33%	NEXTracker	18%
GameChange	8%	Trina Tracker	12%	Soltec	16%	Trina Tracker	12%	PV Hardware	17%	NEXTracker	15%	GameChange	18%
PV Hardware	7%	Array Tech	11%	Trina Tracker	5%	STI Norland	11%	Ideematec	6%	Trina Tracker	4%	Optimum Tracker	14%
FTC Solar	6%	Jsolar	7%	Convert Italia	5%	Solar Steel	7%	Soltec	6%	Optimum Tracker	3%	Convert Italia	14%
ArcelorMittal Exosun	3%	PV Hardware	6%	Array Tech	5%	Convert Italia	6%	Alion	3%	其他	3%	Powerway	5%
Solar FlexRack	2%	GameChange	5%	Arctech Solar	4%	NEXTracker	5%	ArcelorMittal Exosun	2%				
Soltech	2%	Powerway	3%	GameChange	3%	Ideematec	4%						
其他	2%	Ideematec	3%	Powerway	2%	Optimum Tracker	3%						
		Soltec	2%	PV Hardware	2%	Array Tech	3%						
		其他	4%	其他	2%	ArcelorMittal Exosun	2%						
						GameChange	2%						
						Zimmerman	2%						
						其他	2%						

注：Arctech Solar 为中信博；Trina Tracker 前身为 Nclave，后被天合光能收购；Array Tech 于 2021 年 1 月收购了 STI Norland

数据来源：Wood Mackenzie，西南证券整理

3 布局海外新兴市场，跟踪支架大单持续落地

率先布局海外市场，境外项目收入高增。中信博 2013 年便首次涉足海外市场，2014 年进入日本、英国市场，2015 年进入印度市场，2016 年进入东南亚市场，2017 年进入非洲、中东市场，2018 年进入澳洲、拉美、南欧等市场。2016~2020 年，公司海外业务迎来爆发，收入由 2.72 亿元增长至 12.62 亿元。截至 2023 年 6 月末，中信博支架产品已在全球 40 余个国家和地区成功安装了约 1500 个项目，并在全球范围内打造了一系列标杆项目案例。在市场营销方面，公司坚持全球视野价值定位，积极实践全球化运营战略，在香港、日本、美

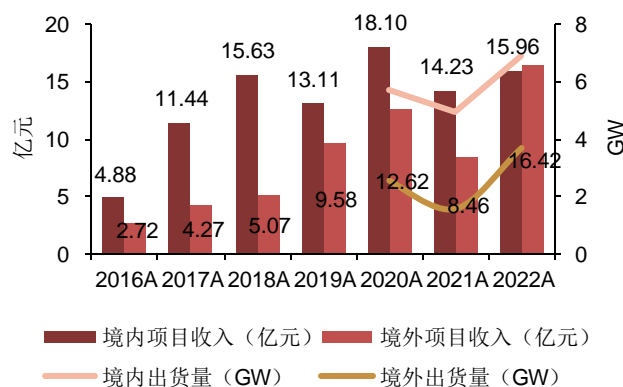
国、印度、智利、巴西等地设立子公司，并在欧洲、中东、东南亚、拉丁美洲等地区布局了销售与服务网点，产品下游市场覆盖了亚洲、美洲、欧洲等全球主要光伏市场。

图 23：中信博全球业务布局



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 24：海外业务收入保持高速增长



数据来源：公司公告，西南证券整理

产品线丰富，研发、设计、生产一体化布局优势明显。相比 NEXTracker、ATI、Soltec、FTC 等全球领先企业，中信博在跟踪支架产品和技术方面具有产品线丰富、驱动系统多点平行、控制系统供电可靠且成本低的竞争优势。海外跟踪支架企业主要采用研发设计+委外生产的经营模式，将生产环节委外。公司集研发、设计及生产于一体，掌握核心部件和关键工序，有利于控制核心工艺，保证产品质量及交付时间，控制生产成本。2021 年公司投资建设的业内首个光伏风洞测试实验室落成，可为产品性能持续提升以及新产品开发提供大规模实验数据支持，从而增强公司新技术、新产品的研发创新能力，助力公司光伏支架产品的持续创新及升级迭代。

