

森鹰窗业 (301227)

增持 (维持)

毛利率提升+期间费率下降, 减值拖累业绩

2023年04月25日

投资要点

市场数据

市场数据日期 2023-04-24

收盘价(元)	26.60
总股本(百万股)	94.80
流通股本(百万股)	22.19
净资产(百万元)	1787.85
总资产(百万元)	2202.26
每股净资产(元)	18.86

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关报告

《【兴证建材】森鹰窗业跟踪报告: 森鹰展翅, 翱翔系统门窗蓝海》2022-11-21

《【兴证建材】伟星新材2022年三季报点评: Q3业绩超预期, 盈利能力有所提升》2022-10-28

《【兴证建材】伟星新材2022年中报点评: 零售+工程双轮驱动, 同心圆产品收入高增》2022-08-18

分析师:

黄杨

huangyang@xyzq.com.cn

S0190518070004

季贤东

jixiandong@xyzq.com.cn

S0190522100003

孟杰

mengjie@xyzq.com.cn

S0190513080002

- 公司发布年报: 2022年公司实现营业总收入8.87亿元, 同比下降7.28%; 实现归母净利润1.08亿元, 同比下降15.96%。其中Q4实现营业收入2.17亿元, 下降18.94%; 实现归母净利润0.21亿元, 下降37.45%。
- 2022年公司实现营业总收入8.87亿元, 同比下降7.28%, 主要系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少所致。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业收入7.51亿元、1.02亿元、0.19亿元、0.15亿元, 同比变动-12.53%、+127.24%、-48.15%、-11.19%, 铝合金窗收入实现较快增长, 主要系产品在零售市场大幅拓展所致。
- 2022年公司实现综合毛利率33.34%, 较去年上升3.69pct, 主要系公司贯彻实施成本领先策略。节能铝包木窗、铝合金窗、幕墙及阳光房的毛利率分别为36.35%、3.24%、41.12%, 同比变动+5.02pct、+28.32pct、-0.67pct, 铝合金窗的毛利率较低, 主要系为拓展零售市场推出的铝合金窗产品尚处于产能逐步释放阶段。
- 2022年公司实现净利率12.17%, 较去年下降1.26pct; 期间费用率为13.17%, 同比下降4.22pct。销售费用率为5.92%, 同比下降3.25pct, 销售费用同比-40.14%, 主要系2022年度广告宣传费和职工薪酬减少所致; 管理费用率为4.30%, 同比下降0.06pct; 研发费用率为3.89%, 同比上升0.55pct; 财务费用率为-0.94%, 同比下降1.46pct, 财务费用同比-267.94%, 主要系2022年度银行利息收入增加所致。
- 现金流量表分析: 每股经营性现金流净额为-0.28元, 较去年下降2.60元/股; 投资活动产生的现金流量净额为-4.21亿元, 同比下降410.91%, 主要系2022年度使用闲置募集资金及自有资金进行现金管理所致。筹资活动产生的现金流量净额8.23亿元, 同比+9382.73%, 主要系2022年度公开发行股票收到募集资金所致。
- 盈利预测及评级: 我们调整盈利预测, 预计公司2023-2025年的归母净利润分别为1.40亿元、1.75亿元、2.16亿元, 4月24日收盘价对应的PE分别为17.9、14.4、11.7x, 维持“增持”评级。
- 风险提示: 房地产竣工持续下行, 原材料价格大幅上涨, 应收账款带来坏账损失的风险、新业务拓展不及预期、竞争加剧导致毛利率下行。

主要财务指标

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	887	1095	1374	1718
同比增长	-7.3%	23.5%	25.4%	25.1%
归母净利润(百万元)	108	140	175	216
同比增长	-16.0%	30.2%	24.3%	23.6%
毛利率	33.3%	31.5%	30.8%	30.3%
ROE	6.0%	7.7%	9.0%	10.4%
每股收益(元)	1.14	1.48	1.84	2.28
市盈率	23.4	17.9	14.4	11.7

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

报告正文

事件

- **公司发布年报:** 2022 年公司实现营业总收入 8.87 亿元, 同比下降 7.28%; 实现归母净利润 1.08 亿元, 同比下降 15.96%。其中 Q4 实现营业收入 2.17 亿元, 下降 18.94%; 实现归母净利润 0.21 亿元, 下降 37.45%。

