

中信博（688408）

业绩短期承压，在手订单充足

事件：公司 25 年前三季度实现营业收入 53.78 亿元，同比下降 10.11%；实现归母净利润 1.21 亿元，同比下降 71.59%。25 年三季度实现营业收入 13.41 亿元，同比下降 48.54%；实现归母净利润-0.36 亿元，同比下降 118.35%。

项目交付延期致使收入下滑。公司营收下滑的主要原因包括：1) 光伏产业链“反内卷”政策推动行业从“规模扩张”向“质量跃升”转型，在此政策调整期内，受组件价格上涨影响，国内外部分光伏电站建设出现了延期情形，导致公司部分订单交付延缓，影响收入确认规模。2) 部分订单因业主已征用土地有异物、土地征用进度等问题，导致项目交付延迟。3) 国内电价政策改革，处于向地方传导阶段，各地区细则落地时间不一，对当前国内光伏项目规模形成了阶段性影响，投资节奏放缓，新增装机需求有阶段性回落趋势。

固定支架占比提升影响毛利率水平，费用前置影响利润释放。25 年前三季度公司综合毛利率 16.90%，同比下降 2.47pct；25Q3 公司综合毛利率 16.37%，同比下降 3.01pct，环比提升 0.44pct。国内行业调整仍在产能出清阶段，行业竞争态势依然严峻，为巩固市场地位，公司产品结构中单价及毛利率相对较低的固定支架占比提升，拉低整体毛利水平。25 年前三季度，公司期间费用率 12.48%，同比提升 3.69pct。为有效推进全球化战略，公司在多个国家及地区设立分子公司作为区域市场的窗口；同时根据海外市场不同程度的本土化投资要求，在沙特等地投资建厂，投入较大的人力、物力，导致管销费用增加。此外公司为培育智能清洗机器人、绿电+等战略孵化业务，前期研发费用投入增加。

在手订单充足，业绩增长动力仍然强劲。截至 25Q3 末，公司在手订单合计约人民币 71.98 亿元，其中跟踪支架约 60.12 亿元、固定支架约 11.11 亿元、其他业务约 0.75 亿元。公司账面存货 17.10 亿元，较 25Q2 末增长 18.09%；公司合同负债 4.42 亿元，较 25Q2 末增长 43.40%。近日，公司与中国电建华东院签署沙特 PIF6 AFIF 4.2GW 项目合作协议。显示公司在手订单充足，未来业绩增长仍有较强支撑。

投资建议：公司因项目交付延期，销售、管理、研发费用前置等因素，影响业绩释放。公司在手订单充足，合同负债环比保持增长，近期落地沙特大订单，对未来业绩支撑能力较强。考虑项目交付延期影响，下调公司 25、26 年盈利预测，我们预计公司 2025~2027 年公司归母净利润分别为 2.54、7.52、8.50 亿元，对应 PE 分别为 46.27、15.62、13.81X，维持“买入”评级。

风险提示：海外市场竞争加剧，海外关税政策变动，原材料价格波动等。

| 财务数据和估值 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|---------------|----------|----------|----------|-----------|-----------|
| 营业收入(百万元) | 6,390.16 | 9,026.11 | 8,220.00 | 11,644.01 | 13,001.40 |
| 增长率(%) | 72.59 | 41.25 | (8.93) | 41.65 | 11.66 |
| EBITDA(百万元) | 881.33 | 1,324.80 | 489.46 | 1,086.81 | 1,211.33 |
| 归属母公司净利润(百万元) | 345.04 | 631.52 | 253.80 | 751.91 | 850.24 |
| 增长率(%) | 676.58 | 83.03 | (59.81) | 196.26 | 13.08 |
| EPS(元/股) | 2.54 | 2.89 | 1.16 | 3.43 | 3.88 |
| 市盈率(P/E) | 21.10 | 18.55 | 46.27 | 15.62 | 13.81 |
| 市净率(P/B) | 2.60 | 2.66 | 2.54 | 2.30 | 2.07 |
| 市销率(P/S) | 1.14 | 1.30 | 1.43 | 1.01 | 0.90 |
| EV/EBITDA | 8.83 | 9.93 | 18.34 | 8.40 | 7.44 |

