

公司深度研究

证券研究报告

森鹰窗业 (301227.SZ)

买入 (首次评级)

铝包木窗领头羊，零售驱动新成长

投资逻辑:

- 公司创立于 1998 年，深耕铝包木窗行业二十余年，依托稳健发展，逐渐成长为细分领域龙头，2017—2021 年营收/归母净利润 CAGR5 分别为 14.4%/20.4%。公司生产端以自产为主，依托产业链延伸布局，毛利率水平居于行业前列。2022 年前三季度疫情反复叠加原材料成本压力使得公司收入 6.7 亿元，同比-2.8%，归母净利润 0.9 亿元，同比-8.2%。
- 窗行业迎发展新阶段，铝包木窗或将加速渗透：不可否认在地产红利期过后，窗行业规模增长有所承压，但根据我们测算，在 20 年翻新周期的假设下，预计 2025 年住宅市场中窗行业规模仍可达约 1236 亿元。并且行业正迎来渠道 C 端化、产品节能化两大新趋势，在新趋势下细分品类与品牌窗企的结构性发展机会正在凸显。其中目前渗透率仅约 1% 的铝包木窗依托消费升级、节能建筑政策推动叠加成本优势显现，在 B/C 端均有望加速渗透。此外由于铝包木窗生产流程较为复杂，前期资金投入较大，使得该品类准入门槛较高，依托技术、资金优势，头部窗企份额瓶颈有望迎来突破。
- 渠道+品类同步扩张助推公司开启加速增长新阶段：公司未来增长驱动力充足，收入端来看，公司正逐渐加大 C 端开拓，21 年零售渠道收入占比提升至 43.7% (20 年仅为 34.3%)，但目前在红星及居然之家的门店覆盖率仍分别仅为 5.1%/8.3%，渠道拓展空间充足，并且公司经销商的利润空间领先行业，在公司战略推动下经销渠道扩张速度可期。此外，公司铝合金窗作为公司战略品类补充，将显著打开南部市场发展空间。与此同时，公司 IPO 以 38.25 元/股，募集 9.07 亿元 (净募集 8.24 亿元)，用于 40 万平方米节能木窗建设项目，为公司长期发展提供产能保障。利润端来看，短期随着原材料成本压力缓解，毛利率有望有所修复，中长期来看，随着公司零售渠道逐渐完善，经销毛利率在让利政策逐步优化后有望迎来改善，公司整体毛利率中枢提升可期。

盈利预测及投资建议

我们预计公司 2022-2024 年 EPS 为 1.36、1.75、2.18 元，对应 PE 为 24、19、15 倍。考虑公司铝包木窗渗透率有望迎来加速提升，给予公司 2023 年合理估值 25 倍，对应目标价 43.65 元，给予“买入”评级。

风险提示

国内疫情反复、C 端渠道扩张不畅、品类拓展不达预期、原材料价格大幅上涨、限售股解禁

轻工组

分析师: 张杨桓 (执业 S1130522090001)

zhangyanghuan@gjzq.com.cn

市价 (人民币): 33.12 元

目标价 (人民币): 43.65 元



公司基本情况 (人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	837	957	1,015	1,290	1,598
营业收入增长率	14.85%	14.36%	6.08%	27.15%	23.87%
归母净利润(百万元)	127	128	129	166	206
归母净利润增长率	67.43%	1.13%	0.59%	28.11%	24.58%
摊薄每股收益(元)	1.786	1.807	1.363	1.746	2.175
每股经营性现金流净额	2.03	3.09	1.30	2.50	2.37
ROE(归属母公司)(摊薄)	17.45%	15.00%	7.35%	8.91%	10.41%
P/E	0.00	0.00	24.30	18.97	15.23
P/B	0.00	0.00	1.79	1.69	1.59

来源: 公司年报、国金证券研究所

内容目录

1. 国内铝包木窗龙头，零售渠道正发力	4
1.1 铝包木窗细分龙头，多品类协同正开启	4
1.2 生产优势确保高毛利率，销售端零售方向已明确	5
1.3 IPO 募投项目分析	7
2. 窗行业迎发展新阶段，铝包木窗或将加速渗透	7
2.1 渠道 C 端化+产品节能化，推动窗行业迈入发展新阶段	7
2.2 为什么我们认为铝包木窗会迎来渗透率提升？	10
2.3 铝包木窗具备集中度提升基础，龙头份额可期	13
3. 渠道+品类同步扩张助推公司开启加速增长新阶段	14
3.1 研发及生产能力为公司长期发展打下坚实基础	14
3.2 收入端：增长驱动力充足，C 端发展有望加速	15
3.3 利润端：短期或将受益原材料下行，长期零售利润改善可期	17
4. 盈利预测与投资建议	19
4.1 盈利预测	19
4.2 投资建议及估值	21
5. 风险提示	21

图表目录

图表 1： 主营业务发展历程	4
图表 2： 公司历年营业收入及增速（百万元，%）	4
图表 3： 公司历年归母净利润及增速（百万元，%）	4
图表 4： 公司分产品业务收入及增速（百万元，%）	5
图表 5： 公司各业务收入占比（%）	5
图表 6： 2021 年节能铝包木窗产品系列占比（%）	5
图表 7： 公司收入分地区占比（%）	5
图表 8： 公司分渠道收入及增速（百万元，%）	5
图表 9： 中空玻璃自产外购数量占比	6
图表 10： 中空玻璃平均成本（元/m ² ）	6
图表 11： 同业毛利率对比	6
图表 12： 同业净利率对比	6
图表 13： 营收占比及毛利率分渠道	6
图表 14： 公司 IPO 项目情况	7
图表 15： 门窗市场规模及需求测算	7
图表 16： 我国存量房及新增住宅对比（亿套，%）	8
图表 17： 一线城市二手房交易面积占比（万套，%）	8
图表 18： 森鹰、江山欧派历年经销渠道收入及占比（万元，%）	9
图表 19： 行业分渠道毛利率对比图	9

图表 20:	森鹰窗业应收账款周转天数及存货周转天数	9
图表 21:	窗行业各细分品类占比 (%)	10
图表 22:	我国历年新增节能窗市场需求 (亿平米)	10
图表 23:	奥地利历年人均工资及 YOY (欧元, %)	10
图表 24:	德国历年人均工资及 YOY (欧元, %)	10
图表 25:	Josko 历年营收及 YOY (百万欧元, %)	10
图表 26:	德国历年房屋竣工数量及增速 (万套, %)	10
图表 27:	窗品类发展历程	11
图表 28:	不同品类窗户特点对比	11
图表 29:	节能铝包木窗出厂价逐步降低	11
图表 30:	被动式建筑政策一览	12
图表 31:	铝包木窗能更好满足被动式外窗要求	13
图表 32:	随着 K 值要求提升, 断桥铝成本优势丧失 (元)	13
图表 33:	我国窗行业市场竞争格局	13
图表 34:	生产设备投资金额对比 (万元)	14
图表 35:	研发费用率同业比较	14
图表 36:	公司专利数量处于行业领先地位	14
图表 37:	铝包木窗主流品牌产品性能对比	15
图表 38:	公司自动化水平显著提升生产效率及精度	15
图表 39:	森鹰经销商数量仍有发展空间	16
图表 40:	卖场覆盖率有进一步拓展倾向	16
图表 41:	经销商平均单店提货额	16
图表 42:	法人单位及非法人单位占比	16
图表 43:	经销商分产品系列利润率	16
图表 44:	经销商返利占经销收入比重对比	16
图表 45:	“简爱”铝合金窗特点	17
图表 46:	南部地区收入及占比趋势变化	17
图表 47:	主要原材料价格走势	18
图表 48:	原材料采购价格变动毛利率弹性测算 (出厂价不变)	18
图表 49:	原材料采购价格变动毛利率弹性测算 (出厂价提升 5%)	18
图表 50:	皇派家居铝合金窗历年毛利率	19
图表 51:	森鹰分渠道毛利率	19
图表 52:	森鹰单店提货额在 100 万元以下的经销商占比	19
图表 53:	志邦家居衣柜历年单店提货额及毛利率变化 (百万元, %)	19
图表 54:	渠道拆分及收入预测	20
图表 55:	产品拆分及收入预测	20
图表 56:	可比公司估值比较 (市盈率法)	21

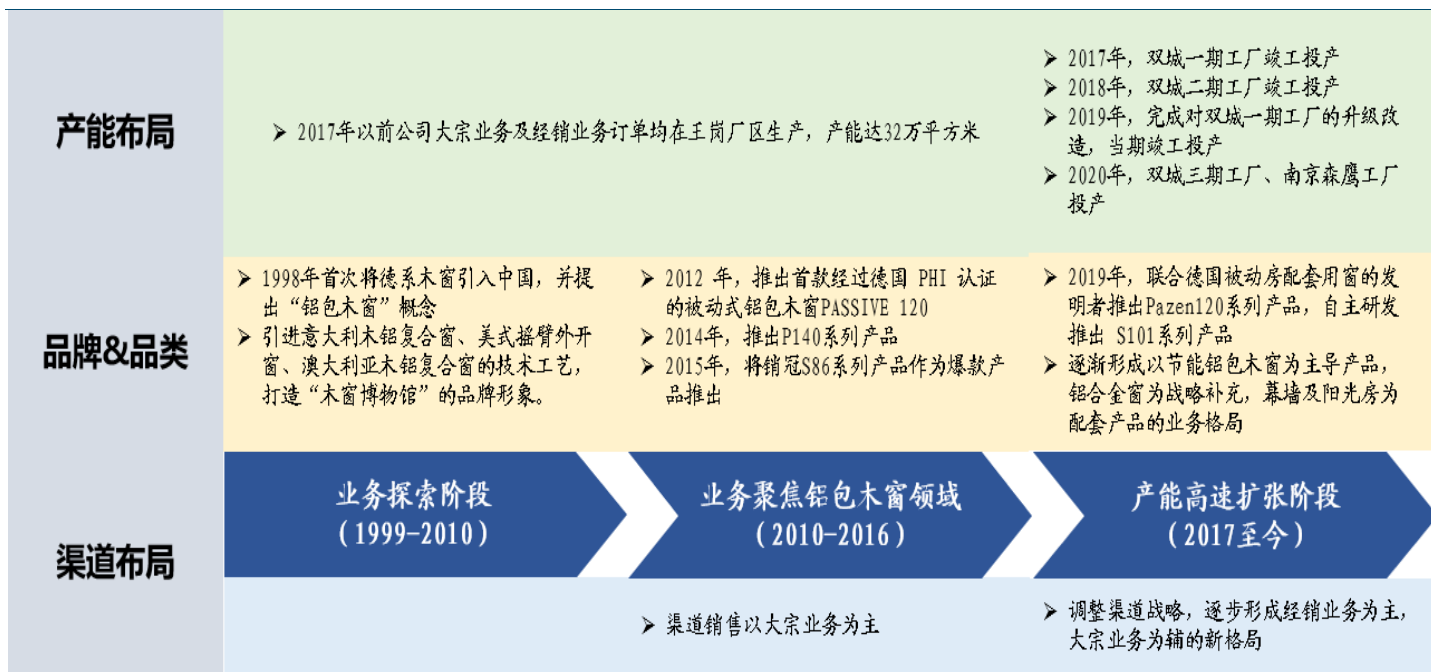
1.国内铝包木窗龙头，零售渠道正发力

公司创立于 1998 年，深耕节能铝包木窗行业二十余年，近年来稳健发展，2017—2021 年营收/归母净利润 CAGR5 分别为 14.4%/20.4%。公司生产端以自产为主，依托产业链延伸布局，整体毛利率水平居于行业前列。公司销售端以大宗及经销渠道为主，近年来逐渐加大经销零售渠道拓展，2021 年收入占比达 43.7%。2022 年前三季度由于受疫情反复影响叠加原材料成本压力使得公司收入 6.7 亿元，同比-2.8%，归母净利润 0.9 亿元，同比-8.2%。

