证券研究报告

轻工制造

兴业证券 INDUSTRIAL SECURITIES

森鹰窗业

301227.SZ

审慎增持 （首次）

森鹰展翅，翱翔系统门窗蓝海

2022 年 11 月 21 日

市场数据

市场数据日期	2022-11-18
收盘价（元）	27.46
总股本（百万股）	94.80
流通股本(百万股)	21.02
总市值（百万元）	2603.21
流通市值(百万元)	577.15
净资产（百万元）	1766.54
总资产（百万元）	2154.72
每股净资产（元）	18.63

来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

相关报告

主要财务指标

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	957	976	1300	1664
同比增长	14.4%	2.0%	33.3%	28.0%
归母净利润(百万元)	128	135	173	212
同比增长	1.1%	5.0%	28.5%	22.1%
毛利率	29.7%	32.3%	32.6%	32.6%
净利率	13.4%	13.8%	13.3%	12.7%
净资产收益率	15.0%	7.3%	8.6%	9.5%
每股收益(元)	1.35	1.42	1.83	2.23
每股经营现金流(元)	2.32	2.35	1.92	2.44

来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

投资要点

- **森鹰窗业：节能门窗第一股，20 年深耕铝包木。**公司在铝包木窗行业深耕 20 多年，率先将德系木窗系统引入中国并提出“铝包木窗”概念。截止 2021 年底，公司拥有哈尔滨和南京两大生产基地，合计系统窗年产能达 60 万平米。实际控制人为边书平、应京芬夫妇，合计持有公司 62.51%的股权，持股比例较高。美凯龙商场、居然投资、梅州欧派先后战略入股。

- **系统门窗行业分析：低碳+消费升级促系统门窗市场规模增长，龙头企业集中度有望持续提升。**“系统门窗”解决行业痛点，门窗质量和性能得到有效控制，行业步入规范化时代。门窗行业规模约 2500 亿左右，系统门窗渗透率当前仅 3%，未来渗透率有望快速提升。行业规范化+疫情影响+头部窗期开启上市融资时代，门窗行业出清进行中，龙头企业集中度有望加速提升。

- **森鹰窗业主要看点：高端品类竞争优势明显，扩产有望带动 C 端持续增长。**公司深耕高端铝包木门窗 20 余年，技术和品牌优势明显。数字化建设提升生产效率和管理半径，同时终端消费体验持续优化。通过募投项目，系统门窗产能持续释放，未来产能有望达到 100 万平米，规模效应有望进一步体现。公司经销商质量较高，C 端放量潜力大。

- **盈利预测与估值：**我们预计森鹰窗业 2022 年至 2024 年归母净利润分别为 1.35 亿元、1.73 亿元、2.12 亿元，对应 2022 年 11 月 18 日收盘市值 PE 分别为 19.3 倍、15.0 倍、12.3 倍。首次覆盖，给予“审慎增持”评级。

风险提示：系统门窗行业竞争加剧风险、原材料价格波动风险、新增产能不及预期风险、应收账款坏账风险、地产投资不及预期风险

分析师：
童彤
tongtong@xyzq.com.cn
S0190522020001

黄杨
huangyang@xyzq.com.cn
S0190518070004

孟杰
mengjie@xyzq.com.cn
S0190513080002

目 录

1、森鹰窗业：节能门窗第一股，20 年深耕铝包木 - 4 -
1.1、公司简介 - 4 -
1.2、股权结构 - 5 -
2、系统门窗行业分析：低碳+消费升级促系统门窗市场规模增长，龙头企业集中度有望持续提升 - 6 -
2.1、“系统门窗”解决行业痛点，门窗质量和性能得到有效控制 - 6 -
2.2、系统门窗渗透率持续提升，市场规模快速增长 - 7 -
2.3、行业出清进行时，龙头企业集中度有望加速提升 - 11 -
3、公司看点：高端品类竞争优势明显，扩产有望带动 C 端持续增长 - 14 -
3.1、深耕高端铝包木门窗，技术和品牌优势明显 - 14 -
3.2、数字化建设领先，终端消费体验持续优化 - 15 -
3.3、产能持续释放，规模效应有望进一步体现 - 15 -
3.4、经销商质量较高，C 端放量潜力大 - 16 -
4、盈利预测与估值 - 18 -
4.1、关键假设及盈利预测 - 18 -
4.2、估值 - 20 -

图目录

图 1、森鹰窗业工程、经销收入占比情况 - 5 -
图 2、森鹰窗业 2021 年经销商分区域个数及收入 - 5 -
图 3、森鹰股份股权结构（截止 2022 年 9 月 30 日） - 5 -
图 4、我国门窗的主要材料发展沿革 - 6 -
图 5、2021 年各类型门窗市场份额情况 - 6 -
图 6、系统门窗消费者年龄段分布 - 10 -
图 7、系统门窗消费者年收入分布 - 10 -
图 8、系统门窗消费者所在城市分布 - 10 -
图 9、系统门窗消费者居住面积分布 - 10 -
图 10、系统门窗行业竞争格局 - 11 -
图 11、系统门窗行业上下游 - 11 -
图 12、系统门窗主要原材料玻璃价格波动情况 - 12 -
图 13、系统门窗主要原材料铝锭价格波动情况 - 12 -
图 14、家居品牌相继推出门窗子品牌 - 13 -
图 15、森鹰窗业大单品 S86、P120 系列收入占比高 - 14 -
图 16、森鹰铝包木窗 S86 与 P120 系列的主要区别 - 14 -
图 17、森鹰窗业设计手机应用程序——“快窗” - 15 -
图 18、森鹰窗业系统窗年产能情况 - 16 -
图 19、森鹰窗业年产量及产能利用率情况 - 16 -
图 20、森鹰窗业与可比企业经销商数量 - 17 -
图 21、森鹰窗业与可比公司经销渠道平均销售额 - 17 -

表目录

表 1、森鹰窗业近年主要财务指标 - 4 -

表 2、《系统门窗通用技术条件》（GB/T 39529-2020）关于系统门窗的详细阐述 .- 7 -
表 3、门窗市场规模测算 ..... - 8 -
表 4、绿色建材及门窗相关政策一览 ..... - 9 -
表 5、系统门窗头部企业产能、收入规模、主要销售渠道比较..... - 11 -
表 6、森鹰窗业系统窗产销情况预测 ..... - 18 -
表 7、森鹰窗业营业收入拆分及预测 ..... - 18 -
表 8、森鹰窗业成本拆分及预测 ..... - 19 -
表 9、森鹰窗业毛利及单平米指标预测 ..... - 19 -
表 10、森鹰窗业费用及所得税指标预测 ..... - 20 -
表 11、森鹰窗业及可比公司估值对比..... - 21 -

报告正文

1、森鹰窗业：节能门窗第一股，20 年深耕铝包木

1.1、公司简介

森鹰窗业，全称为哈尔滨森鹰窗业股份有限公司，创立于 1998 年，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，也是第一家登陆 A 股市场的节能门窗企业。公司在铝包木窗行业深耕 20 多年，率先将德系木窗系统引入中国并提出“铝包木窗”概念。截止 2021 年底，公司拥有哈尔滨和南京两大生产基地，合计系统窗年产能达 60 万平米。收入结构来看，2021 年公司实现营业总收入 9.57 亿元，其中节能铝包木窗产品贡献收入 9.04 亿元，占收入总规模的 94.5%。

