

2023年04月19日

“鹰”击长空会有时，直挂云帆济“窗”海

森鹰窗业(301227)

► **铝包木窗头部企业，深耕行业志在长远。**森鹰窗业成立于1998年，引入德式木窗系统，25年来致力于高品质的铝包木窗产品，并在2011年取CE认证并有欧盟市场的销售通行证；2022年成功登陆深交所，成为首个以整窗为主营业务的上市企业。公司董事长及其夫人直接持有公司62.51%的股权，股权集中利于公司长远发展，下游企业战略持股公司部分股权，利于公司销售渠道拓展。根据公司公告数据，公司2017-2021年收入端和利润端CAGR均超20%，分别为21.92%和20.36%，其中铝包木窗产品为核心拳头产品，占比95%以上，历年发展中保持增速较高且较稳定。

► **双碳政策推动铝包木窗，渗透率极低，未来空间提升逻辑清晰。**在双碳背景下，铝包木窗的良好保温隔热、高效节能性能得到市场青睐，据我们预测国内2022-2024年每年的窗类的市场空间超过3000亿元，但铝包木窗的市场渗透率极低，目前不超过1%，我们预计随着双碳政策不断推进，居民对门窗品质要求不断提升，铝包木窗的市场空间将进一步有效提升。我们预计在2025年，铝包木窗市场规模将达到54-60亿元；对标欧洲市场，其渗透率30%左右，国内市场渗透率提升空间大，所以更长远看铝包木窗在国内的市场提升逻辑清晰。

► **销售渠道发力空间足，产能持续扩张。**公司销售模式采用大宗业务和经销，公司将加大经销渠道拓展。截至2021年底，公司有205家经销商，数量上远低于同行，但单个经销商收入远超于同行的平均水平，从2019年147万元提升至200万元，公司扩展经销渠道，将对市场拓展大有裨益。公司积极扩张产能，2019-2021年产量分别为45万m²/42.91万m²/51.8万m²，并且公司通过提升市场份额以及升级生产管理能力将产能利用率提高，在2019-2021年的产能利用率分别为112.51%/107.27%/86.32%。公司拟将募集资金用于筹建哈尔滨和南京基地项目分别年产15万和25万平方米节能木窗，未来产能即将突破100万平方米，放量在即。

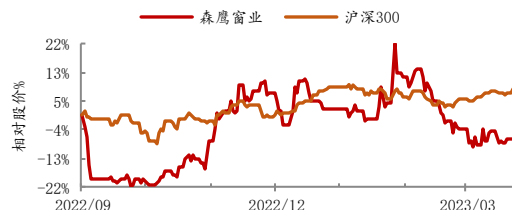
► **盈利预测。**我们预计2022-2024年，公司收入8.82/11.01/13.38亿元，同比增速-7.8%/24.8%/21.5%，归母净利润1.14/1.53/2.02亿元，同比增速-11.5%/34.8%/31.6%；EPS 1.20/1.62/2.13元，对应4月19日28.22元收盘价23.52/17.54/13.27xPE。首次覆盖予以“买入”评级。

风险提示

需求不及预期、产品迭代不及预期、系统性风险。

评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	首次覆盖
目标价格：	
最新收盘价：	28.22
股票代码：	301227
52周最高价/最低价：	39.15/24.33
总市值(亿)	27.63
自由流通市值(亿)	6.47
自由流通股数(百万)	22.19



分析师：戚舒扬

邮箱：qisy1@hx168.com.cn

SAC NO: S1120523020003

联系电话：

研究助理：金兵

邮箱：jinbing@hx168.com.cn

SAC NO:

联系电话：

相关研究

盈利预测与估值

财务摘要	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	837	957	882	1,101	1,338
YoY (%)	14.9%	14.4%	-7.8%	24.8%	21.5%
归母净利润(百万元)	127	128	114	153	202
YoY (%)	67.4%	1.1%	-11.5%	34.8%	31.6%
毛利率 (%)	38.6%	29.7%	30.1%	30.9%	32.7%
每股收益 (元)	1.79	1.81	1.20	1.62	2.13
ROE	17.5%	15.0%	6.3%	7.9%	9.4%
市盈率	15.77	15.59	23.52	17.45	13.27

资料来源：Wind，华西证券研究所

正文目录

1. 二十载春华秋实，铝包木窗初心坚定	5
1.1. 行业深耕初心未改，股权集中志在长远	5
1.2. 公司收入稳定增长，内部管理先进高效	6
1.3. 国内市场不断优化，外部环境持续利好	7
2. 双碳背景孕育新机，节能低碳窗顺势发展	8
2.1. 门窗行业不断迭代，系统门窗性能优越	8
2.2. 上下游行业存在波动，生产受限较小	9
2.3. 双碳目标清晰明朗，节能建筑政策引导	10
2.4. 传统门窗红海市场，铝包木窗未来蓝海	11
2.5. 铝包木窗渗透率逐渐打开，龙头企业先发优势明显	12
2.6. 消费升级趋势明显，铝包木窗有望实现份额突破	13
3. 高端定位为独树一帜，经销渠道红利逐步打开	15
3.1. 产品矩阵不断丰富，打造森鹰特有品牌	15
3.2. 经销商数量较低，经销渠道红利逐步释放	17
3.3. 顺应市场发展需求，产能持续释放	19
3.4. 研发投入突出，专利水平行业领先	21
4. 盈利预测及估值	22
5. 风险提示	23

图表目录

图 1 公司发展历程	5
图 2 公司股权结构集中	6
图 3 2017-2021 年公司营业收入增速稳定	6
图 4 2017-2021 年公司净利润增速稳定	6
图 5 公司产品应用场景示意图	7
图 6 2017-2021 年铝包木窗占比超 95%	7
图 7 2017-2021 年公司费用率降低趋势明显	7
图 8 2017-2022Q3 年毛利率和净利率保持稳定	7
图 9 2017-2021 年华东华北区域收入占比提升	8
图 10 2019-2021 年经销收入占比提升	8
图 11 门窗发展历史悠久	9
图 12 铝包木门窗企业上下游情况	10
图 13 国内铝包木窗渗透率提升空间大	13
图 14 系统门窗企业情况	13
图 15 铝包木窗市场份额较低	14
图 16 国内经济总量持续发展	14
图 17 居民可支配收入不断提高	14
图 18 主要铝包木窗产品年度收入	15
图 19 主要铝包木窗产品年度收入占比	15
图 20 公司明星产品图片展示	16
图 21 被动式建筑前景拓展	16
图 22 经销模式收入持续发展	17
图 23 经销商数量以及经销商分级家数	17
图 24 公司下沉渠道空间广阔	18
图 25 经销收入向上空间较大	18
图 26 公司在大型卖场渗透率低	19
图 27 大宗业务营收及大宗客户情况	19
图 28 产能，产量及产能利用率较高水平	20
图 29 南京基地一期投产导致毛利短期承压	20

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

图 30 公司主要生产基地.....	20
图 31 研发费用与研发费率逐年提升.....	21
图 32 森鹰门窗与皇派家居生产设备原值.....	22
表 1 各类窗类产品优劣势分析.....	9
表 2 国家级双碳政策引导行业低碳发展.....	10
表 3 地方节能建筑政策.....	11
表 4 窗市场需求拆分.....	11
表 5 铝包木窗定价高于铝合金窗.....	14
表 6 铝包木窗保温性能优异.....	14
表 7 S86 与 P120 两种明星产品技术特性介绍.....	16
表 8 其他系列铝包木窗系列丰富.....	16
表 9“简爱”铝合金窗特点.....	16
表 10 公司本次募投情况详细说明.....	21
表 11 森鹰通过 PHI 认证的数量.....	21
表 12 盈利预测.....	22
表 13 估值（万得一致预期）.....	23

1. 二十载春华秋实，铝包木窗初心坚定

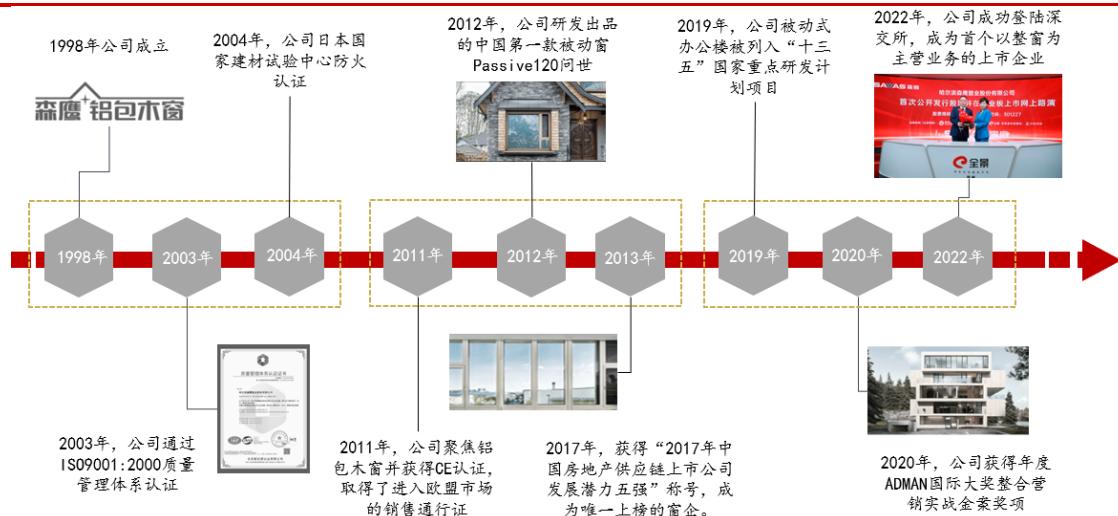
1.1. 行业深耕初心未改，股权集中志在长远

公司成立初期，业务探索阶段（1998-2010）。森鹰窗业成立于 1998 年，将德式木窗系统引入中国，22 年来致力于高品质节能铝包木窗产品的研发、设计、制造与销售。2003 年，公司通过 ISO9001:2000 质量管理体系认证，2004 年，公司日本国家建材试验中心防火认证，2011 年，公司放弃占销售额 60% 的木铝复合窗，聚焦铝包木窗并获得 CE 认证，取得了进入欧盟市场的销售通行证。

