

2022年09月02日

森鹰窗业（301227.SZ）

新股覆盖研究

投资要点

◆ 下周三（9月7日）有一家创业板上市公司“森鹰窗业”询价。

◆ **森鹰窗业（301227）**：公司是一家专注于定制化节能铝包木窗研发、设计、生产及销售的企业，主要产品包括节能铝包木窗、幕墙及阳光房，主要用于建筑外窗。公司2019-2021年分别实现营业收入7.28亿元/8.37亿元/9.57亿元，YOY依次为19.19%/14.85%/14.36%，三年营业收入的年复合增速16.11%；实现归母净利润0.76亿元/1.27亿元/1.28亿元，YOY依次为26.91%/67.43%/1.13%，三年归母净利润的年复合增速29.04%。最新报告期，2022H1公司实现营业收入3.13亿元，同比下降9.86%；实现归母净利润0.24亿元，同比下降43.17%。根据初步预测，公司2022年1-9月预计实现归母净利润8,000.00至9,800.00万元，较上年同期变动-15.25%至3.82%。

① **投资亮点**：1、公司为节能铝包木窗国内龙头，短期内通过开拓to C业务带动整体业绩增长，长期或受益于“保交楼”及长期LPR下调等政策带动的地产行业逐渐企稳。公司多年来在节能铝包木窗领域积累了较强的品牌影响力及认知度，经中国建筑金属结构协会钢木窗委员会、全国工商联家具装饰业商会认定，2017-2019年度公司在铝包木窗生产规模及市场销售量上，连续三年在国内同类企业中排名第一。在房地产行业调控政策带来大宗业务客户需求增长减缓下，公司2021年通过开拓经销商业务实现to C业务的增长，经销模式对应收入同比上升44.84%至4.11亿元，带动整体业绩实现增长。长期来看，随着今年7月初多地政府部门出台“保交楼”政策及8月份长期LPR下调等政策效果逐渐释放，房地产企业的生产及经营情况或将逐步企稳，带动公司产品需求逐渐回暖。2、公司目前已打通了从原材料加工到产品制成的完整工艺生产链，可实现大规模高效率的柔性化生产。在生产工艺上，公司从奥地利LiSEC（李赛克）、芬兰Tam Glass（格拉司通）等装备制造企业引进了覆盖窗体加工、喷涂、组装等各个生产环节的全套生产设备，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，目前已形成四大核心生产板块，成功实现了从木材、铝型材到框体结构、从玻璃原片到中空玻璃等关键原材料自主加工、打通了从原材料加工到节能铝包木窗产品的完整工艺生产链，保障了节能铝包木窗产品的规模化生产，享有产业链协同的优势。

② **同行业上市公司对比**：公司主要生产和销售节能铝包木窗产品，当前国内无从事节能铝包木窗业务的上市公司，故选取在产品材质、销售模式、客户结构等方面与公司相似或相近的江山欧派、欧派家居、梦天家居作为可比上市公司。根据上述可比公司来看，2021年度平均收入规模为83.73亿元，PE-TTM（算数平均）为24.19X，平均销售毛利率为30.87%；相较而言，公司的营收规模及销售毛利率均低于行业平均。

◆ **风险提示**：已经开启询价流程的公司依旧存在因特殊原因无法上市的可能、公司内容主要基于招股书和其他公开资料内容、同行业上市公司选取存在不够准确的风险、内容数据截选可能存在解读偏差、具体上市公司风险在正文内容中展示等。

股价

-

交易数据

总市值（百万元）

流通市值（百万元）

总股本（百万股）

71.10

流通股本（百万股）

12个月价格区间

/

一年股价表现



资料来源：聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-2.46	0.84	-5.57
绝对收益	-5.28	-7.13	-27.66

分析师

李蕙

 SAC 执业证书编号：S0910519100001
 lihui1@huajinsec.cn

相关报告



公司近 3 年收入和利润情况

会计年度	2019A	2020A	2021A
主营收入(百万元)	728.4	836.5	956.6
同比增长(%)	19.19	14.85	14.36
营业利润(百万元)	89.2	152.2	147.4
同比增长(%)	15.77	70.57	-3.15
净利润(百万元)	75.9	127.0	128.5
同比增长(%)	26.91	67.43	1.13
每股收益(元)	1.07	1.79	1.81

