

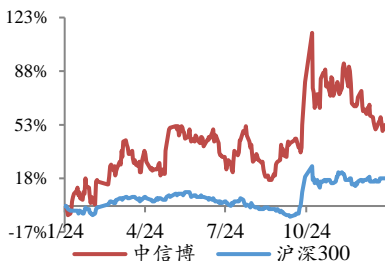
中信博：跟踪支架领先企业，海外出货持续增长

投资评级：买入（首次）
首次覆盖

报告日期：2024-12-31

收盘价（元）	70.99
近 12 个月最高/最低（元）	109.99/53.00
总股本（百万股）	219
流通股本（百万股）	202
流通股比例（%）	92.62
总市值（亿元）	155
流通市值（亿元）	144

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：张志邦

执业证书号：S0010523120004

邮箱：zhangzhibang@hazq.com

相关报告

主要观点：

● 中信博：跟踪支架领先企业，BIPV 重塑增长极

公司深耕支架十余载，平价时代以来再迎发展良机。中信博成立于 2009 年，2012 年涉足光伏支架市场，2013 年开始专注于深耕跟踪支架方向。2014 年-2019 年期间，公司管理层正确审时度势，判断出海外跟踪支架高渗透趋势，快速渗透海外跟踪支架市场，为公司积累了丰富的项目经验和品牌优势。据伍德麦肯兹发布的《Global solar PV tracker market share report 2024》报告显示，中信博 2023 年度跟踪支架系统出货量全球市占率达 9%，位列全球第五，是全球排名前五中唯一中国企业。

● 跟踪支架：海外市场持续增长，中国市场蓄势待发

随着组件价格的下降，全球地面电站装机需求上升，海外跟踪支架安装量呈递增趋势，预计 2022-2030 年安装量将超过 660GW。据伍德麦肯兹数据显示，2023 年全球光伏跟踪支架出货量同比增长 28%，达到 92GW。由于市场使用习惯、产品技术、电站建设环境、电站投资成本等综合因素影响，我国跟踪支架渗透率与海外市场差异较大，2023 年中国跟踪支架安装量仅为 4.3GW。未来随着我国风光大基地建设项目加速（搭配特高压建设的大基地项目将会是跟踪支架增量的主力军）、电力消纳等问题的解决以及政策端的大力支持下，国内跟踪支架市场有望迎来更大的发展空间。

● BIPV：塑造分布式光伏赛道增长极

BIPV 既具备建材的属性，又承担发电的功能。BIPV 即光伏建筑一体化，是与建筑物同时设计、同时施工和安装，与建材完全结合的太阳能光伏发电系统。它作为建筑物外部结构的一部分，既具有发电功能，又具有建筑构件和建筑材料的功能。BAPV 是指附着在建筑物上的太阳能光伏发电系统，其主要功能是发电，不承担建材的功能，也不破坏或削弱原有建筑物的功能。中信博早在 2016 年正式开始布局研发 BIPV 之时，便明确了 BIPV 方案设计必须对标建筑标准，首先需要保障其建筑功能，而后才是发电功能的集成。2023 年公司 BIPV 业务实现营收 6.5 亿元，毛利率 9.18%，销售量 245.87MW。随着 BIPV 产品的逐渐放量，公司有望创造第二增长曲线，实现业绩长期增长。

● 投资建议

我们预计公司 2024/2025/2026 年实现营收 90.35/116.24/139.66 亿元，同比 41.4%/28.7%/20.1%，实现归母净利润 6.78/9.73/12.25 亿元，同比 96.4%/43.5%/26.0%，对应当下 23/16/13 倍 PE，首次覆盖给予“买入”评级。

● 风险提示

国际贸易环境不及预期风险、汇率波动风险、原材料价格波动风险。

重要财务指标

单位:亿元

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	63.90	90.35	116.24	139.66
收入同比 (%)	72.6%	41.4%	28.7%	20.1%
归属母公司净利润	3.45	6.78	9.73	12.25
净利润同比 (%)	676.6%	96.4%	43.5%	26.0%
毛利率 (%)	18.1%	19.5%	18.8%	18.8%
ROE (%)	12.3%	15.8%	19.8%	21.4%
每股收益 (元)	2.54	3.10	4.45	5.61
P/E	28.25	23.21	16.18	12.84
P/B	3.48	3.67	3.20	2.75
EV/EBITDA	16.40	13.64	9.39	6.96

资料来源: wind, 华安证券研究所

正文目录

1 公司概况：支架和 BIPV 两大业务并进	5
1.1 主营业务：支架+BIPV 双轮驱动，境外收入占比约八成	5
1.2 股权结构：股权结构集中，战略布局清晰	7
2 跟踪支架：海外市场持续增长，中国市场蓄势待发	8
2.1 行业：需求顺行业趋势向上，渗透率有望提升	8
2.2 中信博：跟踪支架领先企业，BIPV 重塑增长极	14
3 盈利预测与公司估值	15
3.1 盈利预测	15
3.2 估值	15
4 风险提示	16
财务报表与盈利预测	17

