

森鹰窗业 (301227.SZ)

公司点评
证券研究报告

Q2 业绩亮眼，股权激励助成长加速

事件

事件一：7月14日公司公告半年度业绩预告，23H1 归母净利润同比增长 50.1%-93.9%至 3600-4650 万元，扣非归母净利润同比增长 31.9%-78.1%至 3000-4050 万元。此外，23H1 收入预计同比增长 5-10%。

事件二：公司发布股权激励方案，方案目标为 23-25 年营收分别达 9.3-10.2/10.25-11.7/11.8-14.2 亿元，同比分别增 4.8%-15%/10.2%-14.7%/15.1%-21.4%，根据目标完成率情况，解锁比例区间为 70%-100%。

经营分析

2Q 整体收入增长超预期，零售渠道表现亮眼：根据测算，预计公司 2Q 收入同比增长 16.2%-23.7%（中值为 20%），整体 2Q 收入增长超预期。公司预计 23H1 整体经销模式收入增速略高于大宗模式，根据渠道调研反馈，预计若将依托经销商开拓的小区团购等新渠道销售均纳入经销模式核算，公司 2Q 经销渠道收入增速或显著超 20%，而传统大宗业务由于地产商安装交付节奏的原因，短期增长略有承压，后续随着大宗业务交付验收提速，整体大宗业务增长逐季提速可期。

铝合金窗毛利率迎来改善，整体利润率有望延续提升趋势：根据测算，预计公司 2Q 归母净利润同比增长 28.4%-60.8%（中值为 44.6%），净利率延续改善趋势。今年以来随着铝合金窗产能利用率逐步提升，预计该品类毛利率已超 15%，同比大幅提升，对公司整体盈利拖累影响减弱。并且预计在原材料成本压力缓解的情况下，公司核心产品铝包木窗的毛利率仍延续改善趋势。随着原材料成本边际下降叠加铝合金窗产能利用率提升，公司 23H2 盈利能力提升有望持续。

公司渠道、品类稳步扩张，股权激励彰显加速成长信心：渠道方面来看，公司 2022 年底经销渠道仅 200 余家门店，具备巨大扩张空间，今年以来加大招商力度，目前招商进度符合目标预期，为经销渠道增长奠定坚实基础。品类方面来看，公司在核心品类铝包木窗产品线持续迭代优化推动渗透率提升的同时，今年以来持续推进下沉价位段铝合金产品布局，并且也已针对工程渠道，即将推出塑钢窗产品。整体来看，公司渠道、品类正稳步扩张，公司有望迎来加速成长期，此次股权激励落地彰显公司发展信心。

盈利预测、估值与评级

我们预计公司 23-25 年 EPS 分别为 1.52/1.89/2.37 元，当前股价对应 PE 分别为 19/15/12 倍，维持“买入”评级。

风险提示

原材料大幅上涨；渠道扩张速度不及预期；竣工速度不及预期。

轻工组

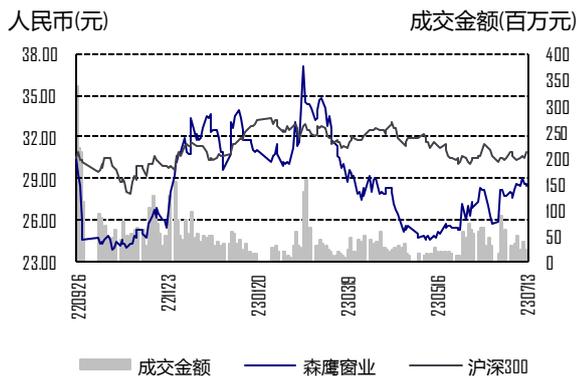
分析师：张杨桓（执业 S1130522090001）

zhangyanghuan@gjzq.com.cn

市价（人民币）：28.52 元

相关报告：

- 《森鹰窗业公司点评：Q1 业绩短期承压，后续成长性仍可期》，2023.4.27
- 《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	1,049	1,261	1,566
营业收入增长率	14.36%	-7.28%	18.29%	20.19%	24.15%
归母净利润(百万元)	128	108	144	179	224
归母净利润增长率	1.13%	-15.96%	33.44%	24.61%	24.97%
摊薄每股收益(元)	1.807	1.139	1.519	1.893	2.366
每股经营性现金流净额	3.09	-0.28	3.57	2.24	2.56
ROE(归属母公司)(摊薄)	15.00%	6.04%	7.69%	9.06%	10.60%
P/E	0.00	27.00	18.77	15.06	12.05
P/B	0.00	1.63	1.44	1.36	1.28