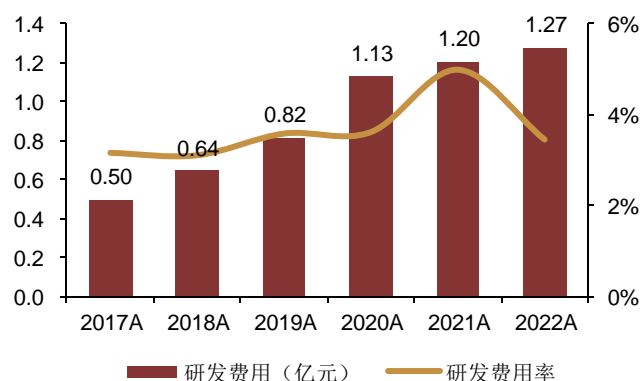
表 9：中信博与海外主要竞争对手产品对比

比较项目	中信博-Arctech	NEXTracker	ATI	Soltec	FTC
背景	全中资企业，2020 年 8 月，科创板上市	美国，FLEX 伟创力旗下，2023 年 2 月 IPO	美国，2020 年 10 月 IPO，2022 年 1 月收购西班牙跟踪器公司 STI	西班牙，2020 年 10 月 IPO	美国，2021 年 4 月 IPO
产品覆盖面	跟踪、固定、可调、柔性支架，基本上做到全产业链支架系统的覆盖	仅跟踪器	仅跟踪器	仅跟踪器	仅跟踪器
跟踪产品结构	驱动方式：独立单排+多排联动系统	仅有独立单排系统	仅有独立单排系统	独立单排系统+2 排联动系统	仅有独立单排系统
组件排布方式	兼容单排竖放及双排组件竖放结构	仅有单排组件竖放结构	仅有单排组件竖放结构	仅有双排组件竖放结构	仅有单排组件竖放结构
风工程研究	独立的风洞实验室/TUV 授权实验室	无/依靠第三方机构	无/依靠第三方机构	无/依靠第三方机构	无/依靠第三方机构
跟踪驱动设备	2022 年下半年开始独立研发及生产	外协	外协	外协	外协
行业领先特点	2020 年提出新型多点平行驱动产品，迅速得到行	单点驱动/多点驱动研发中	单点驱动/多点驱动研发中	单点驱动/2021 年推出多点驱动产品	单点驱动/多点驱动研发中

比较项目	中信博-Arctech	NEXTracker	ATI	Soltec	FTC
	业认可，引领跟踪器行业 二次技术革新				
AI 控制策略	地形策略+云层策略+训练机策略+实时发电数据分析策略	地形策略+天气策略	无	地形策略	地形策略

数据来源：公司公告，西南证券整理

图 25：中信博持续保持高额研发投入



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 26：跟踪支架产品持续迭代



数据来源：公司公告，西南证券整理

印度工厂顺利投产，完善全球供应链布局。受全球地缘政治影响，美国、印度、澳大利亚、巴西等国家近年来均出台了光伏制造本地化政策。相比于硅料、组件等投资门槛较高的领域，跟踪支架制造本地化从政策落地层面更容易实施。同时，跟踪支架的工程属性较强，当地化供应链也有助于厂商自身提升当地的项目交付。

中信博现已在中国、日本、印度、美国、西班牙、澳大利亚、沙特阿拉伯、阿联酋、墨西哥、智利、巴西、越南和阿根廷等多个国家和地区设立了子公司或市场服务中心。2022年公司印度工厂顺利投产，有效支撑印度市场及周边其他市场的需求，降低美国关税壁垒对支架销售的影响，提升公司国际市场竞争力。公司还将根据国际国内市场竞争情况、订单需求、国际物流情形，培植海外其他区域的厂商作为公司的供应商，降低成本的同时不断壮大全球化布局。

成立沙特子公司，辐射中东、非洲、西亚、欧洲市场。8月30日，公司公告拟通过公司全资子公司中信博投资（香港）有限公司在沙特设立全资子公司中信博新能源沙特有限公司（拟定名，最终以当地相关部门核准结果为准），拟投资金额不超过 6,000 万美元用于沙特生产基地的土地、厂房、设备、运营资金、流动资金等当地产能建设相关投资。公司在沙特设立生产基地，可有效满足沙特本地化需求，有效提升产品交付能力和效率。沙特生产基地还能辐射中东、非洲、西亚、欧洲的巨大市场，成为中信博全球市场布局的一部分。

