

中信博（688408.SH）

公司报告 | 首次评级报告



方田
光伏行业研究员

2025年12月16日

基本信息

所属行业	TMT
当前股价	43.13
总市值	94.48亿
PE-TTM	29.02
PB-MRQ	2.22

估值结果

价值	90.63亿
DDM估值	上行空间 -4.1%
状态	合理估值
价值	103.65亿
动态估值	上行空间 9.7%
状态	合理估值

四维评级

成长空间	★★★★☆
盈利趋势	★★★★☆
产业格局	★★★★☆
护城河	★★★★☆

核心评级结论

中信博为光伏跟踪支架龙头企业，全球市占率为15.7%，位居全球第二。

公司成长空间星级较低，近年公司跟踪支架出货量激增推高业绩、奠定高基数，叠加未来跟踪支架单价整体呈下降趋势，预计未来公司业绩增速将放缓。公司盈利趋势星级较低，光伏行业不断推进降本增效，叠加光伏支架市场竞争加剧，预计未来公司光伏支架盈利有所承压。公司产业格局星级一般，光伏支架属于轻资产行业，产能进入壁垒不高，叠加公司客户集中度较高，导致其在产业链议价能力一般。公司护城河星级较高，具备一定的渠道优势，光伏支架属于轻资产行业，公司率先布局新兴市场，并在印度、巴西、沙特建设工厂，在新兴市场布局具备先发优势。

基于未来光伏跟踪支架渗透率提升有望带动公司销量上行，叠加光伏组件功率提升导致同等发电量下支架采购额减少及新兴市场入局者增多导致竞争加剧，未来公司光伏支架单价或将下行的假设，目前公司估值合理。

我们区别于市场的观点

相较于市场观点，我们对需求端采取更保守的预测，考虑到近年光伏新增装机基数大，叠加国内光伏消纳问题凸显，预计后续全球光伏新增装机需求增速或将显著放缓，体现在对公司光伏支架销量预测上更为保守。

风险提示

1) 光伏新增装机需求不及预期，将影响光伏支架需求及公司出货量；2) 跟踪支架为公司主要收入来源，其渗透率不及预期将拖累公司业绩；3) 公司在新兴市场有先发优势，若新进入者增多加剧竞争，公司跟踪支架出货量及盈利能力可能不及预期。

内容目录

1. 基本信息	4
2. 业务介绍	4
3. 商业模式	4
3.1 资产强度	4
3.2 研发强度	5
3.3 客户集中度	5
3.4 供应商集中度	5
4. 历史经营绩效	5
4.1 历史盈利能力	5
4.2 历史成长能力	6
4.3 历史业务控制力及财务健康评级	6
4.4 股东回报评级	6
5. 四维评级	7
5.1 成长空间	7
5.2 盈利趋势	7
5.3 产业格局	7
5.4 护城河	8
6. 公司估值	8
6.1 核心假设及逻辑	8
6.2 动态估值	10
6.3 DDM估值	11
6.4 估值确定性	11

图表目录

图1：预测2025年收入占比	4
图2：预测2025年毛利占比	4
图3：近年公司盈利能力趋势图	5
图4：近年公司历史成长能力趋势图	6
图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势	6
图6：近年股东回报能力趋势图	6
表1：护城河详解表	8
表2：公司整体业绩预测	9
表3：公司分业务业绩预测	10
表4：公司整体及分业务动态估值	10
表5：公司整体及分业务DDM估值	11

1. 基本信息

公司主营业务为光伏支架，包括跟踪支架系统、固定支架系统、柔性支架系统及智能运维等相关产品，目前以跟踪支架系统为主。

2. 业务介绍

对于中信博公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

跟踪支架：

跟踪支架是一种可实现光伏阵列跟随太阳入射角变化而自动调整角度的光伏支架，通过自动调整光伏组件的角度，使其始终面向太阳，从而提高发电效率。我们对该业务的界定为全球光伏跟踪支架市场。

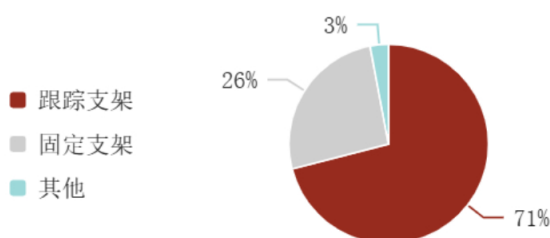
固定支架：

固定支架是一种用于固定光伏组件角度的支撑结构，通过合理设计安装角度，以固定方式接收太阳辐射，具有结构简单、成本低、稳定性高、维护方便等特点。我们对该业务的界定为全球光伏固定支架市场。

