

森鹰窗业 (301227.SZ)

公司点评

证券研究报告

2Q 零售增长优异，盈利能力提升有望延续

业绩简评

2023年8月17日公司披露半年报，上半年实现营收3.4亿元，同比增长7.1%；实现归母净利润0.4亿元，同比增长79.8%，利润增速贴近业绩预告区间上限。其中2Q营收同比+19.4%至2.5亿元，归母净利润同比+50.4%至0.5亿元。

经营分析

2Q 零售增长优异，大宗业务恢复增长：公司2Q收入增速达19.4%，整体表现较为优异。分产品来看，23H1铝包木窗/铝合金窗收入分别同比+6.1%/19.6%至2.8/0.4亿元，其中铝包木窗增长较缓主因大宗业务1Q安装确认收入较慢，2Q已开始提速。分渠道来看，公司23H1整体经销业务收入增速略高于大宗业务，预计公司2Q经销渠道（不含小B业务）收入增速超20%，零售依托门店扩张+多元渠道拓展，整体表现优异。大宗业务（含小B业务）2Q预计已恢复增长，主因小B业务贡献叠加大B业务安装确认收入速度恢复正常，整体大宗业务增长逐季提速可期。

铝合金规模效应逐步显现，H2 盈利能力进一步提升可期：公司23H1毛利率同比+2.2pct至32.2%，其中2Q毛利率同比+3.0pct至34.3%，盈利能力显著改善，主要由于铝合金产品规模效应逐步显现，23H1该品类毛利率同比+30.6pct至14.2%，随着铝合金产品产能利用率进一步提升，H2毛利率持续改善可期。费用率方面，公司2Q销售费用率为5.3%，同比持平，而管理/研发费用分别同比+0.7/+0.7pct至4.6%/2.4%。

公司零售扩张效果逐步显现，延续快速增长可期：公司零售渠道今年以来重视程度显著提升，目前除传统经销门店扩张外，加大设计师圈层、物业社区集采团购及异业联盟等渠道开拓，店外渠道运营效果逐步显现，共同奠定零售渠道后续持续增长基础。品类方面来看，公司在核心品类铝包木窗持续提升性价比推动渗透率提升的同时，预计铝合金窗在Q4将推出中低端价位段产品，快速放量可期。此外，24年将针对大宗渠道的节能建筑，推出兼具高保温性能和价格优势的塑钢窗产品。整体来看，公司渠道与品类扩张持续推进，后续延续优异增长可期。

盈利预测、估值与评级

我们维持此前盈利预测，预计公司23-25年EPS分别为1.59/1.95/2.34元，当前股价对应PE为20/16/14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

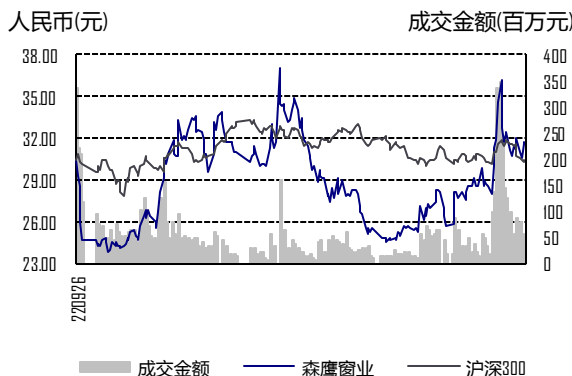
分析师：尹新悦（执业S1130522080004）

yinxinyue@gjzq.com.cn

市价（人民币）：31.70元

相关报告：

- 《森鹰窗业公司点评：Q2业绩亮眼，股权激励助成长加速》，2023.7.15
- 《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



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	1,030	1,229	1,513
营业收入增长率	14.36%	-7.28%	16.10%	19.37%	23.06%
归母净利润(百万元)	128	108	151	185	222
归母净利润增长率	1.13%	-15.96%	39.75%	22.31%	20.16%
摊薄每股收益(元)	1.807	1.139	1.591	1.946	2.339
每股经营性现金流净额	3.09	-0.28	3.63	2.29	2.57
ROE(归属母公司)(摊薄)	15.00%	6.04%	8.03%	9.28%	10.45%
P/E	0.00	27.00	19.92	16.29	13.55
P/B	0.00	1.63	1.60	1.51	1.42

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	1,030	1,229	1,513
增长率		14.4%	-7.3%	16.1%	19.4%	23.1%
主营业务成本	-514	-673	-591	-676	-804	-980
%销售收入	61.4%	70.3%	66.7%	65.6%	65.4%	64.8%
毛利	323	284	296	354	426	532
%销售收入	38.6%	29.7%	33.3%	34.4%	34.6%	35.2%
营业税金及附加	-9	-10	-11	-12	-15	-18
%销售收入	1.1%	1.1%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%
销售费用	-75	-88	-53	-75	-96	-126
%销售收入	8.9%	9.2%	5.9%	7.3%	7.8%	8.3%
管理费用	-43	-42	-38	-61	-73	-89
%销售收入	5.2%	4.4%	4.3%	5.9%	5.9%	5.9%
研发费用	-27	-32	-34	-39	-47	-57
%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	167	196	242
%销售收入	20.2%	11.7%	18.0%	16.2%	15.9%	16.0%
财务费用	-4	-5	8	16	21	21
%销售收入	0.5%	0.5%	-0.9%	-1.5%	-1.7%	-1.4%
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	1.1%	0.9%	0.0%
营业利润	152	147	122	172	215	261
营业利润率	18.2%	15.4%	13.8%	16.7%	17.5%	17.2%
营业外收支	-2	2	4	5	2	0
税前利润	150	149	127	177	217	261
利润率	17.9%	15.6%	14.3%	17.2%	17.7%	17.2%
所得税	-23	-21	-19	-27	-33	-39
所得税率	15.4%	14.0%	14.7%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	127	128	108	151	185	222
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	151	185	222
净利率	15.2%	13.4%	12.2%	14.6%	15.0%	14.7%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	127	128	108	151	185	222
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	56	35	108	76	68	73
非经营收益	8	8	-2	19	-4	0
营运资金变动	-47	48	-240	99	-31	-51
经营活动现金净流	144	220	-26	344	217	244
资本开支	-132	-83	-29	-149	-166	-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	-147	-164	-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	-66	-74	-89
筹资活动现金净流	10	9	823	-188	-84	-99
现金净流量	24	146	375	9	-30	-54

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	1,054	1,023	970
应收款项	243	274	342	301	356	439
存货	145	144	143	148	174	209
其他流动资产	47	37	35	41	48	58
流动资产	561	728	1,564	1,544	1,602	1,676
%总资产	45.8%	52.3%	71.0%	68.2%	66.0%	63.8%
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%	29.7%	32.1%
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%	34.0%	36.2%
资产总计	1,226	1,391	2,202	2,264	2,426	2,627
短期借款	173	188	182	60	50	40
应付款项	141	136	102	132	158	190
其他流动负债	163	191	111	175	211	257
流动负债	476	515	395	368	419	487
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	385	437	505
普通股股东权益	728	856	1,788	1,878	1,989	2,122
其中：股本	71	71	95	95	95	95
未分配利润	401	529	637	727	838	971
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	2,264	2,426	2,627

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	1.786	1.807	1.139	1.591	1.946	2.339
每股净资产	10.236	12.042	18.859	19.814	20.982	22.385
每股经营现金净流	2.030	3.094	-0.279	3.632	2.294	2.573
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.637	0.779	0.935
回报率						
净资产收益率	17.45%	15.00%	6.04%	8.03%	9.28%	10.45%
总资产收益率	10.36%	9.23%	4.90%	6.66%	7.61%	8.44%
投入资本收益率	15.84%	9.19%	6.93%	7.33%	8.15%	9.51%
增长率						
主营业务收入增长率	14.85%	14.36%	-7.28%	16.10%	19.37%	23.06%
EBIT 增长率	51.89%	-33.86%	43.18%	4.56%	16.96%	23.65%
净利润增长率	67.43%	1.13%	-15.96%	39.75%	22.31%	20.16%
总资产增长率	15.22%	13.48%	58.27%	2.79%	7.16%	8.29%
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	192.5	171.0	144.9
偿债能力						
净负债/股东权益	6.58%	-9.94%	-48.27%	-52.90%	-48.93%	-43.80%
EBIT 利息保障倍数	37.9	22.5	-19.2	-10.6	-9.1	-11.7
资产负债率	40.65%	38.47%	18.82%	17.02%	18.00%	19.22%

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
4	2023-07-15	买入	28.52	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