

# 森鹰窗业（301227）

证券研究报告

2023年03月04日

## 深耕多年凝聚核心竞争力，政策红利引领广阔前景

公司是一家专注于定制化节能铝包木窗研发、设计、生产及销售于一体的高新技术企业，主要产品包括节能铝包木窗、幕墙及阳光房，为国内木门窗制造行业首家上市公司。2015-2021年，公司营收规模稳步增长，由3.73亿元上升至9.57亿元，CAGR为17.00%，其中节能铝包木窗占比超过90%，2022Q1-Q3公司实现营业总收入6.70亿元，同比-2.76%。2015-2021年，公司归母净利润由0.61亿元上升至1.28亿元，CAGR为13.21%，2022Q1-Q3实现归母净利润0.87亿元，同比-8.21%。

**行业发展前景广阔，公司市占率有望进一步提升。**需求端来看，商品房销售回暖、二手房交易和旧房翻新为门窗行业带来发展机遇，城镇化率提升和居民消费升级扩大定制家居产品消费群体，有利于节能铝包木窗市场发展。同时，在国家建筑节能环保政策等相关产业政策支持下，节能铝包木窗行业景气度或将逐渐升高。供给端来看，门窗市场呈现“大市场、小行业”的市场竞争格局，当前Top10企业的市场占有率不足5%，Top30企业的市场占有率不足10%，龙头企业市占率有望进一步提升。

**专注产品研发，坚持品质至上。**公司持续加大研发投入，截至2022年9月，公司拥有88项已获授权的专利。公司产品与同行业竞争对手相比在气密性、水密性、保温隔音等方面表现优异，产品质量通过多项认证，广泛用于被动式建筑。

**经销网络覆盖全国，为公司快速发展奠定市场基础。**公司主要包括大宗业务和经销商两种销售模式。大宗客户方面，随着房地产行业的竞争加剧，越来越多的房地产商选择公司的节能铝包木窗以提升房地产项目的竞争力。经销渠道方面，2017-2021年，公司经销渠道营业收入由2.10亿元上升至4.11亿元，2019-2021年，公司经销商数量由194家增加至205家，在东北、华北、华东、华中、西北、西南及华南各区域主要城市均建立了经销渠道，目前已形成全国性的销售服务网络布局。

**工艺生产链完整，享有产业链协同优势。**公司在哈尔滨、南京拥有生产基地，伴随募投项目落地，产能有望逐步释放。通过多年的自主研发积累，并引进国外先进生产经验及技术，成功打通了从原材料加工到节能铝包木窗产品的完整工艺生产链，是行业内少数拥有大规模定制生产能力的企业之一，大幅提升生产效率。

**盈利预测与估值：**公司在节能铝包木窗行业深耕多年，产品研发实力强，拥有完整的工艺生产链保障规模化生产，助推经销和大宗渠道规模进一步扩大，加之公司在被动式超低能耗领域的竞争优势有望进一步释放业绩增长活力，预计公司22-24年收入分别为9.1/11.7/14.6亿，同比-4.9%/+28.7%/+25.1%，22-24年归母净利润为1.2/1.7/2.1亿，同比-2.7%/+33.9%/+26.0%，给予公司23年合理PE 25X，目标价44元，首次覆盖给予“买入”评级。

**风险提示：**市场竞争加剧；原材料价格波动；劳动力成本上升；房地产开发投资政策变化；毛利率及经营业绩下滑；应收账款价值较大及坏账风险等；公司流通市值小，股价波动或较大。

### 投资评级

行业	轻工制造/家居用品
6个月评级	买入（首次评级）
当前价格	36.2元
目标价格	44元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	94.80
流通A股本(百万股)	21.02
A股总市值(百万元)	3,431.76
流通A股市值(百万元)	760.85
每股净资产(元)	18.63
资产负债率(%)	18.01
一年内最高/最低(元)	39.15/24.33

### 作者

孙海洋	分析师
SAC执业证书编号：S1110518070004	
sunhaiyang@tfzq.com	
尉鹏洁	分析师
SAC执业证书编号：S1110521070001	
weipengjie@tfzq.com	

### 股价走势



资料来源：聚源数据

### 相关报告

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	836.53	956.63	909.64	1,170.60	1,464.52
增长率(%)	14.85	14.36	(4.91)	28.69	25.11
EBITDA(百万元)	237.56	194.59	234.13	274.61	342.75
归属母公司净利润(百万元)	127.02	128.45	124.96	167.29	210.71
增长率(%)	67.43	1.13	(2.72)	33.88	25.95
EPS(元/股)	1.34	1.35	1.32	1.76	2.22
市盈率(P/E)	27.02	26.72	27.46	20.51	16.29
市净率(P/B)	4.72	4.01	1.90	1.74	1.57
市销率(P/S)	4.10	3.59	3.77	2.93	2.34
EV/EBITDA	0.00	0.00	10.97	9.39	7.43

资料来源: wind, 天风证券研究所

## 内容目录

<b>1. 国内铝包木窗业务首家上市公司，规模稳健增长</b> .....	<b>6</b>
1.1. 聚焦节能铝包木窗，形成配套业务格局.....	6
1.2. 股权结构稳定，产业资本参股有望引入资源加持.....	7
1.3. 收入：营收规模稳步增长，22Q1-Q3 达 6.70 亿元.....	7
1.3.1. 节能铝包木窗营收占比超过 90%，2021 年提升至 96.17%.....	7
1.3.2. 华北、华东、东北为主要销售市场.....	8
1.3.3. 大宗业务模式为主，稳步推进经销渠道建设.....	9
1.4. 利润：2022Q1-Q3 归母净利润 0.87 亿元，同比-8.21%.....	9
1.5. 募投资金扩展深化现有业务，强化公司核心竞争力.....	10
<b>2. 行业发展前景广阔，龙头企业市占率有望进一步提升</b> .....	<b>11</b>
2.1. 门窗行业市场规模较大，近年来增速有所放缓.....	11
2.1.1. 新房市场蕴含大量改善型门窗需求.....	11
2.1.2. 二手房交易、旧房翻新为门窗行业带来潜在需求.....	11
2.2. 国家建筑节能环保政策频发，助推节能铝包木窗行业加速发展.....	12
2.2.1. 节能铝包木门窗满足被动式建筑要求，符合低碳节能的发展趋势.....	12
2.3. “大市场、小行业” 的市场竞争格局.....	13
<b>3. 研发、渠道、产业链协同发力，凝聚核心竞争力</b> .....	<b>13</b>
3.1. 专注产品研发，坚持品质至上.....	13
3.2. 销售服务网络全国布局，为公司快速发展奠定坚实市场基础.....	16
3.2.1. 大宗业务占据主要地位，营收、毛利率总体稳健.....	16
3.2.2. 全国经销网络逐步完善，销售规模稳步提升.....	17
3.3. 完整工艺生产链保障规模化生产，享有产业链协同优势.....	18
<b>4. 盈利预测与估值</b> .....	<b>19</b>
<b>5. 风险提示</b> .....	<b>20</b>

## 图表目录

图 1：公司发展历程.....	6
图 2：公司股权结构图（截至招股书签署日）.....	7
图 3：2015-2022Q1-Q3 营业总收入（亿元）及同比.....	7
图 4：2017-2021 主营业务收入分产品占比.....	8
图 5：2017-2021 节能铝包木窗营收及同比.....	8
图 6：2017-2021 年分区域营收（亿元）.....	8
图 7：2018-2021 年分区域营收同比变动情况.....	8
图 8：2017-2021 年分区域营收占比.....	8
图 9：2017-2021 各渠道营业收入（亿元）及同比.....	9
图 10：2017-2021 各渠道营业收入占比.....	9

图 11: 2015-2022Q1-Q3 归母净利润 (亿元) 及同比.....	9
图 12: 2015-2022Q1-Q3 毛利率、净利率.....	9
图 13: 2017-2021 公司各产品毛利率.....	10
图 14: 2017-2021 公司铝包木窗产品毛利率.....	10
图 15: 2017-2022Q1-Q3 公司各项费用率.....	10
图 16: 2006-2022 全国商品房销售面积.....	11
图 17: 2017 年 6 月以来 9 城二手房累计成交面积及同比.....	12
图 18: 2020-2022 年 Top15 省份新开工改造小区数 (个).....	12
图 19: 系统门窗行业品牌格局.....	13
图 20: 门窗企业区域分布.....	13
图 21: 2017-2022Q1-Q3 研发费用 (亿元) 及同比.....	14
图 22: 2017-2022Q1-Q3 研发费用率.....	14
图 23: 2017-2021 公司主要产品系列单价 (元/m <sup>2</sup> ).....	14
图 24: 2017-2021 公司 P120 系列产品销售收入及占主营业务收入比.....	15
图 25: 2017-2021 公司各渠道营业收入 (亿元) 及同比.....	16
图 26: 2017-2021 公司各渠道营业收入占比.....	16
图 27: 2017-2021 公司大宗业务营业收入 (亿元) 及同比.....	16
图 28: 2017-2021 公司大宗业务毛利率.....	16
图 29: 2017-2021 公司前五名大宗业务客户收入合计 (亿元) 及占比.....	17
图 30: 2017-2021 经销渠道营业收入 (亿元) 及同比.....	17
图 31: 2017-2021 经销渠道毛利率.....	17
图 32: 2019-2021 按销售金额划分经销商数量 (家) 及占比.....	17
图 33: 分地区 2019-2021 公司经销商数量 (家) 情况及占比.....	17
图 34: 门窗主要原材料铝锭价格 (元/吨).....	18
图 35: 门窗主要原材料玻璃价格 (元/吨).....	18
图 36: 公司木材加工中心.....	18
图 37: 公司铝材加工生产系统.....	18
图 38: 公司玻璃加工生产系统.....	19
图 39: 公司立式成装生产线.....	19
图 40: 2019-2021 年公司主要产品产销量 (万平方米).....	19
图 41: 2019-2021 年公司产能利用率与产销率.....	19
表 1: 公司部分核心产品系列介绍.....	6
表 2: 募投项目 (单位: 万元).....	11
表 3: 建筑节能环保相关政策.....	12
表 4: 行业竞争格局.....	13
表 5: 公司主要产品系列.....	14
表 6: 同行业产品性能对比.....	15
表 7: 收入拆分.....	20