表 1、森鹰窗业近年主要财务指标

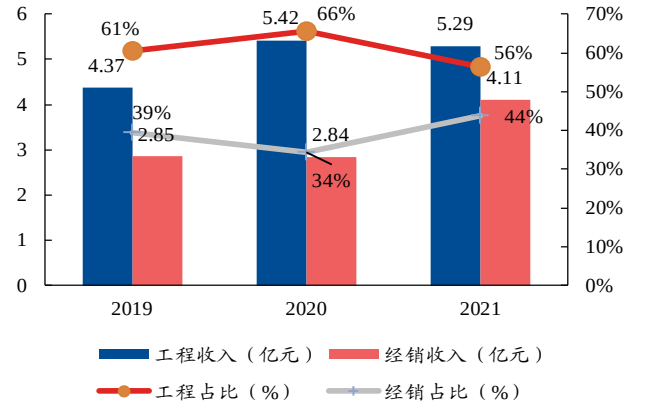
	2017	2018	2019	2020	2021	2022Q1~3
营业收入（百万元）	433	611	728	837	957	670
YOY（%）	*8.3%*	*41.1%*	*19.2%*	*14.9%*	*14.4%*	*-2.8%*
营业利润（百万元）	73	77	89	152	147	103
YOY（%）	*5.4%*	*5.2%*	*15.8%*	*70.6%*	*-3.1%*	*-5.2%*
归母净利润（百万元）	61	60	76	127	128	87
YOY（%）	*-12.2%*	*-2.1%*	*26.9%*	*67.4%*	*1.1%*	*-8.2%*
毛利率（%）	33.7%	35.7%	38.2%	38.6%	29.7%	33.0%
净利率（%）	14.1%	9.8%	10.4%	15.2%	13.4%	12.9%
ROE（%）	12.4%	11.8%	13.3%	19.0%	16.2%	6.6%

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

公司 2016 年至 2021 年营业收入复合增速 19.2%、归母净利润复合增速 13.1%，近 5 年规模保持快速增长。2021 年公司毛利率为 29.7%，相比于 2020 年下降 8.9 个百分点，毛利率大幅下降是 2021 年公司归母净利润增长放缓的主要原因，毛利率大幅下降主要受 2021 年玻璃、铝材等原材料采购价格上升、南京新工厂投产导致直接人工及制造费用等成本上升所致，2022 年公司毛利率已有所修复。2022 年收入及利润规模下滑主要是受到疫情管控影响。

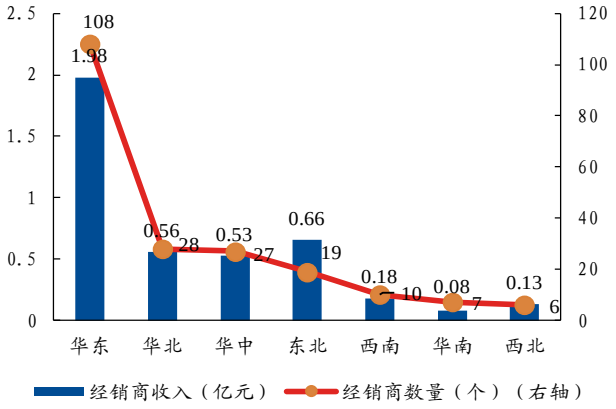
公司零售业务逐步发力，华东市场是 C 端重心。公司以做工程窗起家，近年来 C 端业务快速增长，经销商模式是公司 C 端的主要经营方式。2021 年公司 C 端实现收入 4.1 亿元，B 端实现收入 5.3 亿元，占比分别为 44%、56%，C 端收入占比相比 2019 年有进一步提升。华东地区市场是公司经销商模式重点布局区域，经销商数量达 108 个，占比超过 50%，销售收入 1.98 亿元，占比达 48.2%。

图 1、森鹰窗业工程、经销收入占比情况



资料来源：森鹰窗业招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

图 2、森鹰窗业 2021 年经销商分区域个数及收入

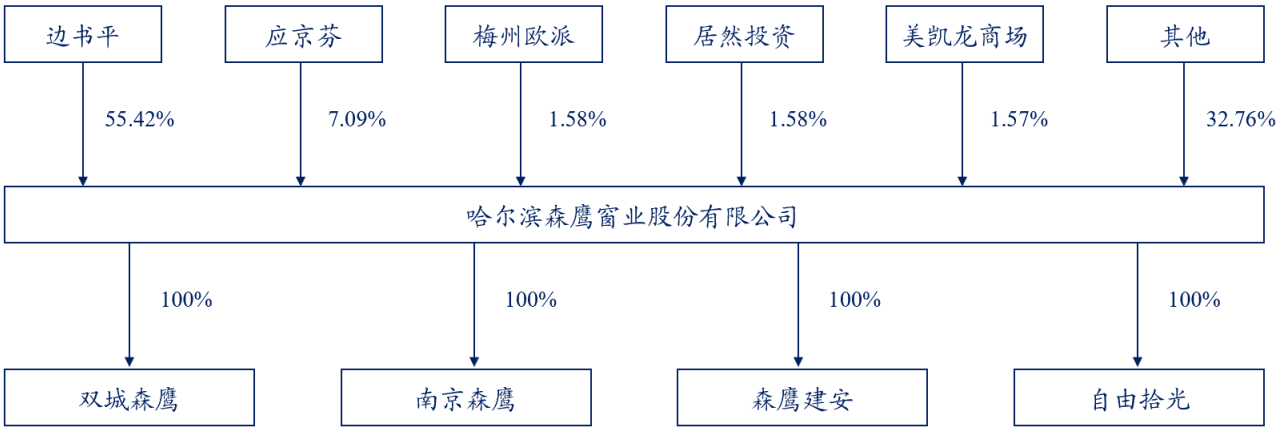


资料来源：森鹰窗业招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

1.2、股权结构

实际控制人持股比例高，家居巨头战略入股。截止 2022 年三季报，公司实际控制人为边书平、应京芬夫妇，合计持有公司 62.51%的股权，持股比例较高。2018 年 7 月至 10 月，美凯龙商场、居然投资、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 3、森鹰股份股权结构（截止 2022 年 9 月 30 日）



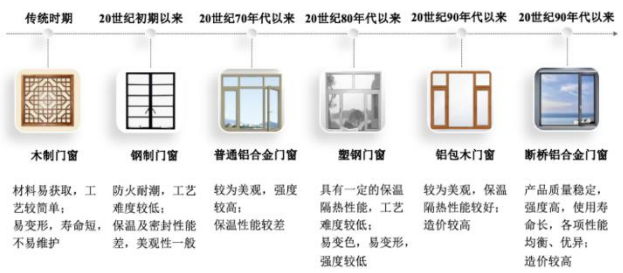
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

2、系统门窗行业分析：低碳+消费升级促系统门窗市场规模增长，龙头企业集中度有望持续提升

2.1、“系统门窗”解决行业痛点，门窗质量和性能得到有效控制

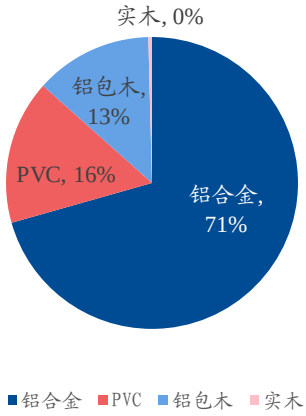
门窗是建筑外围护的重要组成，是实现建筑热、声、光等物理性能的重要功能部件。门窗行业由来已久，随着材料和技术的革新，门窗主要材料由最初的传统木窗和钢制窗逐渐发展为铝合金窗、塑钢窗，20 世纪 90 年代后又相继诞生断桥铝合金门窗和铝包木门窗，颜值性能均得到进一步提升。根据中国幕墙网的统计，2021 年门窗行业的需求结构以铝合金为主，市场规模占比约 71%，PVC 占比约 16%，铝包木占比约 13%，纯实木占比不到 1%。

图 4、我国门窗的主要材料发展沿革



资料来源：皇派家居招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

图 5、2021 年各类型门窗市场份额情况



资料来源：中国幕墙网，兴业证券经济与金融研究院整理

我们认为“系统门窗”是为了区别于传统门窗、给消费者直观感受而创造的词汇，并不是说过去的门窗就没有系统，传统门窗和系统门窗本质差异是工程逻辑和产品逻辑的差异。从传统门窗的项目招投标流程来看，主要包括“甲方立项→提出需求、委托设计→工厂深化设计→设计复审→厂家竞标报价→厂家中标→报价沟通→厂家采购生产→抽样送检→检测通过后送工地安装→安装框架、玻璃→安装质量验收”等流程。一方面，传统门窗自身气密性、水密性、抗风压等性能仅依靠抽样送检产品作为参考依据，第三方报告仅对抽样产品负责；另一方面，从报价到送检到安装到质量验收，人为因素影响较大。因此过去传统门窗的痛点主要体现在产品缺乏统一标准，易出现质量层次不齐。

