

# 森鹰窗业 (301227.SZ)

## 雄鹰展翅，乘风入云

财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	957	887	1,107	1,358	1,622
增长率 yoy (%)	14.4	-7.3	24.7	22.7	19.4
归母净利润 (百万元)	128	108	147	174	211
增长率 yoy (%)	1.1	-16.0	36.4	18.3	21.1
ROE (%)	15.0	6.0	8.0	8.8	9.8
EPS 最新摊薄 (元)	1.35	1.14	1.55	1.84	2.22
P/E (倍)	19.0	22.6	16.6	14.0	11.6
P/B (倍)	2.8	1.4	1.3	1.2	1.1

资料来源: 长城证券产业金融研究院 注: 股价为 2023 年 5 月 26 日收盘价

**公司概况: 节能铝包木窗行业领军者, 产品系列丰富。**公司专注于高品质节能铝包木窗研发、设计、制造及销售, 曾获得多项荣誉, 竞争优势突出。公司主要产品包括节能铝包木窗、幕墙及阳光房及铝合金窗。截至 2023 年第一季度, 前五大股东持股比例为 67.24%, 股权较为集中。家居龙头入股协同效应有望显现。2023 年一季度公司实现营业收入 8580.27 万元, 同比下降 17.61%; 归母净利润-560.53 万元, 同比增长 33.50%。节能铝包木窗是公司收入的主要来源, 2022 年营业收入达到 7.51 亿元, 占公司总营收的 84.67%。

### 窗行业: 市场规模稳步提升, 下游需求向好

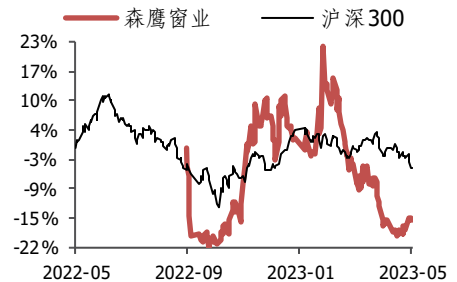
- **行业发展多年, 产品推陈出新。**门窗发展历程中, 经历了由传统木门窗到断桥铝合金门窗的逐步迭代。当前我国窗市场主要以铝合金窗为主, 占比约 60%。窗行业产业链上游主要为原材料供应商, 下游是房地产、装修公司以及消费者等。目前门窗行业主要玩家包括外资企业、传统老牌门窗企业以及部分家居企业。
- **市场规模稳步提升, 存量房翻新需求潜力巨大。**门窗行业市场规模稳步增长, 2022 年同比增长 20%至 1.2 万亿。窗行业市场需求包括三方面: 新建住房首次装修需求、装修改善需求、存量房翻新需求。政策陆续加码, 房地产行业需求有望探底回升。存量市场接近 580 亿平方米, 旧窗翻修潜力巨大。消费升级大势所趋, 催生居民装修改善需求。我国城镇化率持续提升, 且仍有较大进步空间。二手房市场体量庞大, 年均成交面积 3-4 亿 m<sup>2</sup>。老旧小区改造政策支持力度大, 2022 年全国新开工改造老旧小区 5.25 万个、876 万户。2021 年我国住宅窗市场规模为 1920.95 亿元, 其中新房首次装修、存量房到期翻新、居民装修改善市场规模分别为 1216.94、358.41、345.60 亿元。存量需求潜力巨大, 预计 2021-2025 年 CAGR 为 21.43%。
- **行业呈现“大市场、小行业”特点, 中高端、绿色是未来发展趋势。**门窗行业 TOP10%市占率不足 5%。门窗行业朝着中高端化发展, 性能更加优异的系统门窗逐步走进人们视野。系统门窗增速超过门窗行业平均增速。目前我国系统门窗渗透率仅为 2-5%, 未来成长空间较大。绿色

### 增持 (首次评级)

#### 股票信息

行业	建材
2023 年 5 月 26 日收盘价 (元)	26.49
总市值 (百万元)	2,511.25
流通市值 (百万元)	590.45
总股本 (百万股)	94.80
流通股本 (百万股)	22.29
近 3 月日均成交额 (百万元)	23.76

#### 股价走势



#### 作者

分析师 花江月

执业证书编号: S1070522100002

邮箱: huajiangyue@cqws.com

#### 相关研究

化也是门窗行业重要发展趋势，2030 碳达峰迫在眉睫，建筑业降碳势在必行。绿色建筑政策持续出台，将成为十四五建筑行业重点发展方向。被动式建筑在建筑节能和绿色建筑中扮演着重要的角色，备受政策重视。

#### 公司分析：节能铝包木窗积淀深厚，新业务未来可期

- **经营稳健，全产业链布局优势明显。**各业务发展趋势向好，2022 年铝合金窗收入同比高增。公司产品向多元化发展，节能铝包木窗系列逐步丰富，幕墙及阳光房品类推陈出新。直接材料在公司生产成本中的占比较高，2022 年占比达 59.55%。公司通过引进国外设备及自主研发集成，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。
- **经销为矛、大宗为盾，助力市场开拓。**公司销售模式兼顾大宗和经销，2022 年二者收入占比分别为 56.56%、41.74%。2019-2021 年公司大宗业务客户数量呈现逐年上升的趋势，2021 年 75.56% 的客户来源于房地产开发商或业主方。截止到 2021 年底，公司经销商数量合计达到 205 家，且主要分布于华东地区。公司经销商实力雄厚，2021 年，收入在 100 万元以上的经销商占比达到 47.32%。公司持续优化经销商布局，鼓励经销商发展“1+N”的模式，对现有经销商进行考评优化，采取多样的绩效考核和激励支持手段。
- **具备规模化定制生产能力，技术+服务奠定领先优势。**节能铝包木窗由于定制化的产品属性，规模化生产难度较高。公司是行业内少数拥有大规模定制生产能力的企业之一，竞争优势突出。公司规划未来三年内利用募投项目逐步提升产能并完善生产基地布局，当前拟建产能合计 40 万平方米。节能铝包木窗型材制造及门窗制作工艺繁多，壁垒较高。公司身为行业标杆，参与行业标准制定，自主研发多项先进技术。公司产品用料高端，且可以为客户提供木材、铝材、玻璃、五金、纱窗的定制化服务。
- **进军铝合金窗，打造第二增长曲线。**公司利用传统铝包木窗优势，积极进军铝合金窗。“简爱”系列铝合金窗设计简约，个性鲜明。“简爱”系列定位中高端，专注零售渠道，2022 年产量同比增长 104.81%。

**投资建议：**公司是节能铝包木窗行业领军者，竞争优势明显，首次给予增持评级。预计公司 2023~2025 年归母净利润分别为 1.47、1.74、2.11 亿元，同比分别增长 36%、18%、21%，对应估值分别为 17、14、12 倍。门窗行业发展多年，市场规模稳步提升，存量房翻修需求旺盛，随着房地产政策的出台，增量需求有望回暖。公司是节能铝包木窗行业领军者，全产业链布局优势明显；公司是行业内少数拥有大规模定制生产能力的企业之一，核心工艺技术领先，客户认可度高。此外，公司依托传统节能铝包木窗优势，积极进军市场空间更大的铝合金窗，有望打开第二成长曲线。

**风险提示：**政策落地不及预期；市场测算与实际值偏差；地产需求恢复不及预期；原材料价格波动；行业竞争加剧风险。

## 内容目录

1. 公司概况：节能铝包木窗行业领军者，产品系列丰富 .....	6
2. 窗行业：市场规模稳步提升，下游需求向好 .....	8
2.1 行业发展多年，产品推陈出新 .....	8
2.2 市场规模稳步提升，存量房翻新需求潜力巨大 .....	10
2.3 行业呈现“大市场、小行业”特点，中高端、绿色是未来发展趋势 .....	16
2.3.1 行业集中度低，系统门窗渗透率有望持续提升 .....	16
2.3.2 绿色节能是行业未来发展的主旋律 .....	17
3 公司分析：节能铝包木窗积淀深厚，新业务未来可期 .....	19
3.1 经营稳健，全产业链布局优势明显 .....	19
3.1.1 各产品发展向好，成本压力缓解 .....	19
3.1.2 触达上游生产环节，打通完整工艺生产链 .....	23
3.2 经销为矛、大宗为盾，助力市场开拓 .....	25
3.3 具备规模化定制生产能力，技术+服务奠定领先优势 .....	29
4. 盈利预测及估值水平 .....	36
4.1 盈利预测及投资建议 .....	36
盈利预测重要假设： .....	36
4.2 投资建议 .....	37
风险提示 .....	37

## 图表目录

图表 1: 公司发展历程 .....	6
图表 2: 公司主要产品 .....	6
图表 3: 2018-2022 年公司营业收入及增速情况 .....	7
图表 4: 2018-2022 年公司归母净利润及增速情况 .....	7
图表 5: 2018-2022 年公司营业收入结构情况 .....	8
图表 6: 2018-2023Q1 公司毛利率及净利率情况 .....	8
图表 7: 我国门窗发展历程 .....	8
图表 8: 我国窗市场结构 .....	9
图表 9: 窗行业产业链 .....	9
图表 10: 门窗行业主要企业 .....	10
图表 11: 2018-2022 年门窗行业市场规模及增速 .....	11
图表 12: 2022 年门窗企业区域分布 .....	11
图表 13: 2022 年下半年以来的房地产政策 .....	11
图表 14: 2000-2020 年我国存量住房面积 .....	13
图表 15: 我国城镇和农村居民人均可支配收入 .....	13
图表 16: 我国城镇和农村居民恩格尔系数 .....	13
图表 17: 2000-2022 年全国城镇化率 .....	13
图表 18: 2017-2021 年全国二手房成交情况 .....	14
图表 19: 全国老旧小区改造情况 .....	14
图表 20: 2021-2025 年我国窗行业市场规模测算 .....	15
图表 21: 我国系统门窗竞争格局 .....	16
图表 22: 普通门窗和系统门窗对比 .....	16

图表 23:	2019-2022 年普通门窗和高端系统门窗市场规模增速	17
图表 24:	2020 年全国建筑能耗数据分析	17
图表 25:	全国建筑能耗和碳排放变化趋势	18
图表 26:	建筑节能政策汇总	18
图表 27:	2018-2022 节能铝包木窗收入及同比增速	19
图表 28:	2018-2022 幕墙及阳光房收入及同比增速	20
图表 29:	2021-2022 铝合金窗收入及同比增速	20
图表 30:	2018-2021 节能铝包木窗各系列产品占比	20
图表 31:	公司主要产品种类及介绍	20
图表 32:	2018-2022 木材价格指数	22
图表 33:	2018-2022 铝材价格指数	22
图表 34:	2018-2023 玻璃价格	22
图表 35:	2020-2021 公司主要原材料占原材料采购额比例	22
图表 36:	2018-2022 公司各产品毛利率	22
图表 37:	境内外采购红松价格对比情况	23
图表 38:	外铝板框数控自动氩弧焊接机	24
图表 39:	铝材数字化加工中心	24
图表 40:	2019-2021 年玻璃采购数量	24
图表 41:	2019-2021 年玻璃采购单价	24
图表 42:	公司玻璃生产线及产能变动情况	24
图表 43:	2019-2022 年大宗业务收入及增速	25
图表 44:	2019-2022 年经销业务收入及增速	25
图表 45:	2019-2022 公司大宗和经销商收入模式占比	25
图表 46:	2019-2021 年大宗业务客户数量	25
图表 47:	2019-2021 年大宗业务销售收入构成	25
图表 48:	大宗业务销售流程图	26
图表 49:	2019-2021 年公司经销商收入区域分布	26
图表 50:	2019-2021 年公司经销商销售收入（亿元）	26
图表 51:	公司经销商网络	27
图表 52:	2019-2021 年分级经销商数量占比	27
图表 53:	2019-2021 年分级经销商销售收入占比	27
图表 54:	公司终端店面效果展示	27
图表 55:	2019-2020 返利金额及占经销收入比例	28
图表 56:	通过信息化、智能化实现规模生产	29
图表 57:	2019-2021 公司产能及产能利用率	30
图表 58:	公司 IPO 募投项目	30
图表 59:	窗类对比	31
图表 60:	公司重要技术	31
图表 61:	公司产品全生命周期质量管理关键环节	32
图表 62:	2019-2022 研发费用投入与研发费用率	33
图表 63:	公司定制化服务项目	33
图表 64:	2019-2021 售后费用及占营收比例	34
图表 65:	2019-2021 广告宣传费及占营收比例	34
图表 66:	公司和竞争对手产品零售价格	34
图表 67:	公司简爱铝合金窗	35
图表 68:	简爱铝合金窗“四简四爱”特点	35
图表 69:	2021-2022 铝合金窗产销量	36

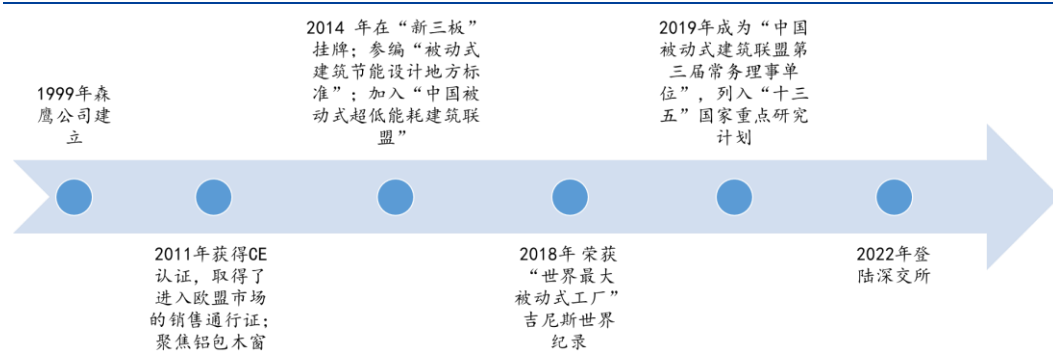
---

图表 70: 2018-2022 公司在华东区域收入 .....	36
图表 71: 分产品收入预测 .....	37

## 1. 公司概况：节能铝包木窗行业领军者，产品系列丰富

公司专注于高品质节能铝包木窗研发、设计、制造及销售，曾获得多项荣誉，竞争优势突出。公司成立于1999年，率先将德系木窗系统引入中国并提出“铝包木窗”概念。公司专注于高品质节能铝包木窗研发、设计、制造，是少数拥有大规模定制能力的企业之一。2011年，公司获得CE认证，取得了进入欧盟市场的销售通行证，后于2014年成功在新三板挂牌。2018年公司获“世界最大被动式工厂”吉尼斯世界纪录。经中国建筑金属结构协会钢木窗委员会、全国工商联家具装饰业商会认定，2017-2019年度，公司在铝包木窗生产规模、市场销售量上，连续三年在国内同类企业中排名第一，并于2019年成为中国被动式建筑联盟第三届常务理事单位（PHACHina），列入“十三五”国家重点研究计划，后于2022年登陆深交所。公司凭借自主研发的多款适用于被动式建筑的节能窗系产品，推动中国乃至世界超低能耗建筑外窗产业的发展潮流。

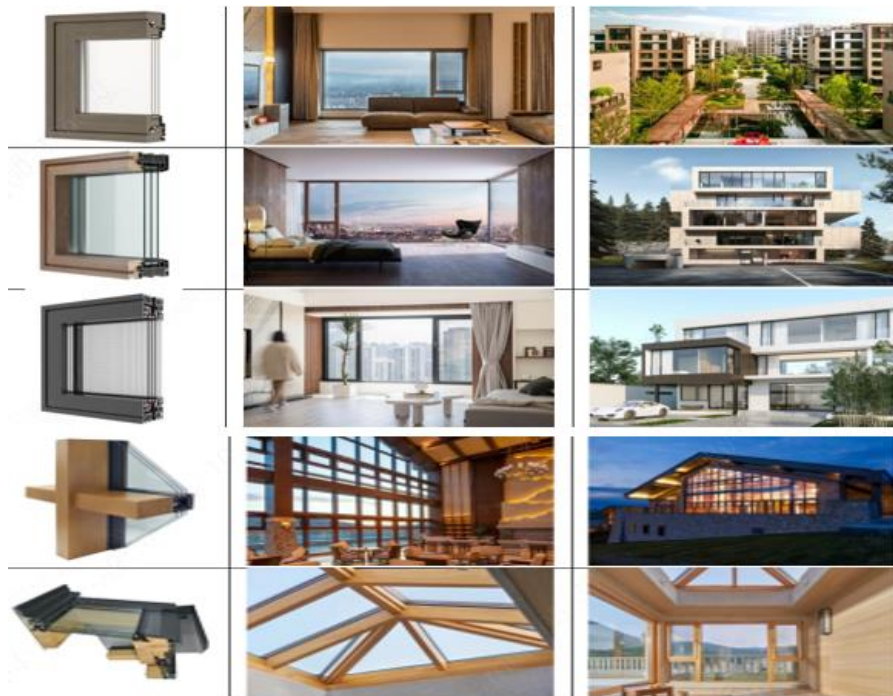
图表1: 公司发展历程



资料来源: 公司官网, 长城证券产业金融研究院

公司主要产品包括节能铝包木窗、幕墙及阳光房及铝合金窗。公司始终聚焦节能窗产品的研发与制造，不断优化和升级产品主材料配置，全球化采购引进各国先进的生产线和门窗信息化系统。公司提供量身定制的服务，满足不同客户的个性化需求，同时努力做到节能降耗。经过多年的发展，公司在节能铝包木窗领域获得了强大的品牌影响力和认可度，销售区域覆盖了全国大部分省份。幕墙及阳光房的生产工艺类似于节能铝包木窗产品，是以纯实木作为主要承重结构的全透明非传统建筑，采用玻璃和铝包木框架，同样具有良好的保温隔热性能。此外，在铝包木窗品类的基础上，公司于2021年自主研发设计“简爱”系列铝合金窗，以多腔断桥铝合金为主结构，是公司为进一步拓展零售市场而推出的产品。