点评

- **2022 年公司实现营业总收入 8.87 亿元, 同比下降 7.28%, 主要系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少所致。**
 - 1) 分季度来看, 2022 年公司在 Q1、Q2、Q3、Q4 分别实现营业收入 1.04 亿元、2.09 亿元、3.57 亿元、2.17 亿元, 分别同比变动 7.45%、-16.55%、4.46%、-18.94%, 低增速主要系受地产及疫情影响。
 - 2) 分产品来看, 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业收入 7.51 亿元、1.02 亿元、0.19 亿元、0.15 亿元, 同比变动-12.53%、+127.24%、-48.15%、-11.19%, 铝合金窗收入实现较快增长, 主要系产品在零售市场大幅拓展所致。
 - 3) 分地区来看, 2022 年公司在华北、华东、东北、华中、西北、西南、华南分别实现营业收入 2.93 亿元、2.44 亿元、2.38 亿元、0.53 亿元、0.20 亿元、0.16 亿元、0.07 亿元, 分别同比变动 18.42%、-26.06%、-7.06%、-7.90%、24.79%、-23.39%、-32.48%。
 - 4) 分销售模式来看, 2022 年公司大宗业务模式收入为 5.02 亿元, 较去年同比-5.11%, 经销商模式收入为 3.70 亿元, 较去年同比-9.92%。
 - 5) 2022 年公司的木门窗制造销量 43.29 万平方米, 同比减少 12.61%, 产量 43.04 万平方米, 同比减少 9.90%; 金属门窗制造销量 8.06 万平方米, 同比增长 102.60%, 产量 8.25 万平方米, 同比增长 104.81%, 主要系铝合金窗逐步在经销商渠道全面运营推广, 导致金属门窗制造的销售量、生产量均较上年同期增幅较大。
- **2022 年公司实现综合毛利率 33.34%, 较去年上升 3.69pct, 主要系公司贯彻实施成本领先策略。**
 - 1) 分季度来看, 公司在 Q2、Q3、Q4 的毛利率分别为-4.87%、35.59%、34.49%, 分别同比变动-7.63pct、+3.76pct、+7.92pct。
 - 2) 分产品来看, 节能铝包木窗、铝合金窗、幕墙及阳光房的毛利率分别为 36.35%、3.24%、41.12%, 同比变动+5.02pct、+28.32pct、-0.67pct。 铝合金窗的毛利率较低, 主要系为拓展零售市场推出的铝合金窗产品尚处于产能逐步释放阶段。
 - 3) 分地区来看, 公司在华北、华东、东北、华中、西北、西南、华南分别实现毛利率 34.43%、29.46%、36.51%、19.19%、38.45%、26.52%、27.34%, 较去年同

- 比+1.57、+7.73、+2.05、-7.07、+6.01、-12.27、+0.83pct。
- 4) 分销售模式来看,公司大宗业务模式、经销商模式毛利率分别为 36.02%、27.89%,分别同比+7.06、-1.23pct。
- 5) **具体看成本构成:**木门窗制造成本构成中,直接材料、直接人工、制造费用、安装费用、运费成本分别为 2.86 亿元、0.73 亿元、0.66 亿元、0.48 亿元、0.17 亿元,同比增长-17.01%、-24.82%、-32.71%、-3.23%、-24.06%;金属门窗制造成本构成中,直接材料、直接人工、制造费用、运费成本分别为 0.64 亿元、0.14 亿元、0.17 亿元、0.35 亿元,同比增长 108.31%、21.30%、51.64%、40.06%。
- **2022 年公司实现净利率 12.17%,较去年下降 1.26pct,主要系大宗业务模式下受项目规模和资金结算时间较长等因素影响,应收账款计提的减值损失增加所致;期间费用率为 13.17%,同比下降 4.22pct。**
 - 1) 销售费用率为 5.92%,同比下降 3.25pct,销售费用同比-40.14%,主要系 2022 年度广告宣传费和职工薪酬减少所致;
 - 2) 管理费用率为 4.30%,同比下降 0.06pct,管理费用同比-8.57%;
 - 3) 研发费用率为 3.89%,同比上升 0.55pct,研发费用同比+8.04%;
 - 4) 财务费用率为-0.94%,同比下降 1.46pct,财务费用同比-267.94%,主要系 2022 年度银行利息收入增加所致。
 - 5) 资产减值损失+信用损失为 0.52 亿元,较去年增加 0.73 亿元,主要系 2022 年坏账损失增加所致。
 - **2022 年公司经营性现金流净额为-0.26 亿元,同比-112.05%,主要系 2022 年度受外部环境影响,回款有所减少所致;每股经营性现金流净额为-0.28 元,较去年下降 2.60 元/股。**
 - 1) 分季度来看,公司 Q1、Q2、Q3、Q4 每股经营性现金流净额分别为-0.50 元、0.64 元、-0.33 元、-0.07 元,分别较去年同期变动 0.11 元、-1.54 元、-0.01 元、-1.02 元。
 - 2) 从收、付现比的角度来看,公司 2022 年度收、付现比分别为 88.90%、119.09%,分别较上年同期变动-23.01、16.89 个百分点。
 - 3) 现金流方面,投资活动产生的现金流量净额为-4.21 亿元,同比减少 410.91%,主要系 2022 年度使用闲置募集资金及自有资金进行现金管理所致;筹资活动产生的现金流量净额为 8.23 亿元,较去年同比增加 9382.73%,主要系 2022 年度公开发行股票收到募集资金所致。
 - **加大市场拓展力度,翱翔门窗蓝海。**继续坚持“节能美窗”的中高端品牌和产品定位,通过终端店面、媒体传播、工业游等充分展示品牌形象,实施系统化的品牌战略,稳步提升在细分市场的品牌知名度及美誉度;稳健拓展大宗业务,同时积极发展及完善经销商网络,开发多元化的零售业务销售渠道。同时完善生产基地布局,对中空玻璃、窗用集成材和外铝板框等深加工供应