其他：

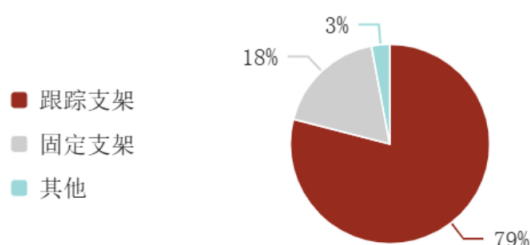
公司其他业务包括柔性支架系统及智能运维等相关产品。

图1：预测2025年收入占比



数据来源：公司财报，壹评级

图2：预测2025年毛利占比



数据来源：公司财报，壹评级

3. 商业模式

中信博主营业务为光伏支架，公司通过轻资产运营、全球化渠道布局和高强度研发投入，构建了差异化竞争优势。

3.1 资产强度

低 较低 中等 较高 高

公司光伏支架业务以“设计+组装”为主，属于轻资产运营模式，2025年前三季度其固定资产仅占总资产的12.1%，固定资产周转率达4.5次。公司建设全球化销售网络，并在印度、沙特、巴西等地布局生产基地，通过本地化生产降低运输成本，同时规避部分国家贸易壁垒，公司在新兴市场具备先发优势。

3.2 研发强度

低

较低

中等

较高

高

公司持续进行研发投入，近年来公司研发费用连续增长。公司是全球唯一拥有风洞实验室的光伏企业，也是少数完成第五阶段风洞测试的跟踪支架企业，意味着公司光伏支架产品在抗风、结构稳定性等方面达到行业领先水平。

3.3 客户集中度

低

较低

中等

较高

高

公司客户集中度较高，近年公司前五大客户销售额合计占比超50%，主要系公司客户主要为大型地面电站开发商，大型光伏项目订单量通常较大，大型订单的集中交付导致公司客户集中度较高。

3.4 供应商集中度

低

较低

中等

较高

高

公司供应商集中度较低，近年公司前五大供应商采购额合计占比均小于30%，光伏支架上游原材料主要为钢材和铝材，钢材和铝材行业集中度较低使得公司供应商集中度亦较低。

4. 历史经营绩效

2023-2024年公司经营绩效有所提升，公司紧抓新兴市场发展机遇，光伏跟踪支架出货量提升带动公司业绩上行。2025年前三季度公司经营绩效有所下降，国内外光伏电站建设延期、土地相关等问题导致公司光伏支架订单交付延缓，使得公司业绩有所承压。

4.1 历史盈利能力

★★★★☆

图3：近年公司盈利能力趋势图



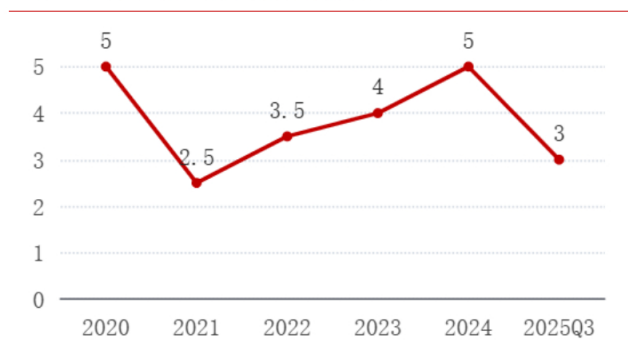
数据来源：公司财报，壹评级

2020-2022年公司盈利能力星级呈下降趋势，主要受钢材价格及运费上涨影响，公司光伏支架业务盈利承压所致。2023-2024年公司盈利能力星级有所提升，主要受钢材价格回落，叠加新兴市场光伏跟踪支架需求提升带动公司高毛利跟踪支架收入占比提升。2025年前三季度公司盈利能力星级有所下降，主要系公司部分跟踪支架项目交付延期，使得其毛利较低的固定支架收入占比提升。