图表目录

图表 1 公司发展历程	5
图表 2 公司主营业务结构	6
图表 3 股权结构图 (截至 2023 年报)	7
图表 4 中信博支架产品介绍	9
图表 5 全球太阳能资源分布图	10
图表 6 光伏支架“不可能三角”	11
图表 7 固定支架生产成本拆分	12
图表 8 跟踪支架生产成本拆分	12
图表 9 2016-2019 年、2023 年全球跟踪支架出货排名	12
图表 10 主要跟踪支架企业销售市场分布	13
图表 11 可比公司估值表 (截至 2024 年 12 月 30 日)	15

1 公司概况：支架和 BIPV 两大业务并进

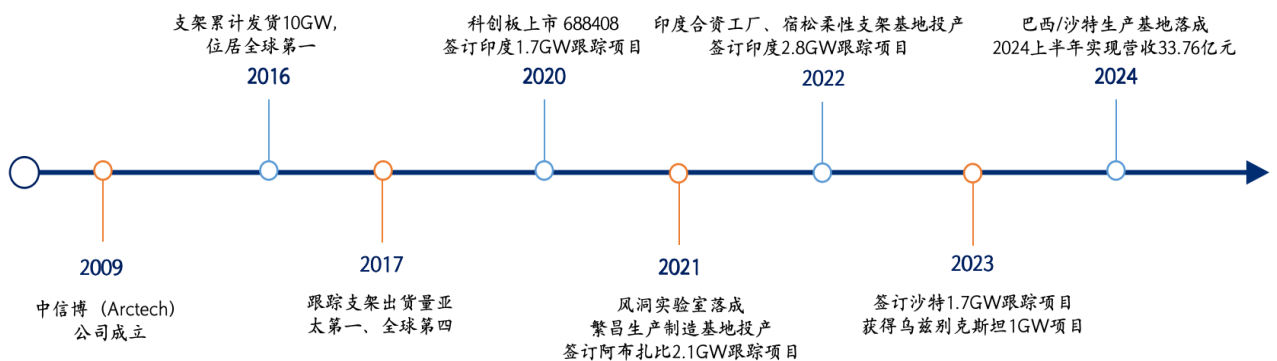
1.1 主营业务：支架+BIPV 双轮驱动，境外收入占比约八成

江苏中信博新能源科技股份有限公司（简称“中信博”，英文名 Arcotech）成立于 2009 年，前身为昆山融进装饰工程有限公司，成立之初主要从事无尘室吊顶工程业务。2012 年公司开始进军国内快速兴起的光伏市场，主营研发和生产固定支架业务。2014 年公司推出首款跟踪支架产品，2015 年打开印度市场，至此公司进入快速发展期。2020 年以光伏跟踪支架、固定支架及 BIPV 系统的研发、设计、生产和销售为主营业务在上交所科创板上市。

上市后，公司在全球 17 个分支机构布局，2022 年印度合资工厂投产，2024 年巴西/沙特生产基地落成，构建起了以客户为中心的高效服务网络。随着 2021 年风洞实验室的落成，2022 年数值风洞 CFD 计算中心的成立，中信博成为全球首家自主建设风洞实验室和数值风洞 CFD 计算中心的光伏企业。2024 年上半年公司实现营业收入 33.76 亿元，其中支架业务模块实现营收 32.68 亿元（其中境外项目收入 27.17 亿元，境内项目收入 5.51 亿元，境外项目收入占比 83.14%），占比约 96.8%。

展望未来，公司将继续顺应光伏行业技术发展趋势，聚焦支架产品和 BIPV 产品的研发与制造，持续强化技术研发与创新，加强研发队伍建设；扩大生产规模，优化生产工艺，不断提升行业地位，加强生产经营管理的信息化和智能化建设；提高售后服务能力，以优质客户资源为依托，不断研发更为先进的光伏支架技术，扩宽产品销售市场和渠道，增强综合竞争实力。

图表 1 公司发展历程



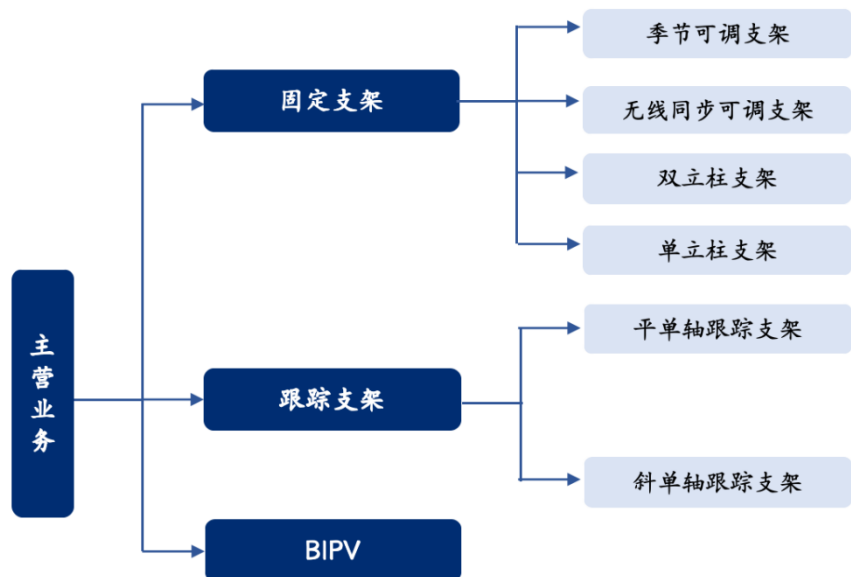
资料来源：公司官网，公司公告，华安证券研究所

公司聚焦集中式地面电站和工商业分布式 BIPV 领域, 主营支架系统和 BIPV 系统两大板块, 主要产品包括光伏跟踪支架系统、固定支架系统、BIPV 光伏屋顶及 BIPV 车棚等。