图表2: 公司主要产品



资料来源：公司 2022 年报，长城证券产业金融研究院

截至 2023 年第一季度，前五大股东持股比例为 **67.24%**，股权较为集中。家居龙头入股协同效应有望显现。公司第一和第二大股东为创始人边书平、应京芬夫妇，合计持股 62.51%。此外，2018 年，欧派家居、居然之家和红星美凯龙等家居龙头企业也纷纷入股，分别持股 1.58%、1.58%和 1.57%。家居龙头企业入股后，双方合作空间进一步打开，有望为公司带来更多机遇。

图表 3: 公司前五大股东持股情况

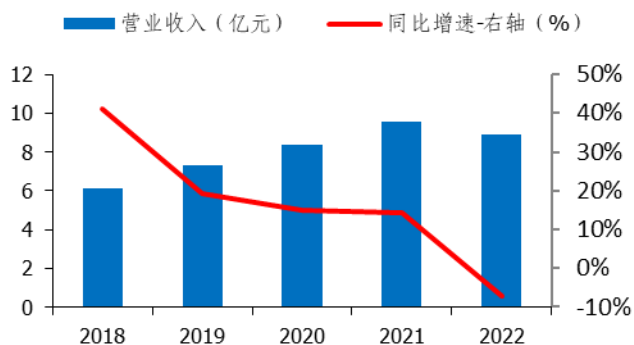
股东名称	持股比例
边书平	55.42%
应京芬	7.09%
梅州欧派投资实业有限公司	1.58%
中居和家（北京）投资基金管理有限公司 - 北京居然之家联合投资管理中心（有限合伙）	1.58%
红星美凯龙家居商场管理有限公司	1.57%
合计	67.24%

资料来源：公司 2023 年一季报，长城证券产业金融研究院

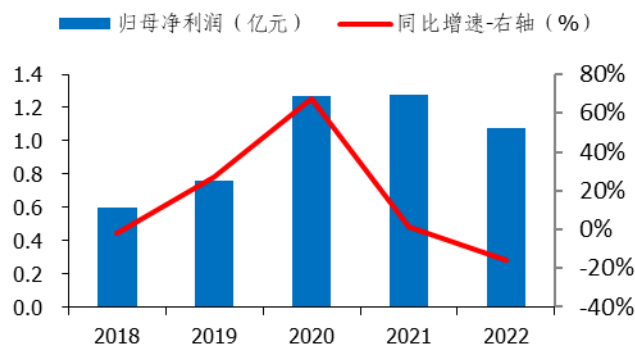
2023 年一季度公司实现营业收入 **8580.27 万元**，同比下降 **17.61%**；归母净利润 **-560.53 万元**，同比增长 **33.50%**。2018-2021 年，公司收入和归母净利润逐年递增，复合增速分别达 16.13/28.73%，发展势头较盛。2022 年，受外部环境及房地产市场影响，公司营业收入同比下降 7.28%至 8.87 亿元。同时，由于低毛利率的铝合金产品收入增速较快且占比增加，以及应收账款计提的减值损失增加，归母净利润同比下降 15.96%至 1.08 亿元。一季度为公司传统淡季，2023 年一季度公司营业收入/归母净利润分别为 8580.27/-560.53 万元，同比分别变动-17.61%/+33.50%。

图表 3: 2018-2022 年公司营业收入及增速情况

图表 4: 2018-2022 年公司归母净利润及增速情况



资料来源：招股说明书，公司 2022 年报，长城证券产业金融研究院

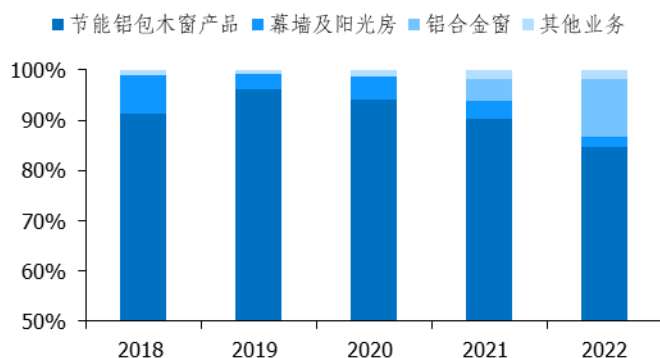


资料来源：招股说明书，公司 2022 年报，长城证券产业金融研究院

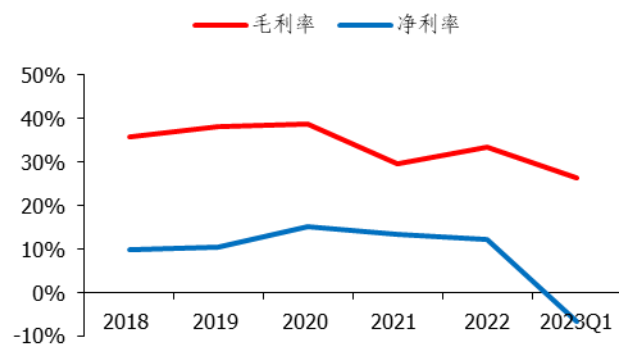
节能铝包木窗是公司收入的主要来源，2022 年营业收入达到 7.51 亿元，占公司总营收的 84.67%。2018-2022 年，公司铝包木门窗的收入占比均超过 80%。2022 年铝合金窗收入保持快速增长，同比增长 127.24%至 1.02 亿元。毛利率方面，2022 年公司毛利率整体回升，同比增长 3.69pct 至 33.34%，净利率同比下降 1.26pct 至 12.17%。2023 年一季度公司毛利率/净利率分别为 26.32/-6.53%。

图表 5: 2018-2022 年公司营业收入结构情况

图表 6: 2018-2023Q1 公司毛利率及净利率情况



资料来源：招股说明书，公司 2022 年报，长城证券产业金融研究院



资料来源：招股说明书，公司 2022 年报及 2023 一季报，长城证券产业金融研究院

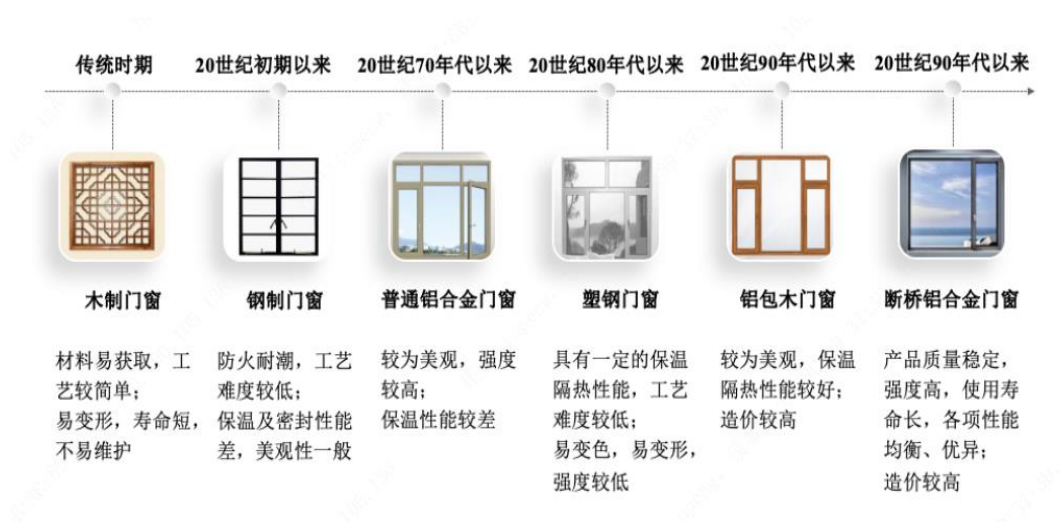
## 2. 窗行业：市场规模稳步提升，下游需求向好

### 2.1 行业发展多年，产品推陈出新

门窗发展历程中，经历了由传统木门窗到断桥铝合金门窗的逐步迭代。早期由于制作工艺以及材料的限制，人们多以木头或钢材作为门窗的主要制作材料。20 世纪 70-90 年代，铝合金门窗、塑钢门窗相继出现，并因其优异的产品性能广受追捧，20 世纪 90 年代以来，断桥铝合金门窗和铝包木门窗横空出世，因其综合性能更优，在我国门窗市场快速发展。

图表 7: 我国门窗发展历程

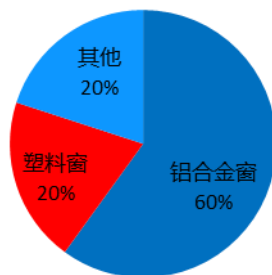




资料来源：皇派家居招股书，长城证券产业金融研究院

当前我国窗市场主要以铝合金窗为主，占比约 **60%**。根据中国建筑金属协会期刊，当前我国窗市场中，铝合金窗依然处于主导地位看，占比约为 **60%**；其次是塑料窗，占比约为 **20%**；剩余部分包括木窗（含铝包木窗）、钢窗、钢塑复合窗、玻璃钢窗等占比约为 **20%**。

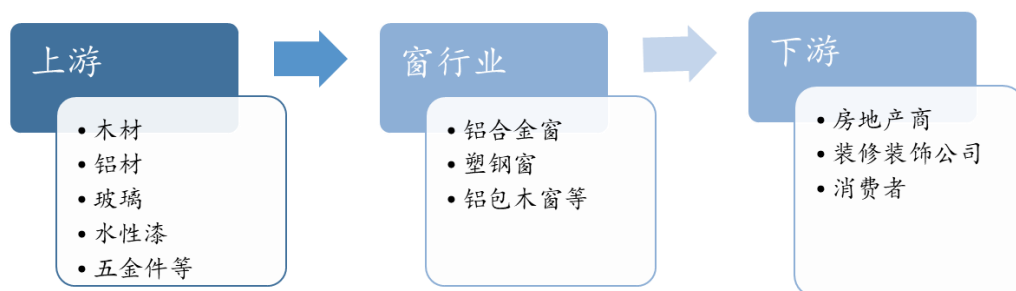
图表8：我国窗市场结构



资料来源：中国建筑金属协会期刊，长城证券产业金融研究院

窗行业产业链上游主要为原材料供应商，下游是房地产、装修公司以及消费者等。窗行业处于产业链中游，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；下游主要面向房地产商、装修装饰公司、购买商品住房首次装配以及旧房装修改善的消费者。

图表9：窗行业产业链



资料来源：公司招股说明书，长城证券产业金融研究院

目前门窗行业主要玩家包括外资企业、传统老牌门窗企业以及部分家居企业。1) 外资

**品牌。**以日本 YKK AP、意大利阿鲁克、德国旭格国际集团为代表，这些企业经验丰富，产品质量优秀，业务遍布全球各地。**2) 传统门窗企业。**包括森鹰窗业、贝克洛、皇派家居等，这些企业深耕门窗行业多年，实力雄厚。**3) 家居企业。**门窗行业市场庞大，发展前景广阔，吸引了众多知名家居企业入场，如索菲亚、欧派、好莱客、诗尼曼等。

图表10: 门窗行业主要企业

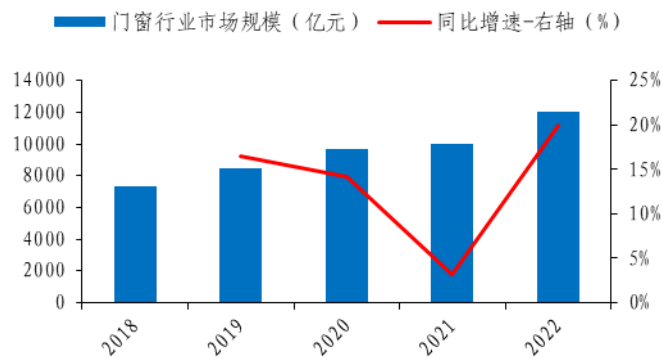
地区	公司名称	公司简介
国外	YKK AP	日本 YKK AP 于 1957 年成立，1962 年开始从事铝合金门窗生产和销售业务，主要产品包括断桥铝合金门窗、铝合金门窗和幕墙三大系列。1999 年，YKK AP 成立大连吉田建材有限公司，随后分别在深圳、苏州、上海设立工厂及销售公司，营业范围覆盖中国主要城市。
	阿鲁克	意大利 AluK 阿鲁克集团，成立于 1949 年，专业从事铝合金门窗幕墙系统设计与生产，拥有超过 70 年的行业经验，主要产品包括窗、门、幕墙及执手等。目前，阿鲁克集团在全球拥有 10 家分公司，2600 多家客户，业务遍及全球多个国家和地区。
	旭格	德国旭格国际集团，成立于 1951 年，是一家铝合金门、窗、幕墙系统的全球性系统供应商，主要产品包括门、窗、幕墙和安防与遮阳系统等。旭格与全球 40,000 名加工商、开发商、建筑师和投资商建立合作，集团业务遍及全球 80 多个国家。
国内	森鹰窗业	森鹰窗业成立于 1999 年 12 月，于 2020 年 12 月申请深交所创业板上市。森鹰窗业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。
	贝克洛	广东贝克洛幕墙门窗系统有限公司，成立于 2009 年 9 月，为上市公司豪美新材的全资子公司，是一家集研发、设计咨询、销售、技术服务为一体的幕墙门窗系统供应商，产品包括外开窗、内开窗、推拉窗、推拉门、平开门、折叠门、阳光房及幕墙等多种系统。该公司主要面向工程客户，终端应用主要为房地产开发项目。
	皇派家居	皇派家居在广东佛山拥有现代化生产基地，是集研发、制造、营销于一体的国家高新技术企业，多年来专注于开发门窗、阳光房等产品，获得欧盟 CE、澳洲 STANDARDSMARK 产品双认证，全国终端品牌专卖店 800+家，覆盖中国大陆 30 个省、自治区、直辖市。
	家居企业	索菲亚、欧派、好莱客、诗尼曼等。

资料来源: 各公司官网, 长城证券产业金融研究

## 2.2 市场规模稳步提升，存量房翻新需求潜力巨大

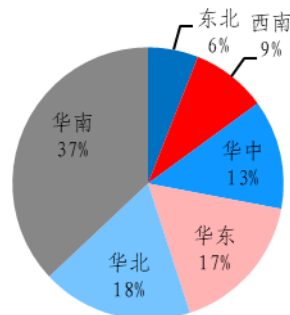
门窗行业市场规模稳步增长，2022 年同比增长 20%至 1.2 万亿。根据优居研究院的《2022 中国定制门窗行业发展趋势研究报告》，我国门窗行业市场规模稳步增长，2018 年市场规模为 7300 亿元，2022 年达到 1.2 万亿元，复合增速为 13.23%。从门窗企业的区域分布来看，目前华南企业数量最多，其次是华北和华东。

图表11: 2018-2022年门窗行业市场规模及增速



资料来源: 优居研究院, 长城证券产业金融研究院

图表12: 2022年门窗企业区域分布



资料来源: 优居研究院, 长城证券产业金融研究院

窗行业市场需求包括三方面: 新建住房首次装修需求、装修改善需求、存量房翻新需求。近年来, 受房地产调控影响, 我国新建住房增速逐步放缓, 对窗行业的市场需求造成一定影响, 但随着各种利好政策的出台, 增量需求有望好转。其次, 我国住房存量市场庞大, 需要更新换代的旧窗体量不容小觑, 窗行业依然大有可为。最后, 随着城镇化进程的持续推进, 以及人们生活水平和消费能力的提高, 居民对窗户的装修改善需求旺盛, 功能和美观属性更佳的系统门窗将替代传统门窗, 逐步走进人们的生活。

政策陆续加码, 房地产行业需求有望探底回升。2022年下半年以来, 房地产利好政策持续出台, “信贷、债券、股权”三箭齐发, 房地产企业融资环境迎来全面改善。除供给端外, 政策也重视需求端, 例如首套住房贷款利率政策常态化、各地“因城施政”等, 房地产行业供需两侧均迎利好, 市场需求有望逐步回暖。2023年4月商品房销售、施工、新开工、竣工面积同比变动-11.8%、-45.7%、-28.3%、37.2%, 3月同比值分别为-3.5%、-34.2%、-29.0%、32.0%, 竣工端增速持续向好。

