

## 鹰击长空，“窗”见未来

证券研究报告

2023年01月04日

## 森鹰窗业（301227.SZ）首次覆盖报告

## 核心结论

## 摘要内容：

深耕行业 20 余年，目及更远处。公司设立于 1998 年，2022 年 9 月于深交所上市，始终坚持“质量为根、服务为本”经营理念，主要产品包括节能铝包木窗、幕墙及阳光房，是首家以整窗为主营业务的上市公司。2017-2021 年间，公司营收从 4.33 亿元提升至 9.57 亿元，年复合增长率 21.88%；归母净利润从 0.61 亿元提高至 1.28 亿元，年复合增长率 20.43%。

窗行业：窗建筑物围护结构系统中重要的组成部分，兼具功能性与装饰性。我们测算 2022-2025 年窗市场空间约 2740、2887、2848、2307 亿元。门窗市场目前集中度低，呈现“大行业、小公司”特征，公司作为行业头部企业，市占率也仅约 0.3%，远低于其它建材、家居细分行业，较大的市场空间与较低的市占率为公司提供了广阔的舞台。同时，建筑门窗能耗散失占建筑总体能耗的 23%，“双碳”目标下，节能效果更好的铝包木门窗迎来更大机会。

聚焦主业，渠道多元，技术赋能。公司聚焦于铝包木窗，辅之以阳光房和幕墙，其中铝包木窗在生产过程中涉及大量独特生产工艺，且前期投入成本较高。公司全渠道发力，工程零售双轮驱动，近几年通过构建覆盖全国的经销网络使零售业务得到快速发展，18 年与红星美凯龙和居然之家的战略合作也助力公司零售业务快速推进。随着 2021 年南京工厂投产及上市募集资金成功，公司 2024 年产能有望达到 100 万平方米，有利于公司增加优质产品供给，满足下游市场需求，提升综合竞争实力，夯实行业领先地位。

投资建议：我们预计公司 2022-2024 年实现归母净利润 1.26 亿元、1.73 亿元、2.56 亿元，对应 EPS 1.33、1.82、2.70 元/股，给予公司 2023 年 23 倍 PE，对应 2023 年目标价 41.86 元/股。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：房地产业回落风险；市场竞争加剧风险；原材料价格波动的风险。

## 核心数据

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	837	957	884	1,300	1,625
增长率	14.9%	14.4%	-7.6%	47.0%	25.0%
归母净利润（百万元）	127	128	126	173	256
增长率	67.4%	1.1%	-2.0%	37.3%	48.3%
每股收益（EPS）	1.34	1.35	1.33	1.82	2.70
市盈率（P/E）	25.7	25.4	25.9	18.9	12.7
市净率（P/B）	3.4	2.9	2.0	1.8	1.6

数据来源：公司财务报表，西部证券研发中心

1 | 请务必仔细阅读报告尾部的重要声明

公司评级

买入

股票代码

301227.SZ

前次评级

--

评级变动

首次

当前价格

34.41

近一年股价走势



分析师



李华丰 S0800521070003



18516181967



lihuafeng@research.xbmail.com.cn

相关研究

## 索引

## 内容目录

投资要点 .....	5
关键假设 .....	5
区别于市场的观点 .....	5
股价上涨催化剂 .....	5
估值与目标价 .....	5
森鹰窗业核心指标概览 .....	6
一、森鹰窗业：节能铝包木窗国内龙头 .....	7
1.1 深耕行业 20 余年，目及更远处 .....	7
1.2 股权结构高度集中，研发管理团队经验丰富 .....	8
1.3 业绩稳健增长，盈利能力不断改善 .....	9
二、窗行业：“双碳”目标拉动市场需求，行业呈现大而散格局 .....	12
2.1 窗行业不断迭代，产业链上下游明晰 .....	12
2.2 窗行业市场空间广阔，二手房和旧改房贡献力量 .....	15
2.3 2023 年开启竣工上升周期，“双碳”战略催生节能铝包木窗扩容 .....	17
2.4 行业集中度逐步提升，门窗企业争夺市场份额 .....	19
三、聚焦主业，渠道多元，技术赋能 .....	20
3.1 工程零售双轮驱动 .....	20
3.2 铝包木窗隐形冠军，P120 系列满足被动式建筑要求 .....	21
3.3 南京新产线投产，打开成长空间 .....	23
3.4 功能属性突出，技术打造护城河 .....	24
3.5 智慧工厂赋能，品质交付受保障 .....	24
四、盈利预测及投资建议 .....	25
4.1 关键假设及盈利预测 .....	25
4.2 绝对估值 .....	26
4.3 相对估值 .....	27
4.4 投资建议 .....	28
五、风险提示 .....	28

## 图表目录

图 1：森鹰窗业核心指标概览图 .....	6
图 2：公司主要产品 .....	7
图 3：公司发展历程 .....	8
图 4：公司股权结构（截至 2022 年 9 月 30 日） .....	9

图 5: 2017-2022 前三季度年公司营业收入及增速.....	10
图 6: 2017-2022 年前三季度公司归母净利润及增速.....	10
图 7: 2017-2022 年前三季度公司和可比公司毛利率及净利率.....	10
图 8: 2021 年各成本占比及直接材料中各原材料费用占比.....	10
图 9: 2019-2021 年主要原材料采购单价.....	11
图 10: 2019-2021 单位费用 (元/m <sup>2</sup> ).....	11
图 11: 2017-2022 年前三季度公司资产减值、信用减值 (万元).....	11
图 12: 2017-2022 年前三季度公司费用率.....	11
图 13: 2017-2021 年公司资产负债率.....	12
图 14: 2017-2021 年公司与可比公司收现比 (%).....	12
图 15: 2017-2021 年公司与可比公司净现比 (%).....	12
图 16: 2017-2021 年公司存货周转率和应收账款周转率.....	12
图 17: 中国窗发展史及产品对比.....	13
图 18: 按材质分各类门窗市场份额.....	13
图 19: 系统门窗与普通门窗对比.....	13
图 20: 铝包木窗.....	14
图 21: 铝包木窗产品截面.....	14
图 22: 系统门窗产业链.....	14
图 23: 2019-2022.12 月铝价走势 (元/吨).....	15
图 24: 2019-2022.12 月平板玻璃价格走势.....	15
图 25: 2022 年 1-11 月单月房屋竣工面积.....	17
图 26: 2022 年 1-11 月累计房屋竣工面积.....	17
图 27: 被动式建筑.....	19
图 28: 2022 年系统门窗品牌格局.....	19
图 29: 2022 年中国门窗企业区域分布.....	19
图 30: 公司大宗业务模式流程图.....	20
图 31: 2018-2021 年公司大宗业务营收及客户数量.....	20
图 32: 2018-2021 年经销渠道营收及增速.....	21
图 33: 2018-2021 年红星美凯龙、居然之家开店营收占比.....	21
图 34: 公司主打产品.....	22
图 35: 公司主要产品营收 (万元).....	23
图 36: 公司主要产品收入占比.....	23
图 37: 2018-2021 年公司产能/产量及产能利用率.....	23
图 38: 2018-2021 年单位成本 (元/m <sup>2</sup> ).....	23
图 39: 2018-2021 年研发投入及研发费用率.....	24
图 40: 截至 2022 年 9 月公司重要技术.....	24
图 41: 公司四大核心生产模块.....	25
图 42: 公司开发的“快窗”APP.....	25

表 1: 核心人员简介.....	9
表 2: 窗行业 2022-2025 年市场空间测算.....	16
表 3: 2022 年 7 月以来保交楼政策 (不完全统计).....	17
表 4: 相关产业政策.....	18
表 5: 窗企业对比.....	20
表 6: 部分含大宗业务的建材/家居企业营收及信用减值损失 (单位: 亿元).....	21
表 7: 标准窗与被动窗对比.....	22
表 8: 公司 2022-2024 年盈利预测 (单位: 万元).....	26
表 9: FCFF 估值法核心指标.....	26
表 10: 敏感性分析 (元/股).....	27
表 11: 可比公司估值对比.....	27

## 投资要点

### 关键假设

营收方面，产品角度：公司除继续发力主打产品铝包木窗外，已于2021年推出“简爱”铝合金窗，预计新产品可为公司营收持续增长做出贡献；渠道角度：一方面公司已基本完成全国范围高能级城市的经销商及门店布局，并逐渐开始下沉，门店数量有望进入快速增长期；另一方面公司从专注线下门店的单一渠道布局逐步向门店、物管新零售、异业联盟、设计师的多元渠道转变，渠道的变化有望带动公司营收快速增长。

毛利率方面，2022年，随着玻璃、铝型材等原材料价格由高位回落至2020年水平，公司毛利率有望得到一定改善。2023-2024年，玻璃加工产线技改完成及产能利用率提升有助于毛利率改善，但同时毛利率低于铝包木窗的铝合金窗营收占比提升，以及为提升终端竞争力选用更优质的木材原材料均会对毛利率产生一定影响，毛利率有望小幅持续改善。

费用率方面，2022年，受疫情影响，公司销售、管理等工作受到影响，费用率预计维持在较低水平。2023-2024年，销售费用方面，公司大力发展经销渠道及拓展新渠道，销售费用率预计回归至2021年的高位；管理费用方面，南京新工厂的投入使用及重要性的逐步提升预计会增加管理难度，带动管理费用率略有增加；财务费用方面，公司上市后募集资金渠道更加多元，预计未来财务费用会有所下降。

基于以上分析，我们预计2022-2024年公司分别实现营业收入8.84亿元、13.00亿元、16.25亿元，同比增长-7.58%、47.03%、25.00%；毛利率分别为33.22%、34.00%、34.50%；期间费用率分别为12.68%、16.17%、16.32%；实现归母净利润1.26亿元、1.73亿元、2.52亿元，同比增长-2.22%、37.62%、45.94%。

### 区别于市场的观点

市场担心公司经销渠道拓展难度大，拓展速度不及预期。我们认为，经销渠道搭建最难的从“0”到“1”公司已经完成，即构建覆盖全国的一级经销网络。公司已借助一级经销商熟悉各区域市场环境，并计划于2023年招募分销商进行渠道下沉。一级经销商将成为公司拓展分销商的核心力量。公司经销商数量近两年有望呈现快速增长态势，从而带动公司经销渠道营收快速提升。

市场担心公司产品单一，发展空间受限。我们认为，对铝包木窗而言，尽管国内占比较低，但建筑节能政策及消费升级推动下，铝包木窗市场空间仍不断扩大，且公司虽为铝包木窗头部企业，但市占率依然较低，有巨大发展空间。同时，公司也未将自身局限于铝包木窗，凭借长期技术积累与成熟的渠道，公司已于2021年推出“简爱”铝合金窗，进军铝合金窗市场。

### 股价上涨催化剂

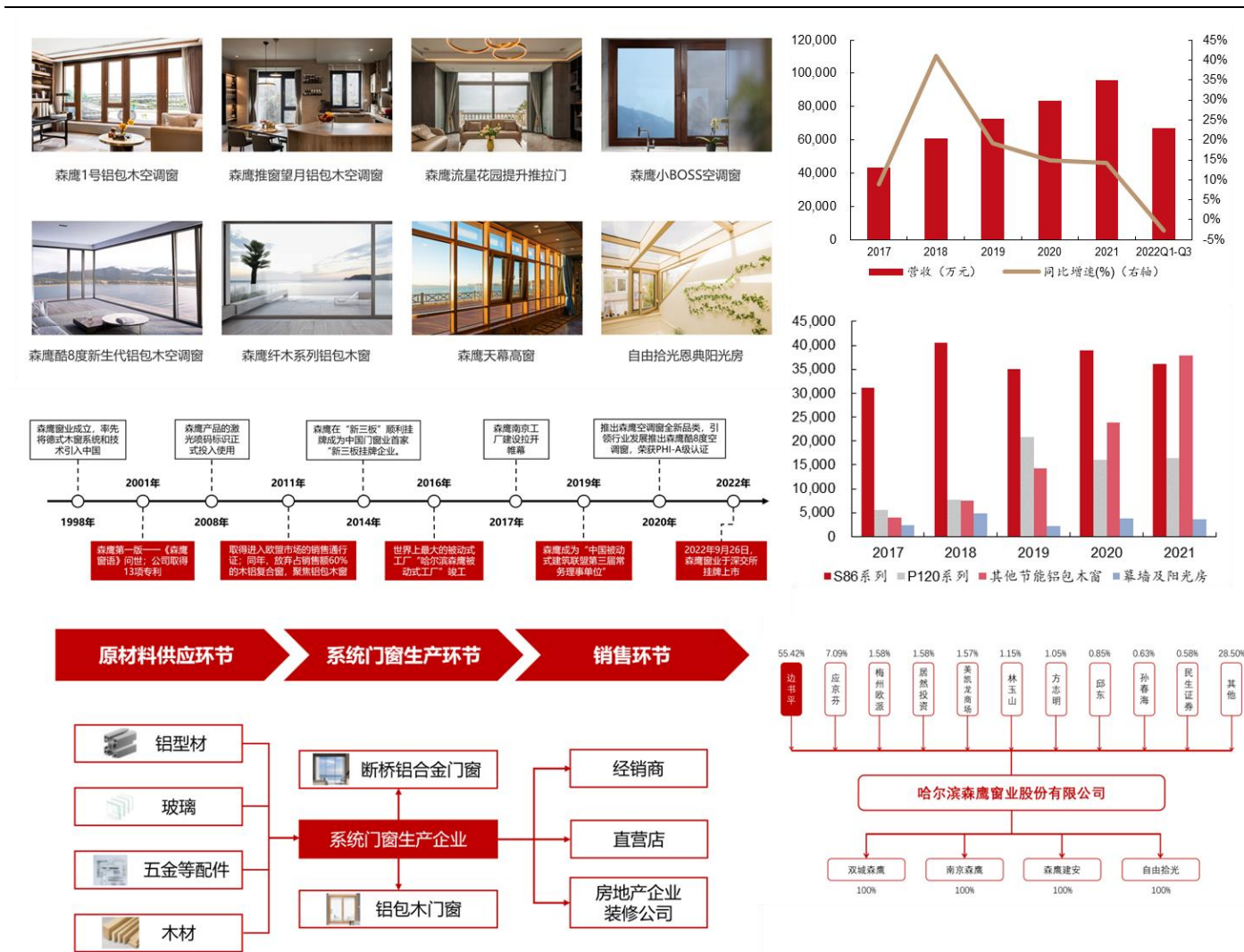
1) “保交楼”速度超预期；2) 经销渠道拓展超预期；3) 新产品培育超预期。

### 估值与目标价

我们预计公司2022-2024年实现归母净利润1.26亿元、1.73亿元、2.56亿元，对应EPS 1.33、1.82、2.70元/股，给予公司2023年23倍PE，对应2023年目标价41.86元/股。首次覆盖，给予“买入”评级。