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
主营业务收入	837	957	887	1,049	1,261	1,566
增长率		14.4%	-7.3%	18.3%	20.2%	24.1%
主营业务成本	-514	-673	-591	-692	-829	-1,019
%销售收入	61.4%	70.3%	66.7%	66.0%	65.8%	65.1%
毛利	323	284	296	357	432	546
%销售收入	38.6%	29.7%	33.3%	34.0%	34.2%	34.9%
营业税金及附加	-9	-10	-11	-13	-15	-19
%销售收入	1.1%	1.1%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%
销售费用	-75	-88	-53	-80	-102	-130
%销售收入	8.9%	9.2%	5.9%	7.6%	8.1%	8.3%
管理费用	-43	-42	-38	-62	-74	-92
%销售收入	5.2%	4.4%	4.3%	5.9%	5.9%	5.9%
研发费用	-27	-32	-34	-40	-48	-59
%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	163	192	246
%销售收入	20.2%	11.7%	18.0%	15.5%	15.2%	15.7%
财务费用	-4	-5	8	16	21	20
%销售收入	0.5%	0.5%	-0.9%	-1.5%	-1.7%	-1.3%
资产减值损失	-17	20	-52	-23	-4	-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%	0.9%	0.0%
营业利润	152	147	122	169	211	264
营业利润率	18.2%	15.4%	13.8%	16.2%	16.7%	16.9%
营业外收支	-2	2	4	0	0	0
税前利润	150	149	127	169	211	264
利润率	17.9%	15.6%	14.3%	16.2%	16.7%	16.9%
所得税	-23	-21	-19	-25	-32	-40
所得税率	15.4%	14.0%	14.7%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	127	128	108	144	179	224
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	127	128	108	144	179	224
净利率	15.2%	13.4%	12.2%	13.7%	14.2%	14.3%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	127	128	108	144	179	224
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	56	35	108	76	68	74
非经营收益	8	8	-2	24	-2	0
营运资金变动	-47	48	-240	94	-33	-55
经营活动现金净流	144	220	-26	338	213	243
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
投资活动现金净流	-131	-82	-421	-152	-166	-199
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	-64	-72	-90
筹资活动现金净流	10	9	823	-186	-82	-100
现金净流量	24	146	375	0	-35	-56

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	1,045	1,010	954
应收款项	243	274	342	307	366	454
存货	145	144	143	152	179	218
其他流动资产	47	37	35	42	49	60
流动资产	561	728	1,564	1,546	1,605	1,686
%总资产	45.8%	52.3%	71.0%	68.2%	66.1%	63.9%
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%	29.6%	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%	31.8%	33.9%	36.1%
资产总计	1,226	1,391	2,202	2,265	2,429	2,637
短期借款	173	188	182	60	50	40
应付款项	141	136	102	136	163	197
其他流动负债	163	191	111	178	216	265
流动负债	476	515	395	373	429	503
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	391	447	521
普通股股东权益	728	856	1,788	1,874	1,982	2,117
其中：股本	71	71	95	95	95	95
未分配利润	401	529	637	723	831	966
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	1,226	1,391	2,202	2,265	2,429	2,637

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	1.786	1.807	1.139	1.519	1.893	2.366
每股净资产	10.236	12.042	18.859	19.771	20.907	22.327
每股经营现金净流	2.030	3.094	-0.279	3.566	2.244	2.563
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.608	0.757	0.946
回报率						
净资产收益率	17.45%	15.00%	6.04%	7.69%	9.06%	10.60%
总资产收益率	10.36%	9.23%	4.90%	6.36%	7.39%	8.51%
投入资本收益率	15.84%	9.19%	6.93%	7.15%	8.04%	9.67%
增长率						
主营业务收入增长率	14.85%	14.36%	-7.28%	18.29%	20.19%	24.15%
EBIT 增长率	51.89%	-33.86%	43.18%	1.75%	18.10%	27.75%
净利润增长率	67.43%	1.13%	-15.96%	33.44%	24.61%	24.97%
总资产增长率	15.22%	13.48%	58.27%	2.87%	7.20%	8.59%
资产管理能力						
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	188.9	166.7	140.0
偿债能力						
净负债/股东权益	6.58%	-9.94%	-48.27%	-52.56%	-48.44%	-43.20%
EBIT 利息保障倍数	37.9	22.5	-19.2	-10.4	-9.0	-12.1
资产负债率	40.65%	38.47%	18.82%	17.26%	18.39%	19.74%

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
3	2023-04-27	买入	26.60	N/A

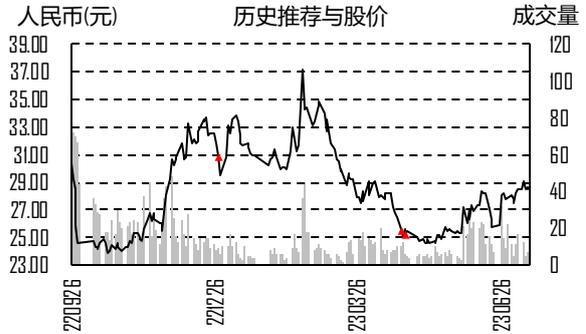
来源：国金证券研究所

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	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建国内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心
紫竹国际大厦 7 楼		18 楼 1806