1.1 铝包木窗细分龙头，多品类协同正开启

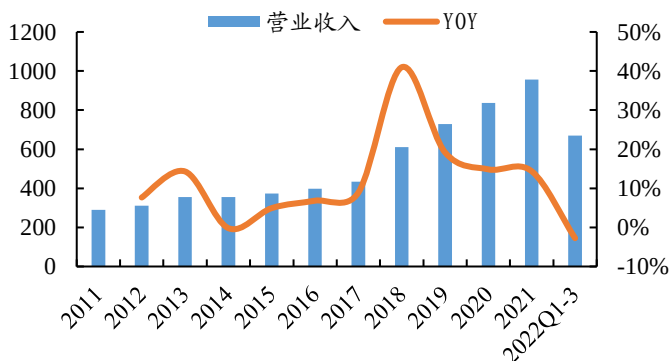
公司深耕铝包木窗多年，随着品类渗透率逐步提升，公司 2017 年起开始产能快速扩张，并正式确立以铝包木窗为主，铝合金窗作为战略补充，阳光房、幕墙等多品类协同发展的战略方向。作为国内铝包木窗领域的细分龙头，2021 年公司营收增长至 9.6 亿元，2017—2021 年 CAGR5 达 21.9%；归母净利润增长至 1.3 亿元，2017—2021 年 CAGR5 达 20.4%。2022 年前三季度受疫情反复及原材料价格上涨等因素影响，公司营收同比降低 2.8% 至 6.7 亿元，归母净利润同比降低 8.2% 至 0.9 亿元。

图表1：主营业务发展历程



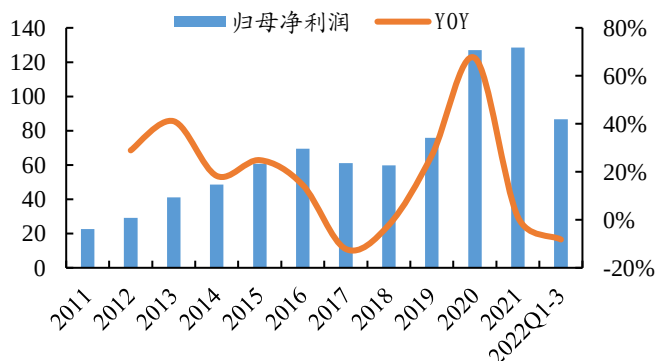
来源：公司招股说明书，国金证券研究所

图表2：公司历年营业收入及增速（百万元，%）



来源：Wind，国金证券研究所

图表3：公司历年归母净利润及增速（百万元，%）

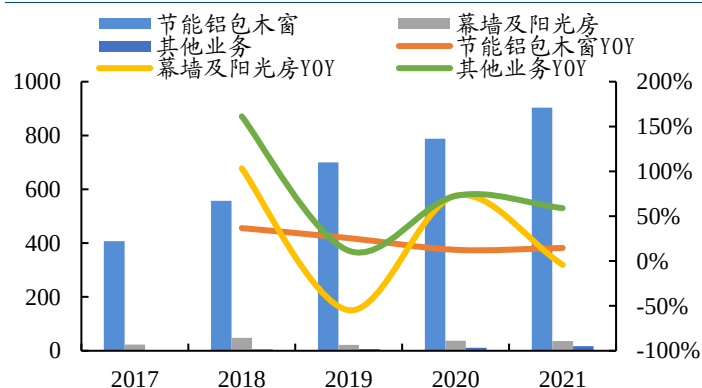


来源：Wind，国金证券研究所

分产品来看：公司业务以节能铝包木窗销售为主，2017—2021 年公司该品类营业收入分别为 4.1/5.6/7.0/7.9/9.0 亿元，收入占比均超 90%。从 2021 年节能铝包木窗产品系列占比来看，S86 系列与 P120 系列收入占比超 50%，成为公司主打系列产品。在铝包木品

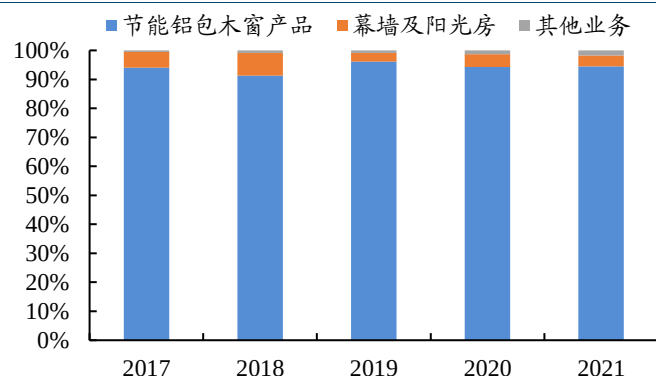
类基础上公司于 2021 年开始推出铝合金窗，预计 2022 年整体铝合金窗营收突破 1 亿元，逐步成为公司后续增长的重要驱动。除此以外，公司幕墙、阳光房业务作为公司核心业务的补充，近年来也稳步发展。通过多品类布局，公司已形成以铝包木窗为主，铝合金窗作为战略补充，阳光房、幕墙等多品类协同发展的业务格局。

图表4：公司分产品业务收入及增速（百万元，%）



来源：Wind，国金证券研究所

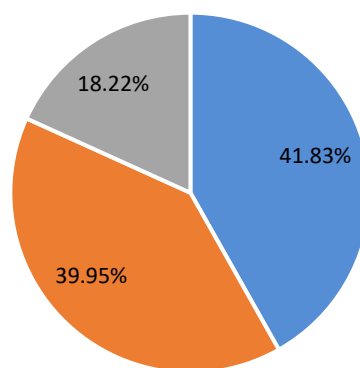
图表5：公司各业务收入占比（%）



来源：Wind，国金证券研究所

图表6：2021 年节能铝包木窗产品系列占比（%）

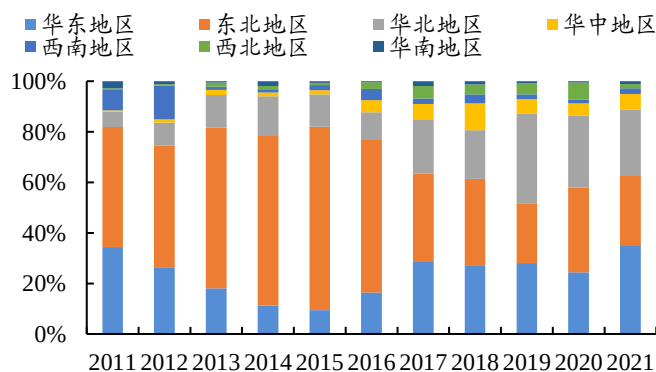
■ 其他节能铝包木窗 ■ S86 系列 ■ P120 系列



来源：Wind，国金证券研究所

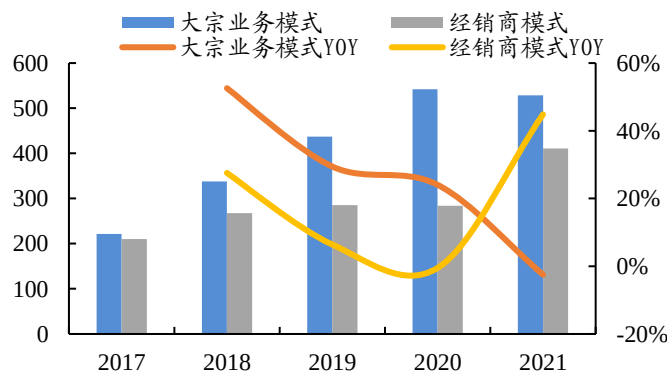
分渠道来看：聚焦国内市场，经销渠道收入稳步提升。公司当前营收均来自国内市场，分地区来看，华东地区及东北地区构成主要收入来源，两者历年营收占比约 60%。随着产品及品类不断迭代更新，公司有望进一步开拓南方市场，突破营收天花板。从销售渠道来看，公司目前以大宗及经销渠道为主，2021 年经销收入增长提速，实现收入 4.1 亿元，同比增长 44.9%。

图表7：公司收入分地区占比（%）



来源：Wind，国金证券研究所

图表8：公司分渠道收入及增速（百万元，%）



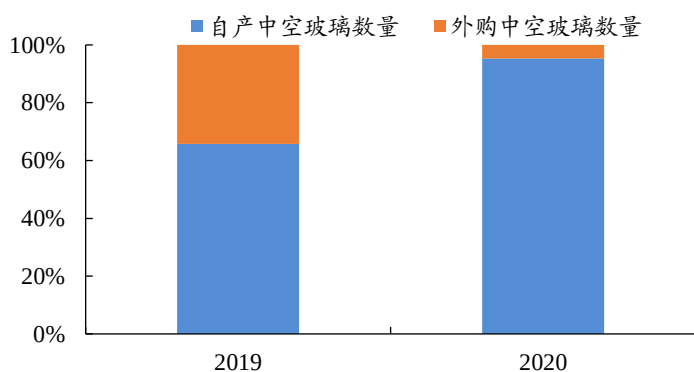
来源：公司招股说明书，国金证券研究所

1.2 生产优势确保高毛利率，销售端零售方向已明确

➢ 产业链延伸+自动化生产，确保毛利率水平高于同业

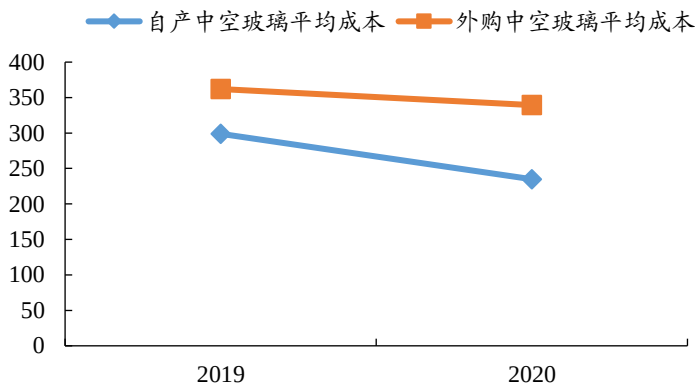
产业链延伸+自动化生产，自产成本显著降低：公司已实现了从木材、铝型材到框体结构、从玻璃原片到中空玻璃等关键原材料自主加工，成功打通了从原材料加工到节能铝包木窗产品的完整工艺生产链。尤其玻璃深加工方面，公司拥有专业的玻璃深加工车间，针对不同类型的产品，依靠中空玻璃深加工技术等中空玻璃生产技术，利用公司定制或引进的先进中空玻璃生产线，具备将外购的玻璃原片及玻璃单片加工成中空玻璃的生产能力，仅中空玻璃环节就可节约 30% 左右的材料成本。与此同时，公司通过信息化与自动化的深度融合，实现了产销链接无缝实时电子化、产销工艺同步化、产品管理电子化等全产业链信息化管理，显著提升生产效率，降低生产成本。

图表9：中空玻璃自产外购数量占比



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

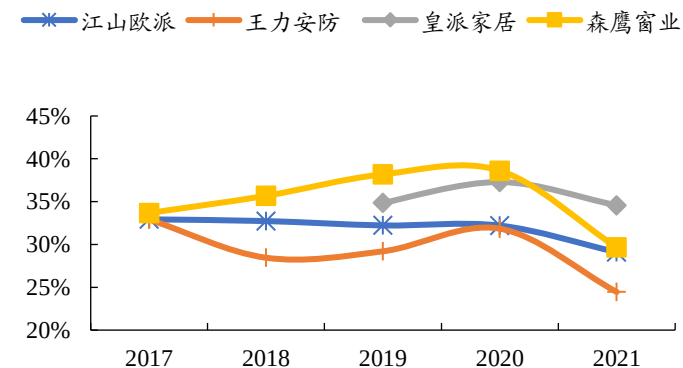
图表10：中空玻璃平均成本（元/m²）



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

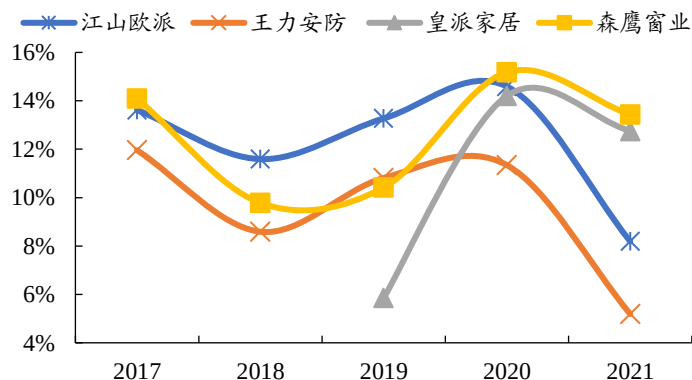
毛利率水平优于同业：依托于公司产品高度自产叠加产业链延伸优势，除 2021 年外，公司历年毛利率水平超 33%，并且与窗企皇派家居以及门企江山欧派、王力安防相比，整体均处于行业较高水平。2021 年节能铝包木窗产品毛利率下降主要是由玻璃、铝材等原材料采购价格上升以及南京森鹰新产能投产所致。