## 森鹰窗业核心指标概览

图 1：森鹰窗业核心指标概览图



资料来源：公司公告，西部证券研发中心



## 一、森鹰窗业：节能铝包木窗国内龙头

### 1.1 深耕行业20余年，目及更远处

坚持“质量为本、服务为本”经营理念，深耕节能铝包木窗行业，致力成为国内节能铝包木窗领域重要参与者。哈尔滨森鹰窗业股份有限公司设立于1998年，于2022年9月在深交所挂牌上市，成为沪深两市第一家细分行业“C2032木门窗制造”的上市公司，也是首家以整窗为主营业务的上市公司。公司专注于节能铝包木窗领域多年，始终坚持自主创新，已积累较强的品牌影响力和行业知名度，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。2020年，公司被黑龙江省工业和信息化厅评为“黑龙江省专精特新中小企业”；2021年1月，公司被黑龙江省工业和信息化厅确定为第一批“黑龙江省制造业‘隐形冠军’企业”。

公司主要产品包括节能铝包木窗、幕墙及阳光房。节能铝包木窗主要应用于具有中高端需求的建筑外窗领域，公司通过提供定制化服务，在极力节能降耗的同时，满足不同客户的个性化需求。经过多年的发展，公司在节能铝包木窗领域积累了较强的品牌影响力和认知度，公司的销售区域也已经从最初的东北地区覆盖到全国多数省份地区；幕墙及阳光房是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，该产品工艺流程与节能铝包木窗产品相近，具有较好的保温、隔热性能。

图2：公司主要产品



森鹰1号铝包木空调窗



森鹰推窗望月铝包木空调窗



森鹰流星花园提升推拉门



森鹰小BOSS空调窗



森鹰酷8度新生代铝包木空调窗



森鹰纤木系列铝包木窗



森鹰天幕高窗



自由拾光恩典阳光房

资料来源：公司官网，西部证券研发中心

回溯公司的发展历程，大致可划分为三个发展阶段：

#### 第一阶段：多品类业务齐探索，扩大品牌影响力和认知度（1998-2010）

1998年，公司率先将德式木窗技术工艺引入中国，并提出了“铝包木窗”概念。但由于当时国内的消费环境仍在培育、配套供应尚不成熟等因素，铝包木窗产品所覆盖的消费者群体较为有限。因此，公司及时调整战略，通过引进意大利木铝复合窗、美式摇臂外开窗、澳大利亚木铝复合窗的技术工艺，打造“木窗博物馆”的品牌形象，为消费者提供更加多元化的产品，满足不同消费水平、不同消费人群的消费需求，推动公司早期壮大发展规模及形成竞争优势。

**第二阶段：业务聚焦，深耕铝包木窗细分领域，步入成长快车道（2011-2021）**

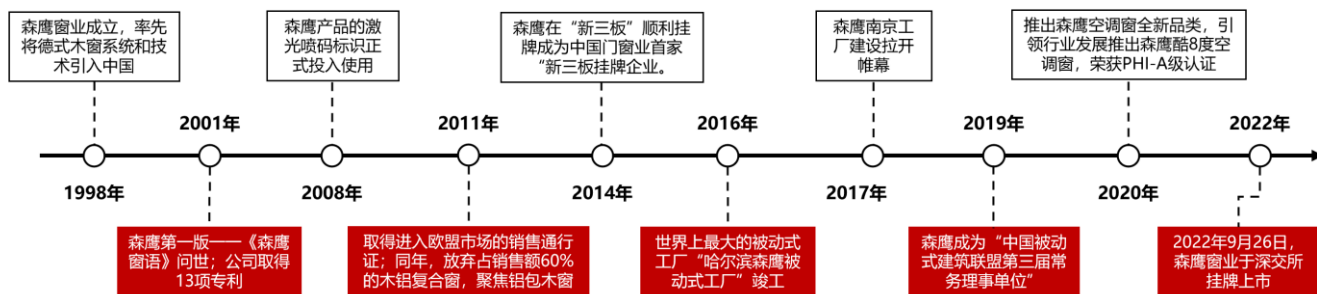
随着市场对节能铝包木窗产品的需求持续增长，公司明确经营理念、及时调整业务品类，2011年，公司主动收缩并放弃占销售额60%的木铝复合窗等产品业务，聚焦节能铝包木窗领域，并迅速扩大规模，形成了以节能铝包木窗为主导产品、幕墙及阳光房为配套产品的业务格局。随后，公司紧跟欧洲木窗产品及节能技术发展趋势，关注超低能耗建筑在全球及中国的发展进程，投入资源重点研发与被动式建筑配套、节能性能比普通节能铝包木窗更优的被动式铝包木窗产品。2014年，公司在“新三板”顺利挂牌成为中国门窗业首家“新三板挂牌企业，并于2020年2月摘牌。

10年间，公司营收由2011年2.89亿元增长至2021年9.57亿元，复合增速12.71%；归母净利润由0.23亿元增长至1.28亿元，复合增速18.98%。利润增速显著快于营收增速，得益于公司通过不断耕耘市场和提高生产效率，使毛利率由24.03%增长至29.65%，净利率由7.82%增长至13.42%。

**第三阶段：成功上市，积极开拓市场，提升品牌竞争力（2022-至今）**

2022年9月，公司于深交所创业板挂牌上市。上市后，公司明确业务及发展方向、聚焦于节能铝包木窗业务，将在产业政策及消费需求的推动下，通过建设高效的管理团队，持续的技术研发和创新，不断提升产品品质、降低成本，积极开拓市场，继续提升公司整体业绩和竞争实力。

图3：公司发展历程



资料来源：公司官网，西部证券研发中心

**1.2 股权结构高度集中，研发管理团队经验丰富**

**股权结构高度集中且稳定，家居巨头战略入股。**2022年三季报披露，公司股票主要由自然人及机构持有，公司创始人边书平（55.42%）、应京芬（7.09%）夫妇为公司第一、二大股东、实际控制人，合计持有5926万股，持股比例为62.51%，拥有对公司的绝对控制权，股权高度集中。上市前，边书平夫妇持股比例为83.36%。2018年7月至10月，美凯龙商场、居然投资、梅州欧派先后以15元/股的价格取得149万股、150万股和150万股，当前持股比例分别为1.57%、1.58%、1.58%。

**人员结构得当，团队经验丰富且专业。**领头人边书平正值壮年（1963年生人），受过良好教育（哈尔滨工业大学工业管理工程专业毕业，硕士研究生学历）且深耕窗行业多年（1999年创业至今），深谙经营之道。公司管理团队具备多年节能铝包木窗行业从业经验和管理



经验，团队成员间互相配合、目标统一，为公司生产经营的持续稳定和高效发展提供保证。

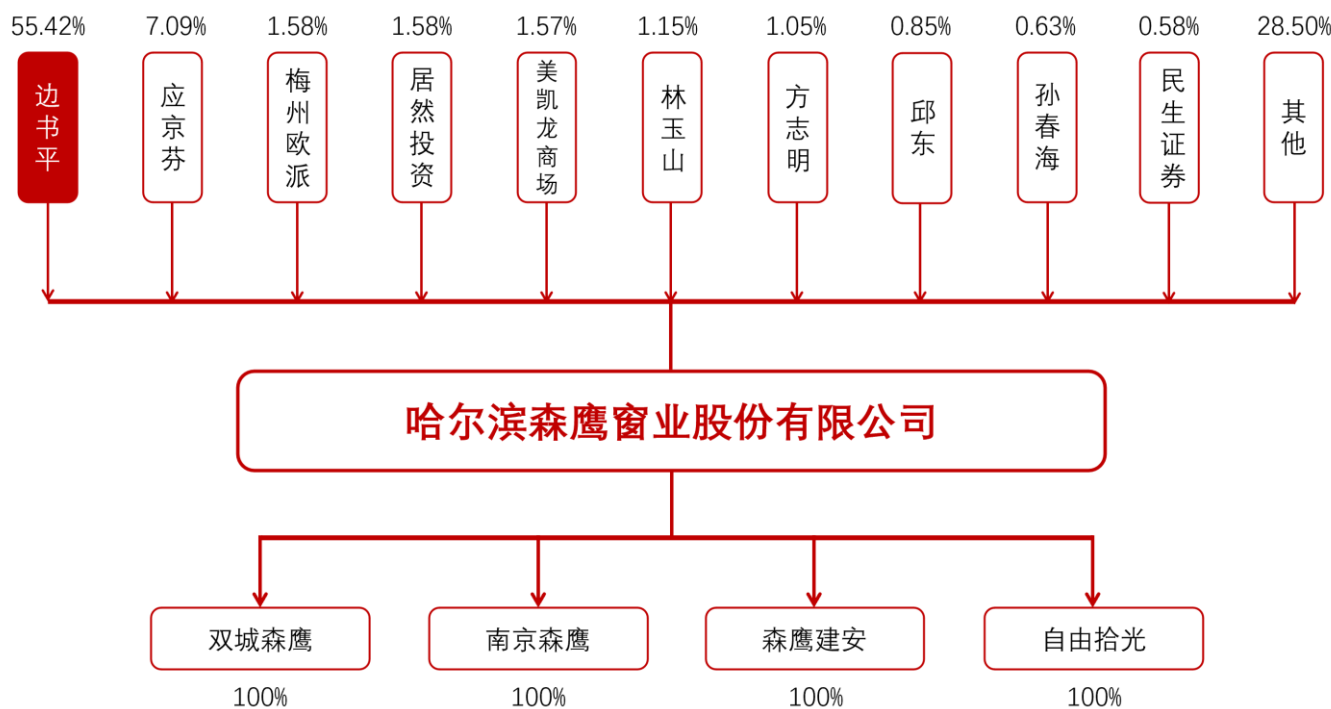
表 1：核心人员简介

姓名	出生年份	学业背景	公司职位	备注
边书平	1963	哈尔滨工业大学管理工程专业，硕士	董事长	公司创始人
边可仁	1989	波士顿大学经济学，本科	董事、总经理	2014年至2020年任副总经理，2020年起任总经理；边书平之子
赵国才	1979	东北林业大学经济管理专业，本科	董事、副总经理	2014年至今任副总经理；2018年至今，任董事
付丽梅	1979	哈尔滨商业大学会计学专业，本科	董事、财务总监	2009年至今，任董事、财务总监
丁云龙			独立董事	哈尔滨工业大学公共管理系教授
李文			独立董事	哈尔滨商业大学会计学院教授
鞠宏毅			独立董事	上海市海华永泰（哈尔滨）律师事务所主任律师

资料来源：公司招股说明书，西部证券研发中心

公司旗下拥有双城森鹰、南京森鹰、森鹰建安和自由拾光全资子公司，以及森鹰窗业双城分公司。其中，双城森鹰和南京森鹰主要从事节能铝包木窗产品的研发、生产与销售；森鹰建安主要从事门窗、隔断、幕墙、建筑装饰的设计与安装施工；自由拾光主要从事阳光房产品的研发、生产与销售。

图 4：公司股权结构（截至 2022 年 9 月 30 日）



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

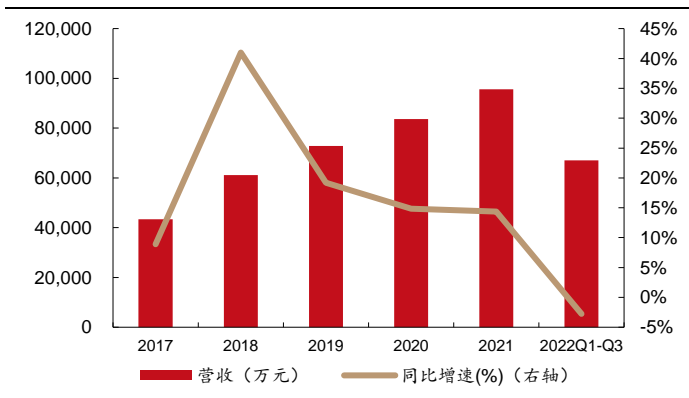
### 1.3 业绩稳健增长，盈利能力不断改善

**高质量经营，业绩稳健增长。**凭借成熟的生产工艺、雄厚的技术实力、日益完善的营销网络及质量管理优势，公司盈利能力保持了良好的发展态势。2017-2021年，公司营收从4.33亿元提升至9.57亿元，年复合增长率21.88%。受制于较为严峻的新冠疫情形势以及