数据来源：聚源、华金证券研究所

内容目录

一、森鹰窗业	4
（一）基本财务状况	4
（二）行业情况	5
（三）公司亮点	6
（四）募投项目投入	7
（五）同行业上市公司指标对比	7
（六）风险提示	8

图表目录

图 1：公司收入规模及增速变化	4
图 2：公司归母净利润及增速变化	4
图 3：公司销售毛利率及净利润率变化	5
图 4：公司 ROE 变化	5
图 5：2009-2019 年全国城镇化情况	6
图 6：我国 2012-2022 年每年新增节能窗市场需求（单位：亿平方米）	6
表 1：公司 IPO 募投项目概况	7
表 2：同行业上市公司指标对比	8

一、森鹰窗业

公司是一家专注于定制化节能铝包木窗研发、设计、生产及销售的企业，主要产品包括节能铝包木窗、幕墙及阳光房，其中节能铝包木窗主要应用于具有中高端需求的建筑外窗领域，公司通过提供定制化服务，满足不同客户的个性化需求，而幕墙及阳光房是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。

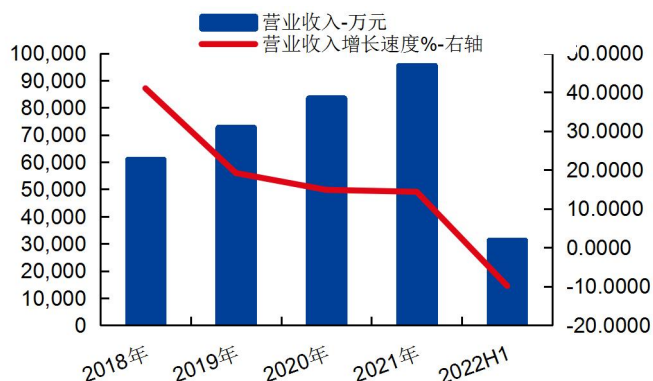
经中国建筑金属结构协会钢木窗委员会、全国工商联家具装饰业商会认定，2017-2019 年度，公司在铝包木窗生产规模、市场销售量上，连续三年在国内同类企业中排名第一。同时，公司还担任中国建筑节能协会被动式超低能耗绿色建筑创新联盟副理事长单位、中国建筑节能协会被动式建筑专业委员会常务理事单位。2020 年度，公司被黑龙江省工业和信息化厅评为“黑龙江省专精特新中小企业”；2021 年 1 月，公司被黑龙江省工业和信息化厅确定为第一批“黑龙江省制造业‘隐形冠军’企业”。

（一）基本财务状况

公司 2019-2021 年分别实现营业收入 7.28 亿元/8.37 亿元/9.57 亿元，YOY 依次为 19.19%/14.85%/14.36%，三年营业收入的年复合增速 16.11%；实现归母净利润 0.76 亿元/1.27 亿元/1.28 亿元，YOY 依次为 26.91%/67.43%/1.13%，三年归母净利润的年复合增速 29.04%。最新报告期，2022H1 公司实现营业收入 3.13 亿元，同比下降 9.86%；实现归母净利润 0.24 亿元，同比下降 43.17%。

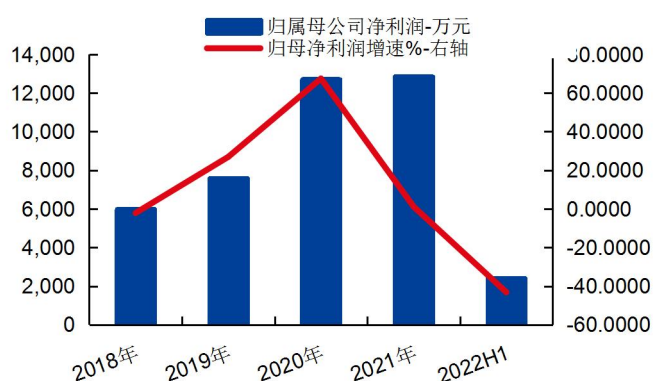
2021 年，公司主营业务收入按产品类型可分为两大板块，分别为节能木窗产品（9.04 亿元，96.17%）、幕墙及阳光房（0.36 亿元，3.83%）。其中，节能木窗产品可分为 S86 系列（3.61 亿元，38.42%）、P120 系列（1.65 亿元，17.53%）和其他节能铝包木窗（3.78 亿元，40.23%）三部分。报告期内，节能木窗产品是公司主营业务收入的主要来源，销售收入占比维持在 95%以上。