图表13: 2022年下半年以来的房地产政策

日期	名称	主要内容
2023.01.13	起草《改善优质房企资产负债表计划行动方案》	为贯彻落实中央经济工作会议部署, 有效防范化解优质头部房企风险, 改善资产负债状况, 有关部门起草了《改善优质房企资产负债表计划行动方案》, 方案明确将完善针对 30 家试点房企的“三线四档”规则, 拟重点推进 21 项工作任务, 引导优质房企资产负债表回归安全区间, 推动行业向新发展模式平稳过渡。
2023.01.10	人民银行、银保监会联合召开主要银行信贷工作座谈会, 研究部署落实金融支持稳增长有关工作	要有效防范化解优质头部房企风险, 实施改善优质房企资产负债表计划, 聚焦优质房企, 开展“资产激活”“负债接续”“权益补充”“预期提升”四项行动, 综合施策改善优质房企经营性和融资性现金流, 引导优质房企资产负债表回归安全区间; 要配合有关部门和地方政府扎实做好保交楼、保民生、保稳定各项工作
2022.12.30	人民银行、银保监会建立首套住房贷款利率政策动态调整机制	人民银行、银保监会发布通知, 决定建立首套住房贷款利率政策动态调整机制。新建商品住宅销售价格环比和同比连续 3 个月均下降的城市, 可阶段性维持、下调或取消当地首套住房贷款利率政策下限。
2022.12.21	证监会明确五大重点工作, 更好服务经济	全面落实改善优质房企资产负债表计划, 继续实施民企债券融资专项支持计划和工具, 更好推进央地

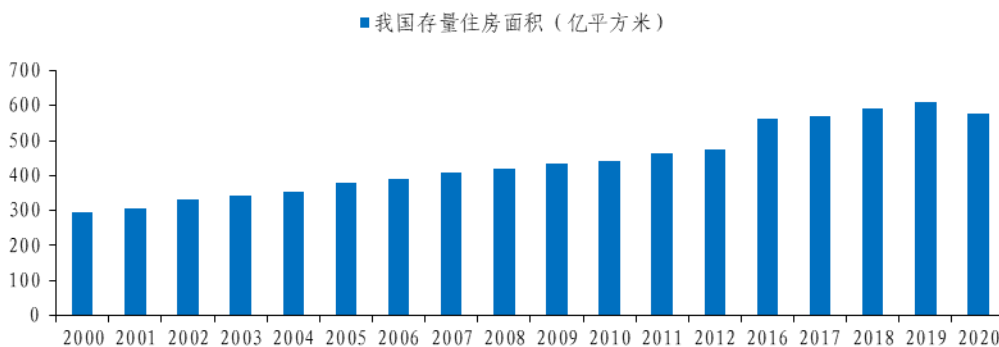
	整体好转	合作增信共同支持民营房企发债。落实好已出台的房企股权融资政策，允许符合条件的房企“借壳”已上市房企，允许房地产和建筑等密切相关行业上市公司实施涉房重组。加快打造保障性租赁住房 REITs 板块。
2022.11.28	“第三支箭”来了，证监会公布房企股权融资调整优化 5 项措施	1.恢复涉房上市公司并购重组及配套融资；2.恢复上市房企和涉房上市公司再融资；3.调整完善房地产企业境外市场上市政策；4.进一步发挥 REITs 盘活房企存量资产作用；5.积极发挥私募股权投资基金作用。
2022.11.23	中国人民银行 中国银行保险监督管理委员会关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知	保持房地产融资平稳有序、积极做好“保交楼”金融服务、积极配合做好受困房地产企业风险处置、依法保障住房金融消费者合法权益、阶段性调整部分金融管理政策、加大住房租赁金融支持力度。
2022.11.21	中国人民银行、银保监会联合召开全国性商业银行信贷工作座谈会	要全面落实房地产长效机制，因城施策实施好差别化住房信贷政策，支持刚性和改善性住房需求。保持房地产融资平稳有序，稳定房地产企业开发贷款、建筑企业贷款投放，支持个人住房贷款合理需求，支持开发贷款、信托贷款等存量融资在保证债权安全的前提下合理展期。用好民营企业债券融资支持工具（“第二支箭”）支持民营房企发债融资。完善保交楼专项借款新增配套融资的法律保障、监管政策支持等，推动“保交楼”工作加快落实。
2022.11.23	中国人民银行、银保监会：《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》（十六条措施）	包括保持房地产融资平稳有序、积极做好“保交楼”金融服务、积极配合做好受困房地产企业风险处置、依法保障住房金融消费者合法权益、阶段性调整部分金融管理政策、加大住房租赁金融支持力度等 6 个方面 16 条措施。
2022.11.21	央行拟向商业银行提供 2000 亿元免息再贷款	近期，央行拟发布保交楼贷款支持计划；至 2023 年 3 月 31 日前，央行将向商业银行提供 2000 亿元免息再贷款，支持商业银行提供配套资金用于支持“保交楼”，封闭运行、专款专用。
2022.10.14	中国人民银行行长易纲线上出席二十国集团财长和央行行长会议	易纲在发言中表示人民银行将加大稳健货币政策实施力度，为实体经济提供更有力的支持，重点发力支持基础设施建设，支持金融机构发放制造业等重点领域设备更新改造贷款，同时推动“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。
2022.09.30	中国人民银行决定下调首套个人住房公积金贷款利率	中国人民银行决定，自 2022 年 10 月 1 日起，下调首套个人住房公积金贷款利率 0.15 个百分点，5 年以下（含 5 年）和 5 年以上利率分别调整为 2.6% 和 3.1%。第二套个人住房公积金贷款利率政策保持不变，即 5 年以下（含 5 年）和 5 年以上利率分别不

低于 3.025%和 3.575%。

资料来源：人民银行，新华社，证监会，长城证券产业金融研究

**存量市场接近 580 亿平方米，旧窗翻修潜力巨大。**90 年代以来，我国房地产市场长期保持快速发展态势，所积累下来的存量市场体量庞大。根据国家统计局数据，近十年我国人均住房面积和人口数量持续攀升，侧面印证了存量住房市场的快速扩容。以人均住房面积\*人口数简单测算，2020 年我国存量住房面积达到 578 亿平方米。

图 14: 2000-2020 年我国存量住房面积

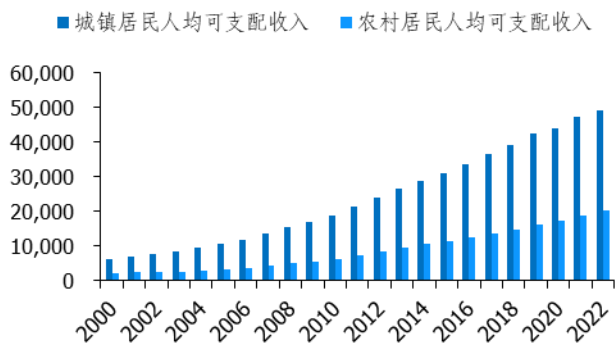


资料来源：国家统计局，长城证券产业金融研究院

注：存量住房面积=农村人均住房面积\*农村人口数+城镇人均住房面积\*城镇人口数，数据来自国家统计局

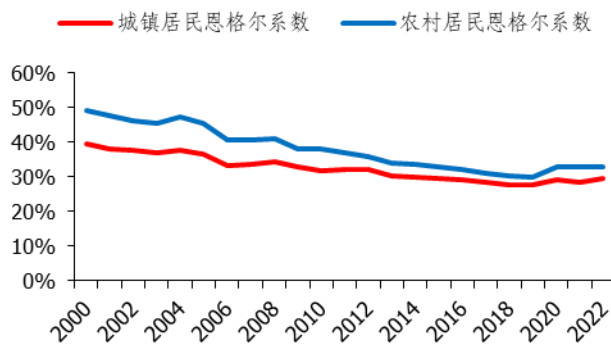
**消费升级大势所趋，催生居民装修改善需求。**2022 年我国城镇居民人均可支配收入为 4.93 万元，同比增长 3.95%；农村居民人均可支配收入为 2.01 万元，同比增长 6.35%。长期来看，居民恩格尔系数呈下降趋势，其中城镇/农村居民恩格尔系数分别从 2000 年的 39.40/49.10%下降至 2022 年 29.48/32.98%。

图 15: 我国城镇和农村居民人均可支配收入



资料来源：国家统计局，长城证券产业金融研究院

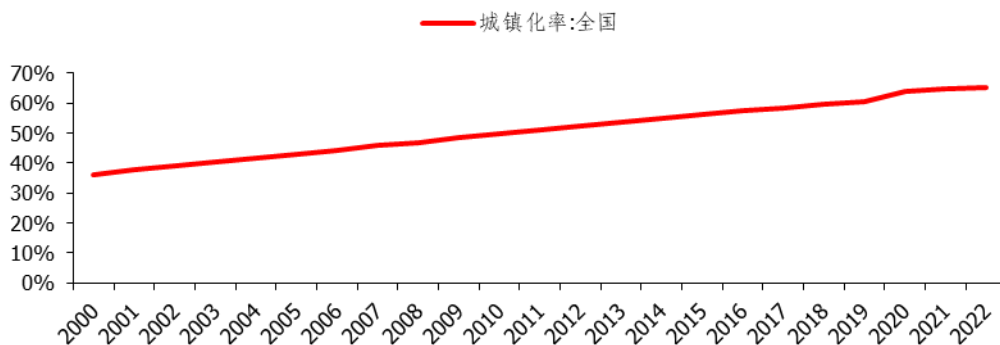
图 16: 我国城镇和农村居民恩格尔系数



资料来源：国家统计局，长城证券产业金融研究院

**我国城镇化率持续提升，且仍有较大进步空间。**2000 年以来，我国城镇化率呈现稳步上升趋势，2022 年全国城镇化率达到 65.22%，而 2000 年仅为 36.22%。根据国际经验，城镇化发展一般经历四个阶段：初始、加速、减速、饱和。其中，城镇化率达到 20%之前属于初始阶段，从 20%快速增加至 50%属于加速阶段，从 50%减速增加至 70%属于减速阶段，城镇化率进入 70%后缓慢发展的情形属于饱和阶段。目前欧美国家的城镇化率基本稳定在 80%左右，我国与其相比仍有较大进步空间。

图 17: 2000-2022 年全国城镇化率



资料来源: 国家统计局, 长城证券产业金融研究院

二手房市场体量庞大, 年均成交面积 3-4 亿 $m^2$ 。根据贝壳研究院数据, 自 2017 年起, 全国二手房市场成交金额呈现上涨趋势, 2021 年受房地产市场调控影响, 成交金额有所回调。二手房成交面积近几年呈现震荡下跌趋势, 年均成交面积维持在 3-4 亿 $m^2$ 。2021 年, 全国二手房销售面积为 3.6 亿 $m^2$ , 销售套数为 393 万套, 销售金额为 7 万亿元, 成交均价为 1.94 万元/ $m^2$ 。

图表 18: 2017-2021 全国二手房成交情况

时间	销售面积 (亿 $m^2$ )	销售套数 (万套)	销售金额 (万亿元)	成交均价 (万元/ $m^2$ )
2017	4.1	430	6.0	1.45
2018	4.0	430	6.6	1.64
2019	3.9	426	6.8	1.72
2020	4.0	432	7.5	1.88
2021	3.6	393	7.0	1.94

资料来源: 贝壳研究院, 长城证券产业金融研究

老旧小区改造政策支持力度大, 2022 年全国新开工改造老旧小区 5.25 万个、876 万户。我国老旧小区改造工作稳步推进, 2019-2021 年, 全国累计新开工改造城镇老旧小区 11.4 万个、惠及居民 2000 多万户。2022 年全国计划新开工改造城镇老旧小区 5.1 万个、840 万户; 实际新开工改造老旧小区 5.25 万个、876 万户。此外, 根据住建部部长倪虹在 2023 年全国住房和城乡建设工作会议上表示, 2023 年我国将新开工改造城镇老旧小区 5.3 万个以上, 累计改造小区数量达到 16.7 万户。根据《“十四五”公共服务规划》, 到 2025 年, 我国城镇老旧小区改造数量要达到 21.9 万个。

图表 19: 全国老旧小区改造情况

	2020	2021	2022	2023E
新开工改造老旧小区数量 (万个)	4.03	5.56	5.25	5.3
新开工改造老旧小区户数 (万户)	736	965	876	--

资料来源: 住建部, 长城证券产业金融研究

根据我们的测算, 2021 年我国住宅窗市场规模为 1920.95 亿元, 其中新房首次装修、存量房到期翻新、居民装修改善市场规模分别为 1216.94、358.41、345.60 亿元。存量需求潜力巨大, 预计 2021-2025 年 CAGR 为 21.43%。根据我们测算, 未来几

年我国窗行业市场规模有望呈现稳步上升趋势,到 2025 年市场规模将达 2726.79 亿元,2021-2025 复合增速为 9.15%。其中存量房市场潜力巨大,2021 年市场规模为 358.41 亿元,到 2025 年预计将达 779.14 亿元,复合增速为 21.43%。首次装修市场和居民装修改善市场预计稳中有升,市场规模将分别由 2021 年的 1216.94/345.60 亿元增长至 2025 年的 1497.47/450.17 亿元,复合增速分别为 5.32/6.83%。有关假设前提如下:

- ✓ 2022 年下半年以来房地产政策加码多集中在“保交楼”等竣工端,预计竣工面积会逐步回暖,假设 2023-2025 年竣工面积增速分别为 8%、5%、5%;
- ✓ 2022 年房地产行业整体承压,假设当年二手房成交面积下滑 10%,之后市场逐步回暖,增速与竣工面积保持一致;
- ✓ 二手房装修改善需求与存量房到期翻新需求有重合部分,根据中国社科院、华夏时报的《住房与美好生活:中国住房大数据报告 2021》,大部分二手房楼龄在 18 年以内,楼龄 75 分位数为 18 年,据此假设重复系数为 20%。
- ✓ 假设窗售价为 600 元/m<sup>2</sup>,且每年递增 5%;
- ✓ 假设存量房窗户翻修周期为 20 年,则 2021 年竣工面积对应 2001 年数据,以此类推。

图表 20: 2021-2025 年我国窗行业市场规模测算

	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
竣工面积 (万 m <sup>2</sup> )	101411.94	86222.00	93119.76	97775.75	102664.54
新房首次装修					
窗户面积 (万 m <sup>2</sup> )	20282.39	17244.40	18623.95	19555.15	20532.91
单价 (元/m <sup>2</sup> )	600.00	630.00	661.50	694.58	729.30
市场规模 (亿元)	1216.94	1086.40	1231.97	1358.25	1497.47
竣工面积 (万 m <sup>2</sup> )	29867.36	34975.75	41464.06	42464.90	53417.04
存量房到期翻修					
窗户面积 (万 m <sup>2</sup> )	5973.47	6995.15	8292.81	8492.98	10683.41
单价 (元/m <sup>2</sup> )	600.00	630.00	661.50	694.58	729.30
市场规模 (亿元)	358.41	440.69	548.57	589.90	779.14
二手房成交面积 (万 m <sup>2</sup> )	36000.00	32400.00	34992.00	36741.60	38578.68
居民装修改善 (剔除到期翻修)					
窗户面积 (万 m <sup>2</sup> )	7200.00	6480.00	6998.40	7348.32	7715.74
重复系数	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20
有效面积 (万 m <sup>2</sup> )	5760.00	5184.00	5598.72	5878.66	6172.59
单价 (元/m <sup>2</sup> )	600.00	630.00	661.50	694.58	729.30
市场规模 (亿元)	345.60	326.59	370.36	408.32	450.17
<b>合计-市场规模 (亿元)</b>	<b>1920.95</b>	<b>1853.68</b>	<b>2150.90</b>	<b>2356.47</b>	<b>2726.79</b>