表 10：主要跟踪支架市场国家对跟踪支架“本土化制造”政策要求

国家	跟踪支架“本地化”政策	开始执行时间	对跟踪支架也影响
美国	对跟踪支架制造补贴（PTA）。另外采用 100%本国钢铁的项目将额外享受 10% ITC。	2022 年 12 月底	进入美国市场，必须采用当地供应链
巴西	需要在当地投资设厂，让产品获得本土制造认证	2016 年已经开始执行	需要在当地有实际工厂投资，同时 50%的采购需要来自于巴西
欧盟	钢铁等行业进入欧盟需要缴纳碳税	2026 年	采用当地的供应链会更有优势
澳大利亚	澳洲太阳能电站 95%的钢结构需要使用本地钢材和本土生产	讨论中	进入澳洲市场，必须采用当地的供应链
印度	对中国钢结构征收高反倾销关税	2021 年	使用本地供应链，更有优势

数据来源：天合光能，西南证券整理

海外大单集中落地，在手订单充足。截至 2023 年一季度末，公司在手订单合计约 28 亿元，其中固定支架约 12 亿元，跟踪支架约 12 亿元，BIPV 约 4 亿元，在手订单充足。2022 年 12 月以来，公司陆续落地印度 2.8GW、沙特 1.5GW、乌兹别克斯坦 1GW 大单。今年 SNEC 展会期间，公司签署了乌兹别克斯坦 500MW 光伏电站项目跟踪系统供应协议、并与印度 Torrent Power 签署了 420MW 天际 II 跟踪系统供应协议。此外，公司今年在南美、欧洲等市场也有订单斩获。公司海外市场经过多年耕耘，产能、业务布局逐步完善，海外大单持续落地彰显了公司在海外市场的拿单能力。

表 11：2022 年 12 月以来公司签署的跟踪支架供应协议

地区	客户	产品方案	规模（MW）	并网时间
印度	/	天际 II	2800	23Q3
立陶宛	/	天际	79	/
阿塞拜疆	/	天际 II	312.5	/
墨西哥	/	天际 II	365.8	/
沙特	/	天际 II	1500	/
乌兹别克斯坦	/	/	500	/
印度	Torrent Power	天际 II	420	/
印度	Sterling & Wilson	/	242	/
罗马尼亚	/	/	92	/
乌兹别克斯坦	/	天双	1000	/

数据来源：中信博微信公众号，西南证券整理

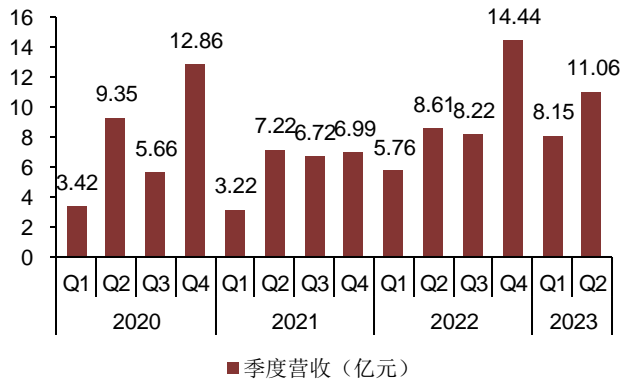
4 收入端已恢复高增，业绩有望持续改善

4.1 收入恢复增长，毛利率提升，规模效应降本

收入开始恢复高增，盈利触底回升。受项目延期、海运费上涨影响，公司营业收入自 2021 年触底。当年跟踪支架、固定支架出货量分别为 2.33GW、4.18GW，同比分别下降 24.83%、18.41%。2022 年跟踪支架、固定支架出货分别为 3.33GW、7.23GW，支架出货、营收均创下历史新高。22Q3、22Q4、23Q1、23Q2 连续四个季度营收创历史同期最好水平。盈利