4.2 历史成长能力

★★★★☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



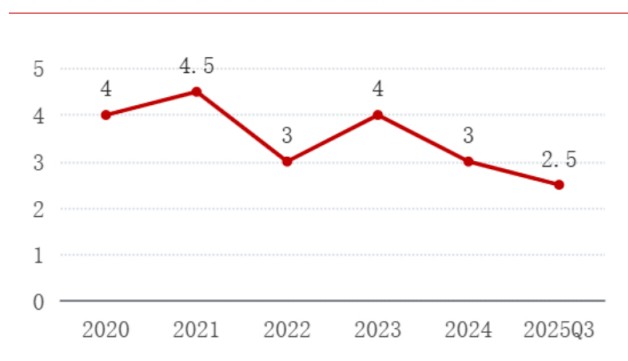
数据来源：公司财报，壹评级

2021年公司成长能力星级下降，因硅料及光伏组件价格上涨抑制地面电站装机需求，拖累公司光伏支架出货量；2022-2024年成长能力星级提升，受益于硅料产能释放推动地面电站需求增长，带动公司固定支架销量提升，以及全球化布局见效、海外新兴市场需求拉动公司跟踪支架出货量大幅提升；2025年前三季度成长能力星级下降，国内外光伏电站建设延期、土地相关等问题导致公司订单交付延缓。

4.3 历史业务控制力及财务健康评级

★★★★☆

图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势



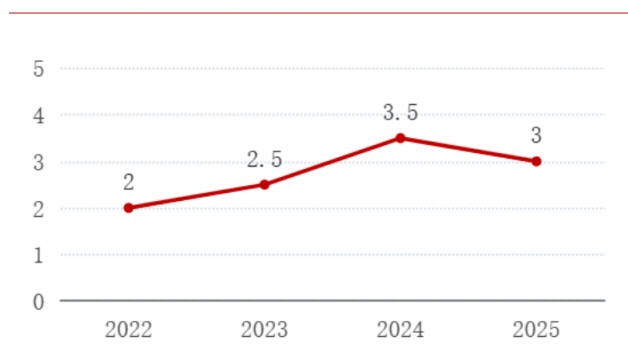
数据来源：公司财报，壹评级

2022年公司业务控制力星级有所下降，公司第四季度销售收入大幅增长，导致应收账款及合同资产增长较大，公司经营性现金净额大幅下降。2023年公司业务控制力星级有所提升，公司营业收入增加，回款多为现汇，经营性现金净额大幅增加。2024年以来公司业务控制力星级有所下降，公司购买商品、接受劳务支付现金和支付各项税费增幅较大致使其经营性现金净额下降。

4.4 股东回报评级

★★★★☆

图6：近年股东回报能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

公司注重股东回报，2022-2024年公司股东回报能力星级呈上升趋势，主要系公司业绩稳健增长，公司加大股东回报。2025年前三季度公司股东回报能力星级有所下降，主要系公司光伏跟踪支架部分项目订单交付延期，导致公司业绩有所承压。

5. 四维评级

公司护城河星级较高，具备一定的渠道优势。光伏支架属于轻资产行业，公司率先布局新兴市场，并在印度、巴西、沙特建设工厂，在新兴市场布局具备先发优势。公司盈利趋势星级较低，光伏行业不断推进降本增效，叠加光伏支架市场竞争加剧，预计未来公司光伏支架盈利有所承压。

5.1 成长空间

★★★★☆

公司成长空间星级较低，2024年公司跟踪支架出货量激增推高业绩、奠定高基数，叠加未来跟踪支架单价整体呈下降趋势，预计未来公司业绩增速将放缓。

跟踪支架(2.5星):

公司跟踪支架成长空间星级较低，一是2024年公司跟踪支架出货量同比大幅增长、基数抬高，未来业绩增速边际放缓；二是光伏组件发电效率提升，每套支架配套组件功率上升，同等发电量下支架采购总额减少，带动跟踪支架单价下行，进一步拖累业绩增速。

固定支架(3.5星):

公司固定支架成长星级较高，2024年公司聚焦跟踪支架发展，叠加新兴市场跟踪支架需求兴起，固定支架销量同比大幅下滑、业绩基数偏低。随着2025年上半年固定支架出货量同比大增，叠加公司光伏支架产能释放，未来销量有望重回上行通道，有望带动公司固定支架业绩改善。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

公司盈利趋势星级较低，光伏行业不断推进降本增效，叠加光伏支架市场竞争加剧，预计未来公司光伏支架盈利有所承压。

跟踪支架(2.5星):