图 1：公司收入规模及增速变化



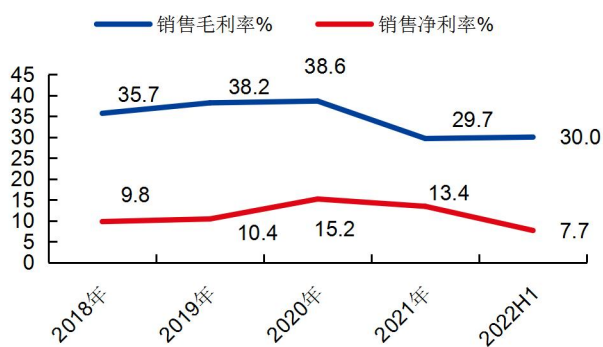
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 2：公司归母净利润及增速变化



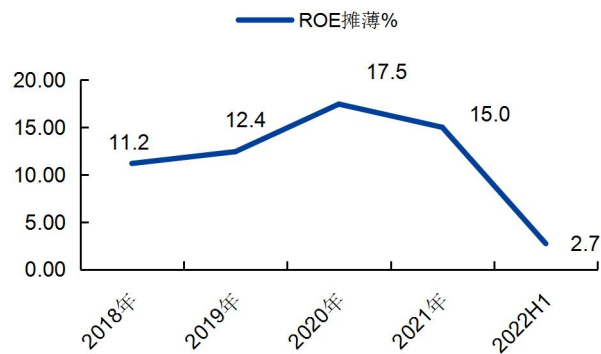
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 3：公司销售毛利率及净利润率变化



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 4：公司 ROE 变化



资料来源：Wind，华金证券研究所

（二）行业情况

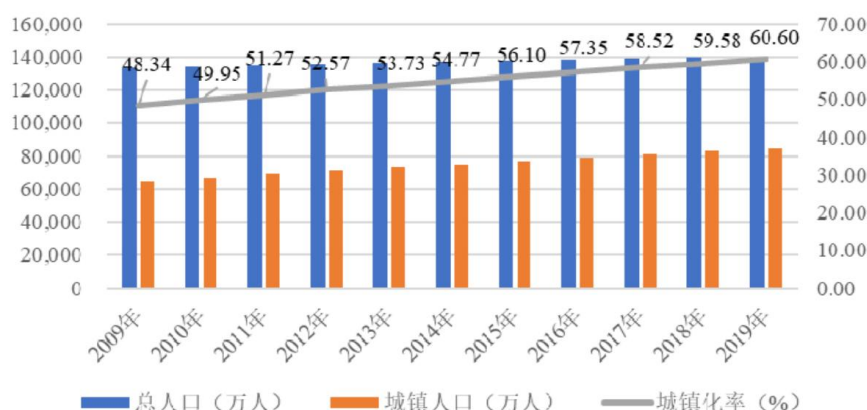
公司是一家专注于定制化节能铝包木窗研发、设计、生产及销售的企业，主要产品是节能木窗，隶属于木门窗制造的节能铝包木窗行业。

1、节能铝包木窗行业

节能铝包木窗行业属于木门窗制造行业类别。节能铝包木窗产品属于建筑外窗市场领域的中高端产品，它除了具有间隔、采光、保温、隔热及隔音等功能，因选型、选材、选色、选五金等定制化特征突出，还具备家居装饰的属性，满足了人们美观心理的需求。近几十年来，生态环境保护、节约能源的意识及可持续发展观念成为社会共识，同时木材防护技术不断创新，促使节能铝包木窗得到推广发展。

