

森鹰窗业（301227）

多品类逆势布局，份额有望提升

公司发布 2024 年中报

24Q2 收入 1.49 亿，同比-40.4%，归母净利润 226.55 万，同比-95.4%，扣非归母净利润 135.92 万，同比-96.8%；

24H1 收入 2.37 亿，同比-29.2%，归母净利润 50.49 万，同比-98.8%，扣非归母净利润-748.14 万，同比-121.7%。收入及利润下滑主要受外部市场环境等因素影响，公司大宗业务和经销商业业务均面临较大发展压力；此外二季度投产订单的季节性复苏滞后，导致公司上半年度产能利用率不足。

地产承压，渠道及收入结构积极优化

分渠道，24H1 大宗模式收入 1.14 亿，毛利率 32.31%；经销模式收入 1.16 亿，毛利率 13.49%。

大宗方面，2024 年全国新房市场整体处于深度调整期，公司采取了优化收入结构、拓宽公共建筑项目等措施，增加与大型国有地产企业、非住宅项目的深度合作，从传统大宗业务优势区域(华北、东北、华东等)向南部、西部区域拓展，通过经销商渠道积极拓展回款条件较好的小型大宗项目等。

经销方面，受累于装修预算减少、家居建材行业整体景气度下行，中高端门窗消费需求亦有所减弱。公司致力于完善经销商网络建设，加大招商、换商力度，在西南、西北、华南等区域的重点城市增加新商数量，同时拓展华东、华中等传统优势区域的下沉市场，加强对设计师圈层、物业社区集采团购及异业联盟等新增线下零售渠道的维护与运营管理。

“三门一窗”逆势拓品类，新塑窗锚定存量中端市场

分产品，24H1 节能铝包木窗产品收入为 1.86 亿，同比-34.3%，毛利率 27.3%，同比-6.5pct；铝合金窗产品收入 0.41 亿，同比+3.2%，毛利率 3.3%，同比-10.9 pct；幕墙及阳光房收入 374.53 万，同比-45.5%，毛利率 12.1%，同比-26.9 pct。

24H1 公司制定“三窗一门”的中长期产品策略，从聚焦节能铝包木窗，逐步拓展品类边界，围绕“建筑洞口解决方案”，将木窗、铝窗、节能 UPVC 窗（新塑窗）和入户门、幕墙及阳光房等产品组成矩阵，打造“独特性”、“高性价比”的产品差异化竞争优势。目前公司逆势布局，加快南京“年产 30 万平方米定制节能铝合金窗项目”及哈尔滨“年产 15 万平方米节能 UPVC 窗项目”募投项目，进一步降低生产成本，提高终端产品的质量及交付效率。

目前新塑窗品类拟包含纯塑窗、铝包塑窗及铝包塑内镶木三个系列产品，拟在 2024 年下半年度进入市场推广阶段。公司将通过位于哈尔滨的“实验”工厂、位于秦皇岛的“量”工厂联合生产运营，重点锚定需求更为广泛的存量中端市场，其中包括大宗业务中的改造和城市更新需求，经销商业业务中的二次装修和刚需换新市场。

短期受外部环境拖累，静待盈利能力改善

24H1 公司毛利率 24.0%，同比-8.2pct，归母净利率 0.2%，同比-12.6pct，销售/管理/研发/财务费用 11.56%/15.29%/-2.84%/5.84%，分别同比+4.24pct/+5.29pct/+1.16pct/+2.09pct，地产等外部环境扰动、产能利用率不足拖累公司盈利水平；我们预计伴随地产销售企稳，公司非住宅项目、非优势区域等稳步拓展，新增产能持续爬坡，盈利能力有望稳步恢复。

调整盈利预测，调整至“增持”评级

根据 24 年中报，考虑当前地产销售环境仍疲软，公司订单复苏存在滞后性，我们下调盈利预测，预计公司 24-26 年归母净利分别为 0.9/1.1/1.4 亿元

投资评级

行业	轻工制造/家居用品
6 个月评级	增持（调低评级）
当前价格	14.4 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	94.80
流通 A 股股本(百万股)	35.18
A 股总市值(百万元)	1,365.12
流通 A 股市值(百万元)	506.53
每股净资产(元)	18.16
资产负债率(%)	20.64
一年内最高/最低(元)	40.00/14.40

作者

孙海洋 分析师
SAC 执业证书编号: S1110518070004
sunhaiyang@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《森鹰窗业-公司点评:拟对外投资加快 UPVC 新塑窗布局》 2024-06-18
- 《森鹰窗业-年报点评报告:木窗为基，铝窗+塑窗全面发展》 2024-05-06
- 《森鹰窗业-季报点评:品类健全，渠道延展，成本改善》 2023-10-29