根据《系统门窗通用技术条件》（GB/T 39529-2020），系统门窗是指采用系统化技术设计制造、满足功能和性能要求、可直接选用的定型门窗产品。定型是指对门窗型式、材料、工艺等以文件形式确定，并规定替换规则，采用自我声明或第三方评定方式予以确认。系统门窗包含型材子系统、玻璃子系统、密封子系统、五

金子系统、连接构造子系统等五个主要子系统。“系统门窗”主要突出以下特点：1）系统化的目的是满足一定的性能和功能要求。“系统门窗”是一种技术表达形式，强调采用系统理念研发、设计和制造，目的是使门窗形成系统后达到水密性、气密性、抗风压、隔热、隔音等性能和功能要求；2）系统化的目的是使门窗设计生产全过程标准化，便于后期验收。系统化设计制造使门窗形成标准化、系列化产品，同时也具备一定个性化选择空间，但要求以文件形式确认材料、构造、型式、工艺等，使门窗质量和性能得到有效控制，后期验收有可追溯性，从而解决行业痛点。

表 2、《系统门窗通用技术条件》（GB/T 39529-2020）关于系统门窗的详细阐述

《系统门窗通用技术条件》（GB/T 39529-2020）关于系统门窗的详细阐述	
主要特征	系统门窗是建筑门窗完整的技术表达形式，主要特征是针对门窗全部相关要素，采用系统理念研发、设计和制造，形成标准化、系列化产品，满足工程个性化选用需求。
硬性规则	系统门窗采用自我声明或第三方认证方式确认了材料、构造、型式、设计规则、加工工艺、安装工艺及使用维护要求，用相似性原理确定了材料允许调整的范围及替换规则，并以文件形式加以确定，不满足这些规则时不属于系统门窗。
运营方	系统门窗运营方包括系统门窗技术供应商、系统门窗制造商，系统门窗技术供应商应具备相应技术研发能力以保证产品性能和功能满足设计使用要求，并制定产品实现过程的质量控制措施和文件；系统门窗制造商应制定相关质量保证体系，对产品实现全过程进行质量管控，以确保系统门窗符合产品系统技术文件规定。
主要优点	系统门窗全面满足建筑要求、技术成熟、性能稳定、质量可靠，有利于标准化和工业化生产。建筑工程应用系统门窗产品，可以简化工程验收程序、降低成本、加快工程进度、保证工程质量。

资料来源：《系统门窗通用技术条件》（GB/T 39529-2020），兴业证券经济与金融研究院整理

2.2、系统门窗渗透率持续提升，市场规模快速增长

门窗行业总体规模增长放缓，系统门窗渗透率提升。根据我们测算，2020 年、2021 年全国门窗市场规模分别达到 2181 亿元、2443 亿元，同比分别增长 11%、12%，主要是由于房地产竣工、销售回暖以及老旧小区改造贡献增量市场所致。预计 2022 年门窗市场总规模下滑 14%至 2103 亿元，一方面由于 2022 年 1-10 月住宅竣工面积、商品房销售面积分别同比下滑 18.5%、22.3%，“房住不炒”大方针指引下，尽管地产出现政策边际改善，但我们预计全年地产竣工、销售面积仍将面临 15%左右降幅；另一方面，从老旧小区改造量来看，2022 年全年预计改造户数 848 万户，相比于 2021 年 965 万户下降约 117 万户。根据华经产业研究院的数据，2021 年我国系统门窗市场空间约 71.31 亿元，结合我们测算的结果，系统门窗在门窗市场渗透率仅为 3%。根据优居研究院发布的《2022 年门窗行业发展趋势报告》，高端系统门窗市场规模 2019 至 2021 年分别同比增长 43%、30%、40%，系统门窗市场规模增速远高于门窗行业，渗透率持续提升。

表 3、门窗市场规模测算

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
新房市场							
			房屋自带门窗需求				
房屋竣工面积（万平米）	95942	91218	101412	86200	79304	75339	73079
yoy	3%	-5%	11%	-15%	-8%	-5%	-3%
门窗面积/房屋面积 假设值	*20%*	*20%*	*20%*	*20%*	*20%*	*20%*	*20%*
门窗需求面积 1（万平米）	19188	18244	20282	17240	15861	15068	14616
			封阳台需求				
住宅销售面积（万平米）	150000	155000	157000	133450	126778	122974	119285
yoy	1%	3%	1%	-15%	-5%	-3%	-3%
阳台面积/房屋面积 假设值	*10%*	*10%*	*10%*	*10%*	*10%*	*10%*	*10%*
封阳台比例 假设值	*50%*	*50%*	*50%*	*50%*	*50%*	*50%*	*50%*
门窗需求面积 2（万平米）	7500	7750	7850	6673	6339	6149	5964
新房需求合计（万平米）	26688	25994	28132	23913	22200	21216	20580
二手房市场							
二手房成交面积（万平米）	39000	40000	36000	33120	32458	31808	31172
yoy	-3%	3%	-10%	-8%	-2%	-2%	-2%
门窗面积/房屋面积 假设值	*20%*	*20%*	*20%*	*20%*	*20%*	*20%*	*20%*
换门窗需求占比 假设值	*30%*	*30%*	*30%*	*30%*	*30%*	*30%*	*30%*
二手房门窗需求面积（万平米）	2340	2400	2160	1987	1947	1909	1870
旧改市场							
旧改户数（万户）	352	736	965	848	820	800	780
旧改户均面积 假设值（平米）	*90*	*90*	*90*	*90*	*91*	*92*	*93*
旧改建筑总面积 （万平米）	31680	66240	86850	76320	74620	73600	72540
门窗面积/房屋面积 假设值	*20%*	*20%*	*20%*	*20%*	*20%*	*20%*	*20%*
换门窗需求占比 假设值	*60%*	*60%*	*60%*	*60%*	*60%*	*60%*	*60%*
旧改门窗需求面积（万平米）	3802	7949	10422	9158	8954	8832	8705
合计							
合计市场需求（万平米）	32830	36342	40714	35058	33102	31957	31155
门窗出厂价假设值（元/平米）	*600*	*600*	*600*	*600*	*600*	*600*	*600*
门窗市场规模估算值（亿元）	**1970**	**2181**	**2443**	**2103**	**1986**	**1917**	**1869**
yoy		**11%**	**12%**	**-14%**	**-6%**	**-3%**	**-3%**

资料来源：Wind、贝壳研究院、住建部，兴业证券经济与金融研究院整理

“双碳”催生建筑节能需求，门窗是降低建筑能耗的重要“阀门”。根据中国建筑节能协会的统计，2019 年全国建筑全过程碳排放总量为 49.97 亿吨二氧化碳，占全国碳排放比重为 50.6%，其中建材生产阶段、建筑施工阶段、建筑运行阶段分别占比全国碳排放比重的 28.0%、1.0%、21.6%。为实现“双碳”目标，建筑使用阶段降碳排势在必行。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%；节能建筑中，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更大。因此，门窗保温隔热性能是控制建筑能耗的重要阀门。

政策引导门窗行业走向规范、绿色节能，系统门窗应用前景广阔。一方面，住建

部、发改委等部委层面先后推出绿色建筑支持政策，包括推广使用节能门窗、绿色建材。另一方面，质检总局、国家标准化管理委员会持续推动铝合金门窗、五金材料技术标准，行业发展逐步标准化。2022 年 3 月，住建部在《“十四五”建筑节能与绿色建筑发展规划》中指出，开展高性能门窗推广工程。2022 年 7 月，《城乡建设领域碳达峰实施方案》指出，到 2025 年，城镇新建建筑全面执行绿色建筑标准，星级绿色建筑占比达到 30%以上，新建政府投资公益性公共建筑和大型公共建筑全部达到一星级以上，绿色建筑节能要求进一步提升。系统门窗作为绿色建材的一种，其优异的保温隔热性能够较好地减少建筑内外的热量传递，以达到在使用期间节能降耗的目的。在国家政策倡导及居民环保认知提升的驱动下，系统门窗节能需求不断提升，系统门窗市场将具有广阔的发展空间。