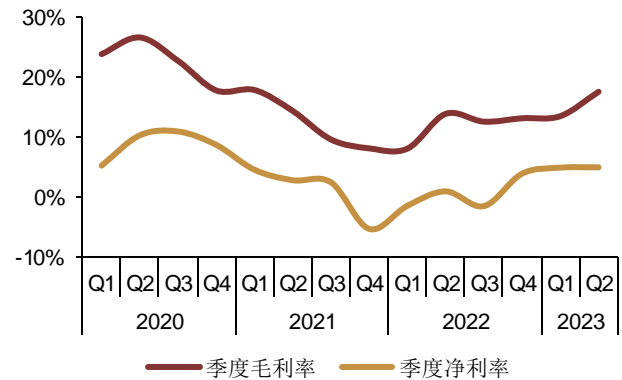
能力方面,公司毛利率、净利率自 21Q4 触底以来稳步回升,均处于上升通道。截至 2023Q2,毛利率、净利率分别恢复到 17.59%、5.01%。

图 27: 23Q1 营收创历史新高



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

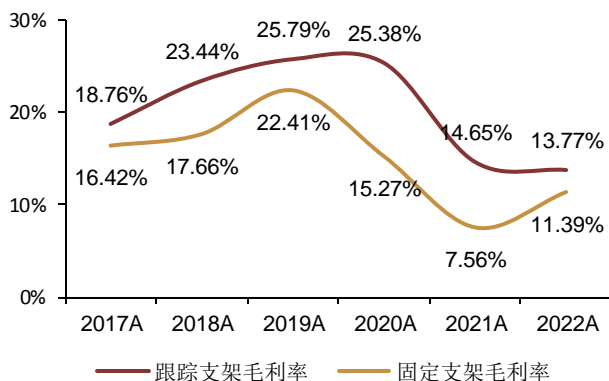
图 28: 盈利能力自 2021Q4 触底后开始逐渐恢复



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

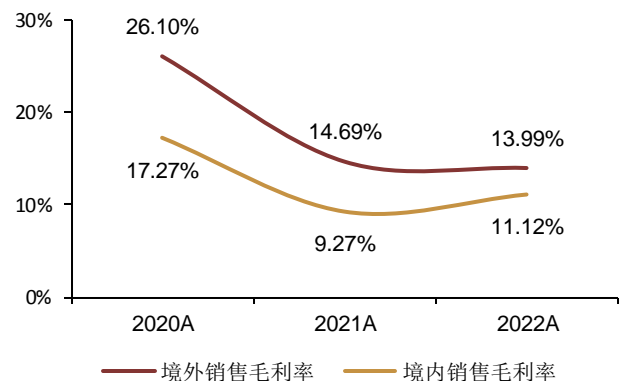
跟踪支架、海外项目占比预计提升, 毛利率有望持续改善。2022 年公司收入虽创历史新高,但主要增量来自固定支架:固定支架出货量同比增长 72.70%,高于跟踪支架的 42.65%。固定支架出货占比近 70%,收入占比超 50%。考虑到公司 2022 年底以来海外订单爆发,海外新增订单大多数是跟踪支架。平均来看,跟踪支架相较于固定支架,境外项目相较于国内项目,均有 2~3pp 毛利率溢价。因此,未来随着海外跟踪支架项目集中交付,公司毛利率预计将持续提升。

