



信达证券
CINDA SECURITIES

Research and
Development Center

万亿门窗大市场，细分龙头初长成

轻工制造

2022 年 07 月 22 日

证券研究报告

行业研究

行业专题研究

轻工制造

投资评级 看好

上次评级 看好

李宏鹏 轻工行业首席分析师

执业编号: S1500522020003

邮箱: lihongpeng@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

万亿门窗大市场，细分龙头初长成

2022年07月22日

本期内容提要:

- **门窗行业空间广阔，旧房市场需求提升。**据优居研究院报告显示，我国门窗行业规模自 2012 年以来保持约 10%复合增长水平，至 2021 年整体规模已近万亿元。按材质分，以铝合金门窗为代表的金属门窗是目前门窗第一大品类，占比约 6 成；按用途分，分为建筑工程市场和家装市场，近年家装市场占比提升。从出厂口径来看，根据我们对家装行业年需求量以及均单值测算，估计 2021 年家装门窗出厂市场规模约 1397 亿元，新房和旧房（二手房+存量翻新）市场占比分别约 7:3，预计未来随着更新需求持续释放，旧房市场占比有望提升至近 60%。
- **市场格局分散，专业门窗品牌初长成，泛家居品牌相继试水，发展潜力值得期待。**优居研究院报告显示，我国门窗行业 CR10、CR11-30 仅均约 5%，90%的市场份额被中小品牌占据；据我们测算，头部企业皇派家居、森鹰窗业 2021 年市场份额仅均约 0.6%，行业整体集中度明显偏低。在此背景下，近年泛家居品牌相继拓展门窗品类，好莱客于 2018 年底携手雷拓门窗进军门窗领域，欧派家居于 2019 年发展欧铂尼装甲门、金属门窗产业，索菲亚近期正式发布索菲亚门窗品类，进一步完善产品链条，打造新品类成长曲线。
- **旧房市场拓宽 C 端入口，头部企业加快布局有望加速行业集中。**我们认为，门窗虽然空间广阔但行业集中趋势较慢的原因在于：1）产品端的进入门槛不高，各区域市场的型材加工厂、中小品牌、加工作坊等参与者数量众多；2）渠道端工程、零售渠道并存，由于门窗属于建筑一部分，因此在新房周期下零售渠道客流有限，改善型需求较为分散；3）品牌端消费者对门窗产品的品牌认知度较为有限。**展望未来，我们认为：**首先，旧房市场需求的提升趋势将为零售门店和装企渠道进一步拓宽入口，头部企业零售店数量仅约 1000 余家，装企渠道占比较低，未来渠道仍有较大拓展空间；其次，随着专业门窗品牌上市计划扩张，以及泛家居龙头相继入局，有望共同加大消费者教育力度，加快行业品牌化进程；再次，随着国家对建筑节能减排标准进一步明确，以及消费者对门窗品质、安全性等要求提升，将有助于促进系统门窗产品应用，带动市场份额向头部集中。
- **皇派家居：系统门窗 C 端领军企业，丰富产品矩阵、深耕零售渠道。**皇派家居创立于 2007 年，采用“皇派”、“欧哲”双品牌战略，通过全国布局经销渠道定位中高端市场。2019-2021 年公司营业收入从 7.87 亿元增长至 10.25 亿元，归母净利润从 0.46 亿元增长至 1.31 亿元，CAGR 分别达 14%、68%。**产品端：**公司专注高品质定制化系统门窗赛道，其中窗类产品占比近七成，产品以安全性、节能、隔音效果更佳的系统门窗为主。**渠道端：**公司聚焦个人家装的零售类消费市场，经营模式以经销为主，已积累多年消费者需求洞察与经销合作、管理经验，截至 2021 年年底，公司拥有经销商数量合计 831

家，门店 910 家，单店年提货额约 109 万元，公司在稳固省会、地级城市市场的同时，营销网络已陆续延展至区、县等下沉市场。

- **森鹰窗业：节能铝包木窗行业龙头，零售、大宗渠道均衡发展。**森鹰门窗创立至今逾 20 年，是专注于定制化节能铝包木窗研发、设计、生产及销售一体化高新技术企业。2017-2019 年连续 3 年在国内节能铝包木窗行业销售排名第一，2018-2021 公司营收从 6.11 亿元增长至约 9.57 亿元，归母净利润从 0.60 亿元增长至 1.28 亿元，CAGR 分别达 16%、29%。产品端：深耕节能铝包木窗，已形成 S86/P120 为主打、幕墙/阳光房为补充、其他窗型持续多元的产品矩阵，其中包括新产品系列的其他节能铝包木门窗营业收入占比从 2018 年的 12.5%提升至 2021 年的 40.2%。渠道端：经销商/大宗均衡发展，2021 年公司经销商、大宗渠道收入占比分别为 44%/56%，其中经销收入 2021 年同比增长 45%，在全国已形成 205 个经销商网络，单店年提货额约 200 万元。大宗业务模式主要对接房地产企业和装修公司合作为主，2021 年大宗收入同比基本稳定。
- **风险因素：**原材料价格波动风险，房地产开发投资政策变化风险，市场竞争加剧风险。

目 录

一、门窗行业空间广阔，格局分散	7
1.1 门窗行业规模近万亿，铝合金门窗占比 6 成	7
1.2 家装门窗市场规模约 1400 亿，旧房市场需求扩容	10
1.2 市场集中度低，头部企业市占率稳定提升	13
二、皇派家居：系统门窗 C 端领军企业	14
2.1 公司简介：产品力、渠道力突出的门窗领军公司	14
2.2 财务概况：营收稳增、净利率稳定	15
2.3 业务分析：产品专注门窗，渠道 2C 为主	17
2.3.1 产品：专注于门窗行业，产品矩阵不断丰富	17
2.3.2 渠道：经销模式为主，深耕零售市场	19
2.3.3 制造：持续创新提升智能制造能力	20
2.4 产能：募投项目产能扩张计划翻番	21
三、森鹰窗业：节能铝包木窗龙头	23
3.1 公司简介：20 年聚焦节能木窗行业	23
3.2 财务概况：总体增长稳健	25
3.3 产品聚焦、渠道均衡，制造研发驱动	27
3.3.1 产品：主打节能铝包木窗，产品矩阵不断丰富	27
3.3.2 渠道：经销+大宗均衡发展，客户结构逐步改善	28
3.3.3 制造：研发+定制化规模制造优势构筑核心壁垒	30
3.4 产能：募投项目产能规划翻番，产业链整合提升效率	32
四、风险因素	34

表 目 录

表 1：我国家装门窗市场规模测算	10
表 2：可比公司产品及市场对比	13
表 3：皇派家居主要产能项目表	22
表 4：森鹰窗业主要产能项目表	32

图 目 录

图 1：我国门窗行业发展历史	7
图 2：地产竣工面积 2014 年以前保持较快增长	8
图 3：我国城镇化率持续提升	8
图 4：门窗行业整体规模近万亿元	8
图 5：住宅竣工面积占房屋建筑竣工面积 66%	8
图 6：建筑门窗市场铝门窗、塑料门窗各占 60%、20%	9
图 7：门窗零售市场材质铝合金、铝包木各占 60%、20%	9
图 8：估计 2015 年金属门窗制造业收入接近 3000 亿元	9
图 9：2012-2015 金属门窗占门窗行业规模 50%以上	9
图 10：系统门窗上下游产业链	9
图 11：家装门窗行业规模未来有望保持稳定增长	11
图 12：二手房和存量更新需求占比提升趋势有望延续	11
图 13：中青年是门窗主要消费年龄阶层	12
图 14：中产阶级消费者是目前主要消费群体	12
图 15：品牌店和建材商城是消费者主要购买渠道	12
图 16：消费者对于更换节能门窗意愿较高	12
图 17：我国门窗行业市场格局分散	13
图 18：头部门窗企业市占率不到 1%	13
图 19：皇派家居发展历程	14
图 20：皇派家居主要产品	14
图 21：皇派家居股权结构图-发行前	15

图 22: 2019-2021 年皇派家居营业收入稳定增长	15
图 23: 2019-2021 年皇派家居归母净利润稳定增长	15
图 24: 2019-2021 年皇派家居毛利率和净利率	16
图 25: 2019-2021 年皇派家居各项期间费用率	16
图 26: 皇派家居原材料结构百分比图	16
图 27: 皇派家居原材料中玻璃采购单价有所提升 (元/单位)	16
图 28: 平均价:国产 A00 铝(批售不含票):佛山 (元/吨)	17
图 29: 市场价:浮法平板玻璃:4.8/5mm:全国 (元/吨)	17
图 30: 皇派家居原材料玻璃分种类采购数量 (万 m ²)	17
图 31: 皇派家居原材料玻璃分种类采购单价 (元/m ²)	17
图 32: 2019-2021 年皇派家居主营业务收入 (百万元)	18
图 33: 2019-2021 年皇派家居主营业务收入分产品构成	18
图 34: 2019-2021 年皇派家居分产品毛利率	18
图 35: 2019-2021 年皇派家居产品销量 (左轴) 和均价 (右轴)	18
图 36: 2018-2021 年皇派家居主营业务收入构成 (分渠道)	19
图 37: 皇派家居经销收入和增速	19
图 38: 皇派家居经销商数量和单商提货额 (万元)	19
图 39: 皇派家居经销商淘汰率	19
图 40: 2021 年皇派家居经销商按地区划分数量	20
图 41: 2021 年皇派家居经销商门店按地区划分数量	20
图 42: 2019-2021 年皇派家居研发费用	20
图 43: 2019-2021 年皇派家居研发人员薪酬占比	20
图 44: 皇派家居智能制造系统业务流程图	21
图 45: 皇派家居产能、产量与产能利用率	22
图 46: 皇派家居募投项目达产后增加产能	22
图 47: 森鹰窗业发展历程	23
图 48: 森鹰窗业主要产品	24
图 49: 森鹰窗业股权结构图-发行前	25
图 50: 森鹰窗业营业收入稳定增长	25
图 51: 森鹰窗业归母净利润稳定增长	25
图 52: 2018-2021 森鹰窗业毛利率和净利率	26
图 53: 2018-2021 森鹰窗业各项期间费用率	26
图 54: 2021 年森鹰窗业原材料结构百分比图	26
图 55: 森鹰窗业主要原材料近年采购单价趋势图	26
图 56: 原材料玻璃分种类采购数量 (万 m ²)	26
图 57: 原材料玻璃分种类采购单价 (元/m ²)	26
图 58: 森鹰窗业主营业务收入 (百万元)	27
图 59: 森鹰窗业主营业务收入分产品构成	27
图 60: 森鹰窗业分产品毛利率平稳略降	28
图 61: 森鹰窗业分产品价格基本稳定 (元/m ²)	28
图 62: 森鹰窗业主营业务收入分渠道构成	28
图 63: 2018-2021 森鹰窗业分渠道毛利率	28
图 64: 2021 年森鹰窗业经销收入增长显著	29
图 65: 森鹰窗业经销商数量和单商提货额	29
图 66: 2021 年森鹰窗业经销商按销售金额划分数量	29
图 67: 2021 年森鹰窗业经销商按地区划分数量	29
图 68: 森鹰窗业在美凯龙与居然之家开店经销商数量占比	29
图 69: 森鹰窗业在美凯龙与居然之家开店经销商收入占比	29
图 70: 森鹰窗业大宗收入与增速	30
图 71: 森鹰窗业前五大客户占大宗收入比例	30
图 72: 森鹰窗业应收账款情况	30
图 73: 森鹰窗业应收账款周转天数	30
图 74: 森鹰窗业研发费用与研发费用率	31
图 75: 2021 年森鹰窗业研发人员数量为 79 人	31
图 76: 森鹰窗业核心技术在产品中的应用示意图	31
图 77: 森鹰窗业木型材自动化数字加工技术生产场景示意图	32
图 78: 森鹰窗业智能喷涂机械手设备示意图	32

图 79: 森鹰窗业产能、产量与产能利用率	32
图 80: 森鹰窗业募投项目达产后增加产能（平方米）	32
图 81: 19-20 年森鹰窗业自产与外购中空玻璃量价分析	33

一、门窗行业空间广阔，格局分散

据优居研究院报告显示，我国门窗行业规模自 2012 年以来保持约 10% 复合增长水平，至 2021 年整体规模已近万亿元。按材质分，以铝合金门窗为代表的金属门窗是目前门窗第一大品类，占比约 6 成；按用途分，分为建筑工程市场和家装市场，近年来家装市场占比提升。我们估计 2021 年家装门窗出厂市场规模约 1397 亿元，未来旧房市场需求有望快速提升。市场格局较为分散，我国门窗行业 CR10、CR11-30 仅均约 5%，90% 的市场份额被中小品牌占据。

1.1 门窗行业规模近万亿，铝合金门窗占比 6 成

我国门窗行业起步于商周时代，早期以木窗为主。门窗在我国作为家居必需用品，由于古代主要依靠手工制作，因此直至近代，我国门窗仍以木框和纸张材质结合的木窗为主，而后逐步出现了以玻璃和木要框材质结合的门窗。1911 年，钢门窗正式传入中国，1925 年上海民族工业开始小批量生产钢门窗，但受制于当时生产技术水平有限、以及钢门窗成本较高等因素，钢门窗在新中国成立之前一直尚未形成大规模工业化生产。

门窗行业产业化阶段起步于改革开放后，材质性质均得到大幅提升。改革开放之后，随着国民经济水平提升以及房地产行业红利释放，我国门窗产业在应用材料、生产技术、产品款式、售后服务等环节都取得了长足的进步，门窗行业正式迎来工业化发展阶段，逐步涌现出木窗、钢窗、塑钢门窗、铝合金门窗、铝包木窗等多个细分品类。而后随着我国建筑节能逐步推行，促进我国门窗材质进一步的换代升级，铝合金门窗衍生出了普通铝合金门窗和断桥铝合金门窗，节能门窗应用范围也逐步增加。

图 1：我国门窗行业发展历史



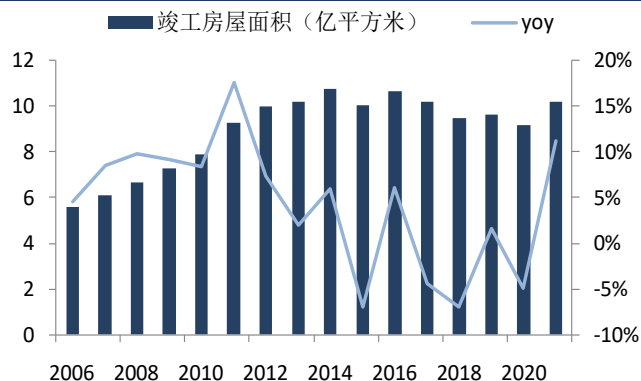
资料来源：皇派家居招股说明书，信达证券研发中心

2021 年我国门窗行业规模近万亿，2012 年以来年均复合增速约 10%。我国房地产行业快速发展以及城镇化进程推进为门窗行业提供了良好的发展基础，竣工房屋面积 2014 年以前保持持续增长态势，至 2021 年竣工面积达到 10.14 亿平米；同时，我国城镇化率持续提升，至 2021 年达到 65%。在此背景下，我国门窗行业整体规模也随之扩容。据前瞻产业研究院数据显示，我国门窗行业规模从 2012 年的 3777 亿元持续扩容至 2017 年的 6605 亿元，对应 2012-2017 年行业复合增长率达 12%。据优居研究院报告显示，我国 2018 年门窗行业市场规模约 7300 亿元，2019 年门窗行业市场规模约 8500 亿元，2020 年门窗行业市场规模约 9700 亿元，2021 年门窗行业市场规模突破万亿元，对应 2018-2021 年行业复合增长率达 11%。

门窗应用领域近年来家装市场占比提升。门窗可以分为工程市场和家装市场（或零售市场）。1）由于工程市场通常具有需求量大，门窗型式统一，功能和性能要求一致，施工场地固定，便于集中采购、规模化生产和团队