表 4、绿色建材及门窗相关政策一览

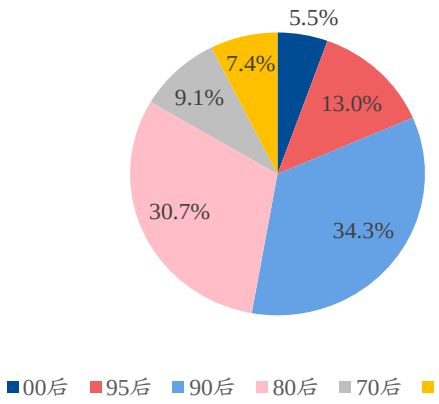
实施时间	文件名称	发文单位	主要相关内容
2016.02	《关于促进绿色消费的指导意见》	发改委、中宣部、科技部等 10 部委	推广使用节能门窗、建筑垃圾再生产品等绿色建材和环保装修材料。推进中国环境标志认证。完善绿色建筑和绿色建材标识制度。对符合条件的节能、节水、环保、资源综合利用项目或产品，可以按规定享受相关税收优惠。
2016.11	《建筑门窗五金件通用要求》	质检总局、国标委	规定了建筑门窗五金件的术语和定义、分类、一般要求、试验方法。
2017.02	《关于促进建筑业持续健康发展的意见》	国务院办公厅	提升建筑设计水平。突出建筑使用功能及节能、节水、节地、节材和环保等要求。
2017.04	《建筑业发展“十三五”规划》	住建部	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%。
2018.07	《铝合金建筑型材 第 6 部分：隔热型材》	质检总局、国标委	规定了隔热型材的术语和定义、要求、试验方法、检验规则、标志、包装、运输和贮存、质量证明书及订货单（或合同）内容。
2019.09	《近零能耗建筑技术标准》	住建部	建筑设计应根据气候特征和场地条件，通过被动式设计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消耗。
2020.07	《关于推动智能建造与建筑工业化协同发展的指导意见》	住建部、发改委、科技部等 13 部委	实行工程建设项目全生命周期内的绿色建造，以节约资源、保护环境为核心，大幅降低能耗、物耗和水耗水平。推动建立建筑业绿色供应链。加大先进节能环保技术、工艺和装备的研发力度，提高能效水平，加快淘汰落后装备设备和技术，促进建筑业绿色改造升级。
2020.07	《绿色建筑创建行动方案》	住建部、发改委、工信部等 7 部委	加快推进绿色建材评价认证和推广应用，建立绿色建材采信机制，推动建材产品质量提升。指导各地制定绿色建材推广应用政策措施，推动政府投资工程率先采用绿色建材，逐步提高城镇新建建筑中绿色建材应用比例。打造一批绿色建材应用示范工程，大力发展新型绿色建材。
2020.08	《关于加快新型建筑工业化发展的若干意见》	住建部、科技部、工信部等 9 部委	推广应用绿色建材。发展安全健康、环境友好、性能优良的新型建材，推进绿色建材认证和推广应用，推动装配式建筑等新型建筑工业化项目率先采用绿色建材，逐步提高城镇新建建筑中绿色建材应用比例。
2020.1	《关于政府采购支持绿色建材促进建筑品质提升试点工作的通知》	财政部、住建部	在政府采购工程中推广可循环利用建材、高强度高耐久建材、绿色部件、绿色装修材料、节水节能建材等绿色建材产品。
2021.02	《铝合金门窗》	市监局、国标委	规定了铝合金门窗的分类和标记、要求、试验方法、检验规则、产品标志及随行文件、包装、运输和贮存。
2021.11	《系统门窗通用技术条件》	市监局、国标委	关于建筑系统门窗的分类与标记、一般规定、要求和评价。
2022.03	《“十四五”建筑节能与绿色建筑发展规划》	住建部	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。
2022.07	《城乡建设领域碳达峰实施方案》	住建部、发改委	持续开展绿色建筑创建行动，到 2025 年，城镇新建建筑全面执行绿色建筑标准，星级绿色建筑占比达到 30%以上，新建政府投资公益性公共建筑和大型公共建筑全部达到一星级以上。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。

资料来源：政府部门网站，兴业证券经济与金融研究院整理

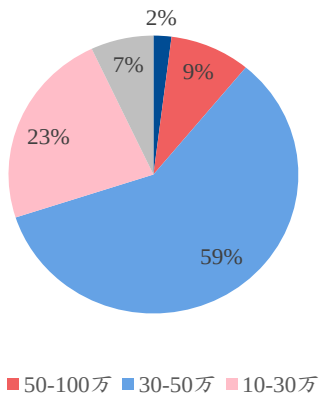
80、90 后成系统门窗消费主力，消费升级趋势明确。根据优居研究院和红星美凯龙联合发布的《2022 年中国系统门窗行业发展趋势蓝皮书》，系统门窗消费者以 80 后和 90 后为主，占比分别达到 30.7%、34.3%。根据皇派门窗和克尔瑞联合发布的《低能耗门窗发展白皮书》，2022 年中国门窗消费者个人收入来看，年收入 10-30 万人群占比 23%，30-50 万人群占比 59%，92%消费者来自二三线及以上城市，新中产成为低能耗门窗消费主力。从消费者住房面积来看，居住面积 90-120 平米占比 39%、120-150 平米占比 33%，150 平米以上占比 13%，消费群体以改善型住房群体为主。

图 6、系统门窗消费者年龄段分布



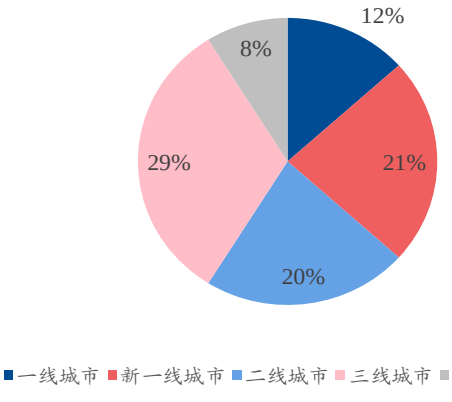
资料来源：《2022 年中国系统门窗行业发展趋势蓝皮书》，兴业证券经济与金融研究院整理

图 7、系统门窗消费者年收入分布



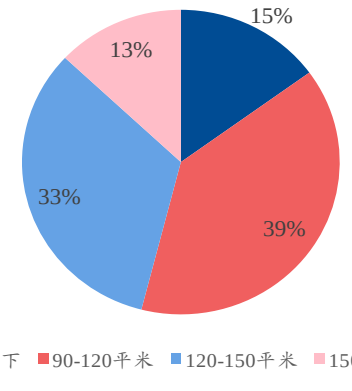
资料来源：《低能耗门窗发展白皮书》，兴业证券经济与金融研究院整理

图 8、系统门窗消费者所在城市分布



资料来源：《低能耗门窗发展白皮书》，兴业证券经济与金融研究院整理

图 9、系统门窗消费者居住面积分布

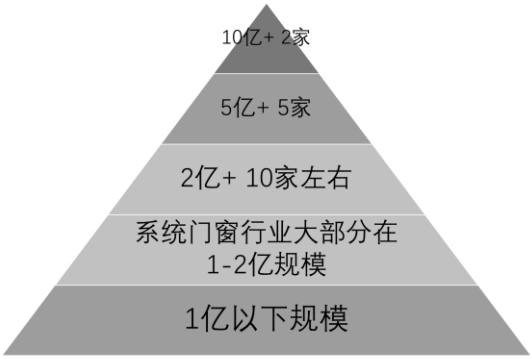


资料来源：《低能耗门窗发展白皮书》，兴业证券经济与金融研究院整理

2.3、行业出清进行时，龙头企业集中度有望加速提升

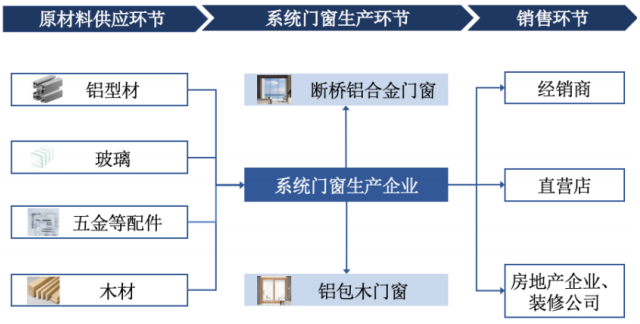
门窗行业“大行业、小公司”特征明显。根据《2021-2022 中国门窗幕墙行业研究与发展分析报告》，铝门窗行业拥有企业约 9000 家，行业总产值约为 2500 亿元。而根据优居研究院的《2022 年中国系统门窗行业发展趋势蓝皮书》，行业内营收在 10 亿元以上的企业仅 2 家、5 亿至 10 亿之间的有 5 家，2 亿至 5 亿的企业在 10 家左右，大部分企业营收仍处于 1-2 亿元规模甚至更低。由此可以，系统门窗目前仍是“大行业、小公司”的竞争格局，头部企业集中度较低。