近年来，我国城镇化进程持续推进。城镇化进程使得城镇居民消费需求进一步增长和升级，目前我国的城镇化进程进入了中期加速发展阶段，根据国家统计局发布的数据，我国城镇化率已由 2010 年的 49.95% 提升至 2019 年的 60.60%，城镇化率以年均 1% 左右的速度增长，发达国家城镇化率在 80% 左右。根据目前我国城镇化进程趋势，预计再过 15 年左右，我国城镇化率有望接近部分发达国家的水平。而基于我国居民的搬迁装修习惯，大部分消费者会在迁入新居时会考虑装修，这将明显增加定制家居行业的市场需求，城镇化进程将促进居住装饰环境的升级需求，带动节能铝包木窗市场的发展。

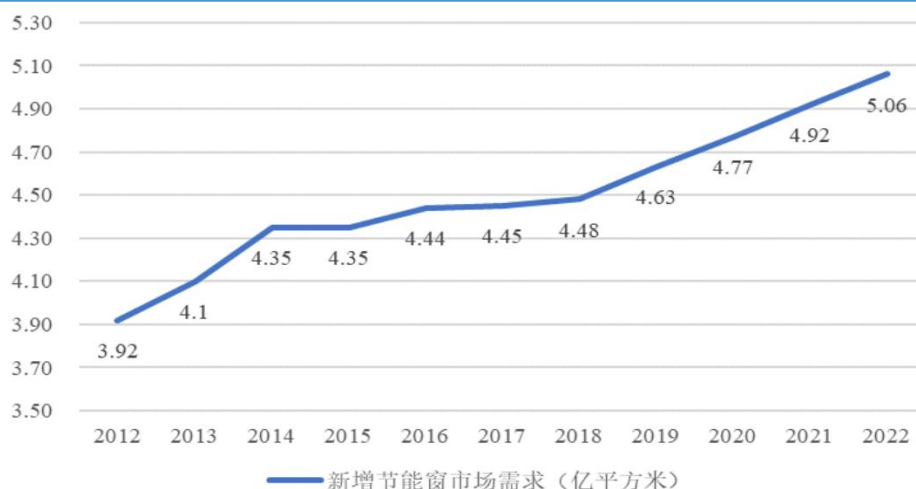
图 5：2009-2019 年全国城镇化情况



资料来源：国家统计局，华金证券研究所

根据《中国建筑金属结构》发布的数据，我国节能窗行业新增市场需求从 2012 年的 3.92 亿平方米/年增长到 2019 年的 4.63 亿平方米/年，预计 2020-2022 年，我国节能窗行业每年新增市场需求将达到 4.77 亿平方米、4.92 亿平方米、5.06 亿平方米。

图 6：我国 2012-2022 年每年新增节能窗市场需求（单位：亿平方米）



资料来源：中国建筑金属结构协会期刊，华金证券研究所

（三）公司亮点

1、公司为节能铝包木窗国内龙头，短期内通过开拓 to C 业务带动整体业绩增长，长期或受益于“保交楼”及长期 LPR 下调等政策带动的地产行业逐渐企稳。公司多年来在节能铝包木窗领域积累了较强的品牌影响力及认知度，经中国建筑金属结构协会钢木窗委员会、全国工商联家具装饰业商会认定，2017-2019 年度公司在铝包木窗生产规模及市场销售量上，连续三年在国内同类企业中排名第一。在房地产行业调控政策带来大宗业务客户需求增长减缓下，公司 2021 年通过开拓经销商业实现 to C 业务的增长，经销模式对应收入同比上升 44.84%至 4.11 亿元，带动整体业绩实现增长。长期来看，随着今年 7 月初多地政府部门出台“保交楼”政策及 8 月份长期 LPR 下调等政策效果逐渐释放，房地产企业的生产及经营情况或将逐步企稳，带动公司产品需求逐渐回暖。