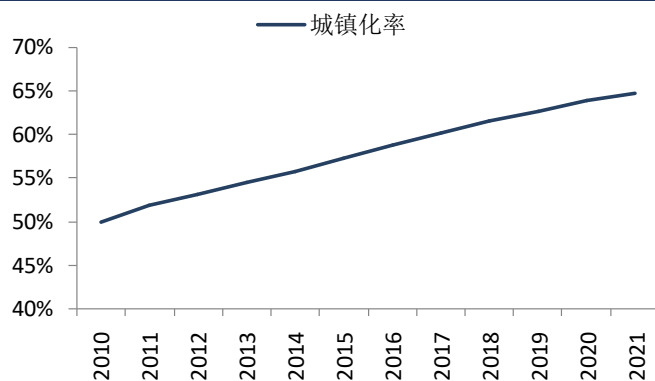
施工等特点，因此我国建筑门窗大部分应用于工程项目，建筑门窗企业的生产经营具有“以工程项目为中心”的特点。2) 家装市场即应用于住宅零售市场，零售市场一般特点为需求量小，功能和性能要求不一致（具有个性化），施工场地分散等，在我国门窗应用领域中占比较小。根据统计局公布的我国每年住宅竣工面积和建筑业房屋建筑竣工面积，住宅竣工面积占房屋建筑竣工面积比例自 2004 年以来整体呈上升趋势，占比从 2004 年的 55% 升至 2021 年的 66%。由于建筑外窗通常占房屋建筑面积 20%~30%，住宅类建筑竣工面积占比 6 成以上，我们认为一定程度上表明家装市场在门窗应用领域的重要性持续提升。

图 2：地产竣工面积 2014 年以前保持较快增长



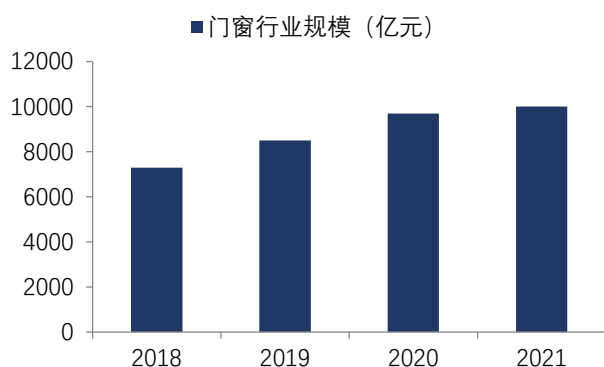
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 3：我国城镇化率持续提升



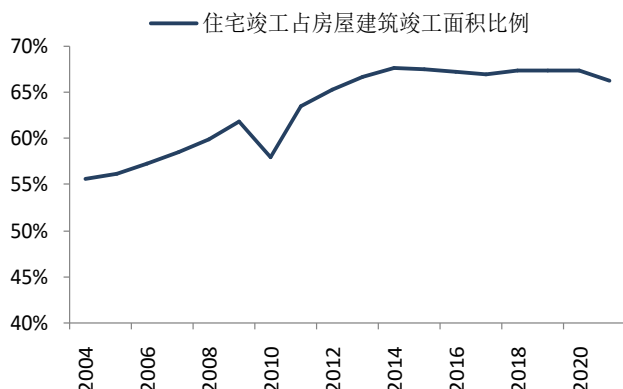
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 4：门窗行业整体规模近万亿元



资料来源：优居研究院，信达证券研发中心

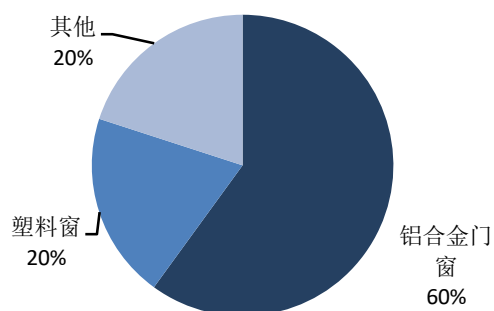
图 5：住宅竣工面积占房屋建筑竣工面积 66%



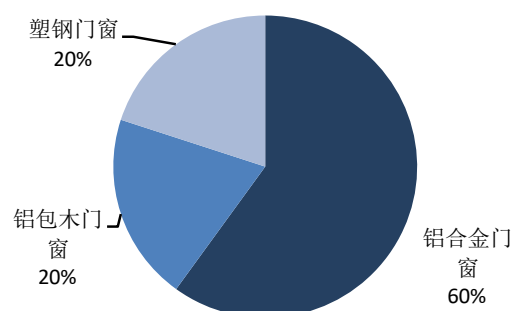
资料来源：Wind，信达证券研发中心

铝合金门窗为门窗第一大细分品类，占比 6 成。1) 据中国建筑金属结构协会期刊显示，2020 年当前我国窗市场主要以铝合金窗为主，占比约为 60%；其次为塑料窗，占比约为 20%；剩余部分包括木窗（含铝包木窗）、钢窗、钢塑复合窗、铝塑复合窗、玻璃钢窗等总占比约 20%。2) 据优居研究院发布的《2021 中国门窗行业发展趋势蓝皮书》显示，当前我国门窗市场以铝合金门窗为主，占比约 60%，此外塑钢门窗、铝包木门窗分别约占 20%、20%。3) 据国家统计局公布的金属门窗制造业规模以上工业企业历史数据显示，2014 年金属门窗制造业收入达 2718 亿元，2015 年 1-10 月累计达 2313 亿元（+12%），我们假设 2015 年全年收入基本延续前 10 个月的增长态势实现 10% 的全年增速，则对应 2015 年金属门窗制造业收入约 2990 亿元。基于此，我们可以得到金属门窗制造业占门窗行业整体规模比例在 2012-2015 年间约为 50%-53%，与目前门窗品类的材质结构趋势基本一致。

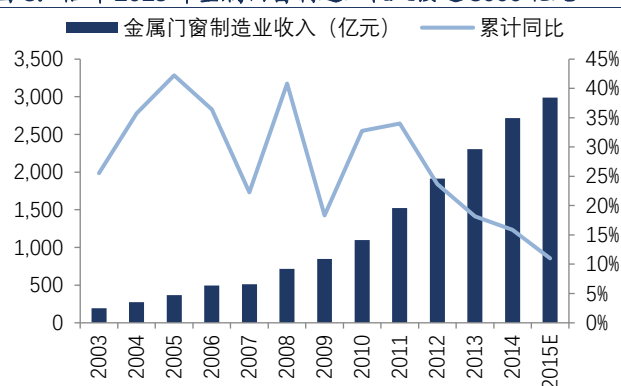
综合比较以上三种公开信息对于门窗材质的分类，我们认为，以铝合金门窗为代表的金属门窗，是目前门窗第一大品类，结构占比约 6 成。

图 6：建筑门窗市场铝门窗、塑料门窗各占 60%、20%


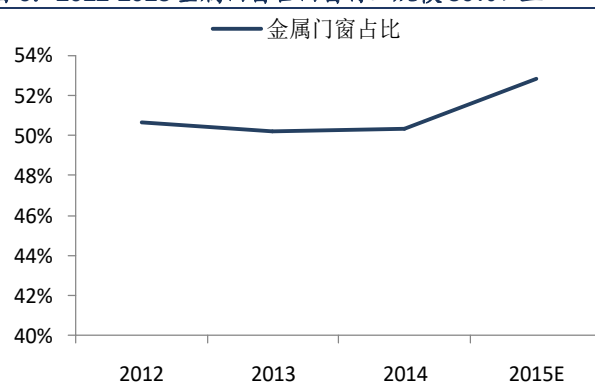
资料来源：中国建筑金属结构协会期刊《中国节能窗行业市场研究》，信达证券研发中心

图 7：门窗零售市场材质铝合金、铝包木各占 60%、20%


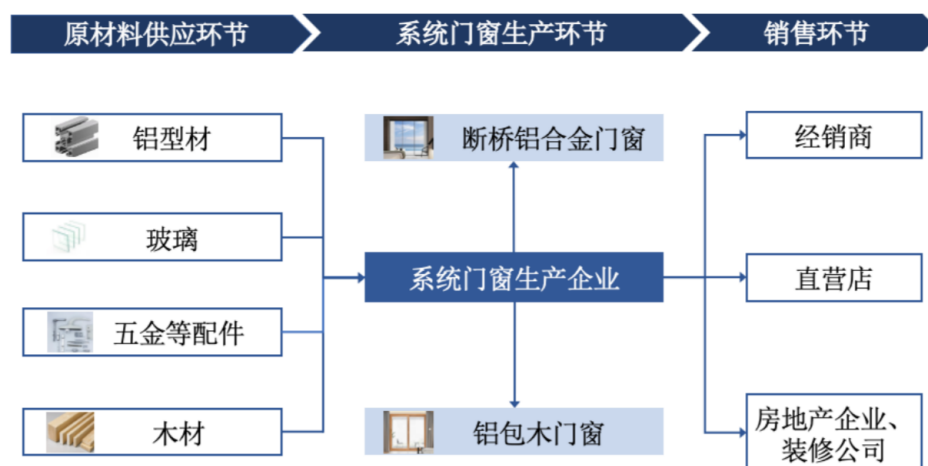
资料来源：优居研究院，信达证券研发中心

图 8：估计 2015 年金属门窗制造业收入接近 3000 亿元


资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 9：2012-2015 金属门窗占门窗行业规模 50%以上


资料来源：Wind，前瞻产业研究院，信达证券研发中心

图 10：系统门窗上下游产业链


资料来源：皇派家居招股说明书，信达证券研发中心

1.2 家装门窗市场规模约 1400 亿，旧房市场需求扩容

针对家装门窗市场规模，我们从三类主要消费场景来看，即新房装修、二手房装修、存量住宅更新，分别对三类需求进行测算，得到 2021 年估计我国家装门窗需求量约 4.11 亿平米，市场规模约 1397 亿元，预计 2022-2025 年市场规模稳定发展。分部测算以下：

- 1) 新房需求：**以统计局公布的房地产-住宅销售面积为基础，假设住宅窗户面积占建筑面积的 20%，门窗 C 端市场均价随着产品性能和材质提升年均提升 2%、B 端保持均价稳定，对应 2021 年新房装修市场需求约 3.1 亿平米，市场规模约 991 亿元；假设 2022-2025 年销售面积变动分别为-5%、-2%、-2%、-2%，则对应 2022-2025 年新房装修市场需求基本稳定。
- 2) 二手房需求：**根据贝壳研究院统计的历年全国二手房成交数据，假设二手房门窗均价和新房一致，则对应 2021 年二手房门窗装修需求约 0.6 亿平米，市场规模约 241 亿元。未来随着新房逐步减少预计二手房交易将逐步增加，同时居民改善性需求释放带来户均面积提升，我们假设 2022-2025 年二手房套均建筑面积年均增加 1 平米，二手房成交数量变动分别为-3%、2%、2%、2%，则对应 2022-2025 年二手房门窗装修市场规模保持年均 0%~5%的稳定增长。
- 3) 存量更新需求：**假设国内住宅平均翻新周期为 15 年、10%当年翻新、住宅窗户面积占建筑面积的 20%，则对应 2021 年存量更新门窗需求为 0.4 亿平米，存量更新门窗市场规模约 165 亿元，对应 2022-2025 年存量更新门窗市场规模保持 13%~14%的较好增长速度。

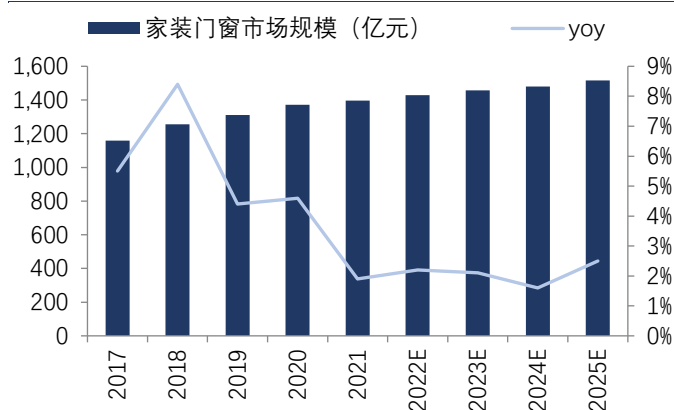
表 1：我国家装门窗市场规模测算

	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
1) 新房需求									
1.1 新房 To B									
住宅销售面积 3 年平均（亿平米）	13.16	14.34	14.76	15.10	15.39	15.34	15.03	14.58	14.28
yoy	11.2%	9.0%	2.9%	2.3%	1.9%	-0.3%	-2.0%	-3.0%	-2.0%
建筑外窗占房屋建筑面积比例	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
假设阳台和其他外窗面积 1:1	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%
假设建筑门窗平均出厂单价（元/平方米）	250	250	250	250	250	250	250	250	250
To B 需求量（亿平米）	1.3	1.4	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.4
To B 市场规模（亿元）	329	359	369	377	385	383	376	364	357
1.2 新房 To C									
假设 70%封阳台对应门窗需求量（亿平米）	0.9	1.0	1.0	1.1	1.1	1.1	1.1	1.0	1.0
假设 30%换窗对应需求量（亿平米）	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5	0.4	0.4
假设零售门窗平均出厂单价（元/平方米），年均提升 2%	364	371	379	386	394	402	410	418	427
To C 需求量（亿平米）	1.3	1.4	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.4
To C 市场规模（亿元）	479	533	559	583	606	617	616	610	609
新房门窗需求量（亿平米）	2.6	2.9	3.0	3.0	3.1	3.1	3.0	2.9	2.9
yoy	11.2%	9.0%	2.9%	2.3%	1.9%	-0.3%	-2.0%	-3.0%	-2.0%
新房门窗市场规模（亿元）	808	891	928	961	991	1,000	992	974	966
yoy	12.5%	10.3%	4.2%	3.5%	3.1%	0.9%	-0.8%	-1.8%	-0.8%
2) 二手房装修需求									
二手房住宅成交套数（万套）	430	430	426	432	393	381	389	397	405
yoy	-15.0%	0.0%	-0.9%	-1.4%	-9.0%	-3.0%	2.0%	2.0%	2.0%

二手房住宅成交面积（亿平米）	4.0	4.0	3.9	4.0	3.6	3.5	3.6	3.7	3.8
二手房套均面积（平米）	92	92	92	94	92	92	93	93	94
假设全部换窗、70%封阳台									
二手房门窗市场需求量（亿平米）	0.7	0.7	0.7	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
yoy	-15.0%	0.0%	-0.8%	1.0%	-9.1%	-2.5%	2.6%	2.6%	2.5%
假设零售门窗平均出厂单价（元/平方米），年均提升2%	364	371	379	386	394	402	410	418	427
二手房门窗市场规模（亿元）	245	249	252	260	241	240	251	263	275
yoy	-13.3%	2.0%	1.2%	3.0%	-7.3%	-0.5%	4.6%	4.6%	4.6%
3) 存量更新需求									
存量住宅套数（万套）	26,219	26,842	27,487	28,084	28,693	29,301	29,896	30,473	31,038
假设存量房翻新周期15年、10%当年翻新（万套）	186	199	220	243	269	299	332	368	407
翻新率	0.7%	0.7%	0.8%	0.9%	0.9%	1.0%	1.1%	1.2%	1.3%
存量房翻新对应面积（亿平米）	1.7	1.8	2.0	2.3	2.5	2.8	3.1	3.4	3.8
假设全部换窗、70%封阳台									
翻新门窗市场需求量（亿平米）	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4	0.5	0.5	0.6	0.6
yoy	6.2%	6.9%	10.5%	13.3%	7.6%	11.6%	11.8%	11.4%	11.1%
假设零售门窗平均出厂单价（元/平方米），年均提升2%	364	371	379	386	394	402	410	418	427
翻新门窗市场规模（亿元）	106	116	130	151	165	188	214	244	276
yoy	8.4%	9.0%	12.7%	15.6%	9.7%	13.8%	14.0%	13.7%	13.4%
1+2+3 总需求									
家装门窗年需求量（亿平米）	3.59	3.85	3.96	4.08	4.11	4.13	4.14	4.13	4.15
yoy	4.7%	7.1%	2.9%	3.0%	0.6%	0.6%	0.2%	-0.4%	0.5%
家装门窗市场规模（亿元）	1,159	1,256	1,311	1,372	1,397	1,428	1,458	1,480	1,517
yoy	5.5%	8.4%	4.4%	4.6%	1.9%	2.2%	2.1%	1.6%	2.5%