资料来源：wind，天风证券研究所

证券研究报告
2025 年 11 月 15 日

投资评级

| | |
|--------|-----------|
| 行业 | 电力设备/光伏设备 |
| 6 个月评级 | 买入（维持评级） |
| 当前价格 | 53.6 元 |
| 目标价格 | 元 |

基本数据

| | |
|---------------|-------------|
| A 股总股本(百万股) | 219.07 |
| 流通 A 股股本(百万股) | 219.07 |
| A 股总市值(百万元) | 11,741.93 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 11,741.93 |
| 每股净资产(元) | 19.43 |
| 资产负债率(%) | 56.97 |
| 一年内最高/最低(元) | 90.80/41.36 |

作者

| | |
|---------------------------|-----|
| 孙潇雅 | 分析师 |
| SAC 执业证书编号：S1110520080009 | |
| sunxiaoya@tfzq.com | |
| 敖颖晨 | 分析师 |
| SAC 执业证书编号：S1110525010001 | |
| aoyingchen@tfzq.com | |

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《中信博-季报点评:跟踪支架订单进入兑现期》 2024-05-15
- 《中信博-年报点评报告:市场回暖下支架需求持续提升,BIPV 业务开始发力》 2023-05-08
- 《中信博-半年报点评:Q2 盈利底部，公司成长空间大》 2021-09-04

财务预测摘要

| 资产负债表(百万元) | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|------------------|-----------------|-----------------|------------------|------------------|------------------|
| 货币资金 | 1,953.61 | 2,857.60 | 3,129.41 | 2,976.79 | 3,099.28 |
| 应收票据及应收账款 | 1,222.54 | 1,746.66 | 1,267.34 | 2,614.00 | 2,080.95 |
| 预付账款 | 153.40 | 248.73 | 94.86 | 387.82 | 150.90 |
| 存货 | 1,757.57 | 1,413.56 | 1,640.58 | 2,649.93 | 2,138.69 |
| 其他 | 1,663.00 | 1,985.05 | 2,099.78 | 2,712.47 | 2,408.96 |
| 流动资产合计 | 6,750.10 | 8,251.61 | 8,231.97 | 11,341.01 | 9,878.78 |
| 长期股权投资 | 10.68 | 16.75 | 16.75 | 16.75 | 16.75 |
| 固定资产 | 929.50 | 1,207.46 | 1,223.64 | 1,266.86 | 1,325.55 |
| 在建工程 | 130.69 | 83.29 | 198.30 | 278.81 | 335.17 |
| 无形资产 | 146.89 | 144.62 | 138.15 | 131.67 | 125.20 |
| 其他 | 197.53 | 219.51 | 204.44 | 201.13 | 200.00 |
| 非流动资产合计 | 1,415.30 | 1,671.62 | 1,781.28 | 1,895.23 | 2,002.66 |
| 资产总计 | 8,165.40 | 9,923.23 | 10,013.25 | 13,236.23 | 11,881.44 |
| 短期借款 | 602.06 | 955.55 | 1,000.00 | 1,000.00 | 1,000.00 |
| 应付票据及应付账款 | 3,356.34 | 3,369.15 | 2,739.12 | 5,573.73 | 3,404.92 |
| 其他 | 1,086.41 | 623.06 | 1,116.87 | 1,024.17 | 1,280.14 |
| 流动负债合计 | 5,044.82 | 4,947.76 | 4,855.99 | 7,597.90 | 5,685.06 |
| 长期借款 | 86.62 | 327.75 | 300.00 | 300.00 | 300.00 |
| 应付债券 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | 219.38 | 220.80 | 220.00 | 220.00 | 220.00 |
| 非流动负债合计 | 306.00 | 548.55 | 520.00 | 520.00 | 520.00 |
| 负债合计 | 5,350.82 | 5,496.31 | 5,375.99 | 8,117.90 | 6,205.06 |
| 少数股东权益 | 12.14 | 16.53 | 16.53 | 16.53 | 16.53 |
| 股本 | 135.82 | 218.52 | 219.07 | 219.07 | 219.07 |
| 资本公积 | 1,779.28 | 2,802.28 | 2,822.10 | 2,822.10 | 2,822.10 |
| 留存收益 | 936.63 | 1,449.32 | 1,615.81 | 2,109.06 | 2,666.82 |
| 其他 | (49.29) | (59.73) | (36.24) | (48.42) | (48.13) |
| 股东权益合计 | 2,814.58 | 4,426.91 | 4,637.26 | 5,118.33 | 5,676.38 |
| 负债和股东权益总计 | 8,165.40 | 9,923.23 | 10,013.25 | 13,236.23 | 11,881.44 |