支架产品: 光伏支架作为光伏电站的“骨骼”, 其性能直接影响光伏电站的发电效率及投资收益, 是所有地面光伏电站的主要设备之一。其中跟踪支架在技术门槛、发电效率上明显高于固定支架, 是中信博公司的核心产品, 主要分为平单轴跟踪支架、斜单轴跟踪支架等产品。平单轴产品的市场占有率较高, 中信博公司目前推出的天际、天智、天双系列跟踪系统都属于平单轴跟踪系统的一种。公司新推出的跟踪系统“天柔”将中信博首创的无线多点平行驱动技术与柔性支架结合, 可适应 10m 高净空、35m 大跨距、60%坡度安装, 可匹配农光、渔光、牧光、污水厂等多元复杂场景。“天柔”为行业独创梯形四索结构, 排布具备更高稳定性及抗扭性能, 采用单组 1-6 跨, 多组任意组合连接, 边锚桩数量减少 50%以上, 单 MW 桩基数量低至 80 个, 系统成本更优。2023 年固定支架业务收入 20.62 亿元, 毛利率 16.94%, 销售量 9398.11MW。跟踪支架业务收入 35.98 亿元, 毛利率 19.96%, 销售量 7637.97MW。2024 年上半年公司支架产品模块实现营收 32.68 亿元 (其中境外项目收入 27.17 亿元, 境内项目收入 5.51 亿元, 境外项目收入占比 83.14%), 占总营收约 96.8%。

BIPV 产品: BIPV 是建筑光伏一体化的光伏发电系统, 通常与建筑结构相集成或相结合, 为建筑物的一部分。BIPV 产品既能达到建筑物屋顶遮风、挡雨、隔热、防水等传统目的, 又能发挥光伏发电的作用, 实现建筑物的绿色、节能、环保功能, 持续产生经济效益, 实现双碳战略。2023 年公司 BIPV 业务实现营收 6.5 亿元, 毛利率 9.18%, 销售量 245.87MW。

图表 2 公司主营业务结构



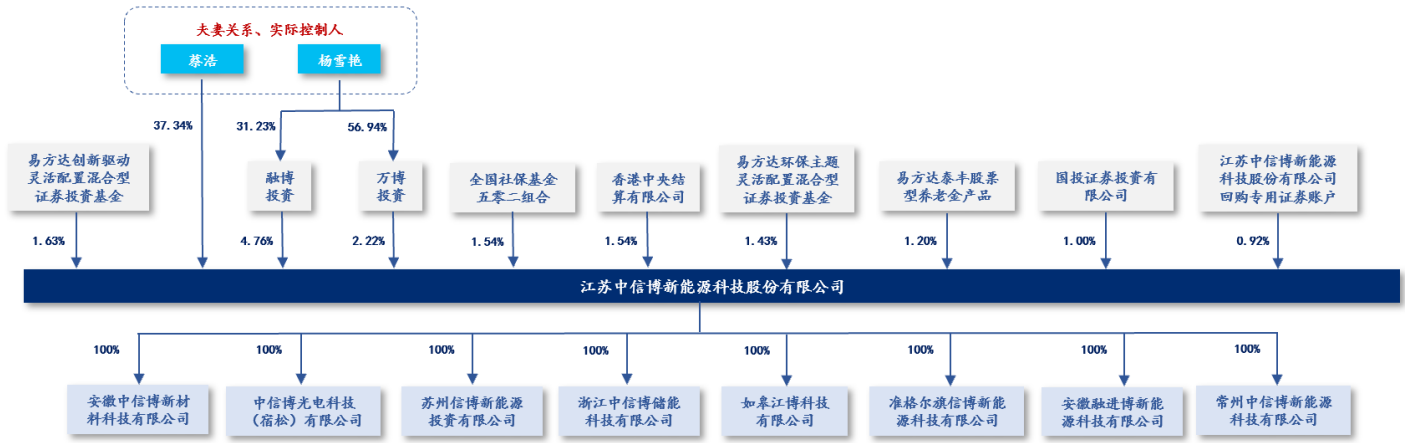
资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

1.2 股权结构：股权结构集中，战略布局清晰

公司股权结构稳定且集中。董事长蔡浩及配偶杨雪艳为公司实际控制人，蔡浩直接持有 37.34% 的公司股份，杨雪艳通过融博投资和万博投资间接持有 2.75% 的公司股份，二人合计直接及间接持有 40.09% 的公司股份。公司其他董事、高管、核心技术人员通过融博、万博投资不同程度地持有公司股份，截止 2024Q1，融博投资、万博投资分别持有 4.76% 和 2.22% 的公司股份，位居公司的第二大、第三大股东。