表 8：可比公司估值.....20

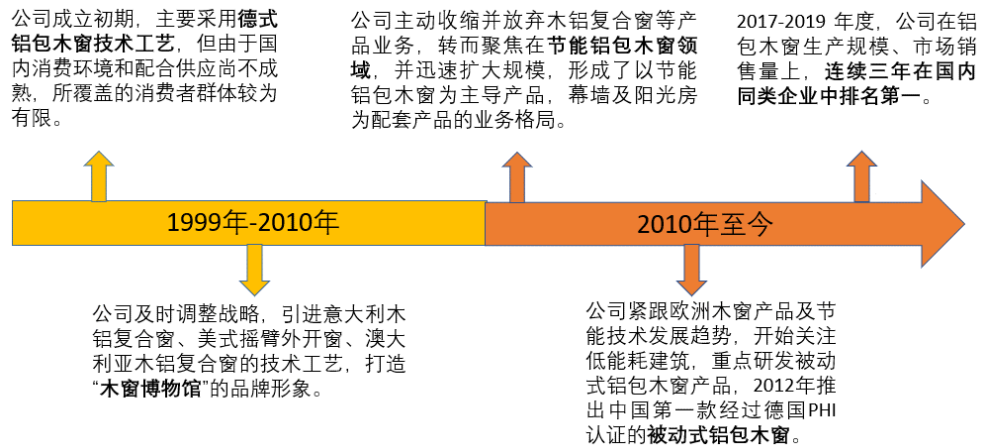
## 1. 国内铝包木窗业务首家上市公司，规模稳健增长

哈尔滨森鹰窗业股份有限公司是一家专注于定制化节能铝包木窗研发、设计、生产及销售于一体的高新技术企业，公司主要产品包括节能铝包木窗、幕墙及阳光房。公司在节能铝包木窗行业深耕多年，拥有较为完整的定制化生产线、完善的营销网络及服务体系，积累了较强的品牌影响力和认知度，销售区域覆盖全国多数省份地区。

### 1.1. 聚焦节能铝包木窗，形成配套业务格局

公司自设立以来，一直致力于木窗领域，随着多年的技术、生产和销售经验的积累，公司业务规模不断增长，行业知名度持续提高。1999年，哈尔滨森鹰窗业股份有限公司成立，初期主要采用德式铝包木窗技术工艺，2011年公司顺应市场，转而聚焦节能铝包木窗领域，并迅速扩大规模，形成了以节能铝包木窗为主导产品，幕墙及阳光房为配套产品的业务格局，同时开始关注低能耗建筑，重点研发被动式铝包木窗产品，2012年推出中国第一款经过德国PHI认证的被动式铝包木窗，公司步入快速发展阶段。

图 1：公司发展历程



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

**核心产品节能铝包木窗具备节能、气密、防水等功能特性，可满足客户定制化需求。**公司借助铝材的防水、耐腐蚀性能，木材的保温、美观及个性化属性，多层中空玻璃的隔热性能，结合成熟的生产工艺和外观设计，确保每一扇窗户的内木、外铝、玻璃精确衔接，从而生产出高品质的节能铝包木窗、幕墙及阳光房等系列产品。节能铝包木窗具备节能、气密、防水、防盗、无害、美观等多项优良性能，幕墙及阳光房具有较好的保温、隔热性能，能够满足不同客户的定制化需求。

表 1：公司部分核心产品系列介绍

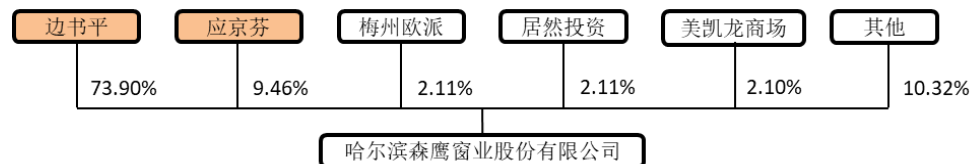
产品系列	产品特点	图例
S86 系列节能铝包木窗（标准窗）	1.窗框体总厚度为 86 毫米，开启方式为内开 2.产品保温性能：Uw 值 ≤ 1.4W/m <sup>2</sup> ·K 3.公司销量排名第一，适合于零售终端消费者以及中高端楼盘等房地产项目用窗	
P120 系列节能铝包木窗（被动窗）	1.窗框体总厚度为 120 毫米，开启方式为内开 2.产品保温性能：Uw 值 ≤ 0.8W/m <sup>2</sup> ·K 3.具有更强的保温隔热能力，能够满足国内被动式超低能耗建筑对窗的性能要求，适合于超低能耗建筑及各类高端楼盘等房地产项目	
幕墙及阳光房	以纯实木作为主要承力结构、采用玻璃和铝包木框架搭建的全透明非传统建筑，适合于中高端楼盘等房地产项目以及零售终端消费者中的高端客户	

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

## 1.2. 股权结构稳定，产业资本参股有望引入资源加持

公司股权结构稳定，实控人合计持股 83.36%。截至招股书签署日，公司控股股东为边书平先生，实际控制人为边书平、应京芬夫妇，分别持有公司 73.90%和 9.46%的股份，合计持有公司 83.36%的股份。家居产业链企业梅州欧派、居然投资、美凯龙商场分别持股 2.11%、2.11%、2.10%，产业资本加持有望为公司对接更多相关资源。

图 2：公司股权结构图（截至招股书签署日）

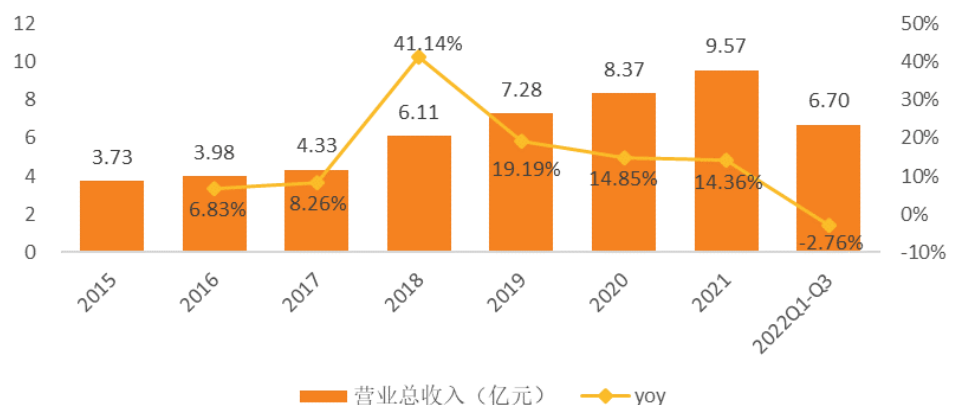


资料来源：招股说明书，天风证券研究所

## 1.3. 收入：营收规模稳步增长，22Q1-Q3 达 6.70 亿元

公司营收规模稳步增长，2022Q1-Q3 营业总收入达 6.70 亿元。2015-2021 年，公司实现营业总收入 3.73/3.98/4.33/6.11/7.28/8.37/9.57 亿元，同比增长 +6.83%/+8.26%/+41.14%/+19.19%/+14.85%/+14.36%，期间 CAGR 为 17.00%。其中，以 S86 系列产品为代表的经典节能铝包木窗产品整体销售收入呈上升趋势，以 P120 系列产品为代表的被动式节能铝包木窗产品在被动式建筑政策催化下收入增长至 2021 年的 1.65 亿元。2022Q1-Q3 公司实现营业总收入 6.70 亿元，同比-2.76%。

图 3：2015-2022Q1-Q3 营业总收入（亿元）及同比



资料来源：wind，招股说明书，天风证券研究所

### 1.3.1. 节能铝包木窗营收占比超过 90%，2021 年提升至 96.17%

分产品来看，公司超 9 成营收来自节能铝包木窗产品。2017-2021 节能铝包木窗产品营收分别为 4.08/5.58/7.00/7.88/9.04 亿元，同比+36.75%/+25.63%/+12.54%/+14.63%，节能铝包木窗的收入占比由 2017 年的 94.52%上升至 2021 年的 96.17%。

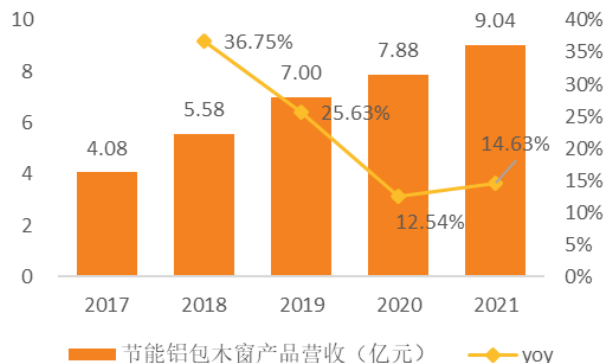


图 4：2017-2021 主营业务收入分产品占比



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 5：2017-2021 节能铝包木窗营收及同比

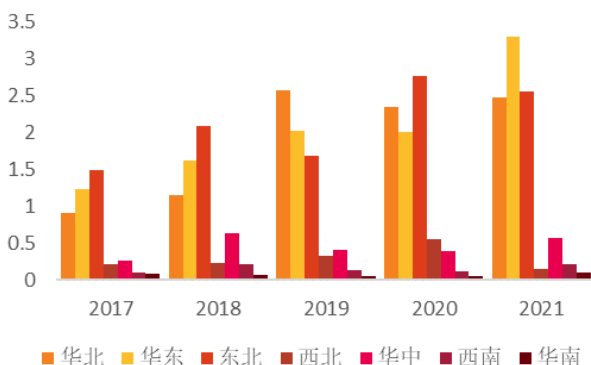


资料来源：招股说明书，天风证券研究所

### 1.3.2. 华北、华东、东北为主要销售市场

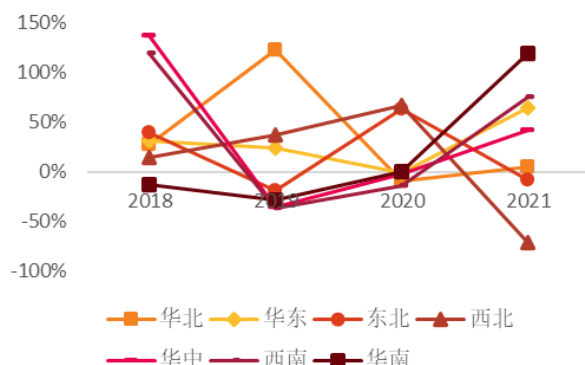
华北、华东、东北为公司主要销售市场，2021 年三地区合计占比为 88.83%。公司业务以国内为主，受各地区经济发展水平、居民消费能力等因素存在差异的影响，公司在各地区销售的产品系列及销量存在一定差异。主要销售区域集中在华北、华东等经济相对发达、居民消费能力较强的区域以及东北等常年平均气温较低的区域。2017-2021 年，华北地区占比由 21.17% 提升至 26.35%；华东地区由 28.82% 提升至 35.19%，占比超过三分之一；东北地区由 34.67% 下降至 27.29%。