低迷的地产行业需求，公司生产、销售、发货、安装及回款等业务均受到一定影响，2022年前三季度公司实现营业收入6.70亿元，同比下降2.76%。

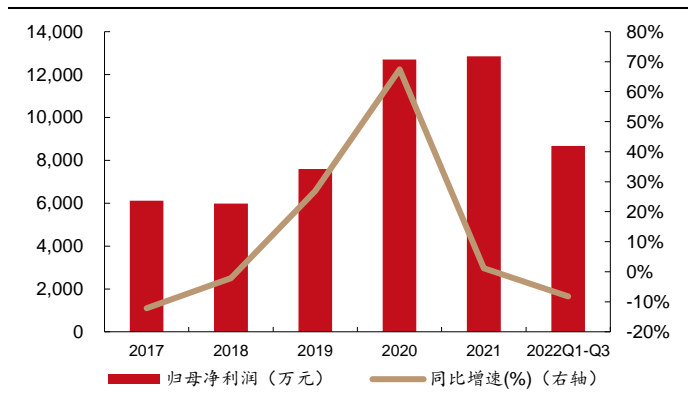
利润端，通过提供多元化产品及建设销售渠道，公司保持利润上涨态势。2017-2021年公司归母净利润从0.61亿元提高至1.28亿元，年复合增长率20.43%。2021年，公司归母净利润同比增速降至1.13%，主要受毛利率大幅下滑影响。2022年前三季度公司实现归母净利润0.63亿元，同比下降8.21%，相较于2021年前三季度，公司毛利率有所恢复，但被信用减值损失所拖累。

图 5：2017-2022 前三季度年公司营业收入及增速



资料来源：Wind，西部证券研发中心

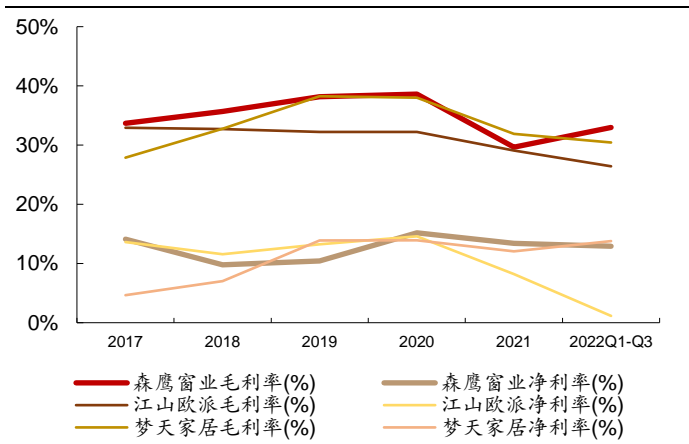
图 6：2017-2022 年前三季度公司归母净利润及增速



资料来源：Wind，西部证券研发中心

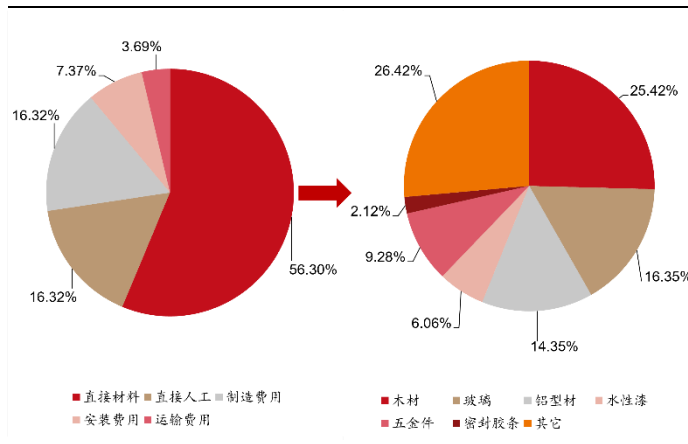
**盈利能力行业领先。**受益于品牌、技术与质量优势的不断积累，2017-2020年公司毛利率由33.67%稳步攀升至38.61%。2021年公司毛利率降至29.65%，同比减少9.24pct，下降幅度较大，主要受玻璃、铝材等原材料采购价格上升、社保减免政策取消及南京森鹰新厂区投产导致直接人工及制造费用成本上升所致。随着原材料采购价格逐渐回落，2022年前三季度公司实现毛利率32.97%，已有所修复。

图 7：2017-2022 年前三季度公司和可比公司毛利率及净利率



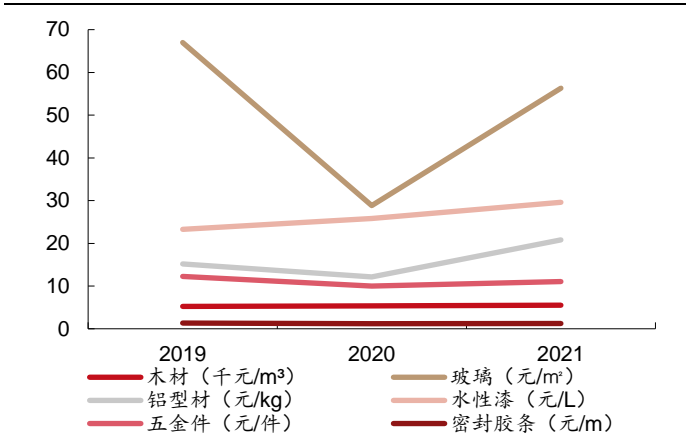
资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 8：2021 年各成本占比及直接材料中各原材料费用占比



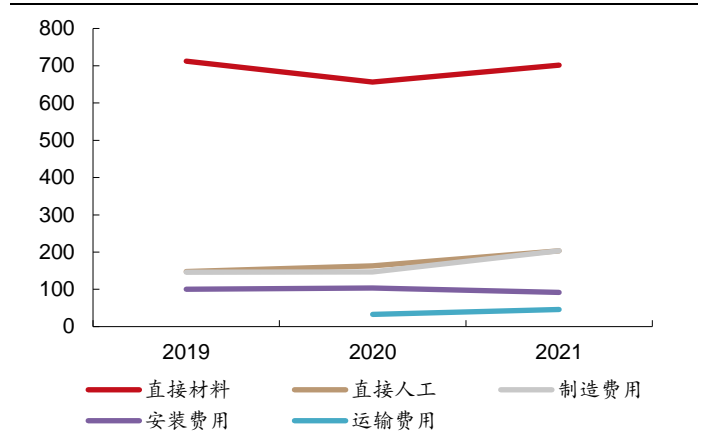
资料来源：公司招股说明书，西部证券研发中心

图 9：2019-2021 年主要原材料采购单价



资料来源：公司招股说明书，西部证券研发中心

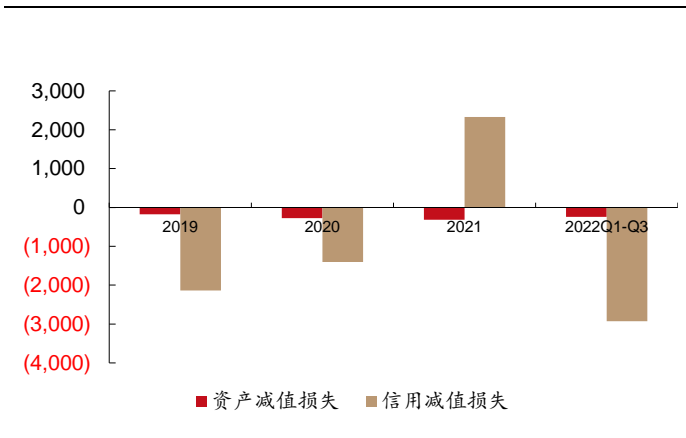
图 10：2019-2021 单位费用 (元/m²)



资料来源：公司招股说明书，西部证券研发中心

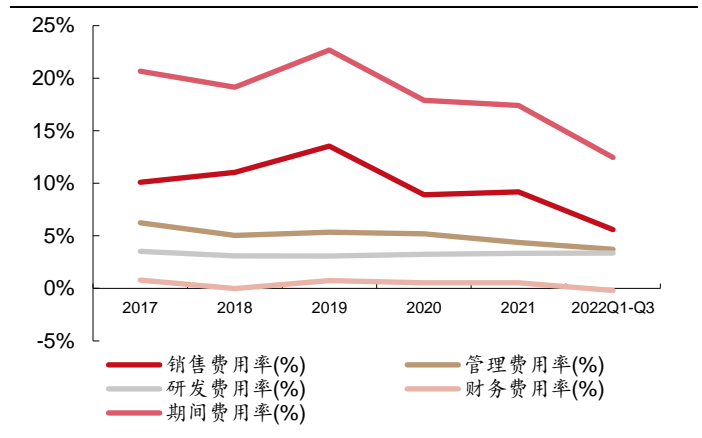
2017-2021 年公司净利率围绕 10%-15%波动，期间费用率整体呈下行趋势。尽管 2021 年公司毛利率大幅下降，得益于信用减值损失冲回，公司实现净利率 13.43%，同比仅减少 1.76pct。2022 年前三季度期间费用率控制得当与信用减值损失相抵消，公司实现净利率 12.92%，全年有望进一步回升。

图 11：2017-2022 年前三季度公司资产减值、信用减值 (万元)



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 12：2017-2022 年前三季度公司费用率

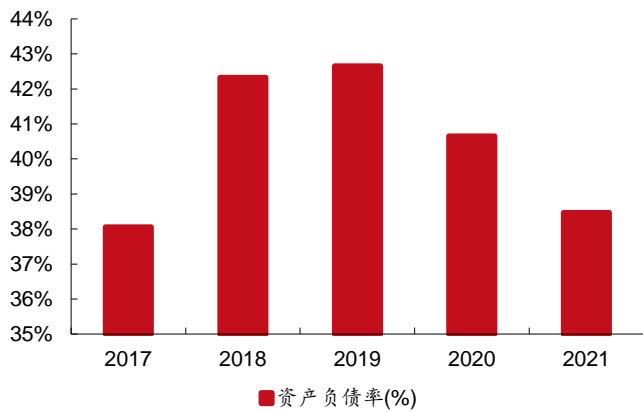


资料来源：Wind，西部证券研发中心

**偿债能力强，经营性现金流管理能力突出，营运能力持续改善。**2017-2021 年，公司资产负债率维持低位，长期偿债能力较强，在行业内处于较好水平。随着公司上市成功募集资金到位，公司净资产和流动资金大幅增加，资产负债率和现金流状况预计进一步得到改善，资产负债结构进一步优化，防范和抵御市场风险的能力显著增强。

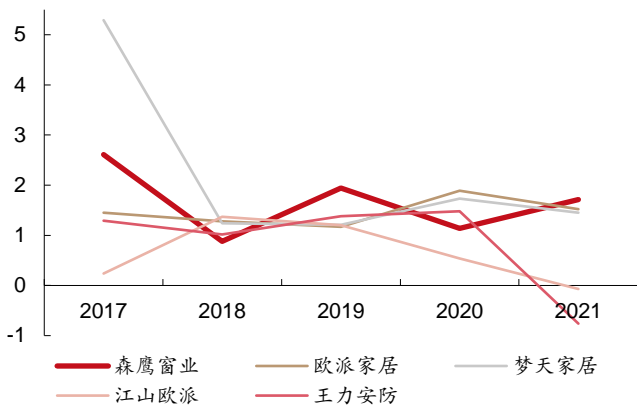
另一方面，公司收现比和净现比一直维持在较高水平，行业中也处于领先地位，展现出较强的经营性现金流管理能力。同时，2017-2021 年间，公司存货周转率和应收账款周转率呈缓慢上升态势，营运能力持续改善。

图 13: 2017-2021 年公司资产负债率



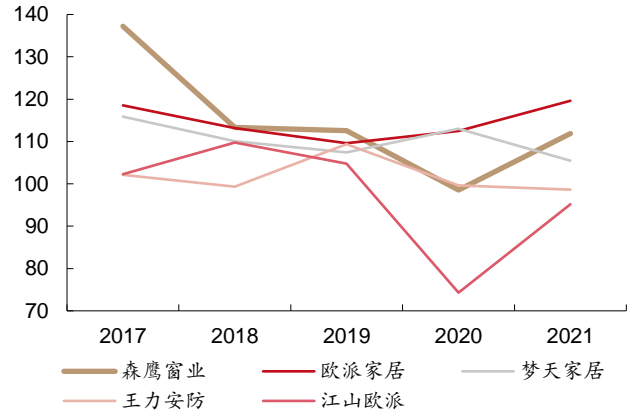
资料来源: Wind, 西部证券研发中心

图 15: 2017-2021 年公司与可比公司净现比 (%)



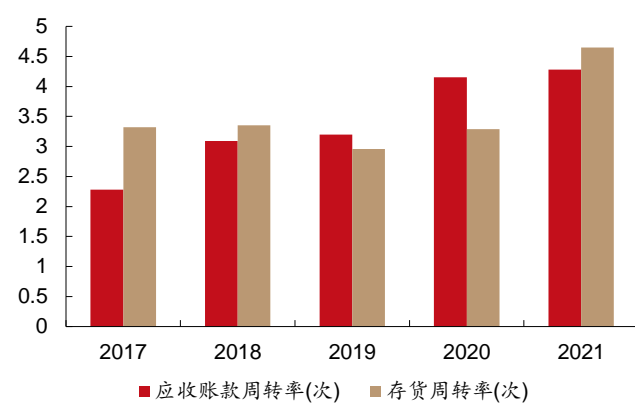
资料来源: Wind, 西部证券研发中心

图 14: 2017-2021 年公司与可比公司收现比 (%)