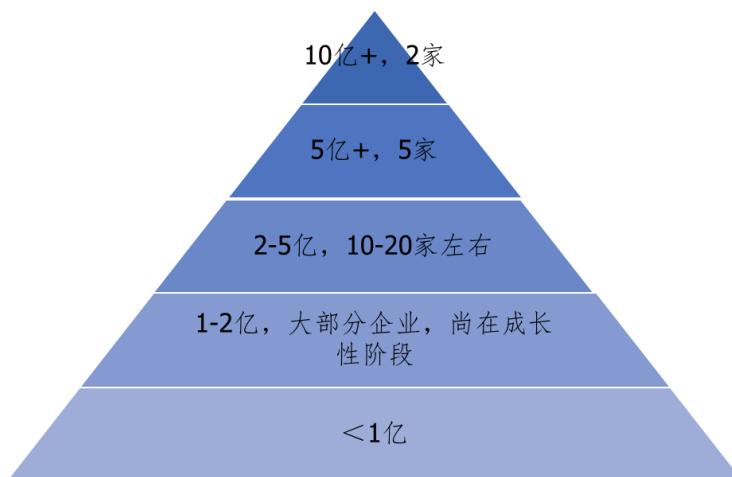
资料来源:国家统计局,贝壳研究院,中国社科院,华夏时报,长城证券产业金融研究

## 2.3 行业呈现“大市场、小行业”特点，中高端、绿色是未来发展趋势

### 2.3.1 行业集中度低，系统门窗渗透率有望持续提升

门窗行业呈现“大市场、小行业”特点，**TOP10%市占率不足5%**。根据《2022中国定制门窗行业发展趋势研究报告》，目前门窗行业TOP10企业的市场总占有率不足5%；TOP30企业的市场总占有率不足10%。以系统门窗为例，大部分企业收入规模在1-2亿元，收入规模达5亿以上的有5家，达到10亿以上的仅有2家。

图表21: 我国系统门窗竞争格局



资料来源: 优居研究院, 长城证券产业金融研究院

门窗行业朝着中高端化发展，性能更加优异的系统门窗逐步走进人们视野。系统门窗是系统化设计、制造、安装的建筑门窗。相比传统门窗，系统门窗可在兼顾成本的前提下，保障高可靠性和耐用性，并实现多项优异性能。系统门窗具备应对多样化地理气候的能力，拥有提高节能效率和定制化需求的发展趋势，具有系统性的设计、制造、安装流程和兼顾成本、效率的竞争优势。

图表22: 普通门窗和系统门窗对比

对比内容	普通门窗	系统门窗
	未合理搭配型材、玻璃、五金密封性、气密性、金配件等材料，未充分考虑抗风压性、保温隔热、气密、抗风压、保温隔热性、隔音性	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



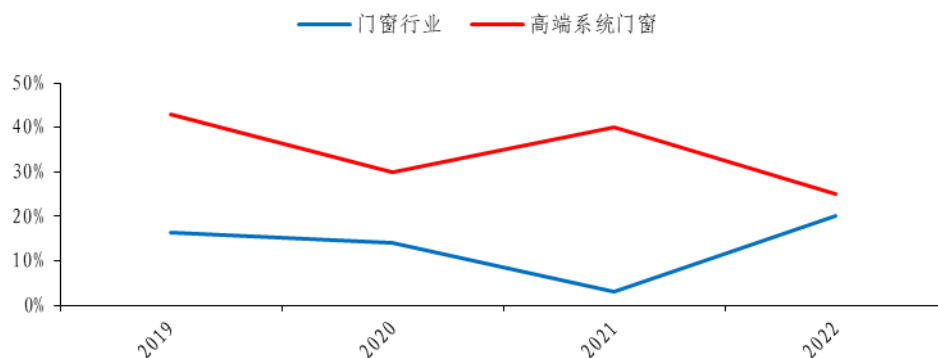
等方面为客户提供个性化、定制化的功能扩展

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，长城证券产业金融研究

**系统门窗市场规模增速超过门窗行业平均增速。**随着生活水平的提高，人们对门窗的功能性越来越看重，高端系统门窗愈发受到消费者青睐。2019-2022 年，高端系统门窗市场规模增速分别为 43/30/40/25%，而门窗行业整体增速分别为 16/14/3/20%，系统门窗表现亮眼，未来增长动能充足。

图表 23: 2019-2022 年普通门窗和高端系统门窗市场规模增速



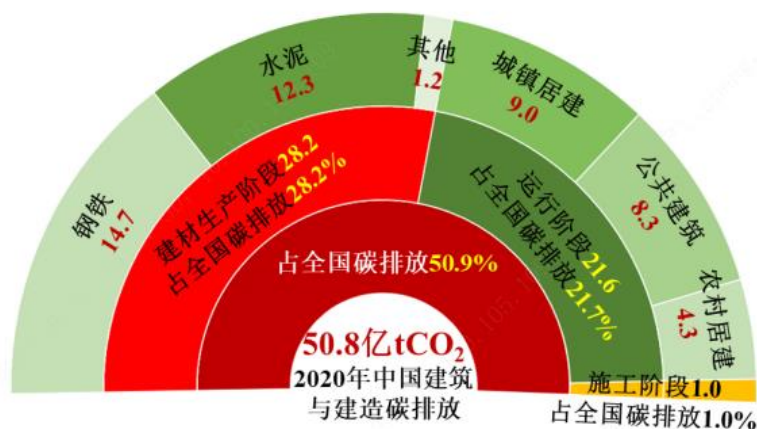
资料来源：优居研究院，长城证券产业金融研究院

目前我国系统门窗渗透率仅为 2-5%，未来成长空间较大。同海外成熟市场相比，目前我国系统门窗行业依然处于发展初期。长期以来，国内门窗品质参差不齐，在隔音性能、水密气密性等方面的不足严重影响居住环境的舒适性，成为住宅品质的短板。系统门窗作为高品质门窗的代表，根据豪美新材 2022 年报，目前系统门窗在国内门窗市场的渗透率仅为 2%-5%，在欧洲市场的渗透率达到 70% 以上，仍有较大进步空间。

### 2.3.2 绿色节能是行业未来发展的主旋律

绿色化也是门窗行业重要发展趋势，2030 碳达峰迫在眉睫，建筑业降碳势在必行。根据中国建筑节能协会发布的《中国建筑能耗研究报告（2022）》，2020 年全国建筑全过程能耗占全国能源消费总量比重为 45.50%，全国建筑全过程碳排放占全国碳排放的比重为 50.90%。根据德国商会德中生态商务平台(Econet China)的《目标市场分析：中国建筑和绿色建筑标准的能源效率》，传统建筑中，通过门窗流失的能量约占建筑能耗的 45%-50%。做好门窗节能对建筑行业而言至关重要，绿色化将是门窗行业未来的重要发展趋势。

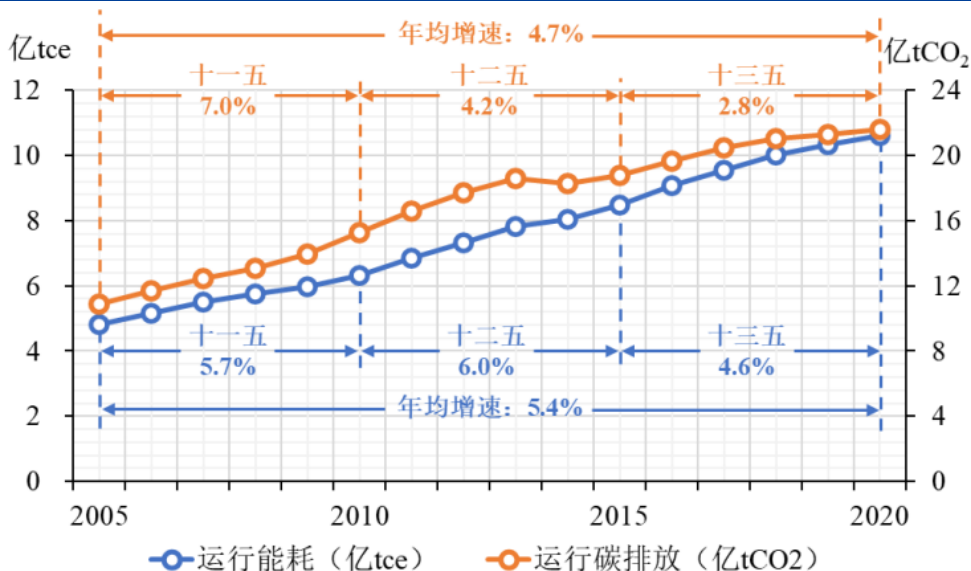
图表 24: 2020 年全国建筑能耗数据分析



资料来源：中国建筑节能协会，长城证券产业金融研究院

自十三五时期以来，我国建筑运行能耗及运行碳排放两项指标同比增速均实现收窄。我国建筑能耗与碳排放变化主要表现为两大趋势：（1）建筑运行碳排放增速低于能耗增速；（2）自十一五时期以来，两项指标同比增速总体呈现收窄趋势，“十一五”、“十二五”和“十三五”期间年均碳排放增速分别为 7.0%、4.2%和 2.8%。

图表 25: 全国建筑能耗和碳排放变化趋势



资料来源：中国建筑节能协会，长城证券产业金融研究院

绿色建筑政策持续出台，将成为十四五建筑行业重点发展方向。建筑节能和绿色建筑是推进新型城镇化、建设生态文明、全面建成小康社会的重要举措。中央与地方政府为配合这一目标达成，先后出台一系列指导方案，有效提高建筑节能行业建设标准，为公司所处节能窗行业市场渗透率提升起到推进作用。

图表 26: 建筑节能政策汇总

文件名	发布时间	发文单位	政策内容
《“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》	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

文件名	发布时间	发文单位	政策内容
《建筑节能发展规划》			结构逐步优化，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，为城乡建设领域 2030 年前碳达峰奠定坚实基础。
《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。推广节能技术设备，开展能源管理体系建设，实现节能增效。
《绿色建筑创建行动方案》	2020 年	住建部、工业和信息化部等七部门	创建目标：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，住宅健康性能不断完善，装配化建造方式占比稳步提升，绿色建材应用进一步扩大。
《近零能耗建筑技术标准》	2019 年	住建部	建筑设计应根据气候特征合和场地条件，通过被动式涉及降低建筑冷热需求和提升主动式能源系统的能效达到超低能耗，在此基础上，利用可再生能源对建筑能源消耗进行平衡和替代达到近零能耗。

资料来源：公司招股说明书，长城证券产业金融研究院

**被动式建筑在建筑节能和绿色建筑中扮演着重要的角色，备受政策重视。**被动式建筑是利用太阳能及家电设备散热为建筑内部提供热能，从而减少使用主动供应能源。此类起源于德国，目前是国际公认的节能建筑形式。我国被动式建筑起步较晚，于 2015 年住建部第一次正式出台行业指导方针《被动式超低能耗绿色建筑技术导则（试行）》。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，21 个省/直辖市/自治区、16 个城市先后发布 102 项。截至 2020 年，全国共发布被动式建筑技术导则 9 项，设计、检测、评价标准 14 项。

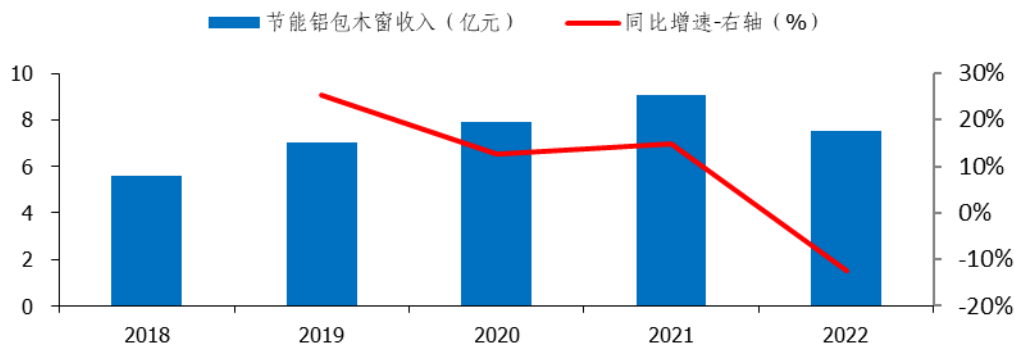
### 3 公司分析：节能铝包木窗积淀深厚，新业务未来可期

#### 3.1 经营稳健，全产业链布局优势明显

##### 3.1.1 各产品发展向好，成本压力缓解

各业务发展趋势向好，**2022 年铝合金窗收入同比高增。**2018-2021 年，节能铝包木窗收入稳步增长，2022 年受外部环境和房地产市场影响，收入同比下降 12.53% 至 7.51 亿元；幕墙及阳光房与公司的节能铝包木窗产品的生产工艺相近，是节能铝包木窗产品的重要补充，全年收入同比下降 48.15% 至 1867.84 万元；铝合金窗是公司下一步重要进军领域，市场拓展成效显著，全年实现营业收入 1.02 元，同比增长 127.24%。

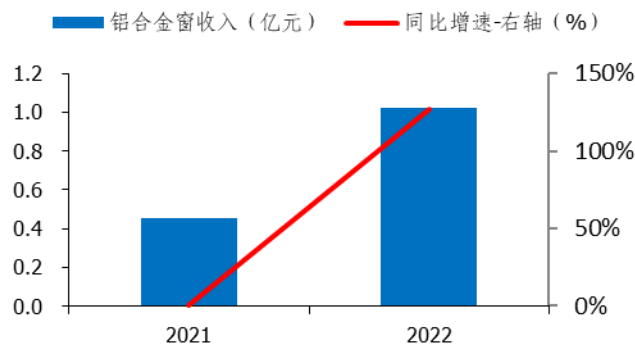
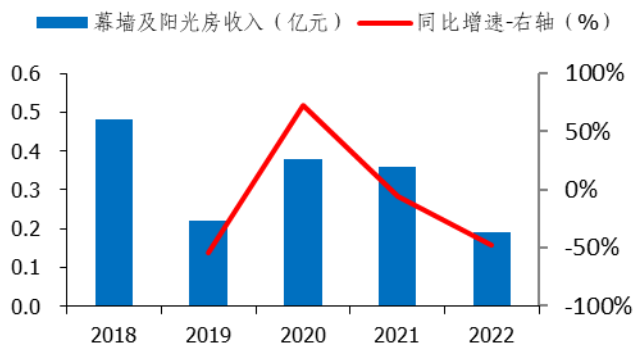
图表 27: 2018-2022 节能铝包木窗收入及同比增速



资料来源：招股说明书，公司 2022 年报，长城证券产业金融研究院

图表 28: 2018-2022 幕墙及阳光房收入及同比增速

图表 29: 2021-2022 铝合金窗收入及同比增速

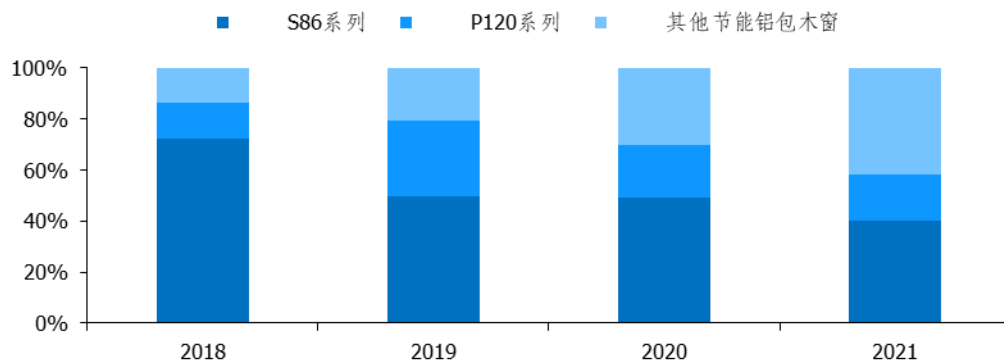


资料来源：招股说明书，公司 2022 年报，长城证券产业金融研究院

资料来源：招股说明书，公司 2022 年报，长城证券产业金融研究院

公司产品向多元化发展，节能铝包木窗系列逐步丰富，幕墙及阳光房品类推陈出新。公司当前的产品家族主要分为经典铝包木窗、新生代铝包木窗、简爱系列（铝合金窗）、自由拾光（阳光房）四大类，各大类下包含多种子产品。以面向工程业务的经典铝包木窗为例，除 S86 系列、P120 系列两大主打产品，为了迎合不同消费者的喜好，公司还推出 TS135、TS120、C95、C90 等多种铝包木窗产品，原有的 P120 系列产品也迎来升级款 P135，实现了外观与性能的双重提升。简爱铝合金窗系列将无压条设计和铝包木思维设计相结合，是公司进军铝合金行业的第一款新品。