转型铝包木窗，稳定发展阶段（2010-2018）。2012 年，公司研发出品的中国第一款被动窗 Passive120 问世，2015 年，公司研发出世界首款被动式隐框幕墙——森鹰 Pcw70 并被列入住建部 2015 年科学技术项目计划，2016 年，公司建成世界上最大的被动工厂并获得吉尼斯世界纪录，2017 年，获评由中国房地产业协会、上海宜居房地产研究院、中国房地产测评中心联合开展的“2017 年中国房地产供应链上市公司发展潜力五强”称号，成为唯一上榜的窗企。

产品深度延拓，高速发展阶段（2018 年-至今）。2019 年，公司被动式办公楼被列入“十三五”国家重点研发计划项目“近零能耗建筑技术体系及关键技术开发”近零能耗公共建筑示范工程，2020 年，公司获得年度 ADMAN 国际大奖整合营销实战金案奖项，2022 年，公司成功登陆深交所，成为首个以整窗为主营业务的上市企业。

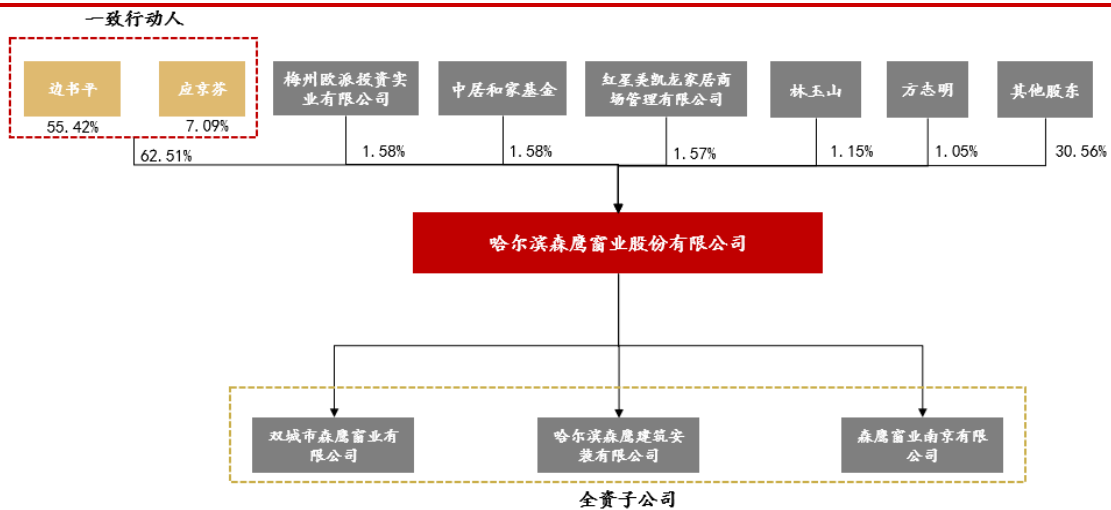
图 1 公司发展历程



资料来源：招股说明书，公司官网，华西证券研究所

实控人股权集中，下游企业战略入股。董事长边书平先生同时也是公司核心技术人员，与夫人应京芬女士共同控制企业，截止到 2022Q3，其直接共同持有公司 62.51% 的股权。边书平先生投身实业 20 余年，1991 年创立亚泰电子，成为国内散热器龙头，1998 年创立森鹰窗业，成为中国木窗一大品牌。公司股权结构稳定，利于公司管理和发展。目前公司主要业务为节能铝包木门窗的研发和销售。2018 年 7 月至 10 月，红星美凯龙、居然之家（中居家和）、梅州欧派先后战略入股，以 15 元/股价格分别取得 149 万股、150 万股、150 万股，当前分别持有公司 1.57%、1.58%、1.58% 的股权。

图 2 公司股权结构集中

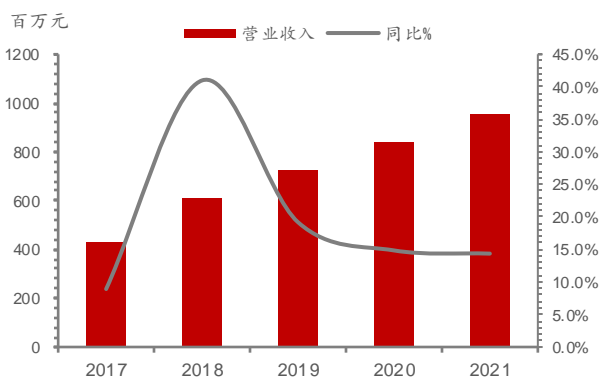


资料来源：公司公告，Wind，华西证券研究所

1.2. 公司收入稳定增长，内部管理先进高效

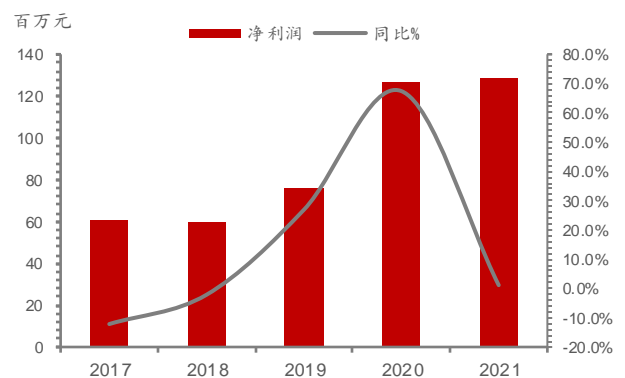
2017-2021 年收入利润 CAGR 均超 20%，保持良性发展态势。随着双碳政策导向以及消费升级，我国建筑对中高端窗户的需求不断增加，并且老式窗户缺点明显，铝包木窗逐渐占据中高端市场份额，并且公司产品质量过硬、性能优良，设计理念创新，公司 2017-2021 年保持较高增长，收入由 4.33 亿元增长至 9.57 亿元，对应 CAGR 21.92%，归母净利润由 0.61 亿元增长至 1.28 亿元，对应 CAGR 20.36%。2022 年前三季度，由于受疫情影响，公司收入/归母净利润亿元，同比降低-2.76%/-8.21%。

图 3 2017-2021 年公司营业收入增速稳定



资料来源：招股说明书，公司公告，Wind，华西证券研究所

图 4 2017-2021 年公司净利润增速稳定



资料来源：公司公告，公司公告，Wind，华西证券研究所

以铝包木窗为核心，以点带面稳定拓展。公司的产品类型分成三大类，分别是节能铝包木窗，幕墙和阳光房，其中铝包木窗为拳头产品。2019-2021 年，公司铝包木窗营业收入分别为 7.0/7.9/9.0 亿元，收入占比均超 95%。从 2021 年节能铝包木窗产品系列占比来看，S86 系列与 P120 系列是公司的明星产品，收入占比超 50%，由于综合性能优异，S86 更是销量排名第一。公司在铝包木窗的基础上，于 2021 年开始推出“简爱”系列铝合金窗，有望成为公司后续增长的重要动力。此外，公司还积极开展幕墙、阳光房业务，近年来稳步发展。通过多种类、多方位布局，公

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

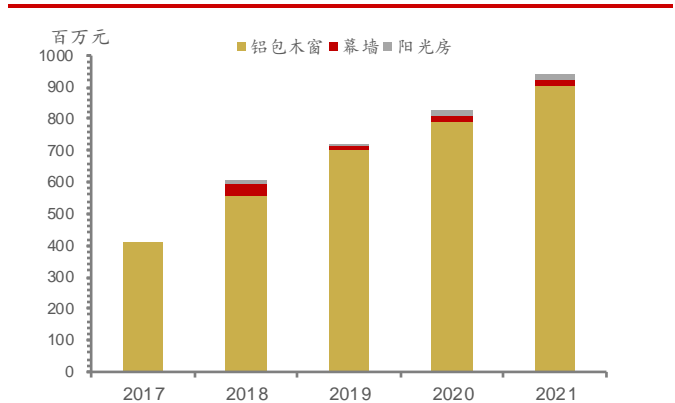
公司已形成以铝包木窗系列为主，铝合金窗等新型系列作为补充，阳光房和幕墙协同建筑外窗的发展格局。

图 5 公司产品应用场景示意图



资料来源：招股说明书，Wind，华西证券研究所

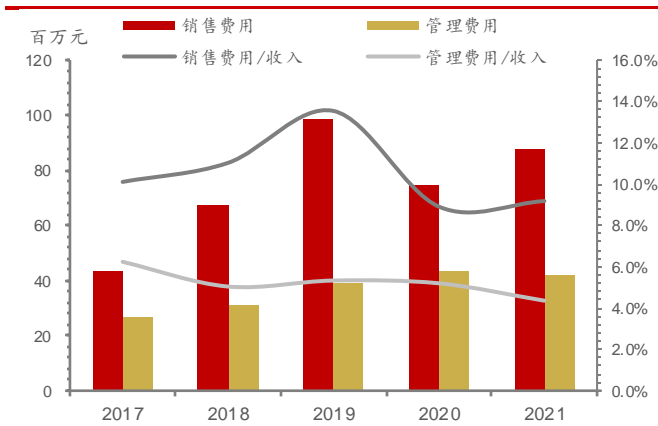
图 6 2017-2021 年铝包木窗占比超 95%



资料来源：招股说明书，Wind，华西证券研究所

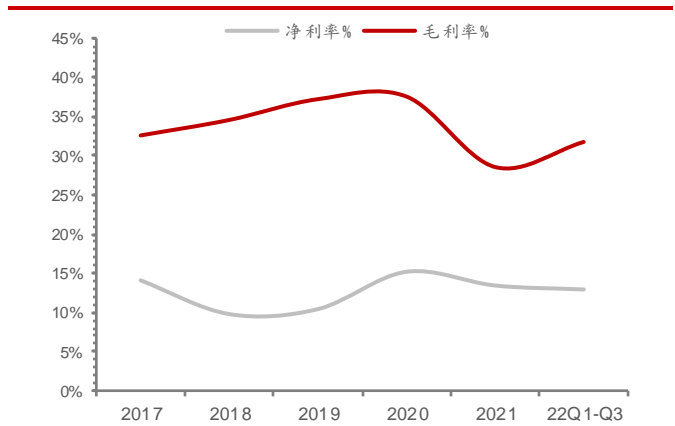
公司控费能力优秀，利润率维持较高水平。公司毛利率和净利率维持在较高水平，2021 年因受到疫情和原材料价格上涨影响，毛利率有所下滑，但在 2022 年逐步恢复。公司管理费用稳定下降，研发费用基本稳定，销售费用有所上升，原因是公司当下正在扩张销售渠道。节能铝包木窗行业属于传统制造业，行业内大多数企业规模较小，显著特征是“大行业、小公司”。因此公司在生产信息化、自动化、智能化方面进行了大量创新，实现了规模化发展的初步跨越。此外，公司基于多年的持续探索及完善，搭建了一体化的信息化软件系统，实现生产过程精细化、信息化管理。公司引入 ERP 系统及 KLAES 木窗生产管理软件用于日常运营管理，覆盖多个部门，以实现对生产经营全过程及成本核算的有效管控。ERP 系统及 KLAES 木窗生产管理软件实现了制造业与信息化融合发展，大幅提升了生产效率，满足了订单规模化生产的需求。