图表11：同业毛利率对比



来源：Wind，国金证券研究所

图表12：同业净利率对比



来源：Wind，国金证券研究所

➤ 销售端转向侧重零售渠道

公司现已明确后续主要发力方向正式转向零售端，一方面由于受地产商资金压力叠加新房销售放缓影响，整体大宗渠道发展承压；另一方面，我国已开始进入存量房时代，大量 C 端换窗需求已经显现。在此背景下，公司后续渠道发展将呈现经销渠道为主，大宗业务为辅的新格局。从公司渠道营收占比来看，公司 2021 年大宗业务渠道收入占比也确开始下降，经销商渠道逐步开始成为重要增长贡献点，而这一趋势预计后续将进一步显现。

图表13：营收占比及毛利率分渠道

	渠道	2017	2018	2019	2020	2021
营收占比	大宗业务	50.5%	55.8%	60.5%	65.7%	56.3%
	经销商	49.5%	44.2%	39.5%	34.3%	43.7%
毛利率	大宗业务	34.6%	36.8%	39.5%	42.0%	31.0%
	经销商	32.4%	33.6%	36.0%	36.6%	32.5%

来源：Wind，国金证券研究所

1.3 IPO 募投项目分析

公司 IPO 发行价为 38.25 元/股，公开发行为 2370 万股，募集 90652.50 万元（募集净额为 82370.21 万元），主要用于哈尔滨、南京工厂的共计 40 万平方米定制节能木窗建设项目。IPO 募投项目的实施能够显著提升公司对应产品产能，提升交付能力的同时进一步提升工厂自动化水平，夯实公司在节能木窗领域的领先地位。

图表14：公司 IPO 项目情况

序号	项目名称	实施主体	项目投资总额 (万元)	拟投入募集资金金额 (万元)
1	哈尔滨年产 15 万平方米定制节能木窗建设项目	森鹰窗业	24,820.69	24,820.69
2	南京年产 25 万平方米定制节能木窗项目	南京森鹰	37,525.21	37,525.21
3	补充流动资金	森鹰窗业	5,000.00	5,000.00
合计			67,345.90	67,345.90

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

2. 窗行业迎发展新阶段，铝包木窗或将加速渗透

不可否认在地产红利期过后，窗行业规模增长有所承压，但根据我们测算，在 20 年翻新周期的假设下，预计 2025 年住宅市场中窗行业规模仍可达约 1236 亿元，并且行业正迎来渠道 C 端化、产品节能化两大新趋势。在新趋势下，细分品类与品牌窗企的结构性发展机会正在凸显。其中目前渗透率仅约 1% 的铝包木窗依托消费升级、节能建筑政策推动叠加成本优势逐渐显现，在 B/C 端均有望迎来加速渗透。并且由于铝包木窗生产流程较为复杂，前期资金投入较大，使得该品类准入门槛较高，依托技术、资金优势，在这一细分行业中，头部窗企份额瓶颈有望迎来突破。

2.1 渠道 C 端化+产品节能化，推动窗行业迈入发展新阶段

窗行业总规模虽趋于平稳，但结构性机会正凸显：在住宅市场中，随着新房销售趋缓，窗行业市场规模增长有所承压，但根据我们测算，存量房翻新需求也正逐步增加，整体促使窗行业市场规模维持稳定，在 20 年翻新周期的假设下，我们预计住宅市场中窗行业规模仍可达约 1236 亿元。虽然不可否认，未来窗行业整体市场规模大幅扩容可能性相对较小，但行业内部发展结构正迎来显著调整，渠道 C 端化、产品节能化趋势带来的行业结构性机会仍不可忽视。

图表15：门窗市场规模及需求测算

	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
假设外窗占房屋面积比例 (%)	25%	25%	25%	25%	25%	25%
新房需求（仅考虑建成环节需求，不考虑交房后换窗需求）						
当年现房销售面积（亿平米）	2.24	2.33	1.80	1.71	1.65	1.60
期房交付面积——假设 2 到 3 年前销售的期房在当年交付（亿平米）	13.50	14.36	15.02	15.49	13.82	11.72
住宅交付面积（亿平米）	15.74	16.69	16.81	17.20	15.47	13.33
yoy (%)	4.83%	6.07%	0.71%	2.28%	-10.03%	-13.87%
大宗渠道窗平均出厂单价（元/平方米）	250	250	250	250	250	250
新房窗户需求量（亿平米）	3.93	4.17	4.20	4.30	3.87	3.33
yoy (%)	3.15%	6.07%	0.71%	2.28%	-10.03%	-13.87%
当年新房窗户市场规模（亿元）	983.74	1043.44	1050.83	1074.77	966.93	832.83
yoy (%)	3.15%	6.07%	0.71%	2.28%	-10.03%	-13.87%
存量房更新需求						
20 年前新房销售面积（亿平米）	1.35	1.65	2.01	2.45	2.91	3.77
25 年前新房销售面积（亿平米）	0.63	0.66	0.72	0.85	1.06	1.35

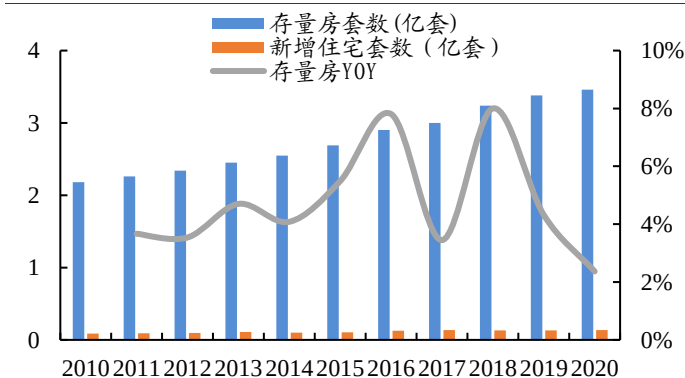
30 年前新房销售面积 (亿平米)	0.25	0.26	0.30	0.42	0.53	0.63
20 年更新周期下当年房屋翻新面积 (亿平米)	0.34	0.41	0.50	0.61	0.73	0.94
25 年更新周期下当年房屋翻新面积 (亿平米)	0.16	0.17	0.18	0.21	0.26	0.34
30 年更新周期下当年房屋翻新面积 (亿平米)	0.06	0.06	0.08	0.10	0.13	0.16
零售渠道窗平均出厂单价 (元/平方米)	386	394	402	410	418	427
20 年更新周期下翻新市场规模 (亿元)	129.94	162.55	201.71	250.85	304.10	402.76
25 年更新周期下翻新市场规模 (亿元)	60.92	65.02	72.19	87.43	110.38	143.74
30 年更新周期下翻新市场规模 (亿元)	24.40	25.55	30.49	43.02	55.61	67.40
住宅市场规模						
20 年更新周期--住宅窗总需求量 (亿平米)	5.28	5.82	6.21	6.75	6.78	7.10
yoy (%)		10.27%	6.63%	8.63%	0.46%	4.82%
20 年更新周期--住宅窗总市场规模 (亿元)	1113.68	1205.98	1252.54	1325.62	1271.03	1235.59
yoy (%)		8.29%	3.86%	5.84%	-4.12%	-2.79%
25 年更新周期--住宅窗总需求量 (亿平米)	4.09	4.34	4.38	4.51	4.13	3.67
yoy (%)		6.01%	1.02%	2.95%	-8.43%	-11.23%
25 年更新周期--住宅窗总市场规模 (亿元)	1044.66	1108.46	1123.02	1162.20	1077.31	976.57
yoy (%)		6.11%	1.31%	3.49%	-7.30%	-9.35%
30 年更新周期--住宅窗总需求量 (亿平米)	4.00	4.24	4.28	4.40	4.00	3.49
yoy (%)		6.01%	0.96%	2.92%	-9.16%	-12.79%
30 年更新周期--住宅窗总市场规模 (亿元)	1008.14	1068.98	1081.32	1117.80	1022.54	900.23
yoy (%)		6.04%	1.15%	3.37%	-8.52%	-11.96%

来源: Wind, 国金证券研究所测算

2.1.1 渠道结构变化: 窗行业 C 端化进程已开启, 窗企将迎发展新机遇

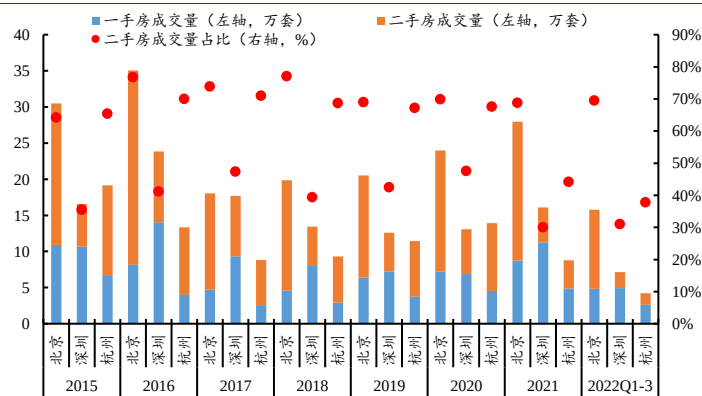
从宏观层面看渠道 C 端化趋势: 从宏观层面来看, 此前窗更多在新房交付时已安装完成, 整体渠道以 B 端为主, 但随着中国进入存量房时代, 这一渠道结构也将迎来变化。根据 Fastdata 统计, 截至 2020 年我国存量房数量达 3.5 亿套, 并且近年来, 北京、杭州等一线城市二手房成交量占比均在 60%以上, 随着存量房基数增大, 大量翻新需求出现, 将显著推动窗行业渠道重心向 C 端转移。

图表16: 我国存量房及新增住宅对比 (亿套, %)



来源: fastadata, 国金证券研究所

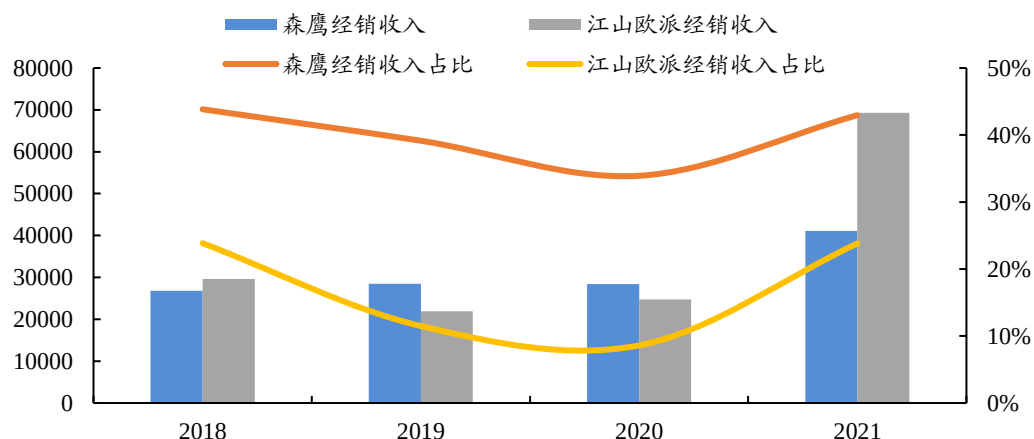
图表17: 一线城市二手房交易面积占比 (万套, %)



来源: Wind, 国金证券研究所

从微观层面来看, 当前我国门窗行业的销售模式主要包括大宗、经销商及直营等, 以江山欧派与森鹰窗业为例, 两者此前均为大宗业务 (B 端) 占比较大的企业, 但 2021 年以来, 经销 (C 端) 业务收入占比均呈现显著提升趋势, 截至 2021 年, 江山欧派及森鹰窗业经销渠道收入占比分别为 23.8%及 43.0%。并且两者也均已明确提出重点推进 C 端业务发展的战略方向, C 端趋势已越发明显。