图 10、系统门窗行业竞争格局



资料来源：《2022 年中国系统门窗行业发展趋势蓝皮书》，兴业证券经济与金融研究院整理
注：图中数字为公司营业收入规模，单位为元

图 11、系统门窗行业上下游



资料来源：皇派家居招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

国内头部企业规模与国际知名品牌差距较大，海外龙头以“工程+经销”模式为主。从上市和拟上市的三家系统门窗公司来看，森鹰窗业和皇派家居 2021 年收入规模均在 10 亿元左右，豪美新材旗下系统门窗品牌贝克洛 2021 年收入规模为 3.24 亿元，相比于国际知名品牌德国旭格、日本 YKK AP 的收入规模，内资品牌差距甚远。从销售渠道来看，德国旭格、日本 YKK AP 均为工程+经销两种模式经营；从国内品牌来看，皇派家居以经销为主，贝克洛以工程为主，森鹰窗业从过去以工程为主逐步过渡到工程+经销协同发展。

表 5、系统门窗头部企业产能、收入规模、主要销售渠道比较

公司简称	核心产品类型	2021 年产能（万平米）	2021 年收入（亿元）	销售渠道
森鹰窗业	铝包木窗	60	9.57	工程+经销
皇派家居	铝合金窗	86	10.25	经销为主
贝克洛	铝合金窗	-	3.24	工程为主
德国旭格	铝合金窗	-	143.91	工程+经销
YKK AP	铝合金窗	-	255.70*	工程+经销

资料来源：森鹰窗业招股说明书、皇派家居招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理
注：贝克洛为上市公司豪美新材旗下系统门窗品牌，皇派家居 86 万平米产能包括 64 万平米窗产能+22 万平米门产能。YKK AP 的收入为 2020 年收入。

行业加速出清，龙头集中度有望提升。尽管行业目前仍处于较为零散的状态，但我们认为系统门窗的出现有望加快行业格局重塑，主要体现在以下三方面：

1）门窗市场走向规范化。“双碳”背景下，建筑节能减排提升到法律、政策高度，门窗成为不能被忽视的建筑能耗控制之阀，“系统门窗”的提出使门窗行业有了更为明确的产品标准，门窗市场走向标准化，一方面，加速了依靠“偷工减料”生存的部分小企业的出清，另一方面，行业从恶劣的低价竞争走向更加重视产品性能和服务，技术领先、交付能力强的头部企业产品更受市场青睐。

2）原材料价格剧烈波动+疫情影响。2020 年新冠疫情以来，门窗主要原材料玻璃、铝锭价格波动明显。铝锭价格自 2019 年末 14549 元/吨上涨至 2021 年 10 月 20 日阶段性高点突破 23000 元/吨，2022 年 5 月以来铝锭价格快速下跌，截止 2022 年 11 月 10 日，价格稳定在 18000 元/吨左右。原材料价格的大幅上涨和随后的剧烈波动加速了部分采购资金不充足、采购能力弱的小企业出清。疫情影响下，部分订单获取和工程进展受到一定影响，加速了抗风险能力弱的小企业出清。头部企业由于规模优势，无论在采购端的议价能力和收入端的抗风险能力均明显强于小企业。

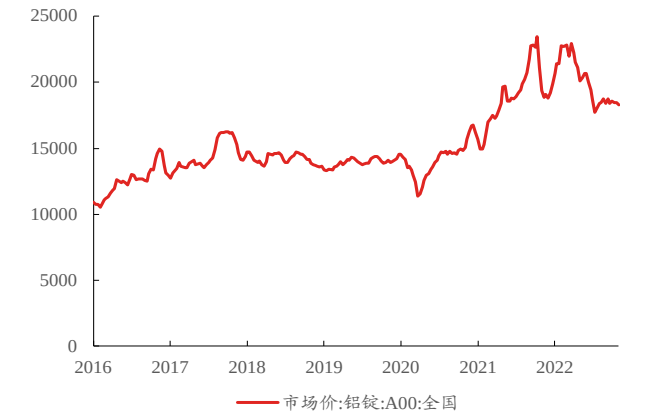
3）资本入局加速龙头扩张步伐。2022 年 9 月，森鹰窗业成功登陆 A 股市场，成为首个登陆资本市场的门窗专业公司。此次 IPO 融资 6.7 亿元，从公告的募集资金用途来看，除 5000 万元补充流动资金外，2.48 亿元、3.75 亿元分别投入哈尔滨年产 15 万平米定制节能木窗项目、南京年产 25 万平米定制节能木窗项目。2022 年 8 月，皇派家居第 2 次提交 IPO 申请，拟募集资金 8 亿元，其中约 3.6 亿元用于铝合金窗智能生产线建设和扩建。头部门窗企业有望相继借助资本力量加速扩产，与其他企业拉开规模差距。

图 12、系统门窗主要原材料玻璃价格波动情况



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理
注：以常用的浮法 5mm 为例，单位为元/吨

图 13、系统门窗主要原材料铝锭价格波动情况



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理
注：单位为元/吨

家居企业布局门窗发展多品类。欧派、圣象、索菲亚分别于 2018 至 2022 年推出门窗子品牌，借助自身渠道和供应链优势，为打造全品类家居再添新成员。我们认为，家居建材类企业均有扩品类的发展愿景，依托优势产品建立起的高效供应

链和渠道优势使扩品类销售的成本较低。但系统门窗属于专业度较高的功能性产品，更换频率低，消费者在品牌选择时更多依靠口口相传的口碑，专业门窗多年在细分赛道的深耕和口碑积累是探索多品类布局的家居企业短期内难以逾越的。

图 14、家居品牌相继推出门窗子品牌







资料来源：欧派、圣象、索菲亚官网，兴业证券经济与金融研究院整理

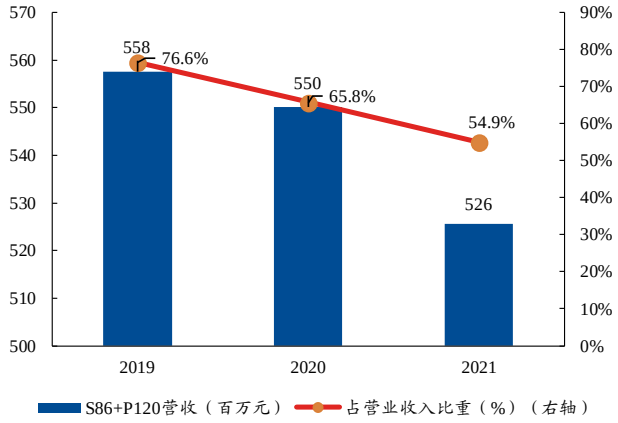
3、公司看点：高端品类竞争优势明显，扩产有望带动 C 端持续增长

3.1、深耕高端铝包木门窗，技术和品牌优势明显

专注深耕高端铝包木窗，细分赛道“隐形冠军”。公司深耕铝包木窗细分领域的研发、设计、制造 20 年，2021 年节能铝包木窗产品实现收入 9.04 亿元，占公司总收入的 94.2%。根据森鹰窗业的招股说明书，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。森鹰铝包木窗定位高端，2021 年大单品 S86、P120 系列的不含税平均出厂价分别为 1562.16 元/平米、2120.17 元/平米，单价最高的 Ped86 系列出厂均价达 3339.50 元/平米，明显高于竞争对手窗产品出厂价 1048 元/平米。