图 29: 跟踪支架毛利率高于固定支架



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

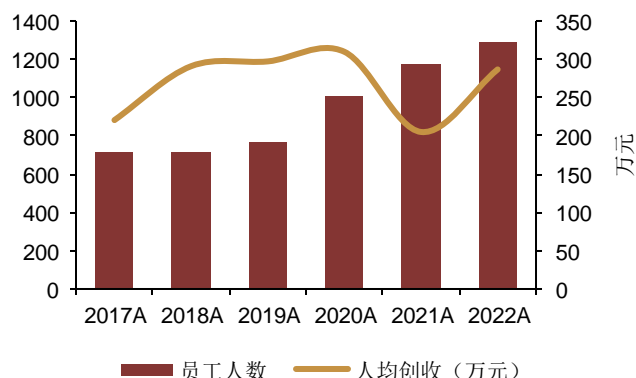
图 30: 海外销售毛利率高于国内



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

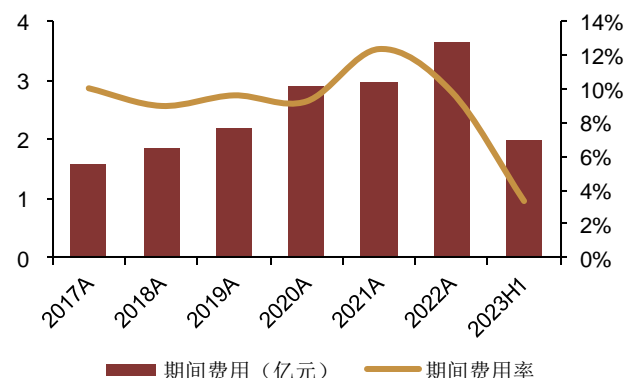
随着收入增长规模效应显现, 前置费用摊薄期间费用率有望下行。2021、2022 年公司持续推进海外业务布局,陆续落地阿联酋阿布扎比 2.1GW 项目、巴西 468MW 项目、印度 261MW 项目、阿根廷 118MW 项目。研发方面, 公司是全球首家落成风洞实验室的光伏企业, 并于先后推出天际 II 跟踪系统、天双跟踪系统。公司繁昌生产制造基地、印度合资工厂分别于 2021、2022 年投产。公司在研发、生产、销售等方面持续投入, 员工人数也由 2019 年的 767 人增加至 1290 人。公司人均创收基本恢复到 2018、2019 年水平。随着后续收入进一步增长, 前期研发、销售、产能建设支出被摊薄, 规模效应将使期间费用下降, 有利于公司净利润率提升。

图 31：中信博上市以来员工人数持续增长



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 32：随着收入规模增长费用率有望摊薄



数据来源：公司公告，西南证券整理

4.2 一体化产能布局助力降本

自制镀锌件，回转减速装置、控制箱等电控设备，降本增效提升盈利水平。跟踪支架主要由三部分构成：结构系统（可旋转支架）、驱动系统、控制系统（包括通讯控制箱、传感器、云平台、电控箱等部件）。供应商需要针对项目地的具体情况，设计定制化的部件并有机结合，形成一个完整的跟踪支架系统解决方案。上市之前由于产能不足，跟踪支架需要的镀锌成品件主轴（梁、管）和电控设备依赖于外采。公司在安徽繁昌生产基地投资建设了年产 30 万吨镀锌生产线，跟踪系统相关回转装置、控制箱等关键部件的自产也在持续推进中。通过核心生产工艺及关键零部件自产，有助于公司降本增效，提高盈利水平。

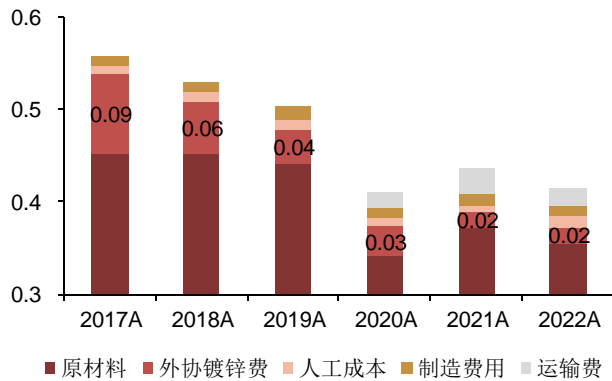
图 33：跟踪支架系统示意图



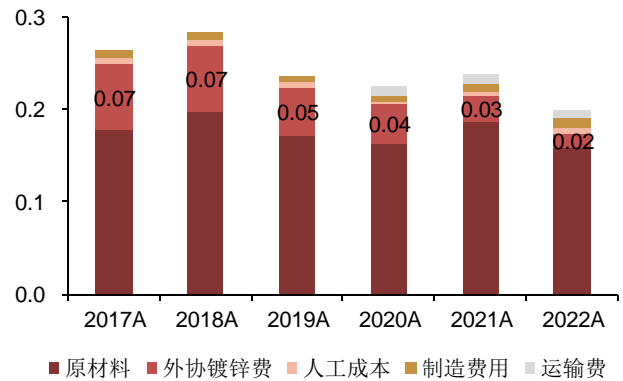
数据来源：公司公告，西南证券整理

- **自建镀锌产能，预计节约成本 1~1.2 分/W。**公司生产过程中需要对机械加工后的零部件委托供应商进行热镀锌处理，达到产品防锈的作用，以保证产品使用寿命。委外镀锌费在公司主要原材料及服务中的采购占比约 20%（2017、2018 年分别为 23.41%、18.52%）。参考公司成本构成，外协镀锌费约占跟踪支架生产成本 10%~15%，占固定支架生产成本 25%左右。参考行业平均水平，一般镀锌厂的毛利率在 25%左右，预计