图表 30: 2018-2021 节能铝包木窗各系列产品占比



资料来源：招股说明书，公司 2022 年报，长城证券产业金融研究院

图表 31: 公司主要产品种类及介绍

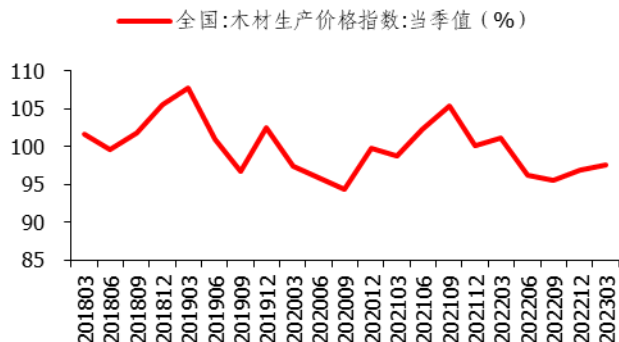
产品类别	产品系列	产品性能
经典铝包木窗	S86	S86 系列节能铝包木窗产品是森鹰窗业的标准窗产品，“S”为“Super”的缩写，代表“超级节能”，“86”是窗框体的总厚度，单位为毫米，开启方式为内开，产品保温性能：Uw 值 $\leq 1.4W/m^2 \cdot K$ 。
	S101-森鹰一号	该系列产品系在 S86 系列产品的基础上增加了外铝板框的厚度，给金刚网纱窗提供更大的设计空间，以满足客户对锁闭装置、纱窗把手等特殊配置的升级要求，大幅提升了产品的外观形象及客户体验。
	F86-江南美	F86 系列产品系公司针对南方消费者的用窗需求而开发出的一款经典节能铝包木窗产品。南方消费者偏好视野较宽、线条简约的窗体，对密封性能要求相对较低。公司在 S86 系列产品的基础上进行研发和改进，推出了 F86 系列产品，将窗户看面宽度从 68mm 缩小至 48mm，以更好地拓展南方市场。
新生代铝包木窗	X139-内开窗	框体厚度为 139mm，标配白橡木指接集成材，定制德国好博高级执手，外铝板框无缝焊接。
	X120-内开窗	面向工程建筑项目匠心定制，为满足被动式工程建筑需求，x120 将框体厚度减薄，同时框体宽度加宽。使用 Low-E 中空玻璃充氩气，让产品保温性能和隔热性能再度升级，节能加倍，严寒酷暑轻松应对。
	X120OD-外开门	森鹰 x120-OD 被动式外开门，采用大断面发泡型中间密封胶条阻断室内外空气对流，植入新型复合材料 X，这款材料防潮防蛀且强度高，保证框体结实、安全、耐用。采用 WINKHAUS 原装进口五金及森鹰订制铰链，高端简约。
铝合金窗	简爱系列	简爱铝合金窗是一款无压条设计、以铝包木思维设计的铝合金窗。凭借极简硬核技术、双色硬核技术、无缝硬核技术、圆角硬核技术、玻璃硬核技术和材料硬核，采用较为复杂的生产工艺，从而使整窗体现出了较好的高级质感、简约而不轻薄、定制化属性较高、个性鲜明，产品的差异化特征较为突出。
幕墙及阳光房	Scw60 明框幕墙	森鹰 Scw60 明框幕墙由森鹰窗业于 2015 年研发制造，为中国率先通过 PHI 认证的幕墙产品。Scw60 框体可视面宽度一致，为建筑提供更宽阔的视景，框体线条均匀统一，直立支撑框架简洁明快、高强度型材持久耐用。为超过 3 米宽高的建筑洞口，提供了专业解决方案。
	自由拾光(固德曼阳光房)	森鹰 Swg60 固德曼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。

资料来源：公司官网，公司招股说明书，长城证券产业金融研究院

直接材料在公司生产成本中的占比较高，2022 年占比达 59.55%。公司生产所需主要

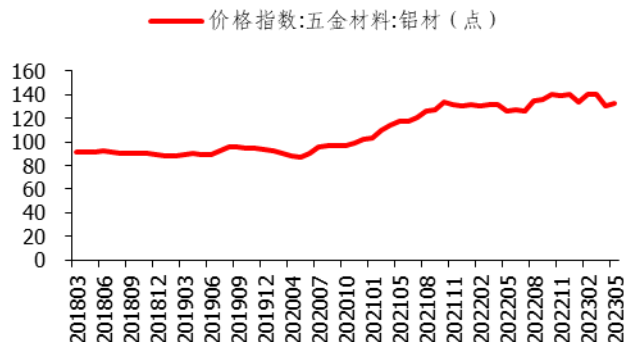
原材料包括木材、铝材、玻璃、水性漆、五金件及密封胶条等，直接材料成本占主营业务成本的比例为 59.55%。2022 年节能铝包木窗直接材料成本为 2.79 亿元，占其成本比例为 58.30%。铝合金窗、幕墙及阳光房直接材料成本分别为 6407.13、732.80 万元，分别占其成本比例为 64.78%、66.64%。上游原材料价格波动会显著影响公司的生产成本，进一步作用于公司主营业务毛利。2022 年以来，木材和平板玻璃价格震荡下行，铝材价格略有上涨，整体成本压力有所缓解。

图表 32: 2018-2022 木材价格指数



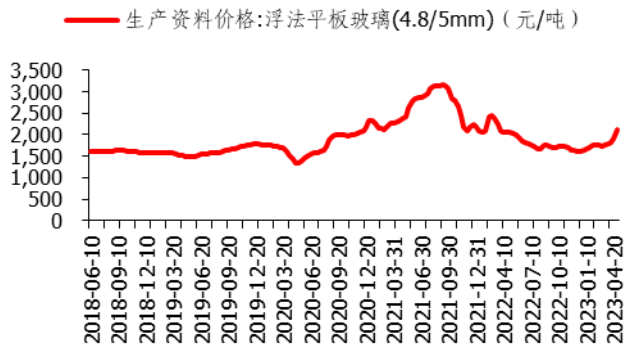
资料来源: 国家统计局, 长城证券产业金融研究院

图表 33: 2018-2022 铝材价格指数



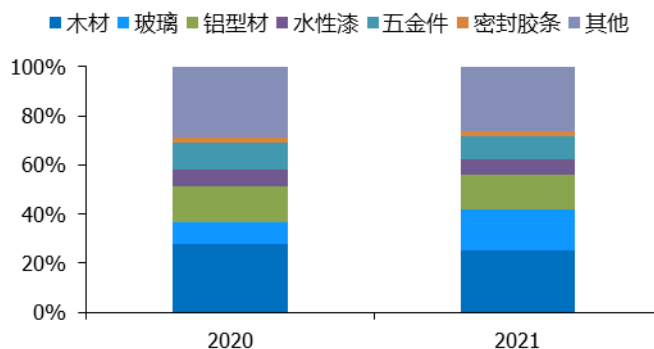
资料来源: 中国五金机电指数, 长城证券产业金融研究院

图表 34: 2018-2023 玻璃价格



资料来源: 国家统计局, 长城证券产业金融研究院

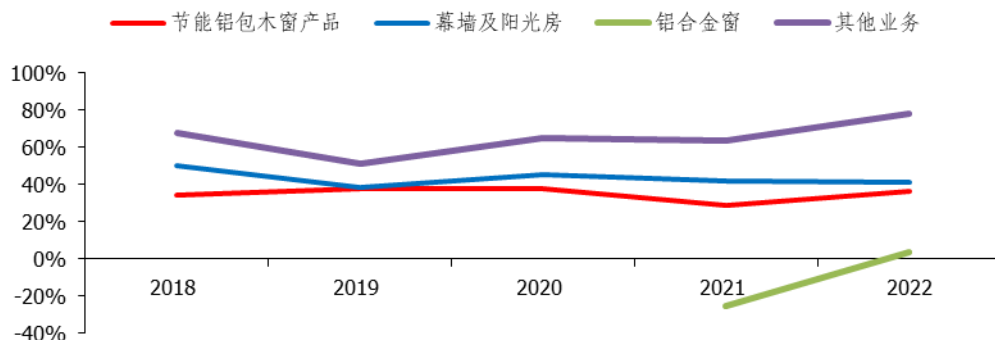
图表 35: 2020-2021 公司主要原材料占原材料采购额比例



资料来源: 森鹰窗业招股说明书, 长城证券产业金融研究院

2022 年公司节能铝包木窗、幕墙及阳光房、铝合金窗毛利率分别为 36.35%、41.12%、3.24%。节能铝包木窗近年来毛利率较为稳定，2021 年受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的影响，毛利率有所下降，2022 年同比增长 5.02pct 至 36.35%。2018 年以来，幕墙及阳光房毛利率整体呈现下降趋势，2022 年毛利率为 41.12%，同比小幅下降 0.67pct。2022 年铝合金窗毛利率为 3.24%，处于较低水平，主要因为其产能仍处于释放过程，折旧、摊销等制造费用相对较高，同时生产人员熟练程度相对较低、生产效率相对较低，使得生产人员用工成本相对较高。

图表 36: 2018-2022 公司各产品毛利率



资料来源：招股说明书，公司 2022 年报，长城证券产业金融研究院

### 3.1.2 触达上游生产环节，打通完整工艺生产链

公司通过引进国外设备及自主研发集成，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。公司是行业内少数拥有大规模定制生产能力的企业之一，已实现了从木材、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，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，享有产业链协同的优势，保障了节能铝包木窗产品的规模化生产。

木材境外采购与木材自主加工相结合，有效控制生产成本。**1) 原材料采购方面：**欧洲及俄罗斯的木材资源丰富，从国外进口的集成材价格较低。2021 年公司木材采购数量为 2.15 万立方米，其中向境外供应商采购红松 8005.77 立方米，约为境内红松采购量的 76 倍，境外红松采购平均单价为 4388.06 元/m<sup>3</sup>，比同年境内采购价格低 25%。公司从国外大规模进口木材，有效降低运输费用和采购成本，从而压低生产成本。**2) 原材料加工方面：**公司设有木材加工中心，采用德国威力优选下料系统及门窗加工中心，融入木材型加工技术，通过存储、加工、喷涂工艺有效提升了木型材的质量、加工精度及喷涂效率，实现整窗生产高质高效。

图表37：境内外采购红松价格对比情况

采购方式	项目	2021 年	2020 年	2019 年
境内采购	采购金额（万元）	61.48	142.71	11.12
	采购数量（m <sup>3</sup> ）	105.08	288.7	23.86
	平均单价（元/m <sup>3</sup> ）	5,850.58	4,943.08	4,660.35
境外采购	采购金额（万元）	3,512.98	3,704.23	4,068.22
	采购数量（m <sup>3</sup> ）	8,005.77	9,595.23	10,122.64
	平均单价（元/m <sup>3</sup> ）	4,388.06	3,860.49	4,018.93

资料来源：公司招股说明书，长城证券产业金融研究院

铝材加工中心装备核心技术，有效提升产品性能。公司将铝型材无缝焊接及涂装技术投入铝材加工阶段，有效确保了铝材加工精度，在行业内较早地实现了铝材的大规模自动化无缝焊接及自动化涂装。设备方面，公司采用整套德国耶鲁铝材电脑数控切割自动化生产线、意大利 3C 弯曲机等进行加工；技术方面，公司自主研发了外铝板框数控自动氩弧焊机及外铝板框悬挂式自动喷淋处理、自动喷涂、自动烘干生产线，为节能铝包木窗外挂铝大规模无缝焊接应用奠定基础，有利于降低原材料与加工成本。

图表38: 外铝板框数控自动氩弧焊接机



资料来源: 公司招股说明书, 长城证券产业金融研究院

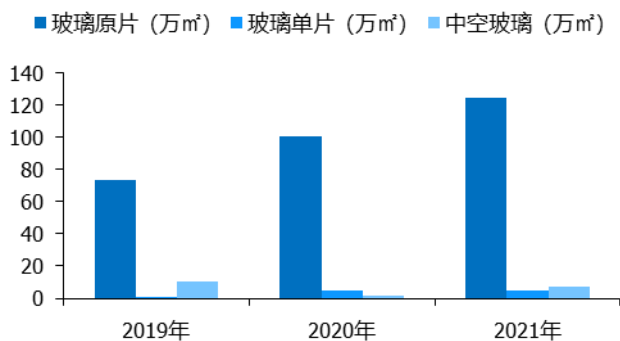
图表39: 铝材数字化加工中心



资料来源: 公司招股说明书, 长城证券产业金融研究院

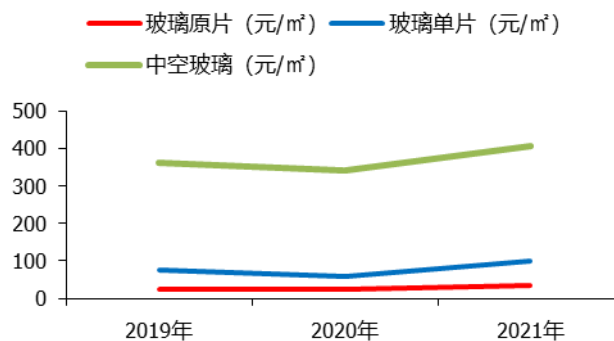
公司具备自主加工中空玻璃的能力, 2019年中空玻璃生产线产能达到 **1050m<sup>2</sup>/天**。公司玻璃深加工车间由前处理工序和中空玻璃生产线两部分组成, 2019年8月前处理工序产能达到 **1166.67m<sup>2</sup>/天**, 中空玻璃生产线产能达到 **1050m<sup>2</sup>/天**。玻璃是生产节能铝包木窗产品的重要原材料之一, 目前, 行业内企业一般通过直接采购的方式获取成品中空玻璃, 而公司拥有自主研发的中空玻璃深加工技术, 配套专业车间及生产线, 可将外购的玻璃原片及玻璃单片加工成中空玻璃, 中空玻璃的采购单价远超玻璃原片及玻璃单片, 公司直切行业痛点, 实现中空玻璃的自主生产、自主加工, 从而有效降低生产成本。

图表40: 2019-2021年玻璃采购数量



资料来源: 公司招股说明书, 长城证券产业金融研究院

图表41: 2019-2021年玻璃采购单价



资料来源: 公司招股说明书, 长城证券产业金融研究院

图表42: 公司玻璃生产线及产能变动情况

日期	新增生产线情况	增加后产能 (m <sup>2</sup> /天)	
		前处理工序	中空玻璃生产线
2018年初	新增“兰迪钢化炉”设备一套	1,166.67	490.00
2018年9月	新增 LiSEC 中空玻璃生产线及相应配套设备一套	1,166.67	770.00
2019年8月	新增 LiSEC 中空玻璃生产线及	1,166.67	1,050.00



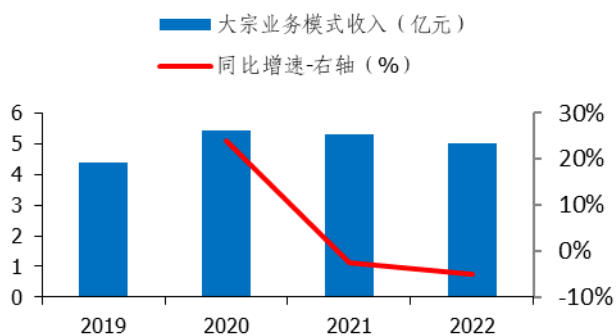
相应配套设备一套

资料来源：公司招股说明书，长城证券产业金融研究院

### 3.2 经销为矛、大宗为盾，助力市场开拓

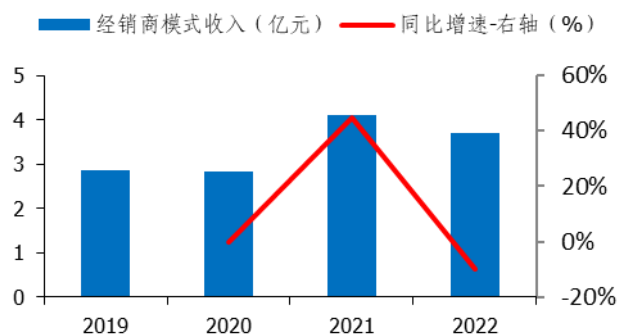
公司销售模式兼顾大宗和经销，2022年二者收入占比分别为**56.56%**、**41.74%**。2019年以来，公司经销业务占比整体呈现上升趋势，由2019年的**39.48%**增长至2022年的**41.74%**，大宗业务收入占比则由**60.52%**下降至**56.56%**。2022年大宗、经销业务收入分别为**5.02**、**3.70**亿元，同比分别下降**5.11%**、**9.92%**。