从打造大单品到产品矩阵不断丰富，公司铝包木窗技术持续迭代。公司先后打造 S86 系列、P120 系列节能铝包木窗两个大单品，2019-2021 年 S86 和 P120 系列收入分别为 5.58 亿元、5.50 亿元、5.26 亿元，占营业总收入的比重分别为 76.56%、65.76%、54.95%。同时，结合不同地区的气候条件、建筑特点、消费习惯，公司陆续推出多种系列铝包木窗，如经典节能铝包木窗 F86、S101 系列，被动式节能铝包木窗 Ped86，其他节能铝包木窗 A86 系列等，产品矩阵不断丰富。如 F86 产品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；S101 产品系列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。

图 15、森鹰窗业大单品 S86、P120 系列收入占比高



资料来源：森鹰窗业招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

图 16、森鹰铝包木窗 S86 与 P120 系列的主要区别

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[注]	玻璃采用 5GL+14Ar+5G+14A+5G，三玻两腔单 Low-E，明铰链五金系统，配发泡胶、密封胶等材料	玻璃采用 5GL+18Ar+5G+18Ar+5GL，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，Uw 值≤1.4W/m² K	保温性能优异，Uw 值≤0.8W/m² K

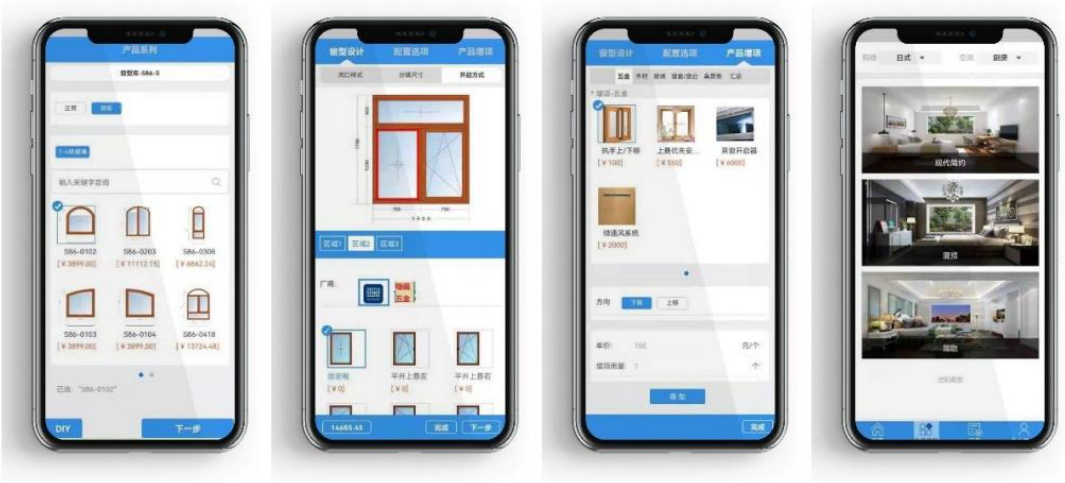
注：5GL+14Ar+5G+14A+5G 代表：5 毫米钢化 Low-E 玻璃+14 毫米氩气夹层+5 毫米钢化玻璃+14 毫米空气夹层+5 毫米钢化玻璃
5GL+18Ar+5G+18Ar+5GL 代表：5 毫米钢化 Low-E 玻璃+18 毫米氩气夹层+5 毫米钢化玻璃+18 毫米氩气夹层+5 毫米钢化 Low-E 玻璃

资料来源：森鹰窗业招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

3.2、数字化建设领先，终端消费体验持续优化

领先的数字化建设，信息化系统打通生产到销售终端。2019 至 2020 年，公司在生产信息化、自动化、智能化方面持续创新和投入。一方面，通过采用产品“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。另一方面，公司通过引入 ERP 系统及 KLAES 木窗生产管理软件用于日常运营管理，覆盖采购、生产、销售、财务等部门，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 木窗生产管理软件可实现从客户订单、生产计划、原材料采购、产品生产、质量检测、库存管理、销售发货管理等全过程的进度控制和流程管理，符合个性化定制铝包木窗柔性生产的需求，有效提升了生产效率。

图 17、森鹰窗业设计手机应用程序——“快窗”



资料来源：森鹰窗业招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

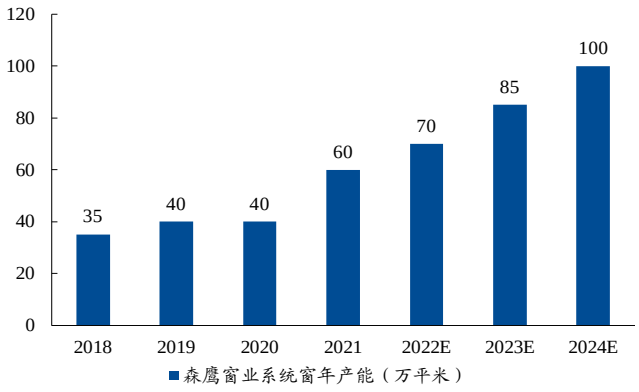
终端通过“快窗”应用程序一键生成设计图纸，提升人效和终端消费体验。一方面，通过“快窗”应用程序生成门窗设计图纸效率明显提升，同时降低对销售人员的绘图设计专业技能要求，销售人员成本支出得到一定程度降低；另一方面，消费者通过“快窗”更为直观了解所定制门窗产品的效果和具体配置，订单通过终端直达工厂，有效缩短交货周期，消费体验得到改善。

3.3、产能持续释放，规模效应有望进一步体现

产能持续释放，完全达产后公司铝包木窗产量有望突破 100 万平米。在“双碳”政策影响和终端消费者门窗消费升级的背景下，系统门窗行业迎来需求高增长阶段。借助 IPO 融资，森鹰窗业有望开启产能持续扩张之路。募投资金 6.73 亿中 2.48 亿元用于哈尔滨年产 15 万平米定制节能木窗项目，3.75 亿元用于年产 25 万平米定

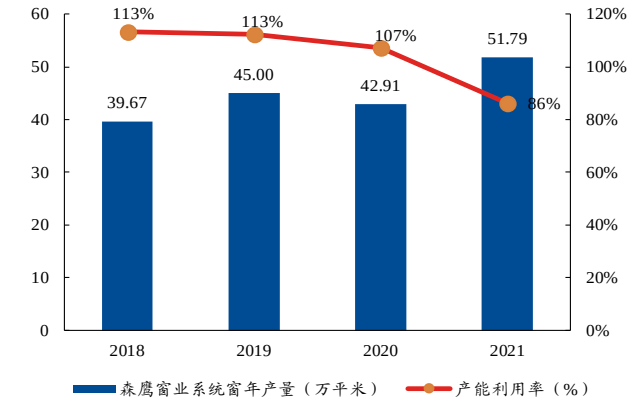
制节能木窗项目，募投项目完全建成后，公司铝包木和铝合金门窗的年产能有望达到 100 万平米。门窗生产产能弹性大，通过生产工人“两班倒”等方式，容易突破产能上限，因此 100 万平米产能对应的年产量有望超过 100 万平米。

图 18、森鹰窗业系统窗年产能情况



资料来源：森鹰窗业招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

图 19、森鹰窗业年产量及产能利用率情况



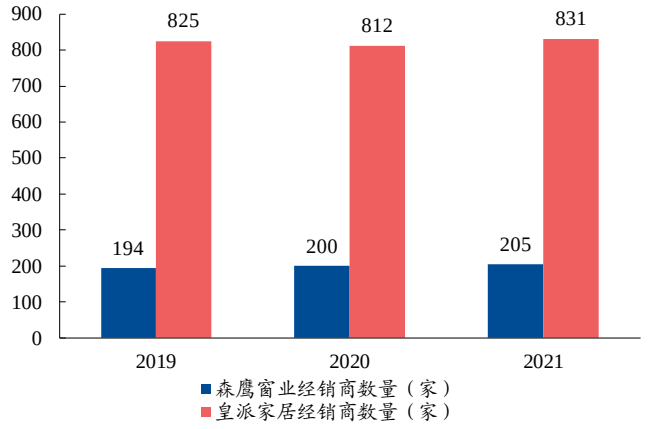
资料来源：森鹰窗业招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

产能持续扩张有望使公司规模效应进一步体现。1）公司通过 2019-2020 年的数字化、信息化建设，打通了从采购、生产到销售的全流程，突破了铝包木门窗制造过程复杂、定制化程度高的柔性制造管理瓶颈。2）公司产能持续扩张，有望带动规模效应体现。一方面，公司对上游原材料商的议价权有望进一步提升，平均采购成本有望进一步下降；另一方面，公司销售费用率、管理费用率有望持续下降；同时，公司交付能力增强，在大项目和交期紧项目的议价权持续强化。