战略布局清晰，在全国范围布局多个子公司。中信博在全国范围内布局了多个子公司，以支持其支架和 BIPV 产品的研发、设计、生产和销售。公司在中国大陆、印度、巴西、沙特等地设有生产制造基地，并成立有全球研发中心。公司战略布局清晰，公司全资控股子公司包括常州中信博新能源，安徽融进新能源，浙江中信博储能，安徽中信博新材料等。

图表 3 股权结构图（截至 2024 半年报）



资料来源：公司公告，华安证券研究所整理

2 跟踪支架：海外市场持续增长，中国市场蓄势待发






2.1 行业：需求顺行业趋势向上，渗透率有望提升

光伏支架属于定制化产品，不同产品间适用条件及发电性价比有所差异。固定支架主要区分为两种类别，一种是季节可调支架，属于跟踪支架的过渡产品，一年内可多次调节支架的倾斜角度，提高各季节辐照量；另一种是普通固定支架，综合考量项目地天气、地形情况选择单立柱或双立柱支架。跟踪支架同样主要区分为两种类别，一种是单轴跟踪支架，平单轴跟踪支架具有更好的稳定性和耐用性，而斜单轴跟踪支架则追求更高的发电增益，需考量项目地综合情况进行选择；另一种则是双轴跟踪支架，具备两个方向的旋转轴，时刻保证组件垂直于太阳光线，追求极致的发电增益，但目前造价较为昂贵，暂时不具备性价比。

光伏支架协助支撑、固定、转动光伏组件，需求顺光伏趋势向上，跟踪支架带动环节价值量提升。支架是电站建设的刚需，支架成本在电站建设成本中占比稳定，行业需求增长趋势下支架环节市场规模将顺势而上。跟踪支架在固定支架基础上，新增机电电控和控制软件，可以根据当地光照和天气情况调整支架角度，增加组件接受的太阳辐射和时长，降低极端天气影响，价值量和竞争壁垒均较传统支架有较大幅度提升。

支架需适配客户定制化需求，不同场景下跟踪支架助力组件发电量提升效果有所差异。跟踪支架定制化程度高，每个项目的产品都需按照不同地区的标准、环境及客户要求去生产非标准化产品。在这个过程中，跟踪支架厂商需完成理论分析、数据仿真、风洞测试及节点数据等步骤。据国内跟踪支架厂商天合光能户外实证数据显示，在不同应用场景下，跟踪支架能够显著提升双面组件的发电量：智能跟踪系统利用算法和控制器，通过减少组件之间的遮挡以及增加散射光条件下的发电量来提升系统的发电量，经全球多个项目的长期实证验证，在传统跟踪支架增发电量的基础上全年平均再额外增发 2%~4% 的电量，阴雨天环境下增发电量超过 10%。