镀锌环节全部自产后,跟踪支架生产成本可下降 2.5%~3.75%,固定支架生产成本可下降超 6%。随着公司繁昌 30 万吨镀锌生产线于 2022 年投产,测算成本有望节约 250~300 元/吨,按 1MW 光伏组件用支架数量 40 吨测算,可节约成本 1~1.2 分/W。

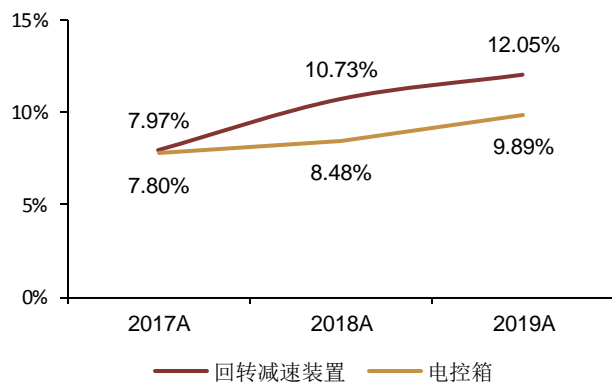
图 34: 跟踪支架成本构成 (单位: 元/W)


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 35: 固定支架成本构成 (单位: 元/W)


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

- **回转减速器完全自供, 预计跟踪支架可降本 4%~5%。**跟踪支架相比固定支架增加了回转减速装置和电控箱。独立驱动型跟踪支架相比联排驱动型对回转减速装置和电控箱耗用量较多, 发电效率也更高。随着公司独立驱动型跟踪支架出货占比提升, 回转减速装置和电控箱成本占比也逐渐提升。光伏用回转减速器的毛利率较高, 可达 40%左右, 预计回转减速器自制可使生产成本降低 4%~5%。

图 36: 回转减速器、电控箱在跟踪支架成本占比提升


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 37: 回转减速器毛利率较高


数据来源: 长龄液压, 西南证券整理

- **建设 54 万台平行驱动器产能, 推动跟踪支架进一步降本增效。**针对平行驱动器, 公司自主设计了驱动器自动化生产线, 并开发了对应生产工艺方案, 目前已在常州生产基地完成了平行驱动器的试生产。公司拟依托常州生产制造基地现有建设基础, 投资 3.04 亿元新建年产 54 万台 (对应光伏发电系统配套装机容量约 8GW) 平行驱动器产能, 提升对公司光伏跟踪支架产品的配套能力, 推动公司光伏跟踪支架产品进一步降本增效。

5 盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：公司目前在手跟踪支架订单大部分与年内交付并确认收入，2023 年跟踪支架出货 7GW，随着国内跟踪支架渗透率提升及海外市场放量，公司跟踪支架出货保持快速增长，2024、2025 年出货分别为 10GW、13GW。固定支架出货保持稳定增长，假设 2023~2025 年出货量分别为 8GW、10GW、12GW。

假设 2：由于海外支架价格较高，随着海外出货占比提升，2023 年跟踪支架均价 0.50 元/W，此后支架价格随着组件功率提升、大型化趋势略有下降。参考支架价格历史降幅，假设 2024、2025 年跟踪支架价格分别为 0.49 元/W、0.47 元/W，固定支架价格分别为 0.22 元/W、0.21 元/W、0.20 元/W。

假设 3：原材料及运费保持稳定，随着公司镀锌产能逐步达产，回转减速器、控制箱、平行驱动器自制比例提升，公司生产成本稳步下降。假设 2023~2025 年跟踪支架毛利率分别为 20%、22%、23%，固定支架毛利率分别为 13%、14%、15%