3.4、经销商质量较高，C 端放量潜力大

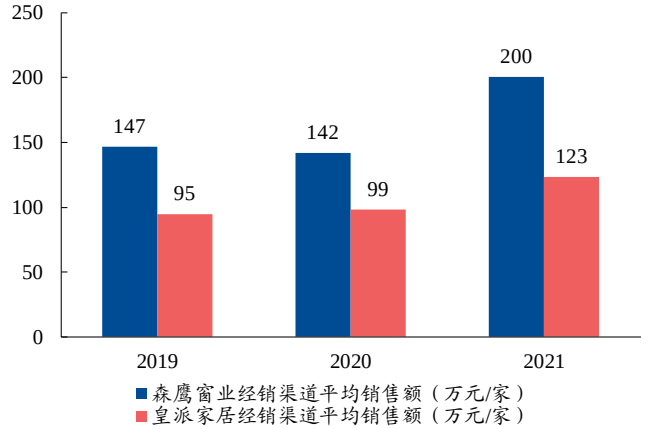
初步建成全国性经销网络，经销商质量较高。公司长期以来对品牌建设、经销商招募及培育、经销渠道管理持续投入，在东北、华北、华东、华中、西北、西南及华南各区域主要城市建立了经销渠道，与各区域经销商共同打造渠道价值链，充分调动经销商的积极性。截至 2021 年底，公司拥有经销商数量合计 205 家，近年来经销商个数保持平稳增长。2021 年公司经销渠道实现收入 4.11 亿元，同比增长 45%，当年新增经销商贡献收入 1470.78 万元，因此主要增量来自于存量的头部经销商。从经销商平均规模来看，森鹰窗业 2021 年平均每个经销商销售额达 200 万元，远高于可比企业，森鹰的经销商质量整体较高。

图 20、森鹰窗业与可比企业经销商数量



资料来源：森鹰窗业招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

图 21、森鹰窗业与可比公司经销渠道平均销售额



资料来源：森鹰窗业招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

红星美凯龙、居然之家战略入股，C 端扩容潜力大。红星美凯龙、居然之家在 IPO 前战略入股森鹰窗业，截止 2022 年 9 月 30 日，分别持有森鹰窗业 1.57%、1.58%的股份。红星美凯龙和居然之家均是中国家居卖场的头部企业，根据弗若斯特沙利文的统计，红星美凯龙 2021 年占中国家居装饰及家居商场行业市场份额达 17.5%，截止 2022 年三季度，红星美凯龙通过多种方式经营 470 家家居建材店/产业界。而截止 2022 年上半年，居然之家开业门店数也达到 427 家。从 2021 年森鹰窗业的经销商布局来看，在红星美凯龙开店的经销商数量为 48 家，在居家之家卖场开店的经销商数量为 32 家，占两家卖场合计数量不到 10%。同样偏中高端的品牌定位，战略股东为森鹰经销商布局提供了广阔空间。

4、盈利预测与估值

4.1、关键假设及盈利预测

1）对森鹰窗业系统窗产销情况的假设：从产能情况来看，依据公司募投项目哈尔滨和南京基地将分别新增 15 万平、25 万平米产能，公司系统窗产能将于 2024 年达到 80 万平米。从产量情况来看，公司 2019 年、2020 年处于超产状态，产能利用率超过 100%；2021 年由于新投产南京基地部分产能，产能利用率有所下降。我们预计 2022 年受疫情影响，产能利用率可能进一步下降，产量个位数增长，2023 年及 2024 年产能利用率逐步恢复。从产销率来看，历史上产销率有所波动，考虑到系统窗为定制化产品，“以销定产”的商业模式下理论产销率应接近 100%。

表 6、森鹰窗业系统窗产销情况预测

指标	单位	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
产能	万平米	40.0	40.0	60.0	70.0	85.0	100.0
产量	万平米	45.0	42.9	51.8	53.9	71.6	91.7
yoy	%	13%	-5%	21%	4%	33%	28%
产能利用率	%	112.5%	107.3%	86.3%	77.0%	84.3%	91.7%
销量	万平米	40.4	46.3	53.5	53.9	71.6	91.7
产销率	%	89.8%	107.8%	103.3%	100.0%	100.0%	100.0%

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

2）对森鹰窗业营业收入的拆分及预测：从收入结构来看，2019 年至 2021 年节能铝包木窗始终为公司营业收入的主要来源，占比超过 94%，幕墙及阳光房、其他业务贡献收入体量较小，假设未来 3 年分别保持 10%和 20%的速度增长。从节能铝包木窗每平米收入来看，2019-2021 年分别为 1733 元/平米、1704 元/平米、1688 元/平米，单价变动与原材料价格、定制化项目加工难易程度、高端产品占比变动有关，预计未来随着门窗消费升级，公司节能铝包木窗均价有望缓慢回升，假设 2022-2024 年分别为 1700 元/平米、1720 元/平米、1730 元/平米。

表 7、森鹰窗业营业收入拆分及预测

指标	单位	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	**百万元**	**728**	**837**	**957**	**976**	**1300**	**1664**
/销量	*元/平米*	1802	1808	1787	1811	1815	1814
节能铝包木窗产品	百万元	700	788	904	916	1232	1586
yoy	%	26%	13%	15%	1%	35%	29%
/销量	元/平米	1733	1704	1688	1700	1720	1730
幕墙及阳光房	百万元	22	38	36	40	44	48
yoy	%	-55%	73%	-4%	10%	10%	10%
其他业务	百万元	6	11	17	20	24	29
yoy	%	12%	73%	59%	20%	20%	20%

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

3）对森鹰窗业的成本拆分及预测：业务成本主要包括直接材料（木材、铝型材、玻璃）、直接人工、制造费用、安装费用、运输费用。由于铝型材、玻璃 2019-2021 年处于快速上涨期，公司单平米直接材料成本持续上涨，从 2022 年目前的上游铝锭及玻璃现货价格来看，主要原材料价格均有明显回落，依据 2022 年前三季度成本同比下降约 6%，同时基于对未来原材料价格低位企稳后缓慢回升的判断，假设 2022-2024 年单平米直接材料成本分别为 660 元、670 元、680 元。单平米直接人工费用在 2021 年有明显上涨，主要是由于南京基地投产，产能利用率偏低，同时公司基地从单独的哈尔滨扩展到江苏南京，用人成本有明显提升，同时相比 2020 年社保减免政策取消，随着南京基地持续投产带来的人员扩充，预计单平米直接人工有小幅回落，预计 2022-2024 年为 205 元、200 元、195 元。制造费用来看，随着南京基地产能利用率提升，单平米制造费用预计企稳回落，2022-2024 年单吨制造费用分别为 210 元、205 元、200 元。

表 8、森鹰窗业成本拆分及预测

指标	单位	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业成本	**百万元**	**450**	**514**	**673**	**660**	**877**	**1121**
/销量	元/平米	1114	1110	1257	1226	1224	1222
直接材料	百万元	288	304	375	356	480	624
/销量	元/平米	640	708	725	660	670	680
直接人工	百万元	60	75	109	110	143	179
/销量	元/平米	133	176	210	205	200	195
制造费用	百万元	59	68	109	113	147	183
/销量	元/平米	131	158	210	210	205	200
安装费用	百万元	41	48	49	48	64	83
/产量	元/平米	100	104	92	90	90	90
运输费用	百万元	-	15	25	25	33	42
/产量	元/平米	-	33	46	46	46	46
其他	百万元	3	4	6	8	9	10

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理
注：2019 年运输费用计在销售费用中。

4）森鹰窗业毛利及单平米指标预测：综上预计森鹰窗业 2022-2024 年毛利分别达到 3.15 亿元、4.24 亿元、5.43 亿元，单平米毛利分别为 586 元、591 元、592 元，毛利率分别为 32.3%、32.6%、32.6%。