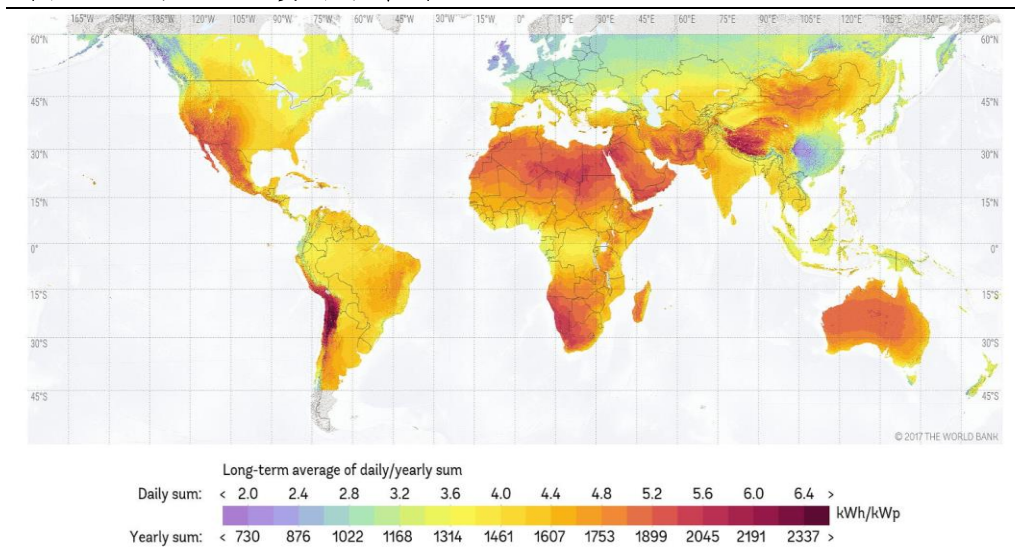
图表 4 中信博支架产品介绍

产品类别	产品名称	图示	特性
	季节可调支架		①通过一年内多次调节支架的倾斜角度，增加光伏组件表面的辐照量，让光伏电站获得更好的收益； ②独特的设计能够使得装有 20 多个组件的可调节支架在 30 多秒内完成角度调节，调节速度较快； ③采用经久耐用的材料，结构设计独特，角度调节过程简单，可以节省人力成本，降低运维费用。
固定支架	双立柱支架		①多种双立柱解决方案，可配合使用不同材料和地基，结构稳定性好；工厂预装程度高，可快速安装； ②多样化排列方案，例如 N 型 2 排（4 排）竖放（横放）、W 型 2 排（4 排）竖放（横放）等，可适应不同的电站项目；针对沙尘暴、强风、高温、高温、高降雪量等恶劣环境专门设计；安装简单便捷，降低安装成本。
	单立柱支架		①能够灵活适应不同环境和地形，例如农光互补、渔光互补项目； ②快速安装，工厂预安装程度高，无需在项目地现场焊接； ③根据地形可充分调节连接设计，能够应对高载荷项目所处环境的挑战。
	平单轴跟踪支架		①高稳定性和耐用性：可以保证系统在恶劣环境下长期使用；系统可以抗风速 144kmph 的风暴和风速 200kmph 的阵风；跟踪支架可以在 5 分钟内进入大风保护位置，以避免强风带来的损害；跟踪支架部件的防护等级高，可以应对各种恶劣环境和气候条件 ②智能控制技术：通过监控软件和通信接口实现远程监控；拥有多种控制模式，包含了逆跟踪、雨、雪、风以及手动等操作模式；通过对跟踪角度的调节将电站的输出功率控制在电网的要求以内 ③较高的投资回报率：投资者增加少量电站总投资，就能让发电量得到较大增加，为投资者带来更好的投资回报率和内部收益率。
跟踪支架	斜单轴跟踪支架		①发电效率高，电池组件面朝南方并放在一个固定的角度上，而转动轴却是在东西方向旋转，相较于固定支架，该系统的发电量最多能提高 30%； ②该系统非常适用于高纬度地区； ③较高的投资回报率。

资料来源：招股说明书，华安证券研究所整理

跟踪支架主要市场的分布与太阳能资源分布、地区经济禀赋具有一定相关性。根据伍德麦肯兹披露，2023 年跟踪支架出货排名靠前的地区分布为美国、欧洲，我们认为跟踪支架市场分布主要跟太阳能资源和经济禀赋有关。在相同发电增益百分比的条件下，太阳能资源越发达的地区，即利用小时数越高的地区，电站提升的发电总量就越大，因此在太阳能资源禀赋更强的地区应用跟踪支架更具备经济性，跟踪支架主要出货地区与太阳能资源禀赋优越地区重合度较高。从经济禀赋看，美国、南欧等地经济发达，更加注重降本增效，大量应用跟踪支架是必然现象。

图表 5 全球太阳能资源分布图



随着跟踪支架生产技术的逐渐成熟，跟踪支架优势尽显。相较于固定支架，跟踪支架的优势主要体现在两个方面：

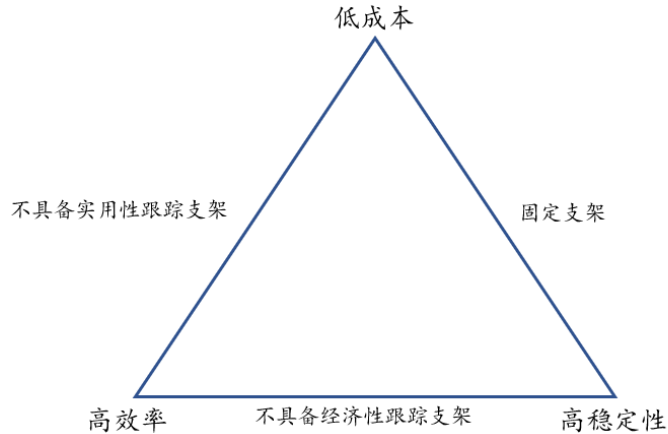
1) 跟踪支架有助于光伏电站降本增效。跟踪支架通过跟踪系统的传感器得到太阳光照入射角度等数据，通过跟踪算法计算出支架最优角度。调节光伏组件接受光照的角度可以在同等光照时间条件下，获得更强的光照强度，提升光伏电站的发电效率。

2) 跟踪支架有助于极端天气下保护光伏组件。在遭遇极端大风天气时，跟踪支架通过传感器测试当地风力，在保证一定发电量的前提下调整合适角度使得光伏组件的受风面积减少，降低光伏组件毁坏风险；在遭遇极端大雪天气时，跟踪支架也可以通过传感器检测光伏组件所承受的压力，在必要的时候调节支架角度降低积雪压力，降低光伏组件毁坏风险。

组件功率提升趋势带动单 W 成本下降，打破光伏支架“不可能三角”。跟踪支架需要同时兼顾成本、效率和稳定性，站在以往的时间节点，这是一个不可能同时兼顾三方面的“不可能三角”，可行解只

有同时兼顾低成本和高稳定性的固定支架。但站在一个时间序列角度，组件功率的提升，将带动光伏支架单 W 成本的下降；跟踪技术的发展，将带动发电效率及跟踪系统稳定性的提升；跟踪支架同时兼顾成本、效率和稳定性成为了可能。

图表 6 光伏支架“不可能三角”



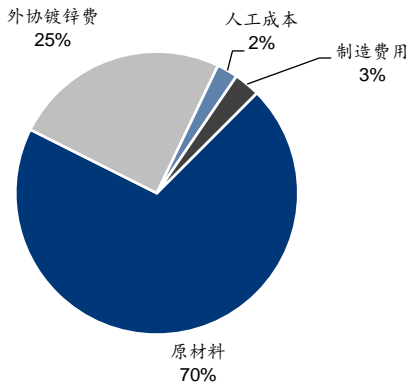
资料来源：华安证券研究所

考虑到组件功率提升对跟踪支架的影响同时存在于价格端和成本端，一方面使得单 W 计价的价格下降，另一方面使得单 W 计价的成本下降，预计跟踪支架利润率不会出现大幅收紧，我们认为，跟踪支架行业周期属性下降，成长属性提升，国产替代空间亦为企业获取超额收益，跟踪支架行业将进入高速发展赛道。