| 现金流量表(百万元) | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 净利润 | 345.45 | 644.74 | 253.80 | 751.91 | 850.24 |
| 折旧摊销 | 80.85 | 92.20 | 105.27 | 112.75 | 121.43 |
| 财务费用 | 29.53 | 35.43 | 44.60 | (1.53) | (1.38) |
| 投资损失 | (6.54) | (8.79) | (10.00) | (10.00) | (10.00) |
| 营运资金变动 | 344.25 | (1,080.51) | 121.96 | (516.44) | (326.99) |
| 其它 | 4.78 | 353.00 | (56.25) | 0.00 | 0.00 |
| 经营活动现金流 | 798.32 | 36.08 | 459.37 | 336.68 | 633.30 |
| 资本支出 | 123.60 | 321.78 | 230.80 | 230.00 | 230.00 |
| 长期投资 | 8.24 | 6.06 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | (666.24) | (950.90) | (338.30) | (450.00) | (450.00) |
| 投资活动现金流 | (534.39) | (623.05) | (107.49) | (220.00) | (220.00) |
| 债权融资 | 273.12 | 611.32 | (36.62) | 1.53 | 1.38 |
| 股权融资 | (143.28) | 878.25 | (43.45) | (270.84) | (292.19) |
| 其他 | 44.65 | 28.22 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 筹资活动现金流 | 174.49 | 1,517.79 | (80.07) | (269.31) | (290.81) |
| 汇率变动影响 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 现金净增加额 | 438.41 | 930.82 | 271.81 | (152.62) | 122.49 |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

| 利润表(百万元) | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|------------------|-----------------|-----------------|-----------------|------------------|------------------|
| 营业收入 | 6,390.16 | 9,026.11 | 8,220.00 | 11,644.01 | 13,001.40 |
| 营业成本 | 5,233.19 | 7,344.84 | 6,871.80 | 9,653.63 | 10,774.38 |
| 营业税金及附加 | 19.00 | 27.89 | 41.10 | 58.22 | 65.01 |
| 销售费用 | 190.78 | 206.78 | 271.26 | 314.39 | 351.04 |
| 管理费用 | 206.17 | 285.07 | 369.90 | 372.61 | 416.04 |
| 研发费用 | 170.29 | 203.12 | 205.50 | 291.10 | 325.03 |
| 财务费用 | 7.43 | 35.85 | 44.60 | (1.53) | (1.38) |
| 资产/信用减值损失 | (169.10) | (192.83) | (100.00) | (140.00) | (140.00) |
| 公允价值变动收益 | (2.05) | 1.65 | (56.25) | 0.00 | 0.00 |
| 投资净收益 | 6.54 | 8.79 | 10.00 | 10.00 | 10.00 |
| 其他 | 14.32 | 46.11 | 20.00 | 50.00 | 50.00 |
| 营业利润 | 413.02 | 786.29 | 289.58 | 875.60 | 991.28 |
| 营业外收入 | 0.46 | 0.74 | 10.00 | 10.00 | 10.00 |
| 营业外支出 | 1.36 | 2.33 | 1.00 | 1.00 | 1.00 |
| 利润总额 | 412.12 | 784.70 | 298.58 | 884.60 | 1,000.28 |
| 所得税 | 66.67 | 139.96 | 44.79 | 132.69 | 150.04 |
| 净利润 | 345.45 | 644.74 | 253.80 | 751.91 | 850.24 |
| 少数股东损益 | 0.41 | 13.22 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 归属于母公司净利润 | 345.04 | 631.52 | 253.80 | 751.91 | 850.24 |
| 每股收益（元） | 2.54 | 2.89 | 1.16 | 3.43 | 3.88 |