图 6：2017-2021 年分区域营收 (亿元)



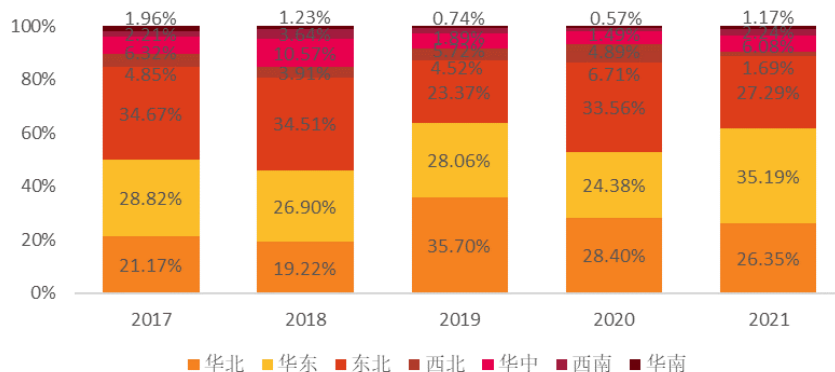
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 7：2018-2021 年分区域营收同比变动情况



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 8：2017-2021 年分区域营收占比



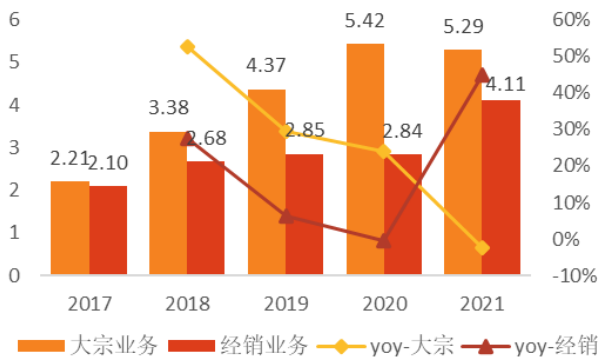


资料来源：招股说明书，天风证券研究所

### 1.3.3. 大宗业务模式为主，稳步推进经销渠道建设

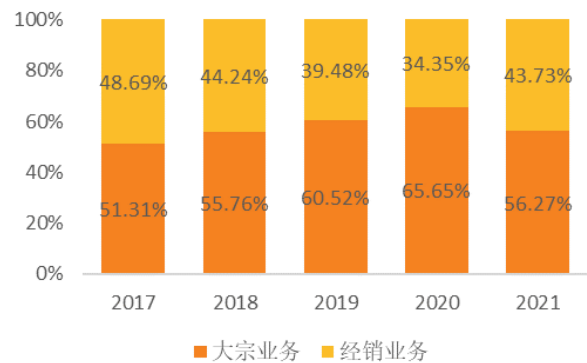
公司以大宗业务模式为主，2021 年大宗业务营业收入为 5.29 亿元，占比为 56.27%。公司根据客户类型的不同，分为大宗业务和经销业务两种销售模式。大宗业务销售模式下客户主要为房地产商、装修装饰公司，2017-2020 年公司大宗业务营业收入逐年增长；经销商销售模式下终端客户大多具有个性化定制需求，经过多年，公司已建立了遍布全国的营销服务网络，销售规模逐年稳步提升，2021 年经销业务的营业收入达 4.11 亿元。

图 9：2017-2021 各渠道营业收入（亿元）及同比



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 10：2017-2021 各渠道营业收入占比

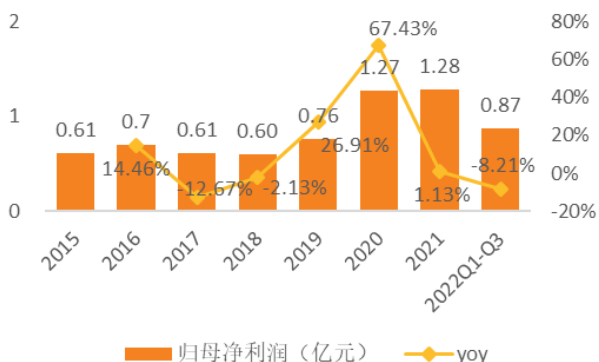


资料来源：招股说明书，天风证券研究所

### 1.4. 利润：2022Q1-Q3 归母净利润 0.87 亿元，同比-8.21%

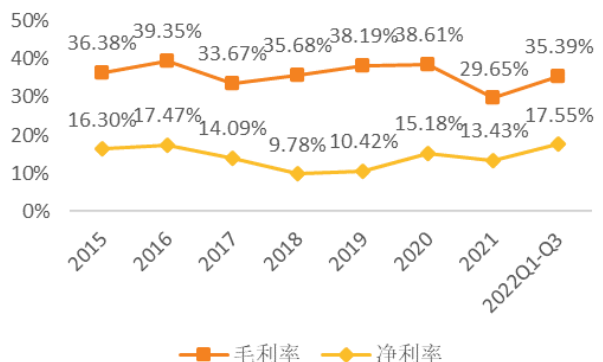
2022Q1-Q3 公司归母净利润实现 0.87 亿元，同比-8.21%。2015-2021 年，公司归母净利润为 0.61/0.7/0.61/0.60/0.76/1.27/1.28 亿元，同比 +14.46%/-12.67%/-2.13%/26.91%/67.43%/1.13%，期间 CAGR 为 13.21%。2022Q1-Q3 公司实现归母净利润 0.87 亿元，同比下降 8.21%，主要系 2022 年上半年国内新冠疫情形势较为严峻，公司产品的生产、发货、安装及回款等业务开展均受到一定影响所致。公司毛利率、净利率水平总体较为平稳，22Q1-Q3 毛利率、净利率分别为 35.39%、17.55%，较 21 年环比明显改善。

图 11：2015-2022Q1-Q3 归母净利润（亿元）及同比



资料来源：wind，天风证券研究所

图 12：2015-2022Q1-Q3 毛利率、净利率

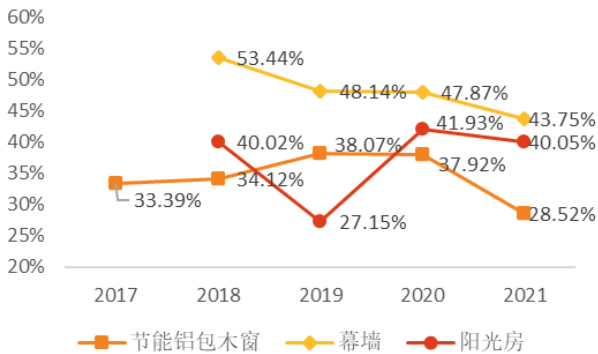


资料来源：wind，天风证券研究所

分产品来看，幕墙毛利率最高，节能铝包木窗产品毛利率有一定程度的下降。2017-2021 年公司主要产品节能铝包木窗的毛利率分别为 33.39%/34.12%/38.07%/37.92%/28.52%。2021 年产品毛利率有所下降，主要是玻璃原片及铝型材等原材料价格上涨等因素影响所致。2018-2021 年公司幕墙毛利率由 53.44%下降到 43.75%，阳光房毛利率自 2018 年下降后有

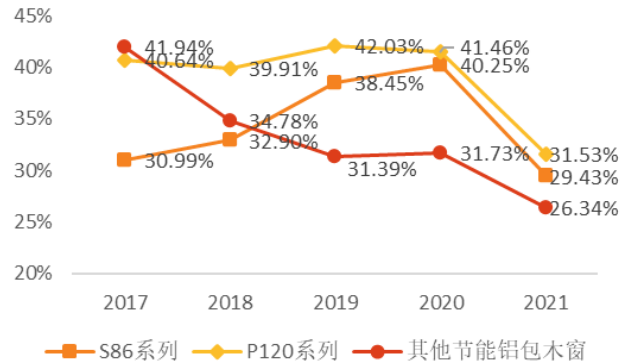
所提升。节能铝包木窗产品中，2019-2021年，S86系列毛利率由38.45%下降至29.43%，P120系列毛利率由42.03%下降至31.53%，其他节能铝包木窗产品毛利率由31.39%下降至26.34%。