图表43：2019-2022年大宗业务收入及增速



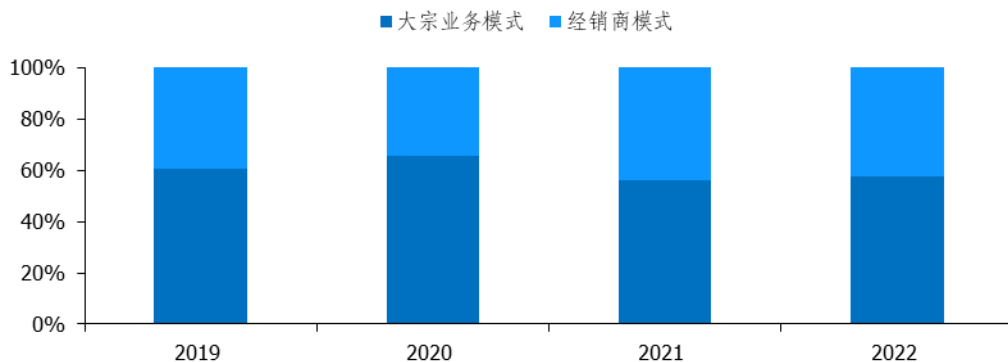
资料来源：公司招股说明书，2022年报，长城证券研究院

图表44：2019-2022年经销业务收入及增速



资料来源：公司招股说明书，2022年报，长城证券研究院

图表45：2019-2022年公司大宗和经销商收入模式占比

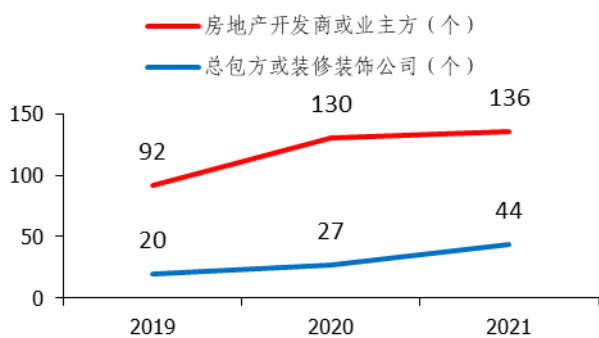


资料来源：公司招股说明书，2022年报，长城证券研究院

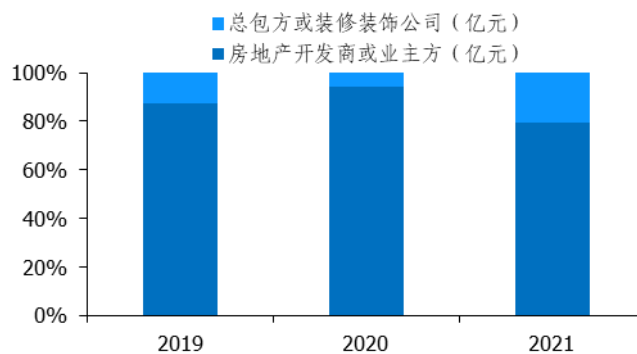
**2019-2021**年公司大宗业务客户数量呈现逐年上升的趋势，**2021**年**75.56%**的客户来源于房地产开发商或业主方。大宗业务销售模式的客户主要为房地产商、装修装饰公司，此类客户通常背靠房地产项目，产品采购数量大。公司与大宗业务客户直接对接，在确定产品设计方案后签订销售合同，根据合同约定向客户提供产品，并取得产品销售收入。

图表46：2019-2021年大宗业务客户数量

图表47：2019-2021年大宗业务销售收入构成

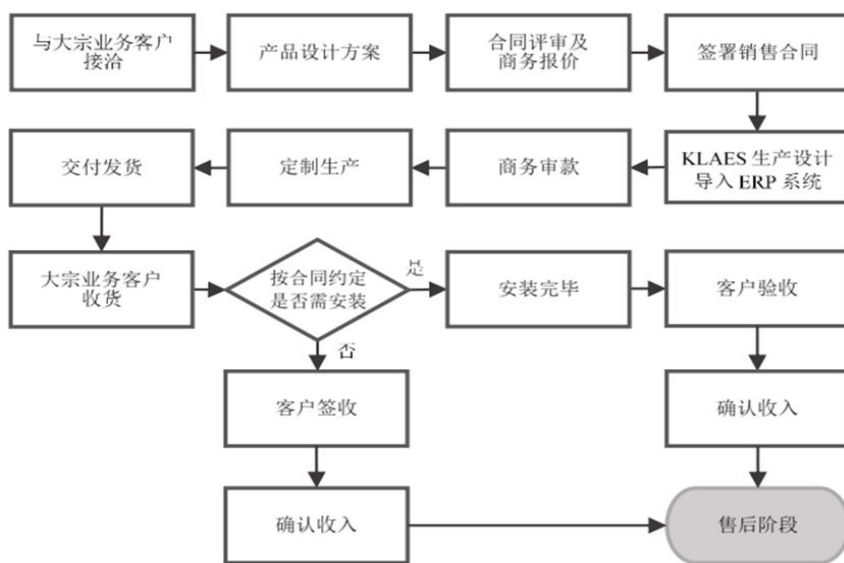


资料来源: 公司招股说明书, 长城证券研究院



资料来源: 公司招股说明书, 长城证券研究院

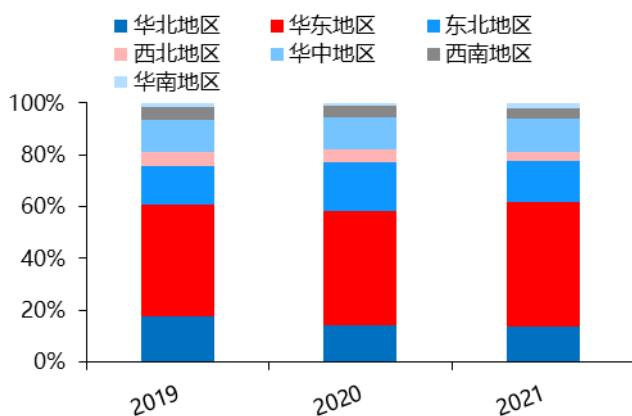
图表 48: 大宗业务销售流程图



资料来源: 公司招股说明书, 长城证券研究院

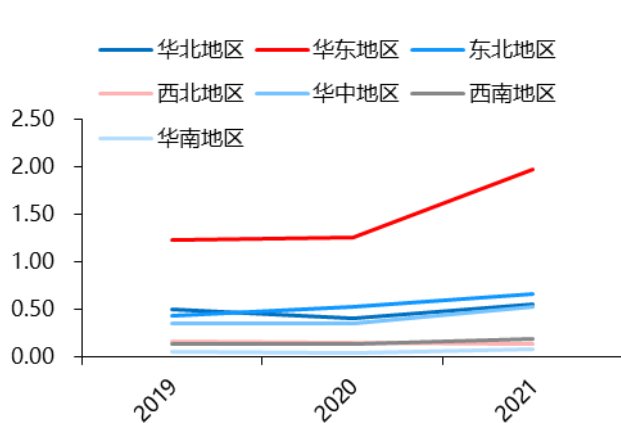
截止到 2021 年底, 公司经销商数量合计达到 205 家, 且主要分布于华东地区。经过多年发展, 公司已建立了遍布全国的营销服务网络, 经销商主要分布于经济发展水平和消费者消费能力高的华东地区, 2019-2021 年华东地区经销商收入呈现逐年上升的趋势, 2021 年华东地区经销商收入占该业务总收入的 48.20%, 达到 1.98 亿元。

图表 49: 2019-2021 年公司经销商收入区域分布



资料来源: 公司招股说明书, 长城证券研究院

图表 50: 2019-2021 年公司经销商销售收入 (亿元)

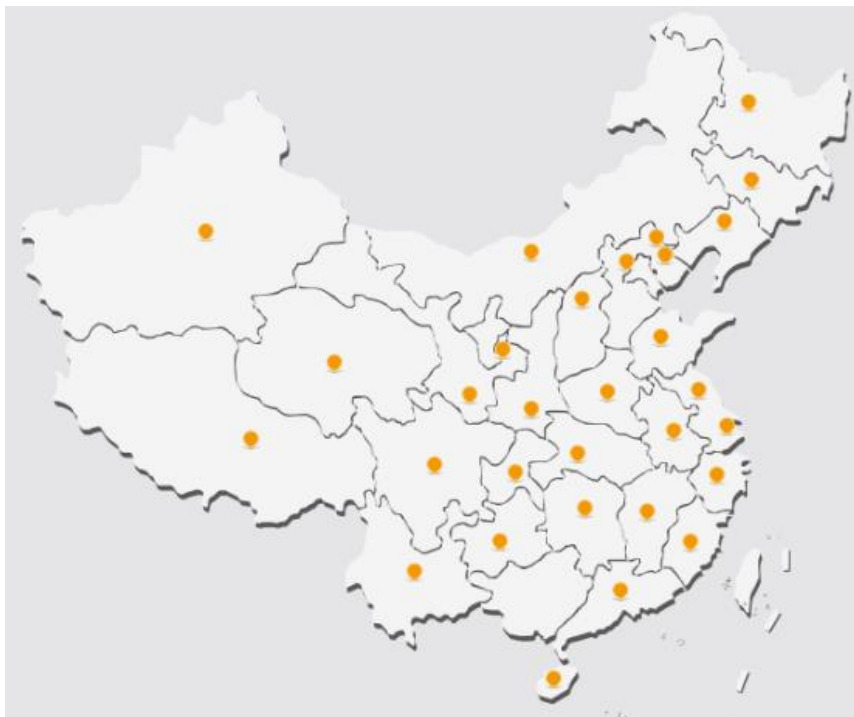


资料来源: 公司招股说明书, 长城证券研究院

公司经销商实力雄厚, 2021 年收入在 100 万元以上的经销商占比达到 47.32%。

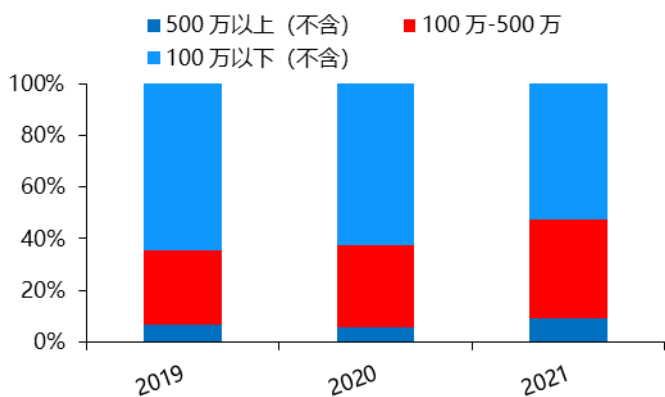
2019-2021年，公司各级经销商数量保持相对稳定，收入在100万元以下的经销商占比最高，其次是100万元-500万元，500万元以上占比最低。公司经销商法人企业占比多，2019-2021年，法人经销商占比稳步提升，2021年为71.71%，贡献了84.93%的经销业务收入。

图表51: 公司经销商网络



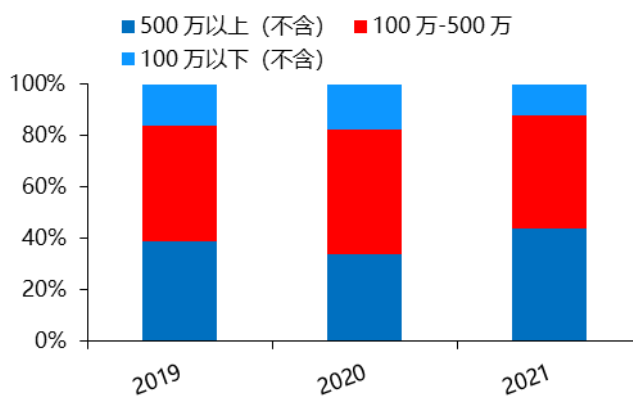
资料来源: 公司官网, 长城证券产业金融研究院

图表52: 2019-2021年分级经销商数量占比



资料来源: 公司招股说明书, 长城证券研究院

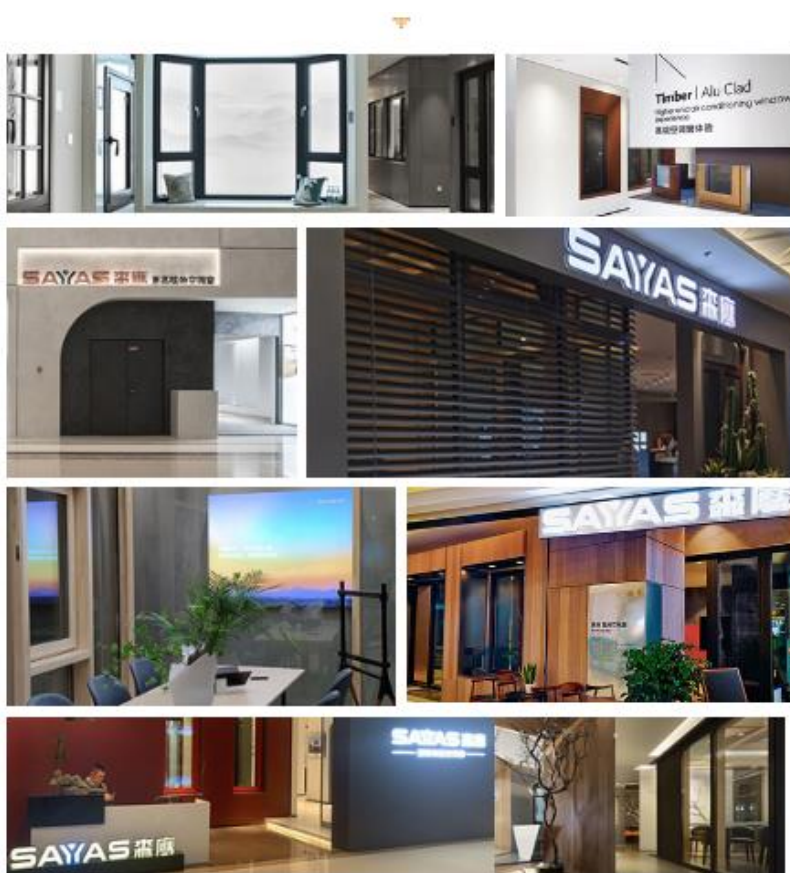
图表53: 2019-2021年分级经销商销售收入占比



资料来源: 公司招股说明书, 长城证券研究院

公司持续优化经销商布局，鼓励经销商发展“1+N”的模式。渠道方面，公司将扶持经销商快速进入二级、三级分销市场，完善城市内经销网络，进一步拓宽覆盖范围至地级市和县域市场，持续做大零售市场。公司鼓励经销商通过物管新零售、设计师渠道、同业异业联盟等多种渠道和模式深耕当地市场，促进产品与消费者接触，拓展经销商与市场联系。区域布局方面，公司会在深耕华东、华中现有优势区域市场的基础上，进一步开拓华南、西南市场。

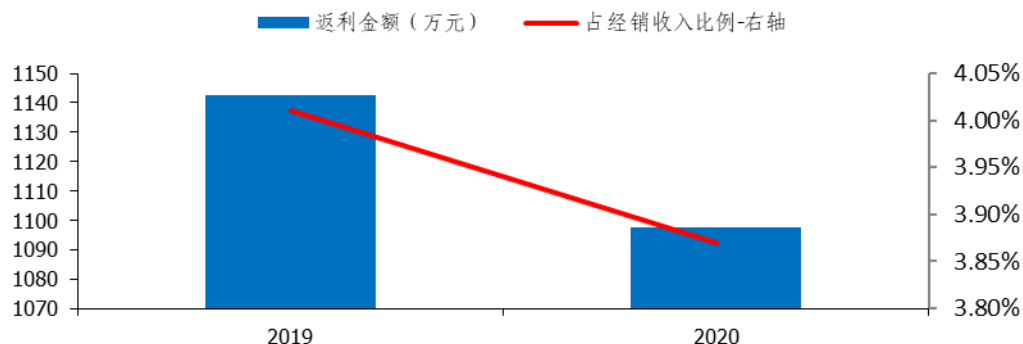
图表54: 公司终端店面效果展示



资料来源：公司官网，长城证券产业金融研究院

公司对现有经销商进行考评优化，采取多样的绩效考核和激励支持手段。考核方面，公司拟持续优化完善经销商准入、考核、竞争、淘汰退出等机制，对经销商制定绩效目标，根据经销商销售任务的完成率，进行季度、年度考核和奖惩，由此实现对各地经销商的质量管理。激励方面，公司提供员工培训、店面装修、广告支出、样窗提供等全方位的支持，另外还有各类资金补贴如装修补贴、宣传补贴以及销售返利等。此外，公司还结合销售计划及任务制定季度、年度及年度增量返利政策，2021年受上游原材料采购价格上涨的影响，公司未实施返利政策。公司横向扩宽经销商网络，纵向提升经销商质量，帮助形成奖优惩劣的公平竞争氛围，有利于实现零售业务的健康发展，达到数量和质量的平衡。

图表 55: 2019-2020 返利金额及占经销收入比例



资料来源：公司招股说明书，长城证券产业金融研究院

### 3.3 具备规模化定制生产能力，技术+服务奠定领先优势

#### 3.3.1 规模化生产壁垒高筑，产能扩张进行时

节能铝包木窗由于定制化的产品属性，规模化生产难度较高。节能铝包木窗行业具有高度定制化的特征，不同客户订单中窗产品的尺寸、选材、款式和性能等往往不同，定制化和规模化的矛盾成为制约行业发展的主要问题，能够规模化生产、快速供货已成为节能铝包木窗企业重要的竞争优势。

公司是行业内少数拥有大规模定制生产能力的企业之一，竞争优势突出。在生产工艺上，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，并从奥地利、芬兰、瑞士、德国、意大利、荷兰等国家的装备制造企业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。公司通过信息化与自动化的深度融合，实现了产销链接无缝实时电子化、产销工艺同步化、产品管理电子化等全产业链信息化管理，大幅提升了生产效率，解决了定制产品个性化与规模化生产矛盾的难题，在考虑生产成本与保证生产经营效率的同时，实现产品全生命周期的质量可追溯管理。