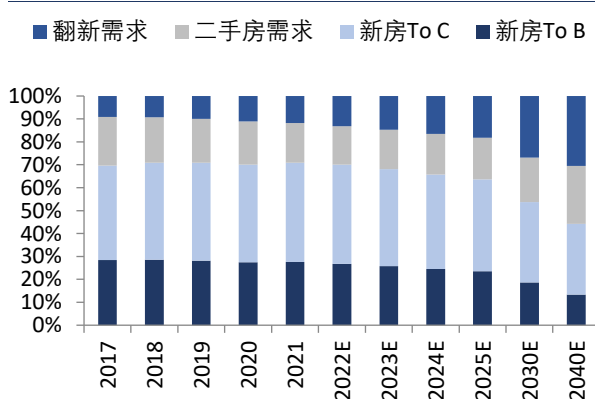
资料来源：Wind，国家统计局，贝壳研究院，信达证券研发中心

图 11：家装门窗行业规模未来有望保持稳定增长



资料来源：Wind，国家统计局，贝壳研究院，信达证券研发中心

图 12：二手房和存量更新需求占比提升趋势有望延续

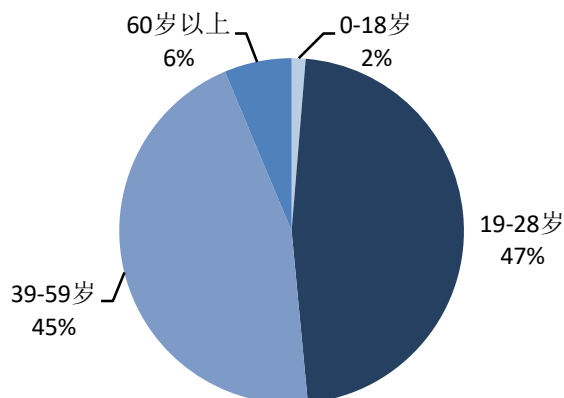


资料来源：Wind，国家统计局，贝壳研究院，信达证券研发中心

85.5%消费者愿意在更换门窗时优先选择低能耗门窗。据皇派门窗与新浪家居、乐居家居商学院、克而瑞等媒体与权威机构联手打造的《低能耗门窗发展白皮书》调研结果显示，2022年，中国门窗的消费者年龄主要分布在19-39岁，中青年成为门窗消费主力军。同时，调研人群平均年收入在30-50万之间，占比59%，主要集中在

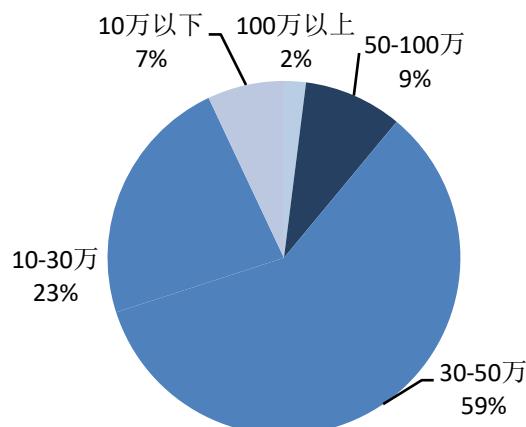
在新一线和二三线城市，门窗新中产消费者崛起。购买渠道选择方面，消费者以专营店为主，数据显示，此次调查中，57%的调查人群选择品牌门窗专营店，选择建材商城的人群占 26%。调查问卷中，85.5%的消费者愿意在更换门窗时优先选择低能耗门窗，多数消费者认为，低能耗门窗保温隔热、隔音降噪、密封性、抗风压性等多项性能优于普通门窗。

图 13：中青年是门窗主要消费年龄阶层



资料来源：《低能耗门窗发展白皮书》，信达证券研发中心

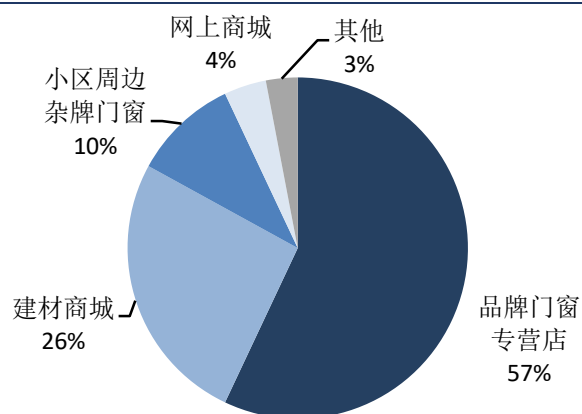
图 14：中产阶级消费者是目前主要消费群体



资料来源：《低能耗门窗发展白皮书》，信达证券研发中心

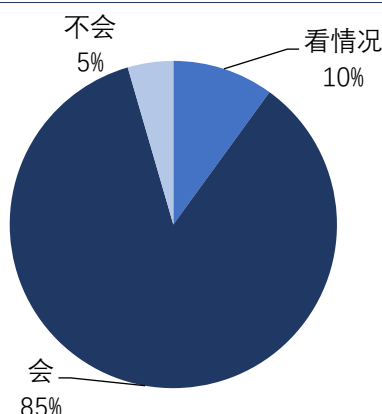
我国对于建筑节能标准也日益提高，带动了节能门窗发展。根据豪美新材招股说明书，在建筑领域，建筑能耗占我国全国社会总能耗的 30%左右，而通过门窗损失的能量约占建筑物外围护结构能量损失的 50%。因此，节能门窗的使用对于建筑节能具有重要作用。国家及各地高度重视建筑节能标准提高，着力提升建筑产品质量，多地已经陆续出台了节能门窗的技术标准，促进节能门窗的进一步发展和应用。而以断桥铝合金门窗、铝包木窗等为代表的节能门窗，在保持外观美观的同时，其隔热效果优异，节能降耗效果明显，居民对于节能门窗需求正在持续释放。

图 15：品牌店和建材商城是消费者主要购买渠道



资料来源：《低能耗门窗发展白皮书》，信达证券研发中心

图 16：消费者对于更换节能门窗意愿较高

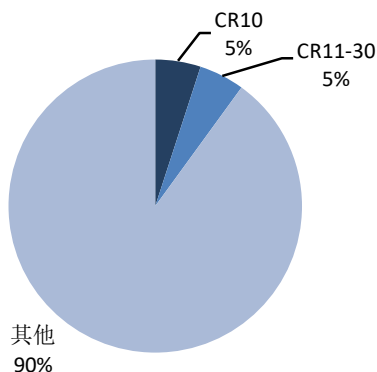


资料来源：《低能耗门窗发展白皮书》，信达证券研发中心

1.2 市场集中度低，头部企业市占率稳定提升

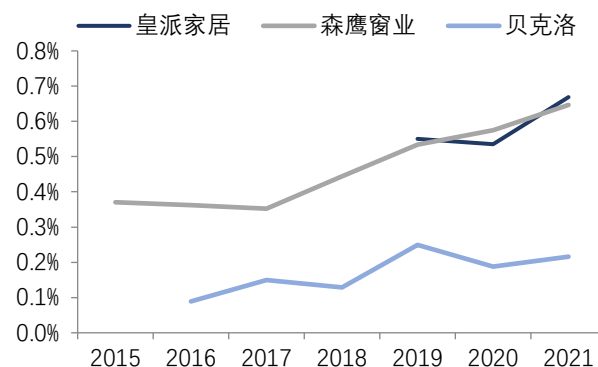
门窗行业格局较为分散，龙头企业市场份额明显偏低。据优居研究院发布的《2021 中国门窗行业发展趋势蓝皮书》显示，我国门窗行业格局仍然较为分散，CR10、CR11-30 市场份额分别仅约 5%、5%。此外，根据我们对 2021 年家装门窗行业约 1397 亿市场规模测算，龙头企业皇派家居、森鹰窗业 2021 年在门窗行业市占率仅分别约 0.7%、0.6%，贝克洛门窗市占率约 0.2%，头部企业市场份额明显偏低。

图 17：我国门窗行业市场格局分散



资料来源：优居研究院，信达证券研发中心

图 18：头部门窗企业市占率不到 1%



资料来源：Wind，信达证券研发中心

表 2：可比公司产品及市场对比

公司	主要经营场所	主要产品系列	品牌	市场	销售渠道	经销商主要分布区域	产品质量
奥润顺达	河北省保定市	经典舒适窗、磐石抗风窗等	拥有“墨瑟门窗”品牌	产品遍及全国，并出口美国和欧洲市场	无公开信息	华东地区、华北地区	无公开信息
米兰之窗	北京市	MILUX 系统铝包木窗、Gutmann 系统铝包木窗等	拥有“米兰之窗 MILUX”品牌	无公开信息	无公开信息	华东地区、华北地区	拥有 ISO9000 质量管理体系认证
森鹰窗业	黑龙江省哈尔滨市	S86 系列节能铝包木窗、P120 系列节能铝包木窗	拥有“森鹰”品牌	内销	大宗业务模式和经销商	华东地区、华北地区、东北地区	公司通过了 ISO 9001: 2015 质量管理体系认证、ISO 14001: 2015 环境管理体系认证和 ISO045001:2018 职业健康安全管理体系认证；产品通过了中国强制性产品认证 (CCC)、中国节能产品认证 (CQC)
皇派家居	广东省佛山市	铝合金平开窗与推拉窗、铝合金平开门与推拉门	拥有“皇派”品牌、“欧哲”品牌	内销	经销商	华东地区、华中地区、西南地区	公司已通过 GB/T 19001-2016/ISO 9001:2015 质量管理体系认证，；欧盟 CE、澳洲 STANDARDSMARK 产品双认证
YKK AP	日本	LD 断桥铝合金门窗、L 铝合金门窗、WWALL 幕墙系列	拥有“YKK AP”品牌	全球多个国家、中国十余个主要城市	经销商模式和大宗业务模式	华东地区、华南地区	无公开信息
旭格	德国	AWS 系列隔热窗、ADS 系列高承重隔热门、阳光房、幕墙系统等	拥有“旭格”品牌	全球 80 余个国家	经销商模式和大宗业务模式	华东地区	无公开信息
贝克洛 (蒙美新材全资子公司)	广东省清远市	NOW55 系列系统门窗等	拥有“贝克洛”品牌	国内、外工程客户	大宗业务模式为主	工程客户为主	公司拥有质量管理体系认证证书、环境管理体系认证证书、高新技术企业证书

资料来源：森鹰窗业招股说明书，皇派家居招股说明书，YKK 官网、旭格官网、信达证券研发中心

二、皇派家居：系统门窗 C 端领军企业

公司是门窗行业龙头公司，增长稳健。2019-2021 年公司营业收入从 7.87 亿元增长至 10.25 亿元，CAGR 达到 14.13%，归母净利润从 0.46 亿元增长至 1.31 亿元，CAGR 达到 68.46%。公司 IPO 拟发行不超过 2,604.50 万股，占发行后总股本比例不低于 25%，募集资金用于产能扩张、信息化项目建设、品牌推广。

2.1 公司简介：产品力、渠道力突出的门窗领军公司

聚焦门窗优质赛道，双品牌经营，深耕零售市场。公司采用“皇派”和“欧哲”双品牌的经营策略，公司 2007 年创立“皇派品牌”，定位于中高端市场，2013 年公司推出“欧哲”品牌，继续进军高端市场，拓展品牌矩阵。截至 21 年年底，公司拥有经销商数量合计 831 家，门店 910 家，总体单商年均提货额约 120.95 万元，形成了全国性的销售服务网络布局，公司在稳固省会城市、地级城市市场的同时，营销网络已陆续延展至区、县市场。

图 19：皇派家居发展历程



资料来源：皇派家居官网，信达证券研发中心

公司始终专注于高品质系统门窗的研发、设计、生产和销售。公司产品主要应用于个人家装的零售类消费市场，经过多年的研发创新与市场实践，已推出平开窗、推拉窗、平开门、推拉门、阳光房等多种绿色低碳节能产品。目前公司，已拥有较为深厚的技术储备及产品开发经验，可根据不同区域消费者的个性化需求提供优质、稳定的门窗产品，采用系统化的设计理念，选用优质的型材、玻璃、五金配件、密封材料等，通过高标准的生产制造及产品安装工艺，提升抗风压性、保温隔热性、隔音性、气密性、水密性等性能。

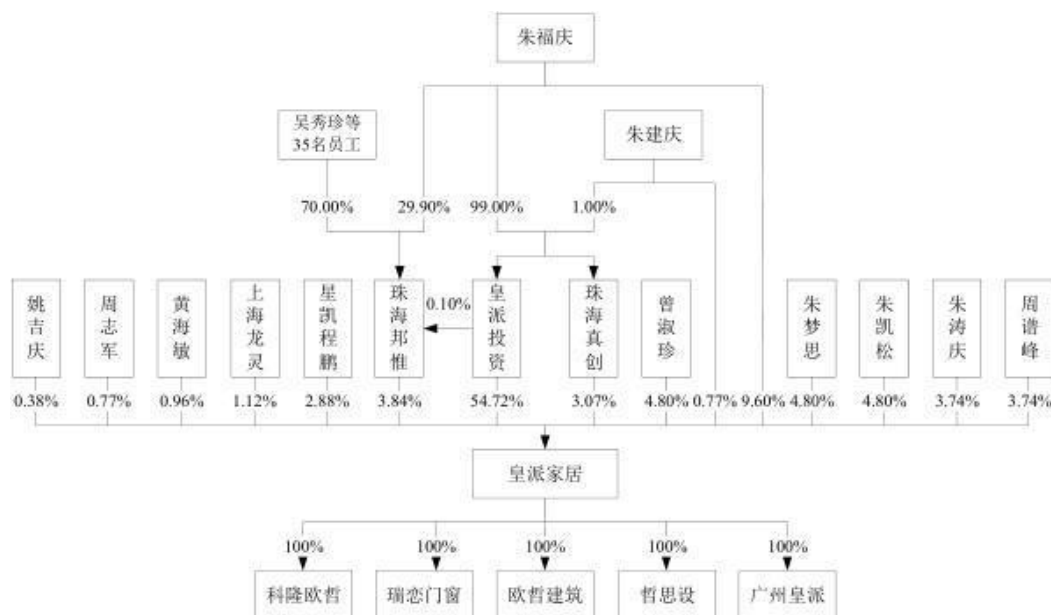
图 20：皇派家居主要产品



资料来源：皇派家居官网，信达证券研发中心

股权结构稳定，股权集中于实际控制人朱福庆、朱梦思。公司实际控制人为朱福庆、朱梦思，朱福庆担任发行人的董事长，其直接持有发行人 9.60%的股份，通过皇派投资控制发行人 54.72%的股份表决权，通过珠海邦惟控制发行人 3.84%的股份表决权，通过珠海真创控制发行人 3.07%的股份表决权，朱福庆合计控制发行人 71.23%的股份表决权；朱梦思直接持有发行人 4.80%的股份，同时担任发行人的董事、董事会秘书。朱福庆、朱梦思系父女关系，两人合计控制发行人 76.03%的股份表决权。

图 21：皇派家居股权结构图-发行前

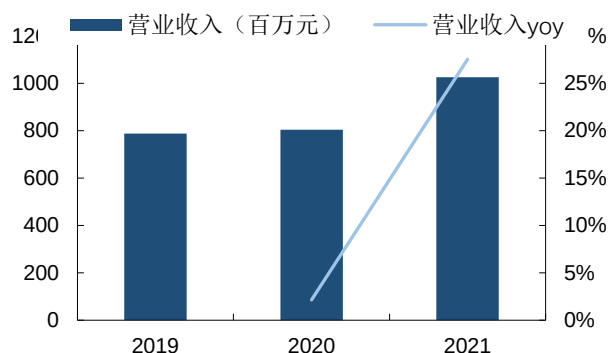


资料来源：皇派家居招股说明书，信达证券研发中心

2.2 财务概况：营收稳增长、净利率稳定

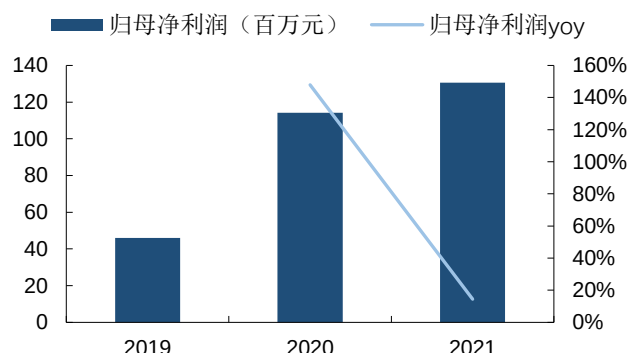
公司营业收入和归母净利润整体呈增长态势。据招股说明书，2021 年，公司实现营业收入 10.25 亿元，同比增长 27.51%；实现归母净利润 1.31 亿元，同比增长 14.48%。2019-2021 年营业收入、归母净利润 CAGR 分别为 14.13%、68.46%，近三年复合增长较为稳健。