| 主要财务比率 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|----------|---------|---------|---------|---------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入 | 72.59% | 41.25% | -8.93% | 41.65% | 11.66% |
| 营业利润 | 1134.27% | 90.38% | -63.17% | 202.36% | 13.21% |
| 归属于母公司净利润 | 676.58% | 83.03% | -59.81% | 196.26% | 13.08% |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 18.11% | 18.63% | 16.40% | 17.09% | 17.13% |
| 净利率 | 5.40% | 7.00% | 3.09% | 6.46% | 6.54% |
| ROE | 12.31% | 14.32% | 5.49% | 14.74% | 15.02% |
| ROIC | 33.71% | 80.58% | 15.48% | 40.09% | 33.79% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 | 65.53% | 55.39% | 53.69% | 61.33% | 52.22% |
| 净负债率 | -44.72% | -34.24% | -38.37% | -31.78% | -30.82% |
| 流动比率 | 1.34 | 1.67 | 1.70 | 1.49 | 1.74 |
| 速动比率 | 0.99 | 1.38 | 1.36 | 1.14 | 1.36 |
| 营运能力 | | | | | |
| 应收账款周转率 | 6.87 | 6.08 | 5.45 | 6.00 | 5.54 |
| 存货周转率 | 5.08 | 5.69 | 5.38 | 5.43 | 5.43 |
| 总资产周转率 | 0.93 | 1.00 | 0.82 | 1.00 | 1.04 |
| 每股指标（元） | | | | | |
| 每股收益 | 2.54 | 2.89 | 1.16 | 3.43 | 3.88 |
| 每股经营现金流 | 5.88 | 0.17 | 2.10 | 1.54 | 2.89 |
| 每股净资产 | 20.63 | 20.18 | 21.09 | 23.29 | 25.84 |
| 估值比率 | | | | | |
| 市盈率 | 21.10 | 18.55 | 46.27 | 15.62 | 13.81 |
| 市净率 | 2.60 | 2.66 | 2.54 | 2.30 | 2.07 |
| EV/EBITDA | 8.83 | 9.93 | 18.34 | 8.40 | 7.44 |
| EV/EBIT | 9.68 | 10.65 | 23.36 | 9.37 | 8.27 |

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

| 类别 | 说明 | 评级 | 体系 |
|--------|--------------------------------|------|-------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 买入 | 预期股价相对收益 20%以上 |
| | | 增持 | 预期股价相对收益 10%-20% |
| | | 持有 | 预期股价相对收益 -10%-10% |
| | | 卖出 | 预期股价相对收益 -10%以下 |
| 行业投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅 5%以上 |
| | | 中性 | 预期行业指数涨幅 -5%-5% |
| | | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅 -5%以下 |

天风证券研究

| 北京 | 海口 | 上海 | 深圳 |
|---|--|---|--|
| 北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层 邮编：100088 邮箱：research@tfzq.com | 海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com | 上海市虹口区北外滩国际 客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com | 深圳市福田区益田路 5033 号 平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com |