链基地进行工艺提升，提高主要原材组件自给率，同时充分利用 APS 生产排程等信息化系统、原材料优选切割及精截技术，降低原材料成本。重点提升南京生产基地的生产效率，稳步释放产能，提高订单交付能力。

- **盈利预测及评级：**我们调整盈利预测，预计公司 2023-2025 年的归母净利润分别为 1.40 亿元、1.75 亿元、2.16 亿元，4 月 24 日收盘价对应的 PE 分别为 17.9、14.4、11.7x，维持“增持”评级。
- **风险提示：**房地产竣工持续下行；原材料价格大幅上涨；应收账款带来坏账损失的风险；新业务拓展不及预期；竞争加剧导致毛利率下行。

附表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	1564	1612	1761	1935	营业收入	887	1095	1374	1718
货币资金	1045	1006	998	972	营业成本	591	750	950	1197
交易性金融资产	0	0	0	0	税金及附加	11	13	16	20
应收票据及应收账款	330	369	473	598	销售费用	53	68	82	103
预付款项	25	32	39	50	管理费用	38	50	59	74
存货	143	179	224	285	研发费用	34	45	55	69
其他	22	25	27	30	财务费用	-8	-8	-8	-10
非流动资产	638	716	701	688	其他收益	8	14	11	12
长期股权投资	0	0	0	0	投资收益	-1	0	0	0
固定资产	471	527	511	497	公允价值变动收益	0	0	0	0
在建工程	4	39	50	64	信用减值损失	-44	-21	-20	-19
无形资产	83	82	77	74	资产减值损失	-9	-7	-7	-7
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	-1	-1	-0	-0
长期待摊费用	3	-4	-12	-21	营业利润	122	162	201	250
其他	78	74	74	75	营业外收入	6	5	5	5
资产总计	2202	2328	2462	2623	营业外支出	2	1	1	1
流动负债	395	475	496	530	利润总额	127	166	205	254
短期借款	182	184	183	183	所得税	19	25	30	38
应付票据及应付账款	83	124	150	188	净利润	108	140	175	216
其他	130	167	162	158	少数股东损益	0	0	0	0
非流动负债	19	20	20	20	归属母公司净利润	108	140	175	216
长期借款	0	0	0	0	EPS(元)	1.14	1.48	1.84	2.28
其他	19	20	20	20					
负债合计	414	494	515	550					
股本	95	95	95	95	主要财务比率				
资本公积	1003	1003	1003	1003	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
未分配利润	637	683	796	922	成长性				
少数股东权益	0	0	0	0	营业收入增长率	-7.3%	23.5%	25.4%	25.1%
股东权益合计	1788	1834	1947	2073	营业利润增长率	-17.0%	32.6%	24.2%	24.1%
负债及权益合计	2202	2328	2462	2623	归母净利润增长率	-16.0%	30.2%	24.3%	23.6%
					盈利能力				
					毛利率	33.3%	31.5%	30.8%	30.3%
					归母净利率	12.2%	12.8%	12.7%	12.6%
					ROE	6.0%	7.7%	9.0%	10.4%
					偿债能力				
					资产负债率	18.8%	21.2%	20.9%	21.0%
					流动比率	3.96	3.40	3.55	3.65
					速动比率	3.60	3.02	3.10	3.11
					营运能力				
					资产周转率	49.4%	48.3%	57.4%	67.6%
					应收账款周转率	280.2%	275.9%	308.7%	297.4%
					存货周转率	391.4%	439.7%	446.6%	445.5%
					每股资料(元)				
					每股收益	1.14	1.48	1.84	2.28
					每股经营现金	-0.28	1.96	1.04	1.18
					每股净资产	18.86	19.34	20.53	21.87
					估值比率(倍)				
					PE	23.4	17.9	14.4	11.7
					PB	1.4	1.4	1.3	1.2

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
归母净利润	108	140	175	216
折旧和摊销	55	54	60	62
资产减值准备	52	-52	28	30
资产处置损失	1	1	0	0
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	3	-8	-8	-10
投资损失	1	-0	-0	-0
少数股东损益	0	0	0	0
营运资金的变动	-240	18	-151	-183
经营活动产生现金流量	-26	185	99	112
投资活动产生现金流量	-421	-139	-52	-58
融资活动产生现金流量	823	-86	-54	-79
现金净变动	375	-39	-8	-25
现金的期初余额	271	1045	1006	998
现金的期末余额	645	1006	998	972

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登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；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。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（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。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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。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，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyq.com.cn	邮箱：research@xyq.com.cn	邮箱：research@xyq.com.cn