图 22：2019-2021 年皇派家居营业收入稳增长



资料来源：皇派家居招股说明书，信达证券研发中心

图 23：2019-2021 年皇派家居归母净利润稳增长



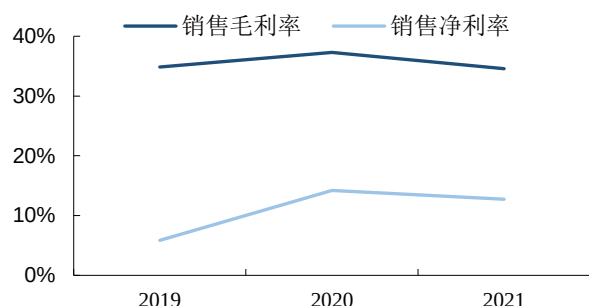
资料来源：皇派家居招股说明书，信达证券研发中心

2019-2021 年公司毛利率分别为 34.85%/ 37.29%/ 34.57%，销售净利率分别为 5.85%/ 14.20%/ 12.75%，2020 年公司毛利率同比增加 2.44pcts，主要系主要产品单位面积成本下降及不同毛利率水平的产品结构变化综合影响所致，2021 年利润率有所下降主要系铝型材和玻璃原片等原材料市场价格大幅上涨导致营业成本上升

所致。

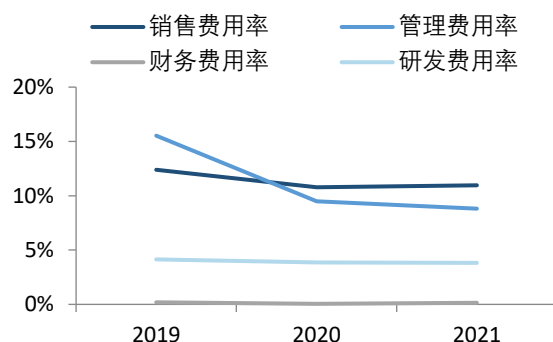
2019-2021 年公司期间费用占营业收入的比例分别为 28.11%/ 20.33%/ 19.92%，期间费用占营业收入比例处于较为合理的水平，2019 年因计提股份支付费用金额较大导致管理费用占营业收入比例较高。

图 24：2019-2021 年皇派家居毛利率和净利率



资料来源：皇派家居招股说明书，信达证券研发中心

图 25：2019-2021 年皇派家居各项期间费用率

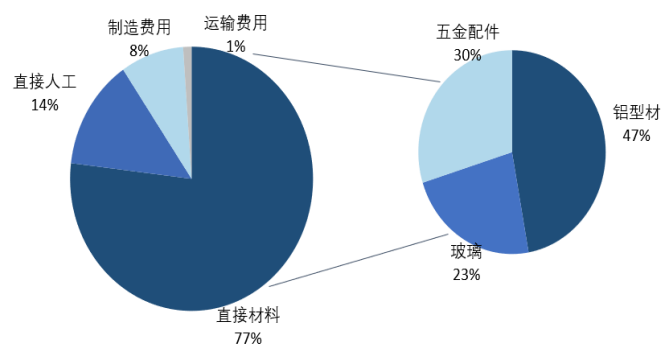


资料来源：皇派家居招股说明书，信达证券研发中心

公司主营业务成本中约 77%为直接材料。从原材料占比看，2021 年公司主要原材料构成为铝型材、玻璃、五金配件，占比分别为 47%、23%、30%，成本结构基本维持稳定。

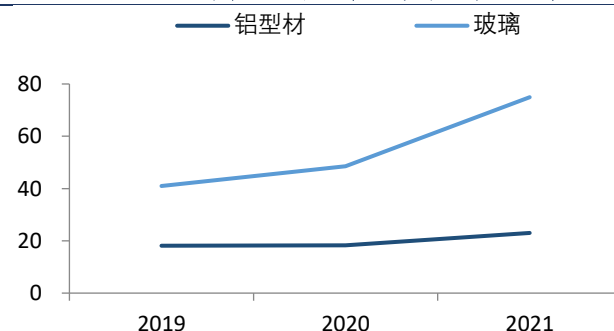
从原材料单价看：1) 铝型材采购单价 2021 年同比提升 26%，而同期全国铝材价格 2021 年均价同比 2020 年提升幅度达 32%，与铝材行业价格变化趋势一致。2) 玻璃采购单价 2021 年显著提升 54%，同期全国浮法玻璃价格 2021 年均价同比 2020 年提升幅度为 46%，公司玻璃采购价格提升一方面由于行业材料价格上涨，另一方面由于玻璃采购结构的变化。2020 年开始公司加大对中空玻璃和夹胶玻璃的采购，其中单价较高的 Low-E 玻璃、电雾玻璃等非常规玻璃占比较高，导致中空玻璃采购均价较高；2021 年随着订单增加，公司继续加大中空玻璃采购，其中根据订单需求加大了对单价较高的 8mm 玻璃的采购数量，导致整体玻璃采购均价的大幅提升。

图 26：皇派家居原材料结构百分比图

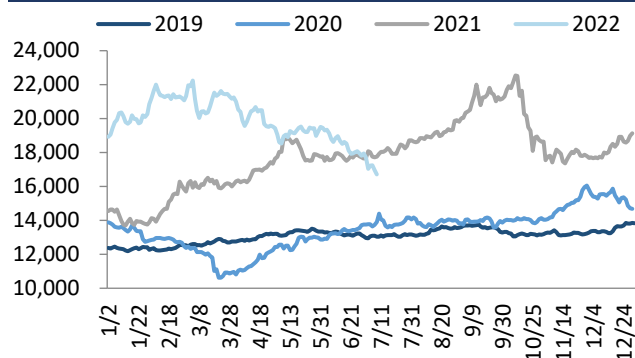


资料来源：皇派家居招股说明书，信达证券研发中心

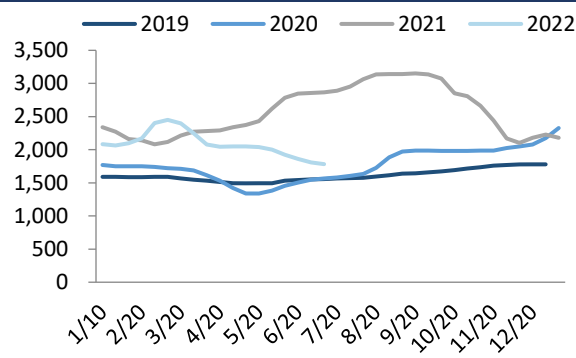
图 27：皇派家居原材料中玻璃采购单价有所提升（元/单位）



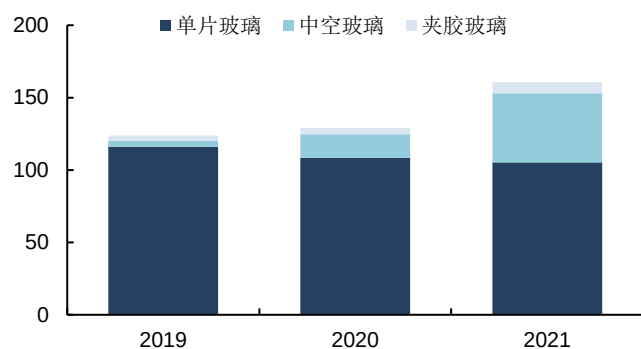
资料来源：皇派家居招股说明书，信达证券研发中心

图 28: 平均价:国产 A00 铝(批售不含票):佛山 (元/吨)


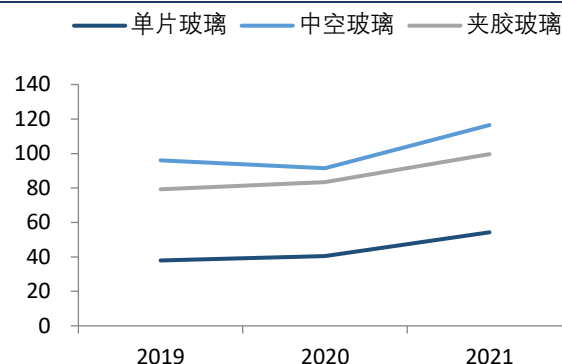
资料来源: wind, 信达证券研发中心

图 29: 市场价:浮法平板玻璃:4.8/5mm:全国 (元/吨)


资料来源: wind, 信达证券研发中心

图 30: 皇派家居原材料玻璃分种类采购数量 (万㎡)


资料来源: 皇派家居招股说明书, 信达证券研发中心

图 31: 皇派家居原材料玻璃分种类采购单价 (元/㎡)


资料来源: 皇派家居招股说明书, 信达证券研发中心

2.3 业务分析: 产品专注明窗, 渠道 2C 为主

公司始终专注于高品质系统门窗的研发、设计、生产和销售, 经过多年研发、创新, 已形成完善、丰富的产品矩阵, 已推出平开窗、推拉窗、平开门、推拉门、阳光房等多种绿色低碳节能产品。渠道方面, 公司以经销模式为主, 截至 21 年年底, 公司拥有经销商数量合计 831 家, 门店 910 家, 总体单商年均提货额约 120.95 万元。公司研发创新水平较高, 具备信息化、智能化生产能力, 可快速、高效交付, 满足消费者定制化需求, 本次公司公开发行业募资投向扩大产能建设, 达产后总产能将增加 82 万㎡, 有望突破产能瓶颈。

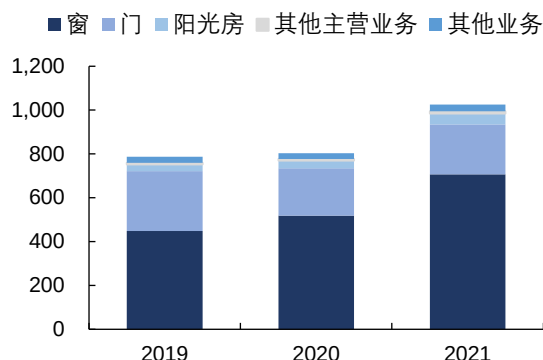
2.3.1 产品: 专注于门窗行业, 产品矩阵不断丰富

公司专注于高品质定制化系统门窗产品, 经过多年研发、创新, 已形成完善、丰富的产品矩阵。公司产品聚焦个人家装的零售类消费市场, 经过多年持续进行研发投入以及在市场中的实践, 目前公司已推出平开窗、推拉窗、平开门、推拉门、阳光房等多种绿色低碳节能产品。

分产品来看: **窗类产品** 2021 年收入 7.06 亿元, 占主营业务收入 68.92%, 是公司的主要业务, 2019-2021 年 CAGR 为 25.58%, 收入增长较快, 主要由于门窗类消费升级, 对产品质量要求更高, 用于建筑外围护结构的系统门窗相较普通门窗在安全、节能、隔音、密封及使用舒适度等方面具有显著优势, 市场规模不断扩张, 公司持续进行窗类产品的研发投入; **门类产品** 2021 年收入 2.28 亿元, 占比 22.29%, 门业务是公司第二大业务, 门类业务有所下降主要由于窗类订单增长较快, 公司产能仍有提升空间, 因此策略性降低了市场竞争激烈的部

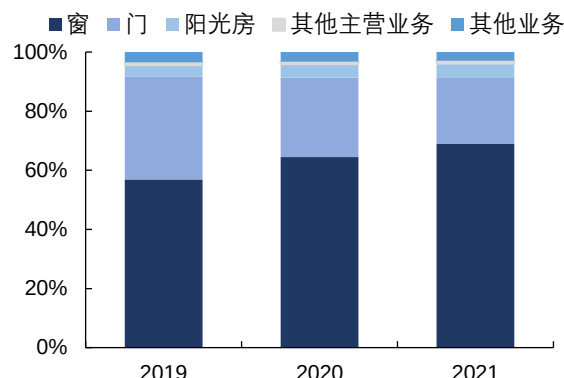
分门类别产品的生产投入。**阳光房产品** 2021 年收入 0.50 亿元，占比 4.85%。其他主营业务 2021 年收入 0.1 亿元，占比 0.99%。

图 32: 2019-2021 年皇派家居主营业务收入 (百万元)



资料来源: 皇派家居招股说明书, 信达证券研发中心

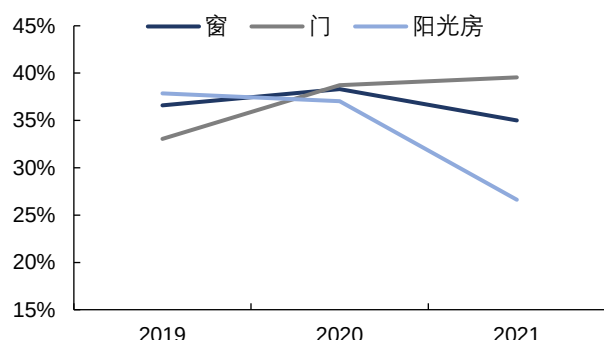
图 33: 2019-2021 年皇派家居主营业务收入分产品构成



资料来源: 皇派家居招股说明书, 信达证券研发中心

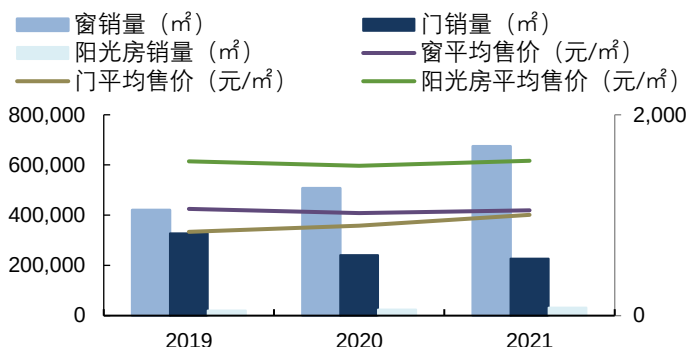
毛利率、产品平均售价、销量方面，门毛利率持续提升，主要产品平均售价稳定，窗销量逐年增加。(1) 窗类产品：2020 年窗类产品毛利率呈上升趋势，主要由于生产效率提升平抑原材料价格上涨影响，2021 年毛利率有所下降主要由于铝型材及玻璃价格的采购单价大幅上涨，且单套窗类产品的面积进一步上升，产品结构进一步变化，导致窗类产品单位直接材料成本上升；(2) 门类产品：2019 年至 2021 年，公司门类产品毛利率分别为 33.05%、38.73%和 39.55%，毛利率水平呈上升趋势，主要由于公司根据市场竞争形势调整定价策略，降低了部分市场竞争激烈的门类产品的生产与销售，同时生产效率有所提升，单套门类产品的面积上涨，单位面积产品所耗用的人工成本下降；(3) 阳光房产品：2019 年至 2021 年公司阳光房业务毛利率呈下降趋势，2020 年公司受新冠疫情影响调整价格导致价格下降，2021 年公司由于原材料等成本上涨导致毛利率下降。2021 年原材料等成本上涨幅度较大，在此期间公司持续改进生产，提升单套产品面积，使得单位面积铝型材耗用量减少，不断增强减少原材料价格波动影响的能力。

图 34: 2019-2021 年皇派家居分产品毛利率



资料来源: 皇派家居招股说明书, 信达证券研发中心

图 35: 2019-2021 年皇派家居产品销量 (左轴) 和均价 (右轴)



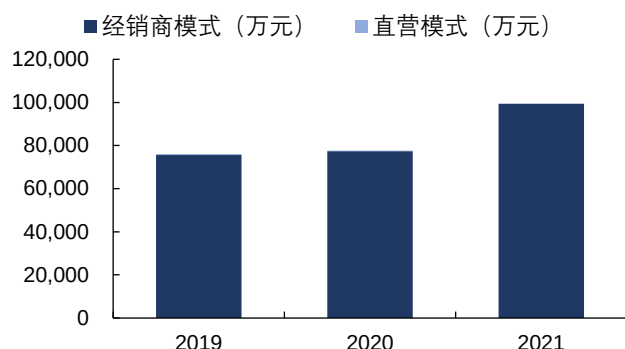
资料来源: 皇派家居招股说明书, 信达证券研发中心

2.3.2 渠道：经销模式为主，深耕零售市场

公司销售模式主要分为经销和直营模式。经销模式是公司主要销售模式，2021 年公司经销收入达到 9.94 亿元，2019-2021 年公司经销收入 CAGR 为 15%，保持持续稳定增长。公司积极推进经销体系建设，凭借自身品牌形象全国各目标区域具有一定市场渠道、资金实力和从业经验的经销商进行合作。公司通过与经销商签订年度经销合同，由经销商自行设立专卖店销售，根据终端客户个性化定制需求向公司下单采购。