图 7 2017-2021 年公司费用率降低趋势明显



资料来源：招股说明书，Wind，华西证券研究所

图 8 2017-2022Q3 年毛利率和净利率保持稳定



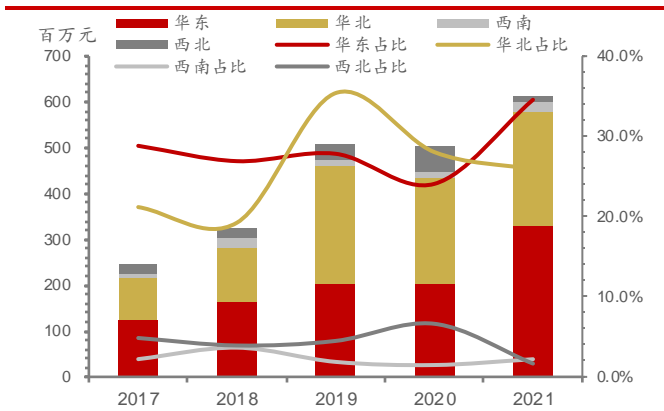
资料来源：招股说明书，Wind，华西证券研究所

1.3. 国内市场不断优化，外部环境持续利好

深耕国内市场，拓宽销售渠道。公司当前收入主要来自国内市场，分地区来看，东北、华北、华东地区，该区域历年收入占比超过 85%。随着产品质量的提升以及

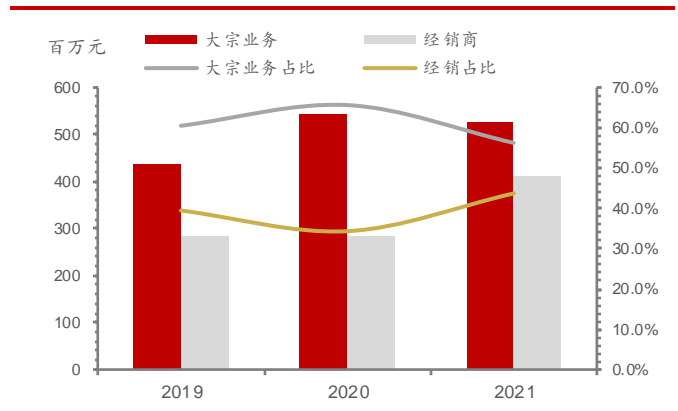
产品系列的丰富，公司南方市场的收入逐年提高，市场份额不断扩大。销售渠道方面，公司目前以大宗及经销渠道为主，大宗占比超过 55%，经销占比逐年上升，2021 年经销收入增长提速实现收入 4.1 亿元同比增长 44.9%。

图 9 2017-2021 年华东华北区域收入占比提升



资料来源：公司公告，Wind，华西证券研究所

图 10 2019-2021 年经销收入占比提升



资料来源：公司公告，Wind，华西证券研究所

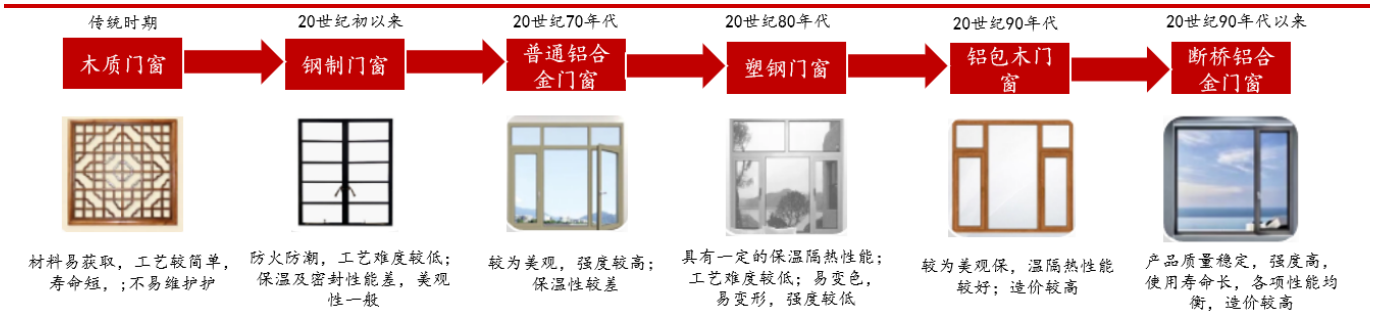
节能铝包木窗独角兽，顺势向上独占鳌头。公司在节能铝包木窗行业深耕多年，拥有较为完整的定制化生产线、完善的营销网络及服务体系，我们判断随着装修消费的升级，高端建筑外窗的需求会逐渐增加，在双碳背景下，公司作为铝包木窗唯一一家上市公司，积攒多年口碑和实力，对消费有一定导向作用。目前，公司产品的优良性能，设计理念中西兼顾，市场接受度不断加深，产销率处于高位。随着哈尔滨、南京两大基地达产，收入有望创新高，成为高端建筑外窗的行业龙头。

2. 双碳背景孕育新机，节能低碳窗顺势发展

2.1. 门窗行业不断迭代，系统门窗性能优越

门窗行业发展悠久，系统门窗未来主流。20 世纪 70 年代以前，我国门窗主要有木制和钢制两种；70 年代以后铝合金门窗凭借减重效果强、安全性能高、回收利用性强等方面的优势成为门窗市场的主流；20 世纪 80-90 年代，塑钢门窗填补了门窗保温性差的市场空白，但质量问题被限制使用。20 世纪 90 年代后，断桥铝合金门窗和铝包木门窗凭借更出众的综合性能，成为我国系统门窗市场的主流产品。

图 11 门窗发展历史悠久



资料来源：皇派家居招股说明书，华西证券研究所

门窗分为普通门窗和系统门窗。通过产品性能分类，门窗产品可以分为普通门窗和系统门窗两类。系统门窗主要包括断桥铝合金窗和铝包木门窗，系统门窗的性能远优于普通门窗。

表 1 各类窗类产品优劣势分析

产品	产品特点
传统木窗	工艺简单，易腐烂、变形，油漆易脱落，维护难度大
普通金属外窗	工艺较为简单，整体保温性能较差，美观性不足
塑钢外窗	保温隔热效果较强、成本低廉、耐腐蚀性强、整体性较好，但是硬度低、角强度差、易黄变、装饰性差
铝合金窗	自重轻、坚固耐用、外形美观，整体性较差、易变形、易腐蚀、隔音效果不强
铝包木窗	保温隔热效果强、耐腐蚀性强、绿色环保、隔音效果好、不易变形，但定价高昂、生产工艺繁杂、安装困难、硬度低
断桥铝合金窗	保温隔热性能强，且不易变形，耐久度较高，具有一定的美观性

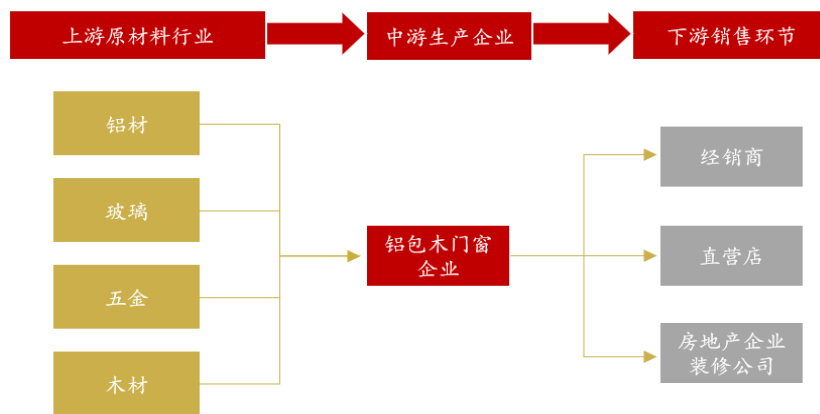
资料来源：森鹰门窗招股说明书，华西证券研究所

2.2.上下游行业存在波动，生产受限较小

原材料市场供应充足，生产制约小。窗行业产品生产所需的原材料包括木材、铝材、玻璃等。其中木材市场从2019年至今价格指数整体呈先降后升的趋势，木材市场处于充分竞争格局。并且铝材以及平板玻璃市场产量连年提高，市场供应充足，不会对公司生产造成制约。

门窗下游客户需求明确，双碳背景环保意识加强。节能铝包木窗的下游主要为房地产商、装修装饰公司、购买商品住房首次装配和旧改市场的消费者，房地产行业波动会对影响节能铝包木窗行业的需求，但是由于我国节能铝包木窗行业处于快速发展期，并且随着我国节能降耗政策的推出，对城镇新建建筑节能的要求逐渐提高，居民节能环保意识的进一步增强，节能铝包木窗行业的前景广阔。