图 13：2017-2021 公司各产品毛利率



资料来源：wind，天风证券研究所

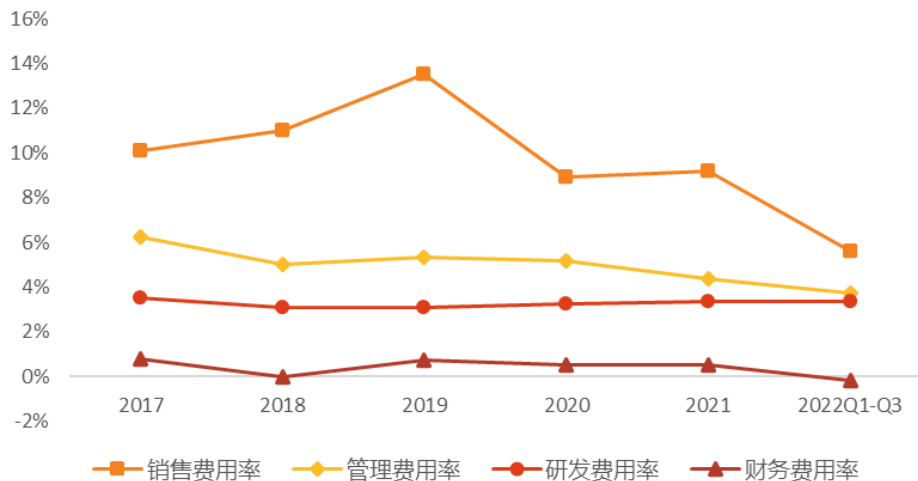
图 14：2017-2021 公司铝包木窗产品毛利率



资料来源：wind，天风证券研究所

**期间费用率稳步回落，费用控制有效。**2017-2022Q1-Q3 公司期间费用率分别为 19.87%/19.17%/21.94%/17.35%/16.87%/12.66%，呈下降趋势。2022Q1-Q3 销售/管理/财务/研发费用率分别为 5.59%/3.72%/3.35%/-0.20%，同比分别 -1.05pct/+0.26pct/+1.11pct/-0.61pct。其中，2020 年销售费用率出现明显下降，主要系 2020 年 1 月 1 日起，公司根据新会计准则规定将运输费用列示于主营业务成本。

图 15：2017-2022Q1-Q3 公司各项费用率



资料来源：wind，天风证券研究所

### 1.5. 募投资金扩展深化现有业务，强化公司核心竞争力

募投项目基于公司现有核心技术，将有效扩大生产服务规模，优化产品结构。募投项目与公司现有主营业务及核心技术密切相关，其中 2.48 亿元用于哈尔滨年产 15 万平方米定制节能木窗项目，3.75 亿元用于南京年产 25 万平方米定制节能木窗项目，建设期均为 2 年，拟用于生产车间、库房及办公楼建设和性能先进、智能化程度更高的生产设备购置，实现扩大生产，另外还有 5000 万元用于补充流动资金。

表 2：募投项目（单位：万元）

序号	项目名称	实施主体	项目投资总额	拟投入募集资金总额
1	哈尔滨年产 15 万平方米定制节能木窗建设项目	森鹰窗业	24820.69	24820.69
2	南京年产 25 万平方米定制节能木窗项目	南京森鹰	37525.21	37525.21
3	补充流动资金	森鹰窗业	5000.00	5000.00
合计			67345.90	67345.90

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

## 2. 行业发展前景广阔，龙头企业市占率有望进一步提升

### 2.1. 门窗行业市场规模较大，近年来增速有所放缓

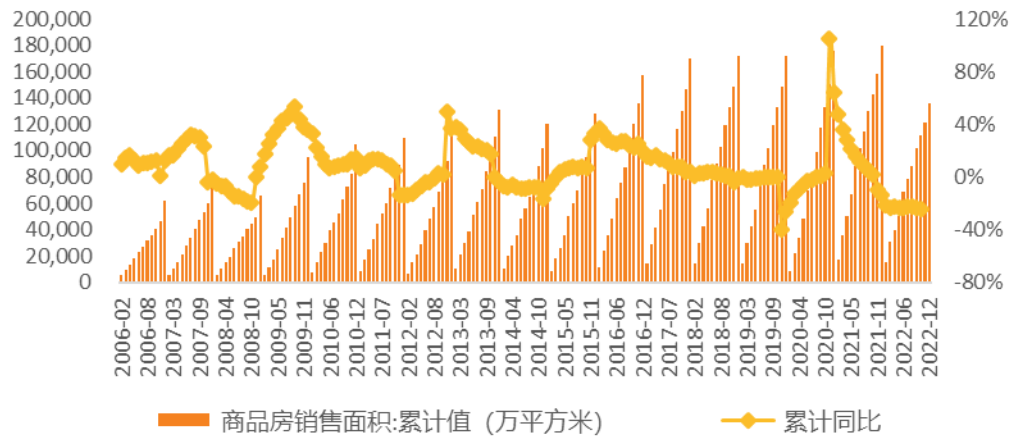
我国门窗行业市场规模较大，主要由新房市场、二手房交易和老旧小区改造三部分产生需求，近年来受疫情及地产疲软等影响，增速有所放缓。

#### 2.1.1. 新房市场蕴含大量改善型门窗需求

2019-2021 年全国商品房销售面积分别为 17.16/17.61/17.94 亿平方米，优居研究院的测算数据显示 2019-2021 年的潜在门窗需求分别为 4.29/4.40/4.49 亿平方米。按照 500 元/平方米的门窗出厂价格进行估算，新房市场产生的门窗市场规模大概在 2000 亿元左右。2022 年，全国商品房销售面积累计值为 13.58 亿平方米，累计同比下降 24.3%，环比下降 1.0pct。

基于我国居民的搬迁装修习惯，大部分消费者会在迁入新居时考虑装修，这将明显增加家居行业的市场需求。同时，我国城镇化率已由 2010 年的 49.7% 提升至 2020 年的 63.9%，城镇化进程将促进居住装饰环境的升级需求，有望带动节能铝包木窗市场的发展。

图 16：2006-2022 年全国商品房销售面积



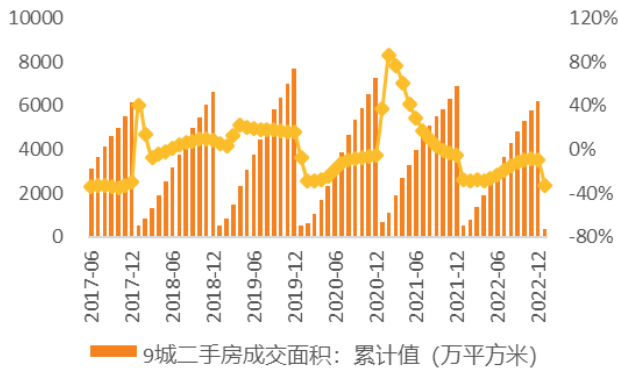
资料来源：wind，国家统计局，天风证券研究所

#### 2.1.2. 二手房交易、旧房翻新为门窗行业带来潜在需求

各地房管局数据显示 2019-2022 年，9 大城市二手房累计成交面积分别为 7713/7272/6875/6376 万平方米，同比+16.29%/-5.71%/-5.5%/-7.26%。根据门窗占建筑面积的比例为 20% 估计，2019-2022 年 9 大城市二手房交易带来的潜在门窗需求大概为 1542.6/1454.4/1375/1238.6 万平方米。按照 500 元/平方米的门窗出厂价格进行估算，对应门窗市场规模大概在 60-80 亿元左右。

据住建部统计，2020-2022 年全国新开工改造城镇老旧小区数分别为 4.03/5.56/5.25 万个。据优居研究院调查显示，全国一线、新一线及重点二线城市中二次装修和老房翻新在装修总量中的占比已经超过新房装修，比例超过 50%，由此催生了一定的门窗市场需求。

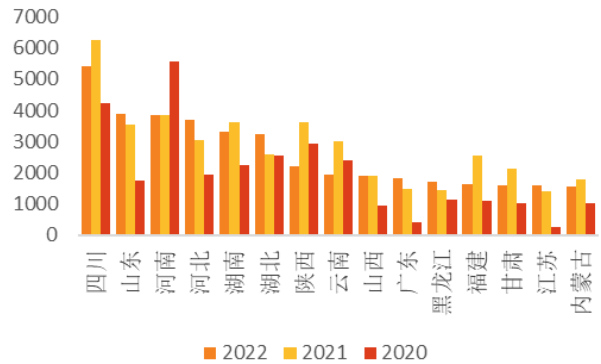
图 17：2017 年 6 月以来 9 城二手房累计成交面积及同比



资料来源：wind，国家统计局，天风证券研究所

注：9 城指北京、成都、青岛、苏州、厦门、杭州、无锡、郑州、深圳

图 18：2020-2022 年 Top15 省份新开工改造小区数（个）



资料来源：住建部，天风证券研究所

随着全国居民人均可支配收入的持续增长，人们的家居消费理念也在不断发生变化，在二次装修过程中，相比家装产品的价格，将会更加关注产品本身的品牌、质量和服务水平，单位面积投入意愿加大，节能铝包木窗产品作为节能窗领域的中高端产品，综合性能表现优异，消费升级为其提供了较大的市场发展机遇。

## 2.2. 国家建筑节能环保政策频发，助推节能铝包木窗行业加速发展

### 2.2.1. 节能铝包木门窗满足被动式建筑要求，符合低碳节能的发展趋势

**建筑外窗保温、节能等性能要求越来越高。**2022 年 3 月，住建部发布《“十四五”建筑节能与绿色发展规划》，提出高性能门窗推广工程，要求根据我国门窗技术现状、技术发展方向，提出不同气候地区门窗节能性能提升目标，推动高性能门窗应用。在国家政策的积极支持下，具备良好抗风压性、气密性、水密性、隔音、隔热性能的节能铝包木窗契合当下社会对降低能耗的迫切需求，迎来发展机遇。