公司跟踪支架盈利趋势星级较低，光伏行业不断推进降本增效，叠加随着新兴市场布局者增多，跟踪支架市场竞争或将加剧，预计未来公司跟踪支架盈利承压。

固定支架(2.5星):

公司固定支架盈利趋势星级较低，光伏行业不断推进降本增效，叠加固定支架行业竞争激烈，预计未来公司固定支架盈利承压。

5.3 产业格局

★★★★☆

公司产业格局星级一般，光伏支架属于轻资产行业，产能进入壁垒不高，叠加公司客户集中度较高，导致其在产业链议价能力一般。

跟踪支架(3星):

公司跟踪支架产业格局星级一般，跟踪支架属于轻资产行业，行业产能进入壁垒中等，叠加公司客户集中度较高，在产业链议价能力一般。

固定支架(2.5星):

公司固定支架产业格局星级较低，固定支架属于轻资产行业，技术壁垒较低，导致行业产能进入壁垒偏低。

5.4 护城河

★★★★☆

公司护城河星级较高，具备一定的渠道优势。光伏支架属于轻资产行业，公司率先布局新兴市场，并在印度、巴西、沙特建设工厂，在新兴市场布局具备先发优势。

表1：护城河详解表

	护城河宽度及解释	护城河持续性及解释
跟踪支架	(3星) 公司跟踪支架护城河宽度星级一般，公司客户集中度较高，在产业链议价能力一般，导致其业务控制力星级较低；此外，新兴市场跟踪支架需求兴起吸引了更多企业布局，未来随着竞争加剧，或将导致公司跟踪支架盈利承压。	(4星) 公司跟踪支架业务具备渠道优势及技术优势。渠道优势方面，跟踪支架为非标准化产品，本土化布局至关重要。公司率先布局新兴市场，尤其是印度市场，并在印度、巴西、沙特建设工厂，在新兴市场布局具备先发优势，后续随着布局者增多，公司该项优势存在被削弱的风险。技术优势方面，公司是全球唯一拥有风洞实验室的光伏企业，其产品在抗风、结构稳定性等方面达到行业领先水平。
固定支架	(1.5星) 公司固定支架护城河宽度星级较低，固定支架行业进入壁垒低，目前竞争充分，使得固定支架盈利较低；此外，固定支架行业集中度较低，使得公司在产业链议价能力一般，导致其业务控制力星级较低。	(3.5星) 公司固定支架业务具备一定的技术优势。公司是全球唯一拥有风洞实验室的光伏企业，其产品在抗风、结构稳定性等方面达到行业领先水平。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

基于未来光伏跟踪支架渗透率提升有望带动公司销量上行，叠加光伏组件功率提升导致同等发电量下支架采购额减少及新兴市场入局者增多导致竞争加剧，未来公司光伏支架单价或将下行的假设，目前公司估值合理。

6.1 核心假设及逻辑

跟踪支架:

收入假设:

1) 销量：跟踪支架可提升光伏电站发电效率，未来渗透率有望持续上升，假设2024-2029年全球跟踪支架需求量年均复合增长率为11.3%。2025年前三季度受电站建设延期、业主土地问题影响，公司部分订单交付放缓，假设2025年跟踪支架销量下滑；后续随新兴市场及国内渗透率提升，假设2026-2029年公司跟踪支架销量重回上行通道。

2) 单价：光伏组件功率提升导致同等发电量下支架采购额减少，叠加市场竞争因入局者增多而加剧，未来公司跟踪支架单价或将呈下行趋势，假设2024-2029年公司跟踪支架销售单价年均复合增长率为-2.6%。

盈利能力假设：

毛利率：考虑光伏行业持续推进降本增效及入局者增多导致行业竞争加剧，未来公司跟踪支架毛利率呈下降趋势，假设2025/2026/2027/2028/2029年毛利率分别为18.7%/17.7%/17.2%/16.7%/16.2%。

固定支架：

收入假设：

1) 销量：随着公司光伏支架产能提升，叠加2024年公司固定支架出货量基数较低，2025年上半年公司固定支架销量同比增长187%，未来公司固定支架市占率有望提升，假设2024-2029年公司固定支架销量年均复合增长率为23.6%。

2) 单价：考虑到组件功率上升带动每套支架上的组件功率上涨导致同等发电量下支架采购总额下降，未来公司固定支架单价预计呈下降趋势，假设2024-2029年公司固定支架销售单价年均复合增长率为-2.4%。