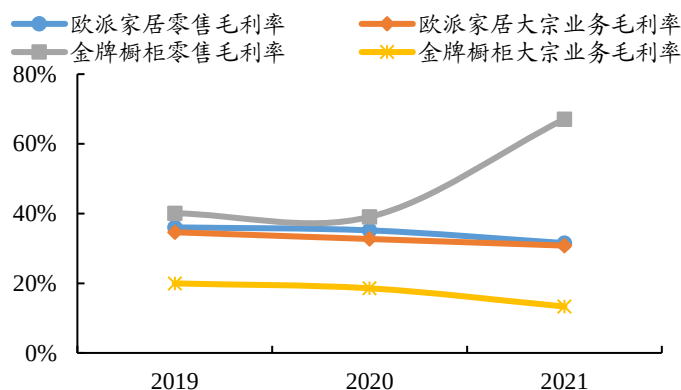
图表18：森鹰、江山欧派历年经销渠道收入及占比（万元，%）



来源：Wind，国金证券研究所

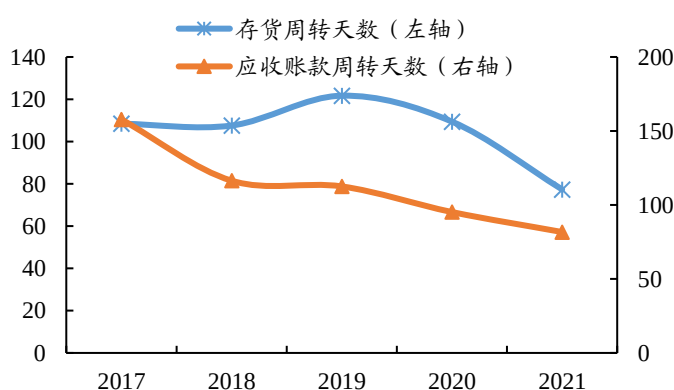
渠道C端化不仅将对品牌企业更为有利，且或将改善企业财务状况。渠道C端化不仅将使得品牌企业依托优异的品牌形象，获取更大市场份额，也或将使得企业利润空间及现金流状况将得到改善。一方面，C端业务较B端业务有更大利润空间，以定制家居行业内典型企业欧派家居与金牌橱柜为例，C端毛利率水平平均高于大宗渠道，C端渠道盈利水平更为可观；另一方面，C端有助于企业改善现金流状况，应收账款占比将降低。以森鹰窗业为例，近年来森鹰逐步将战略重心转移至经销渠道建设，经销渠道收入占比整体呈现增长态势，其应收账款、存货周转天数相应呈现下降趋势，企业运营状况持续优化。

图表19：行业分渠道毛利率对比图



来源：公司各年年报，国金证券研究所

图表20：森鹰窗业应收账款周转天数及存货周转天数

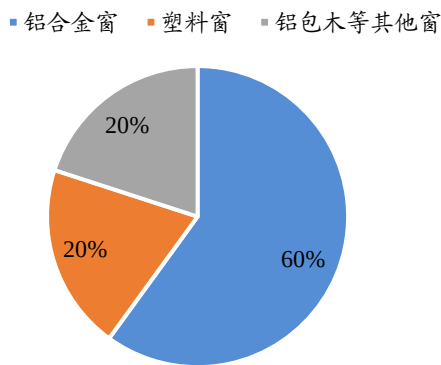


来源：Wind，国金证券研究所

2.1.2 品类结构变化：节能窗需求强劲，细分品类有望迎来弯道超车

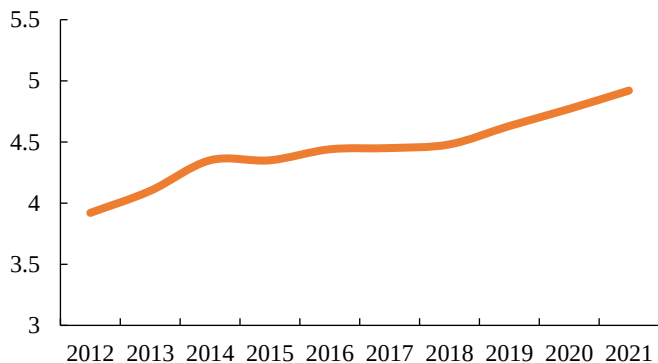
根据中国建筑金属结构协会期刊数据，2020年我国铝合金窗占比约为60%，塑料窗占比约为20%，此外包括木窗、钢窗等在内的其他窗户占比约为20%。整体来看，铝合金窗仍是行业第一大品类。近年来，建筑节能标准趋严叠加居民消费升级驱动作用，节能窗需求显著增长，这一发展趋势不仅激发更新需求，并且也给予了其余细分品类窗的新发展机遇，若可更好满足节能品质需求，且价格较为亲民的情况下，除铝合金外的其余细分品类，或有望迎来渗透率加速提升，实现弯道超车。

图表21：窗行业各细分品类占比（%）



来源：中国建筑金属结构协会期刊，国金证券研究所

图表22：我国历年新增节能窗市场需求（亿平米）



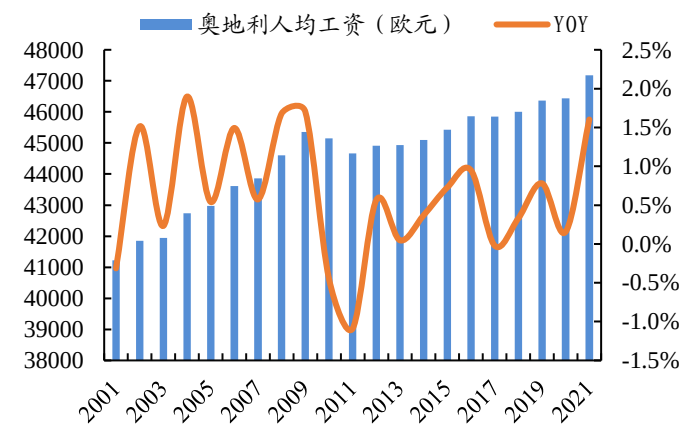
来源：公司招股说明书，国金证券研究所

2.2 为什么我们认为铝包木窗会迎来渗透率提升？

➤ 居民高端化、品质化需求将推动铝包木窗在C端渗透

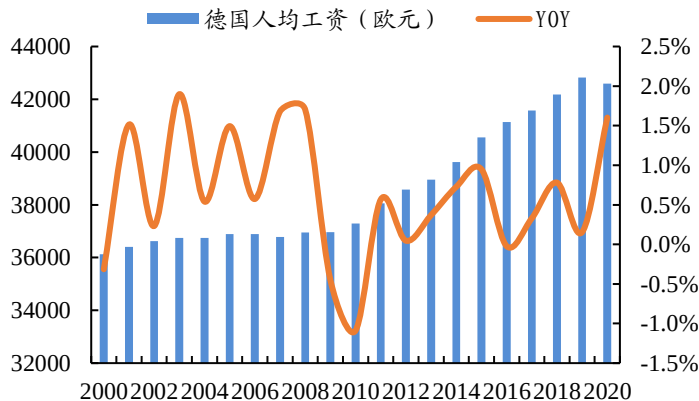
复盘奥地利 Josko 发展，消费升级过程中，铝包木窗迎来加速渗透：Josko 成立于 1970 年，以研发与生产铝包木窗起家，其产品主要面向奥地利及德国南部市场。2000 年 Josko 实现奥地利铝包木窗市场份额第一，截至 2020 年，Josko 在奥地利的市占率已达 11.5%。2013 年以来，虽然德国新屋竣工面积增长趋缓，行业装修量增长因此放缓，但在奥地利、德国等公司主要市场中人均工资逐步提升的情况下，公司核心市场需求迎来显著增长，营收增长逐年加速，或从侧面验证了在人均收入提升过程中，随着居民对高端化、品质化的需求越发重视，铝包木窗顺势迎来快速渗透。

图表23：奥地利历年人均工资及 YOY（欧元，%）



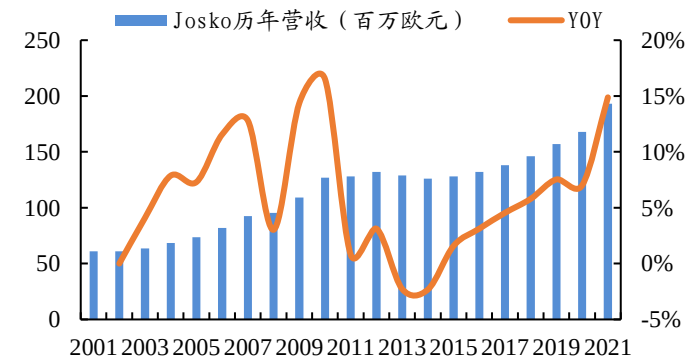
来源：Statista，国金证券研究所

图表24：德国历年人均工资及 YOY（欧元，%）



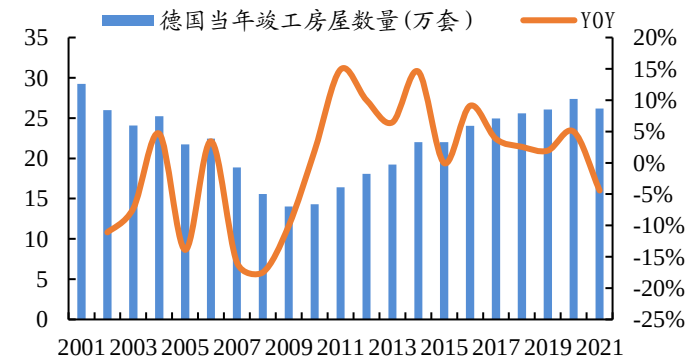
来源：Statista，国金证券研究所

图表25：Josko 历年营收及 YOY（百万欧元，%）



来源：公司官网，国金证券研究所

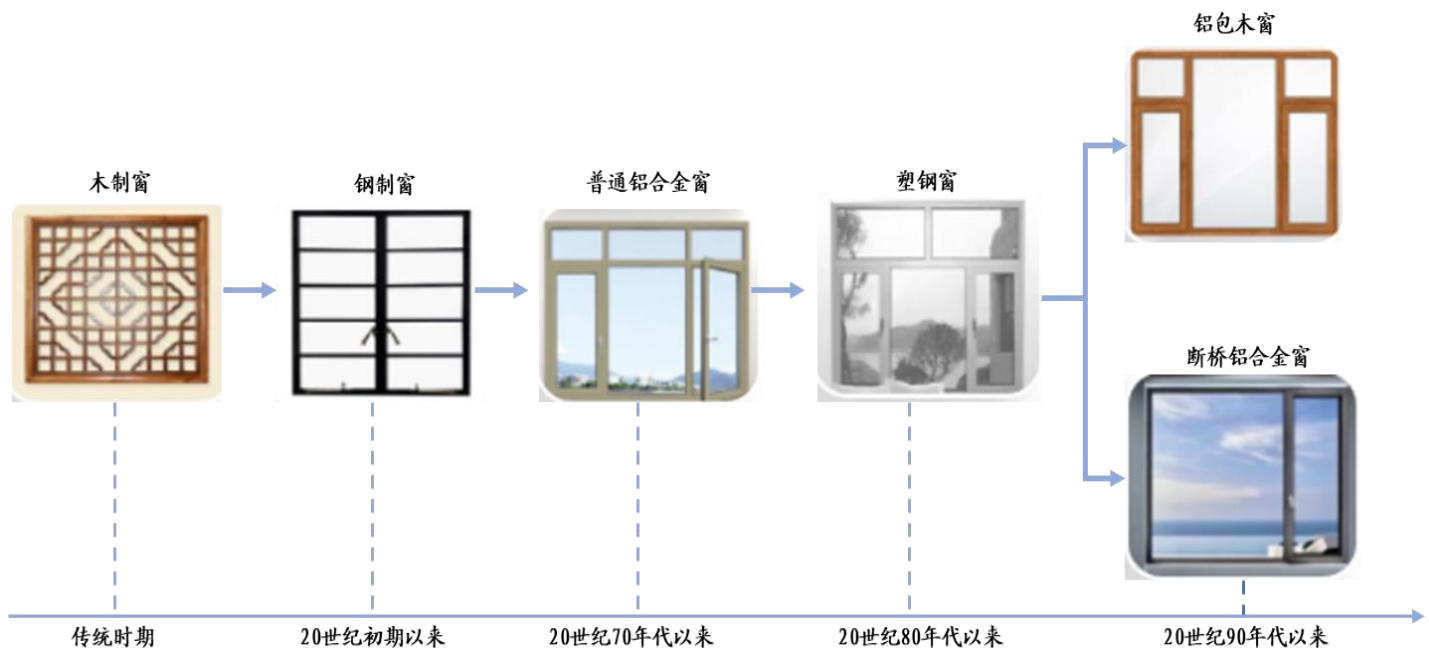
图表26：德国历年房屋竣工数量及增速（万套，%）



来源：德国统计局，国金证券研究所

中国消费升级已开启，中高端产品中铝包木窗或有望在 C 端迎来加速渗透。一方面，从窗产品的发展历程来看，窗产品完成了从木制窗到普通铝合金窗，再到现在向断桥铝合金窗及节能铝包木窗进行迭代，产品品质逐步提升。而从不同品类窗产品的特点对比来看，铝包木窗对于消费者使用而言，没有显著缺陷，且在保温隔热、隔音等方面相对其品类具备显著优势，产品综合表现优异。另一方面，近年来，以森鹰为代表的铝包木窗企业，推出更多系列，整体价格中枢有所下移，产品性价比逐渐提升。整体来看，在中国消费升级趋势进程中，作为综合性能更为优异的细分品类，随着价格逐渐亲民，其或将在 C 端迎来加速渗透。