(前值 1.7/2.1/2.6 亿元), 对应 PE 分别为 15/12/10X, 给予“增持”评级。

风险提示: 市场竞争加剧; 原材料价格波动; 房地产销售持续低迷; 新产能投入及品类拓展不及预期等。

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	886.99	939.65	785.73	870.35	970.42
增长率(%)	(7.28)	5.94	(16.38)	10.77	11.50
EBITDA(百万元)	250.19	281.63	184.51	210.45	253.78
归属母公司净利润(百万元)	107.95	145.97	92.53	109.57	141.19
增长率(%)	(15.96)	35.22	(36.61)	18.42	28.86
EPS(元/股)	1.14	1.54	0.98	1.16	1.49
市盈率(P/E)	12.65	9.35	14.75	12.46	9.67
市净率(P/B)	0.76	0.74	0.71	0.67	0.63
市销率(P/S)	1.54	1.45	1.74	1.57	1.41
EV/EBITDA	7.88	6.12	1.77	1.89	1.52

资料来源: wind, 天风证券研究所

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,045.02	802.74	1,060.72	1,022.14	1,009.57
应收票据及应收账款	329.56	426.56	245.68	247.52	291.60
预付账款	24.76	15.71	23.66	20.91	27.00
存货	142.59	93.56	118.69	130.35	142.80
其他	18.97	170.58	178.42	174.60	166.97
流动资产合计	1,560.89	1,509.15	1,627.17	1,595.52	1,637.94
长期股权投资	0.00	9.73	9.73	9.73	9.73
固定资产	470.81	449.00	451.51	558.47	764.26
在建工程	3.64	112.93	212.93	250.34	175.17
无形资产	82.85	80.65	77.87	75.09	72.32
其他	80.93	96.89	81.61	81.73	83.13
非流动资产合计	638.22	749.20	833.65	975.37	1,104.61
资产总计	2,202.26	2,260.43	2,460.82	2,570.89	2,742.55
短期借款	182.06	221.18	265.41	291.95	262.76
应付票据及应付账款	82.64	78.98	77.33	104.42	90.20
其他	55.58	65.45	166.87	114.34	188.42
流动负债合计	320.28	365.60	509.61	510.71	541.38
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	19.28	17.42	19.66	19.05	18.86
非流动负债合计	19.28	17.42	19.66	19.05	18.86
负债合计	414.41	417.26	529.27	529.77	560.24
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	94.80	94.80	94.80	94.80	94.80
资本公积	1,002.86	1,007.01	1,002.86	1,002.86	1,002.86
留存收益	690.19	741.36	833.89	943.46	1,084.65
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	1,787.85	1,843.17	1,931.55	2,041.12	2,182.31
负债和股东权益总计	2,202.26	2,260.43	2,460.82	2,570.89	2,742.55

利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	886.99	939.65	785.73	870.35	970.42
营业成本	591.23	599.63	533.67	584.00	641.74
营业税金及附加	10.60	10.84	8.85	9.95	11.20
销售费用	52.55	62.57	53.43	58.31	64.05
管理费用	38.10	46.15	35.36	38.30	41.73
研发费用	34.50	32.29	25.93	27.85	30.18
财务费用	(8.34)	(25.00)	(16.51)	(7.20)	(6.37)
资产/信用减值损失	(52.42)	(58.00)	(36.06)	(29.55)	(23.66)
公允价值变动收益	0.00	0.47	(4.62)	(6.09)	(4.74)
投资净收益	(0.92)	(0.12)	0.03	(0.25)	(0.31)
其他	99.38	104.47	0.00	0.00	0.00
营业利润	122.31	166.37	104.37	123.25	159.17
营业外收入	5.95	1.69	2.50	3.08	3.30
营业外支出	1.74	0.97	0.94	0.90	0.85
利润总额	126.51	167.09	105.92	125.43	161.62
所得税	18.56	21.12	13.39	15.86	20.43
净利润	107.95	145.97	92.53	109.57	141.19
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	107.95	145.97	92.53	109.57	141.19
每股收益(元)	1.14	1.54	0.98	1.16	1.49

主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	-7.28%	5.94%	-16.38%	10.77%	11.50%
营业利润	-17.01%	36.03%	-37.27%	18.09%	29.15%
归属于母公司净利润	-15.96%	35.22%	-36.61%	18.42%	28.86%
获利能力					
毛利率	33.34%	36.19%	32.08%	32.90%	33.87%
净利率	12.17%	15.53%	11.78%	12.59%	14.55%
ROE	6.04%	7.92%	4.79%	5.37%	6.47%
ROIC	13.98%	14.63%	7.68%	11.34%	12.42%
偿债能力					
资产负债率	18.82%	18.46%	21.51%	20.61%	20.43%
净负债率	-48.27%	-31.55%	-41.17%	-35.77%	-34.22%
流动比率	3.96	3.78	3.19	3.12	3.03
速动比率	3.60	3.55	2.96	2.87	2.76
营运能力					
应收账款周转率	3.00	2.49	2.34	3.53	3.60
存货周转率	6.19	7.96	7.40	6.99	7.11
总资产周转率	0.49	0.42	0.33	0.35	0.37
每股指标（元）					
每股收益	1.14	1.54	0.98	1.16	1.49
每股经营现金流	-0.28	1.57	3.61	1.22	2.12
每股净资产	18.86	19.44	20.37	21.53	23.02
估值比率					
市盈率	12.65	9.35	14.75	12.46	9.67
市净率	0.76	0.74	0.71	0.67	0.63
EV/EBITDA	7.88	6.12	1.77	1.89	1.52
EV/EBIT	9.75	7.40	2.44	2.62	2.12

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com