

投资评级 优于大市 维持

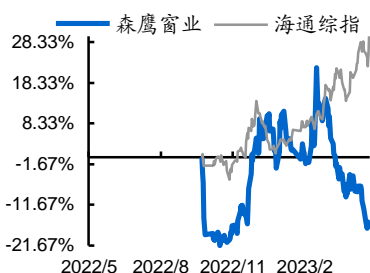
减值损失拖累净利率，铝合金窗占比明显提升

股票数据

04月28日收盘价(元)	26.55
52周股价波动(元)	24.33-39.15
总股本/流通A股(百万股)	95/22
总市值/流通市值(百万元)	2517/589

相关研究

《国内节能铝包木窗龙头，定制化生产能力突出》2022.12.30

市场表现


沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-8.7	-23.4	-17.7
相对涨幅(%)	-9.5	-22.5	-14.0

资料来源：海通证券研究所

分析师:张欣劼

Tel:18515295560

Email:xzj12156@haitong.com

证书:S0850518020001

联系人:郭好格

Tel:13718567611

Email:ghg14711@haitong.com

联系人:曹有成

Tel:18901961523

Email:cyc13555@haitong.com

投资要点:

- **事件:** 公司 2022 年实现营收 8.87 亿元，同比降低 7.28%；归母净利润 1.08 亿元，同比降低 15.96%；扣非归母净利润 0.96 亿元，同比降低 8.83%。点评如下：
- **Q4 单季度收入、利润明显下降，铝合金窗收入快速增长。** 分季度看，公司 2022Q3、Q4 单季度营收分别同比增长 4.46%、-18.94%；归母净利润分别同比增长 20.05%、-37.45%。公司营业收入呈一定的下降趋势，主要由于下游房地产行业周期性的影响，以及外部环境导致的终端消费者需求减弱，行业整体市场规模亦出现一定下滑。2022 年分产品看，节能铝包木窗、铝合金窗、幕墙及阳光房、其他业务分别实现营收 7.51、1.02、0.19、0.15 亿元，分别同比-12.53%、+127.24%、-48.15%、-11.19%。公司 2021 年自主研发设计“简爱”系列铝合金窗，2022 年铝合金窗相关产品收入占营收比例由 2021 年的 4.7% 上升至 11.52%。分销售模式看，大宗业务、经销商模式分别实现营收 5.02、3.70 亿元，分别同比-5.11%、-9.92%。
- **毛利率上升，费用率下降，但减值损失增加，导致净利率降低。** 毛利率方面，公司 2022 年毛利率同升 3.69 个 pct 至 33.34%，主要由于公司继续加大研发投入，不断丰富产品品类及个性化配置，贯彻实施成本领先策略，毛利率整体回升。其中节能铝包木窗、铝合金窗毛利率分别同升 5.02、28.32 个 pct。期间费用率方面，2022 年期间费用率同降 4.22 个 pct 至 13.17%，其中销售费用率同降 3.25 个 pct 至 5.92%（主要因广告宣传费和职工薪酬减少所致），管理费用率同升 0.49 个 pct 至 8.19%，财务费用率同降 1.46 个 pct 至 -0.94%（主要因银行利息收入增加所致）。此外，2022 年公司资产减值+信用减值损失 0.52 亿元，同比大幅增加 359.73%。综上，净利率同降 1.26 个 pct 至 12.17%。经营现金流净流出 0.26 亿元，同比 2021 年净流入 2.20 亿元减少 112.05%，主要因 2022 年受外部环境影响，回款有所减少所致。其中收现比同降 23.01 个 pct 至 88.90%，付现比同升 16.22 个 pct 至 90.58%。
- **进一步拓展零售市场，控制生产成本，看好未来业绩成长性。** 为赋能经销商，向下延伸中高端产品线，拓展南方零售市场，2022 年“简爱”系列铝合金窗产品全面进入中高端零售市场，主要在南京森鹰厂区生产，但因为尚处于产能逐步释放阶段故毛利率较低。随着未来重点提升南京生产基地的生产效率，稳步释放产能，我们预计铝合金窗毛利率将会逐渐升高，成为公司业绩增长的重要助力。此外，公司通过统筹安排采购频率与库存规模，提高原材料周转效率，并积极向上游延伸供应链，实现木材、铝材、中空玻璃等主要原材料的自主加工等，有效控制生产成本，我们看好公司未来业绩成长能力。
- **盈利预测与评级。** 公司是国内节能铝包木窗龙头，拥有完整定制化生产线且营销网络完善。我们预计公司 23-24 年 EPS 分别为 1.54 元和 1.88 元，给予 23 年 22-24 倍 PE，合理价值区间 33.83-36.90 元，维持“优于大市”评级。
- **风险提示。** 原材料价格上涨风险，新冠疫情反复风险。

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	957	887	1101	1334	1603
(+/-)YoY(%)	14.4%	-7.3%	24.1%	21.2%	20.2%
净利润(百万元)	128	108	146	178	204
(+/-)YoY(%)	1.1%	-16.0%	35.0%	22.0%	15.0%
全面摊薄 EPS(元)	1.35	1.14	1.54	1.88	2.16
毛利率(%)	29.7%	33.3%	31.1%	29.5%	28.1%
净资产收益率(%)	15.0%	6.0%	7.5%	8.4%	8.8%

