

森鹰窗业 (301227)

证券研究报告

2023年03月26日

零售倍增，产品延展，雏鹰展翅

森鹰专注定制节能铝包木窗研发生产及销售，产品包括铝包木窗、幕墙及阳光房等，为国内木门窗制造行业首家上市公司。2015-21 年营收 CAGR17%至 10 亿，其中铝包木窗占超 90%，归母净利 CAGR13%至 1.3 亿，22Q1-3 毛利率 33%、净利率 13%。

铝包木窗产品主要定位中高端市场，迎合建筑节能趋势，市场具备集中度提升条件。

铝包木窗较传统铝合金及塑钢窗具有显著的保温隔音效果好，美观环保等特点，既迎合消费升级、品质生活趋势，也符合发展绿色节能、被动式建筑的方向，当前我国铝包木窗渗透率约不足 1%，欧美平均 20-30%，提升空间大。未来伴随我国国民经济发展和双碳战略实施，节能地产宜居地产、品质地产、精装地产等项目在整体地产市场占比有望不断提升，消费者在新房装修、二手房装修等居住环境改善方面需求释放，铝包木窗在节能性、功能性与装饰性的综合优势将被更多的消费者认知，市场渗透率有望逐渐提升。

行业此前格局分散一方面系产品集中在低端传统窗，进入门槛低且同质化强；另一方面此前以工程模式为主，品牌认知低；节能铝包木窗产定位中高端，具有进入壁垒，同时头部品牌形象得以树立，加速行业集中。

公司增长点在于激活零售渠道、拓展高端铝合金窗以及成本改善带来的业绩弹性

第一、经销快速增长，产品定位从装饰建材转变家装用品。2016-2021 年，公司经销渠道收入由 1.4 亿增长至 3 倍，4.1 亿。路径：①增加门店：截至 22 年 11 月有 200 家左右，继续通过增加多级代理（1+N）形式大幅裂变规模及城市覆盖；扶持经销商打开二级三级分销，完善区域多级多点覆盖，下沉至地级市、县域市场；②增加提货额：据 21 年数据测算，公司单商提货额约 200w，每年仅服务 20 组客户，激励经销商提高成交率、客单值，做深家装渠道、物管渠道、设计师渠道等全面赋能。优化经销商准入/考核/竞争/淘汰退出机制，通过培训引领、广宣补贴、店面支持等完善举措，帮助经销商进行本地品牌宣传。

第二、产品矩阵丰富，高端铝合金窗潜力可期。森鹰 21 年推出简爱铝合金窗，22 年其产量增长约一倍以上，增速较快；公司凭借 20 年的铝包木窗理念及视角，设计出结构新颖、选择丰富且性价比高的铝合金窗，借助零售推向市场，与现有铝包木形成多品类配搭和阶梯定位，资源渠道品牌深度复用。未来公司整体将向多品类窗型扩展，结合不同区域气候条件和消费习惯，在大宗和零售渠道推动铝包木窗、铝合金窗、高分子窗产品发展。

第三、大宗客户结构显著优化，迎合被动式建筑及高端改善等趋势。①拓展非地产客户，此前已有学校酒店项目落地；②19-21 年被动式建筑订单占大宗业务比例近四成；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，在全国范围内获得政策大力支持；未来国家及地方超低能耗建筑发展专项规划或逐步落地支持业务发展；③地产中高端改善性地产项目增加，在保交楼背景下需求持续释放。

第四、生产规模化效应凸显，盈利能力有望改善。目前森鹰生产基地为哈尔滨（40 万方）+南京（20 万方），伴随产能爬坡盈利能力或将显著改善；未来公司将继续提升综合产能并均衡排产竞争力，整体产能爬升有望至 100 万方。哈尔滨基地侧重于铝包木窗生产，南京基地侧重铝合金窗生

投资评级

行业	轻工制造/家居用品
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	30.33 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	94.80
流通 A 股股本(百万股)	21.02
A 股总市值(百万元)	2,875.28
流通 A 股市值(百万元)	637.47
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

- 1 《森鹰窗业-首次覆盖报告:深耕多年凝聚核心竞争力，政策红利引领广阔前景》2023-03-04

产。公司近年来加大信息化投入，已实现设计生产相协同、各类数据实时互联互通、产品信息全生命正向追溯、自动化生产过程等功能，大幅提升生产效率，零售订单交周已由 2017 年 45 天以上减少至当前 30 天以内。

维持盈利预测，维持买入评级。森鹰 99 年创立，引进国外先进技术，紧抓零售业务机会，细分赛道具备较好产业前景；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。

外窗存在从相对标准化的建材属性到高度定制化家居属性的过渡，C 端销售渠道起步较晚。伴随家居建材业态整合与发展，外窗 C 端销售渠道也逐渐多元化，拥有较为完善营销网络及服务体系的窗企有望受益，助力窗产品从建材属性向家居消费品属性的转身。我们预计公司 23-24 年归母净利润分别为 1.7/2.1 亿，PE 分别为 17X/14X。

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。

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)	22.64	22.38	23.01	17.19	13.65
市净率(P/B)	3.95	3.36	1.59	1.46	1.32
市销率(P/S)	3.44	3.01	3.16	2.46	1.96
EV/EBITDA	0.00	0.00	8.60	7.36	5.81

资料来源：wind，天风证券研究所

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
流动资产合计	559.57	725.15	1,236.42	1,576.32	1,487.70
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
非流动资产合计	665.21	663.37	742.99	880.84	1,021.24
资产总计	1,226.21	1,391.44	1,979.41	2,457.16	2,508.93
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
流动负债合计	354.52	366.32	160.02	467.99	307.70
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
非流动负债合计	22.10	19.84	14.52	17.01	18.37
负债合计	498.46	535.24	174.55	485.00	326.07
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
股东权益合计	727.75	856.20	1,804.86	1,972.15	2,182.86
负债和股东权益总计	1,226.21	1,391.44	1,979.41	2,457.16	2,508.93

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
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)
经营活动现金流	144.37	219.95	50.31	199.88	232.43
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)
投资活动现金流	(130.69)	(82.49)	(149.42)	(199.45)	(199.43)
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
筹资活动现金流	10.45	8.67	633.36	(5.10)	(10.04)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	24.13	146.13	534.24	(4.66)	22.97

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	836.53	956.63	909.64	1,170.60	1,464.52
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)
营业利润	152.17	147.38	146.59	196.29	247.69
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
利润总额	150.07	149.36	147.01	196.81	247.89
所得税	23.05	20.91	22.05	29.52	37.18
净利润	127.02	128.45	124.96	167.29	210.71
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	127.02	128.45	124.96	167.29	210.71
每股收益(元)	1.34	1.35	1.32	1.76	2.22

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
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%
获利能力					
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%
偿债能力					
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
营运能力					
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
每股指标(元)					
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
估值比率					
市盈率	22.64	22.38	23.01	17.19	13.65
市净率	3.95	3.36	1.59	1.46	1.32
EV/EBITDA	0.00	0.00	8.60	7.36	5.81
EV/EBIT	0.00	0.00	10.93	9.30	7.27

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
北京市西城区佟麟阁路 36 号	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com