表 3：建筑节能环保相关政策

政策名称	发布时间	发文单位	政策要点
《“十四五”建筑业发展规划》	2022 年	住房和城乡建设部	研究建立绿色建造政策、技术、实施体系，出台绿色建造技术导则和计价依据，构建覆盖工程建设全过程的绿色建造标准体系。在政府投资工程和大型公共建筑中全面推行绿色建造。
《“十四五”建筑节能与绿色建筑发展规划》	2022 年	住房和城乡建设部	到 2025 年，城镇新建建筑全面建成绿色建筑，建筑能源利用效率稳步提升，建筑用能结构逐步优化，建筑能耗和碳排放趋势得到有效控制，基本形成绿色、低碳、循环的建设发展方式，为城乡建设领域 2030 年前碳达峰奠定坚实基础。
《绿色建筑创建行动方案》	2020 年	住房和城乡建设部、工业和信息化部等七部门	到 2022 年，当年城镇新建建筑中绿色建筑面积占比达到 70%，星级绿色建筑持续增加，既有建筑能效水平不断提高，绿色建材应用进一步扩大。
《产业结构调整指导目录（2019 年本）》	2019 年	国家发展和改革委员会	木材及木（竹）质材料节能、节材、环保加工技术开发与利用属于鼓励类项目。
《建筑业发展“十三五”规划》	2017 年	住房和城乡建设部	到 2020 年，城镇绿色建筑占新建建筑比重达到 50%，新开工全装修成品住宅面积达到 30%，绿色建材应用比例达到 40%。

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

**被动式建筑发展前景广阔。**被动式建筑是目前国际公认的节能建筑形式，凭借健康、舒适、节能的特点，其发展在全国范围内获得了政策上的大力支持。截至 2020 年 8 月，我国各级政府共颁布被动式建筑鼓励政策 115 项，其中国家层面 13 项。截至 2019 年底，北京、河北、山东、浙江、四川、黑龙江、内蒙古等地都出现了 10 万平方米以上的被动式建筑

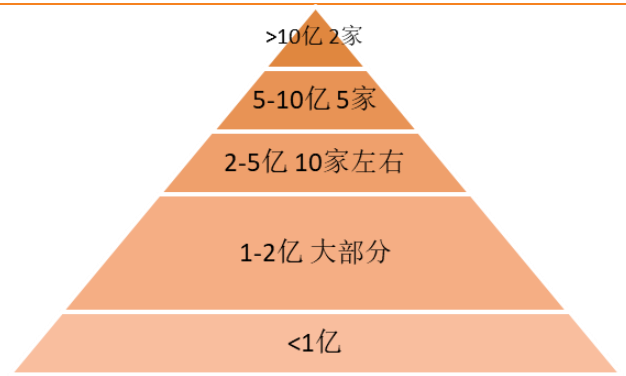
社区，我国被动式超低能耗建筑面积共计约 700.49 万平方米，分布于全国 12 个省市、4 个气候区。

**节能铝包木窗满足节能要求，符合低碳环保趋势。**在被动式建筑中，墙体采用保温材料热阻增大以后，窗的热损失占建筑总能耗的比例更大，因此高密封性的门窗成为被动式建筑构建的关键。节能铝包木窗相比标准窗具有更强的保温隔热能力，能够满足国内超低能耗建筑对窗的性能要求，符合低碳节能的发展趋势。

### 2.3. “大市场、小行业” 的市场竞争格局

**门窗市场参与者众多，头部企业集中度较低。**《2021 中国门窗行业发展趋势蓝皮书》数据显示，截至 2021 年 3 月，我国各类门窗企业共计 2 万余家。分区域来看，门窗企业主要集中在华南地区，特别以广佛区域为主要产业聚集地，其次为华北和华东，区域分布相对分散。据优居研究院数据显示，2022 年行业内营收超过 10 亿的企业仅 2 家，5 亿至 10 亿的企业有 5 家，2 亿至 5 亿有 10 家左右，大部分企业营收规模在 1 亿至 2 亿甚至更低，尚处在成长性阶段。2021 年我国门窗行业 Top10 企业的市场占有率不足 5%；Top30 企业的市场占有率不足 10%，“大市场、小行业” 的行业特征明显。

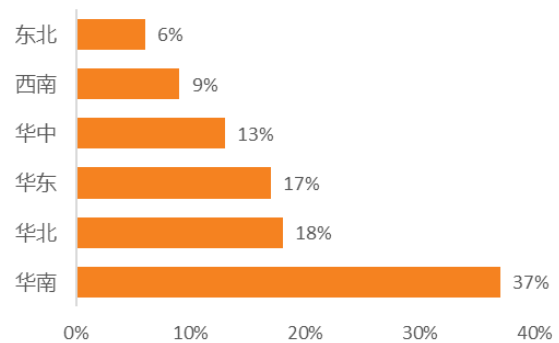
图 19：系统门窗行业品牌格局



资料来源：《2022 年度中国系统门窗行业发展趋势蓝皮书》(优居研究院和红星美凯龙联合发布)，优居研究院公众号，天风证券研究所

注：图中数据为公司营业收入（元）

图 20：门窗企业区域分布



资料来源：《2022 年度中国系统门窗行业发展趋势蓝皮书》(优居研究院和红星美凯龙联合发布)，优居研究院公众号，天风证券研究所

**品牌窗企的市占率有望大幅提升。**节能铝包木窗行业作为木门窗制造行业的细分行业，参与者数量众多，但是具备雄厚资金实力、较大经营规模、较强技术研发能力，在所处区域乃至全国范围内形成强大品牌影响力的大型企业较少，我们认为，优异的产品性能在未来市场竞争中优势会进一步显现，龙头企业市占率有望进一步提升。

表 4：行业竞争格局

产品类别	定位	特点
传统木窗	低端市场，传统窗	进入门槛较低，市场参与者众多，竞争相对激烈且毛利率水平不高，随着建筑节能标准的提升，将陆续被节能窗所替代。
塑钢窗、断桥铝合金窗	中端市场，节能窗	采用型材进行加工，成窗生产方式简单且灵活，市场主体较多且分散，产品定价更易于被市场接受。
节能铝包木窗	中高端市场，节能窗	低热传导性优势明显，产品装饰美观、隔音降噪的特点突出，优势在未来市场竞争中会进一步显现。

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

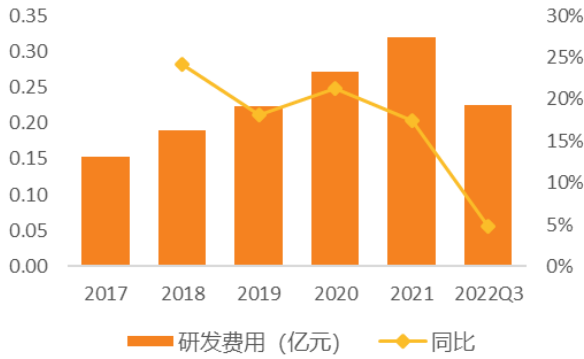
## 3. 研发、渠道、产业链协同发力，凝聚核心竞争力

### 3.1. 专注产品研发，坚持品质至上



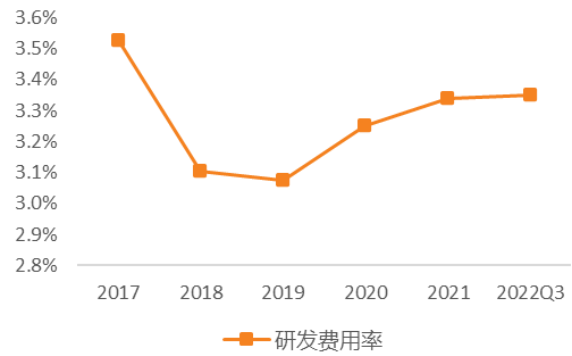
**公司持续加大研发投入。**2017-2021 年公司研发费用分别为 0.15/0.19/0.22/0.27/0.32 亿元，研发费用率分别为 3.53%/3.10%/3.08%/3.25%/3.34%，2019 年以来呈稳步上升的态势，研发费用复合增长率达到 20.23%。22Q1-Q3 研发费用为 0.22 亿元，同比+4.82%。截至 2022 年 9 月，公司拥有 88 项已获授权的专利，其中发明专利 27 项，实用新型专利 55 项，外观设计专利 6 项。

图 21: 2017-2022Q1-Q3 研发费用 (亿元) 及同比



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 22: 2017-2022Q1-Q3 研发费用率



资料来源: wind, 天风证券研究所

**公司产品矩阵逐步丰富。**2021 年公司研发推出子品牌森鹰“简爱”系列铝合金窗，结构新颖、性能优异、美观硬朗、性价比高，主要作为铝包木窗的配搭在零售渠道销售，未来力图构建以节能铝包木窗为主、铝合金节能窗和高分子节能窗为辅，窗、门、幕墙、阳光房多品类产品协同发展的品类格局。

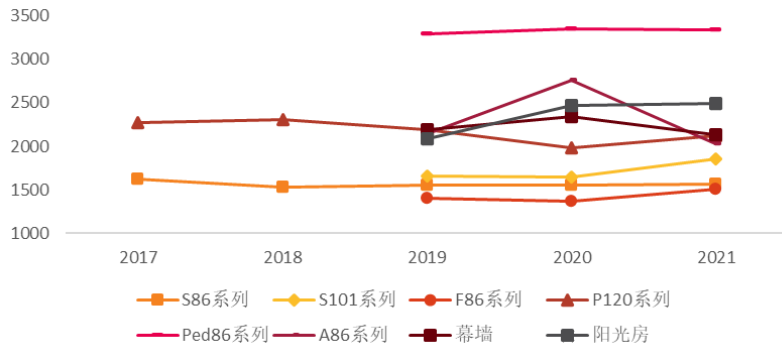
表 5: 公司主要产品系列

类别	产品系列
经典节能铝包木窗	S86 系列
	S101 系列
	F86 系列
被动式节能铝包木窗	P120 系列
	Ped86 系列
其他节能铝包木窗产品	A86 系列
幕墙及阳光房	幕墙
	阳光房
铝合金窗	“简爱”系列

资料来源: 公司公告, 投资者调研纪要, 天风证券研究所

**公司主要产品系列单价稳步提升。**整体来看，被动式节能铝包木窗产品的价格普遍高于经典节能铝包木窗产品。其中，被动式节能铝包木窗中的 Ped 系列单价最高，2019-2021 年其单价分别为 3286.99/3352.00/3339.50 元/m<sup>2</sup>。幕墙及阳光房的平均销售单价受单个项目影响较大，波动性比较明显。