资料来源：公司年报（2021-2022），海通证券研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

表 1 可比公司估值表

代码	简称	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E
605268.SH	王力安防	41.90	-0.10	0.50	0.67	-90.77	18.75	14.06
603833.SH	欧派家居	701.44	4.41	5.19	6.09	27.54	22.17	18.91
	均值		2.16	2.85	3.38	-31.62	20.46	16.49

注：收盘价为 2023 年 4 月 28 日价格，EPS 为 wind 一致预期
资料来源：wind，海通证券研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标 (元)					营业总收入	887	1101	1334	1603
每股收益	1.14	1.54	1.88	2.16	营业成本	591	759	940	1153
每股净资产	18.86	20.47	22.39	24.59	毛利率%	33.3%	31.1%	29.5%	28.1%
每股经营现金流	-0.28	2.01	2.06	2.15	营业税金及附加	11	13	16	19
每股股利	1.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%
价值评估 (倍)					营业费用	53	64	72	80
P/E	23.32	17.27	14.16	12.32	营业费用率%	5.9%	5.9%	5.4%	5.0%
P/B	1.41	1.30	1.19	1.08	管理费用	38	47	56	64
P/S	2.84	2.29	1.89	1.57	管理费用率%	4.3%	4.3%	4.2%	4.0%
EV/EBITDA	11.84	5.96	5.09	4.13	EBIT	118	214	231	260
股息率%	3.8%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	-8	-17	-20	-22
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	-0.9%	-1.6%	-1.5%	-1.4%
毛利率	33.3%	31.1%	29.5%	28.1%	资产减值损失	-9	-3	-3	-3
净利润率	12.2%	13.2%	13.3%	12.7%	投资收益	-1	-1	-1	-2
净资产收益率	6.0%	7.5%	8.4%	8.8%	营业利润	122	167	203	234
资产回报率	4.9%	5.9%	6.6%	6.6%	营业外收支	4	4	5	6
投资回报率	5.1%	8.6%	8.5%	8.8%	利润总额	127	171	208	240
盈利增长 (%)					EBITDA	173	257	276	307
营业收入增长率	-7.3%	24.1%	21.2%	20.2%	所得税	19	25	31	35
EBIT 增长率	-22.5%	81.8%	7.9%	12.5%	有效所得税率%	14.7%	14.7%	14.7%	14.7%
净利润增长率	-16.0%	35.0%	22.0%	15.0%	少数股东损益	0	0	0	0
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	108	146	178	204
资产负债率	18.8%	22.0%	21.7%	24.3%					
流动比率	3.96	3.46	3.57	3.26	资产负债表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
速动比率	3.51	2.97	3.11	2.74	货币资金	1045	1173	1306	1448
现金比率	2.64	2.22	2.30	1.98	应收账款及应收票据	330	383	445	537
经营效率指标					存货	143	223	217	324
应收账款周转天数	108.51	108.51	105.00	102.00	其它流动资产	47	46	59	70
存货周转天数	87.22	87.22	85.00	85.00	流动资产合计	1564	1826	2028	2380
总资产周转率	0.49	0.47	0.51	0.55	长期股权投资	0	0	0	0
固定资产周转率	1.85	2.32	2.78	3.31	固定资产	471	478	483	486
					在建工程	4	8	13	17
					无形资产	83	84	85	86
					非流动资产合计	638	661	682	701
现金流量表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	资产总计	2202	2487	2710	3081
净利润	108	146	178	204	短期借款	182	187	192	197
少数股东损益	0	0	0	0	应付票据及应付账款	83	175	159	257
非现金支出	108	76	69	72	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	-2	1	1	0	其它流动负债	130	166	217	276
营运资金变动	-240	-32	-53	-73	流动负债合计	395	528	568	730
经营活动现金流	-26	191	195	203	长期借款	0	0	0	0
资产	-29	-52	-51	-50	其它长期负债	19	19	19	19
投资	-393	-10	-10	-10	非流动负债合计	19	19	19	19
其他	0	-2	-2	-3	负债总计	414	547	588	750
投资活动现金流	-421	-64	-63	-63	实收资本	95	95	95	95
债权募资	-6	5	5	5	归属于母公司所有者权益	1788	1940	2122	2331
股权募资	851	0	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
其他	-23	-4	-4	-4	负债和所有者权益合计	2202	2487	2710	3081
融资活动现金流	823	1	1	1					
现金净流量	375	128	133	142					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 28 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

张欣劼 建筑工程行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，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，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 中国建筑国际,中国核建,中国海诚,四川路桥,中材国际,中国铁建,中粮科工,中国建筑,建发合诚,中国中铁,中国建筑兴业,中国电建,深城交,苏文电能,志特新材,中国交建,华设集团,华阳国际,中国化学,江河集团,鸿路钢构,建科股份,上海港湾,森鹰窗业

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,本公司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。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通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,未经海通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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。