盈利能力假设：

毛利率：考虑光伏行业持续推进降本增效及入局者增多导致行业竞争加剧，未来公司固定支架毛利率或将呈下降趋势，假设2025/2026/2027/2028/2029年毛利率分别为11.4%/11.2%/11%/10.8%/10.8%。

表2：公司整体业绩预测

中信博	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	37.0	63.9	90.3	77.5	101.5	119.2	134.0	149.0
归母净利润(亿)	0.4	3.4	6.3	3.7	6.6	7.6	8.1	8.7
归母净利润增速(%)	193.0	675.6	83.2	-41.7	78.2	15.9	7.1	6.9
经营性净利润(亿)	0.3	3.4	6.5	3.8	6.7	7.8	8.3	8.9
经营性净利润增速(%)	239.8	924.8	90.1	-42.1	78.2	15.9	7.1	6.9
经营性归母净利润(亿)	0.3	3.4	6.4	3.7	6.6	7.6	8.1	8.7
经营性归母净利润增速(%)	241.4	951.2	86.4	-42.1	78.2	15.9	7.1	6.9

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

跟踪支架	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	16.1	36.0	76.3	54.7	75.7	91.0	104.0	116.4
收入增速(%)	34.5	124.1	112.1	-28.3	38.3	20.3	14.3	11.8
经营性净利润(亿)	0.4	2.5	6.2	3.3	6.0	7.0	7.6	8.1
经营性净利率(%)	2.7	6.9	8.1	6.0	7.9	7.7	7.3	7.0
经营性净利润增速(%)	-53.2	475.5	147.6	-46.3	81.0	17.1	8.1	7.2
固定支架	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	16.3	20.6	10.8	20.0	23.3	25.8	27.6	30.4
收入增速(%)	51.8	26.3	-47.6	85.4	16.5	10.4	7.0	10.1
经营性净利润(亿)	-0.1	0.9	0.3	0.4	0.6	0.7	0.7	0.7
经营性净利率(%)	-0.5	4.4	2.5	2.2	2.6	2.6	2.4	2.4
经营性净利润增速(%)	94.6	1241.0	-69.5	61.8	35.3	11.1	0.4	7.5
其他	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	4.7	7.3	3.1	2.8	2.5	2.4	2.3	2.3
收入增速(%)	218.0	56.9	-57.0	-10.0	-10.0	-5.0	-3.0	-3.0
经营性净利润(亿)	-0.0	0.0	0.1	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
经营性净利率(%)	-0.4	0.5	2.3	0.5	4.9	4.2	3.4	2.7
经营性净利润增速(%)	-106.6	284.0	99.9	-80.5	791.1	-17.6	-22.0	-23.7

数据来源：壹评级

6.2 动态估值

表4：公司整体及分业务动态估值

业务	半显性期 CAGR	增速描述	产业格局	护城河 持续性	贴现率	综合倍数	有效盈利 预测(亿)
跟踪支架	2.7%	中低	较好	较强	7.8%	14.35	7.9
固定支架	1.0%	中低	一般	较强	7.8%	12.91	0.7
其他	1.0%	中低	一般	一般	8.0%	11.14	0.1
业务	显性期 价值	显性期后 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
跟踪支架(亿)	18.8	62.0	80.8	15.9	-	-	96.7
固定支架(亿)	-3.6	6.7	3.1	2.3	-	-	5.3
其他(亿)	0.4	0.6	1.0	0.7	-	-	1.6
公司整体测算(亿)	15.7	69.2	84.9	18.8	-	-	103.7

数据来源：壹评级

6.3 DDM估值

表5：公司整体及分业务DDM估值

业务	预测期 价值	永续期 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
跟踪支架(亿)	32.0	35.6	67.7	15.9	-	-	83.5
固定支架(亿)	-1.2	4.6	3.4	2.3	-	-	5.6
其他(亿)	0.6	0.3	0.8	0.7	-	-	1.5
公司整体测算(亿)	31.4	40.5	71.9	18.8	-	-	90.6

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

★★★★☆☆

公司估值确定性一般，一方面，通过对比公司历史实际业绩与预测业绩，发现历史可预测性一般；另一方面，公司下游光伏电站建设受多重因素影响，项目建设不及预期或将对公司订单交付产生影响。