2、公司目前已打通了从原材料加工到产品制成的完整工艺生产链，可实现大规模高效率的柔性化生产。在生产工艺上，公司从奥地利 LiSEC（李赛克）、芬兰 Tam Glass（格拉司通）等装备制造企业引进了覆盖窗体加工、喷涂、组装等各个生产环节的全套生产设备，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，目前已形成四大核心生产板块，成功实现了从木材、铝型材到框体结构、从玻璃原片到中空玻璃等关键原材料自主加工、打通了从原材料加工到节能铝包木窗产品的完整工艺生产链，保障了节能铝包木窗产品的规模化生产，享有产业链协同的优势。

（四）募投项目投入

公司本轮 IPO 募投资金拟投入 2 个项目及补充流动资金。

1、**哈尔滨年产 15 万平方米定制节能木窗建设项目**：本项目拟在哈尔滨双城区利用现有场地新建定制节能铝包木窗生产车间及库房，购置性能先进、智能化和自动化程度较高的生产设备，实现高品质定制节能铝包木窗产品的扩大生产。项目建设完成且达产后，新增定制节能铝包木窗生产能力 15 万平方米/年。经测算，本项目所得税后的内部收益率为 18.62%，所得税后静态投资回收期为 6.52 年。

2、**南京年产 25 万平方米定制节能木窗项目**：本项目拟在南京市江宁区利用现有场地新建定制节能铝包木窗生产车间及办公楼，购置性能先进、智能化和自动化程度较高的生产设备，实现高品质定制节能铝包木窗产品的扩大生产。项目建设完成且达产后，新增定制节能铝包木窗生产能力 25 万平方米/年。经测算，本项目所得税后的内部收益率为 18.43%，所得税后静态投资回收期为 6.58 年。

表 1：公司 IPO 募投项目概况

序号	项目名称	项目投资总额 (万元)	拟使用募集资金金额 (万元)	项目建设期
1	哈尔滨年产 15 万平方米定制节能木窗建设项目	24820.69	24820.69	2 年
2	南京年产 25 万平方米定制节能木窗项目	37525.21	37525.21	2 年
3	补充流动资金项目	5000.00	5000.00	-
	合计	67345.90	67345.90	-

资料来源：公司招股书，华金证券研究所

（五）同行业上市公司指标对比

2021 年度，公司实现营业收入 9.57 亿元，同比增长 14.36%；实现归属于母公司净利润 1.28 亿元，同比增长 1.13%。根据初步预测，公司预计 2022 年 1-9 月实现营业收入 63,000.00 万元至 70,000.00 万元，较上年同期变动-8.61%至 1.54%；预计实现归属于母公司股东的净利润 8,000.00 至 9,800.00 万元，较上年同期变动-15.25%至 3.82%。

公司主要生产和销售节能铝包木窗产品，当前国内无从事节能铝包木窗业务的上市公司，故选取在产品材质、销售模式、客户结构等方面与公司相似或相近的江山欧派、欧派家居、梦天家居作为可比上市公司。根据上述可比公司来看，2021 年度平均收入规模为 83.73 亿元，PE-TTM

(算数平均)为 24.19X,平均销售毛利率为 30.87%;相较而言,公司的营收规模及销售毛利率均低于行业平均。

表 2: 同行业上市公司指标对比

代码	简称	总市值 (亿元)	PE-TTM	2021 年 收入(亿 元)	2021 年 收入增速	2021 年归 母净利润 (亿元)	2021 年净 利润增长 率	2021 年 销售毛利 率	2021 年 ROE 摊 薄
603208.SH	江山欧派	52.52	26.78	31.57	4.84%	2.57	-39.67%	29.10%	13.95%
603833.SH	欧派家居	777.95	29.12	204.42	38.68%	26.66	29.23%	31.62%	18.50%
603216.SH	梦天家居	33.29	16.67	15.20	23.90%	1.83	7.04%	31.89%	11.56%
301227.SZ	森鹰窗业	/	/	9.57	14.36%	1.28	1.13%	29.65%	15.00%

资料来源: Wind, 华金证券研究所

(六) 风险提示

技术人员流失风险、原材料价格波动的风险、市场竞争加剧的风险、房地产开发投资政策变化的风险、经销商管理的风险、应收账款价值较大及坏账风险、毛利率及经营业绩下滑风险、产品质量风险、实际控制人不当控制的风险等风险。

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

李蕙声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址： www.huajinsec.cn