图表27：窗品类发展历程



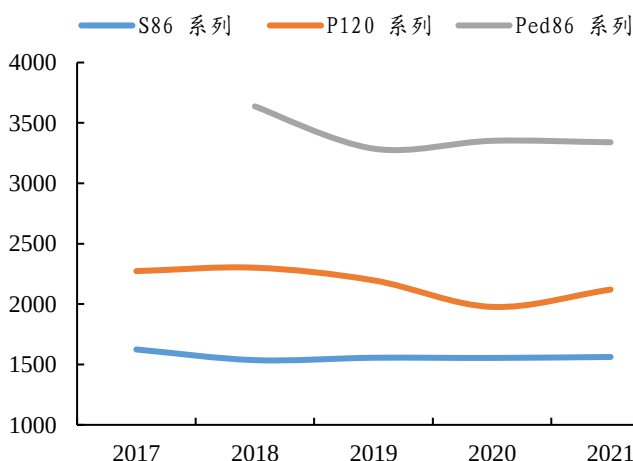
来源：皇派家居招股说明书，国金证券研究所

图表28：不同品类窗户特点对比

产品类型	优点	缺点	价格区间 (元/㎡)
铝包木窗	保温隔热效果强、耐腐蚀性强、绿色环保、隔音效果好、不易变形	定价高昂、生产工艺繁杂、安装困难、硬度低	2000-4000
铝合金窗	自重轻、坚固耐用、外形美观	整体性较差、易变形、易腐蚀、隔音效果不强	400-2500
塑钢窗	保温隔热效果较强、成本低廉、耐腐蚀性强、整体性较好	硬度低、角强度差、易黄变、装饰性差	180-450

来源：国金证券研究所整理

图表29：节能铝包木窗出厂价逐步降低



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

➤ 被动式建筑发展政策将推动铝包木窗 B 端渠道加速渗透

建筑节能大背景下，节能窗行业将迎扩容：《“十四五”建筑节能与绿色建筑发展规划》指出到 2025 年，完成既有建筑节能改造面积 3.5 亿平方米以上，建设超低能耗、近零能耗建筑 0.5 亿平方米以上目标，并且各地也均纷纷提出对应政策目标，节能建筑正在成为建筑发展新方向。该类建筑通过使用保温性能较高的材料和传热系数较低的门窗，优化建筑构造达到高效的保温隔热性能，从而达到减少或不使用能源的效果，节能窗行业在相应政策推动下，正迎来加速扩容。

图表30：被动式建筑政策一览

机构/地区	时间	政策名称	政策内容
住房和城乡建设部	2022 年 3 月	《“十四五”建筑节能与绿色建筑发展规划》	到 2025 年，完成既有建筑节能改造面积 3.5 亿平方米以上，建设超低能耗、近零能耗建筑 0.5 亿平方米以上
中国建筑材料联合会	2020 年 4 月	《关于进一步提升建材行业节能减排水平加快绿色低碳发展步伐的实施方案》	绿色建材占到主营业务收入的 30%左右，新建建筑中绿色建材应用占比到 40%以上，试点示范工程绿色建材应用比例达 70%以上，既有建筑改造的应用比例达到 80%
北京	2022 年 3 月	《北京市深入打好污染防治攻坚战 2022 年行动计划》	力争累计推广超低能耗建筑 150 万平方米、完成 750 万平方米非节能公共建筑节能绿色改造
天津	2022 年 3 月	《天津市“十四五”节能减排工作实施方案（征求意见稿）》	到 2023 年中期超低能耗建筑面积达 50 万平方米，2023 年末达 150 万平方米
上海	2021 年 7 月	《上海市 2021 年节能减排和应对气候变化重点工作安排》	推进既有公共建筑节能改造 200 万平方米（其中，节能率不低于 15%的公共建筑 60 万平方米以上）
	2020 年 12 月	《关于推进本市超低能耗建筑发展的实施意见》	大力推进本市超低能耗建筑发展，到 2025 年底，全市累计落实超低能耗建筑不低于 50 万平方米
重庆	2021 年 12 月	《重庆市绿色建筑“十四五”规划》	到 2025 年末，建设超低能耗、近零能耗、低碳（零碳）建筑示范项目 30 万平方米以上
江苏省	2021 年 12 月	《江苏省“十四五”全社会节能的实施意见》	到 2025 年，新建超低能耗建筑面积达 500 万平方米，新建高品质绿色建筑面积达到 2000 万平方米
广东省	2021 年 9 月	《广东省绿色建筑创建行动实施方案（2021-2023）》	到 2023 年力争建成 100 万平方米岭南特色超低能耗建筑试点项目
湖南省	2021 年 8 月	《湖南省绿色建筑中长期发展规划（2021-2035）（征求意见稿）》	湖南省市州中心城市新开工超低能耗（含近零能耗）建筑面积占新开工建设面积的比例（%）2025 年 ≥ 5%，2035 年 ≥ 15%
海南省	2021 年 7 月	《海南省绿色建筑（装配式建筑）“十四五”规划（2021-2025）》	“十四五”期末，建成超低能耗（低碳）建筑 10 万平方米，试点示范近零能耗建筑和零能耗（零碳）建筑

来源：中国政府网，中国建筑材料联合会，国金证券研究所

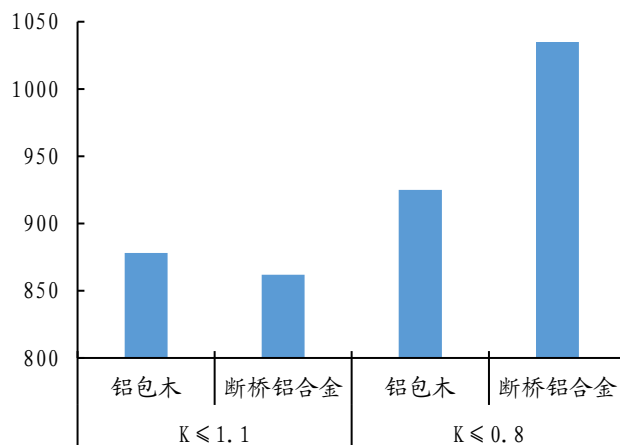
节能化发展进程中，铝包木窗不仅可更好满足指标要求，并且具成本优势，有望在 B 端迎来加速渗透。从被动式建筑外窗性能要求来看，被动式建筑对外窗在整窗传热、密封抗风等方面有着严苛的要求，普通铝合金窗并不能满足使用标准，而铝包木窗可显著超越相关标准。未来随着被动式建筑占比提升，铝包木窗应用场景将显著增加，在 B 端渗透率有望显著提升。

图表31：铝包木窗能更好满足被动式外窗要求

	最佳整窗传热系数 (W/(m ² ·K))	水密性	气密性	抗风压性
被动式外窗性能要求	$0.7 \leq K \leq 2.0$	≥ 6 级	≥ 8 级	≥ 9 级
森鹰产品最佳性能	K=0.6	6 级	8 级	9 级
普通铝合金窗	$K \leq 2.5$	≥ 3 级	≥ 4 级	/
SORMANI 系统 76 窄边框铝合金系统窗	/	5 级	8 级	/

来源：腾讯家居评测中心，公司招股说明书，铝合金门窗国家标准，国金证券研究所

图表32：随着K值要求提升，断桥铝成本优势丧失(元)

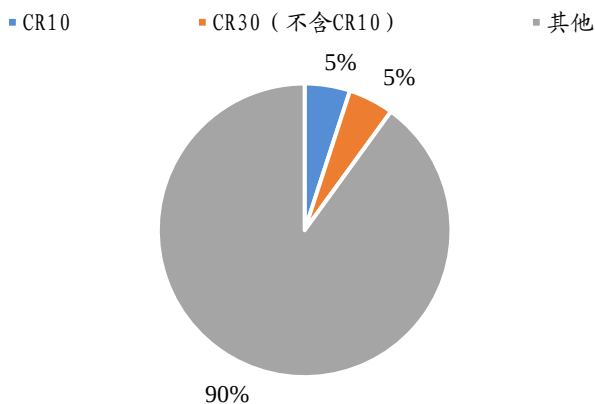


来源：森鹰网下投资者路演材料，国金证券研究所测算

2.3 铝包木窗具备集中度提升基础，龙头份额可期

我国窗行业市场格局历来分散，根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，窗行业 CR10、CR30 市场份额仅分别约为 5%、10%。究其原因，一方面由于行业以铝合金窗为主，而该品类技术、资金等门槛均相对较低，中小企业极多；另一方面，此前行业发展以 B 端业务为主，行业内对品牌的认知度相对较低，头部品牌效应并不明显。

图表33：我国窗行业市场竞争格局



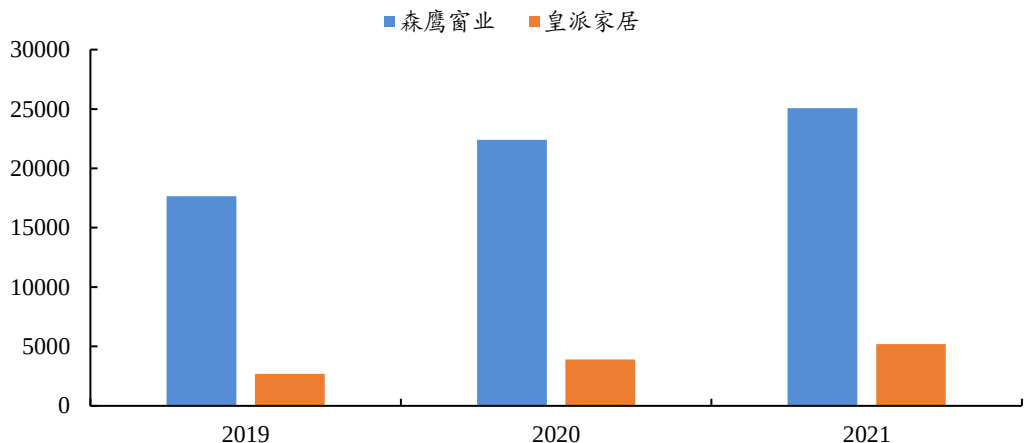
来源：优居研究院，国金证券研究所

铝包木窗或将突破头部窗企份额瓶颈的限制。铝包木窗制造技术难度相对较大，投资金额较多决定了该品类准入门槛高，行业内企业数量远少于铝合金窗，具备集中度提升基础。随着铝包木窗的渗透率提升，头部企业的生产优势越发明显，铝包木窗这一细分行业的集中度有望显著提升，甚至也将推动窗行业整体的集中度持续提升，或将显著突破头部窗企份额瓶颈的限制。

在生产工艺方面，铝包木窗生产过程中涉及大量独特的生产工艺及成熟的加工技术，对研发、设计、生产工艺和生产经验的长期积累综合要求较高。铝包木窗以森鹰为例，公司旗下铝包木窗产品的生产需经 43 道生产工序；而铝合金窗以皇派家居为例，公司旗下推拉铝合金窗产品的生产则仅需经 24 道生产工序。相对而言，铝包木窗的生产工序更多，生产工艺更为复杂，对生产技术的要求更高。

在投资金额方面，铝包木窗从木材框体、外包铝材到中空玻璃的生产加工需要大规模生产线及现代化管理信息系统的支撑，进入该行业所需的资金构成了防止中小企业进入的资本壁垒。截至 2021 年，森鹰生产设备原值达 2.5 亿元，而皇派生产设备原值为 5200 万元，可见铝包木窗行业对企业资金投入要求较高，入行门槛相对较高。