图 23: 2017-2021 公司主要产品系列单价 (元/m<sup>2</sup>)



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

**产品通过多项认证，质量过硬。**公司在节能铝包木窗领域深耕多年，率先研发国产被动式窗，通过不断优化生产工艺，为节能铝包木窗产品提供技术保障，其产品与同行业竞争对手相比，综合性能表现优异。公司通过了 ISO9001:2015 质量管理体系认证、ISO14001:2015 环境管理体系认证和 ISO 045001:2018 职业健康安全管理体系认证；产品方面通过了中国强制性产品认证 (CCC)、中国节能产品认证 (CQC)，且有 21 项产品通过国际公认被动式建筑领域的权威认证机构德国被动式房屋研究所 (PHI) 认定，截至 2021 年 12 月 31 日，公司累计向国内 100 余项被动式建筑提供了近三十万平方米的被动式建筑配套用窗。

表 6: 同行业产品性能对比

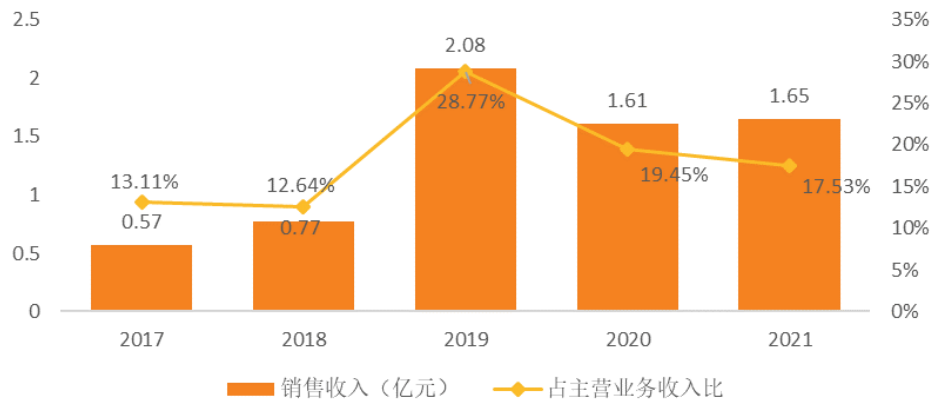
	最佳整窗传热系数 (W/(m <sup>2</sup> · K))	最佳气密性	最佳水密性(Pa)	抗风压性(Pa)
奥润顺达	0.80	8 级	700 (6 级)	5000 (9 级)
米兰之窗	0.79	8 级	600 (5 级)	5000 (9 级)
森鹰窗业	0.60	8 级	700 (6 级)	5000 (9 级)

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

注：整窗传热系数越低代表保温性能越好；气密性等级越高代表阻止空气渗透的能力越强；水密性等级越高代表阻止雨水渗透的能力越强；抗风压性等级越高代表风雨作用下不发生损坏（如：开裂、面板损坏、局部屈服、粘结失效等）和五金松动、开启困难等功能障碍的能力越强。

**被动式产品具有一定的市场潜力。**P120 系列产品系公司主推的被动式节能铝包木窗产品，2017-2021 年公司 P120 系列销售收入分别为 0.57/0.77/2.08/1.61/1.65 亿元，占公司主营业务收入的比例分别为 13.11%/12.64%/28.77%/19.45%/17.53%。其中，2019 年度和 2020 年度主要受河北省加大对被动式建筑的推广力度的影响，较 2018 年销售收入增幅较大。

图 24: 2017-2021 公司 P120 系列产品销售收入及占主营业务收入比



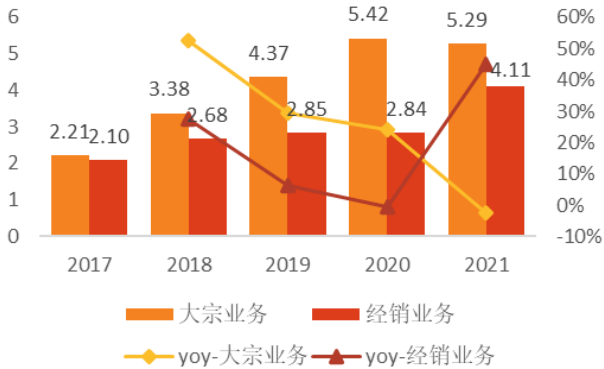
资料来源：招股说明书，天风证券研究所



### 3.2. 销售服务网络全国布局，为公司快速发展奠定坚实市场基础

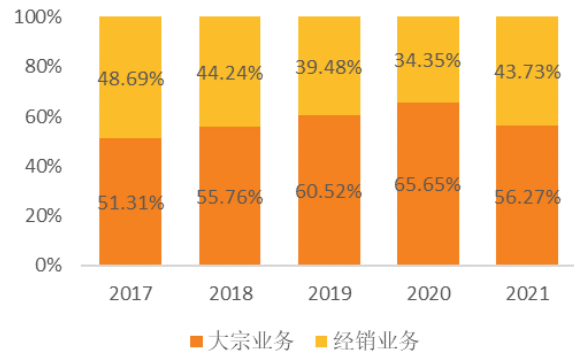
公司以大宗业务模式为主，2021 年大宗业务营业收入为 5.29 亿元，占比为 56.27%。公司根据客户类型的不同，分为大宗业务和经销业务两种销售模式。营收方面，2017-2021 年公司大宗业务和经销业务的营业收入总体呈稳步增长的趋势，2021 年大宗业务营业收入为 5.29 亿元，经销业务营业收入为 4.11 亿元。大宗业务始终占据主要地位，占比超过 50%。

图 25：2017-2021 公司各渠道营业收入（亿元）及同比



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 26：2017-2021 公司各渠道营业收入占比



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

#### 3.2.1. 大宗业务占据主要地位，营收、毛利率总体稳健

**大宗业务收入稳步提升。**2017-2021 年大宗业务营收分别为 2.21/3.38/4.37/5.42/5.29 亿元，同比+52.58%/+29.44%/+24.05%/-2.48%。2021 年，公司大宗业务模式收入略微下降，主要是受房地产行业调控政策及在执行项目数量、发货、安装等执行周期存在差异影响。

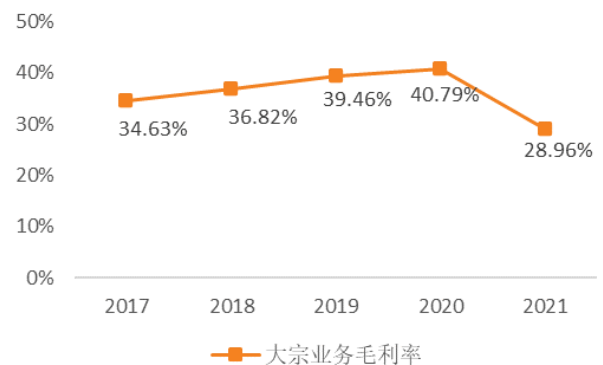
**毛利率较为稳健。**2017-2020 年，公司大宗业务模式毛利率由 34.63%稳步上升至 40.79%。2021 年，公司大宗业务模式单位成本受玻璃原片及铝型材等原材料价格上涨、社保减免政策取消以及南京森鹰新厂区投产等因素影响有所上升，导致大宗业务毛利率较上年同期下降至 28.96%，下降幅度较大。

图 27：2017-2021 公司大宗业务营业收入（亿元）及同比



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 28：2017-2021 公司大宗业务毛利率

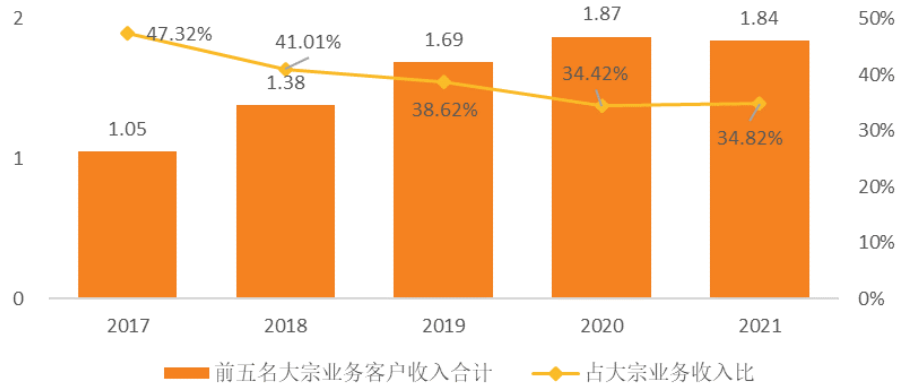


资料来源：招股说明书，天风证券研究所

前五名大宗业务客户营收占比大致呈逐年下降的趋势，客户结构合理。公司大宗业务客户主要为房地产商、装修装饰公司，各期主要大宗业务客户贡献收入随项目进展而变化，导

致公司前五大大宗业务客户变动较多。2017-2021 年公司前五名大宗业务客户营收占比分别为 47.32%/41.01%/38.62%/34.42%/34.82%，前五名大宗业务客户销售额占比未超 50%。