图 12 铝包木门窗企业上下游情况



资料来源：森鹰门窗招股说明书，华西证券研究所

2.3.双碳目标清晰明朗，节能建筑政策引导

国家级双碳政策助力引导行业发展。国家政策层面对绿色建筑的占比要求逐渐提高，《“十三五”节能减排综合工作方案》提出“开展超低能耗及近零能耗建筑试点”，《2030年前碳达峰行动方案》要求2025年城镇新建建筑全面执行绿色建筑标准，《城乡建设领域碳达峰实施方案》提出不同地区建筑本体的需要达到不同标准节能要求，双碳政策不断引导建筑行业发展。

表 2 国家级双碳政策引导行业低碳发展

政策名称	发布时间	政策内容
《“十三五”节能减排综合工作方案》	2017.01	强化建筑节能。实施绿色建筑全产业链发展计划，推行绿色施工方式，推广节能绿色建材、装配式和钢结构建筑。健全绿色标识认证体系。强化能效标识管理制度，扩大实施范围。推行节能低碳环保产品认证。完善绿色建筑、绿色建材标识和认证制度，建立可追溯的绿色建材评价和信息管理系统。
《2030年前碳达峰行动方案》	2021.10	实施节能降碳重点工程。推进先进绿色建筑技术示范应用，推动城市综合能效提升。加快提升建筑节能水平。加强适用于不同气候区、不同建筑类型的节能低碳技术研发和推广，推动超低能耗建筑、低碳建筑规模化发展。到2025年，城镇新建建筑全面执行绿色建筑标准。
《城乡建设领域碳达峰实施方案》	2022.07	全面提高绿色低碳建筑水平。2030年前严寒、寒冷地区新建居住建筑本体达到83%节能要求，夏热冬冷、夏热冬暖、温和地区新建居住建筑本体达到75%节能要求，新建公共建筑本体达到78%节能要求。
《“十四五”建筑节能与绿色建筑发展规划》	2022.03	到2025年，建设超低能耗、近零能耗建筑示范项目0.5亿平方米以上。同时，开展高性能门窗推广工程。

资料来源：国家发改委，政府官网，华西证券研究所

绿色建筑趋势下，铝包木窗行业迎来行业新机遇。《“十四五”建筑节能与绿色建筑发展规划》指出2025年之前完成建筑节能改造面积3.5亿平方米以上，建设超低能耗、近零能耗建筑0.5亿平方米以上。全国各地纷纷出台地方节能建筑政策响应，节能建筑逐渐成为行业新方向。对外窗的传热系数标准提出更高要求，如北京市《居住建筑节能设计标准》，要求大幅提高外窗的传热系数标准，将外窗的传热系数K值降为1.1。而传热系数低、隔热效果好的系统门窗能够满足要

求，而作为系统门窗中高端产品铝包木窗其节能性能更加优异，K值可以降到0.6-0.8 (W/ (m² · K))。

表 3 地方节能建筑政策

地区	时间	政策名称	政策内容
上海	2020.12	《关于推进本市超低能耗建筑发展的实施意见》	大力推进本市超低能耗建筑发展，到 2025 年底，全市累计落实超低能耗建筑不低于 50 万平方米
北京	2021.1	《居住建筑节能设计标准》	大幅提高外窗的传热系数标准，将外窗的传热系数 K 值降为 1.1。
上海	2021.7	《上海市 2021 年节能减排和应对气候变化重点工作安排》	推进既有公共建筑节能改造 200 万平方米（其中，节能率不低于 15% 的公共建筑 60 万平方米以上）
湖南省	2021.8	《湖南省绿色建筑中长期发展规划(2021-2035)(征求意见稿)》	湖南省市州中心城市新开工超低能耗建筑面积占新开工建设面积的比例 2025 年≥5%，2035≥15%
广东省	2021.9	《广东省绿色建筑创建行动实施方案(2021-2023)》	到 2023 年力争建成 100 万平方米岭南特色超低能耗建筑试点项目
江苏省	2021.12	《江苏省“十四五”全社会节能的实施意见》	到 2025 年，新建超低能耗建筑面积达 500 万平方米，新建高品质绿色建筑面积达到 2000 万平方米
重庆	2021.12	《重庆市绿色建筑“十四五”规划》	到 2025 年末，建设超低能耗、近零能耗、低碳（零碳）建筑示范项目 30 万平方米以上
北京	2022.3	《北京市深入打好污染防治攻坚战 2022 年行动计划》	力争累计推广超低能耗建筑 150 万平方米、完成 750 万平方米非节能公共建筑节能绿色改造
天津	2022.3	《天津市“十四五”节能减排工作实施方案（征求意见稿）》	到 2023 年中期超低能耗建筑面积达 50 万平方米，2023 年末达 150 万平方米

资料来源：各省政府官网，华西证券研究所

根据住建部数据，截止到 2022 年一季度，我国新建绿色建筑面积占新建建筑的 90% 以上，全国新建绿色建筑面积从 2012 年的 400 万平方米增长至 2021 年的 20 多亿平方米。“双碳”时代背景下，绿色建筑成为国家的首要战略目标，低碳的要求下的普通窗逐渐无法适应时代主旋律，铝包木窗的渗透率有望逐步提升，节能窗行业在相应政策推动下，正迎来加速扩容。

2.4.传统门窗红海市场，铝包木窗未来蓝海

铝包木窗应用场景包括新房市场、二手房翻新市场。2021 与 2022 年虽然新房销售市场遇冷，窗类企业新房板块收入承压，但是二手房市场窗翻新需求日渐增长，窗行业整体收入保持平稳。经过我们测算，2022-2025 年新房市场（包括住宅和除仓库厂房外的其他建筑）窗需求为 3010、3260、3449、3646 亿元，二手房窗市场需求为 82/87/92/97 亿元，如果进一步考虑公共建筑以及农村自建房的窗需求，窗行业的市场空间将进一步扩大。铝包木窗作为窗行业高品质需求的标杆，2021 年渗透率仅为 0.5%，而随着我国人均收入逐渐提高，我们预测铝包木窗渗透率将在 2025 年达到 1.8%，铝包木窗市场需求将达 54 亿元。

表 4 窗市场需求拆分

需求拆分	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
新建市场窗需求						
房屋建筑竣工面积(百万平方米)	3,848	4,080	4,055	3,852	3,659	3,476
同比%	-4.4%	6.0%	-0.6%	-5.0%	-5.0%	-5.0%

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

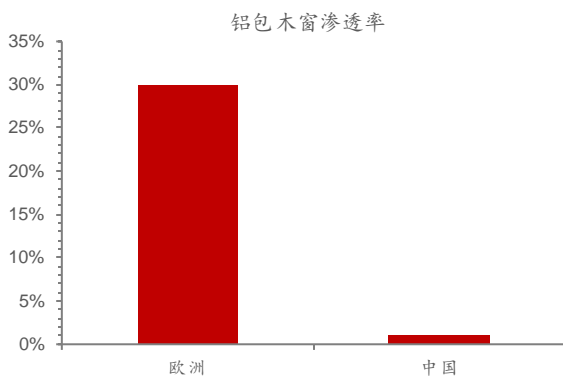
其中：住宅(百万平方米)	2,591	2,704	2,607	2,477	2,353	2,235
同比%	-4.4%	4.4%	-3.6%	-5.0%	-5.0%	-5.0%
假设外窗占住宅面积比例	20%	20%	20%	20%	20%	20%
新房窗户需求(百万平方米)	518	541	521	495	471	447
假设外窗单位价格(元/平米)	500	520	520	540	560	580
住宅窗市场需求(亿元)	2,591	2,812	2,711	2,675	2,635	2,593
其他建筑(除仓库、厂房外)	639	669	665	632	600	570
同比%	-8.6%	4.8%	-0.7%	-5.0%	-5.0%	-5.0%
假设外窗占其他建筑(除仓库、厂房外)面积比例	10%	10%	10%	10%	10%	10%
新房窗户需求(百万平方米)	64	67	66	63	60	57
假设外窗单位价格(元/平米)	400	420	450	480	500	520
其他建筑(除仓库、厂房外)窗市场需求(亿元)	255	281	299	303	300	296
二手房市场窗需求						
二手房房屋交易面积(百万平方米)	396	360	317	333	343	349
同比		-9.0%	-12.0%	5.0%	3.0%	2.0%
假设外窗占住宅面积比例	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
二手房窗户需求(百万平方米)	79	72	63	67	69	70
窗翻新需求(翻新)	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%
假设外窗单位价格(元/平米)	500	520	520	540	560	580
二手房窗市场需求(亿元)	99	94	82	90	96	101
国内窗市场需求合计	2,945	3,187	3,093	3,068	3,031	2,991
铝包木窗市场需求						
铝包木窗渗透率	0.5%	0.5%	0.8%	1.3%	1.5%	1.8%
铝包木窗市场需求(亿元)	15	16	25	40	45	54

资料来源：Wind，华西证券研究所

2.5.铝包木窗渗透率逐渐打开，龙头企业先发优势明显

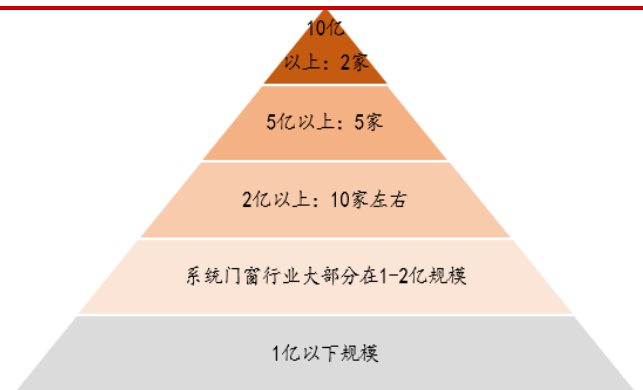
门窗市场广阔，行业集中度低。据《2022中国定制门窗趋势研究报告》统计，门窗行业各类企业总计二万余家，市场规模从2019年的7300亿元增长至2022年的1.2万亿元，其中经过我们测算，国内窗市场2022年的需求超过3000亿。但是由于进入门槛低、消费者认知不足等问题，门窗行业集中度较低，其中TOP10企业的市场总占有率不足5%，TOP30企业的市场总占有率不足10%。并且门窗企业分布较为分散，华南地区为门窗企业最集中的区域，占比约37%。