图表34：生产设备投资金额对比（万元）



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

3. 渠道+品类同步扩张助推公司开启加速增长新阶段

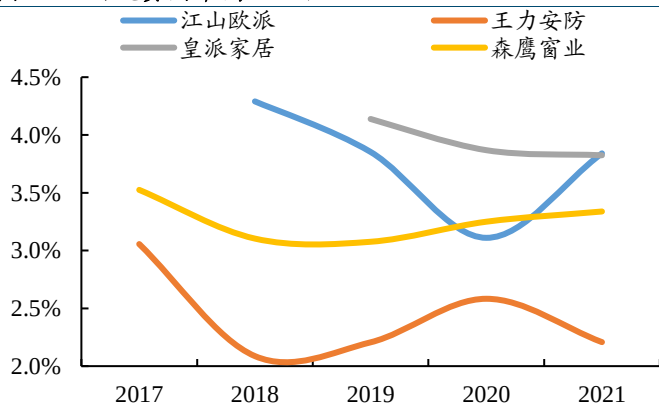
窗品类特性决定各品牌竞争的关键或并不在于前端经销商设计服务环节，而在于后端生产商的研发、生产交付环节。在此情况下，公司较强的研发能力及行业内少有的大规模自动化生产能力促使公司产品与同类竞品相比，性能显著领先，并且也为公司长期增长打下坚实基础。公司未来增长驱动力充足，收入端来看，公司目前在红星美凯龙及居然之家的门店覆盖率分别仅为 5.1%/8.3%，渠道拓展空间充足，并且公司经销商的利润空间领先行业，在公司战略推动下经销渠道扩张速度可期。此外，公司铝合金窗作为公司战略品类补充，将显著打开南部市场发展空间。利润端来看，短期随着原材料成本压力缓解，毛利率有望逐步修复，中长期来看，随着公司零售渠道逐渐完善，零售业务毛利率在让利政策逐步优化背景下有望迎来改善，公司整体毛利率中枢提升可期。

3.1 研发及生产能力为公司长期发展打下坚实基础

➤ 研发能力

研发奠定公司产品领先基础：近年来，公司始终保持较高的研发投入以保障自身创新能力，2017—2021 年研发费用 CAGR 达 20.2%，研发费用率呈现逐年增长趋势。截至 2021 年末，公司共拥有实用新型专利 252 件，发明专利 80 件，处于行业明显领先地位；同时，公司有 21 项产品通过 PHI 认定，并且公司曾参与住建部建筑工业行业产品标准《集成材木门窗》(JG/T464-2014) 等多项行业标准的制定，充分显现公司研发与技术实力。依托于在行业内较强的研发能力，公司产品与铝包木行业内主要竞争对手相比综合性能优异，产品在水密性方面具备较强的竞争力，在保温性能方面更是明显优于同业竞争企业。

图表35：研发费用率同业比较



来源：Wind，国金证券研究所

图表36：公司专利数量处于行业领先地位

公司	实用新型专利数量 (件)	发明专利数量 (件)
森鹰窗业	252	80
米兰之窗	129	27
皇派家居	10	9

来源：企查查，国金证券研究所

图表37：铝包木窗主流品牌产品性能对比

公司	最佳整窗传热系数 (W/(m ² ·K))	最佳气密性	最佳水密性 (Pa)	最佳抗风压性 (Pa)
奥润顺达	0.8	8级	700(6级)	5000(9级)
米兰之窗	0.79	8级	600(5级)	5000(9级)
森鹰窗业	0.6	8级	700(6级)	5000(9级)

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

➤ 生产能力

后端生产能力或是C端化进程中决定窗企成长上限的关键。对于消费者而言，窗品类决定了前端销售环节并不需要过多的空间设计要求，对企业前端能力要求相对低于定制家居，但对企业大批量快速供货等供应链能力及产品质量一致性提出了较高的要求。这或许是行业C端化进程中，决定企业成长上限的关键因素。

森鹰作为铝包木行业内少数拥有大规模定制生产能力的企业，打通了从木材、铝材、玻璃加工生产及立式组装的完整产业链条，同时多环节已实现自动化生产。产业链协同优势叠加自动化生产保证了公司大规模生产、供货能力，并且较好的确保了产品品质的一致性。具体来看，公司在生产环节涉及包括木型材加工技术、铝型材无缝焊接及涂装技术、密封胶条角部焊接技术及金刚网窗纱一体技术等核心技术，核心技术在生产环节的运用在有效提升公司生产效率的同时，在降低产品生产成本及保障产品质量方面亦起到正向作用。

图表38：公司自动化水平显著提升生产效率及精度

核心技术	技术特征
木型材自动化数字加工技术	木型材利用率较传统切割工艺85%-88%，提高至98%左右
	与传统单截锯工艺相比，数控优选下料工艺精度提高约80%
	与传统立轴单边铣加工工艺相比，数控铣型工艺加工精度提高约40%
	与传统人工打孔工艺相比，数控打孔工艺精度提高约90%
	与传统单机生产相比，生产效率提高约300%，成品率提高约20%
铝型材无缝焊接及涂装技术	铝型材无缝焊接技术与传统机械组角工艺相比每平方米成品节约原材料约3%
	铝型材涂装工艺将定制产品交付周期缩短至30天以内
金刚网窗纱一体技术	与传统尼龙网纱窗相比，使用寿命提高约100%

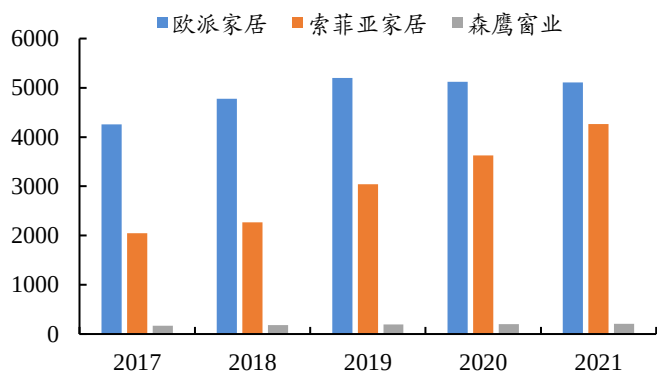
来源：公司招股说明书，国金证券研究所

3.2 收入端：增长驱动力充足，C端发展有望加速

➤ 渠道扩张具备空间与基础

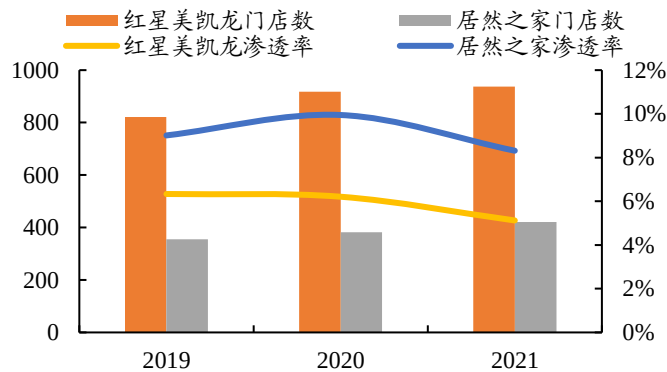
公司经销渠道具备极大拓展空间：从与传统定制家居的经销商数量对比来看，公司在经销商及门店数量上仍存在较大增长空间。从公司门店在卖场的渗透率来看，截至2021年末，公司在红星美凯龙及居然之家的经销商渗透率分别仅为5.1%/8.3%，仍处在较低水平。在行业渠道C端化的趋势下，公司经销门店具备极大扩张空间。

图表39：森鹰经销商数量仍有发展空间



来源：Wind，公司招股说明书，国金证券研究所

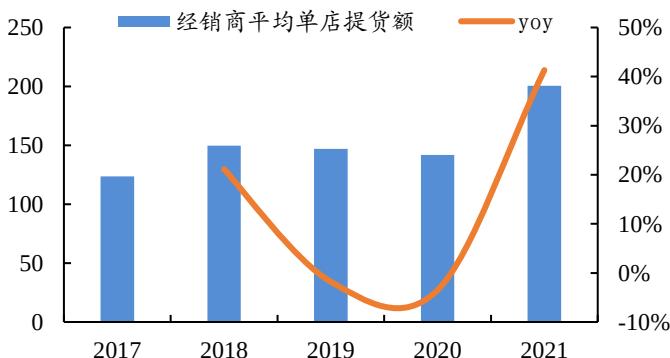
图表40：卖场覆盖率有进一步拓展倾向



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

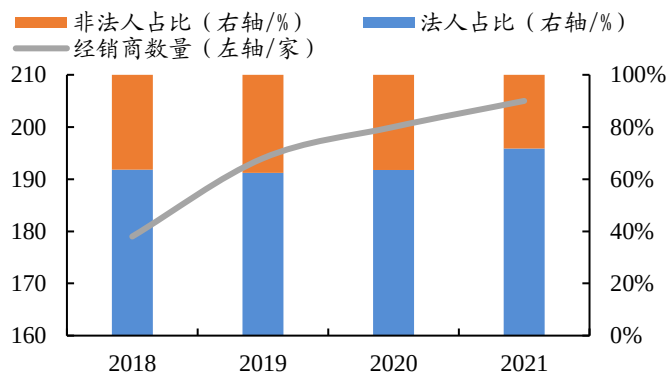
目前经销渠道运营健康，为扩张奠定坚实基础。截至 2021 年末，公司共有经销商 205 家，近三年公司在战略上放缓了经销商增量，集中精力做好存量经销商建设工作，通过严格经销准入门槛保证经销商渠道的健康、良性发展。单一经销商平均提货额呈稳步增长态势，并于 2021 年单一经销商平均提货额突破 200 万元。从经销商法人及非法人单位占比来看，法人单位年均占比超 60%，公司经销商整体资金实力强劲。整体来看，公司目前经销渠道运营较为健康，为进一步扩张奠定了坚实基础。

图表41：经销商平均单店提货额



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

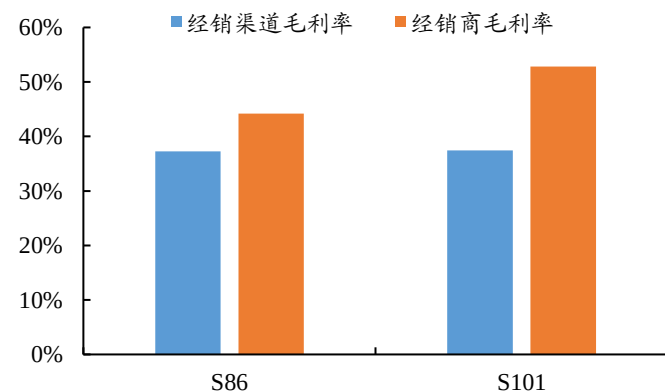
图表42：法人单位及非法人单位占比



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

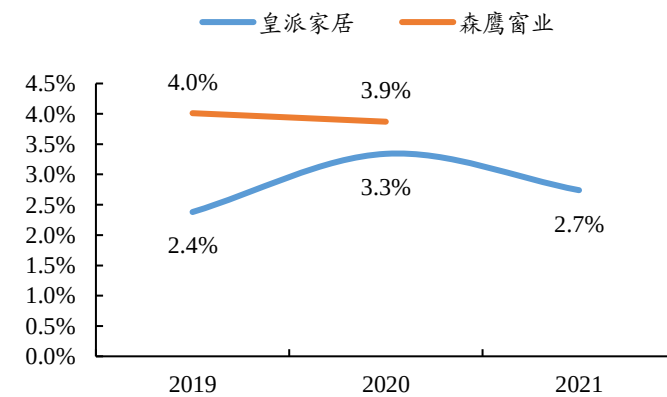
经销渠道拓展具备充足推动力：一方面，经销商高利润空间叠加优惠返利政策推动经销商渠道扩张积极性。根据我们测算，森鹰旗下产品系列 S86、S101 经销商利润率高达 44.2%、52.8%，并且公司给予经销商的返利亦高于同业品牌，现有经销商的可观利润率将促进新老经销商共同推动渠道扩张，公司经销渠道拓展具备充足动力。另一方面，截至 2022 年三季度末，红星美凯龙及居然之家通过旗下控股子公司在森鹰窗业的持股比例分别为 1.57%、1.58%，两者均为公司股东。经销商在红星美凯龙、居然之家等家居卖场开店或具备区位优势。