表 9、森鹰窗业毛利及单平米指标预测

指标	单位	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利	百万元	278	323	284	315	424	543
单平米收入	元/平米	1802	1808	1787	1811	1815	1814
单平米成本	元/平米	1114	1110	1257	1226	1224	1222
单平米毛利	元/平米	688	698	530	586	591	592
毛利率	%	38.2%	38.6%	29.7%	32.3%	32.6%	32.6%

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

5）森鹰窗业费用及所得税指标预测：2020 年销售费用率明显下降，一方面系会计准则调整，运输费用计入成本，另一方面系公司 2019 年广告和营销投入力度较大。我们判断未来公司销售费用率将有所下降，一方面，2022 年公司销售费用明显减少，主要系线下广告投入减少，另一方面，考虑到产能持续扩张带来的规模效应及未来 C 端占比提升导致 B 端销售人员依赖度下降，预计 2022-2024 年单平米销售费用分别为 105 元、120 元、130 元。公司已打通从生产到销售到终端服务的全流程数字化管理系统，基于规模效应的考虑，我们认为公司管理费用率未来有望进一步下降，预计 2022-2024 年单平米管理费用分别为 75 元、73 元、72 元。技术和生产系统持续更新是系统窗企业保持竞争力的重要方式，预计公司会持续加强研发投入，预计 2022-2024 年单平米研发费用分别为 62 元、64 元、65 元。公司系统窗业务经营活动现金流表现优异，回款速度快，随着未来 C 端占比进一步提升，公司现金流水平有望持续保持优异，叠加上市融资，预计公司未来财务费用支出将有所减少。

表 10、森鹰窗业费用及所得税指标预测

指标	单位	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用	**百万元**	**99**	**75**	**88**	**57**	**86**	**119**
/销量	元/平米	244	161	164	105	120	130
/收入	%	13.5%	8.9%	9.2%	5.8%	6.6%	7.2%
管理费用	**百万元**	**39**	**43**	**42**	**40**	**52**	**66**
/销量	元/平米	96	94	78	75	73	72
/收入	%	5.3%	5.2%	4.4%	4.1%	4.0%	4.0%
研发费用	**百万元**	**22**	**27**	**32**	**33**	**46**	**60**
/销量	元/平米	55	59	60	62	64	65
/收入	%	3.1%	3.2%	3.3%	3.4%	3.5%	3.6%
财务费用	**百万元**	**5**	**4**	**5**	**4**	**4**	**6**
/销量	元/平米	13	10	9	8	6	6
/收入	%	0.7%	0.5%	0.5%	0.4%	0.3%	0.3%
所得税	**百万元**	**15**	**23**	**21**	**24**	**31**	**37**
所得税率	%	16.6%	15.4%	14.0%	15%	15%	15%

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

4.2、估值

基于以上判断，我们预计森鹰窗业 2022 年至 2024 年归母净利润分别为 1.35 亿元、1.73 亿元、2.12 亿元，对应 2022 年 11 月 18 日收盘市值 PE 分别为 19.3 倍、15.0 倍、12.3 倍。首次覆盖，给予“审慎增持”评级。

表 11、森鹰窗业及可比公司估值对比

证券代码	证券简称	总市值（亿元）2022/11/18	归母净利润（亿元）				PE（倍）			
			2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E
301227.SZ	森鹰窗业	26.03	1.28	1.35	1.73	2.12	20.3	19.3	15.0	12.3
603208.SH	江山欧派	68.14	2.57	2.58	4.37	5.30	26.5	26.5	15.6	12.9
603833.SH	欧派家居	635.71	26.66	28.00	32.93	38.81	23.8	22.7	19.3	16.4
603216.SH	梦天家居	31.58	1.83	2.20	2.70	3.24	17.3	14.3	11.7	9.8
605268.SH	王力安防	40.48	1.38	1.71	2.76	3.72	29.4	23.7	14.7	10.9

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理
表中可比公司选自森鹰窗业招股说明书中的可比公司，江山欧派、欧派家居、梦天家居、王力安防 2022-2024 年盈利预测引自 Wind 一致预期。

- **风险提示：**

1）系统门窗行业竞争加剧风险。欧派、索菲亚等整装巨头纷纷布局门窗赛道，系统门窗行业存在一定的竞争压力。

2）原材料价格波动风险。铝包木窗主要原材料包括木材、铝材、玻璃、水性漆、五金件、密封条等，直接材料成本占比超过 50%，原材料价格波动对公司盈利影响较大。

3）新增产能不及预期风险。公司募投项目预计新增 40 万平米铝包木窗产能，由于疫情等因素影响，产能投建有不达预期的可能性。

4）应收账款坏账风险。公司仍有部分工程业务，下游主要是开发商和施工企业，应收账款存在无法回收的风险。

5）地产投资不及预期风险。系统门窗当前主要需求仍然来自新建房市场，房地产投资不及预期，有导致系统门窗需求不及预期的风险。

附表

资产负债表 单位：百万元

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	728	1424	1843	2537
货币资金	273	966	1241	1773
交易性金融资产	0	0	0	0
应收票据及应收账款	262	267	356	455
预付款项	23	23	30	39
存货	144	141	187	240
其他	26	27	28	30
非流动资产	663	1004	1324	1416
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	486	741	1016	1187
在建工程	15	108	154	77
无形资产	86	91	99	101
商誉	0	0	0	0
长期待摊费用	8	-5	-17	-28
其他	68	69	73	78
资产总计	1391	2428	3167	3952
流动负债	515	556	622	696
短期借款	188	225	248	272
应付票据及应付账款	118	116	154	197
其他	210	215	221	227
非流动负债	20	20	520	1020
长期借款	0	0	500	1000
其他	20	20	20	20
负债合计	535	576	1142	1715
股本	71	95	95	95
资本公积	203	1040	1040	1040
未分配利润	529	664	837	1049
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	856	1852	2026	2237
负债及权益合计	1391	2428	3167	3952

现金流量表 单位：百万元

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
归母净利润	128	135	173	212
折旧和摊销	55	73	99	124
资产减值准备	-20	-0	2	2
资产处置损失	-0	-0	-0	-0
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	5	4	3	4
投资损失	-0	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0
营运资金的变动	48	14	-90	-104
经营活动产生现金流量	220	223	182	231
投资活动产生现金流量	-82	-425	-427	-220
融资活动产生现金流量	9	895	520	521
现金净变动	146	693	275	532
现金的期初余额	125	273	966	1241
现金的期末余额	271	966	1241	1773

利润表 单位：百万元

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	957	976	1300	1664
营业成本	673	660	877	1121
税金及附加	10	11	14	18
销售费用	88	57	86	119
管理费用	42	40	52	66
研发费用	32	33	43	55
财务费用	5	4	3	4
其他收益	20	20	20	20
投资收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
信用减值损失	23	-32	-40	-50
资产减值损失	-3	-3	-4	-5
资产处置收益	0	0	0	0
营业利润	147	156	201	246
营业外收入	2	3	3	3
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	149	159	204	249
所得税	21	24	31	37
净利润	128	135	173	212
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	128	135	173	212
EPS（元）	1.35	1.42	1.83	2.23

主要财务比率

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
成长性				
营业收入增长率	14.4%	2.0%	33.3%	28.0%
营业利润增长率	-3.1%	5.7%	29.0%	22.4%
归母净利润增长率	1.1%	5.0%	28.5%	22.1%
盈利能力				
毛利率	29.7%	32.3%	32.6%	32.6%
净利率	13.4%	13.8%	13.3%	12.7%
ROE	15.0%	7.3%	8.6%	9.5%
偿债能力				
资产负债率	38.5%	23.7%	36.0%	43.4%
流动比率	1.41	2.56	2.96	3.65
速动比率	1.13	2.31	2.66	3.30
营运能力				
资产周转率	73.1%	51.1%	46.5%	46.7%
应收帐款周转率	440.7%	432.2%	488.9%	480.4%
存货周转率	447.9%	444.8%	512.3%	504.0%
每股资料（元）				
每股收益	1.35	1.42	1.83	2.23
每股经营现金	2.32	2.35	1.92	2.44
每股净资产	9.03	19.54	21.37	23.60
估值比率（倍）				
PE	20.3	19.3	15.0	12.3
PB	3.0	1.4	1.3	1.2

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股市场以上证综指或深圳成指为基准，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%
		审慎增持	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.xyzq.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@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn