

# 森鹰窗业 (301227.SZ)

买入 (维持评级)

## Q1 业绩短期承压，后续成长性仍可期

### 业绩简评

4月27日公司发布2023年一季度报，23年Q1公司实现营业收入8580.3万元，同比-17.6%，归母净利润-560.5万元（22年同期为-842.9万元），扣非后归母-829.4万元（22年同期为-952.1万元）。

### 经营分析

**Q1 大宗渠道拖累或较为明显，零售渠道增长或仍具韧性：**由于1月疫情及部分地产商客户整体安装节奏较缓，预计公司Q1大宗渠道收入下滑较为明显。而零售渠道方面，依托渠道覆盖面的进一步扩大叠加流量获取方式逐步多元化，铝包木品类渗透率稳步提升，铝合金窗品类的战略补充作用也逐步体现，驱动整体零售渠道Q1在疫情扰动下预计仍具增长韧性。

**Q1 毛利率同比略有下滑，利息收入提升改善盈利情况：**公司23年Q1毛利率同比-1.0pct至26.3%，预计主因Q1整体产能利用率较低叠加毛利较低的铝合金产品占比提升使得公司整体毛利率下滑，预计随着后续整体产能利用率提升叠加考虑原材料成本压力已缓解，后续毛利率同比有望呈现提升趋势。公司Q1整体同比减亏主要由于公司利息收入增加明显，Q1公司销售/管理/研发/财务费用率分别同比+1.9%/+2.0%/+1.8%/-6.1pct至13.1%/10.9%/7.8%/-6.7%。

**窗行业结构性发展机遇凸显，零售扩张成果可期：**窗行业正迎渠道C端化、产品节能化两大新趋势，行业结构性机会凸显。公司作为铝包木窗龙头顺势而为，零售渠道扩张已开始，在23年外部经营环境好转的情况下，公司依托产品线的逐步完善叠加零售渠道打法的逐步优化，零售扩张的速度值得期待。并且目前大宗渠道在政策推动下节能建筑项目逐渐增多，公司大宗有望实现持续稳健增长。整体来看，公司目前渠道、品类红利仍较为明显，后续成长速度与持续性可期。

### 盈利预测、估值与评级

我们预计公司23-25年EPS为1.47/1.84元/2.31元，当前股价对应PE分别为18/14/11倍，维持“买入”评级。

### 风险提示

原材料价格大幅上涨；渠道扩张速度不及预期；竣工速度不及预期。

轻工组

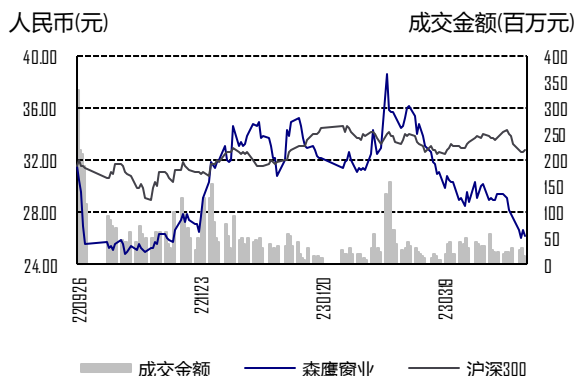
分析师：张杨桓（执业S1130522090001）

zhangyanghuan@gjzq.com.cn

市价（人民币）：26.27元

相关报告：

- 《森鹰窗业公司点评：短期因素影响4Q业绩，毛利率改善趋势已现》，2023.4.24
- 《铝包木窗领头羊，零售驱动新成长-森鹰窗业公司深度报告》，2022.12.29



### 公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	957	887	1,068	1,301	1,606
营业收入增长率	14.36%	-7.28%	20.41%	21.86%	23.42%
归母净利润(百万元)	128	108	139	175	219
归母净利润增长率	1.13%	-15.96%	29.13%	25.22%	25.25%
摊薄每股收益(元)	1.807	1.139	1.470	1.841	2.306
每股经营性现金流净额	3.09	-0.28	3.47	2.15	2.51
ROE(归属母公司)(摊薄)	15.00%	6.04%	7.45%	8.83%	10.37%
P/E	0.00	27.00	17.87	14.27	11.39
P/B	0.00	1.63	1.33	1.26	1.18

来源：公司年报、国金证券研究所

**附录：三张报表预测摘要**
**损益表 (人民币百万元)**

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>主营业务收入</b>	<b>837</b>	<b>957</b>	<b>887</b>	<b>1,068</b>	<b>1,301</b>	<b>1,606</b>
增长率		14.4%	-7.3%	20.4%	21.9%	23.4%
主营业务成本	-514	-673	-591	-712	-866	-1,052
%销售收入	61.4%	70.3%	66.7%	66.6%	66.5%	65.5%
毛利	323	284	296	356	436	554
%销售收入	38.6%	29.7%	33.3%	33.4%	33.5%	34.5%
营业税金及附加	-9	-10	-11	-13	-16	-19
%销售收入	1.1%	1.1%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%
销售费用	-75	-88	-53	-81	-105	-133
%销售收入	8.9%	9.2%	5.9%	7.6%	8.1%	8.3%
管理费用	-43	-42	-38	-64	-78	-101
%销售收入	5.2%	4.4%	4.3%	6.0%	6.0%	6.3%
研发费用	-27	-32	-34	-41	-49	-61
%销售收入	3.2%	3.3%	3.9%	3.8%	3.8%	3.8%
息税前利润 (EBIT)	169	112	160	158	187	239
%销售收入	20.2%	11.7%	18.0%	14.8%	14.4%	14.9%
财务费用	-4	-5	8	16	21	20
%销售收入	0.5%	0.5%	-0.9%	-1.5%	-1.6%	-1.2%
资产减值损失	-17	20	-52	-23	-5	-2
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	1	0	-1	2	2	0
%税前利润	0.8%	0.0%	n.a	1.2%	1.0%	0.0%
营业利润	152	147	122	164	205	257
营业利润率	18.2%	15.4%	13.8%	15.4%	15.8%	16.0%
营业外收支	-2	2	4	0	0	0
税前利润	150	149	127	164	205	257
利润率	17.9%	15.6%	14.3%	15.4%	15.8%	16.0%
所得税	-23	-21	-19	-25	-31	-39
所得税率	15.4%	14.0%	14.7%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	127	128	108	139	175	219
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>127</b>	<b>128</b>	<b>108</b>	<b>139</b>	<b>175</b>	<b>219</b>
净利率	15.2%	13.4%	12.2%	13.1%	13.4%	13.6%