图表56: 通过信息化、智能化实现规模生产

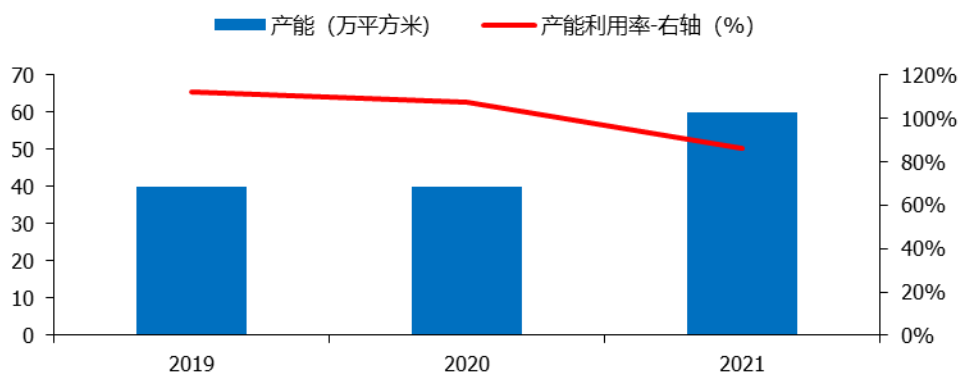
分类	环节	内容
信息化软件系统在智能化生产流程的应用		以定制窗数字化生产车间建设为核心，引入 KLAES 木窗生产管理软件并进行二次开发，并与 ERP 信息管理系统、OA 协同办公系统等衔接，建设了一套包含接单、设计、排程、采购、生产、发货、财务、办公、售后标准流程的公司信息化软件系统，实现了设计和生产相协同、各类数据实时互联互通、产品信息全生命正反向追溯、自动化生产过程及生产环境可监控等功能。
	创新型下单方式	开发了基于移动端设备的设计 APP 快窗，并将其与信息化软件系统结合，在现场设计、出图和报价的同时，实现订单一键送达工厂，有效缩短整体工期。
智能化生产技术在产品全生命周期的运用	生产与设计协同	通过整合 KLAES 门窗设计软件建立产品标准式样组件库，搭建在线订单系统供销售人员完成组件选取、产品模拟三维显示、订单及物料清单生成等售前设计环节。在订单设计完成之后，公司通过无纸化生产管理模块驱动数控加工中心，完成各类复杂框体数控精准加工，实现设计与生产之间的及时准确响应。
	生产过程自动化	采用产品“身份证”系统，各个生产工序均通过扫描条码读取相关数据及装配图纸，并采用识别技术实现物料定位，进行物料的自动化输送与存储，进而实现自动上下料、柔性生产、自动分拣等。
	智能车间环境管控	公司双城厂区为被动式厂房，车间内除建设有必须的消防喷淋自动报警系统外，还根据车间环境需要建有中央恒压除尘系统、厂区空气监控、新风系统及恒温恒湿系统等。

资料来源：公司招股说明书，长城证券产业金融研究

产能稳步提升，2021 年达到 60 万平方米，产能利用率为 86.32%。2019-2020 年公司产能利用率均超过 100%，处于满负荷运作状态，2019 年产能利用率高达 112.51%。

随着业务规模的不断扩大，公司当前产能已达瓶颈，市场开拓与产能受限的矛盾对公司发展产生制约。随着 2021 年南京森鹰正式投产，公司产能逐步释放，产能同比上升了 50% 达 60 万平方米，产能利用率下降了 20.95pct。

图表 57: 2019-2021 公司产能及产能利用率



资料来源: 公司招股说明书, 长城证券产业金融研究院

**拟新建哈尔滨年产 15 万平方米定制节能木窗建设项目，助力实现节能铝包木窗产品的扩大生产。**公司拟投入 2.48 亿元新建哈尔滨年产 15 万平方米定制节能木窗建设项目，具体建设内容包括生产车间及库房、设备购置、节能铝包木窗产品规模化扩产，公司目前已取得相关建设用地的土地使用权证。根据招股书披露的相关内容，项目建设期为 2 年，投产后可新增定制节能铝包木窗生产能力 15 万平方米/年，预计所得税后的内部收益率为 18.62%。该项目将进一步扩大公司主导产品的有效供给，提高市场份额。

**拟新建南京年产 25 万平方米定制节能木窗项目，开拓华东地区的节能铝包木窗产品市场。**公司启动 IPO 募投项目，预计募集 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。公司拟利用现有场地新建定制节能铝包木窗生产车间及办公楼，购置高端生产设备，实现扩大生产。项目可新增定制节能铝包木窗生产能力 25 万平方米/年，每年可实现税后的内部收益率为 18.43%。本项目有助于实现主导产品的规模化扩产，实现公司规模和盈利水平的大幅提高。

公司规划未来三年内利用募投项目逐步提升产能并完善生产基地布局，当前拟建产能合计 40 万平方米。2021 年公司产能达到 60 万平方米，哈尔滨和南京定制节能木窗募投项目建设期为两年，完工投产可新增节能铝包木窗生产能力 40 万平方米/年。公司未来的产能扩张充满动力，生产规模将迎来大幅提升。

图表 58: 公司 IPO 募投项目

序号	项目名称	项目总投资 金额(亿元)	拟投入募集 资金(亿元)	实施主体	建设周 期	投资回报 率(税后)
1	哈尔滨年产 15 万平方米定制节能木窗建设项目	2.48	2.48	森鹰窗业	2 年	18.62%
2	南京年产 25 万平方米定制节能木窗项目	3.75	3.75	南京森鹰	2 年	18.43%
	合计	6.23	6.23	-	-	-

资料来源: 公司招股说明书, 长城证券产业金融研究院

### 3.3.2 核心工艺技术领先，创新研发能力强

节能铝包木窗型材制造及门窗制作工艺繁多，壁垒较高。铝包木窗是在实木窗的基础上外加铝合金喷涂处理，用特殊的工艺加连接方法组合而成。同普通窗相比，铝包木窗的最大优点是坚固，抗震、抗风沙，同时又兼具环保、静音、保温、隔热等诸多优点于一身。但铝包木窗制作工艺复杂，大规模量产难度高，具备较高的壁垒。

图表59: 窗类对比

类型	定义
节能铝包木窗、铝包木窗	节能铝包木窗是指达到现行节能建筑设计标准的铝包木窗，是以木质集成材为主要材料组合而成的框、扇结构的门窗，同时在门窗的（室）外侧包覆或连接了起保护、装饰作用的铝合金板框，属于节能环保、隔音降噪、美观实用的窗产品。
木铝复合窗	一种内挂装饰木板的铝合金窗，以铝合金型材成为主要受力部分，保留的主要是铝合金窗的特性和功能。
铝合金窗	采用铝合金建筑型材制作框扇杆件结构的窗。

资料来源：公司招股说明书，长城证券产业金融研究院

公司身为行业标杆，参与行业标准制定。公司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。公司主要核心技术包括木材型加工技术、铝型材无缝焊接及涂装技术、金刚网窗纱一体技术及密封胶条角部焊接技术。除主要核心技术外，公司还形成了中空玻璃深加工技术、铝塑木型材复合技术、中空玻璃反装技术、被动窗嵌入式安装技术等重要技术成果，涵盖公司原材料加工、产品生产安装等环节。目前公司仍然在不断推进核心工艺技术的研发，例如 GFRP 超级断热体的技术、智能温控窗技术、遮阳一体化技术、改性木材技术、模块窗技术等，避免与同行业可比公司开展同质化竞争。公司先后被认定为国家高新技术企业、国家技术创新示范企业、国家林业重点龙头企业、中国驰名商标等；参与了住建部、北京市、河北省、山东省、黑龙江省等多项行业标准的制定。

公司技术优势明显，自主研发多项先进技术。截至 2022 年 12 月 31 日，公司共拥有 108 项已获授权的专利，其中发明专利 27 项，实用新型专利 79 项，外观设计专利 2 项。此外，公司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，公司共有 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。

图表60: 公司重要技术

序号	重要技术名称	技术先进性及具体描述	技术来源
1	铝塑木型材复合技术	此项复合技术，使得木窗框体的传热系数由常规的 $1.4W/(m^2 \cdot K)$ 下降到 $0.7W/(m^2 \cdot K)$ 左右，节能效果显著提高。	自主研发
2	中空玻璃反装技术	该技术可以将框体、玻璃、木压条连为一体。在成装工序中，中空玻璃采用框体外侧安装的方法，并使用玻璃防火钢制压板固定，然后安装外铝板框。避免了在高层建筑在正负压较大，以及极端天气情况下（火灾、台风等情况），由于外铝板框脱落造成中空玻璃脱落伤人隐患，使铝包木窗广泛适用于多个气候区。通常木压条和框体之间的缝隙是潜在的漏气和漏水点，由于采用了木压条和框体一体化的技术，该技术彻底消除了木压条和框体之间的缝隙，从而解决了漏气和漏水的难题。该技术使得装配效率提升 30%，喷涂效率提升 50%，同时也提高了美观度。	自主研发

3	被动窗嵌入式安装技术	该技术窗体采用内嵌式安装形式，洞口边部增加节能附框，提升窗体边部的保温效果，降低窗体边部的热桥，安装简单便捷，提高施工安全性的同时可提前近 1/3 的施工工期，节省人工成本；有利于窗体后期在不破坏楼体保温层及外装饰面的情况下的维修和更换。	自主研发
4	中空玻璃深加工技术	该技术可实现由采购的玻璃原片到低辐射离线 Low-E 中空玻璃的深加工。利用该技术将采购的玻璃原片加工为 Low-E 中空玻璃，该技术在传统三玻两腔的基础上，采用低辐射玻璃和内充惰性气体工艺，可使加工而成的中空玻璃传热系数降至 0.7W/(m <sup>2</sup> ·K) 以下；该技术利用自建氩气站，对中空玻璃采用全自动气幕式氩气填充，中空玻璃内含氩气浓度可超过 90%，此项技术使得整窗传热系数由常规的 2.5W/(m <sup>2</sup> ·K) 下降到 1.1W/(m <sup>2</sup> ·K) 左右。	自主研发
5	超薄防弹抗砸门窗玻璃技术	传统的防弹玻璃利用多片普通浮法玻璃和 PVB（聚乙烯醇缩丁醛）树脂通过加热高压进行粘接，具有玻璃厚、重量大等缺点，难以应用于门窗玻璃。此技术首先对玻璃进行物理形式半钢化处理，再进行化学钢化处理，最大限度的提升玻璃表面压应力。结构上采用玻璃+PVB+玻璃+高分子材料（PC 或高分子薄膜），在降低玻璃厚度与重量的前提下，可有效的吸收子弹的高速动能和钝器的冲击动能，避免玻璃碎屑飞溅造成的二次伤害。实现了门窗安全性和节能性有机的融合。	自主研发
6	环形粘接防变形技术	在中空玻璃和框体之间采用环形粘接防变形技术，解决了落地窗等大开启扇窗型扇梃杆件变形问题。此技术能够确保细窄的开扇对角线误差、宽度误差均小于 1 毫米，避免了掉角、收腰、胀肚等变形情况的发生。	自主研发
7	钢木复合防变形技术	在不增加甚至减小框体的看面宽度的情况下，有效地提高了木材杆件的抗变形的能力。把国际上木结构房屋经常使用的钢木混合技术引入到铝包木窗的工艺中，不但提高了框体的抗风压防变形能力，同时解决了超高框体易受到干缩湿胀的影响变形的难题，提高了超高开扇窗的密封稳定性，兼顾了达到窄边框设计和高强度的效果，制作出极窄边框的美观效果。	自主研发

资料来源：公司招股说明书，长城证券产业金融研究院

**质量控制体系健全，产品全生命周期有效把控。**质量管理体系方面，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 ISO45001: 2018 职业健康安全管理体系认证。产品方面，公司产品通过了中国强制性产品认证(CCC)、中国节能产品认证(CQC)。公司实现产品全生命周期的有效把控，保障了产品品质和市场竞争力。

图表 61: 公司产品全生命周期质量管理关键环节

类型	特点
产品设计过程	结合公司产品战略定位，在长期研发和技术方案储备基础上，为客户提供更专业的定制化门窗解决方案，在产品设计全过程实施严格评审及检验。
原材料控制	公司原材料严格执行从合格供应商处采购，定期对供应商的供应能力、原材料品质和交期进行评定，不定期实施供应商现场调研，从源头进行严格把控，对原材料实施性能及外观检验。
生产过程质量控制	生产过程中严格执行作业指导书、工艺文件及质量控制标

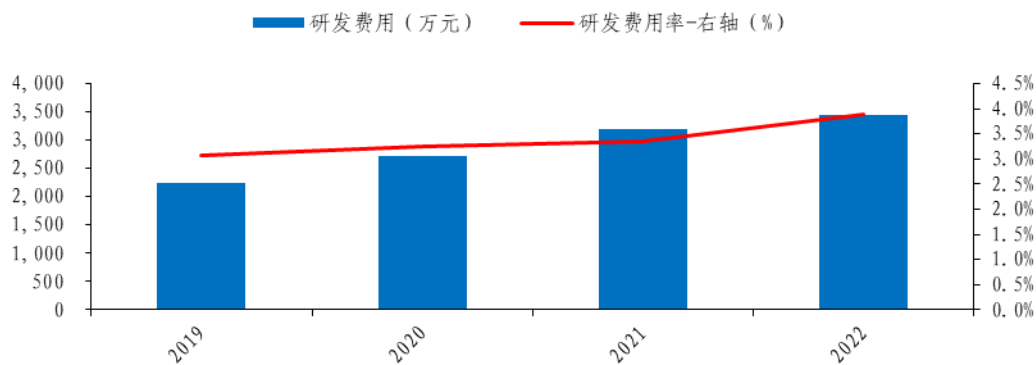


	准，配备多名专职检验人员，在生产过程中实施首检、自检、互检、巡检。
成品出厂检验控制	产品出厂实施性能测试，每樘窗设有唯一编码，可追溯到生产过程的所有操作人员。
安装服务	根据建筑施工规范和门窗产品现场安装服务规范，全方位对安装、检查、验收的全过程进行监管。
售后服务	多渠道售后需求受理方式，及时高效地响应客户服务需求。

资料来源：公司招股说明书，长城证券产业金融研究院

公司注重研发投入，2022年公司研发费用为**3449.87**万元，同比增长**8.04%**。近年来，公司保持较高的研发投入，有效保障了公司持续创新创造能力。2019-2022年公司研发费用从**2240.52**万元逐步增长到**3449.87**万元，研发费用复合增长率达到**15.47%**，研发费用占营收比例从**3.08%**提升至**3.89%**。2023年一季度，公司研发费用为**667.24**万元，占营收比例为**7.78%**。

图表62：2019-2022研发费用投入与研发费用率



资料来源：招股说明书，公司2022年报，长城证券产业金融研究院

研发管理体系完善，持续围绕市场需求及行业技术发展方向进行技术研发与积累。公司设有研发中心专门从事新产品的开发及技术研发工作。在新产品开发方面，公司利用各项核心技术形成技术开发平台，以技术开发平台为依托开发公司的各色产品线，公司采用以研发为主导，各部门协同参与的矩阵式产品线开发模式，以客户为中心，坚持从市场中来到市场中的“端到端”的产品创新模式，从而将技术成果积累转化为具有竞争力的产品。技术创新方面，公司不断进行新技术的研发工作，已经形成木材型加工技术、铝型材无缝焊接及涂装技术、密封胶条角部焊接技术、金刚网窗纱一体技术、中空玻璃深加工技术及铝塑木型材复合技术等重要技术成果。

### 3.3.3 重视产品服务，客户认可度高

公司产品用料高端，且可以为客户提供木材、铝材、玻璃、五金、纱窗的定制化服务。以销量较大的S86系列产品为例，公司可以为经销客户提供全钢化三玻二腔单Low-E玻璃，以及好博高级执手和进口斯劳格胶条等优质配件，产品整体用料高端，品质优秀。同时，公司拥有四大核心生产模块，能适应不同客户的需求，为客户提供定制化的服务，如木材能提供多种类型及颜色的材料供选，铝材依据不同的工艺可以提供不同的颜色和质感，玻璃可提供多达50余种的配置；五金可以提供特殊质感执手等。

图表63：公司定制化服务项目

项目	个性化定制配置服务选项
----	-------------

提供多种木材选择，包括欧洲红松、云杉、加拿大黄柏、美国红樱桃、澳洲红木、北美黑胡桃、法国白橡、缅甸黄柚木等木材升级。在木材选择的基础上，提供更多专属水性漆颜色定制服务。公司的全数控调色机可实现数字化精准调色，360°全包裹喷涂，且可针对不同的建筑外窗洞口设计形式进行异形窗的定制，展现建筑设计的个性风格美感。让每一樞窗都可以成为私人木材定制 专属