客户认可依托品牌认知度，品牌认知度来源于产品稳定性。我们认为，跟踪支架产品本身的核心关键仍在于稳定性，无法抛开稳定性空谈降本增效，市场中稳定性与品牌认知度相关联，因此品牌认知度是跟踪支架企业的坚固护城河。维持高品牌认知度需要企业不断进行研发投入、改进跟踪算法、维持高标准产品质控，三方面都做好的企业将会脱颖而出。

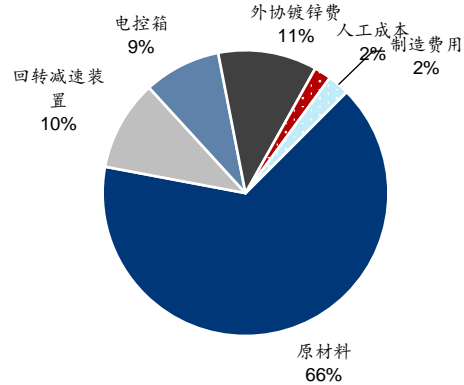
跟踪支架生产成本以钢铁等原材料为主，能否取得销售溢价将构筑跟踪支架市场差异。以中信博为例，跟踪支架生产成本大致划分为四部分，分别为原材料及电控设备、外协镀锌费、人工成本和制造费用。从成本端考虑，原材料成本占比大，与钢材价格走势相关性高，主观能动降本空间小。因此构筑市场差异主要依靠跟踪支架价格端。具有技术领先和资质认证优势的跟踪支架公司有望获得销售溢价，成为行业内的赢家。

图表 7 固定支架生产成本拆分 (招股书)



资料来源: 中信博招股说明书, 华安证券研究所

图表 8 跟踪支架生产成本拆分 (招股书)



资料来源: 中信博招股说明书, 华安证券研究所

2023 年跟踪支架出货量前十已基本没有新厂家, 行业马太效应明显。我们认为, 跟踪支架行业拥有品牌认知壁垒, 注定了这个行业不会有过多的玩家。已有跟踪支架厂商具有研发、生产、销售等方面的全面优势, 跟踪支架行业马太效应明显。

图表 9 2016-2019 年、2023 年全球跟踪支架出货排名

排名	2016	2017	2018	2019	2023
1	NEXTracker	NEXTracker	NEXTracker	NEXTracker	NEXTracker
2	Array Tech	Array Tech	PV Hardware	Array Tech	Array Tech
3	First Solar	Soltec	Array Tech	PV Hardware	GameChange
4	Convert Italia	中信博	中信博	Soltec	PV Hardware
5	中信博	Convert Italia	Soltec	中信博	中信博
6	SunPower	PV Hardware	Nclave	STI Norland	Trina Tracker
7	Soltec	STI Norland	Convert Italia	Nclave	Soltec
8	Grupo Clavijo	Nclave	STI Norland	Ideematec	Solar Steel
9	PV Hardware	Ideematec	Solar Steel	GameChange	Axia
10	Scorplus Trackers	Solar Steel	GameChange	Solar Steel	Ideematec
CR10	90%	85%	90%	88%	90%

资料来源: GTM Research, 华安证券研究所

跟踪支架企业所在地区与销售区域显著相关, 预计跟踪支架行业将会向按地区划分的寡头垄断格局发展。我们从目前主要跟踪支架企业的销售市场分布中可以看到, 跟踪企业所在地区与其主要销售市场具有比较明显的相关关系。一方面因为跟踪支架具有大重量这一产品特性, 具备运输成本优势的本土企业通过让利获取客户的能力更强。另一方面, 跟踪支架产品定制化程度高, 当地厂商在接触客户、参与项目尽调等方面具有优势。

图表 10 主要跟踪支架企业销售市场分布

公司名称	公司所在地区	主要销售市场
NEXTracker	美国加利福尼亚	北美
Array Technologies	美国新墨西哥州	美国及拉丁美洲
PV Hardware	西班牙马德里	中东、非洲及欧洲
Soltec	西班牙穆尔西亚	拉丁美洲
Convert Italia	意大利	欧洲、拉丁美洲
Nclave (已被天合光能收购)	西班牙马德里	国内、美国、欧洲、日本、印度等
中信博	中国江苏常州	国内、墨西哥、中东及哈萨克斯坦

资料来源：中信博招股说明书，华安证券研究所

因此，我们认为未来跟踪支架市场会演变成各大跟踪支架厂商利用成本优势垄断周边市场的格局，暨：按地区划分的寡头垄断格局。品牌认知度将保障老牌跟踪支架企业享有行业空间增长红利，稳步提升市场渗透率，新晋进入者难以和老牌跟踪支架企业竞争。