图表43：经销商分产品系列利润率



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

图表44：经销商返利占经销收入比重对比



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

➤ 品类扩张打开公司成长天花板

公司当前产品仍以铝包木窗为主，历年收入占比均在 90%以上，构成公司主要收入来源。随着公司产品多样化发展要求提升，经营战略的持续调整，以铝包木窗作为战略主向，铝合金窗作为战略补充，多品类共同发展的经营策略正在逐步形成。

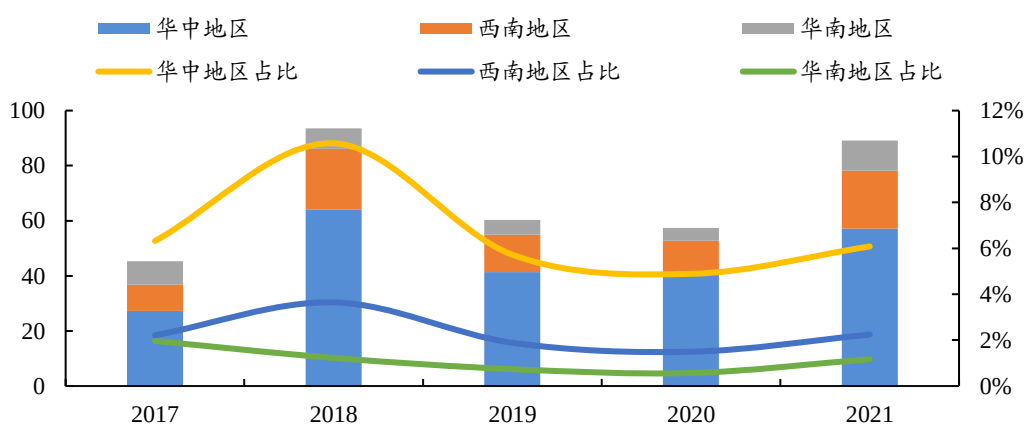
品类拓展逻辑清晰，南部市场或逐步打开。公司于 2021 年末推出“简爱”铝合金窗产品，我们认为铝合金窗产品问世具备战略意义。从公司整体收入结构来看，当前公司收入聚焦东北、华北、华东等地，华南、西南等地仍处于起步阶段，主因铝包木窗产品高标准节能特性决定了其受众主要为冬季气候寒冷的发达地区消费者，南部市场客观需求相对不足。而“简爱”铝合金窗的推出，为公司打开南方市场奠定基础。从公司的各区域收入来看，“简爱”铝合金窗推出以来在南部市场表现良好，2021 年华中、华南及西南地区收入较 2020 年均有所提升。随着铝合金窗品类布局进一步深化，该品类有望较好补足南方区域覆盖，打开公司成长天花板。

图表45：“简爱”铝合金窗特点

外观设计	材料选择	技术特点
整窗采用纯平设计，隐藏式铰链，无压条无中框，窗框可视面宽度低57mm，窗扇可视面宽度低至60mm，采光面积极大提高，纤细边框为家庭营造更大视野和通透感	- 采用德国进口24mm耐高温隔热条，有效解决加工过程中产生的受热收缩变形等问题 - 采用森鹰制造的高端中空玻璃，提高降噪分贝值，最高可减少35dB - 采用WINKHAUS原装进口五金，满足RC2级防盗标准	- 室内开启扇铝材及固定玻璃扣条采用板框无缝焊接专利技术 - 窗户的窗扇采用大圆角，美观的同时防止不小心碰撞带来的伤害

来源：森鹰窗业公众号，国金证券研究所

图表46：南部地区收入及占比趋势变化



来源：Wind，国金证券研究所

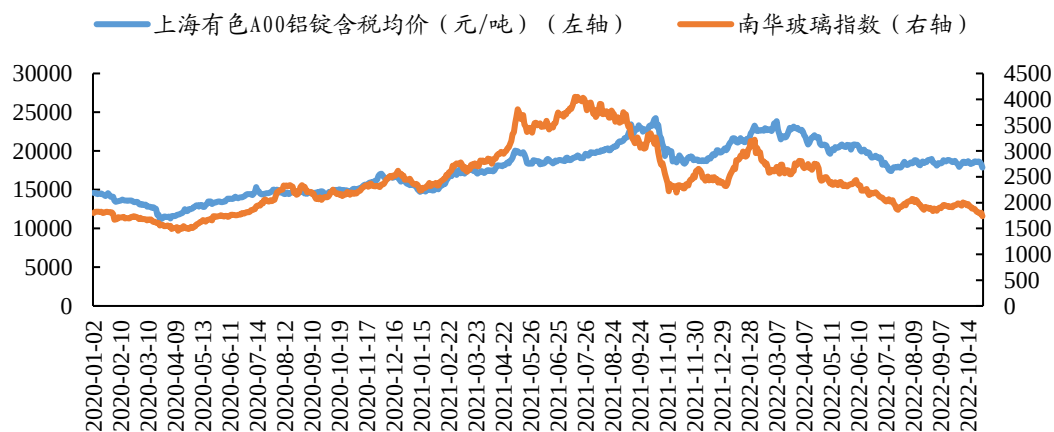
3.3 利润端：短期或将受益原材料下行，长期零售利润改善可期

3.3.1 短期或将受益原材料成本下降

2020—2021 上半年公司主营业务产品原材料价格均出现大幅上升，对公司盈利水平造成显著影响，而 2021 年下半年以来铝材、玻璃价格呈现回落趋势，随着原材料价格逐步回归到合理区间，公司毛利率有望得到进一步修复。根据我们的测算，在出厂价不变/提升 5% 前提下，木材、铝材、玻璃价格分别下降 10%，产品毛利率将提升 1.2pct/4.3pct。

测算假设：根据公司招股说明书原材料采购占比，假设原材料中木材成本占比 14.3%，玻璃成本占比 9.2%，铝材成本占比 8.1%。

图表47：主要原材料价格走势



来源：Wind，国金证券研究所

图表48：原材料采购价格变动毛利率弹性测算（出厂价不变）

木材	铝材 玻璃	-10%	-20%	-30%	-40%
0%	-5%	0.85%	1.39%	1.93%	2.47%
	-10%	1.16%	1.70%	2.24%	2.78%
	-15%	1.47%	2.01%	2.55%	3.09%
-5%	-5%	1.33%	1.87%	2.41%	2.95%
	-10%	1.16%	1.70%	2.24%	2.78%
	-15%	1.47%	2.01%	2.55%	3.09%
-10%	-5%	1.81%	2.35%	2.89%	3.43%
	-10%	1.16%	1.70%	2.24%	2.78%
	-15%	1.47%	2.01%	2.55%	3.09%

来源：国金证券研究所测算

图表49：原材料采购价格变动毛利率弹性测算（出厂价提升5%）

木材	铝材 玻璃	-10%	-20%	-30%	-40%
0%	-5%	4.00%	4.52%	5.03%	5.55%
	-10%	4.30%	4.81%	5.33%	5.84%
	-15%	4.59%	5.10%	5.62%	6.14%
-5%	-5%	4.46%	4.97%	5.49%	6.01%
	-10%	4.30%	4.81%	5.33%	5.84%
	-15%	4.59%	5.10%	5.62%	6.14%
-10%	-5%	4.92%	5.43%	5.95%	6.46%
	-10%	4.30%	4.81%	5.33%	5.84%
	-15%	4.59%	5.10%	5.62%	6.14%

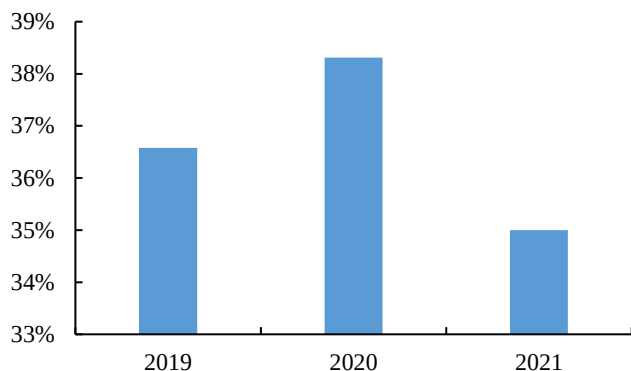
来源：国金证券研究所测算

3.3.2 长期零售端毛利率或将逐步改善

铝合金窗品类起量后不会明显拉低整体毛利率：以皇派家居为例，其铝合金产品在近三年营收中占比均超 90%，其整体仍能维持 35%以上的毛利率。森鹰随着南京工厂产能逐步爬坡后，整体规模效应有望显现，毛利率水平回升可期，从长期来看，并不会对公司整体毛利率形成拖累。

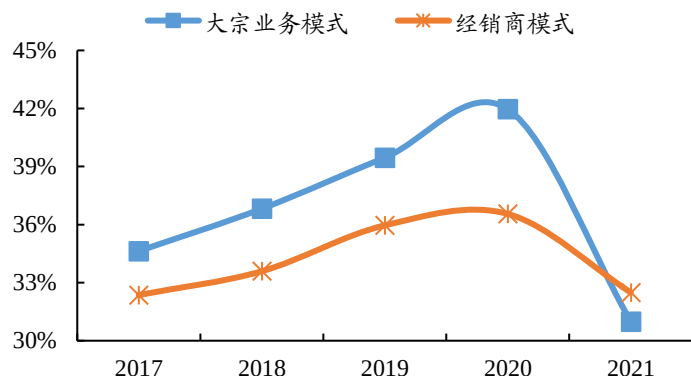
零售渠道建设逐步完善，或将推动公司毛利率稳步提升：虽然 2020 年前公司工程端毛利率均略高于零售端毛利率，但或由于公司经销体系仍处扶持小经销商阶段，对经销商采用较大幅度让利政策。从长期维度来看，随着零售渠道的完善，公司零售端毛利率将逐步修复。1) 相较于工程业务，公司在零售端具备更强的议价能力，毛利率提升可期；2) 随着经销渠道发展完善，体量较小的经销商在政策扶持下将得到较好发展，单店提货额也将明显提升，公司扶持政策将逐步收缩，从而改善公司整体毛利率。（以志邦家居为例，随着其经销渠道衣柜单店提货额的提升，公司经销渠道毛利率水平也逐步提升）。

图表50: 皇派家居铝合金窗历年毛利率



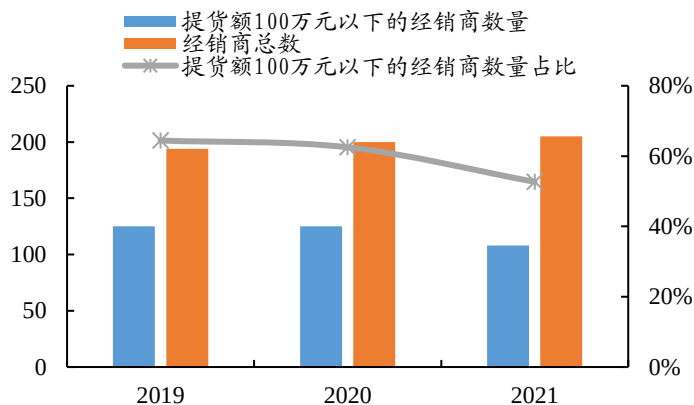
来源: 皇派家居招股说明书, 国金证券研究所

图表51: 森鹰分渠道毛利率



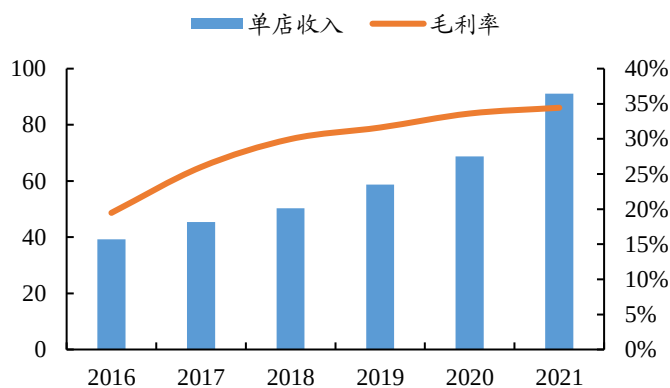
来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

图表52: 森鹰单店提货额在 100 万元以下的经销商占比



来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

图表53: 志邦家居衣柜历年单店提货额及毛利率变化 (百万元, %)