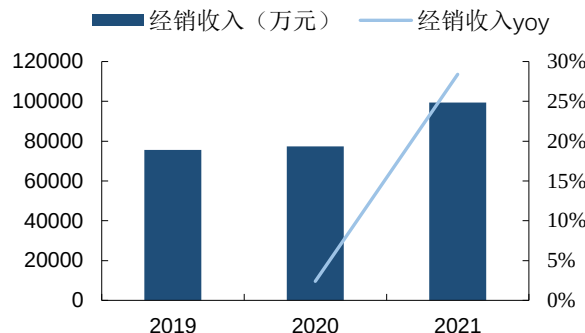
直营模式收入占比较小，2019-2021 年实现收入 390.64 万元、348.67 万元和 89.31 万元，直营模式主要进行产品的招商展示以及了解终端消费者的市场需求，公司起初开设广州“欧哲”品牌直营店，2019 年，随着科隆欧哲厂区产品展厅的落成，产品展厅的面积、产品更新频率、装修档次均优于广州直营店，能够更好地发挥招商的用途，随着公司已经较全面掌握终端消费者需求，公司决定停止经营广州直营店，并于 2020 年 8 月注销欧赢门窗。

图 36：2018-2021 年皇派家居主营业务收入构成（分渠道）



资料来源：皇派家居招股说明书，信达证券研发中心

图 37：皇派家居经销收入和增速

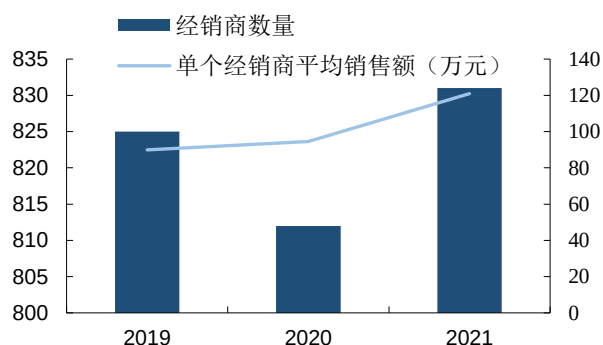


资料来源：皇派家居招股说明书，信达证券研发中心

经销体系方面，截至 21 年年底，公司拥有经销商数量合计 831 家，门店 910 家，总体单商年均提货额约 120.95 万元。2019 年和 2020 年经销商数量有所下降，主要由于公司为优化经销体系，提升经销商服务质量和营销能力，2019 年以来公司强化了对经销商的整改和考核，加大对经营业绩较差和违规经营经销商的淘汰力度。

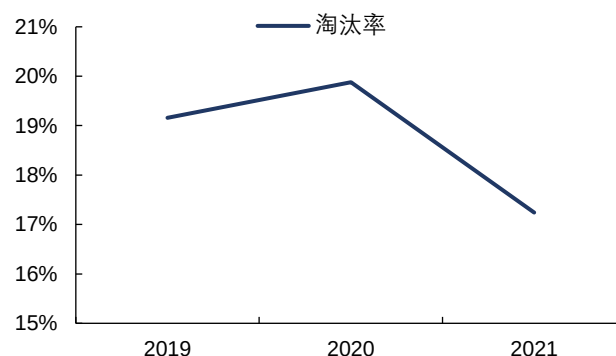
公司通过加大招商力度，增强了销售区域覆盖能力，持续拓展了经销商网络，形成了全国性的销售服务网络布局，公司在稳固省会城市、地级城市市场的同时，营销网络已陆续延展至区、县市场。华东地区经销商及门店数量最多，达到 356 家经销商，门店 391 家。公司对各区域经销商进行优化、提升经销商甄选标准，同时，多渠道多平台招商，运用如高铁站及高速公路广告、行业展会、区域招商会等进行招商宣传，并创新、拓展利用互联网等新平台，利用搜索引擎、公司官网、公众号、行业网站等方式扩展招商覆盖面

图 38：皇派家居经销商数量和单商提货额（万元）

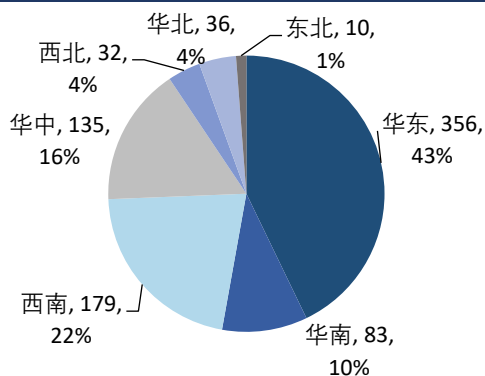


资料来源：皇派家居招股说明书，信达证券研发中心

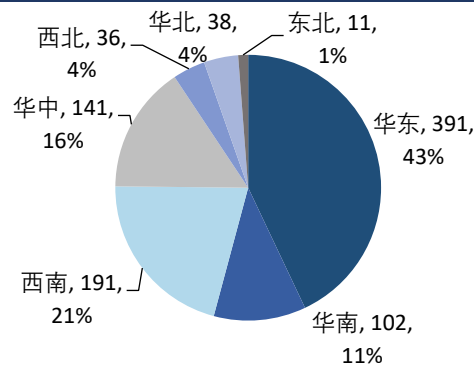
图 39：皇派家居经销商淘汰率



资料来源：皇派家居招股说明书，信达证券研发中心

图 40：2021 年皇派家居经销商按地区划分数量


资料来源：皇派家居招股说明书，信达证券研发中心

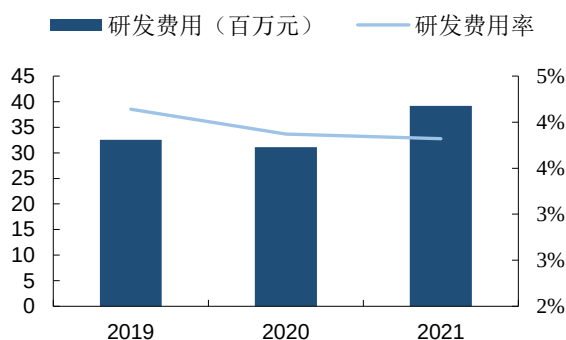
图 41：2021 年皇派家居经销商门店按地区划分数量


资料来源：皇派家居招股说明书，信达证券研发中心

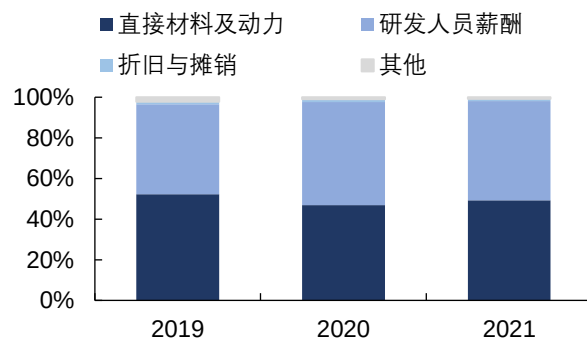
2.3.3 制造：持续创新提升智能制造能力

研发方面，打造完备的研发体系，加大自主研发的力度。公司打造了较为完善的研发体系，拥有专业从事定制化系统门窗研发和创新活动的研发执行团队并取得了丰富的研发成果。截至 2021 年 12 月 31 日，公司及子公司拥有有效授权专利 229 项，其中发明专利 10 项，实用新型专利 110 项，外观设计专利 109 项。由于杰出的产品设计能力，公司获得“红棉中国设计奖”、“亚太泛家居设计先行品牌”等多项荣誉，并先后参与编制了多项国家、行业标准。公司自主研发形成阶梯式轨道、隐藏式排水等水密结构设计技术，使门窗产品能够利用重力势能、气压平衡原理实现顺畅排水，同时前端营销的市场信息反馈给研发部门，以迎合消费群体不断变化的审美偏好。

激发创新活力，保持较高研发投入。2019-2021 年公司研发费用呈上升趋势，公司研发费率分别为 4.14%、3.87%、3.82%。随着公司规模的逐步扩张，公司重视研发专业人才的引进与培养，加快了专业研发技术团队的建设工作，截至 2021 年 12 月 31 日公司研发人员 164 人，占公司员工总人数 8.22%，2019-2021 年研发人员薪酬占研发费用 44%、51%和 49%。

图 42：2019-2021 年皇派家居研发费用


资料来源：皇派家居招股说明书，信达证券研发中心

图 43：2019-2021 年皇派家居研发人员薪酬占比


资料来源：皇派家居招股说明书，信达证券研发中心

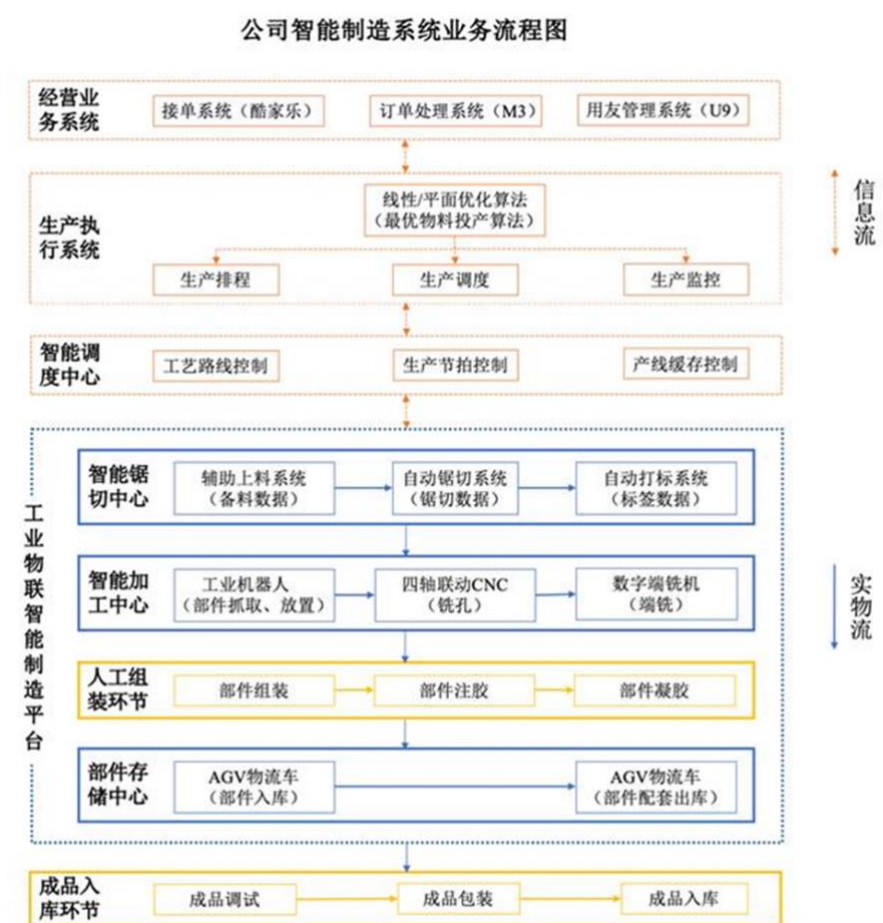
制造：具备信息化、智能化生产能力，可快速、高效交付，满足消费者定制化需求。自动化、智能化管理是公司核心竞争优势。公司定制符合自身生产需求的智能生产设备、建设自动化智能车间，通过信息技术对软件、硬件、终端的打通，实现定制化订单的精准化、规模化、柔性化生产，通过信息系统与自动化设备的整合贯通，使得公司的生产运作过程得到统筹规划，有效改善物料的流通性并提升生产的回报率。

通过信息化建设提高智造水平、改善运营效率，为定制化提供软件基础。建立以 M3、U9 系统、MES 生产执行系统为主导的企业资源管理 ERP 系统，与自动化办公 OA 系统共同构成一体化的数字信息系统，实现了从订

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com>20

单形成、订单报价、订单审核、订单排产、组织生产、产品出入库等全流程跟踪，消费者在终端确定定制产品方案，并由系统将方案传递至公司、形成 BOM 清单，信息系统平台全程跟踪订单的审价、排产、加工及出入库等信息。

图 44：皇派家居智能制造系统业务流程图

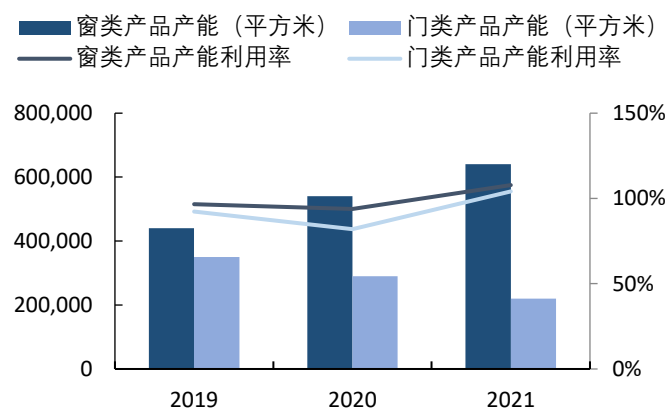


资料来源：皇派家居招股说明书，信达证券研发中心

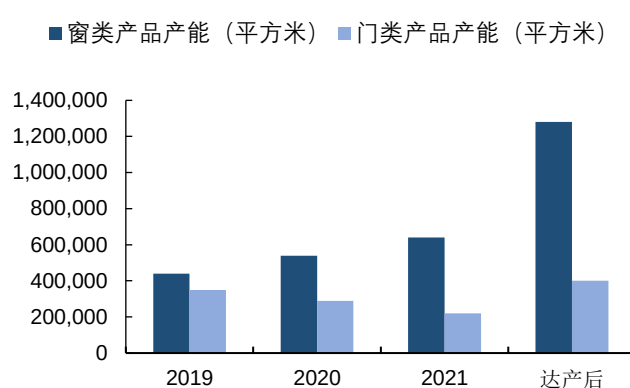
2.4 产能：募投项目产能扩张计划翻番

产能方面：门窗总产能呈增长态势，产能利用率水平较高，产线有待扩充。2021 年门窗总产能合计达到 86 万平方米，随着铝合金系统门窗行业的快速发展，实际产能利用率已超过 100%，公司现有的产能已趋于饱和，产能已达到瓶颈，为高效满足下游客户订单需求，公司生产线有待进一步扩充。

本次公司公开发行业募投资投向扩大产能建设，达产后总产能将增加 82 万 m^2 。公司计划建设铝合金窗智能化生产线扩建项目，项目建设完成且达产后，新增定制铝合金窗生产能力 24 万平方米/年，建设期为 2 年，项目建设完成后第 1 年达产率为 30.00%，第 2 年为 65.00%，第 3 年为 100.00%；以及铝合金门窗智能工厂建设项目，建设期为 3 年，项目建设完成且达产后，新增定制铝合金窗生产能力 38 万平方米/年，铝合金门生产能力 18 万平方米/年，阳光房生产能力 3 万平方米/年。项目建设完成后第 1 年达产率为 60.00%，第 2 年为 90.00%，第 3 年为 100.00%。本次募投项目将有利于公司突破产能瓶颈、扩大规模，以满足下游市场需求。

图 45：皇派家居产能、产量与产能利用率


资料来源：皇派家居招股说明书，信达证券研发中心

图 46：皇派家居募投项目达产后增加产能


资料来源：皇派家居招股说明书，信达证券研发中心

公司上市拟募资 8.5 亿元，用于产能、研发和信息化及品牌营销三大方面。1) 计划投资 4 亿元用于投资建设“铝合金窗智能化生产线扩建项目”、“铝合金门窗智能工厂建设项目”以提高定制化系统门窗产能。2) 计划投资 7069 万元用于建设“研发中心及信息化建设项目”，有助于公司面向中高端消费者研发更具市场竞争力的产品；同时，公司目前主要通过经销商获取终端客户订单，各终端消费者需求差异较大，产品的定制化程度较高，公司需要针对客户的个性化需求，快速作出应对策略。为此，募投项目拟通过信息化建设升级现有 MES 系统和设计系统，并引进 APS、CRM、BI 等先进数字化系统，搭建营销服务一体化、产供销运营一体化两大平台。3) 计划投资 2.9 亿元用于“品牌推广及营销服务升级项目”，投资进行营销网络和品牌建设，由于消费者与商家之间的信息不对称，品牌在某种程度上是消费者进行快速选择的重要依据，项目将利用当前主流的线上平台和渠道以及线下推广等方式，宣传公司品牌，以不断提升消费者品牌认知度。