图 29：2017-2021 公司前五名大宗业务客户收入合计（亿元）及占比

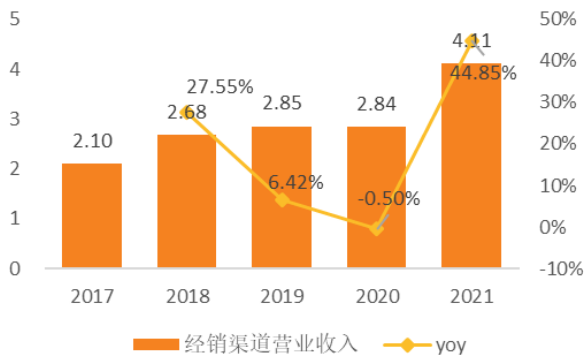


资料来源：招股说明书，天风证券研究所

### 3.2.2. 全国经销网络逐步完善，销售规模稳步提升

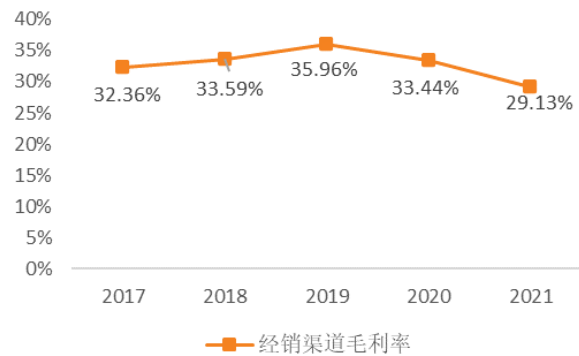
**经销渠道收入、经销商数量稳步增长。**经销商销售模式下，终端客户大多具有个性化定制需求，经过多年耕耘，公司已建立遍布全国的营销服务网络，销售规模逐年稳步提升。2017-2021 年经销渠道营收分别为 2.10/2.68/2.85/2.84/4.11 亿元，同比 +27.55%/+6.42%/-0.50%/+44.85%。经销商层面，从销售金额来看，销售金额在 100 万元以上的经销商数量逐渐增长，2021 年销售金额在 100 万-500 万和 500 万以上（不含）的经销商数量占比分别为 38.05%/9.27%；分地区来看，在东北、华北、华东、华中、西北、西南及华南各区域主要城市均建立了经销渠道。总体来看，2019-2021 年，公司经销商数量由 194 家增加至 205 家，目前已形成全国性的销售服务网络布局。

图 30：2017-2021 经销渠道营业收入（亿元）及同比



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

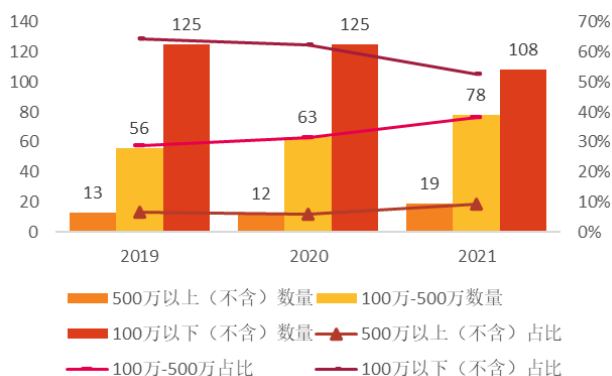
图 31：2017-2021 经销渠道毛利率



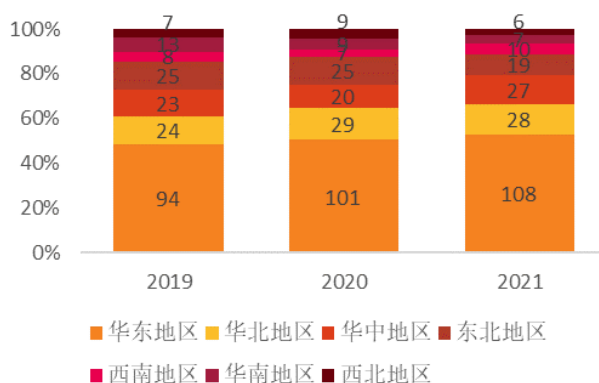
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 32：2019-2021 按销售金额划分经销商数量（家）及占比

图 33：分地区 2019-2021 公司经销商数量（家）情况及占比



资料来源：公司公告，天风证券研究所



资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 3.3. 完整工艺生产链保障规模化生产，享有产业链协同优势

**原材料价格回落，采购成本下降。**2020年以来，门窗主要原材料铝材、玻璃价格波动明显。其中铝锭价格自2020年3月31日起上升趋势明显，由11398.10元/吨一度攀升至2021年10月20日的23447.50元/吨。2022年3月31日以来铝锭价格开始下降，截至2022年12月31日，铝锭价格为18840.00元/吨。玻璃价格自2020年5月10日起明显上升，由1338.90元/吨上升至2021年9月20日的3137.10元/吨，自此玻璃价格开始下降，截至2022年12月31日，玻璃价格为1626.60元/吨。

图 34：门窗主要原材料铝锭价格（元/吨）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 35：门窗主要原材料玻璃价格（元/吨）



资料来源：wind，天风证券研究所

公司是行业内少数拥有大规模定制生产能力的企业之一。通过多年的自主研发积累，并引进国外先进生产经验及技术，公司形成了四大核心生产模块，成功实现了从木材、铝型材到框体结构、从玻璃原片到中空玻璃等关键原材料自主加工，打通了从原材料加工到节能铝包木窗产品生产的完整工艺生产链，为定制化节能铝包木窗的规模化生产提供良好的硬件保障。

图 36：公司木材加工中心



图 37：公司铝材加工生产系统



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 38：公司玻璃加工生产系统



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 39：公司立式成装生产线

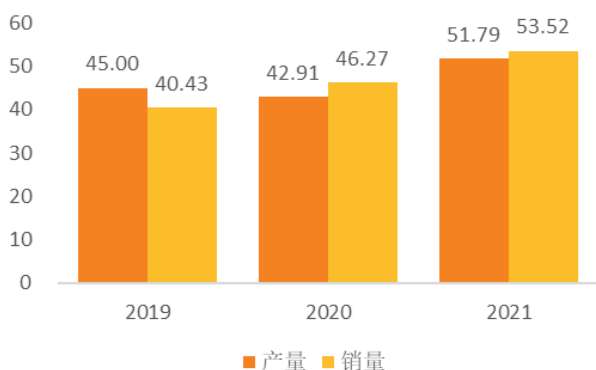


资料来源：招股说明书，天风证券研究所

公司高度信息化、自动化的工厂以及高效的生产管理系统大幅提升生产效率。公司引入 KLAES 木窗生产管理软件，并与 ERP 信息管理系统、OA 协同办公系统等相衔接，将智能化生产技术运用于产品全生命周期，有效提升大规模定制化生产能力，解决了定制产品个性化与规模化生产矛盾的难题，实现产品全生命周期的质量可追溯管理。

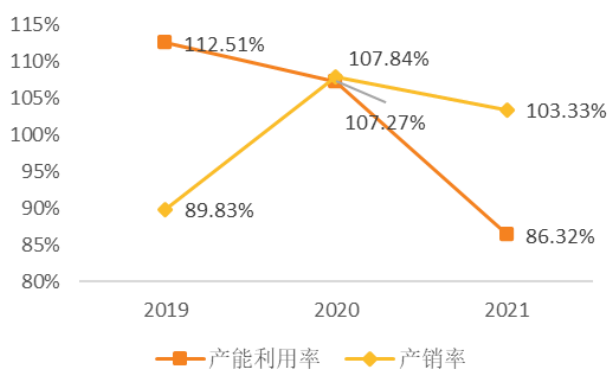
目前森鹰在哈尔滨、南京拥有生产基地，产能逐步释放。2019-2021 年公司产能分别为 40/40/60 万平方米，公司产量分别为 45.00/42.91/51.79 万平方米，2020 年产量略有下降是因为当年一季度新冠肺炎疫情较为严重。2019-2021 年销量分别为 40.43/46.27/53.52 万平方米，呈明显的上升趋势。2019-2021 年公司产能利用率分别为 112.51%/107.27%/86.32%，2020 年受新冠肺炎疫情影响略有下降。2021 年公司产能利用率为 86.32%，主要系南京森鹰正式投产，产能处于逐步释放过程所致。2019-2021 年公司产销率分别为 89.83%/107.84%/103.33%，保持较高水平，由于公司收入占比较高的大宗业务，存在一定的生产验收周期，导致公司当期按订单生产面积与当期验收确认收入的订单面积存在差异，从而导致产销率存在一定的波动性。

图 40：2019-2021 年公司主要产品产销量（万平方米）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 41：2019-2021 年公司产能利用率与产销率



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

## 4. 盈利预测与估值

核心假设：

1) 收入端：22 年终端零售、家庭装修、建筑工程进度等方面受疫情扰动，故预计 22 年节能铝包木窗、幕墙及阳光房收入均小幅负增长，23 年起增速有望逐步恢复，预计节能铝包木窗产品 23-24 年收入增长分别为 30%、26%，考虑到公司募投项目均为铝包木窗，预计 23-24 年幕墙及阳光房收入保持 10% 的稳健增长，增速慢于铝包木窗。

2) 利润端: 21 年公司毛利率受原材料涨价影响较大, 我们预计伴随原材料价格稳步回落, 公司毛利率具备修复空间, 预计 22-24 年节能铝包木窗、幕墙及阳光房毛利率分别稳定在 36.5%、45%。

表 7: 收入拆分

单位 (百万元)	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业总收入</b>	<b>728.37</b>	<b>836.53</b>	<b>956.63</b>	<b>909.64</b>	<b>1170.60</b>	<b>1464.52</b>
yoy	19.2%	14.9%	14.4%	-4.9%	28.7%	25.1%
<b>毛利率</b>	<b>38.2%</b>	<b>38.6%</b>	<b>29.7%</b>	<b>37.3%</b>	<b>37.1%</b>	<b>37.0%</b>
其中:						
节能铝包木窗						
收入	700.47	788.29	903.64	858.46	1116.00	1406.15
yoy	25.6%	12.5%	14.6%	-5.0%	30.0%	26.0%
毛利率	38.1%	37.9%	28.5%	36.5%	36.5%	36.5%
幕墙及阳光房						
收入	21.72	37.58	36.02	34.22	37.64	41.40
yoy	-54.8%	73.0%	-4.2%	-5.0%	10.0%	10.0%
毛利率	38.2%	45.5%	41.8%	45.0%	45.0%	45.0%