来源: 志邦家居年报, 国金证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

1) 零售渠道: 公司当前主动调整渠道战略, 将重心放在零售渠道建设上, 预计形成以零售为主, 大宗为辅的渠道格局。在此背景下, 公司将加大经销渠道招商力度, 我们预计公司 2022-2024 年经销商数量将分别增加 15/48/55 至 220/268/323 家。并且随着公司铝合金窗等新品类推出, 单一经销商提货额也有望逐步提升, 整体预计零售渠道 2022-2024 年营收分别为 4.9/6.9/9.5 亿元, 同比+6.1%/+27.2%/+23.9%。成本方面, 由于公司积极推进零售渠道建设, 短期内仍将维持对经销商的扶持政策, 但生产环节随着原材料成本缓解有望驱动零售端盈利水平小幅修复, 我们预计 2022-2024 毛利率分别为 32.2%/32.2%/32.3%。

2) 大宗渠道: 短期内受房地产下行影响, 公司大宗业务或将承压, 但随着地产供给端政策加速落地, 在“保交付”的大背景下, 明年起公司大宗业务或可迎来修复, 预计 2022-2024 年营收分别为 5.1/5.8/6.2 亿元, 同比-3.5%/+13.0%/+8.0%。成本方面, 考虑原材料成本压力缓解与地产商压价因素对冲, 预计整体可维持当前毛利水平, 预计 2022-2024 年毛利率分别为 31.9%/31.9%/31.9%。

图表54：渠道拆分及收入预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总收入（百万元）	836.53	956.63	1,014.84	1,290.40	1,598.44
零售渠道	283.70	410.94	485.11	691.42	949.97
大宗渠道	542.17	528.72	510.21	576.54	622.66
其他	10.67	16.97	19.51	22.44	25.81
同比增速	14.85%	14.36%	6.08%	27.15%	23.87%
零售渠道	-0.50%	44.85%	18.05%	42.53%	37.40%
大宗渠道	24.05%	-2.48%	-3.50%	13.00%	8.00%
其他	72.49%	59.07%	15.00%	15.00%	15.00%
毛利率	38.61%	29.65%	32.22%	32.23%	32.26%
零售渠道	33.44%	29.13%	31.84%	31.90%	31.98%
大宗渠道	40.79%	28.96%	31.90%	31.93%	31.94%
其他	65.14%	63.97%	50.00%	50.00%	50.00%

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

图表55：产品拆分及收入预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总收入（百万元）	836.53	956.63	1,014.84	1,290.40	1,598.44
S86	389.50	360.98	388.92	441.31	487.49
P120	160.64	164.68	177.44	199.79	213.86
其他铝包木窗	166.70	188.82	194.58	280.12	390.81
其他	119.69	242.15	253.88	369.18	506.28
同比增速	14.85%	14.36%	6.08%	27.15%	23.87%
S86	11.34%	-7.32%	7.74%	13.47%	10.46%
P120	-22.70%	2.52%	7.75%	12.60%	7.04%
其他铝包木窗	104.59%	13.27%	3.05%	43.96%	39.52%
其他	34.10%	102.31%	4.85%	45.41%	37.13%
毛利率	38.61%	29.65%	32.22%	32.23%	32.25%
S86	40.25%	29.43%	33.15%	33.52%	33.96%
P120	41.46%	31.53%	34.22%	34.85%	35.22%
其他铝包木窗	35.10%	35.40%	36.70%	36.73%	36.76%
其他	34.36%	24.22%	25.96%	25.85%	25.88%

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

1) 销售费用率：由于公司已确立主抓 C 端的战略方向，出于打造品牌形象、增强消费者教育的需要，广告营销费用或将相应提升，因此我们预计营销费用率将相对维持高位，2022-2024 年分别为 7.1%/8.2%/8.1%。

2) 管理费用率：随着公司规模效应逐渐体现，公司管理费用率有望迎来小幅优化，我们预计 2022-2024 管理费用率分别为 4.5%/4.9%/4.8%。

3) 研发费用率：研发是公司维持行业领先地位的重要保障，随着公司新品类不断更新迭代，未来研发费用率将有所提升，我们预计 2022-2024 年研发费用率分别为 3.2%/3.7%/3.7%。

综上，我们预计公司 2022-2024 年营收为 10.15 亿元、12.90 亿元、15.98 亿元，归母净利润分别为 1.29 亿元、1.66 亿元、2.06 亿元。

4.2 投资建议及估值

我们预计公司 2022-2024 年 EPS 为 1.36、1.75、2.18 元，对应 PE 为 24、19、15 倍。我们选取王力安防、江山欧派、欧派家居、豪美新材、索菲亚等家居行业相关公司作为可比公司，2023 年可比公司估值中位数为 17 倍。考虑公司铝包木窗渗透率有望迎来加速提升，给予公司 2023 年 25 倍估值，目标价 43.65 元，给予公司“买入”评级。

图表56：可比公司估值比较（市盈率法）

代码	名称	股价（元）	EPS					PE				
			2020	2021	2022E	2023E	2024E	2020	2021	2022E	2023E	2024E
可比公司												
605268.SH	王力安防	9.45	0.65	0.32	0.32	0.56	0.77	14.54	29.53	29.53	16.88	12.27
603208.SH	江山欧派	62.57	4.05	2.45	1.72	3.20	3.91	15.45	25.54	36.38	19.55	16.00
603833.SH	欧派家居	123.60	3.43	4.38	4.57	5.54	6.52	36.05	28.24	27.02	22.29	18.96
002988.SZ	豪美新材	13.53	0.50	0.60	0.45	1.27	1.81	27.06	22.55	30.07	10.65	7.48
002572.SZ	索菲亚	18.83	1.31	0.13	1.32	1.72	2.06	14.41	140.52	14.23	10.97	9.14
中位数								15.45	28.24	29.53	16.88	12.27
平均数								21.50	49.28	27.45	16.07	12.77
301227.SZ	森鹰窗业	33.12	1.79	1.81	1.36	1.75	2.18	18.54	18.33	24.30	18.97	15.23

来源：Wind，国金证券研究所；股价为 2022.12.27 收盘价。

5.风险提示

- 1、国内疫情反复：疫情反复将影响终端需求及公司生产，进而影响公司收入；
- 2、C 端渠道扩张不畅：若公司经销渠道招商不畅，将影响公司 C 端业务收入；
- 3、品类拓展不达预期：公司铝合金窗品类扩张由于市场竞争、消费偏好变化等不确定性因素，存在不达预期风险；
- 4、原材料价格大幅上涨：公司原材料采购成本占比相对较高，若未来原材料采购价格大幅上涨，将不利于公司的成本控制，进而影响公司业绩；
- 5、限售股解禁：公司 2023 年 3 月 27 日有 117.2 万股限售股解禁，占总股本的比例 1.24%。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	728	837	957	1,015	1,290	1,598
增长率		14.9%	14.4%	6.1%	27.2%	23.9%
主营业务成本	-450	-514	-673	-688	-875	-1,083
%销售收入	61.8%	61.4%	70.3%	67.8%	67.8%	67.7%
毛利	278	323	284	327	416	516
%销售收入	38.2%	38.6%	29.7%	32.2%	32.2%	32.3%
营业税金及附加	-7	-9	-10	-13	-18	-22
%销售收入	1.0%	1.1%	1.1%	1.3%	1.4%	1.4%
销售费用	-99	-75	-88	-72	-106	-129
%销售收入	13.5%	8.9%	9.2%	7.1%	8.2%	8.1%
管理费用	-39	-43	-42	-46	-63	-77
%销售收入	5.3%	5.2%	4.4%	4.5%	4.9%	4.8%
研发费用	-22	-27	-32	-32	-48	-59
%销售收入	3.1%	3.2%	3.3%	3.2%	3.7%	3.7%
息税前利润 (EBIT)	111	169	112	164	181	228
%销售收入	15.3%	20.2%	11.7%	16.1%	14.0%	14.3%
财务费用	-5	-4	-5	6	18	17
%销售收入	0.7%	0.5%	0.5%	-0.6%	-1.4%	-1.1%
资产减值损失	-23	-17	20	-27	-2	-2
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	1	0	0	0	0
%税前利润	0.5%	0.8%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	89	152	147	152	198	243
营业利润率	12.2%	18.2%	15.4%	15.0%	15.3%	15.2%
营业外收支	2	-2	2	0	-3	0
税前利润	91	150	149	152	195	243
利润率	12.5%	17.9%	15.6%	15.0%	15.1%	15.2%
所得税	-15	-23	-21	-23	-29	-36
所得税率	16.6%	15.4%	14.0%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	76	127	128	129	166	206
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	76	127	128	129	166	206
净利率	10.4%	15.2%	13.4%	12.7%	12.8%	12.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	76	127	128	129	166	206
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	56	56	35	81	63	72
非经营收益	5	8	8	19	3	0
营运资金变动	11	-47	48	-105	5	-54
经营活动现金净流	147	144	220	123	237	225
资本开支	-82	-132	-83	-109	-170	-199
投资	0	1	0	-10	0	0
其他	2	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-79	-131	-82	-119	-170	-199
股权募资	0	0	0	824	0	0
债权募资	5	19	14	-129	-59	0
其他	-8	-9	-6	-58	-66	-82
筹资活动现金净流	-3	10	9	637	-125	-82
现金净流量	65	24	146	641	-59	-57

资产负债表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	102	125	273	914	856	799
应收款项	246	243	274	338	365	456
存货	167	145	144	143	180	220
其他流动资产	44	47	37	46	54	66
流动资产	558	561	728	1,442	1,454	1,541
%总资产	52.5%	45.8%	52.3%	66.8%	63.9%	61.9%
长期投资	0	0	0	10	10	10
固定资产	428	502	502	614	718	844
%总资产	40.2%	40.9%	36.1%	28.5%	31.6%	33.9%
无形资产	61	90	94	92	93	96
非流动资产	506	665	663	716	821	950
%总资产	47.5%	54.2%	47.7%	33.2%	36.1%	38.1%
资产总计	1,064	1,226	1,391	2,157	2,275	2,491
短期借款	154	173	188	60	0	0
应付款项	103	141	136	140	178	221
其他流动负债	185	163	191	181	220	270
流动负债	442	476	515	381	399	491
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	12	22	20	19	20	20
负债	454	498	535	400	418	510
普通股股东权益	610	728	856	1,757	1,857	1,980
其中：股本	71	71	71	95	95	95
未分配利润	295	401	529	607	706	830
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	1,064	1,226	1,391	2,157	2,275	2,491

比率分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	1.067	1.786	1.807	1.363	1.746	2.175
每股净资产	8.583	10.236	12.042	18.538	19.586	20.891
每股经营现金净流	2.075	2.030	3.094	1.300	2.495	2.373
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.545	0.698	0.870
回报率						
净资产收益率	12.43%	17.45%	15.00%	7.35%	8.91%	10.41%
总资产收益率	7.13%	10.36%	9.23%	5.99%	7.28%	8.28%
投入资本收益率	12.10%	15.84%	9.19%	7.64%	8.28%	9.77%
增长率						
主营业务收入增长率	19.19%	14.85%	14.36%	6.08%	27.15%	23.87%
EBIT 增长率	18.25%	51.89%	-33.86%	46.38%	10.66%	25.88%
净利润增长率	26.91%	67.43%	1.13%	0.59%	28.11%	24.58%
总资产增长率	14.85%	15.22%	13.48%	55.03%	5.45%	9.50%
资产管理能力						
应收账款周转天数	114.1	96.5	82.8	120.0	100.0	100.0
存货周转天数	123.4	110.9	78.4	76.0	75.0	74.0
应付账款周转天数	59.8	67.2	62.6	64.0	64.0	64.0
固定资产周转天数	156.8	213.3	185.6	190.1	159.1	134.4
偿债能力						
净负债/股东权益	8.62%	6.58%	-9.94%	-48.61%	-46.08%	-40.34%
EBIT 利息保障倍数	20.8	37.9	22.5	-26.7	-9.9	-13.3
资产负债率	42.66%	40.65%	38.47%	18.53%	18.38%	20.49%

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

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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、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
 电话：021-60753903
 传真：021-61038200
 邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
 邮编：201204
 地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号
 紫竹国际大厦 7 楼

北京
 电话：010-66216979
 传真：010-66216793
 邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
 邮编：100053
 地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳
 电话：0755-83831378
 传真：0755-83830558
 邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
 邮编：518000
 地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
 嘉里建设广场 T3-2402