森鹰外铝型材为素铝采购，可自主提供外铝的普通粉末喷涂、金属粉末喷涂、氟碳喷涂、木纹转印等多种工艺，不同的工艺和丰富的定制颜色搭配，可以让外铝呈现平光、细纹等不同的质感 铝材定制

公司自有玻璃深加工车间，可进行多腔体中空玻璃、夹胶玻璃、钢化玻璃及防弹玻璃的制作，在标准配置的基础上，可提供多达 50 余种的玻璃配置，为客户提供更多定制化选择。并可提供中空玻璃内外置美景条（中式或欧式）、单双面纯木格栅、暖边间隔条、中空玻璃内置百叶（手动或自动）等 玻璃定制 定制化服务

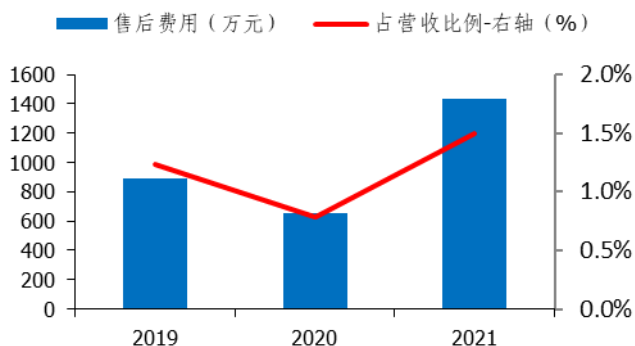
在标准配置的基础上，提供执手上移或下移，定制黑钢拉丝、青古铜等特殊质感执手。并可配置下沉式锁块、上悬优先安全锁、限位器、带锁执手、电五金定制化 动高窗开启器等个性化选择

向客户提供窗纱一体选项，可选配共生式窗纱一体纱窗、装配式窗纱一体纱窗，还可根据不同丝径和目数选择金属网、金刚网、48目高透网等，并且 纱窗定制化 针对不同需求可针对锁闭方式进行选择

资料来源：公司招股说明书，长城证券产业金融研究

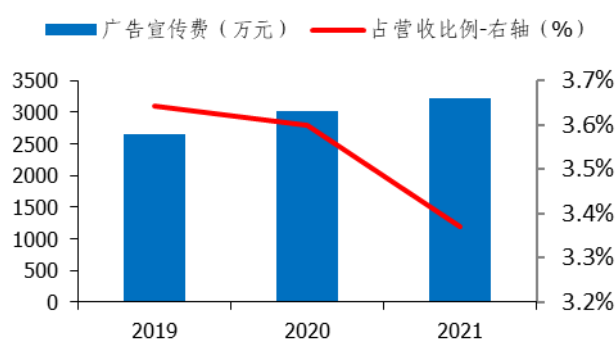
公司宣传和售后服务投入力度较大，2021 年二者分别同比增长 7.02%、120.73%。为了市场开拓和提高品牌知名度，公司广告宣传费稳步提升，2021 年同比增长 7.02%至 3222.89 万元，占营收比例为 3.37%。同时，公司还注重售后服务，2021 年售后服务费用同比高增 120.73%至 1437.70 万元，占营收比例为 1.50%，同比增长 0.72pct。

图表 64: 2019-2021 售后费用及占营收比例



资料来源：公司招股说明书，长城证券研究院

图表 65: 2019-2021 广告宣传费及占营收比例



资料来源：公司招股说明书，长城证券研究院

品牌广受客户认可，拥有品牌溢价。公司深耕铝包木窗行业多年，积累了诸多的竞争优势，品牌知名度较高，旗下“森鹰”品牌备受客户认可。和同行相比，公司产品售价较高，享有一定的品牌溢价，如 S86 系列产品，竞争对手相同或类似配置产品终端零售价格在 2280-2788 元/m<sup>2</sup>，而公司终端零售价格为 2799 元/m<sup>2</sup>；S101 系列竞争对手价格为 2580-3750 元/m<sup>2</sup>，公司为 3899 元/m<sup>2</sup>

图表 66: 公司和竞争对手产品零售价格

产品系列	竞争对手相同或类似配置产品终端零售价格	公司终端零售价格
S86 系列	2280-2788	2799
S101 系列	2580-3750	3899

资料来源：公司招股说明书，长城证券产业金融研究

### 3.4 进军铝合金窗，打造第二增长曲线

公司利用传统铝包木窗优势，积极进军铝合金窗。铝合金窗市占率高达 60%，市场潜力巨大。公司深耕窗行业多年，利用在铝包木窗上积累的技术、渠道和经验优势，适时推出铝合金窗子品牌“简爱”。通过此种方式，一方面可以进一步拉动零售业务增长，另一方面可以帮助公司实施北固南拓的战略，扩大公司在南方尤其是华南市场的市场份额。

图表 67：公司简爱铝合金窗



资料来源：公司官网，长城证券产业金融研究院

“简爱”系列铝合金窗设计简约，个性鲜明。作为公司进军铝合金行业发布的第一款新品，简爱铝合金窗是一款无压条设计，以铝包木思维设计的铝合金窗。凭借极简硬核技术、双色硬核技术、无缝硬核技术、圆角硬核技术、玻璃硬核技术和材料硬核，采用较为复杂的生产工艺，从而使整窗体现出了较好的高级质感、简约而不轻薄、定制化属性较高、个性鲜明，产品的差异化特征较为突出。

图表 68：简爱铝合金窗“四简四爱”特点

特点	说明
四简	隐化压线：匿去繁复线条，拒接观感割裂
	隐藏较链：启闭之间，隐去突联结
	内外纯平：一体化纯平设计，给予规整视觉观感
	超窄边框：发现时尚与坚固的平衡点，和谐兼备
四爱	窗纱防坠：窗纱一体，兼顾美观、性能与安全，贴心守护

内外双色：满足室内外不同颜色配搭需求

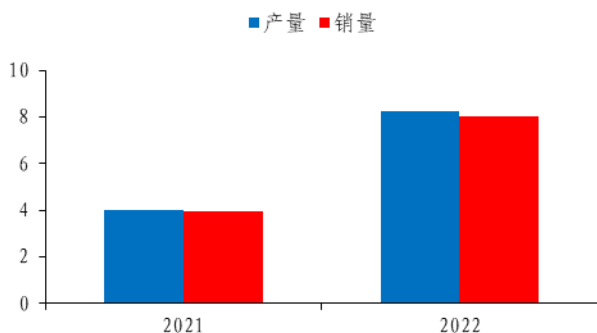
大圆润角：隐去棱角，圆润柔和，关爱家人

暗式排水：整洁雅观，提升排水效率，拒接积水

资料来源：公司官网，长城证券产业金融研究院

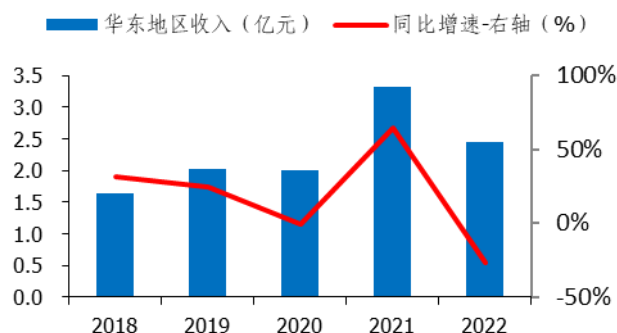
“简爱”系列定位中高端，专注零售渠道，2022年产量同比增长104.81%。在新品研发和设计理念上，公司坚持“简爱”系列铝合金窗设计的“独特性”、“差异化”、“高性价比”，针对市场消费需求开发不同定位、功能及风格的新产品。在销售渠道上，铝合金窗将继续在中高端的零售渠道销售，暂无计划进入大宗业务渠道销售。2022年铝合金窗产销量分别为8.25、8.06万平方米，同比分别增长104.81%、102.60%。铝合金窗销售区域主要分布在华东、华中市场，其次是华北、东北、西南、华南和西北，华东是第一大区域。目前，公司铝合金窗的市场认可度及口碑相对较好，有望成为新的利润增长点。

图表69：2021-2022 铝合金窗产销量



资料来源：公司2022年报，长城证券研究院

图表70：2018-2022 公司在华东区域收入



资料来源：招股说明书，公司2022年报，长城证券研究院

## 4. 盈利预测及估值水平

### 4.1 盈利预测及投资建议

盈利预测重要假设：

- **节能铝包木窗：**截至2021年，公司拥有产能60万平方米，拟建产能40万平方米，其中哈尔滨15万平米，南京25万平米。未来几年木窗产能将稳步增长，预计2023~2025年铝包木窗销量增速分别为17%、15%、13%。价格方面，一方面由于公司优化渠道结构，预计经销端占比会明显提升，由于零售单价更高，预计后续整体单价回升；另一方面，公司深耕节能铝包木窗多年，品牌效应较高，议价能力强，价格韧性较强。综合考虑，预计后续产品单价稳中有升。整体来看，预计2022~2024年节能铝包木窗收入同比增速分别为21%、18%、16%。
- **铝合金窗：**公司立足传统铝包木窗优势，积极进军市场空间更大的铝合金窗，随着南京森鹰产能逐步释放，低基数背景下预计收入保持高增长，预计2023~2025年收入增速分别为55%、45%、30%。
- **幕墙、阳光房：**随着公司市场拓展的逐步深入，预计幕墙及阳光房收入保持增长，同时考虑未来几年幕墙及阳光房产能增量有限，预计2023~2025年收入增速维持10%。

- **毛利率：**直接材料占成本比例接近 60%，2022 年以来，木材和玻璃价格震荡下行，铝材价格略有上涨，整体成本压力有所缓解。同时考虑产能爬坡因素，预计未来几年毛利率稳中有升，预计 2022~2024 年公司毛利率分别为 32.57%、33.66%、35.74%。
- **费用率：**随着新工厂投建，公司产能持续提升，加上公司大力拓展经销渠道，市场开拓力度较大，预计销售及管理费用率略有上升。公司一直重视研发投入，研发费用率稳步提升，预计后续仍保持此趋势。

图表 71: 分产品收入预测

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	8.87	11.07	13.58	16.22
<i>yoy</i>	-7%	25%	23%	19%
节能铝包木窗产品	7.51	9.05	10.72	12.48
<i>yoy</i>	-13%	21%	18%	16%
幕墙及阳光房	0.19	0.21	0.23	0.25
<i>yoy</i>	-48%	10%	10%	10%
铝合金窗	1.02	1.58	2.29	2.98
<i>yoy</i>	127%	55%	45%	30%
<b>毛利率 (%)</b>	<b>33.34</b>	<b>32.57</b>	<b>33.66</b>	<b>35.74</b>
节能铝包木窗产品 (%)	36.35	35.50	36.50	37.00
幕墙及阳光房 (%)	41.12	41.50	41.50	41.50
铝合金窗 (%)	3.24	10.00	15.00	25.00

资料来源：长城证券产业金融研究院

## 4.2 投资建议

**投资建议：**公司是节能铝包木窗行业领军者，竞争优势明显，首次给予增持评级。预计公司 2023~2025 年归母净利润分别为 1.47、1.74、2.11 亿元，同比分别增长 36%、18%、21%，对应估值分别为 17、14、12 倍。门窗行业发展多年，市场规模稳步提升，存量房翻修需求旺盛，随着房地产政策的出台，增量需求有望回暖。公司是节能铝包木窗行业领军者，全产业链布局优势明显；公司是行业内少数拥有大规模定制生产能力的企业之一，核心工艺技术领先，客户认可度高。此外，公司依托传统节能铝包木窗优势，积极进军市场空间更大的铝合金窗，有望打开第二成长曲线。

## 风险提示

**政策落地不及预期：**各项政策的出台对窗行业的发展起着重要作用，若相关政策落地不及预期，将对行业产生不利影响；

**市场测算与实际值偏差：**市场空间测算前提中，假设值与实际值可能存在偏差，从而影响测算结果；

**地产需求恢复不及预期：**窗行业受房地产市场影响较大，若地产需求继续疲弱，或者复苏不及预期，将对行业需求产生不利影响；

**原材料价格波动：**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，若后续价格出现反弹，将对公司毛利率造成影响；

**行业竞争加剧风险：**若行业新进入者过多，市场竞争将会加剧，可能会挤压公司的盈利空间。

**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	728	1564	1989	2380	2859
现金	273	1045	1304	1600	1911
应收票据及应收账款	262	330	408	497	584
其他应收款	5	8	8	12	12
预付账款	23	25	35	38	49
存货	144	143	219	218	287
其他流动资产	22	14	15	16	17
<b>非流动资产</b>	663	638	723	818	908
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	486	471	543	627	712
无形资产	86	83	88	91	95
其他非流动资产	91	85	92	99	101
<b>资产总计</b>	1391	2202	2712	3198	3767
<b>流动负债</b>	515	395	852	1196	1596
短期借款	188	182	497	671	1138
应付票据及应付账款	118	83	216	385	310
其他流动负债	210	130	139	140	148
<b>非流动负债</b>	20	19	19	19	19
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	20	19	19	19	19
<b>负债合计</b>	535	414	872	1215	1615
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	71	95	95	95	95
资本公积	203	1003	1003	1003	1003
留存收益	582	690	708	729	755
归属母公司股东权益	856	1788	1840	1983	2152
<b>负债和股东权益</b>	1391	2202	2712	3198	3767

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	220	-26	156	298	49
净利润	128	108	147	174	211
折旧摊销	55	55	46	54	64
财务费用	5	-8	-14	-5	7
投资损失	-0	1	-0	0	0
营运资金变动	48	-240	-8	97	-211
其他经营现金流	-17	58	-15	-23	-23
<b>投资活动现金流</b>	-82	-421	-133	-148	-156
资本支出	83	29	132	148	155
长期投资	0	-393	0	0	0
其他投资现金流	0	0	-1	-1	-1
<b>筹资活动现金流</b>	9	823	-80	-27	-50
短期借款	14	-6	315	174	467
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	24	0	0	0
资本公积增加	0	800	0	0	0
其他筹资现金流	-6	4	-396	-201	-517
<b>现金净增加额</b>	146	375	-57	123	-156

**利润表 (百万元)**

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	957	887	1107	1358	1622
营业成本	673	591	746	901	1042
营业税金及附加	10	11	12	15	19
营业费用	88	53	117	155	191
管理费用	42	38	61	76	92
研发费用	32	34	45	58	71
财务费用	5	-8	-14	-5	7
资产减值损失	-3	-9	-6	-8	-11
其他收益	20	8	11	13	11
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	-1	0	-0	-0
资产处置收益	0	-1	-1	-0	-1
<b>营业利润</b>	147	122	171	201	244
营业外收入	2	6	3	4	4
营业外支出	0	2	1	1	1
<b>利润总额</b>	149	127	173	204	247
所得税	21	19	25	29	36
<b>净利润</b>	128	108	147	174	211
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	128	108	147	174	211
EBITDA	208	161	205	250	314
EPS (元/股)	1.35	1.14	1.55	1.84	2.22

**主要财务比率**

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	14.4	-7.3	24.7	22.7	19.4
营业利润 (%)	-3.1	-17.0	40.0	17.4	21.5
归属母公司净利润 (%)	1.1	-16.0	36.4	18.3	21.1
<b>获利能力</b>					
毛利率 (%)	29.7	33.3	32.6	33.7	35.7
净利率 (%)	13.4	12.2	13.3	12.8	13.0
ROE (%)	15.0	6.0	8.0	8.8	9.8
ROIC (%)	12.4	4.6	5.7	6.3	6.5
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	38.5	18.8	32.1	38.0	42.9
净负债比率 (%)	-7.8	-47.4	-42.9	-46.0	-35.2
流动比率	1.4	4.0	2.3	2.0	1.8
速动比率	1.1	3.5	2.0	1.8	1.6
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.7	0.5	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	4.4	3.3	3.3	3.3	3.3
应付账款周转率	5.8	5.9	5.0	3.0	3.0
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	1.35	1.14	1.55	1.84	2.22
每股经营现金流 (最新摊薄)	2.32	-0.28	1.65	3.14	0.51
每股净资产 (最新摊薄)	9.03	18.86	19.41	20.92	22.70
<b>估值比率</b>					
P/E	19.0	22.6	16.6	14.0	11.6
P/B	2.8	1.4	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	11.4	9.9	8.0	6.1	5.4

资料来源: Wind, 长城证券产业金融研究院 注: 股价为 2023 年 5 月 26 日收盘价

### 免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

### 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

### 投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上	强于大市	预期未来6个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间	中性	预期未来6个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间	弱于大市	预期未来6个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上		

### 长城证券产业金融研究院

#### 深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路2026号能源大厦南塔楼16层

邮编：518033

传真：86-755-83516207

#### 上海

地址：上海市浦东新区世博馆路200号A座8层

邮编：200126

传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>

#### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街112号阳光大厦8层

邮编：100044

传真：86-10-88366686