图 13 国内铝包木窗渗透率提升空间大



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 14 系统门窗企业情况



资料来源：《2022 中国定制门窗趋势研究报告》，华西证券研究所

门窗行业集中度低，铝包木窗行业渗透率较低。门窗行业内企业的门窗产品收入规模在 10 亿元以上的企业只有两家（如旭格等），5 亿元以上规模只有 5 家（如森鹰窗业，皇派家居等），2 亿元以上规模只有 10 家左右（豪美新材等），系统门窗行业企业规模大部分在 2 亿元以下（其他一些未上市公司），该行业具备集中度提升基础。由于铝包木窗制造技术要求相对较高，准入门槛高于铝合金行业，现存企业较少。据森鹰窗业投资者纪要披露，2022 年，铝包木窗在国内的渗透率为 1% 左右，我们测算对应市场总需求约 25 亿元。对标欧洲市场，其渗透率 30% 左右，我们预计在 2025 年，铝包木门窗能在国内做到 1.8-2%，国内所对应的市场空间为 54-60 亿元。未来看，铝包木渗透率提升空间大，所以更长远看铝包木窗在国内的市场提升逻辑清晰。

2.6. 消费升级趋势明显，铝包木窗有望实现份额突破

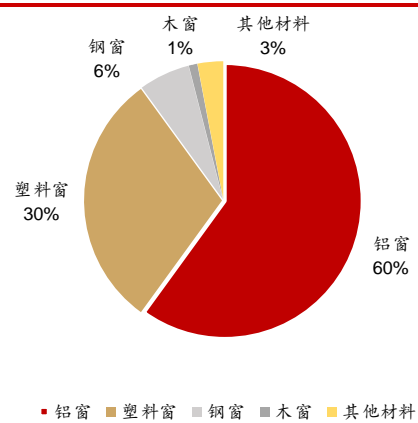
铝包木窗价格高昂，目前市场份额较低。根据公开资料以及各上市公司招股书，普通铝合金门窗、断桥铝合金门窗、系统铝合金门窗的单价分别为 450/1062/869 元/m²，铝包木窗的单价较铝合金门窗高出不少，如森鹰窗业旗下的经典节能铝包木窗产品单价为 1555 元/m²，被动式节能木窗 P120 和 Ped86 分别为 2196 和 3286 元/m²，铝包木窗价格较高导致部分消费者对该系列产品接受程度较低，进而导致市场份额较少。根据中经智盛研究院数据显示，目前我国铝窗占 60% 以上、塑窗 30% 左右、钢窗 6% 左右、木窗不足 1%，其它材料的产品占了剩余的 3%。铝包木窗渗透率距离市场主流还有很长一段距离，性价比是铝包木窗目前快速提升的较大掣肘。

表 5 铝包木窗定价高于铝合金窗

类别	单价
普通铝合金门窗	450 元/m ²
断桥铝合金门窗 (皇派家居)	1062 元/m ²
系统铝合金门窗 (豪美新材)	869 元/m ²
S86 (森鹰铝包木窗)	1555 元/m²
P120 (森鹰铝包木窗)	2191 元/m²
Ped86 (森鹰铝包木窗)	3286 元/m²

资料来源：公司招股说明书，豪美新材定期公告，皇派家居招股说明书，华西证券研究所

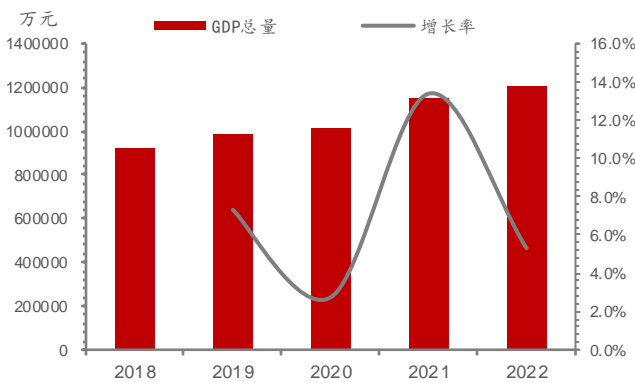
图 15 铝包木窗市场份额较低



资料来源：中经智盛研究院，华西证券研究所

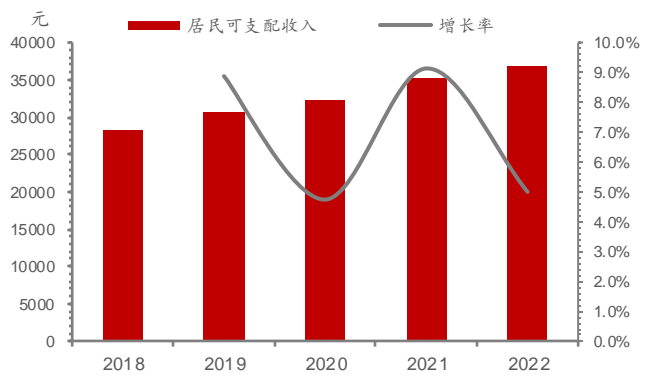
经济持续发展，城镇化率持续提高，消费升级成为市场必然趋势。2019-2022 年我国 GDP 总量实现五连增，CAGR 为 7.12%，经济增长必然带来居民可支配收入的提高，根据国家统计局发布的数据，2022 年全国居民人均可支配收入 36883 元，同比增长 5.0%；并且虽然我国城镇化率已由 2010 年的 49.95% 提升至 2021 年的 64.27%，城镇化率以年均 1% 左右的速度增长，但世界发达国家普遍超过 80%，我国城镇化率增长潜力仍巨大。随着我国经济的快速发展以及城镇化进程的不断加快，居民对装饰环境的消费升级将带动节能铝包木窗市场的发展。

图 16 国内经济总量持续发展



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 17 居民可支配收入不断提高



资料来源：Wind，华西证券研究所

保温性好的铝包木窗更受当下市场青睐。与普通门窗相比，铝包木门窗的保温性能突出但价格较高，根据市场数据对比，公司两大主要产品保温性能均远优于铝合金门窗，并且虽然节能铝包木窗价格相对较高，但是随着居民收入增长，经济发展水平和消费能力不再成为铝包木窗行业的制约因素，人们更乐于追求更优的家居体验，进行产品选择时会选择外观与保温性能更优异的铝包木门窗。同时，绿色节能建筑的政策导向也将加速实现这一过程。

表 6 铝包木窗保温性能优异

产品	导热系数 (Uw 值)
普通铝合金窗	$3.5W/m^2 \cdot K \leq U_w \text{ 值} \leq 5W/m^2 \cdot K$
断桥铝合金窗	$2.5W/m^2 \cdot K \leq U_w \text{ 值} \leq 3W/m^2 \cdot K$
系统铝合金窗	$2.0W/m^2 \cdot K \leq U_w \text{ 值} \leq 2.5W/m^2 \cdot K$
S86 (森鹰铝包木窗)	$U_w \text{ 值} \leq 1.4W/m^2 \cdot K$
P120 (森鹰铝包木窗)	$U_w \text{ 值} \leq 0.8W/m^2 \cdot K$

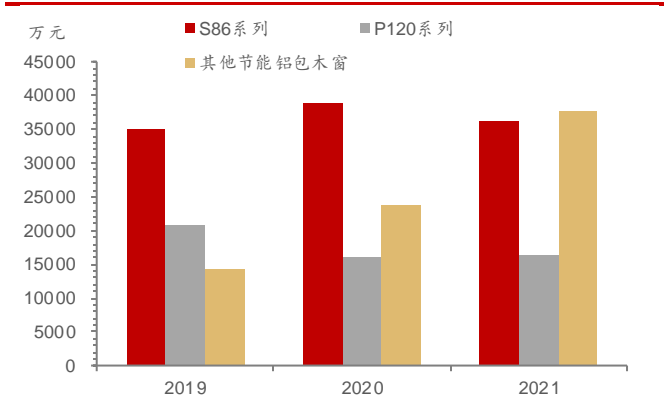
资料来源: Wind, 公司招股说明书, 华西证券研究所

3. 高端定位为独树一帜, 经销渠道红利逐步打开

3.1. 产品矩阵不断丰富, 打造森鹰特有品牌

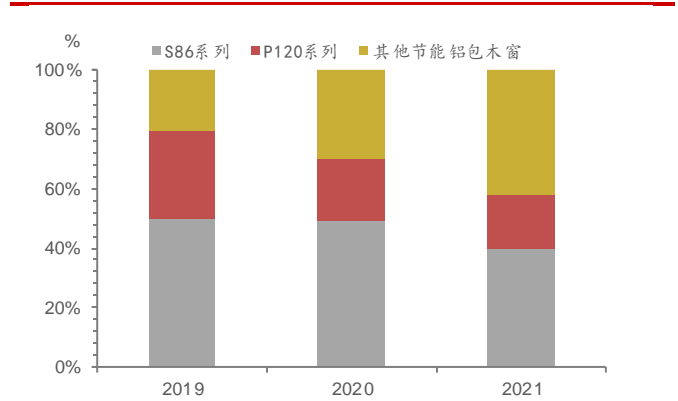
深耕铝包木窗赛道, 行业销售龙头。2021 年公司节能木窗板块收入为 9.04 亿元, 占比 96.17%。根据公司招股说明书, 以及中国建筑金属结构协会钢木窗委员会、全国工商联家具装饰业商会的数, 2017 年至 2019 年间公司铝包木窗板块在生产规模、销售数量方面连续三年居全国同行业首位。

图 18 主要铝包木窗产品年度收入



资料来源: 公司公告, Wind, 华西证券研究所

图 19 主要铝包木窗产品年度收入占比

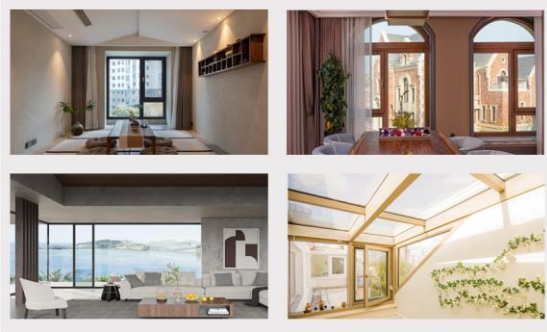


资料来源: 公司公告, Wind, 华西证券研究所

产品定位高端, 定价稳定且远高于同行。2019 年-2021 年 S86 系列产品的平均单价分别为 1,555.62 元/m²、1,554.22 元/m²和 1,562.16 元/m², P120 系列产品的平均单价分别为 2,196.76 元/m²、2,210.71 元/m²和 2,120.17 元/m², 产品定价基本稳定, 并且远高于同行窗产品的定价 1048 元/m²。