假设 4：BIPV 业务保持较快增长，考虑截至 2023Q1 末公司 BIPV 在手订单约 4 亿元，预计 2023 年 BIPV 业务收入为 7 亿元，2024、2025 年分别为 10 亿元、15 亿元。对应毛利率维持在 12%。

基于以上假设，我们预测公司 2023~2025 年分业务收入成本如下表：

表 12：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2022A	2023E	2024E	2025E
跟踪支架	收入	1605.39	3500.00	4900.00	6110.00
	增速	34.45%	118.02%	40.00%	24.69%
	毛利率	13.77%	20.00%	22.00%	23.00%
固定支架	收入	1632.06	1760.00	2100.00	2400.00
	增速	51.81%	7.84%	19.32%	14.29%
	毛利率	11.39%	13.00%	14.00%	15.00%
BIPV	收入	393.49	700.00	1000.00	1500.00
	增速	201.41%	77.90%	42.86%	50.00%
	毛利率	10.95%	12.00%	12.00%	12.00%
其他	收入	71.66	80.00	80.00	80.00
	增速	355.92%	11.65%	0.00%	0.00%
	毛利率	14.77%	15.00%	15.00%	15.00%
合计	收入	3702.59	6040.00	8080.00	10090.00
	增速	53.29%	63.13%	33.77%	24.88%
	毛利率	12.44%	16.97%	18.61%	19.40%

数据来源：Wind, 西南证券

根据以上说明和假设，我们预计公司 2023~2025 年营业收入分别为 60.40 亿元、80.80 亿元和 100.90 亿元，归母净利润分别为 2.96 亿元、5.86 亿元和 8.07 亿元，EPS 分别为 2.18 元、4.31 元和 5.94 元。

表 13：可比公司估值情况

证券代码	证券名称	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
603806.SH	福斯特	30.20	1.43	1.91	2.37	21.12	15.81	12.74
601865.SH	福莱特	31.29	1.27	1.71	2.12	24.64	18.30	14.76
301266.SZ	宇邦新材	51.80	2.26	3.25	4.26	22.92	15.94	12.16
301168.SZ	通灵股份	42.80	2.10	3.71	5.06	20.38	11.54	8.46
平均值						22.26	15.40	12.03

数据来源：Wind, 西南证券整理

公司海外业务布局进入收获期，大单持续落地。收入端已连续四个季度高增长，毛利率也处在恢复通道。随着海外跟踪支架集中交付，镀锌、回转减速器、控制箱、平行驱动器等零部件自制进一步降本，收入增长规模效应摊薄前期投入成本，业绩反转在即。参照可比公司福斯特、福莱特、宇邦新材、通灵股份的估值水平，并考虑公司处于盈利提升期，业绩成长性较高，我们给予公司 2024 年 20 倍 PE 估值，对应目标价 86.2 元。