表 3：皇派家居主要产能项目表

项目名称	预计投资规模 (万元)	预计使用募集资金 (万元)	投入期
铝合金窗智能化生产线扩建项目	4,114	3,239	2 年
铝合金门窗智能工厂建设项目	36,399	32,689	3 年
研发中心及信息化建设项目	7,069	7,069	3 年
品牌推广及营销服务升级项目	29,292	29,292	3 年
补充流动资金	8,000	8,000	
合计	84,874	80,288	

资料来源：皇派家居招股说明书，信达证券研发中心

目前，公司形成了以 S86 节能铝包木窗、P120 节能铝包木窗及以幕墙、阳光房为配套产品的业务格局。

节能铝包木窗产品属于节能窗行业中高端产品，节能属性与定制化程度高。**节能方面：**与断桥铝合金窗、塑钢窗等其他节能窗产品相比，由于木材天然具有低热传导性，传热系数较低，结合多层（Low-E）中空玻璃腔体结构及塑型材复合加工工艺，相同环境下，节能铝包木窗产品保温隔热优势较为凸显，具有较好的综合性能。**定制化方面：**节能铝包木窗产品选型、选材、选色、选五金等定制化特征突出，具备家居装饰的属性，结合木质框体带来的自然氛围，节能铝包木窗产品很大程度满足了人们美观心理及生活品质的需求。**性能方面：**公司在选取木材、铝材、玻璃、水性漆、五金件及密封胶条等原材料时，对其品种、材质及物理特性的要求较高，并在工艺上满足保温隔热、气密、水密、抗风压及隔音等综合性能的要求，主要产品性能均达到行业的主流水平。

图 48：森鹰窗业主要产品

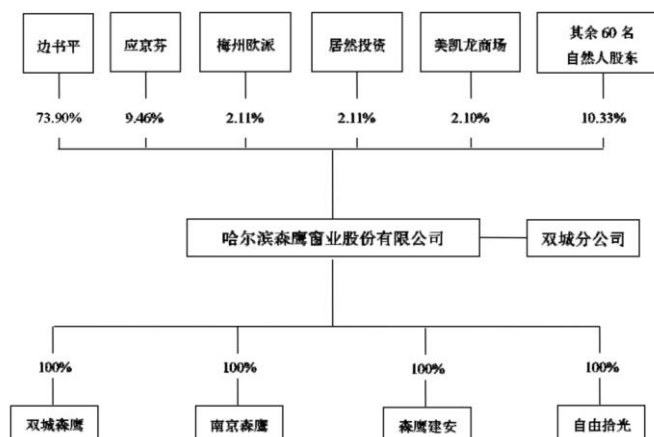
产品分类	产品图片	产品介绍
S86 系列节能铝包木窗(标准窗)		产品说明： S86 系列节能铝包木窗产品是公司的标准窗产品，“S”为“Super”的缩写，该系列产品可提升房屋的居住舒适程度及房产项目的竞争力 主要客户： 零售终端消费者，以及中高端楼盘等房地产项目用窗
P120 系列节能铝包木窗(被动窗)		产品说明： P120 系列节能铝包木窗产品是公司的被动窗产品，“P”为“Passive”的缩写，代表“被动式”，P120 系列节能铝包木窗产品具有更强的保温隔热能力，能够满足国内被动式超低能耗建筑对窗的性能要求 主要客户： 超低能耗建筑及各类高端楼盘等 房地产项目
幕墙及阳光房		产品说明： 幕墙及阳光房产品以纯实木作为主要承力结构，采用玻璃和铝包木框架搭建的全透明非传统建筑 主要客户： 中高端楼盘等房地产项目以及零售终端消费者中的高端客户

资料来源：森鹰窗业招股说明书，信达证券研发中心

实际控制人为边书平、应京芬夫妇。公司穿透至自然人计算的股东人数为 65 人，未超过 200 人。公司实际控制人为边书平、应京芬夫妇，二人合计直接或间接持有公司 5,926.30 万股股份，占本次发行前总股本的 83.36%，发行后预计二人合计持股比例为 62.51%。

2018 年引入红星美凯龙、居然之家、欧派家居等股东，赋能经销渠道。2018 年 7 月，美凯龙商场通过全国股转系统以 15 元/股的价格交易取得森鹰窗业 149 万股股份，交易后美凯龙商场占公司股份总数的 2.10%。2018 年 9 月，居然投资通过全国股转系统以 15 元/股的价格交易取得森鹰窗业 150 万股股份，交易后占公司股份总数的 2.11%。2018 年 10 月，梅州欧派通过全国股转系统以 15 元/股的价格交易取得森鹰窗业 150 万股股份，交易后占公司股份总数的 2.11%。引入家居卖场龙头股东有助于公司经销商渠道的开拓，截止 21H1，公司经销商开店收入中 60%左右来自红星美凯龙/居然之家卖场。

图 49：森鹰窗业股权结构图-发行前

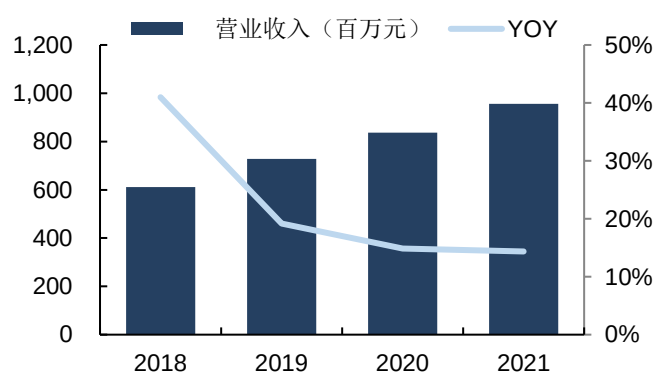


资料来源：森鹰窗业招股说明书，信达证券研发中心

3.2 财务概况：总体增长稳健

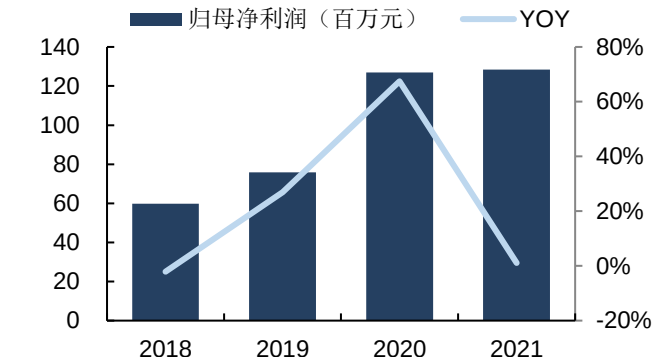
公司营业收入和净利润整体呈稳定双位数增长。2021 年公司实现营业收入 9.6 亿元，同比增长 14.4%；实现归母净利润 1.3 亿元，同比增长 1.1%，2018-2021 年公司营业收入、归母净利润 CAGR 分别为 16%、29%。

图 50：森鹰窗业营业收入稳定增长



资料来源：森鹰窗业招股说明书，信达证券研发中心

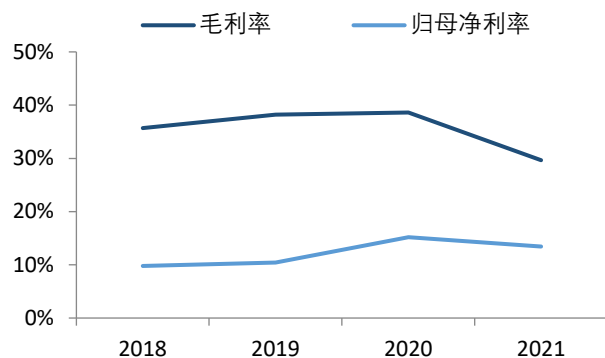
图 51：森鹰窗业归母净利润稳定增长



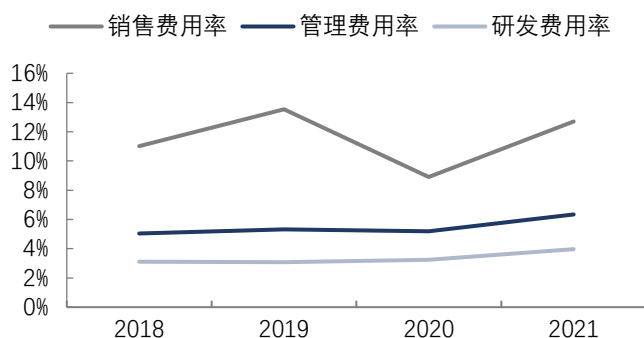
资料来源：森鹰窗业招股说明书，信达证券研发中心

原材料成本压力较大，2021 年利润率有所下滑。公司 2021 年实现毛利率、净利率分别为 29.7%、13.4%，同比下降 9pct、1.8pct，毛利率下降幅度较大主要系受原材料价格上涨、社保减免取消导致人工成本上升以及南京森鹰新厂区投产导致直接人工及制造费用成本上升所致。

2018-2021 年公司管理费用率、研发费用率基本稳定，而销售费用率波动较大，主要由于 2020 年会计政策变更后原归属销售费用中的运输费用重新列入营业成本，2020 年后销售费用率显著下降，2021 年销售费用率小幅上升，主要由于广告宣传支出金额较大。

图 52：2018-2021 森鹰窗业毛利率和净利率


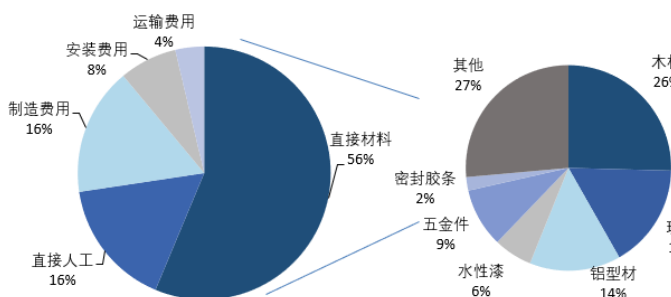
资料来源：森鹰窗业招股说明书，信达证券研发中心

图 53：2018-2021 森鹰窗业各项期间费用率


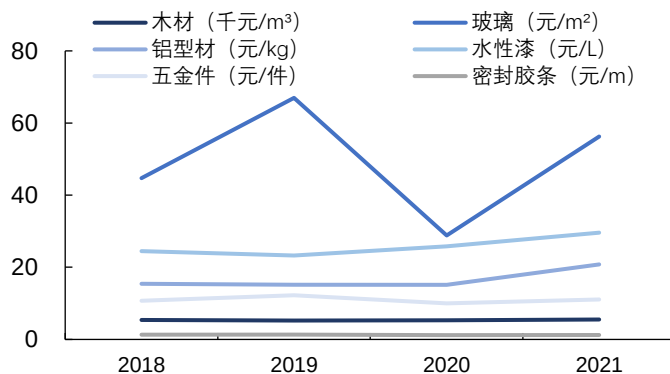
资料来源：森鹰窗业招股说明书，信达证券研发中心

公司主营业务成本中约 56%为直接材料。从原材料占比看，2021 主要原材料中木材、玻璃、铝型材的占比分别为 26%、16%、14%，近年来原材料结构稳定。

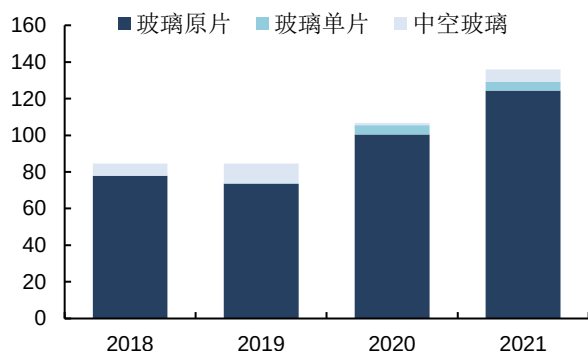
从原材料单价看，玻璃采购单价波动较大，2021 年公司玻璃采购单价同比上涨 95%，主要由于高单价中空玻璃采购量变化和玻璃价格的普遍上涨。公司 2018-2019 年开始建设玻璃产线，通过逐步加大购买玻璃原片/玻璃单片自主加工生产中空玻璃，2020 年高单价中空玻璃外购迅速减少导致整体玻璃采购单价大幅下滑。2021 年中空玻璃采购量回升，主要由于 1) 南京森鹰投产并无配套中空玻璃产线需外购，2021 年南京森鹰外购中空玻璃数量占当期外购中空玻璃总量的 51.2%；2) 部分项目客户指定特定品牌规格的中空玻璃。公司其他主要原材料价格较稳定，2021 年原材料价格普遍有所上涨。

图 54：2021 年森鹰窗业原材料结构百分比图


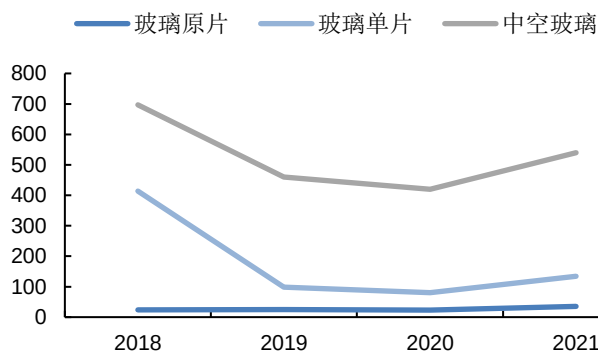
资料来源：森鹰窗业招股说明书，信达证券研发中心

图 55：森鹰窗业主要原材料近年采购单价趋势图


资料来源：森鹰窗业招股说明书，信达证券研发中心

图 56：原材料玻璃分种类采购数量 (万m³)


资料来源：森鹰窗业招股说明书，信达证券研发中心

图 57：原材料玻璃分种类采购单价 (元/m³)


资料来源：森鹰窗业招股说明书，信达证券研发中心

3.3 产品聚焦、渠道均衡，制造研发驱动

公司产品端深耕节能铝包木窗，已形成 S86/P120 为主打、幕墙/阳光房为补充、其他窗型持续多元的产品矩阵。渠道端经销商/大宗均衡发展，经销模式覆盖 205 个经销商网络遍布全国，并依托红星美凯龙/居然之家龙头卖场扩大渠道面。大宗模式覆盖中小型房企，合作稳定。2021 经销商/大宗渠道收入占比各约五成。同时，公司研发创新水平较高，拥有大规模定制化生产能力，在行业内具有较强竞争力，募投项目达产后产能有望接近翻倍至 100 万平米。

3.3.1 产品：主打节能铝包木窗，产品矩阵不断丰富

公司以节能铝包木窗为主营业务，已拥有较完整的定制化生产线、完善的营销网络及服务体系。产品包括 S86 系列节能铝包木窗（标准窗）、P120 系列节能铝包木窗（被动窗）和幕墙及阳光房产品。

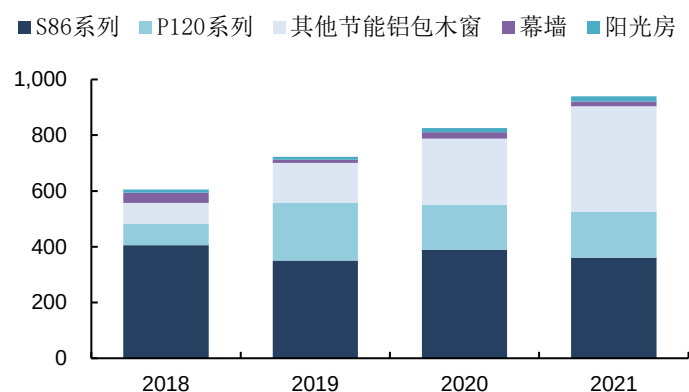
新产品系列不断推出，驱动收入稳健增长。1) S86 系列节能铝包木窗（标准窗）：2021 年实现收入 3.6 亿元，收入占比逐年下降至 36%，主要由于公司在 S86 系列产品的基础上持续进行研发和改进，先后升级推出 F86 和 S101 等新产品系列（归入其他节能铝包木窗项目），S86 产品适合于零售终端消费者及中高端楼盘等房地产项目用窗。

2) P120 系列节能铝包木窗（被动窗）：2021 年收入 1.6 亿元，收入占比 16%，逐年收入波动较大，主要由于 P120 销售模式以大宗为主，受项目进度影响较大。该产品适用于国内被动式超低能耗建筑，相比标准窗具有更强的保温隔热能力，随着国家节能政策的不断推出，对窗的保温隔热性能要求越来越高，将有利于开拓国内超低能耗建筑用窗市场。