资料来源: Wind, 西部证券研发中心

图 16: 2017-2021 年公司存货周转率和应收账款周转率



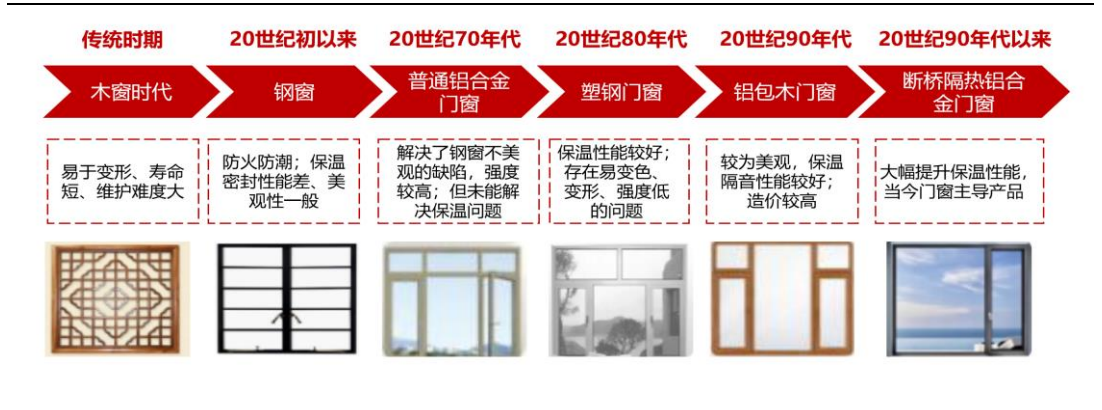
资料来源: Wind, 西部证券研发中心

## 二、窗行业：“双碳”目标拉动市场需求，行业呈现大而散格局

### 2.1 窗行业不断迭代，产业链上下游明晰

门窗被誉为建筑的眼睛，是建筑物围护结构系统中重要的组成部分。建筑门窗产品含外观、功能、性能、可靠性、耐久性等物理性能，同时具有建筑外立面和室内环境两重装饰效果。随着材料与技术水平的革新及外部环境的变化，消费者对建筑门窗的要求也在不断发生变化：20 世纪 70 年代以前我国窗主要有木制和钢制两种，随后铝合金窗凭借其轻质、美观、安全性高等优势迅速占领了市场，但保温效果差依然为消费者所诟病。20 世纪 80 年代塑钢门窗的出现弥补了铝合金窗保温效果差的缺陷，但后因强度不够引发较多安全事故而被限制部分应用场景。20 世纪 90 年代以来，断桥铝合金门窗和铝包木门窗因具备良好的综合性能在我国门窗市场快速发展。

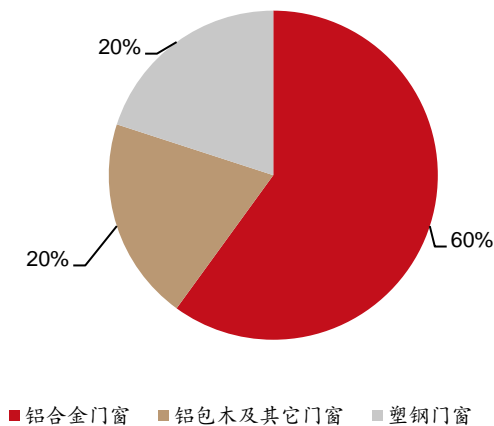
图 17：中国窗发展史及产品对比



资料来源：皇派家居招股说明书，西部证券研发中心

从材质方面，窗可分为木材、钢材、铝材、复合材料窗，据优居研究院和红星美凯龙发布的《2021 中国门窗行业发展趋势蓝皮书》显示，铝合金门窗是目前使用最为广泛的门窗类型，铝包木和塑钢门窗同样占据一定市场份额。从产品性能方面，窗又可分为系统门窗和普通门窗，其中断桥铝窗及铝包木窗为系统门窗的代表产品。随着我国居民消费升级和对居住舒适性要求的提高，消费者对门窗产品品质要求也越来越高。由于系统门窗相较普通门窗在各方面具有显著优势，消费者的应用感受也较为明显，因此系统门窗市场需求也在持续扩大，但在价格方面，系统门窗则相对较高。

图 18：按材质分各类门窗市场份额



资料来源：《2021 中国门窗行业发展趋势蓝皮书》，西部证券研发中心

图 19：系统门窗与普通门窗对比

对比内容	普通门窗	定制化系统门窗
水密性、气密性、抗风压性、保温隔热性、隔音性	未合理搭配型材、玻璃、五金配件等材料，未充分考虑水密、气密、抗风压、保温隔热、隔音等一系列重要性能	科学搭配型材、玻璃、五金配件等材料，通过原材料优化、腔体设计、密封结构调整等方式实现预期的水密、气密、抗风压、保温隔热、隔音等一系列重要性能
节能环保性	产品保温隔热、气密、隔音等性能普通，暖气、空调等能耗相对较高	产品保温隔热、气密、隔音等性能优异，有效提高门窗节能环保性
适用范围	适用范围界定不精准	经过理论分析和检测，开发适用于不同地域、气候的产品
设计、制造和安装过程	主要由施工方进行简单设计组装的方式制造，无明确设计、制造和安装流程	遵循严格的系统门窗设计、制造和安装流程。通过基础技术研发、材料选用、构造设计、安装等实现全过程的严格质量控制
定制化功能	一般无个性化、定制化的功能扩展	除集成安全、节能、环保、隔音等性能，还可以在自动化、智能化控制、环境感应等方面为客户提供个性化、定制化的功能扩展
产品寿命	产品易出现窗扇下垂、角部开裂、开启困难、透风、漏水等质量问题，产品寿命较短	质量稳定，产品寿命较长

资料来源：中国幕墙网，西部证券研发中心

铝包木窗以木质集成材为主要材料，同时在门窗的（室）外侧包覆铝合金板框，经独特的生产工艺及成熟的加工技术制作而成，属于建筑外窗市场领域的中高端产品，木材天然具有较好的保温隔热性能，在玻璃等窗体的其他材料配置及建筑方式、位置相同的条件下，经过良好工艺组装的纯实木框体窗在阻止热量流动的性能方面优于铝合金框体窗。同时，传统手工木窗容易燃烧、腐蚀、老化、变形及密封性差的缺陷也通过水性油漆、外包铝材、木材干燥及集成技术得到解决，防火性能明显提高，使用寿命大幅延长，后续维护费用大幅下降此外，由于选型、选材、选色、选五金等定制化特征突出，节能铝包木窗具备了较好的美观性和装饰性。



图 20: 铝包木窗



资料来源：公司招股说明书，西部证券研发中心

图 21: 铝包木窗产品截面

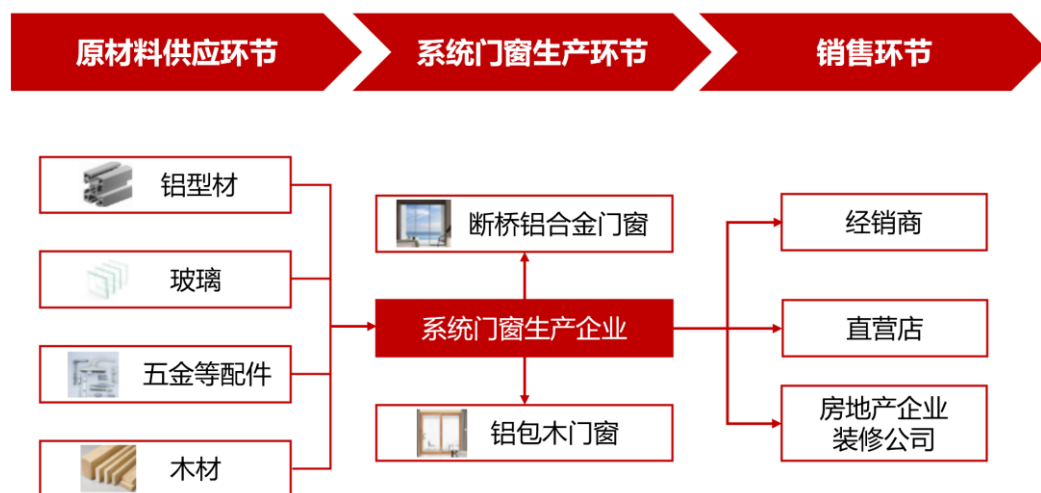


节能铝包木窗（标准窗） 节能铝包木窗（被动窗）

资料来源：公司招股说明书，西部证券研发中心

铝包木窗行业产业链明晰,主要包括上游原材料供应、中游生产制造、下游销售三个环节。行业上游主要为木材、铝材、玻璃、水性漆、五金件及密封胶条等原材料供应商。目前,国内外木材、铝材及玻璃等原材料市场供应充足,为铝包木窗的生产提供了保障。价格方面,铝材、玻璃等于 2021 年全面上涨,对中游生产企业毛利率产生一定压力,2022 年已逐渐回落。下游通过经销商、直营店的零售模式和房地产企业、装修公司的大宗业务模式面向终端消费市场。

图 22: 系统门窗产业链



资料来源：皇派家居招股说明书，西部证券研发中心

图 23：2019-2022.12 月铝价走势（元/吨）

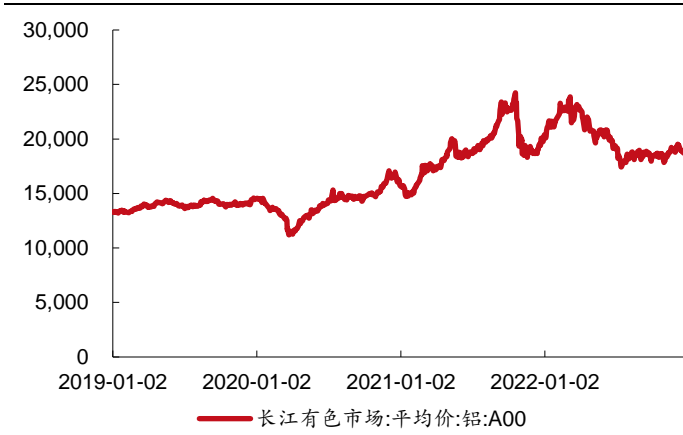
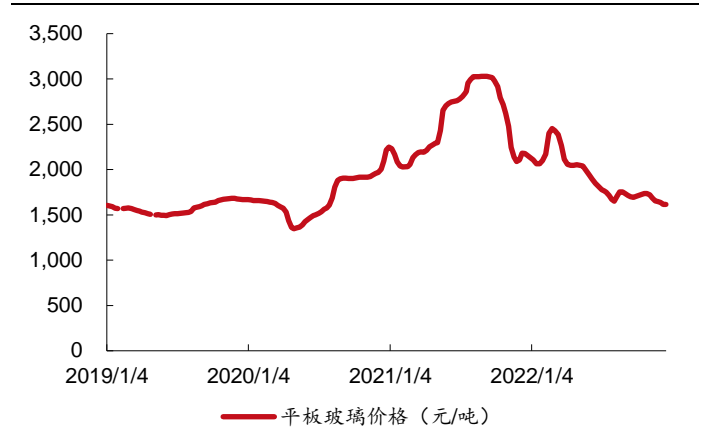


图 24：2019-2022.12 月平板玻璃价格走势



## 2.2 窗行业市场空间广阔，二手房和旧改房贡献力量

窗应用场景包括新房、二手房和旧改（翻新）市场。我们测算 2022-2025 年窗市场空间约 2740、2887、2848、2307 亿元，其中工程端市场空间（新房室内窗+非住宅旧改室内外窗）1728、1901、1842、1227 亿元，零售端市场空间（新房室外窗+二手房室内外窗+住宅旧改室内外窗）1012、986、1006、1080 亿元。若考虑到公共建筑及庞大的农村市场自建房，则市场空间进一步扩大。

据国家统计局披露，2022 年 11 月我国房屋竣工面积 9144 万平方米，单月同比下滑 20.23%，我们假设保交付政策下，12 月房屋竣工面积同比下滑收窄至 10%。依据我们于 2022 年 11 月发布的《2023 年非金属建材行业消费建材板块年度策略报告》，预计 2022 年我国房屋实际竣工面积为 16.67 亿平方米。按期竣工率为 72%。假设保交楼政策推动下，交付情况逐年向好，2023-2025 年按期竣工率修复至 80%、85%、90%。通常情况下窗面积为建筑面积的 20%。

同时，部分购房者在购房后会选择封阳台。我国新房实行预售制，假设 2022 年交房的项目分别于 2020、2021 年和 2022 年完成销售，占比分别为 50%、30%和 20%。2020-2025 年，我国住宅销售面积分别为 15.49、15.65、11.66（假设 12 月份住宅单月销售面积同比下滑收窄至 20%）、11.66、12.25 和 13.47 亿平方米（假设 2023-2025 年住宅销售面积同比+0%、+5%、+10%）则 2022-2025 年交房的住宅面积为 14.77、13.66、11.78 和 12.20 亿平方米。假设有 50%的住宅会选择封阳台，100 平方米标准住宅封闭阳台所需窗面积为 10 平方米。