公司从依赖单一产品向多品类发展。S86 和 P120 系列作为公司最重要的产品系列, 2019-2021 年业务收入占比之和分别为 77.21%、66.61%、55.95%。公司根据不同地区的气候条件、建筑特点、消费习惯, 陆续推出多种系列铝包木窗, 公司其他系列节能铝包木窗迅速发展。2017 年其他系列节能铝包木窗营收仅为 0.39 亿元, 2021 年营收增长至 3.78 亿元, 营收占比由 9.09%提升至 39.51%。

图 20 公司明星产品图片展示



资料来源：公司公告，公司官网，华西证券研究所

图 21 被动式建筑前景拓展



资料来源：公司公告，Wind，华西证券研究所

表 7 S86 与 P120 两种明星产品技术特性介绍

项目	标准窗 (S86 系列)	被动窗 (P120 系列)
技术	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	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	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	保温性能良好, Uw 值 $\leq 1.4W/m^2 \cdot K$	保温性能优异, Uw 值 $\leq 0.8W/m^2 \cdot K$
木窗收入占比	39.95%	18.22%

资料来源：公司公告，Wind，华西证券研究所

表 8 其他系列铝包木窗系列丰富

其他系列铝包木窗品类	产品特点	2021 年收入占比 (该产品收入/铝包木窗总收入)
S101	预留了纱窗的安装空间, 使纱窗可以嵌入到外铝板框中, 大幅提升了产品的外观形象及客户体验。	10.15%
F86	F86 产品系列能够满足多数南方消费者“偏好视野较宽、线条简约的窗体, 对密封性能要求相对较低”的要求。	6.51%
Ped86	能够满足被动式建筑对门的特殊需求的被动门, 具有较好的保温隔热性能。	< 1%
A86	/	4.18%

资料来源：公司公告，Wind，华西证券研究所

积极丰富产品矩阵, 发力铝合金窗市场。2021 年正式推出铝合金窗产品及子品牌“简爱”。由于公司主要产品——铝包木窗的节能优势更适合冬季气候寒冷的北方消费者, 相对温暖的南方市场需求较高, 而“简爱”铝合金窗是公司打开南方市场的重要战略之一。自“简爱”铝合金窗在南方地区推出以来, 公司 2021 年在华中、华南及西南等地区的收入较 2020 年得到显著提升。随着公司进一步深化在铝合金窗品类的布局, 公司有望提升在南方地区的市场份额, 大大抬升公司成长性。

表 9 “简爱”铝合金窗特点

外观设计	材料选择	技术特点
整窗采用纯平设计, 隐藏式铰链, 无压条无中框, 窗框可视面宽度低 57mm, 窗扇可视面宽度	采用德式进口 24mm 高温隔热条, 有效解决加工过程中产生的受热收缩变形等问题	市内开启扇铝及固定玻璃扣条采用板框无缝焊接专利技术

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

低至 60mm，采光面积极大提高，纤细边框为家庭营造更大视野和通透感

采用森鹰制造的高端中空玻璃，提高降噪分贝值，最高可减少 35db

窗户的窗扇采用大美圆角，美观的同时防止碰撞带来的伤害

采用 WINKHAUS 原装进口五金，满足 RC2 级防盗标准

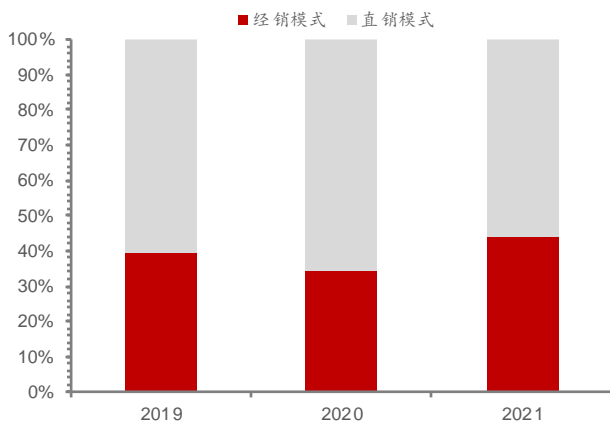
/

资料来源：森鹰窗业公众号，华西证券研究所

3.2. 经销商数量较低，经销渠道红利逐步释放

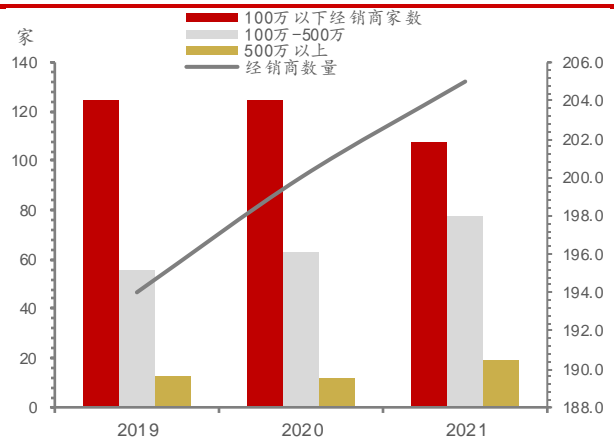
经销业务稳步提升，高质经销商为行业领先。公司目前主要有两种销售模式，分别为大宗业务销售模式以及经销商销售模式。截止到 2021 年末，公司建立覆盖全国的经销网络，全国范围内拥有 205 家经销商，同比 2020 年增加 5 家。2021 年存量经销商平均收入为 221.39 万元，较 2020 年增加 35.54%，远高于同行经销商平均收入，公司具有优质的存量经销商。并且公司销售额达 500 万以上的经销商数量从 2019 年的 13 家增加至 2021 年的 19 家，100-500 万的经销商从 56 增加至 78 家，而 100 万销售额以下的经销商从 125 家减少至 108 家，而经销商总数增长较慢，说明公司对经销商的选拔流程严格，准入门槛较高，总体呈现“高质低频”的特点。

图 22 经销模式收入持续发展



资料来源：森鹰门窗招股书，华西证券研究所

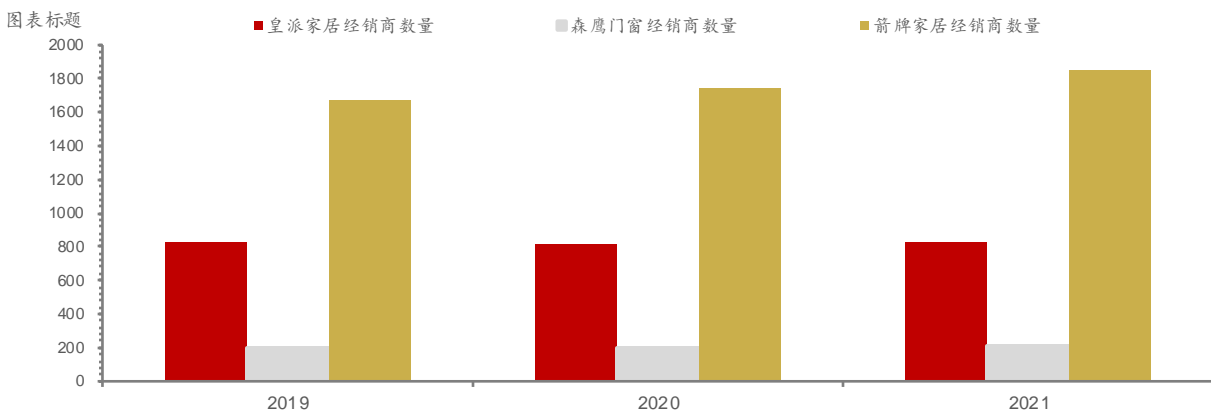
图 23 经销商数量以及经销商分级家数



资料来源：森鹰门窗招股书，华西证券研究所

经销占比总体增加，但仍有较大成长空间。经销模式不断发展，收入占比从 2019 年的 39.48% 增长至 2021 年的 43.73%，但是与建材板块卫浴行业龙头箭牌家居相比，2021 年箭牌家居经销模式收入占比为 89.11%，目前以大宗业务为主的直销模式仍为公司主要收入支柱，经销模式占比可进一步突破。截止到 2021 年年末，森鹰门窗全国范围有 205 家经销商，皇派家居有 825 家经销商，箭牌家居有 1854 家经销商。森鹰门窗现有经销商数量远低于同行业竞争对手，公司目前市场下沉深度较差，市场覆盖率提升空间广阔，公司后续经销商扩张的背景下，销售渠道红利将有效打开，市场份额与公司营收将大幅提高。

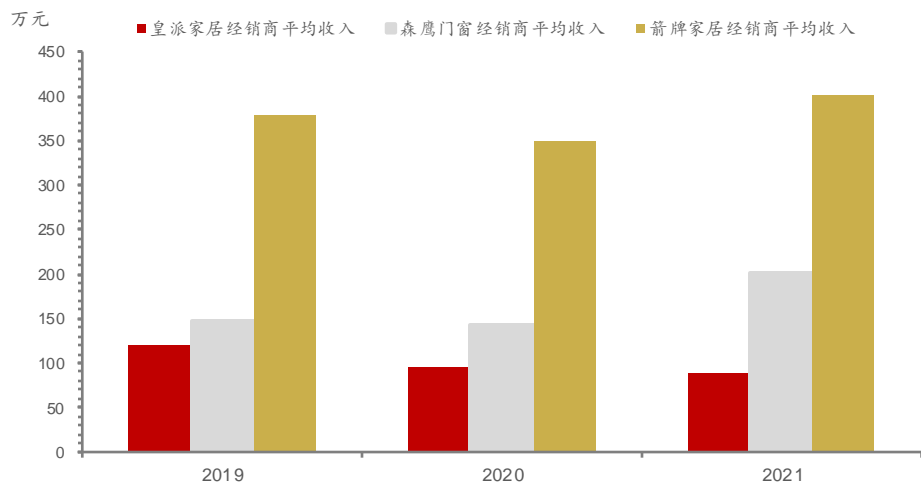
图 24 公司下沉渠道空间广阔



资料来源：森鹰门窗招股说明书，皇派家居招股说明书，箭牌家居招股说明书，华西证券研究所

森鹰门窗经销商平均收入远高于同行。2019年-2021年森鹰门窗经销商的平均收入从146.91万元增加至200.49万元，森鹰门窗单家经销商平均的收入整体呈上升趋势，高于同行水平。但是与建材行业龙头公司箭牌家居相比，公司经销商收入仍有一定差距，虽处不同行业，但一定程度上可以看出公司还有比较长远的发展空间。公司未来如果进一步采取有效的经销管理模式，单个经销商收入与经销商数量将进一步提高，与其他可比公司相比，公司具有行之有效的成长方向。