6 风险提示

- 1) 海外市场拓展不及预期的风险；
- 2) 钢卷等原材料价格波动风险；
- 3) 新产能投产、降本措施不及预期的风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	3702.59	6040.00	8080.00	10090.00	净利润	45.63	297.21	587.02	808.64
营业成本	3241.90	5015.20	6576.00	8132.70	折旧与摊销	56.74	68.78	80.06	89.34
营业税金及附加	17.08	24.16	32.32	40.36	财务费用	9.30	13.40	20.10	31.60
销售费用	103.21	187.24	218.16	262.34	资产减值损失	-48.18	-15.00	-15.00	-20.00
管理费用	251.49	440.92	541.36	665.94	经营营运资本变动	-497.34	567.05	104.58	86.16
财务费用	9.30	13.40	20.10	31.60	其他	186.16	153.52	68.97	124.46
资产减值损失	-48.18	-15.00	-15.00	-20.00	经营活动现金流净额	-247.70	1084.96	845.73	1120.21
投资收益	14.50	5.00	5.00	5.00	资本支出	-310.03	-200.00	-250.00	-5.00
公允价值变动损益	-2.45	-1.09	-2.79	-2.17	其他	512.65	3.91	2.21	2.83
其他经营损益	-10.01	0.00	10.00	10.00	投资活动现金流净额	202.62	-196.09	-247.79	-2.17
营业利润	33.46	347.99	689.27	949.89	短期借款	181.87	-64.06	0.00	0.00
其他非经营损益	0.90	1.67	1.35	1.46	长期借款	45.69	0.00	0.00	0.00
利润总额	34.36	349.66	690.62	951.34	股权融资	14.52	0.00	0.00	0.00
所得税	-11.27	52.45	103.59	142.70	支付股利	-4.07	-8.89	-59.24	-117.10
净利润	45.63	297.21	587.02	808.64	其他	7.31	-18.26	-20.10	-31.60
少数股东损益	1.20	1.00	1.50	2.00	筹资活动现金流净额	245.32	-91.20	-79.34	-148.71
归属母公司股东净利润	44.43	296.21	585.52	806.64	现金流量净额	204.63	797.66	518.60	969.33
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1464.58	2262.25	2780.85	3750.18	成长能力				
应收和预付款项	726.11	1351.82	1705.40	2172.62	销售收入增长率	53.29%	63.13%	33.77%	24.88%
存货	757.83	1269.09	1759.69	2104.27	营业利润增长率	2368.05%	939.93%	98.07%	37.81%
其他流动资产	1372.17	305.31	318.43	331.35	净利润增长率	192.17%	551.34%	97.51%	37.75%
长期股权投资	2.44	2.44	2.44	2.44	EBITDA 增长率	138.80%	332.34%	83.52%	35.65%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	980.36	1128.84	1316.03	1248.94	毛利率	12.44%	16.97%	18.61%	19.40%
无形资产和开发支出	151.81	135.59	119.36	103.14	三费率	9.83%	10.62%	9.65%	9.51%
其他非流动资产	137.06	136.03	135.00	133.97	净利率	1.23%	4.92%	7.27%	8.01%
资产总计	5592.36	6591.36	8137.19	9846.91	ROE	1.83%	10.66%	17.71%	20.18%
短期借款	364.06	300.00	300.00	300.00	ROA	0.82%	4.51%	7.21%	8.21%
应付和预收款项	2124.90	3140.79	4116.69	5092.83	ROIC	5.38%	24.54%	50.79%	66.40%
长期借款	45.69	45.69	45.69	45.69	EBITDA/销售收入	2.69%	7.12%	9.77%	10.61%
其他负债	558.40	317.55	359.69	401.73	营运能力				
负债合计	3093.05	3804.03	4822.07	5840.25	总资产周转率	0.69	0.99	1.10	1.12
股本	135.72	135.82	135.82	135.82	固定资产周转率	5.69	6.53	7.31	8.18
资本公积	1754.25	1754.14	1754.14	1754.14	应收账款周转率	7.33	6.87	6.37	6.27
留存收益	605.17	892.50	1418.78	2108.32	存货周转率	4.24	4.81	4.30	4.19
归属母公司股东权益	2495.43	2782.46	3308.74	3998.28	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	91.97%	—	—	—
少数股东权益	3.88	4.88	6.38	8.38	资本结构				
股东权益合计	2499.31	2787.34	3315.12	4006.66	资产负债率	55.31%	57.71%	59.26%	59.31%
负债和股东权益合计	5592.36	6591.36	8137.19	9846.91	带息债务/总负债	13.25%	9.09%	7.17%	5.92%
					流动比率	1.51	1.45	1.43	1.49
					速动比率	1.24	1.10	1.05	1.11
					股利支付率	9.16%	3.00%	10.12%	14.52%
					每股指标				
					每股收益	0.33	2.18	4.31	5.94
					每股净资产	18.37	20.49	24.36	29.44
					每股经营现金	-1.82	7.99	6.23	8.25
					每股股利	0.03	0.07	0.44	0.86
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E					
EBITDA	99.50	430.17	789.43	1070.83					
PE	201.17	30.18	15.27	11.08					
PB	3.58	3.21	2.70	2.24					
PS	2.41	1.48	1.11	0.89					
EV/EBITDA	75.26	15.41	7.74	4.80					
股息率	0.05%	0.10%	0.66%	1.31%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 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。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	刘中一	销售经理	19821158911	19821158911	lzhongy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrty@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfly@swsc.com.cn
	卞黎旸	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	田婧雯	销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	姚航	销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com

	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn