

海外跟踪支架放量，业绩大超预期

投资要点

- **事件:** 公司2023年实现营业收入63.90亿元,同比增长72.59%;实现归母净利润3.45亿元,同比增长676.58%。2024Q1实现营业收入18.14亿元,同比增长122.47%;实现归母净利润1.54亿元,同比增长297.18%。
- **受益于中东、拉美、印度等海外市场放量,支架业务出货、收入大幅增长。** 公司依托于早期光伏支架纵向、横向一体化策略,规划全球化营销网络体系、搭建全球化供应链、研发创新产品及零部件带来降本增效能力等,紧抓行业机遇,在中东、拉美、印度等海外区域实现了支架业务快速增长,实现光伏支架业务营收规模大幅增长。2023年,公司光伏支架业务收入56.60亿元,同比上涨74.83%。其中固定支架收入20.62亿元,同比上涨26.34%;固定支架销量9.40GW,同比增长30.06%。跟踪支架收入35.98亿元,同比上涨124.13%;跟踪支架销量7.64GW,同比增长129.47%。2024Q1公司支架销量合计4.68GW,同比增长91.84%。其中,跟踪支架销量约3.82GW,固定支架销量约0.86GW。2024Q1支架销量以海外为主,境外交付光伏支架总量约3.6GW、国内交付光伏支架总量约1GW。
- **跟踪支架销售占比提升、垂直一体化降本,毛利率大幅提升。** 随着公司光伏支架系统产品及零部件研发创新,早期全球供应链布局产能贡献效应提升、采购模式优化及采购渠道拓展等降本增效方式不断促进,使光伏支架系统产品综合成本得到有效控制,同时随着海外大项目订单陆续交付,跟踪支架系统产品销量占比提升,叠加原材料价格趋稳、汇率波动等影响,公司支架系统毛利率稳步提升。2023年,固定支架毛利率16.94%,同比提升5.55pp;跟踪支架毛利率19.96%,同比提升6.19pp。2024Q1随着跟踪支架占比提升,公司实现综合毛利率20.79%,环比提升0.90pp。
- **连续两个季度创纪录交付后,在手订单依然充足。** 截至2024Q1末,公司在手订单合计约68亿元,其中跟踪支架约59亿元、固定支架约8亿元,其他业务约1亿元。在2023Q4、2024Q1连续两个季度收入创历史同期最好水平后,公司在手订单仍然饱满,保障全年收入高增长。随着公司收入体量增长,模效应逐渐体现,期间费用率大幅下降。2023年及2024Q1公司期间费用率分别为8.99%、9.57%,较上年同期分别下降1.27pp、1.45pp。此外,公司资产减值计提充分,2023、2024Q1计提各类减值(信用减值损失、资产减值损失)分别为1.69亿元、0.37亿元。
- **盈利预测与投资建议。** 我们预计公司24~26年归母净利润分别为7.01、8.84、10.80亿元,对应PE分别为20、16、13倍。公司作为跟踪支架出海龙头,受益于中东、拉美、印度等地区需求爆发;公司海外供应链优势明显,跟随中资EPC出海市占率有望稳步提升。给予公司24年25倍PE,对应目标价129元,维持“买入”评级。
- **风险提示:** 海外市场拓展风险,钢材等主要原材料价格波动风险,汇率变动风险。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	6390.16	9830.00	12080.00	14430.00
增长率	72.59%	53.83%	22.89%	19.45%
归属母公司净利润(百万元)	345.04	700.88	883.66	1080.41
增长率	676.58%	103.13%	26.08%	22.26%
每股收益EPS(元)	2.54	5.16	6.51	7.95
净资产收益率ROE	12.27%	20.45%	21.19%	21.29%
PE	42	20	16	13
PB	5.12	4.20	3.45	2.83

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)	54.28~107.68
总市值(亿元)	143.44
总资产(亿元)	68.91
每股净资产(元)	19.56

相关研究

1. 中信博(688408): 经营端表现良好, 海外产能布局加速 (2023-11-01)
2. 中信博(688408) 研究报告: 海外订单放量, 业绩触底回升 (2023-09-07)

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，2024 年跟踪支架出货 15GW，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，2025、2026 年出货分别为 20GW、25GW。固定支架出货保持稳定增长，假设 2024~2026 年出货量分别为 10GW、12GW、15GW。

假设 2：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 2024~2026 年跟踪支架价格分别为 0.45 元/W、0.42 元/W、0.40 元/W，固定支架价格分别为 0.21 元/W、0.20 元/W、0.19 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 2024~2026 年跟踪支架毛利率保持 20%左右，固定支架毛利率保持 17%左右。

假设 4：BIPV 业务保持较快增长，结合市场发展及公司规划，假设 2024~2026 年 BIPV 业务收入分别为 9 亿元、12 亿元、15 亿元。BIPV 业务以 EPC 总包模式为主，相应毛利率维持在 10%。

基于以上假设，我们预测公司 2024~2026 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2023A	2024E	2025E	2026E
跟踪支架	收入	3598.21	6750.00	8400.00	10000.00
	增速	124.13%	87.59%	24.44%	19.05%
	毛利率	19.96%	20.00%	20.00%	20.00%
固定支架	收入	2061.97	2100.00	2400.00	2850.00
	增速	26.34%	1.84%	14.29%	18.75%
	毛利率	16.94%	17.00%	17.00%	17.00%
BIPV	收入	649.88	900.00	1200.00	1500.00
	增速	65.16%	38.49%	33.33%	25.00%
	毛利率	9.18%	10.00%	10.00%	10.00%
其他	收入	80.09	80.00	80.00	80.00
	增速	11.77%	-0.11%	0.00%	0.00%
	毛利率	37.02%	35.00%	35.00%	35.00%
合计	收入	6390.16	9830.00	12080.00	14430.00
	增速	72.59%	53.83%	22.89%	19.45%
	毛利率	18.11%	18.57%	18.51%	18.45%

数据来源：Wind，西南证券

根据以上说明和假设，我们预计公司 2024~2026 年营业收入分别为 98.30 亿元、120.80 亿元和 144.30 亿元，归母净利润分别为 7.01 亿元、8.84 亿元、10.80 亿元，对应 PE 分别为 20、16、13 倍。

我们选取电力设备新能源行业四家可比公司，2024 年可比公司平均 PE 为 24.80 倍。中信博作为跟踪支架出海龙头，受益于中东、拉美、印度等地区需求爆发。我们给予公司 2024 年 25 倍 PE 估值，对应目标价 129 元，维持“买入”评级。

表 2：可比公司估值情况

证券代码	证券名称	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2023A	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
002028.SZ	思源电气	65.14	2.01	2.61	3.26	32.41	24.96	19.98
688676.SH	金盘科技	49.30	1.18	1.79	2.50	41.78	27.54	19.72
002270.SZ	华明装备	20.34	0.61	0.75	0.91	33.34	27.12	22.35
603806.SH	福斯特	27.22	0.99	1.39	1.69	27.49	19.58	16.11
平均值						33.76	24.80	19.54

数据来源：Wind, 西南证券整理

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	6390.16	9830.00	12080.00	14430.00	净利润	345.45	701.88	885.16	1082.41
营业成本	5233.19	8005.00	9844.00	11767.50	折旧与摊销	80.85	74.81	86.62	100.84
营业税金及附加	19.00	29.49	36.24	43.29	财务费用	7.43	31.68	28.78	31.03
销售费用	190.78	294.90	362.40	432.90	资产减值损失	-58.09	-100.00	-100.00	-100.00
管理费用	376.45	550.48	664.40	779.22	经营营运资本变动	138.33	296.99	-58.86	-52.65
财务费用	7.43	31.68	28.78	31.03	其他	284.34	240.99	153.77	209.86
资产减值损失	-58.09	-100.00	-100.00	-100.00	经营活动现金流净额	798.32	1246.35	995.48	1271.49
投资收益	6.54	5.00	5.00	5.00	资本支出	-87.77	-200.00	-250.00	-250.00
公允价值变动损益	-2.05	1.00	1.00	1.00	其他	-446.62	6.00	6.00	6.00
其他经营损益	-96.69	-10.00	-10.00	-10.00	投资活动现金流净额	-534.39	-194.00	-244.00	-244.00
营业利润	413.02	814.45	1040.18	1272.06	短期借款	238.00	-302.06	0.00	0.00
其他非经营损益	-0.90	1.70	1.19	1.36	长期借款	40.93	0.00	0.00	0.00
利润总额	412.12	816.15	1041.37	1273.42	股权融资	25.14	0.00	0.00	0.00
所得税	66.67	114.26	156.21	191.01	支付股利	-13.58	-69.01	-140.18	-176.73
净利润	345.45	701.88	885.16	1082.41	其他	-116.01	-52.99	-28.78	-31.03
少数股东损益	0.41	1.00	1.50	2.00	筹资活动现金流净额	174.49	-424.06	-168.96	-207.76
归属母公司股东净利润	345.04	700.88	883.66	1080.41	现金流量净额	449.81	628.29	582.52	819.73
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1953.61	2581.90	3164.42	3984.15	成长能力				
应收和预付款项	1391.95	2154.43	2754.81	3300.95	销售收入增长率	72.59%	53.83%	22.89%	19.45%
存货	1757.57	2453.59	3054.30	3700.39	营业利润增长率	1134.27%	97.19%	27.72%	22.29%
其他流动资产	1646.98	609.21	629.62	650.95	净利润增长率	657.07%	103.18%	26.11%	22.28%
长期股权投资	10.68	10.68	10.68	10.68	EBITDA 增长率	403.84%	83.71%	25.48%	21.49%
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	1060.19	1202.52	1383.03	1549.31	毛利率	18.11%	18.57%	18.51%	18.45%
无形资产和开发支出	146.89	130.54	114.20	97.86	三费率	8.99%	8.92%	8.74%	8.62%
其他非流动资产	197.53	196.74	195.96	195.17	净利率	5.41%	7.14%	7.33%	7.50%
资产总计	8165.40	9339.61	11307.02	13489.47	ROE	12.27%	20.45%	21.19%	21.29%
短期借款	602.06	300.00	300.00	300.00	ROA	4.23%	7.52%	7.83%	8.02%
应付和预收款项	3486.95	5028.03	6187.68	7398.79	ROIC	24.32%	48.92%	53.62%	54.04%
长期借款	86.62	86.62	86.62	86.62	EBITDA/销售收入	7.84%	9.37%	9.57%	9.73%
其他负债	1175.18	492.63	555.41	621.06	营运能力				
负债合计	5350.82	5907.29	7129.71	8406.48	总资产周转率	0.93	1.12	1.17	1.16
股本	135.82	135.82	135.82	135.82	固定资产周转率	7.08	10.00	10.34	10.37
资本公积	1779.28	1779.28	1779.28	1779.28	应收账款周转率	6.36	6.17	5.83	5.63
留存收益	936.63	1568.51	2311.99	3215.67	存货周转率	4.04	3.74	3.55	3.47
归属母公司股东权益	2802.44	3419.18	4162.67	5066.35	销售商品提供劳务收到现金营业收入	69.24%	—	—	—
少数股东权益	12.14	13.14	14.64	16.64	资本结构				
股东权益合计	2814.58	3432.32	4177.31	5082.99	资产负债率	65.53%	63.25%	63.06%	62.32%
负债和股东权益合计	8165.40	9339.61	11307.02	13489.47	带息债务/总负债	12.87%	6.54%	5.42%	4.60%
					流动比率	1.34	1.39	1.41	1.44
					速动比率	0.99	0.95	0.96	0.98
					股利支付率	3.94%	9.85%	15.86%	16.36%
业绩和估值指标					每股指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E					
EBITDA	501.30	920.94	1155.58	1403.93	每股收益	2.54	5.16	6.51	7.95
PE	41.57	20.47	16.23	13.28	每股净资产	20.63	25.17	30.65	37.30
PB	5.12	4.20	3.45	2.83	每股经营现金	5.88	9.18	7.33	9.36
PS	2.24	1.46	1.19	0.99	每股股利	0.10	0.51	1.03	1.30
EV/EBITDA	24.69	12.42	9.39	7.15					
股息率	0.09%	0.48%	0.98%	1.23%					

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。

请务必阅读正文后的重要声明部分

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
	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旻	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
上海	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	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
北京	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	高级销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn

	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@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
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	高级销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
广深	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
	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