图 25 经销收入向上空间较大

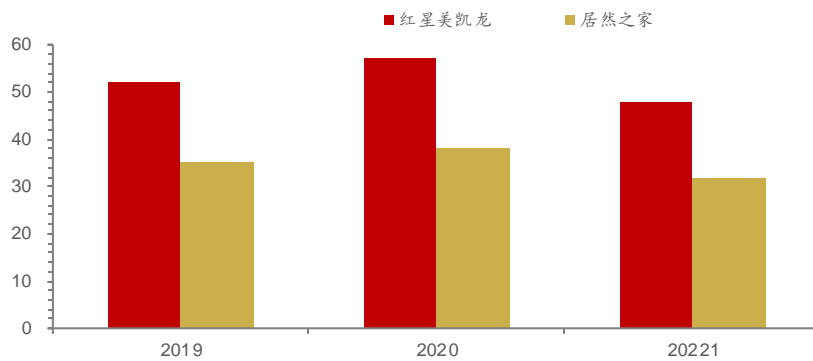


资料来源：森鹰门窗招股说明书，皇派家居招股说明书，箭牌家居招股说明书，华西证券研究所

家居巨头入股森鹰，助力公司零售增长。截止到2022年9月，居然之家以及红星美凯龙公司分别持有公司1.58%、1.57%的股份，国内家居龙头企业的参股为公司销售网络带来更广阔的空间。2021年红星美凯龙公司在中国家居装饰及家居商场行业市场份额为17.5%，旗下有470家家居建材店；截止至2022年Q3，居然之家旗下拥有427家家居卖场。而森鹰旗下经销商在红星美凯龙开店的数量仅为48家，居然之家中仅为32家，总体渗透率仅在10%左右，在行业渠道C端化的情况下，经销渠道合作模式呈现多元化。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

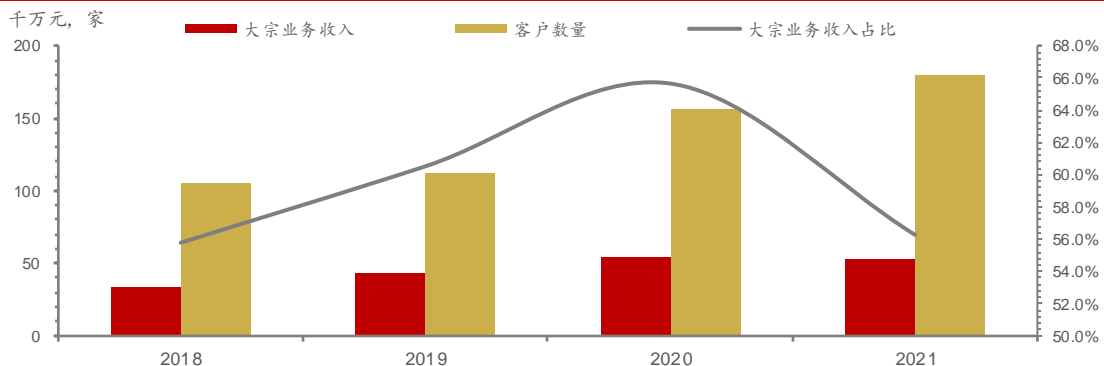
图 26 公司在大型卖场渗透率低



资料来源：森鹰门窗招股说明书，华西证券研究所

大宗市场与零售市场齐驾并驱。公司除经销商销售模式外，大宗业务销售模式为公司主要收入来源。大宗业务销售模式是公司向房地产商、装修装饰公司等大宗业务客户直接提供定制化节能铝包木窗产品的销售模式，主要由项目中心负责。2018-2021 年公司大宗业务销售模式收入从 3.38 亿增长至 5.29 亿元，客户数量从 105 家增长至 180 家。公司 2018 年至 2021 年间大宗业务收入占比实现先增后减，客户数量稳步提高。公司重视大宗渠道风险把控，克制扩张速度，2021 年与 2022 年 Q1-Q3 信用减值损失均控制在合理范围，其中 2021 年为 +0.23 亿元，2022 年 Q1-Q3 为 -0.29 亿元。

图 27 大宗业务营收及大宗客户情况

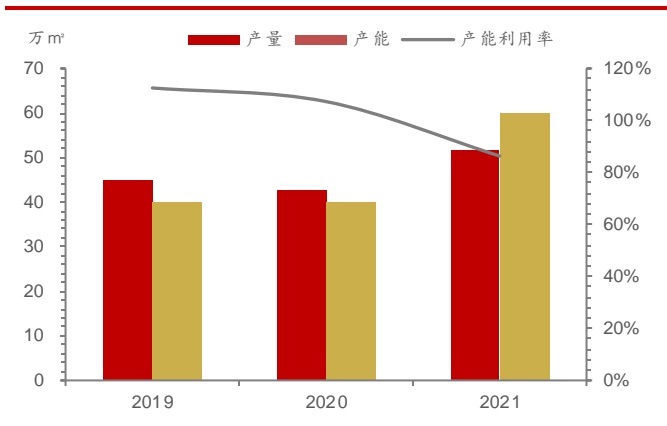


资料来源：森鹰门窗招股说明书，华西证券研究所

3.3. 顺应市场发展需求，产能持续释放

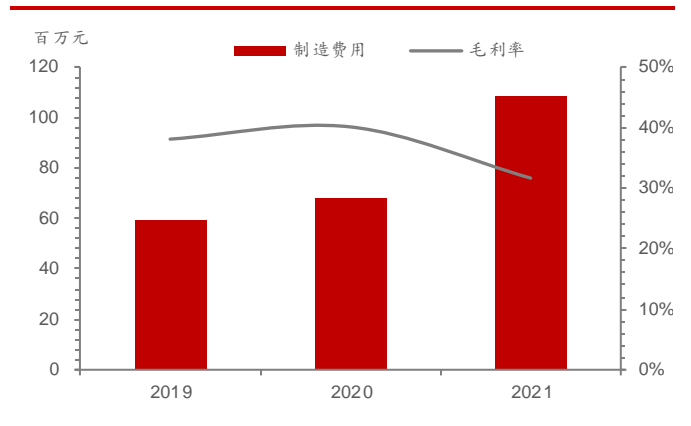
产能持续扩张，公司成长空间广阔。公司 2019 年-2021 年产量分别为 45 万 m²、42.91 万 m²、51.8 万 m²，并且公司通过生产设备潜力以及升级生产管理将产能利用率提高为 112.51%、107.27%、86.32%，我们认为 2021 年产能利用率下降系南京生产基地一期（20 万 m² 产能）正式投产所致。南京基地投产虽增加制造费用导致公司短期毛利率降低，但是极大提高公司生产能力，拓宽公司成长空间。

图 28 产能，产量及产能利用率较高水平



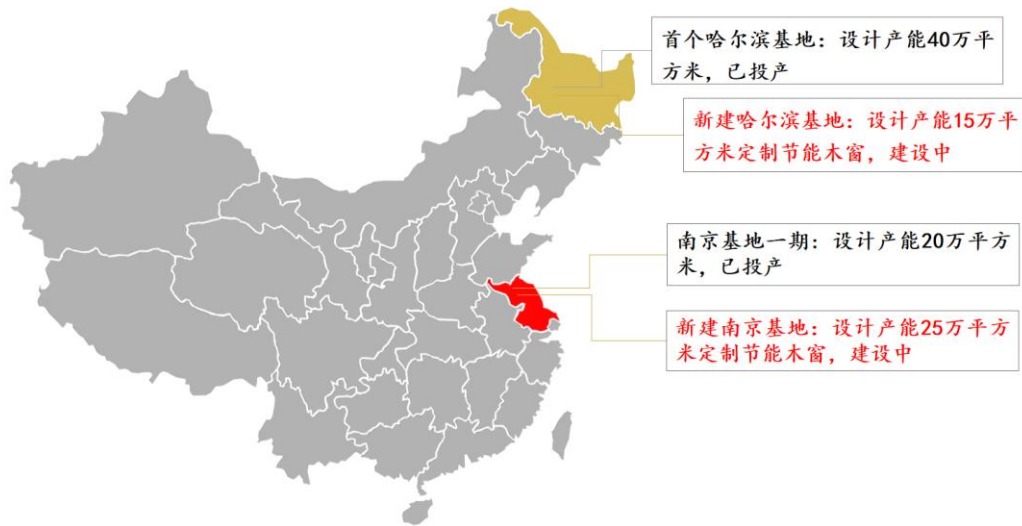
资料来源：森鹰门窗招股书，华西证券研究所

图 29 南京基地一期投产导致毛利短期承压



资料来源：森鹰门窗招股书，华西证券研究所

图 30 公司主要生产基地



资料来源：公司招股书，投资者交流纪要，华西证券研究所

公司 2022 年上市募集资金 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，建设周期为两年，项目建设完成且达产后，公司未来产能即将突破 100 万平方米。