3) 其他节能铝包木窗：2021 年实现收入 3.8 亿元，占比 43%，主要包括 S101、F86、Ped86、A86 等系列，随着公司新产品系列的不断推出，其他系列节能铝包木窗产品的收入及占比可能保持上升趋势。

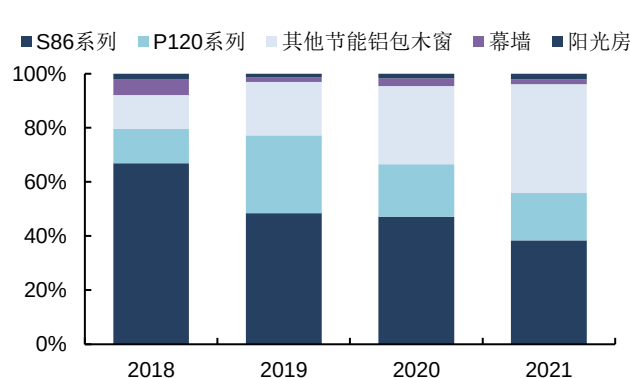
4) 幕墙及阳光房：产品则适合于中高端楼盘等房地产项目以及零售终端消费者中的高端客户，目前营收占比较小，是铝包木窗产品的重要补充。

图 58：森鹰窗业主营业务收入（百万元）



资料来源：森鹰窗业招股说明书，信达证券研发中心

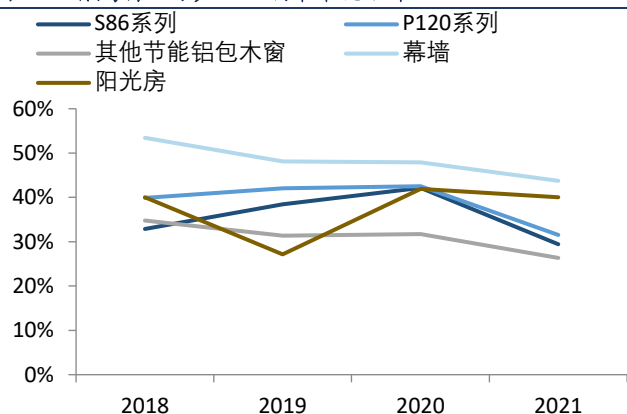
图 59：森鹰窗业主营业务收入分产品构成



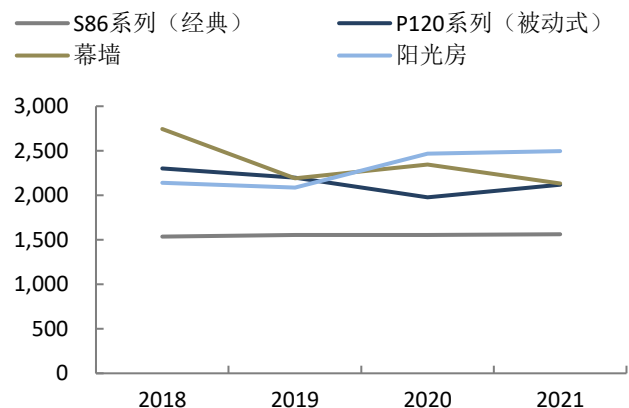
资料来源：森鹰窗业招股说明书，信达证券研发中心

主要产品的单价与毛利率均较为稳定。2019-2020 年 S86、P120 铝包木窗产品的毛利率呈上升趋势，主要由于 1) 公司自建的中空玻璃生产线及相应配套设备的逐渐达产，更多地通过采购玻璃原片生产中空玻璃，减少外购中空玻璃的数量，降低原材料成本。2) 公司不断改善生产管理，优化生产班次。2021 年各产品毛利率均有较大下滑，主要由于原材料成本上涨及南京森鹰新厂投产导致直接人工和制造费用成本上升。

幕墙及阳光房总体毛利率稍高，主要由于工艺要求高、安装难度大，同时毛利率呈波动，主要由于产品随不同项目定制安装情况有所波动。

图 60：森鹰窗业分产品毛利率平稳略降


资料来源：森鹰窗业招股说明书，信达证券研发中心

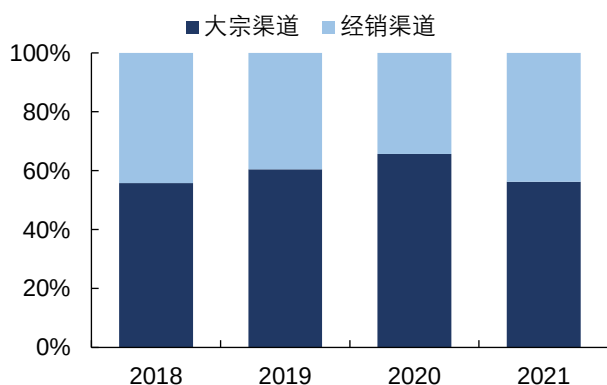
图 61：森鹰窗业分产品价格基本稳定（元/m²）


资料来源：森鹰窗业招股说明书，信达证券研发中心

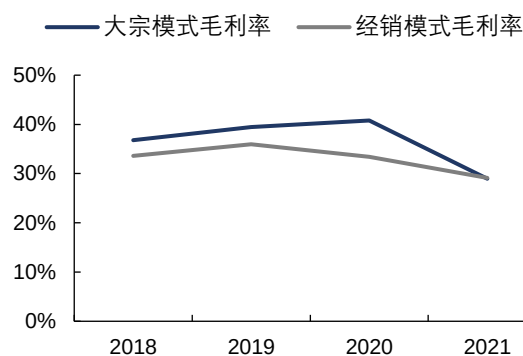
3.3.2 渠道：经销+大宗均衡发展，客户结构逐步改善

公司销售模式主要分为经销和大宗，占比约各占一半。1）大宗模式 2021 年收入占比约 56%，主要向房地产商、装修装饰公司 etc 大宗客户直接提供定制化产品，业务一般以项目制形式开展，收入主要受大宗业务项目的楼栋用窗面积及开发进度影响，客户的单个地产项目一般规模较大，项目采购的数量大。2）经销商模式 2021 年收入占比约 44%，由公司将产品销售权授予经销商，由经销商自行设立店面销售，根据终端客户个性化定制需求向公司下单采购，公司对经销商实施人员培训、经营管理以及业绩考核，该类客户具有订单金额相对较小、位置相对分散的特点，公司经销商将产品直接销售给终端消费者，不存在多级经销情况。

大宗模式毛利率高于经销模式。主要由于：1）大宗模式下产品配置相对低，直接材料成本较低；2）大宗模式大规模生产规模效应强，经销模式客户以家庭为单位订单规模小且具备高度定制化特征，规模效应较低；3）经销商客户客单价低且分散，市场推广难度大，为拓展终端客户市场，公司不断推出产品升级、降价等优惠政策，为经销商赋能。

图 62：森鹰窗业主营业务收入分渠道构成


资料来源：森鹰窗业招股说明书，信达证券研发中心

图 63：2018-2021 森鹰窗业分渠道毛利率


资料来源：森鹰窗业招股说明书，信达证券研发中心

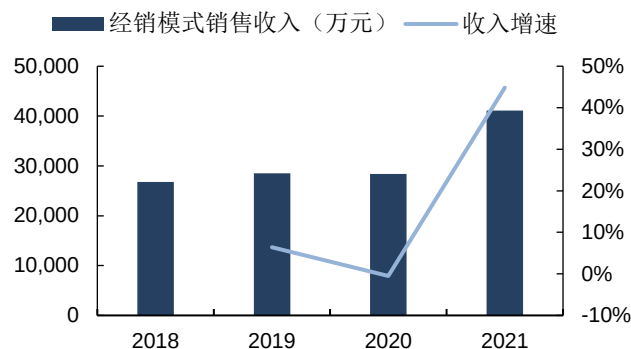
经销渠道：规模逐年稳步增长，主要经销商稳定。2021 年公司实现经销渠道收入 1.4 亿元，同比增长 44.8%，自 2018 年以来销售规模逐年稳步提升，主要是公司结合城镇化进展、消费升级等市场环境变化及品牌构建维护等稳步推进经销渠道建设。2021 年公司经销渠道收入增长较快，主要由于随着疫情影响减弱、广告宣传力度的加强，终端消费者的家装需求得以释放，叠加经销商团队优化效果显现，公司经销商业订单得以增长，公司经销商模式收入较去年大幅增长。

经销商结构方面，截至 2021 年公司拥有经销商数量 205 家，总体单商年均提货额约 200 万元。经过多年发展，

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 28

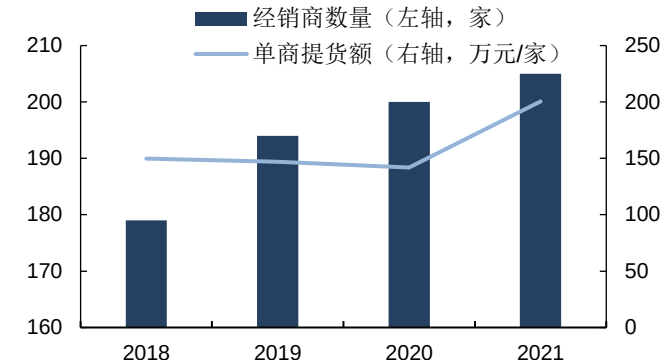
公司已建立了遍布全国的营销服务网络，其中华东地区经销商数量最多达 108 个。公司每年度结合公司销售策略，对各区域经销商进行优化，经销商数量呈现稳步增长趋势，主要经销商稳定。

图 64：2021 年森鹰窗业经销收入增长显著



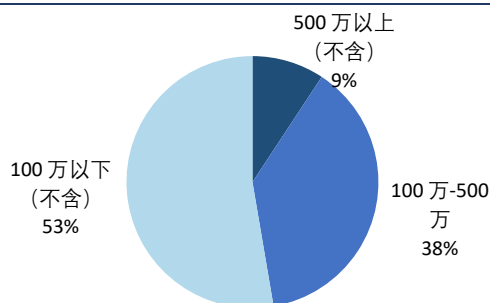
资料来源：森鹰窗业招股说明书，信达证券研发中心

图 65：森鹰窗业经销商数量和单商提货额



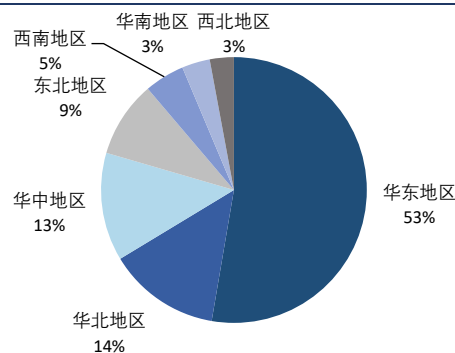
资料来源：森鹰窗业招股说明书，信达证券研发中心

图 66：2021 年森鹰窗业经销商按销售金额划分数量



资料来源：森鹰窗业招股说明书，信达证券研发中心

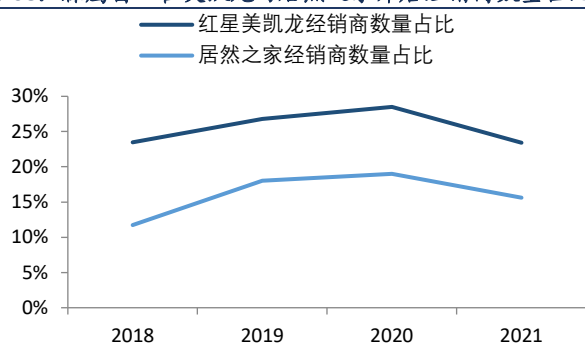
图 67：2021 年森鹰窗业经销商按地区划分数量



资料来源：森鹰窗业招股说明书，信达证券研发中心

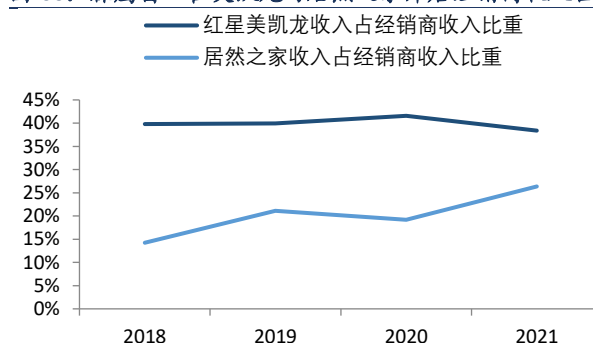
与红星美凯龙/居然之家深度合作，经销商渠道深入卖场。21 年以零售额计，红星美凯龙占中国连锁家居装饰及家具商场行业的市场份额为 17.5%，占家居装饰及家具商场行业（包括连锁及非连锁）的市场份额为 7.4%，是我国家居装饰及家具零售行业规模最大的企业。公司旗下经销商与股东红星美凯龙（发行前占 2.10%）、居然之家（2.11%）深度合作，截止 2021 年在红星美凯龙/居然之家开店经销商数量分别占经销商总数的 23%、16%，分别占经销商业模式收入的 38%、26%，合计占比达 65%。

图 68：森鹰窗业在美凯龙与居然之家开店经销商数量占比



资料来源：森鹰窗业招股说明书，信达证券研发中心

图 69：森鹰窗业在美凯龙与居然之家开店经销商收入占比



资料来源：森鹰窗业招股说明书，信达证券研发中心

大宗渠道：客户分散度有所提升。受益于建筑节能环保政策以及较高的客户开发效率，公司直接与大宗业务客户对接，既可以提高经营效率，又可以维护与客户之间的关系。公司与大宗业务客户在确定产品设计方案后签订销售合同，根据合同约定向客户提供产品，并取得产品销售收入

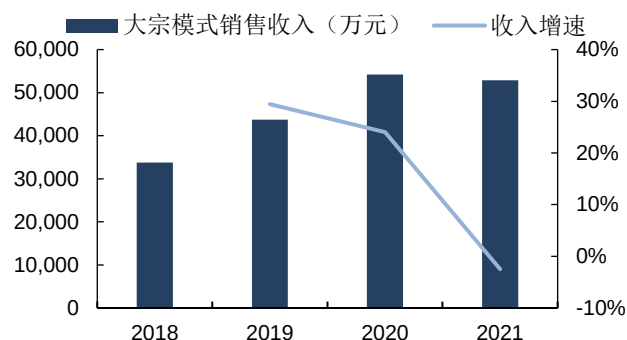
收入方面，公司 2021 年大宗渠道实现销售收入 5.3 亿元，同比-2.5%。2018-2020 年公司大宗业务收入增速较

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 29

快，主要受益于国家城镇化水平的不断提升，以及国家对建筑节能环保重视程度的提升，公司紧抓市场机遇，大力拓展房地产商、装修装饰公司等大宗业务客户。2021 年，由于房地产行业调控政策及在执行项目数量、发货、安装等执行周期等存在差异影响，公司大宗业务模式收入较去年同期基本持平。

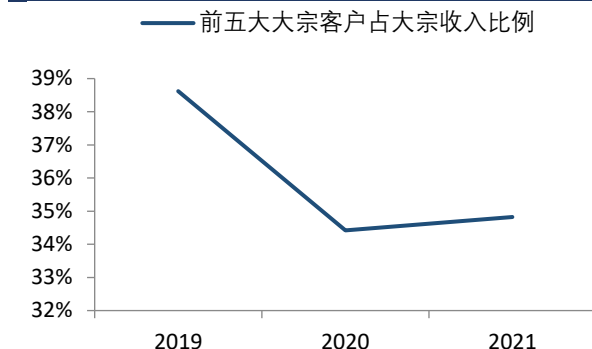
大客户方面，公司大宗业务客户主要系房地产商、装修装饰公司，多为中小型未上市房地产商，18-21 年公司前五大大宗客户收入占比从 41%降至 35%，收入结构上不存在严重依赖个别大宗业务客户的情形。