二手房和旧改（翻新）房：据贝壳研究院 2022 年发布的《2022 年房地产市场展望》，2021 年全国二手房成交面积约 3.6 亿平方米。2022 年 1-10 月，样本城市二手房累计成交面积同比下滑 10.99%，我们假设 2022 年全国二手房成交面积同比下滑 10.99%至 3.20 亿平方米，2023-2025 年销售面积同比+0%、+5%、+10%至 3.20、3.36、3.70 亿平方米；假设 10%购房者会选择重新安装窗；同时，假设住宅翻修周期为 15 年，非住宅翻修周期为 10 年，则 2007 部分竣工住宅和 2012 年部分竣工非住宅将选择于 2022 年翻新。考虑到窗与外界直接接触，使用多年后易老化，我们假设选择翻新的比例为 30%。

价格方面，工程端，据某地级市普通住宅项目报价表披露，塑钢窗定额价为 310 元/m<sup>2</sup>，考虑到市场上塑钢窗市场占比约 20%，占比约 60%的铝合金窗及 20%的铝包木窗及其它

价格均高于塑钢窗，因此假设工程端市场窗平均价格为 500 元/m<sup>2</sup>。零售端，据森鹰窗业与皇派家居招股说明书披露，森鹰窗业铝包木窗每平方米收入约 1800 元，皇派家居断桥铝窗每平方米收入约 1000 元，考虑到两类产品均属于中高端产品且享受品牌溢价，叠加并未考虑经销商环节加价，假设零售市场窗平均价格为 800 元/m<sup>2</sup>。

表 2：窗行业 2022-2025 年市场空间测算

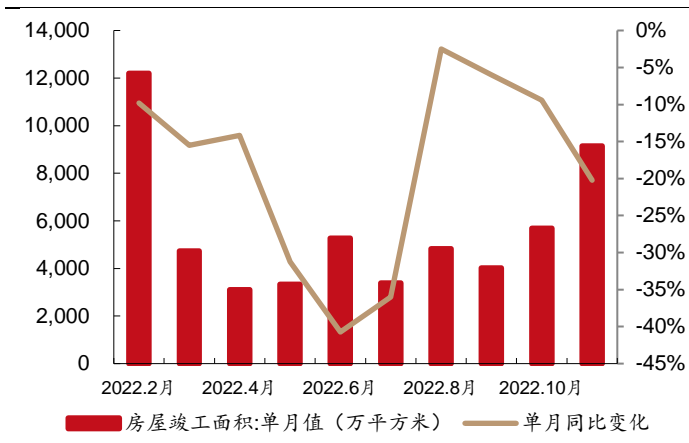
	2022	2023	2024	2025
新房—室内窗				
房屋面积 (亿m <sup>2</sup> )	16.67	17.95	16.91	10.77
每 100 m <sup>2</sup> 房屋需求量 (m <sup>2</sup> )		20		
配置比例		100%		
窗需求量 (亿m <sup>2</sup> )	3.33	3.59	3.38	2.15
每平方米单价 (元)	500	510	520	531
市场空间 (亿元)	1667	1831	1759	1143
新房—室外窗				
房屋面积 (亿m <sup>2</sup> )	14.77	13.66	11.78	12.20
每 100 m <sup>2</sup> 房屋需求量 (m <sup>2</sup> )		10		
配置比例		50%		
窗需求量 (亿m <sup>2</sup> )	0.74	0.68	0.59	0.61
每平方米单价 (元)	800	816	832	849
市场空间 (亿元)	591	557	490	518
二手房				
房屋面积 (亿m <sup>2</sup> )	3.20	3.20	3.36	3.70
每 100 m <sup>2</sup> 房屋需求量 (m <sup>2</sup> )		30		
配置比例		10%		
窗需求量 (亿m <sup>2</sup> )	0.10	0.10	0.10	0.11
每平方米单价 (元)	800	816	832	849
市场空间 (亿元)	77	78	84	94
旧改-住宅				
房屋面积 (亿m <sup>2</sup> )	4.78	4.77	5.77	6.12
每 100 m <sup>2</sup> 房屋需求量 (m <sup>2</sup> )		30		
配置比例		30%		
窗需求量 (亿m <sup>2</sup> )	0.43	0.43	0.52	0.55
每平方米单价 (元)	800	816	832	849
市场空间 (亿元)	344	350	432	468
旧改-非住宅				
房屋面积 (亿m <sup>2</sup> )	2.04	2.27	2.66	2.63
每 100 m <sup>2</sup> 房屋需求量 (m <sup>2</sup> )		20		
配置比例		30%		
窗需求量 (亿m <sup>2</sup> )	0.12	0.14	0.16	0.16
每平方米单价 (元)	500	510	520	531
市场空间 (亿元)	61	69	83	84
合计 (亿元)	2740	2887	2848	2307

资料来源：国家统计局，贝壳研究院，西部证券研发中心；备注：假设窗单价以每年 2% 的速度

## 2.3 2023年开启竣工上升周期，“双碳”战略催生节能铝包木窗扩容

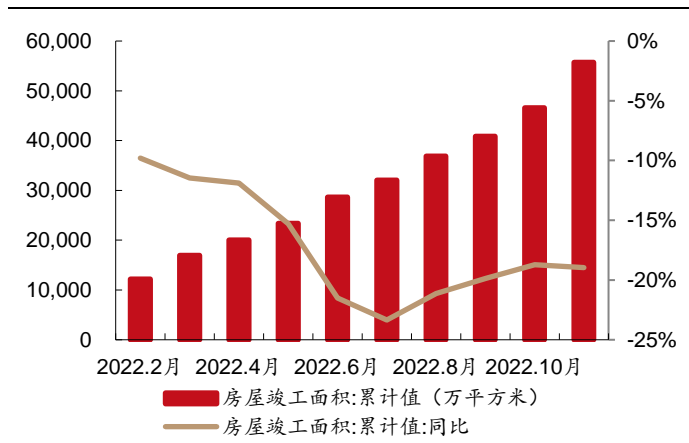
相较于促进房地产市场销售快速回暖，我们认为保交付政策更值得期待，确定性也更强。房产作为家庭资产重要组成部分，交房问题不仅仅是房地产市场运行问题，更是社会民生稳定问题，保交楼即是稳民生。2022年7月停工断贷事件发生以来，中央及地方陆续出台一系列保交楼举措。政策推动下，竣工情况率先得到好转，2022年8-11月，全国地产竣工面积同比-2.5%、-6.0%、-9.4%、-20.23%，相较7月（同比-36.0%）大幅收窄，代表性较强的郑州在强力攻坚“保交楼”专项行动后取得重要阶段性成果。

图 25：2022 年 1-11 月单月房屋竣工面积



资料来源：国家统计局，西部证券研发中心

图 26：2022 年 1-11 月累计房屋竣工面积



资料来源：国家统计局，西部证券研发中心

我们认为，保交楼依然是 2023 年各级政府以及各类责任主体最重要的地产相关工作。我们预计，2023 年地产竣工面积同比增速有望超过 30%<sup>1</sup>。竣工端的加速预计会为门窗制造企业提供更多订单量。

表 3：2022 年 7 月以来保交楼政策（不完全统计）

政策日期	政策内容
2022 年 7 月	中央政治局会议强调“压实地方政府责任，保交楼、稳民生”。这是保交楼首次被写入政治局会议文件并与稳民生相并列。
2022 年 8 月	住建、财政、央行等多部委联推政策性银行专项借款，支持已售逾期难交付住宅项目建设交付，专项借款初期规模达到 2000 亿元，中央财政会根据实际借款金额予以 1% 的贴息。
2022 年 9 月	国家开发银行向辽宁省沈阳市支付全国首笔“保交楼”专项借款。
2022 年 9 月	建行公告出资设立 300 亿元基金投资房企存量资产并改造为租赁住房。
2022 年 10 月	央行提出推动“保交楼”专项借款加快落地使用，促进房地产市场平稳健康发展。
2022 年 10 月	国办发文，深化“放管服”改革，强调给予地方调控更多自主权，督促落实保交楼、防烂尾、稳预期。
2022 年 11 月	中国银保监会、住房和城乡建设部、人民银行印发《关于商业银行出具保函置换预售监管资金有关工作的通知》：使用保函置换的预售监管资金优先用于项目工程建设、偿还项目到期债务等。
2022 年 11 月	央行、银保监会发布《关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知》：支持开发性政策性银行提供“保交楼”专项借款；鼓励金融机构提供配套融资支持。

资料来源：各政府网站，西部证券研发中心

“碳中和”和“碳达峰”的正式提出标志着我国发展由求量向求质转变。根据中国建筑节能协会统计，2019 年全国建筑全过程碳排放总量为 49.97 亿吨，占全国碳排放比重为 50.6%。

<sup>1</sup> 《2023 年非金属建材行业消费建材板块年度策略报告》（西部证券）

为实现“双碳”目标，中央/各地陆续出台相关政策以推进建筑领域的减排节能。根据西部证券《建筑节能新规落地在即，产业链迎来新机遇》报告测算，建筑门窗能耗散失占建筑总体能耗的23%，在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则更大。因此，**更换节能效果更好的门窗将有效降低建筑行业碳排放。**

表4：相关产业政策

文件名称	发布时间	发文单位	主要内容
《“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，建筑能耗和碳排放增长趋势得到有效控制，基本形成绿色、低碳、循环的建设发展方式。
《2030年前碳达峰行动方案》	2021年	国务院	加快推进绿色建材产品认证和应用推广，加强新型胶凝材料、低碳混凝土、木竹建材等低碳建材产品研发应用。
《绿色建筑创建行动方案》	2020年	住建部、工信部等七部门	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，装配化建造方式占比稳步提升，绿色建材应用进一步扩大。
《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%。
《建筑节能与绿色建筑发展“十三五”规划》	2017年	住房和城乡建设部	针对建筑节能与绿色建筑发展薄弱环节和滞后领域，采取有力措施持续推进，务求在建筑整体及门窗等关键部位节能标准提升、高性能绿色建筑发展、既有建筑节能及舒适度改善、可再生能源建筑应用等重点领域实现突破。

资料来源：各部门官网，西部证券研发中心

**大力发展被动式建筑是实现建筑业节能减排的有效手段之一。**被动式超低能耗建筑（被动式建筑）是指适应气候特征和自然条件，通过被动式技术手段，采用保温隔热性能和气密性能更好的围护结构，运用高效新风热回收技术，合理利用可再生能源，以更少的能源消耗提供更舒适室内环境的建筑。

2020年，河北工信厅、住建厅和科技厅联合发布《河北省被动式超低能耗建筑产业发展专项规划（2020—2025年）》的通知，提出5年发展目标：被动式建筑建设项目面积年均增长20%以上，到2025年力争达到900万平方米以上。北京、河南、山东等地也先后出台积极政策以鼓励、推广被动式建筑发展。外窗是影响建筑节能效果的关键部件，**被动式建筑的窗户必须满足严格的标准**，其低能量损失特性可以降低被动式建筑的采暖、制冷成本。**被动式建筑的发展为被动式节能窗的发展带来机会。**



图 27：被动式建筑

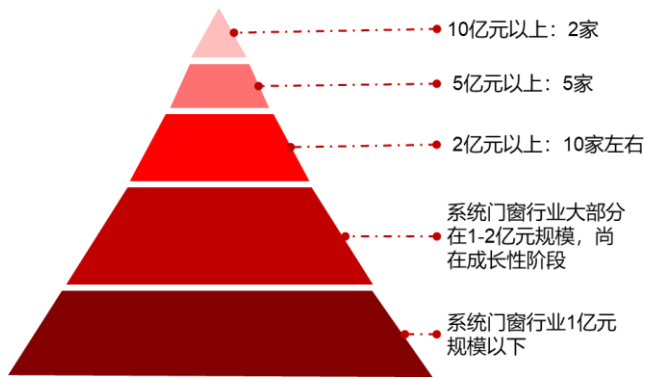


资料来源：公司招股说明书，西部证券研发中心

## 2.4 行业集中度逐步提升，门窗企业争夺市场份额

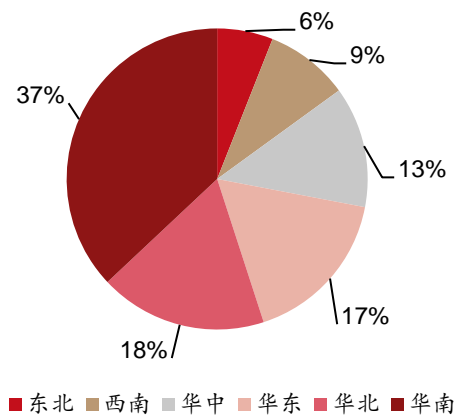
门窗市场集中度低，呈现“大行业、小公司”特征。在相当长一段时期内，中国门窗行业因为进入门槛低、消费者认知不足等问题，集中度长期低于家居行业整体水平。根据优居研究院发布的《2022 中国定制门窗行业发展趋势研究报告》显示，目前国内共有各类门窗企业 2 万余家，门窗行业 CR10 不足 5%，CR30 不足 10%，整体市场呈现出大市场、小企业的特点。按区域分布来看，华南区域门窗企业最多，其次为华北和华东，区域分布相对分散。