表 10 公司本次募投情况详细说明

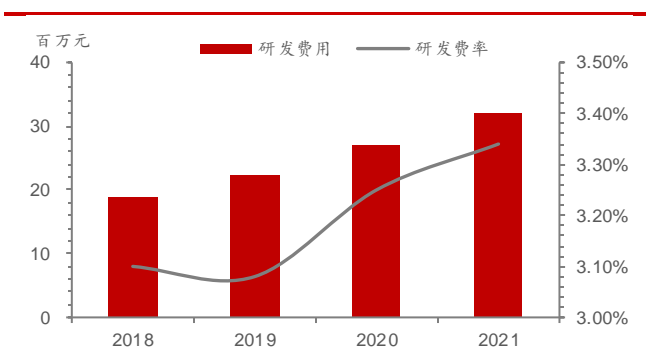
项目名称	项目建设周期	项目投资进度		
		第一年	第二年	合计
哈尔滨年产 15 万平方米定制节能木窗建设项目	24 个月	5,723.21 万元	19,097.48 万元	24,820.69 万元
南京年产 25 万平方米定制节能木窗项目	24 个月	8,928.32 万元	28,596.89 万元	37,525.21 万元
补充流动资金	/	5,000.00 万元		5,000.00 万元
总计		19,651.53 万元	47,694.37 万元	67,345.90 万元

资料来源：公司招股书，华西证券研究所

3.4.研发投入突出，专利水平行业领先

公司保持较高研发投入，专利水平行业领先。2018-2021 年间，公司研发费用持续提升，研发费用率保持增长，研发费用从 2018 年的 1897 万元增加至 3193 万元。逐年增加的研发费用致使公司建立完善的研究团队，获取多项成果，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，并且公司共有 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，其中有 7 项通过德国 PHI 的 A 级（能效等级为高级）认证，占我国 A 级认证外窗的 46.67%，性能优异，认证优势明显，处于行业领先地位。

图 31 研发费用与研发费率逐年提升



资料来源：森鹰门窗招股书，华西证券研究所

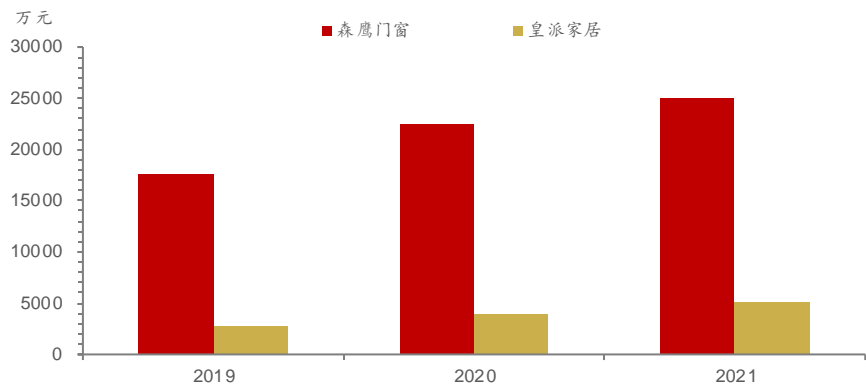
表 11 森鹰通过 PHI 认证的数量

项目	A 级	B 级	C 级	合计
森鹰认证	7	7	2	16
中国认证	15	70	32	117
占比	46.67%	10%	6.25%	13.68%

资料来源：森鹰门窗招股书，华西证券研究所

生产所需资金造成较大准入壁垒。铝包木窗加工生产需要大规模生产线和现代化管理系统，截止 2021 年，森鹰门窗生产设备原值为 2.51 亿元，皇派家居仅为 5200 万元，形成规模化生产所需资金大大提高铝包木窗的准入门槛。

图 32 森鹰门窗与皇派家居生产设备原值



资料来源：森鹰门窗招股说明书，皇派家居招股说明书，华西证券研究所

4. 盈利预测及估值

伴随疫情影响消散，公司下游房地产相关行业逐渐复苏，铝包木窗板块市场渗透率将迅速提升；随着公司经销商战略的渠道下沉，公司业务水平有望进一步突破。我们预计铝包木板块渗透率将在 2023 年提升至 1%，在随后年份将保持较为稳定的增速；铝包木窗板块将随着房地产板块的复苏保持稳定增长。公司在内部管理上，一方面改善自身管理体系，激发员工潜力，提高管理效率；另一方面，在公司铝包木窗板块稳定增长的同时，传统铝合金窗板块预计也将同步推进，进一步提高市场份额，我们预计公司收入和利润将得到进一步提升。

我们预计 2022-2024 年，公司收入 8.82/ 11.01/ 13.38 亿元，同比增速-7.8%/ 24.8%/ 21.5%，净利润 1.14/ 1.53/ 2.02 亿元，同比增速-11.5%/ 34.8%/ 31.6%；EPS 1.20/ 1.62/ 2.13 元，对应 4 月 19 日 28.22 元收盘价 23.52/ 17.54/ 13.27xPE。

表 12 盈利预测

(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
铝包木窗					
收入	788	904	832	1,048	1,283
成本	(489)	(646)	(591)	(734)	(873)
毛利	299	258	241	314	411
毛利率%	37.9%	28.5%	29.0%	30.0%	32.0%
幕墙					
收入	23	17	16	17	18
成本	(12)	(10)	(9)	(10)	(10)
毛利	11	7	7	7	7
毛利率%	47.9%	43.8%	42.0%	42.0%	42.0%
阳光房					
收入	15	19	18	19	20
成本	(9)	(11)	(11)	(11)	(12)
毛利	6	8	7	8	8
毛利率%	41.9%	40.0%	40.0%	40.0%	40.0%
营业收入	837	957	882	1,101	1,338
同比%	14.9%	14.4%	-7.8%	24.8%	21.5%

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

净利润	127	128	114	153	202
同比%	67.4%	1.1%	-11.5%	34.8%	31.6%

资料来源：公司公告，wind，华西证券研究所

我们选取豪美新材、欧派家居、王力安防、江山欧派等企业作为可比公司，可比公司平均估值为 18.10x 2023E PE 及 2.95x PB。由于公司业绩处于成长阶段，我们认为 PE 估值更能反映公司内在价值。首次覆盖给予“买入”评级。

表 13 估值（万得一致预期）

公司	2023E PE	2023E PB
豪美新材	12.87	1.48
欧派家居	23.31	3.96
王力安防	16.55	2.06
江山欧派	19.66	4.32
平均	18.10	2.95

资料来源：Wind，华西证券研究所

5. 风险提示

需求不及预期：如果房地产行业需求不及我们预期，则公司相关产品销量可能不及我们预期。

产品迭代不及预期：如果公司铝包木窗产品升级迭代不及预期，则相关产品渗透率可能低于我们预期。

系统性风险：A 股整体走势及估值可能影响公司股价表现。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	957	882	1,101	1,338	净利润	128	114	153	202
YoY(%)	14.4%	-7.8%	24.8%	21.5%	折旧和摊销	55	54	63	70
营业成本	673	617	761	901	营运资金变动	48	51	-121	92
营业税金及附加	10	9	12	14	经营活动现金流	220	210	105	374
销售费用	88	81	101	122	资本开支	-83	-191	-150	-146
管理费用	42	42	52	63	投资	0	0	0	0
财务费用	5	2	-23	-21	投资活动现金流	-82	-193	-152	-149
研发费用	32	29	36	44	股权募资	0	824	0	0
资产减值损失	-3	0	0	0	债务募资	14	14	15	14
投资收益	0	1	1	1	筹资活动现金流	9	828	4	3
营业利润	147	133	179	235	现金净流量	146	844	-43	229
营业外收支	2	1	1	1					
利润总额	149	134	180	236	主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
所得税	21	20	26	35	成长能力				
净利润	128	114	153	202	营业收入增长率	14.4%	-7.8%	24.8%	21.5%
归属于母公司净利润	128	114	153	202	净利润增长率	1.1%	-11.5%	34.8%	31.6%
YoY(%)	1.1%	-11.5%	34.8%	31.6%	盈利能力				
每股收益	1.81	1.20	1.62	2.13	毛利率	29.7%	30.1%	30.9%	32.7%
					净利率	13.4%	12.9%	13.9%	15.1%
					总资产收益率 ROA	9.2%	4.9%	5.8%	7.1%
					净资产收益率 ROE	15.0%	6.3%	7.9%	9.4%
					偿债能力				
					流动比率	1.41	2.99	2.62	2.77
					速动比率	1.06	2.61	2.23	2.39
					现金比率	0.53	2.20	1.62	1.92
					资产负债率	38.5%	22.8%	26.0%	24.5%
					经营效率				
					总资产周转率	0.73	0.48	0.44	0.49
					每股指标 (元)				
					每股收益	1.81	1.20	1.62	2.13
					每股净资产	12.04	18.92	20.54	22.66
					每股经营现金流	3.09	2.22	1.11	3.95
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
					估值分析				
					PE	15.59	23.52	17.45	13.27
					PB	0.00	1.49	1.37	1.25

资产负债表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	273	1,117	1,075	1,303
预付款项	23	30	35	40
存货	144	152	217	210
其他流动资产	288	221	412	321
流动资产合计	728	1,520	1,739	1,875
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	486	606	679	743
无形资产	86	105	118	131
非流动资产合计	663	803	892	972
资产合计	1,391	2,322	2,631	2,846
短期借款	188	201	216	230
应付账款及票据	118	81	176	124
其他流动负债	210	227	272	323
流动负债合计	515	509	664	678
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	20	20	20	20
非流动负债合计	20	20	20	20
负债合计	535	529	684	698
股本	71	95	95	95
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	856	1,794	1,947	2,149
负债和股东权益合计	1,391	2,322	2,631	2,846

资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

戚舒扬：建筑建材+新材料团队首席分析师，FRM，香港中文大学金融学硕士/中山大学管理学学士。曾供职于华泰证券、国泰君安证券等机构任建材行业分析师，7年卖方从业经验。曾作为核心成员获得2016、2017年新财富非金属建材第二、第一名，2020年个人获得21世纪金牌分析师金属、非金属类建材和新材料第五名、wind金牌分析师第二名、东方财富2020年最佳分析师第二名等奖项。

金兵：建筑建材+新材料行业研究助理，土木工程学士，金融学硕士；5年工程建设和融资经验，曾任职于百强房企资金管理部、咨询公司项目管理部；全程深度参与上海迪士尼乐园、合肥离子医学中心等重大工程建设开发，建筑建材从业经历和产业积累丰富。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。