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	127	128	108	139	175	219
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	56	35	108	76	69	74
非经营收益	8	8	-2	24	-2	0
营运资金变动	-47	48	-240	89	-37	-55
<b>经营活动现金净流</b>	<b>144</b>	<b>220</b>	<b>-26</b>	<b>329</b>	<b>204</b>	<b>238</b>
资本开支	-132	-83	-29	-154	-168	-199
投资	1	0	-393	0	0	0
其他	0	0	0	2	2	0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-131</b>	<b>-82</b>	<b>-421</b>	<b>-152</b>	<b>-166</b>	<b>-199</b>
股权募资	0	0	851	0	0	0
债权募资	19	14	-6	-122	-10	-10
其他	-9	-6	-23	-62	-70	-87
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>10</b>	<b>9</b>	<b>823</b>	<b>-184</b>	<b>-80</b>	<b>-97</b>
<b>现金净流量</b>	<b>24</b>	<b>146</b>	<b>375</b>	<b>-7</b>	<b>-42</b>	<b>-59</b>

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	125	273	1,045	1,038	996	937
应收款项	243	274	342	312	377	466
存货	145	144	143	156	187	225
其他流动资产	47	37	35	43	51	61
流动资产	561	728	1,564	1,549	1,612	1,690
%总资产	45.8%	52.3%	71.0%	68.3%	66.2%	64.0%
长期投资	0	0	10	10	10	10
固定资产	502	502	474	617	719	844
%总资产	40.9%	36.1%	21.5%	27.2%	29.5%	32.0%
无形资产	90	94	86	93	95	98
非流动资产	665	663	638	720	824	951
%总资产	54.2%	47.7%	29.0%	31.7%	33.8%	36.0%
<b>资产总计</b>	<b>1,226</b>	<b>1,391</b>	<b>2,202</b>	<b>2,269</b>	<b>2,436</b>	<b>2,641</b>
短期借款	173	188	182	60	50	40
应付款项	141	136	102	140	170	204
其他流动负债	163	191	111	180	222	272
流动负债	476	515	395	380	442	516
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	22	20	19	18	18	18
负债	498	535	414	397	460	533
<b>普通股股东权益</b>	<b>728</b>	<b>856</b>	<b>1,788</b>	<b>1,871</b>	<b>1,976</b>	<b>2,107</b>
其中：股本	71	71	95	95	95	95
未分配利润	401	529	637	721	825	956
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
<b>负债股东权益合计</b>	<b>1,226</b>	<b>1,391</b>	<b>2,202</b>	<b>2,269</b>	<b>2,436</b>	<b>2,641</b>

**比率分析**

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>每股指标</b>						
每股收益	1.786	1.807	1.139	1.470	1.841	2.306
每股净资产	10.236	12.042	18.859	19.741	20.846	22.230
每股经营现金净流	2.030	3.094	-0.279	3.471	2.153	2.505
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.588	0.736	0.922
<b>回报率</b>						
净资产收益率	17.45%	15.00%	6.04%	7.45%	8.83%	10.37%
总资产收益率	10.36%	9.23%	4.90%	6.14%	7.16%	8.28%
投入资本收益率	15.84%	9.19%	6.93%	6.94%	7.84%	9.46%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	14.85%	14.36%	-7.28%	20.41%	21.86%	23.42%
EBIT 增长率	51.89%	-33.86%	43.18%	-1.37%	18.56%	27.79%
净利润增长率	67.43%	1.13%	-15.96%	29.13%	25.22%	25.25%
总资产增长率	15.22%	13.48%	58.27%	3.02%	7.37%	8.40%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	96.5	82.8	110.0	100.0	99.0	98.0
存货周转天数	110.9	78.4	88.4	80.0	79.0	78.0
应付账款周转天数	67.2	62.6	62.0	61.0	61.0	60.0
固定资产周转天数	213.3	185.6	193.7	185.6	161.5	136.4
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	6.58%	-9.94%	-48.27%	-52.26%	-47.89%	-42.59%
EBIT 利息保障倍数	37.9	22.5	-19.2	-10.1	-8.9	-11.9
资产负债率	40.65%	38.47%	18.82%	17.51%	18.88%	20.20%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
----	-----	-----	-----	-----	-----

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-12-29	买入	32.14	43.65~43.65
2	2023-04-24	买入	27.56	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

**特别声明：**

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券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有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

**上海**  
电话：021-60753903  
传真：021-61038200  
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn  
邮编：201204  
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号  
紫竹国际大厦 7 楼

**北京**  
电话：010-85950438  
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn  
邮编：100005  
地址：北京市东城区建内大街 26 号  
新闻大厦 8 层南侧

**深圳**  
电话：0755-83831378  
传真：0755-83830558  
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn  
邮编：518000  
地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号  
嘉里建设广场 T3-2402