国内跟踪支架市场有望逐步打开，国内跟踪支架厂商受益本土优势有望提升市占率。平价时代后，在投资商们对跟踪支架的看法逐渐改善的背景下，中国本土跟踪支架市场有望逐步被打开。国内跟踪支架企业将会在本土市场具备品牌认可度上的先发优势和运费上的成本优势，国产替代趋势或将助力国内跟踪支架领先企业市占率提升。

2.2 中信博：跟踪支架领先企业，BIPV 重塑增长极

公司跟踪支架可靠认证构筑竞争优势，品牌认知构筑护城河。

跟踪支架承担保护组件重责，自发形成三大壁垒。我们认为跟踪支架行业具有三个比较明显的竞争壁垒，分别为资质认证壁垒、品牌与客户壁垒、技术壁垒。跟踪支架是光伏电站的核心设备之一，投资商对产品稳定要求较高，对供应商有资质认证要求；考量产品稳定性主要通过参照支架厂商过往项目运行情况，过往项目口碑将构筑品牌认知度护城河；研发投入则是跟踪支架未来长期保持核心竞争力的关键所在。

终端要求跟踪支架具备高稳定性，项目认证构筑公司竞争优势。

光伏支架承载着保护组件安全的责任，下游客户在招标过程中往往会考量供应商是否取得相应认证，而各项认证的取得均需要付出大量的时间、人力、物力和资金投入，对行业潜在进入者形成较高的壁垒。公司经过多年持续的研发投入，产品技术日益成熟，已取得全球多个国家和地区认证，招标过程中竞争优势尽显。

认证资质齐备保证公司在海外市场顺利拓展。在海外市场，光伏电站的融资多为项目融资，为了保障项目具有稳定抵押价值，需要聘请专业的第三方技术机构对光伏电站主要设备及其供应商进行全面评估。只有通过可融资性评估后，支架供应商才进入特定项目或特定区域的合格供应商名单内。公司认证资质齐备，具备在海外市场延拓业务的能力。

至 2024 年中，公司共获得专利及软件著作权 67 项，其中获得发明专利 20 项。截至 2024 年 6 月 30 日，公司及其子公司共拥有专利及软件著作权 593 项。不断完善全球化业务版图，依托于公司早期在印度、中东、中亚、拉美等蓝海市场的出海布局，公司在海外市场份额不断扩大，GW 级大型项目经验持续积累，极大提升公司品牌海外知名度。报告期内，公司拟在西班牙、南非等光伏新兴市场分别筹建设立子公司。公司与沙特工业城市和技术区管理局 (MODON) 签订土地租赁协议，筹划建设沙特本地化产能。沙特工厂建成后将成为继印度工厂后第二个海外生产基地，设计产能达 3GW，配套公司全球供应链体系可在当地具备约 10GW 交付能力，满足当地及辐射周边区域的项目交付需求。截至 2024 年中，公司在手订单约 66.69 亿元，其中跟踪支架约 55.49 亿元，固定支架约 10.73 亿元，其它约 0.47 亿元。

3 盈利预测与公司估值

3.1 盈利预测

公司跟踪支架在 2024 年已交付 5.89GW，固定支架交付 2.08GW（至 2024 年中），考虑到公司在沙特筹划本地产能，预计沙特工厂建成后产品在沙特市场快速放量，同时辐射周边区域的项目交付，市场进一步拓展。我们预计公司 2024/2025/2026 年收入增速为 41.4%/28.7%/20.1%，同时由于海外产品价格相对偏高，毛利率相对稳定，预计 2024/2025/2026 年毛利率为 19.5%/18.8%/18.8%。

3.2 估值

相对估值法：我们选取了 A 股相关公司作为中信博的可比公司。根据监管要求的行业分类，可比公司包括意华股份、振江股份、拓日新能、清源股份。上述公司与中信博同隶属于光伏赛道，主营业务相近，2024 年平均 P/E 为 19x；考虑到中信博在手订单充足，受益于沙特工厂建成投产，出货量将进一步提升，我们预计 2024/2025/2026 年利润增速预计为 96.4%/43.5%/26.0%。

图表 11 可比公司估值表（截至 2024 年 12 月 31 日，单位：亿元）

公司	代码	市值	收入		净利润			P/E			
			2022	2023	2022	2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E
意华股份	002897.SZ	80	49	49	2	1.2	3.5	4.9	66	23	16
振江股份	603507.SH	44	28	37	1	1.8	2.9	4.1	24	15	11
拓日新能	002218.SZ	56	13	11	1	0.2	0.0	0.0	243	-	-
清源股份	603628.SH	34	14	19	1	1.7	0.0	0.0	20	-	-
平均值									88	19	14
中信博	688408.SH	157	37	64	0	3.5	6.8	9.7	46	23	16

注：上述公司（除中信博外）盈利预测来自 Wind 一致预期

资料来源：Wind，华安证券研究所

4 风险提示

- 1、国际贸易环境不及预期风险：海外市场是公司收入的重要增长点，因此国际贸易政策对海外市场的开拓具有重要影响。若客户所在国采取对公司产品加征关税、产业本土化要求等贸易保护政策，将直接影响公司海外市场布局及利润空间。
- 2、汇率波动风险：公司部分产品销往海外，外销收入以美元、欧元等计量为主。汇率波动会直接影响到企业的市场份额和利润水平，存在汇率波动的风险。公司将通过锁汇、外汇融资、缩短回款期限以降低外汇波动的风险。
- 3、原材料价格波动风险：钢材市场价格波动，存在原材料价格波动导致公司支架产品毛利率波动的风险。

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:亿元					单位:亿元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	67.50	101.23	126.64	151.25	营业收入	63.90	90.35	116.24	139.66
现金	19.54	39.72	47.13	55.41	营业成本	52.33	72.70	94.40	113.36
应收账款	11.08	12.55	16.14	19.40	营业税金及附加	0.19	0.27	0.35	0.42
其他应收款	0.16	0.30	0.39	0.47	销售费用	1.91	2.08	2.56	3.07
预付账款	1.53	2.18	2.83	3.40	管理费用	2.06	3.07	3.95	4.75
存货	17.58	18.17	23.60	28.34	财务费用	0.07	-0.10	-0.49	-0.63
其他流动资产	17.62	28.31	36.55	44.24	资产减值损失	-0.58	-0.90	-0.50	0.00
非流动资产	14.15	14.57	14.07	13.98	公允价值变动收益	-0.02	0.00	0.00	0.00
长期投资	0.11	0.11	0.11	0.11	投资净收益	0.07	0.09	0.12	0.14
固定资产	9.29	9.30	8.60	8.32	营业利润	4.13	8.18	11.84	15.07
无形资产	1.47	1.47	1.47	1.47	营业外收入	0.00	0.01	0.01	0.01
其他非流动资产	3.28	3.69	3.89	4.09	营业外支出	0.01	0.01	0.01	0.01
资产总计	81.65	115.79	140.71	165.23	利润总额	4.12	8.18	11.84	15.07
流动负债	50.45	69.71	88.15	104.39	所得税	0.67	1.39	2.01	2.56
短期借款	6.02	6.02	6.02	6.02	净利润	3.45	6.79	9.82	12.50
应付账款	13.13	18.17	23.60	28.34	少数股东损益	0.00	0.01	0.10	0.25
其他流动负债	31.29	45.51	58.53	70.03	归属母公司净利润	3.45	6.78	9.73	12.25
非流动负债	3.06	3.10	3.10	3.10	EBITDA	5.21	9.18	12.54	15.73
长期借款	0.87	0.87	0.87	0.87	EPS (元)	2.54	3.10	4.45	5.61
其他非流动负债	2.19	2.23	2.23	2.23					
负债合计	53.51	72.81	91.25	107.49					
少数股东权益	0.12	0.13	0.23	0.48					
股本	1.36	2.19	2.19	2.19					
资本公积	17.79	27.80	27.80	27.80					
留存收益	8.87	12.86	19.24	27.27					
归属母公司股东权益	28.02	42.85	49.23	57.26					
负债和股东权益	81.65	115.79	140.71	165.23					

现金流量表				
单位:亿元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	7.98	18.06	14.81	16.53
净利润	3.45	6.79	9.82	12.50
折旧摊销	0.88	1.10	1.19	1.29
财务费用	0.30	0.27	0.27	0.27
投资损失	-0.07	-0.09	-0.12	-0.14
营运资金变动	1.87	7.67	2.44	1.91
其他经营现金流	3.14	1.44	8.58	11.30
投资活动现金流	-5.34	-5.74	-3.78	-3.76
资本支出	-2.84	-3.56	-1.90	-1.90
长期投资	-2.62	-2.00	-2.00	-2.00
其他投资现金流	0.11	-0.18	0.12	0.14
筹资活动现金流	1.74	7.83	-3.62	-4.49
短期借款	2.38	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.41	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.83	0.00	0.00
资本公积增加	0.25	10.01	0.00	0.00
其他筹资现金流	-1.30	-3.00	-3.62	-4.49
现金净增加额	4.50	20.18	7.41	8.28

主要财务比率				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入	72.6%	41.4%	28.7%	20.1%
营业利润	1134.3%	98.1%	44.7%	27.3%
归属于母公司净利	676.6%	96.4%	43.5%	26.0%
获利能力				
毛利率 (%)	18.1%	19.5%	18.8%	18.8%
净利率 (%)	5.4%	7.5%	8.4%	8.8%
ROE (%)	12.3%	15.8%	19.8%	21.4%
ROIC (%)	10.2%	13.3%	16.5%	18.3%
偿债能力				
资产负债率 (%)	65.5%	62.9%	64.8%	65.1%
净负债比率 (%)	190.1%	169.4%	184.5%	186.1%
流动比率	1.34	1.45	1.44	1.45
速动比率	0.74	0.89	0.86	0.86
营运能力				
总资产周转率	0.93	0.92	0.91	0.91
应收账款周转率	7.98	7.65	8.10	7.86
应付账款周转率	4.97	4.64	4.52	4.37
每股指标 (元)				
每股收益	2.54	3.10	4.45	5.61
每股经营现金流薄)	3.65	8.26	6.78	7.56
每股净资产	20.63	19.61	22.53	26.20
估值比率				
P/E	28.25	23.21	16.18	12.84
P/B	3.48	3.67	3.20	2.75
EV/EBITDA	16.40	13.64	9.39	6.96

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：张志邦，华安证券研究所，电力设备与新能源首席分析师。

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。