附注

四维评级

四维评级是对上市公司成长空间、盈利趋势、产业格局、护城河四个维度的评级，其综合评价了一家公司的基本面情况。在评级中，我们结合了财务数据、行业数据、公司调研等多元信息，在研究员深度研究后，利用壹评级的自研评价体系，得到公司的各维度星级。

四个维度的星级大致按如下比例分布：

星级	5	4.5	4	3.5	3	2.5	2	1.5	1	0.5
比例	3%	7%	10%	15%	15%	15%	15%	10%	7%	3%

①成长空间

成长空间主要衡量公司未来的收入成长能力，其综合考虑了中短期（未来5年）、长期（未来5到10年）公司的成长能力，也考虑了公司未来增长的边际变化及确定性。

②盈利趋势

盈利趋势主要反应的是未来5年内公司盈利及产品景气的波动趋势。我们综合考虑了未来行业的供需景气变动、价格成本变化及格局的趋势性改变。

③产业格局

产业格局衡量的是公司产品的竞争格局情况，在公司业务的产品属性基础上，结合未来格局、进入壁垒、对上下游议价能力及替代风险等角度，综合评价公司产品的产业竞争格局。

④护城河

护城河维度主要考虑当前公司的护城河宽度及未来公司护城河的可持续性，我们根据公司的超额盈利、业务控制力和市占率情况评价公司的护城河宽度，并将其归因到品牌、渠道、资源、技术等若干个潜在护城河之中，并对这些护城河的持续性做出合理评估。综合考虑护城河的宽度与持续性，给出护城河星级。

DDM估值

壹评级DDM估值是对公司未来的预测分红进行折现得出的估值。估值过程中，我们基于以下基本假设：公司在保持合理周转率、合理负债率以及合理必要现金前提下，公司未来盈利可分尽分

动态估值

壹评级动态估值，采用倍数法对公司价值进行快速评估。我们主要采用显性期（通常为5年）末两年末两年加权盈利预测—作为盈利基准，乘以适当倍数，根据风险折现后得到其估值。动态估值中的倍数以显性期后成长能力为基准，根据产业格局、护城河持续性、风险情况等进行调整，得到合适的估值倍数。

估值状态

估值状态主要用上行空间这一指标来衡量，上行空间(X) = 估值/市值-1，其与估值状态的对应关系如下：

区间	$X < -50\%$	$-50\% \leq X < -30\%$	$-33\% \leq X < -20\%$	$-20\% \leq X < 25\%$	$25\% \leq X < 50\%$	$50\% \leq X < 100\%$	$X \geq 100\%$
估值状态	严重高估	高估	偏高估	合理估值	偏低估	低估	严重低估

经营性净利润/经营性归母净利润

经营性净利润相比于报表净利润主要剔除了金融相关收益，如金融性收益、财务收入等，主要体现公司在业务经营方面产生的收益。经营性归母净利润则进一步剔除了其相关的少数股东损益。

量化星级部分

商业模式和历史经营绩效部分所列示的量化星级是根据上市公司披露的公开信息和数据加工处理而成的星级指标，以下为各分项的计算说明：

1. 历史成长能力

该评级主要是对公司的营业收入、营业利润、归母净利润等的增长率数据进行定量计算，得到星级结果。

2. 历史盈利能力

该评级主要对公司的ROE、ROIC、扣非净利率等数据进行定量计算，得到星级结果。

3. 历史业务控制力及财务健康评级

该评级主要对公司的经营性现金流净额的收入占比、净占款在资产中的占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

4. 股东回报评级

该评级主要对公司的盈利能力、分红率等数据进行定量计算，得到星级结果。

5. 资产强度

该评级主要对公司的固定资产、在建工程等长期经营资产的数值及比例等数据进行定量计算，得到星级结果。

6. 研发高端度

该评级主要对公司的人均研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

7. 研发强度

该评级主要对公司的单位收入研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

8. 营销强度

该评级主要对公司的单位收入销售费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

9. 人力资源密集度

该评级主要对公司的单位收入薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

10. 人力资源高端度

该评级主要对公司的人均薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

11. 客户集中度

该评级主要对公司的头部客户占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

12. 供应商集中度

该评级主要对公司的头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

13. 整体供应链集中度

该评级主要对公司的头部客户占比和头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断，不保证所包含信息不发生变更。在不同时期，本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时，本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改，客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用，均不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本研究资料中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。本研究资料版权归“壹评级”所有，未经事先书面授权，任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“壹评级”，且不得对本研究资料进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。