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

公司在节能铝包木窗行业深耕多年, 产品研发实力强, 拥有完整的工艺生产链保障规模化生产, 助推经销和大宗渠道规模进一步扩大, 加之公司在被动式超低能耗领域的竞争优势有望进一步释放业绩增长活力, 预计公司 22-24 年收入分别为 9.1/11.7/14.6 亿, 同比 -4.9%/+28.7%/+25.1%, 22-24 年归母净利润为 1.2/1.7/2.1 亿, 同比 -2.7%/+33.9%/+26.0%。

公司主要从事节能铝包木窗产品的生产和销售, 我们采取相对估值法, 选取在产品材质、销售模式等方面与公司相似的欧派家居、江山欧派作为可比公司。我们认为公司在节能铝包木窗领域优势显著, 给予公司 23 年合理 PE 25X, 目标价 44 元, 首次覆盖给予“买入”评级。

表 8: 可比公司估值

公司代码	公司简称	现价 (元)	PE (2022E)	PE (2023E)	PE (2024E)
603833.SH	欧派家居	137.75	30.41	25.84	21.96
603208.SH	江山欧派	70.96	-	22.59	18.75
	平均			24.22	20.36

资料来源: wind, 天风证券研究所; 注: 现价为 2023/3/3 收盘价, PE 选取 wind 一致预测。

## 5. 风险提示

**市场竞争加剧:** 随着行业内规模较大、品牌美誉度较好的优势企业涌现, 行业集中度逐渐提升。与此同时, 国内塑钢门窗、铝合金门窗、建筑幕墙以及各类建材行业等优势企业也将业务延伸到节能铝包木窗领域, 行业市场竞争压力加大, 存在一定的市场竞争风险;

**原材料价格波动:** 直接材料占成本比约 60%, 若未来原材料采购价格发生剧烈波动, 且公司应对原材料价格波动的措施未能见效, 将不利于公司的成本控制, 进而对公司的经营业绩造成不利影响;

**劳动力成本上升:** 节能铝包木窗行业属于劳动相对较密集的行业, 人工成本在生产成本中所占比重较大, 若未来员工人数继续增加, 或者薪酬水平持续上涨, 以及相应的社会保障标准提高, 而营业收入未能相应地增加, 将对公司的经营业绩造成不利影响;

**房地产开发投资政策变化:** 公司大宗业务营收占比在 60%左右, 客户主要集中在房地产开



发行业，该行业具有一定周期性，受宏观经济形势、产业政策调控影响明显，房地产行业如果处于下行周期，将对公司业务开展产生不利影响。

毛利率及经营业绩下滑：公司产品综合毛利率受市场环境、议价能力、行业竞争情况、原材料市场价格、人力成本、产品系列构成等多种因素综合影响。未来若影响公司毛利率的因素出现较大不利变动，公司将面临多重不确定因素带来的综合毛利率下滑风险。

应收账款价值较大及坏账风险：2021 年度，大宗业务模式下，公司应收账款余额占该模式销售收入比重为 65.19%，比例较高。如果未来房地产调控政策不断升级，房地产行业出现重大不利变化或下游客户整体出现现金流持续紧张、财务状况明显恶化的情况，公司将面临应收账款无法收回的风险。

股价波动风险：公司市场中流通市值较小，易受系统性风险与市场中进出资金的影响，公司股价可能会存在剧烈波动的风险。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	125.33	272.97	807.22	802.56	825.52
应收票据及应收账款	235.48	261.65	215.65	442.67	352.60
预付账款	32.70	23.13	35.96	43.86	50.71
存货	145.25	143.90	150.50	259.80	226.97
其他	20.81	23.50	27.09	27.44	31.89
<b>流动资产合计</b>	<b>559.57</b>	<b>725.15</b>	<b>1,236.42</b>	<b>1,576.32</b>	<b>1,487.70</b>
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	488.90	486.34	490.41	580.40	751.64
在建工程	12.95	15.33	115.33	172.26	136.13
无形资产	88.09	85.96	81.82	77.68	73.54
其他	75.26	75.74	55.43	50.49	59.92
<b>非流动资产合计</b>	<b>665.21</b>	<b>663.37</b>	<b>742.99</b>	<b>880.84</b>	<b>1,021.24</b>
<b>资产总计</b>	<b>1,226.21</b>	<b>1,391.44</b>	<b>1,979.41</b>	<b>2,457.16</b>	<b>2,508.93</b>
短期借款	173.21	187.57	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	112.76	118.05	55.95	191.31	120.48
其他	68.54	60.70	104.08	276.68	187.23
<b>流动负债合计</b>	<b>354.52</b>	<b>366.32</b>	<b>160.02</b>	<b>467.99</b>	<b>307.70</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	22.10	19.84	14.52	17.01	18.37
<b>非流动负债合计</b>	<b>22.10</b>	<b>19.84</b>	<b>14.52</b>	<b>17.01</b>	<b>18.37</b>
<b>负债合计</b>	<b>498.46</b>	<b>535.24</b>	<b>174.55</b>	<b>485.00</b>	<b>326.07</b>
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	71.10	71.10	94.80	94.80	94.80
资本公积	202.86	202.86	1,002.86	1,002.86	1,002.86
留存收益	453.79	582.24	707.20	874.49	1,085.20
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>股东权益合计</b>	<b>727.75</b>	<b>856.20</b>	<b>1,804.86</b>	<b>1,972.15</b>	<b>2,182.86</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1,226.21</b>	<b>1,391.44</b>	<b>1,979.41</b>	<b>2,457.16</b>	<b>2,508.93</b>
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
净利润	127.02	128.45	124.96	167.29	210.71
折旧摊销	39.27	55.09	50.07	57.22	69.03
财务费用	8.56	5.32	2.47	5.10	10.04
投资损失	(1.14)	(0.03)	(0.58)	(0.55)	(0.57)
营运资金变动	(70.39)	48.47	(126.61)	(29.17)	(56.77)
其它	41.05	(17.35)	0.00	0.00	(0.00)
<b>经营活动现金流</b>	<b>144.37</b>	<b>219.95</b>	<b>50.31</b>	<b>199.88</b>	<b>232.43</b>
资本支出	130.55	47.68	155.32	197.51	198.64
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(261.24)	(130.17)	(304.74)	(396.96)	(398.07)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(130.69)</b>	<b>(82.49)</b>	<b>(149.42)</b>	<b>(199.45)</b>	<b>(199.43)</b>
债权融资	14.56	9.69	(190.35)	(5.10)	(10.04)
股权融资	0.00	0.00	823.70	0.00	0.00
其他	(4.11)	(1.02)	0.00	0.00	0.00
<b>筹资活动现金流</b>	<b>10.45</b>	<b>8.67</b>	<b>633.36</b>	<b>(5.10)</b>	<b>(10.04)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>24.13</b>	<b>146.13</b>	<b>534.24</b>	<b>(4.66)</b>	<b>22.97</b>

利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	<b>836.53</b>	<b>956.63</b>	<b>909.64</b>	<b>1,170.60</b>	<b>1,464.52</b>
营业成本	513.55	672.98	570.73	736.15	922.47
营业税金及附加	8.86	10.50	9.66	12.26	15.61
销售费用	74.50	87.80	84.60	111.21	139.13
管理费用	43.48	41.67	36.39	56.19	65.90
研发费用	27.18	31.93	27.29	40.97	51.26
财务费用	4.46	4.97	2.47	5.10	10.04
资产/信用减值损失	(16.81)	20.18	(32.50)	(13.00)	(13.00)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	1.14	0.03	0.58	0.55	0.57
其他	28.02	(60.80)	0.00	0.00	(0.00)
<b>营业利润</b>	<b>152.17</b>	<b>147.38</b>	<b>146.59</b>	<b>196.29</b>	<b>247.69</b>
营业外收入	0.16	2.19	1.11	1.32	1.20
营业外支出	2.26	0.21	0.69	0.80	0.99
<b>利润总额</b>	<b>150.07</b>	<b>149.36</b>	<b>147.01</b>	<b>196.81</b>	<b>247.89</b>
所得税	23.05	20.91	22.05	29.52	37.18
<b>净利润</b>	<b>127.02</b>	<b>128.45</b>	<b>124.96</b>	<b>167.29</b>	<b>210.71</b>
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>127.02</b>	<b>128.45</b>	<b>124.96</b>	<b>167.29</b>	<b>210.71</b>
每股收益(元)	1.34	1.35	1.32	1.76	2.22
<b>主要财务比率</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
<b>成长能力</b>					
营业收入	14.85%	14.36%	-4.91%	28.69%	25.11%
营业利润	70.57%	-3.15%	-0.54%	33.90%	26.18%
归属于母公司净利润	67.43%	1.13%	-2.72%	33.88%	25.95%
<b>获利能力</b>					
毛利率	38.61%	29.65%	37.26%	37.11%	37.01%
净利率	15.18%	13.43%	13.74%	14.29%	14.39%
ROE	17.45%	15.00%	6.92%	8.48%	9.65%
ROIC	20.60%	18.71%	18.22%	18.17%	19.58%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	40.65%	38.47%	8.82%	19.74%	13.00%
净负债率	6.58%	-9.94%	-44.72%	-40.69%	-37.82%
流动比率	1.18	1.41	7.73	3.37	4.83
速动比率	0.87	1.13	6.79	2.81	4.10
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	3.54	3.85	3.81	3.56	3.68
存货周转率	5.36	6.62	6.18	5.71	6.02
总资产周转率	0.73	0.73	0.54	0.53	0.59
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	1.34	1.35	1.32	1.76	2.22
每股经营现金流	1.52	2.32	0.53	2.11	2.45
每股净资产	7.68	9.03	19.04	20.80	23.03
<b>估值比率</b>					
市盈率	27.02	26.72	27.46	20.51	16.29
市净率	4.72	4.01	1.90	1.74	1.57
EV/EBITDA	0.00	0.00	10.97	9.39	7.43
EV/EBIT	0.00	0.00	13.96	11.86	9.30

资料来源：公司公告，天风证券研究所



### 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
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 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