图 28：2022 年系统门窗品牌格局



资料来源：优居研究院，西部证券研发中心；备注：只考虑零售端

图 29：2022 年中国门窗企业区域分布



资料来源：优居研究院，西部证券研发中心

大空间吸引众多玩家进入。在门窗行业中，境外知名企业 YKKAP、阿鲁克、旭格等依靠其成熟的商业模式、丰富的技术积累和较高的品牌知名度，较早便进入了我国门窗领域的中高端市场，但一直受限于难以因地制宜满足各区域终端消费者的需求。近年来，境内门窗企业通过持续深耕市场不断壮大，森鹰窗业（2022 年上市）、皇派家居（已第二次递交招股说明书谋求上市）、贝克洛（豪美新材旗下系统门窗品牌）等企业正逐步扩大市场占有率。除门窗企业外，家居企业也在尝试切入门窗行业，以进一步前置流量，扩品类的同时带动定制、软装的销售，如 2022 年 7 月，索菲亚窗产品正式首发。

表 5：窗企业对比

公司名称	主要产品	2021 年产能 (万平方米)	2021 年门窗营收 (亿元)	销售市场	销售渠道	备注
森鹰窗业	铝包木窗	60	9.57	内销	经销商和大宗	上市公司
YKK AP	铝合金窗	-	未披露	全球多个国家	经销商和大宗	日企
德国旭格	铝合金窗	-	未披露	全球 80 多个国家	经销商和大宗	德企
贝克洛	铝合金窗	-	3.24	内销	大宗为主	豪美新材全资子公司
皇派家居	铝合金窗	86	10.25	内销	经销商为主	IPO 中
罗普斯金	铝合金窗	-	0.82	内销	经销商为主	上市公司
嘉寓股份	铝合金窗	-	7.52	内销	经销商和大宗	企业 2021 年总营收 14.43 亿元
						上市公司
						企业 2021 年总营收 14.30 亿元

资料来源：官方网站及公开披露信息，西部证券研发中心

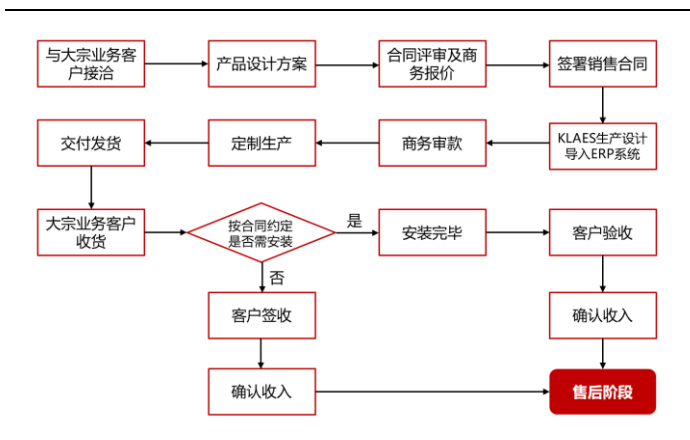
### 三、聚焦主业，渠道多元，技术赋能

#### 3.1 工程零售双轮驱动

**全渠道发力，工程零售双轮驱动。**公司同步开发大宗和零售市场，其中项目中心负责大宗业务，零售中心负责经销商业。2021 年，公司大宗渠道实现收入 5.29 亿元，收入比例 55.27%，零售渠道实现收入 4.11 亿元，收入比例 42.96%。

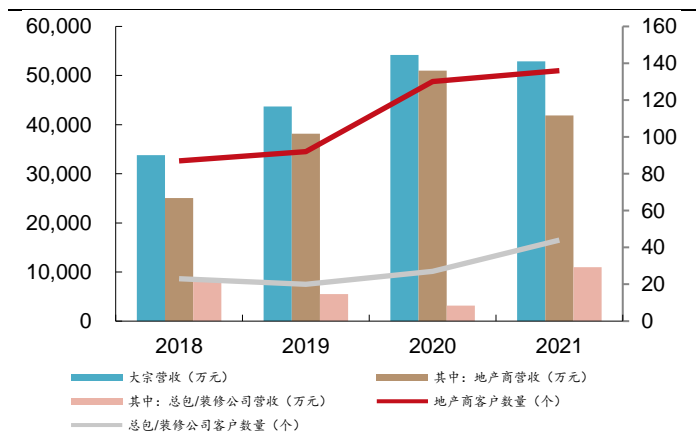
大宗业务客户为房地产商、施工单位或装修装饰公司，因客户一次性采购量较大，**公司直接与客户进行对接**，既可以提高经营效率，又可以维护与客户之间的关系。2018-2021 年，公司大宗渠道收入由 3.38 亿元增长至 5.29 亿元，复合增速 16.12%，开发商/施工单位及装修装饰公司客户数量也由 82/23 家增长至 136/44 家。同时，**公司重视大宗渠道风险把控，未进行盲目扩张**，即便在房企相继出险的 2021、2022 年，信用减值损失依然保持在合理范围。

图 30：公司大宗业务模式流程图



资料来源：公司招股说明书，西部证券研发中心

图 31：2018-2021 年公司大宗业务营收及客户数量



资料来源：公司招股说明书，西部证券研发中心

表 6：部分含大宗业务的建材/家居企业营收及信用减值损失（单位：亿元）

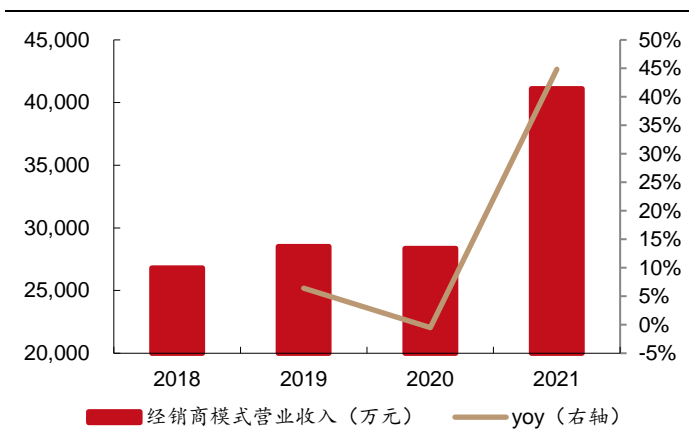
证券代码	证券简称	2021 年营收	2022 年 Q1-Q3 营收	2021 年信用减值损失	2022 年 Q1-Q3 信用减值损失
301227.SZ	森鹰窗业	9.57	6.70	+0.23	-0.29
603737.SH	三棵树	114.29	79.47	-8.14	-1.57
002572.SZ	索菲亚	104.07	79.34	-6.50	-0.14
003012.SZ	东鹏控股	79.79	50.56	-7.72	-0.43
002918.SZ	蒙娜丽莎	69.87	46.94	-1.86	-5.08
603378.SH	亚士创能	47.15	23.31	-7.82	-0.24
603208.SH	江山欧派	31.57	22.13	-1.30	-2.36
300715.SZ	凯伦股份	25.86	15.33	-2.52	-0.08
002853.SZ	皮阿诺	18.24	9.81	-9.61	-0.39

资料来源：Wind，西部证券研发中心

**经销业务稳步推进，经销网络覆盖全国。**公司通过与经销商签订《经销合同书》，将公司产品销售推广权授予经销商使用，由经销商自行设立店面销售，客户为个体消费者。经过多年发展，公司建立了覆盖全国的经销网络，经销商数量的持续增加，带动经销渠道营收稳步提升。2018-2021 年间，公司经销商数量由 179 个增加至 205 个，经销渠道收入由 2.68 亿元增长至 4.11 亿元，营收复合增速 15.33%。同时，为提高管理效率、加强终端把控、实现快速响应，公司对经销商实行扁平化管理，直接管理、对接所有经销商。

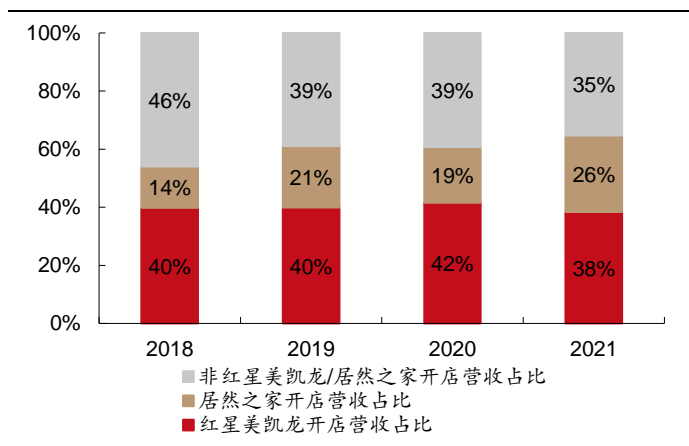
**家居巨头战略入股，助力零售业务持续增长。**2018 年美凯龙商场、居然投资、梅州欧派先后战略入股，截止 2022 年 9 月 30 日分别持有公司 1.57%、1.58%、1.58% 的股份。红星美凯龙和居然之家作为国内家居卖场的领军企业，其战略入股为公司布局经销网络提供了广阔空间。2018-2021 年间，经销商于红星美凯龙和居然之家开店数量由 42/21 家增长至 48/32 家，合计营收由 1.45 亿元增长至 2.66 亿元，复合增速 22.51%，高于经销渠道营收复合增速。

图 32：2018-2021 年经销渠道营收及增速



资料来源：公司招股说明书，西部证券研发中心

图 33：2018-2021 年红星美凯龙、居然之家开店营收占比



资料来源：公司招股说明书，西部证券研发中心

### 3.2 铝包木窗隐形冠军，P120 系列满足被动式建筑要求

公司聚焦于铝包木窗，辅之以阳光房和幕墙。铝包木窗中主打产品为 S86 系列（标准窗）

和 P120 系列（被动窗），二者于 2021 年营收占比分别为 37.73%和 17.21%。

图 34：公司主打产品



资料来源：公司招股说明书，西部证券研发中心

1) S86 系列节能铝包木窗（标准窗）：公司销量排名第一的产品系列，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，可提升房屋的居住舒适程度及房产项目的竞争力。产品保温性能： $U_w$  值 $\leq 1.4W/m^2 \cdot K$ 。

2) P120 系列节能铝包木窗（被动窗）：具有更强的保温隔热能力，保温性能： $U_w$  值 $\leq 0.8W/m^2 \cdot K$ 。能够满足国内被动式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。随着部分省份加大了对被动式建筑的重视，P120 系列产品也得到了更多关注，2017-2021 年营收由 0.57 亿元增长至 1.65 亿元，复合增速达 30.64%。

表 7：标准窗与被动窗对比

项目	标准窗（S86 系列）	被动窗（P120 系列）
技术对比	产品采用铝包木结构，框体厚度约 86mm。主框体结构为实木集成材，外挂铝型材。不能满足寒冷地区超低能耗建筑的用窗需求	产品采用铝塑木复合结构，框体厚度约 120mm，在铝木之间增加的多腔塑型材，提高了框体的保温性能。可以满足寒冷地区超低能耗建筑的用窗需求
工艺对比	常规工艺完成框体加工	塑型材复合加工工艺完成框体加工
材料对比	三玻两腔单 Low-E，明铰链五金系统，配发泡胶、密封胶等材料	三玻两腔双 Low-E，隐藏式铰链五金系统，配防水透气膜、隔气膜、预压密封带、披水板等材料
性能对比	保温性能良好， $U_w$ 值 $\leq 1.4W/m^2 \cdot K$	保温性能优异， $U_w$ 值 $\leq 0.8W/m^2 \cdot K$

资料来源：公司招股说明书，西部证券研发中心

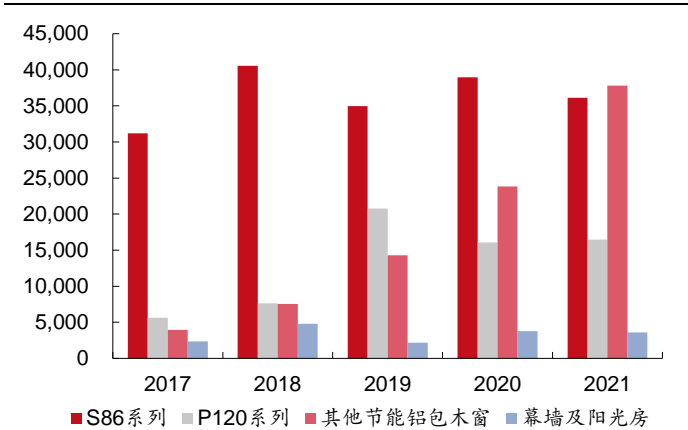
3) 其他节能铝包木窗：随着技术的完善、产线的增加及市场的开拓，公司其它系列铝包木窗也得到了快速发展。2017-2021 年营收由 0.39 亿元增长至 3.78 亿元，复合增速达 76.01%，营收占比也由 9.09%提升至 39.51%，使公司由依赖单一产品向多点齐发迈进。

4) 铝合金窗：除发力传统强项铝包木窗，公司积极丰富产品矩阵，依托长期积累的技术优势、制造优势、渠道优势及品牌优势，发力铝合金窗细分市场，2021 年正式推出铝合金窗产品及子品牌“简爱”，公司“天花板”进一步抬升。

5) 阳光房和幕墙：幕墙及阳光房产品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，该产品适合于中高端楼盘等房地产项目以及零售终端消费者

