

渠道+品类持续深化，激励再添新动力

森鹰窗业(301227)

评级:	买入	股票代码:	301227
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	39.15/24.33
目标价格:		总市值(亿)	27.04
最新收盘价:	28.52	自由流通市值(亿)	6.33
		自由流通股数(百万)	22.19

事件概述。公司发布中期业绩预告，预计 2023H1 实现归母净利润 3600-4650 万元，同比+50.10%-93.88%，按照净利润中值 4125 万元计算，Q2 归母净利润预计达到 4686 万元，同比+44.56%，二季度业绩显著回暖。我们认为，业绩符合市场预期，主要得益于渠道拓展，铝合金窗产品毛利提升等因素支撑。7 月 15 日，公司公布了股权激励计划草案，拟向 60 名中层管理和核心技术人才授予 220 万股限制性股票，占总股本的 2.32%。根据草案，2023 年的营业收入触发条件为 9.3 亿元，全额解锁条件为 10.2 亿元，且一旦达到触发条件，至少有 70%的激励将被解锁。与 2021、2022 年的营业收入目标 8.87/9.57 亿元相比，我们认为该激励计划考核要求合理，将助力公司长远发展。

► **推进营销网络布局，发力零售渠道。**根据公司年报，2022 年，公司在全国七大区域的主要城市建立了覆盖广泛的经销渠道，打造了全国性的销售服务网络。2023 年上半年，公司在稳健发展大宗业务的同时，积极优化经销网络，拓展多样化的零售业务销售渠道，其中经销商模式的收入增速略高于大宗业务模式，目前我们判断公司大宗业务占比下降到 50%左右，经公司初步测算，2023 年 1-6 月，公司营业收入较上年同期增长约 5%-10%，若全部解锁，根据激励目标拆分，下半年目标营收增速将会显著更高。

► **深耕中高端市场，规模效应显现。**据公司年报，为了开拓南方市场，并丰富中高端产品线，公司于 2021 年推出了“简爱 JE 系列铝合金窗”产品，并充分发挥协同效应，在经销商渠道中积极推广与铝包木窗的组合销售，2022 年“简爱”系列铝合金窗产品全面覆盖中高端零售市场。我们认为，随着销售网络扩展及产品销量增长，规模效应逐步显现，2023H1“简爱”系列铝合金窗产品毛利率大幅提升。未来，公司有望在中高端市场持续深耕，提升品牌力量，打造竞争优势，实现高毛利收入水平。

► **技术改进工艺提升，助力铝包木窗主业发展。**公司引进了欧洲知名企业的先进设备，并发挥了自主研发集成的优势，建立了木材加工中心、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。根据公司年报，2023 年公司将对中空玻璃、窗用集成材和外铝板框等深加工供应链基地进行工艺升级，提升主要原材组件的自产率，适应客户订单中的尺寸、款式和花色各不相同的定制化特定，满足规模化生产、快速供货的需求，推动公司主业发展。

投资建议

考虑到 2022 年疫情扰动影响，我们下调 2023-2024 年营业收入预测至 10.56/12.40 亿元（原：11.01/13.38 亿元），归母净利润下调至 1.46/1.83 亿元（原：1.53/2.02 亿元），EPS 相应下调至 1.54/1.93 元（原：1.62/2.13 元），新增 2025 年营业收入及归母净利润预测 14.32/2.19 亿元，EPS 2.31 元，2023-2025 年 EPS 对应 7 月 14 日 28.52 元收盘价 18.56/14.81/12.33xPE，维持“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。

盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	957	887	1,056	1,240	1,432
YoY (%)	14.4%	-7.3%	19.1%	17.4%	15.4%
归母净利润(百万元)	128	108	146	183	219
YoY (%)	1.1%	-16.0%	34.9%	25.3%	20.1%
毛利率 (%)	29.7%	33.3%	33.2%	33.4%	33.8%
每股收益 (元)	1.81	1.40	1.54	1.93	2.31
ROE	15.0%	6.0%	7.9%	9.0%	9.8%
市盈率	15.76	20.37	18.56	14.81	12.33

资料来源：Wind，华西证券研究所

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：

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)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	887	1,056	1,240	1,432	净利润	108	146	183	219
YoY (%)	-7.3%	19.1%	17.4%	15.4%	折旧和摊销	56	50	54	57
营业成本	591	705	826	948	营运资金变动	-240	164	-121	101
营业税金及附加	11	12	14	17	经营活动现金流	-26	388	133	395
销售费用	53	96	113	123	资本开支	-29	-148	-82	-91
管理费用	38	46	54	62	投资	-393	-5	-6	-6
研究费用	-8	-22	-26	-27	投资活动现金流	-421	-152	-87	-96
财务费用	34	43	53	61	股权募资	851	0	0	0
资产减值损失	-9	0	0	0	债务募资	-6	2	2	0
投资收益	-1	0	-1	-1	筹资活动现金流	823	-102	-8	-9
营业利润	122	168	211	254	现金净流量	375	134	38	290
营业外收支	4	2	3	3					
利润总额	127	170	214	257	主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
所得税	19	25	31	37	成长能力 (%)				
净利润	108	146	183	219	营业收入增长率	-7.3%	19.1%	17.4%	15.4%
归属于母公司净利润	108	146	183	219	净利润增长率	-16.0%	34.9%	25.3%	20.1%
YoY (%)	-16.0%	34.9%	25.3%	20.1%	盈利能力 (%)				
每股收益	1.40	1.54	1.93	2.31	毛利率	33.3%	33.2%	33.4%	33.8%
					净利率	12.2%	13.8%	14.7%	15.3%
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	总资产收益率 ROA	4.9%	6.1%	7.1%	7.7%
货币资金	1,045	1,179	1,217	1,507	净资产收益率 ROE	6.0%	7.9%	9.0%	9.8%
预付款项	25	30	34	40	偿债能力 (%)				
存货	143	163	209	218	流动比率	3.96	3.18	3.45	3.44
其他流动资产	352	257	320	270	速动比率	3.51	2.79	2.97	3.00
流动资产合计	1,564	1,629	1,781	2,034	现金比率	2.64	2.30	2.36	2.55
长期股权投资	0	0	0	0	资产负债率	18.8%	22.4%	21.0%	21.4%
固定资产	471	561	591	625	经营效率 (%)				
无形资产	83	95	100	106	总资产周转率	0.49	0.46	0.50	0.53
非流动资产合计	638	741	777	817	每股指标 (元)				
资产合计	2,202	2,370	2,557	2,851	每股收益	1.40	1.54	1.93	2.31
短期借款	182	184	186	186	每股净资产	18.86	19.40	21.32	23.63
应付账款及票据	83	144	130	182	每股经营现金流	-0.28	4.10	1.40	4.17
其他流动负债	130	184	201	223	每股股利	1.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	395	512	517	592	估值分析				
长期借款	0	0	0	0	PE	20.37	18.56	14.81	12.33
其他长期负债	19	19	19	19	PB	1.63	1.47	1.34	1.21
非流动负债合计	19	19	19	19					
负债合计	414	531	536	611					
股本	95	95	95	95					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	1,788	1,839	2,021	2,240					
负债和股东权益合计	2,202	2,370	2,557	2,851					

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。