图 70：森鹰窗业大宗收入与增速



资料来源：森鹰窗业招股说明书，信达证券研发中心

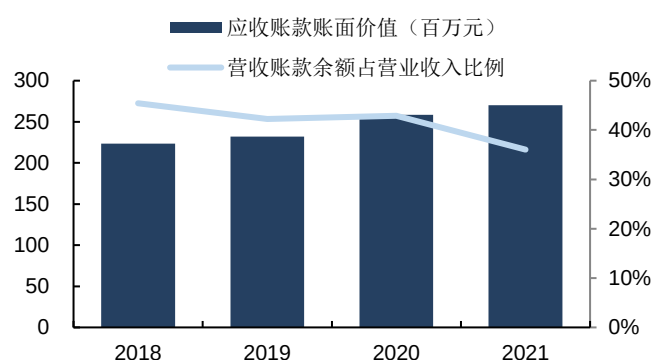
图 71：森鹰窗业前五大大宗客户占大宗收入比例



资料来源：森鹰窗业招股说明书，信达证券研发中心

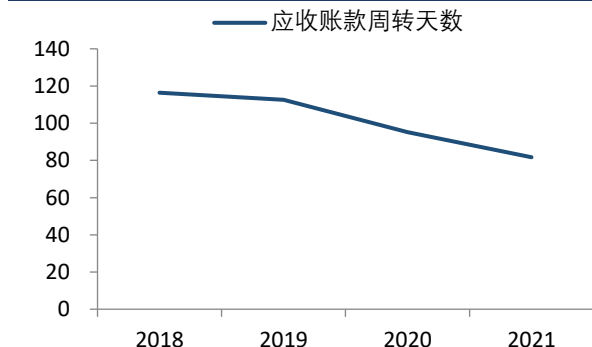
随着大宗收入占比下降，公司应收账款占比及应收账款周转天数改善。公司应收账款主要来自大宗客户，2021 年来自大宗客户的应收账款占应收总额的 65%。受项目规模和资金结算时间较长的影响，公司对部分客户的货款回收周期较长，2021 年公司应收账款周转天数降至 82 天。

图 72：森鹰窗业应收账款情况



资料来源：森鹰窗业招股说明书，信达证券研发中心

图 73：森鹰窗业应收账款周转天数



资料来源：wind，信达证券研发中心

3.3.3 制造：研发+定制化规模制造优势构筑核心壁垒

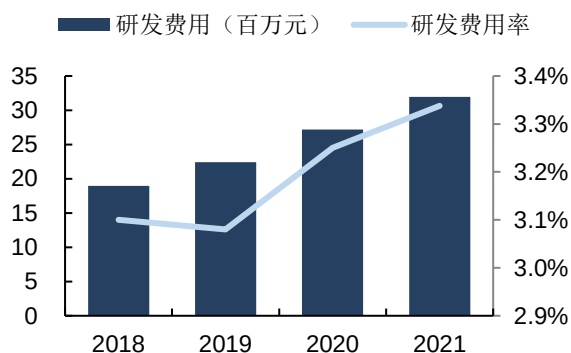
研发：公司在核心技术、生产工艺、研发网络业内领先。作为国内较早专注于节能铝包木窗领域的专业制造商，公司已经建立了较完善的研发管理体系。截至招股书签署日，公司共拥有 87 项已获授权的专利，其中发明专利 27 项，实用新型专利 54 项，外观设计专利 6 项。此外，公司通过不断优化生产工艺，为节能铝包木窗产品提供技术保障，公司共有 21 项产品通过国际公认被动式建筑领域的权威认证机构德国被动式房屋研究所(PHI)认定，截止 2021 年底公司累计向国内 100 余项被动式建筑提供了近 30 万平方米的被动式建筑配套用窗。

2020 年，公司被黑龙江省工业和信息化厅评为“黑龙江省专精特新中小企业”；2021 年 1 月，公司被黑龙江省工业和信息化厅确定为第一批“黑龙江省制造业‘隐形冠军’企业”。

保持较高研发投入，有效保障了公司持续创新创造能力。2018-2021 公司研发费率呈逐年提升趋势，随着公司

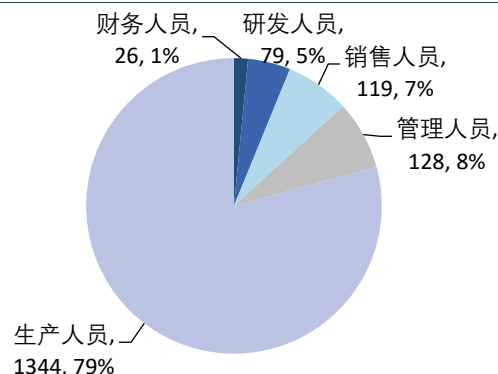
规模的逐步扩张，公司高度重视研发专业人才的引进与培养，加快了专业研发技术团队的建设工作，研发员工人数逐年增加，目前公司研发人员为 79 人，占公司总员工数的 4.66%

图 74：森鹰窗业研发费用与研发费用率



资料来源：森鹰窗业招股说明书，信达证券研发中心

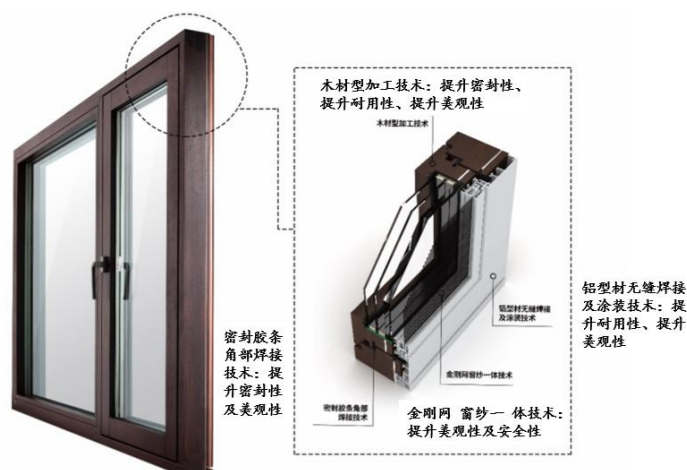
图 75：2021 年森鹰窗业研发人员数量为 79 人



资料来源：森鹰窗业招股说明书，信达证券研发中心

目前公司核心技术可应用于产品的全生命周期，包括木材型加工技术、铝型材无缝焊接及涂装技术、密封胶条角部焊接技术、金刚网纱窗一体化技术。公司计划研发项目包括各类新产品的研发及现有工艺改进，以应对不断变化的市场需求，提升市场竞争力实现可持续经营。

图 76：森鹰窗业核心技术在产品中的应用示意图



资料来源：森鹰窗业招股说明书，信达证券研发中心

制造：具备大规模定制化稀缺生产力，快速响应定制化需求。规模化生产、快速供货是行业企业核心竞争优势。节能铝包木窗产品定制化的生产特点对企业在大批量快速供货的能力提出了很高要求，在生产工艺上，公司以相同部件标准化生产和定制部件柔性化生产相结合的方式生产。目前公司能够根据客户需求，在木材、铝材、玻璃、五金、纱窗等部件进行定制化设计生产。

引进国外设备+自主研发，为定制化模化生产提供软硬件保障。国外引进：为定制化节能铝包木窗的规模化生产提供良好的硬件保障，公司从奥地利 LiSEC（李赛克）、芬兰 Tam Glass（格拉司通）、瑞士百超、瑞士金马、德国 HOMAG（豪迈）、德国威力、意大利 SCM、Cefla（塞弗莱）、荷兰霍拓普燕森等装备制造企业引进了覆盖窗体加工、喷涂、中空玻璃深加工、整窗组装等生产过程各个环节的全套生产设备。**自主研发**：公司基于多年的持续探索及完善，搭建了一体化的信息化软件系统，实现生产过程精细化、信息化管理；围绕公司的核心生产模块，公司将信息化软件系统应用到生产管理的各个环节，大幅提升了生产效率，满足了订单规模化生产的需求，实现了制造业与信息化融合发展。

在公司生产信息化、自动化、智能化的软硬件创新中，不断提升大规模高效率柔性化生产能力，2020 年被黑龙江省工业和信息化厅评为“数字化（智能）示范车间”。

图 77：森鹰窗业木型材自动化数字加工技术生产场景示意图



资料来源：森鹰窗业招股说明书，信达证券研发中心

图 78：森鹰窗业智能喷涂机械手设备示意图

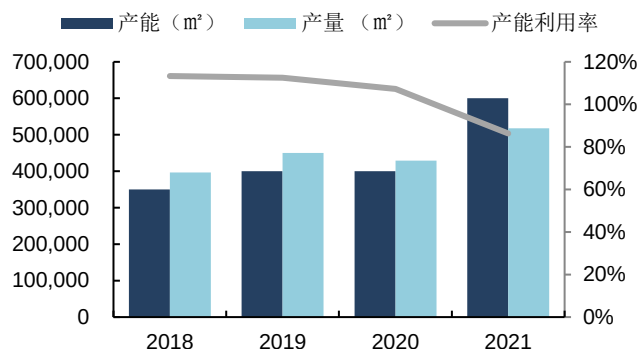


资料来源：森鹰窗业招股说明书，信达证券研发中心

3.4 产能：募投项目产能规划翻番，产业链整合提升效率

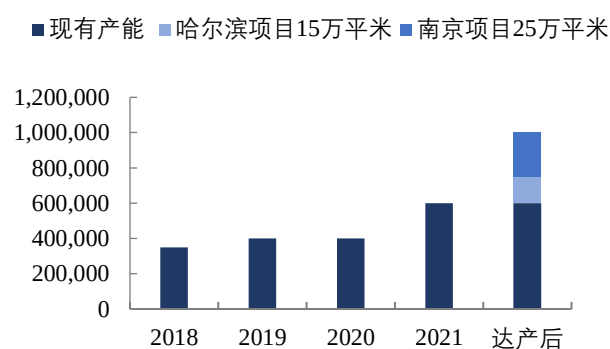
产能方面：产能利用率保持较高水平，设备挖潜优化产能。2021 年公司总产能达 60 万平米，产能利用率约 86%，主要由于 2020 年 7 月南京森鹰建成后正式投产，产能处于逐步释放过程，导致利用率较以前年度有所下降。随着业务规模的不断扩大，公司当前产能已达瓶颈，为满足下游客户订单需求，公司根据各生产线的实际运转情况，针对部分老旧生产线的关键设备、零部件进行更新，更新后生产线的个别生产环节产能瓶颈得以改善优化。

图 79：森鹰窗业产能、产量与产能利用率



资料来源：森鹰窗业招股说明书，信达证券研发中心

图 80：森鹰窗业募投项目达产后增加产能（平方米）



资料来源：森鹰窗业招股说明书，信达证券研发中心

本次公司公开发行募资投向扩大产能建设，达产后总设计产能可至 100 万 m²。公司拟募资共 6.2 亿元计划用于哈尔滨年产 15 万平方米定制节能木窗建设项目、南京年产 25 万平方米定制节能木窗项目及补充流动资金，建设期计划为 2 年，税后内部收益率约 18%，税后静态投资回收期约 6.5 年（含建设期）。本次募投计划完成后，有利于公司增加优质产品供给满足下游市场需求、深化主营业务发展并提升盈利能力、提升综合实力并夯实行业领先地位，符合长期发展战略。

表 4：森鹰窗业主要产能项目表

项目名称	预算投资总额（万元）	达产日期
双城厂房（一期）	10,000	2017 年 2 月完工验收，2019 年对主车间及动力车间进行改造升级，并于当期竣工、转固
双城厂房（二期）	12,000	2018 年 8 月竣工并转固
双城厂房（三期）	7,000	主体部分于 2020 年 12 月竣工并转固，设备部分于 2021 年安装完毕转固

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 32

南京森鹰厂房	16,500
哈尔滨年产 15 万平方米定制节能木窗建设项目	24,821
南京年产 25 万平方米定制节能木窗项目	37,525

2020 年 1 月至 3 月暂时停工，2020 年 3 月底恢复正常施工；截至 2021 年末，该项目已完工，故未受影响募投项目，建设期 2 年
募投项目，建设期 2 年

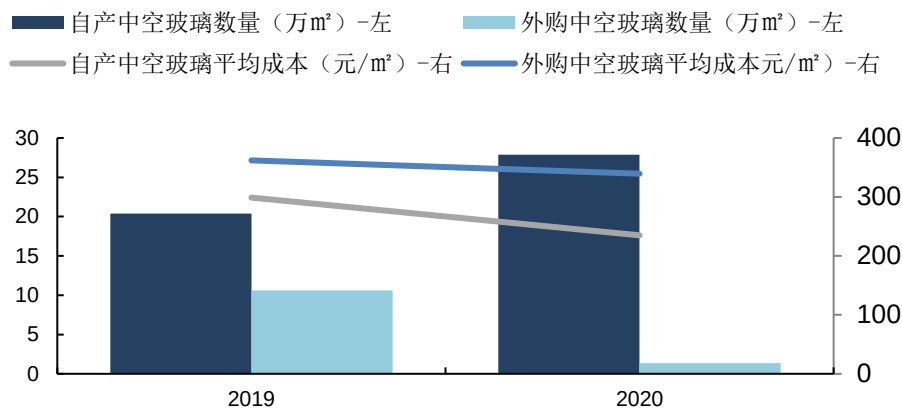
资料来源：森鹰窗业招股说明书，信达证券研发中心

产业链整合方面，公司自建中空玻璃产能，有效提升利润率。目前节能铝包木窗行业内企业一般向上游直接采购中空玻璃成品，公司拥有玻璃深加工车间，针对不同类型的产品，依靠中空玻璃深加工技术等中空玻璃生产技术，利用公司定制或引进的先进中空玻璃生产线，具备将外购的玻璃原片及玻璃单片加工成中空玻璃的生产能力。

公司生产成窗使用的中空玻璃优先自产，自产不足时通过外购补充。公司自身拥有玻璃深加工车间，由前处理工序和中空玻璃生产线两部分组成，其中前处理工序包括切割、磨边、钢化等环节，用于将玻璃原片生产成玻璃单片，中空玻璃生产线用于将玻璃单片组合成中空玻璃。

随着 2018 年 9 月和 2019 年 8 月新增 LiSEC 中空玻璃生产线及相应配套设备的逐渐达产，以及公司不断改善生产管理，优化生产班次，自产中空玻璃数量逐年提升，外购数量逐渐下降，2020 年公司大宗业务模式 S86 系列生产耗用的自产中空玻璃数量占比为 98%，较 2019 年度增加 38%。2020 年公司自产中空玻璃平均成本为 235 元/平米，较外购中空玻璃的 339 元/平米的成本降低 31%。

图 81：19-20 年森鹰窗业自产与外购中空玻璃量价分析



资料来源：森鹰窗业招股说明书，信达证券研发中心

四、风险因素

- 1、原材料价格波动风险。门窗行业生产端原材料主要包括木材、铝材、玻璃、水性漆、五金件及密封胶条等，其中木材、铝材占比较大，近期全球上游资源品通胀水平较高，直接材料价格变动对生产成本的影响较大，从而影响行业毛利。若未来原材料采购价格发生剧烈波动，可能对公司的经营业绩造成不利影响。
- 2、房地产开发投资政策变化风险。门窗行业主要销售渠道为经销与大宗，其中大宗客户受房地产行业周期性与宏观经济形势、产业政策调控影响明显，门窗行业大宗业务作为地产上游，会随着房地产行业周期性调控产生波动，房地产行业如果处于下行周期，将对公司业务开展产生不利影响。20 年 5 月以来国家“三道红线”等地产调控政策出台，到 21H2 政策周期达到最严阶段，部分房企资金压力加大、支付能力下降。若未来房地产调控政策再次收紧，下游中小未上市房企客户未能较好应对房地产调控政策影响，将使行业内公司大宗业务收入及利润下滑。
- 3、市场竞争加剧风险。门窗行业呈现“大行业、小公司”格局，近年来，一批经营规模较大、品牌知名度较高的企业逐渐涌现，中高端门窗市场竞争愈发激烈；与此同时，国外知名的门窗制造企业长期看好国内系统门窗市场的发展前景，并逐渐加深对国内系统门窗市场的开发；此外，国内塑钢门窗、铝木门窗、建筑幕墙、部分定制家居企业以及建材行业企业也将业务延伸到系统门窗领域。门窗行业公司在未来将会面临较大的市场竞争压力，存在一定的市场竞争风险。

研究团队简介

李宏鹏，经济学硕士，六年轻工制造行业研究经验，曾任职于招商证券研发中心轻工制造团队，团队获得 2017 年新财富、金牛奖、水晶球轻工造纸行业第 4、第 2、第 3 名，2018-2020 年金牛奖轻工造纸行业最佳分析师。2022 年加入信达证券。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	章嘉婕	13693249509	zhangjiajie@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不与、不与、也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。