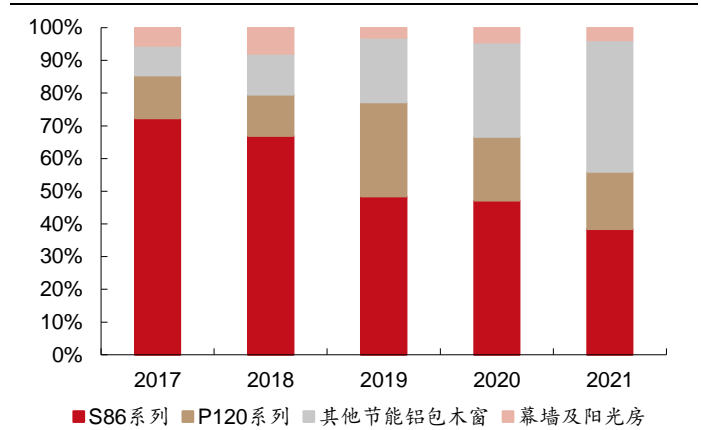
中的高端客户。

图 35: 公司主要产品营收 (万元)



资料来源: Wind, 西部证券研发中心

图 36: 公司主要产品收入占比



资料来源: Wind, 西部证券研发中心

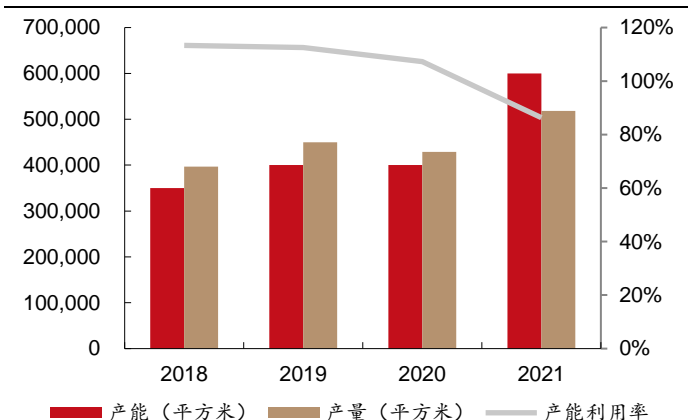
### 3.3 南京新产线投产, 打开成长空间

公司首个工厂位于黑龙江省哈尔滨市, 设计产能 40 万平方米。随着公司发展, 哈尔滨工厂已无法满足公司日益增长的订单需求:2018 年-2020 年, 公司实现产能 39.7 万平方米、45.0 万平方米和 42.9 万平方米, 通过挖掘生产设备潜力、升级生产管理等方式将产能利用率提高至 113.3%、112.5%和 107.3%。为满足市场需求, 开拓全国市场, 公司于 2019 年开始建设南京工厂, 首期产能 20 万平方米, 并于 2020 年转为固定资产, 2021 年实现投产, 2021 年, 产能利用率降至 86.3%。

新产线的转固和投产虽于短期内增加了制造费用, 使公司毛利率承压, 但极大的提高了公司生产能力, 打开了公司成长空间, 使公司免受订单无法顺利转化为收入的困扰, 有利于提高市场占有率。

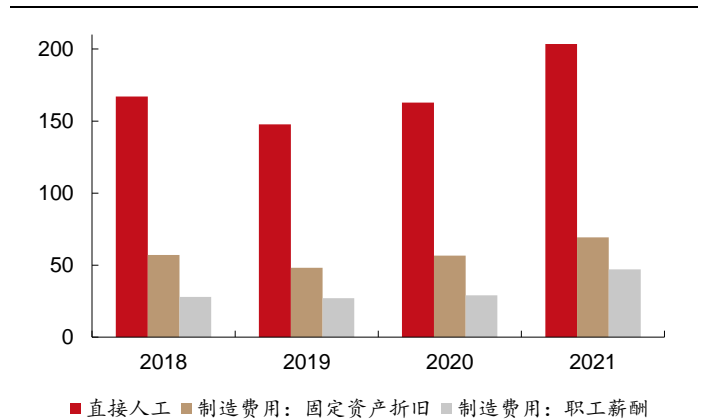
2022 年公司实现上市, 募集资金 6.73 亿元, 其中 2.48 亿元用于筹建哈尔滨年产 15 万平方米定制节能木窗建设项目, 3.75 亿元用于筹建南京年产 25 万平方米定制节能木窗项目。项目建设周期 2 年, 会根据公司订单增长情况开工建设。未来项目投产后, 总产能达 100 万平方米, 有利于公司增加优质产品供给, 满足下游市场需求, 提升综合竞争实力, 夯实行业领先地位。

图 37: 2018-2021 公司产能/产量及产能利用率



资料来源: 公司招股说明书, 西部证券研发中心

图 38: 2018-2021 年单位成本 (元/m²)



资料来源: 公司招股说明书, 西部证券研发中心

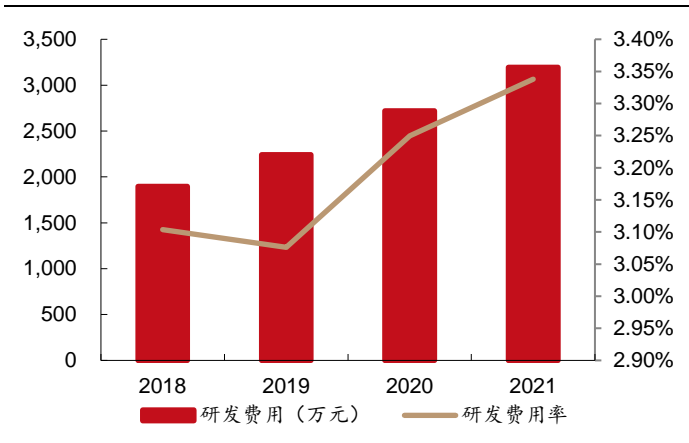


### 3.4 功能属性突出，技术打造护城河

不同于一些更注重装饰属性或技术门槛较低的建材，窗具有较强的功能属性。随着各项节能减排政策的落地以及消费者对居住体验的追求，窗的节能、气密、防水、防盗等特性得到了更多关注。传统窗仅能基本实现隔绝室内外环境的功能，若想实现上述窗特性，则不仅仅是材料的堆积和人工的付出，而需要技术的积累。铝包木窗生产过程中涉及大量独特的生产工艺及成熟的加工技术，对研发、设计、生产工艺和生产经验的长期积累综合要求较高。

近年来，公司保持较高的研发投入，2017-2021年公司研发费用持续增长，研发费用率稳步提升。持续的研发使公司积累了大量技术成果，公司在核心工艺技术方面具有较强的研发能力，拥有节能铝包木窗产品制造领域的完整技术体系和自主知识产权。截至2022年9月，公司共拥有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。此外，公司共有21项产品系列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。

图 39：2018-2021 年研发投入及研发费用率



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 40：截至 2022 年 9 月公司重要技术

序号	重要技术名称	专利号	来源
1	铝塑木型材复合技术	2011103400888	自主研发
		2011103380494	
2	中空玻璃反装技术	2012206630646	自主研发
3	被动窗嵌入式安装技术	2013106015523	自主研发
4	中空玻璃深加工技术	2015105670822	自主研发
		2021201277661	
		2018217913487	
5	超薄防弹抗砸门窗玻璃技术	2014208262154	自主研发
6	环形粘接防变形技术	2021231037188	自主研发
7	钢木复合防变形技术	2021230953276	自主研发

资料来源：公司招股说明书，西部证券研发中心

### 3.5 智慧工厂赋能，品质交付有保障

制造能力是建材企业的核心竞争力之一，当下客户普遍会对产品尺寸、功能、花色、用料等特征提出不同诉求，且下单后希望尽快收货，如何高效、快速实现规模化生产是每个企业需思考的问题。

公司是行业内少数拥有大规模定制生产能力的企业之一。生产设备上，公司从海外引进了覆盖窗体加工、喷涂、中空玻璃深加工、整窗组装等生产过程各个环节的全套生产设备；生产工艺上，公司以相同部件标准化生产和定制部件柔性化生产相结合的方式生产。现已形成木材加工中心、铝材加工生产系统、玻璃加工生产系统及立式成装生产线四大核心生产模块。

同时，为提高工作效率，公司进行了全链条的数字化建设：销售端通过“快窗”APP 客户可以对产品有直观认识，销售人员可以现场设计、出图和报价，并实现订单一键送达工厂；生产端采用产品“身份证”系统，实现木窗设计、生产、储运及售后的全程跟踪；运营端引入 ERP 系统及 KLAES 木窗生产管理软件，以实现对生产经营全过程及成本核算的

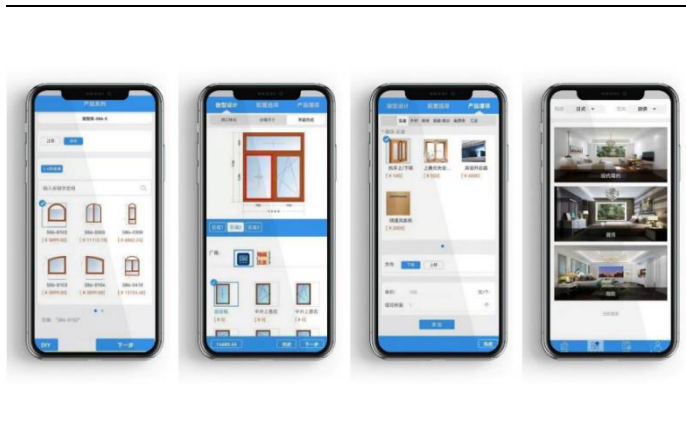
有效管控。

图 41：公司四大核心生产模块



资料来源：公司招股说明书，西部证券研发中心

图 42：公司开发的“快窗”APP



资料来源：公司招股说明书，西部证券研发中心

## 四、盈利预测及投资建议

### 4.1 关键假设及盈利预测

营收方面，窗是公司主要品类，2022年，一方面受地产行业下行影响，下游需求萎缩；另一方面受疫情持续影响，工厂有效生产时间大幅度缩短，致使供货不及时，订单无法有效转化为收入，预计2022年窗收入小幅下滑。2023-2024年，宏观角度：一方面保交楼政策推动下，窗作为地产链竣工端产品需求有望同比改善，另一方面新冠感染自2023年1月8日起实施“乙类乙管”，对生产生活的影响将显著下降；产品角度：公司除继续发力主打产品铝包木窗外，已涉猎铝合金窗，预计新产品可为公司营收持续增长做出贡献；渠道角度：一方面公司已基本完成全国范围高能级城市的经销商及门店布局，并逐渐开始下沉，门店数量有望进入快速增长期；另一方面公司从专注线下门店的单一渠道布局逐步向门店、物管新零售、异业联盟、设计师的多元渠道转变，渠道的变化有望带动公司营收快速增长。

毛利率方面，2022年，随着玻璃、铝型材等原材料价格由高位回落至2020年水平，公司毛利率有望得到一定改善。2023-2024年，玻璃加工产线技改完成、产能利用率提升、南京工厂工人效率提升有助于毛利率改善，但同时毛利率低于铝包木窗的铝合金窗营收占比提升，以及为提升终端竞争力选用更优质的木材原材料均会对毛利率产生一定影响，综合而言毛利率有望小幅持续改善。

费用率方面，2022年，受疫情影响，公司销售、管理等工作无法正常开展，费用率有望维持在较低水平。2023-2024年，销售费用方面，公司大力发展经销渠道及拓展新渠道，销售费用率预计回归至2021年的高位；管理费用方面，南京新工厂的投入使用及重要性的逐步提升预计会增加管理难度，带动管理费用率略有增加；公司重视研发，为维持产品技术领先地位，研发费用率预计维持缓慢提升态势。财务费用方面，一方面随着零售业务占比提升，公司回款速度有望进一步加快，叠加公司上市后募集资金渠道更加多元，预计未来财务费用会有所下降。

基于以上分析，我们预计窗2022-2024营收8.35、12.44、15.61亿元，同比增长-7.60%、48.97%、25.48%；幕墙及阳光房2022-2024营收0.29亿元、0.32亿元、0.35亿元，同

比增长-20.00%、10.00%、10.00%。综上，我们预计 2022-2024 年公司分别实现营业收入 8.84 亿元、13.00 亿元、16.25 亿元，同比增长-7.58%、47.03%、25.00%。实现归母净利润 1.26 亿元、1.73 亿元、2.52 亿元，同比增长-2.22%、37.62%、45.94%。

表 8：公司 2022-2024 年盈利预测（单位：万元）

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>窗</b>					
单位营收（元）	1704	1688	1,696	1,718	1,725
销量（平方米）	462,715	535,205	492,388	723,811	904,764
营业收入	78,829	90,364	83,496	124,384	156,081
yoy	12.54%	14.63%	-7.60%	48.97%	25.48%
成本	48,936	64,589	56,658	83,138	103,424
毛利率	37.92%	28.52%	32.14%	33.16%	33.74%
<b>阳光房及幕墙</b>					
营业收入	3,758	3,602	2,882	3,170	3,487
yoy	73.04%	-4.15%	-20.00%	10.00%	10.00%
成本	2,047	2,097	1,671	1,807	1,988
毛利率	45.54%	41.79%	42.00%	43.00%	43.00%
<b>其他业务</b>					
营业收入	1,067	1,697	2,036	2,443	2,932
yoy	72.49%	59.07%	20.00%	20.00%	20.00%
成本	372	611	713	855	1,026
毛利率	65.14%	63.97%	65.00%	65.00%	65.00%
<b>合计</b>					
营业收入	83,653	95,663	88,414	129,997	162,500
yoy	14.85%	14.36%	-7.58%	47.03%	25.00%
成本	51,355	67,298	59,042	85,800	106,438
毛利率	38.61%	29.65%	33.22%	34.00%	34.50%

资料来源：Wind，西部证券研发中心

## 4.2 绝对估值

FCFF 估值的基本假设：

- 1、长期增长率：假设永续增长率为 2.5%，永续增长前过渡期为 3 年，过渡期增长率为 15%。
- 2、加权平均资本 WACC 为 12.17%。
- 3、根据 FCFF 估值法得到公司目标价为 40.22 元。

表 9：FCFF 估值法核心指标

项目	数值	项目	数值
永续增长率 g	2.50%	加权平均资本成本 WACC	12.17%
企业价值（百万）	2777.54	债务资本成本 Kd	5.91%
加：非核心资产（百万）	1135.44	债务资本比重 Wd	5.70%

项目	数值	项目	数值
减：付息债务（百万）	100.10	贝塔值（ $\beta$ ）	1.60
减：少数股东权益（百万）	0.00	无风险利率 Rf	3.00%
股权价值（百万）	3812.88	市场的预期收益率 Rm	9.00%
总股本（百万）	94.80	股权资本成本 Ke	12.60%
每股价值（元）	40.22	有效税率 Tx	15.57%

资料来源：Wind，西部证券研发中心；因公司刚上市，贝塔值参考可比公司（欧派家居，江山欧派，志邦家居，皮阿诺）最近 24 个月均值

表 10：敏感性分析（元/股）

永续增长率 g	1.55%	1.71%	1.88%	2.07%	2.27%	2.50%	2.75%	3.03%	3.33%	3.66%	4.03%
WACC											
7.55%	56.64	57.71	58.96	60.42	62.14	64.21	66.70	69.76	73.58	78.48	84.93
8.31%	51.87	52.70	53.67	54.79	56.11	57.67	59.53	61.78	64.54	68.00	72.41
9.14%	47.71	48.37	49.12	49.99	51.01	52.20	53.60	55.28	57.31	59.80	62.92
10.05%	44.08	44.59	45.19	45.87	46.65	47.57	48.64	49.91	51.42	53.25	55.50
11.06%	40.89	41.30	41.76	42.30	42.91	43.62	44.44	45.41	46.55	47.91	49.56
12.17%	38.08	38.40	38.77	39.19	39.67	40.22	40.86	41.60	42.47	43.50	44.72
13.38%	35.59	35.85	36.14	36.47	36.85	37.28	37.78	38.35	39.02	39.80	40.72
14.72%	33.39	33.59	33.83	34.09	34.39	34.73	35.11	35.56	36.07	36.67	37.38
16.19%	31.43	31.60	31.78	31.99	32.22	32.49	32.80	33.14	33.54	34.01	34.54
17.81%	29.69	29.82	29.97	30.13	30.32	30.53	30.77	31.04	31.35	31.71	32.13
19.59%	28.13	28.24	28.36	28.49	28.64	28.80	28.99	29.21	29.45	29.73	30.05

资料来源：Wind，西部证券研发中心

### 4.3 相对估值

我们选取欧派家居、江山欧派、皮阿诺、志邦家居、王力安防作为可比公司，根据 Wind 一致预测结果，2023 年行业平均 PE 为 17.5 倍。我们认为公司是窗行业首家上市企业，窗市场空间较大，集中度较低，消费者对窗产品的认知仍处于培育期。公司作为行业头部企业，拥有品质过硬的产品、完善的销售网络及成熟的管理团队，有助于借助上市这一契机迅速扩大知名度，实现业绩快速增长。同时考虑到其具有更强的盈利能力（2022 前三季度公司净利率 12.92%，可比公司净利率均值为 6.84%）和成长性（公司 2021-2024 年归母净利润复合增速有望达 25%，可比公司均值为 23%）。因此给予公司 2023 年 23 倍 PE（对应 23 年 PEG 0.62，可比公司均值 0.62）。公司 2022-2024 年预计实现归母净利润 1.26 亿元、1.73 亿元、2.56 亿元，2023 年目标价 41.86 元/股。

表 11：可比公司估值对比

代码	证券简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	归母净利润（亿元）			PE（倍）			PEG 23E	ROE (%) 21A
				21A	22E	23E	21A	22E	23E		
603833.SH	欧派家居	122.00	743	26.66	27.99	32.91	33.71	26.55	22.58	1.26	20.14
603208.SH	江山欧派	64.29	88	2.57	2.25	4.36	25.80	39.10	20.12	0.20	14.47
002853.SZ	皮阿诺	21.67	40	-7.29	2.11	2.68	—	19.15	15.08	0.51	—
603801.SH	志邦家居	28.82	90	5.06	5.50	6.46	18.79	16.35	13.92	0.72	21.16
605268.SH	王力安防	9.46	42	1.38	1.61	2.66	40.68	26.11	15.77	0.23	8.57



平均值								25.45	17.49	0.58	16.09
301227.SZ 森鹰窗业	34.41	33	1.28	1.26	1.73	—	25.89	18.86	0.47	16.22	

资料来源：Wind，西部证券研发中心；备注：收盘价截止2023年1月4日

#### 4.4 投资建议

窗是建筑物重要组成部分之一，较高的客单价决定了窗具有较大的市场空间。窗除了装饰性外，功能性依然突出，“双碳”目标下，节能、密闭、保温等性能得到了更多关注，这也决定了优秀的窗企通过技术积累可以构筑更深护城河。公司为铝包木窗和铝合金窗生产企业，产品接受度高，覆盖中高端市场，二十四年耕耘发展成为行业头部企业，系行业首家成功上市的公司。2017-2021年，公司营收从4.33亿元提升至9.57亿元，年复合增长率21.88%。

宏观层面，据我们测算，即使不考虑广阔的农村市场和公共建筑，窗行业空间依然超过了2000亿元，较大的市场空间为窗企提供了广阔的表演舞台，公司作为头部企业，市占率也仅约0.3%，远低于防水、管道、定制等细分行业。行业仍处于发展初期，率先上市的企业有望加速扩张步伐；产品方面，公司主打铝包木窗和铝合金窗，随着各地对建筑节能要求的提升，铝包木窗的需求也在逐渐提升，公司具备完整的铝包木窗生产技术和工艺，构筑了较高的进入壁垒，而对于技术难度较低的铝合金窗，公司也开始涉及；渠道方面，公司已完成经销渠道广度的搭建，一级经销商遍布除西藏和中国台湾外的各区域，随着公司着手进行深度的拓展，经销商数量有望实现快速增加，带动营收以较快速度增长；生产方面，南京工厂的投产大大缓解了公司生产压力，随着公司通过IPO募集的资金建设的哈尔滨和南京产线落地，2024年公司产能有望突破100万平方米，可较好满足公司扩张需求。

我们预计公司2022-2024年实现归母净利润1.26亿元、1.73亿元、2.56亿元，对应EPS 1.33、1.82、2.70元/股，给予公司2023年23倍PE，对应2023年目标价41.86元/股。首次覆盖，给予“买入”评级。

## 五、风险提示

### 1) 房地产业回落风险

公司产品为建筑重要组成部分，终端主要应用场景依然是住宅。尽管中央及地方政府出台各类政策确保房地产行业健康平稳发展，并将“保交楼”作为现阶段各责任主体的主要工作任务，但考虑到房企资金压力依然较大，大量项目债权债务关系复杂处理难度大，未来房地产市场仍然面临下行风险，下游市场的收缩有可能会对公司的发展产生不利影响。

### 2) 市场竞争加剧风险

随着国家关于建筑节能减排一系列政策的相继出台，以及市场需求的不断增长，节能铝包木窗行业开始涌现出一批规模较大、品牌美誉度较好的优势企业。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。公司在未来将面临较大的市场竞争压力，存在一定的市场竞争风险。

### 3) 原材料价格波动的风险

公司生产所需主要原材料包括木材、铝材、玻璃、水性漆、五金件及密封胶条等。2019-2021年，公司直接材料成本占主营业务成本的比例分别为64.38%、59.56%和56.30%，直接材料价格变动对公司生产成本的影响较大，从而影响公司主营业务的毛利。公司面临原材料



料价格上涨侵蚀利润的风险。

## 财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	125	273	1,097	838	1,012	营业收入	837	957	884	1,300	1,625
应收款项	275	292	233	317	397	营业成本	514	673	590	858	1,064
存货净额	145	144	171	225	271	营业税金及附加	9	10	11	14	18
其他流动资产	15	19	18	17	18	销售费用	75	88	52	117	146
<b>流动资产合计</b>	<b>561</b>	<b>728</b>	<b>1,518</b>	<b>1,397</b>	<b>1,698</b>	管理费用	71	74	61	96	122
固定资产及在建工程	502	502	481	848	909	财务费用	4	5	(2)	(3)	(3)
长期股权投资	0	0	0	0	0	其他费用/(-收入)	12	(41)	23	13	(26)
无形资产	88	86	91	100	102	<b>营业利润</b>	<b>152</b>	<b>147</b>	<b>149</b>	<b>204</b>	<b>303</b>
其他非流动资产	75	76	56	66	60	营业外净收支	(2)	2	0	0	0
<b>非流动资产合计</b>	<b>665</b>	<b>663</b>	<b>629</b>	<b>1,014</b>	<b>1,072</b>	<b>利润总额</b>	<b>150</b>	<b>149</b>	<b>149</b>	<b>205</b>	<b>304</b>
<b>资产总计</b>	<b>1,226</b>	<b>1,391</b>	<b>2,147</b>	<b>2,411</b>	<b>2,770</b>	所得税费用	23	21	23	32	47
短期借款	173	188	100	100	100	<b>净利润</b>	<b>127</b>	<b>128</b>	<b>126</b>	<b>173</b>	<b>256</b>
应付款项	259	290	337	424	529	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他流动负债	44	38	36	39	37	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>127</b>	<b>128</b>	<b>126</b>	<b>173</b>	<b>256</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>476</b>	<b>515</b>	<b>473</b>	<b>563</b>	<b>666</b>	<b>财务指标</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	<b>盈利能力</b>					
其他长期负债	22	20	18	20	19	ROE	19.0%	16.2%	10.0%	9.9%	13.1%
<b>长期负债合计</b>	<b>22</b>	<b>20</b>	<b>18</b>	<b>20</b>	<b>19</b>	毛利率	38.6%	29.7%	33.2%	34.0%	34.5%
<b>负债合计</b>	<b>498</b>	<b>535</b>	<b>491</b>	<b>583</b>	<b>685</b>	营业利润率	18.2%	15.4%	16.8%	15.7%	18.7%
股本	71	71	95	95	95	销售净利率	15.2%	13.4%	14.2%	13.3%	15.8%
股东权益	728	856	1,656	1,828	2,085	<b>成长能力</b>					
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1,226</b>	<b>1,391</b>	<b>2,147</b>	<b>2,411</b>	<b>2,770</b>	营业收入增长率	14.9%	14.4%	-7.6%	47.0%	25.0%
						营业利润增长率	70.6%	-3.1%	1.0%	37.3%	48.3%
						归母净利润增长率	67.4%	1.1%	-2.0%	37.3%	48.3%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	40.7%	38.5%	22.9%	24.2%	24.7%
						流动比	1.18	1.41	3.21	2.48	2.55
						速动比	0.87	1.13	2.85	2.08	2.14
						<b>每股指标与估值</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
						<b>每股指标</b>					
						EPS	1.34	1.35	1.33	1.82	2.70
						BVPS	7.68	9.03	17.46	19.29	21.99
						<b>估值</b>					
						P/E	25.7	25.4	25.9	18.9	12.7
						P/B	3.4	2.9	2.0	1.8	1.6
						P/S	3.9	3.4	3.7	2.5	2.0

数据来源: 公司财务报表, 西部证券研发中心

## 西部证券—投资评级说明

行业评级	<b>超配:</b> 行业预期未来 6-12 个月内的涨幅超过市场基准指数 10%以上
	<b>中配:</b> 行业预期未来 6-12 个月内的波动幅度介于市场基准指数-10%到 10%之间
	<b>低配:</b> 行业预期未来 6-12 个月内的跌幅超过市场基准指数 10%以上
公司评级	<b>买入:</b> 公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 20%以上
	<b>增持:</b> 公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%到 20%之间
	<b>中性:</b> 公司未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数变动幅度相差-5%到 5%
	<b>卖出:</b> 公司未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数大于 5%

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 联系地址

联系地址：上海市浦东新区耀体路 276 号 12 层

北京市西城区月坛南街 59 号新华大厦 303

深圳市福田区深南大道 6008 号深圳特区报业大厦 10C

联系电话：021-38584209

## 免责声明

本报告由西部证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供西部证券股份有限公司（以下简称“本公司”）机构客户使用。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非收件人（或收到的电子邮件含错误信息），请立即通知发件人，及时删除该邮件及所附报告并予以保密。发送本报告的电子邮件可能含有保密信息、版权专有信息或私人信息，未经授权者请勿针对邮件内容进行任何更改或以任何方式传播、复制、转发或以其他任何形式使用，发件人保留与该邮件相关的一切权利。同时本公司无法保证互联网传送本报告的及时、安全、无遗漏、无错误或无病毒，敬请谅解。

本报告基于已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。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、评估及预测在出具日外无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司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。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。客户不应以本报告取代其独立判断或根据本报告做出决策。该等观点、建议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客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

在法律许可的情况下，本公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到本公司及/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。对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“西部证券研究发展中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经西部证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91610000719782242D。