

森鹰窗业 (301227)

证券研究报告
2025年04月21日

打造“独特性”、“高性价比”的产品差异化优势

公司发布年报

24Q4 营收 1.9 亿同减 28%，归母净利-0.1 亿同减 138%，扣非后归母-0.13 亿同减 170%。

24 年收入 5.7 亿同减 40%，归母净利-0.42 亿同减 129%，扣非后归母净利-0.57 亿同减 144%。

公司业绩变动原因主要是 2024 年度，伴随房地产市场整体深度调整，我国窗产业也在经历“从增量到存量”的市场阵痛期，同时受房地产市场传导及家装预算压缩等影响，中高端门窗零售消费疲弱，竞争愈发激烈。

面对外部环境变化，公司采取了加快推进渠道转型、主动收缩传统大宗业务销售规模、整合优化经销渠道及终端门店、拓展全品类节能窗等措施，但在房地产和消费需求的双重抑制下，公司营收下降幅度较大，产能利用率不足导致单位成本上升，同时因市场竞争激烈单位售价有所调整，毛利率显著减少。基于上述内外部因素综合影响，净利润较上一年度由盈转亏。

定位“节能·美窗”，稳步提升细分市场品牌知名度及美誉度

2024 年公司结合生产基地主要功能和产成品，分别对双城、王岗、南京工厂进行主题式改造，并提升工厂的数据可视化功能，将工厂生产中的各种数据实时采集、分析进行呈现。以线下工业游、线上 VR 展厅等方式打造森鹰可视化智能工厂形象。

“三窗一门”产品策略，拓宽品类边界，新塑窗锚定存量中端市场

公司制定“三窗一门”中长期产品策略。从聚焦节能铝包木窗，逐步拓展品类边界，将木窗、铝窗、新塑窗和入户门、幕墙及阳光房等产品组成矩阵。针对不同区域气候条件、消费者习惯，采用不同产品设计与销售渠道进行运营，贴近大宗业务和经销商业务的不同客户需求，打造“独特性”、“高性价比”的产品差异化竞争优势。

2024 年公司推出了具有独特性、性价比的新塑窗产品，挖掘更广阔的下沉市场，增加品牌知名度。未来，公司将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，经销商业务中的二次装修和刚需换新市场。

同时，对新塑窗新品进行全面推广，进一步带动全品类产品协同发展。

在产能方面，加快南京生产基地“年产 30 万平方米定制节能铝合金窗项目”、哈尔滨“年产 15 万平方米节能 UPVC 窗项目”募投项目，并积极实施“节能窗配套铝材板框产能提升项目”及“节能窗配套中空玻璃智能制造项目”募投项目，扩大玻璃深加工和铝材深加工配套产能，为未来的产品结构变化夯实供应链基础，结合产品线事业部和激励机制创新，以进一步降低生产成本，提高终端产品的质量及交付效率。

调整盈利预测，维持“增持”评级

基于 2024 年业绩表现，并考虑当前地产销售环境仍疲软，公司订单复苏存在滞后性，我们调整盈利预测，预计 25-27 年归母净利润为 0.04 亿、0.63 亿以及 0.82 亿（25-26 年前值为 1.1/1.4 亿元），EPS 分别为 0.04 元、0.66 元以及 0.86 元（25-26 年前值为 1.16 元/1.49 元）。

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。

投资评级

行业	轻工制造/家居用品
6 个月评级	增持（维持评级）
当前价格	16.84 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	95.23
流通 A 股股本(百万股)	33.93
A 股总市值(百万元)	1,603.68
流通 A 股市值(百万元)	571.46
每股净资产(元)	17.68
资产负债率(%)	23.70
一年内最高/最低(元)	27.65/14.03

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:多品类逆势布局，份额有望提升》 2024-08-25
- 《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

财务数据和估值	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	939.65	566.54	579.57	609.71	663.98
增长率(%)	5.94	(39.71)	2.30	5.20	8.90
EBITDA(百万元)	281.63	64.48	80.67	171.47	204.69
归属母公司净利润(百万元)	145.97	(42.19)	3.80	62.77	82.10
增长率(%)	35.22	(128.90)	(109.00)	1,552.65	30.80
EPS(元/股)	1.53	(0.44)	0.04	0.66	0.86
市盈率(P/E)	10.76	(37.24)	413.70	25.03	19.14
市净率(P/B)	0.85	0.93	0.91	0.88	0.85
市销率(P/S)	1.67	2.77	2.71	2.58	2.37
EV/EBITDA	6.12	13.51	10.55	5.17	4.92

资料来源: wind, 天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	802.74	612.97	834.29	837.86	676.68	营业收入	939.65	566.54	579.57	609.71	663.98
应收票据及应收账款	426.56	296.41	199.44	146.06	222.82	营业成本	599.63	451.70	394.11	408.51	438.22
预付账款	15.71	15.30	9.49	19.11	10.36	营业税金及附加	10.84	6.93	6.38	6.71	7.30
存货	93.56	130.06	26.33	154.46	34.88	销售费用	62.57	60.28	35.35	37.19	40.50
其他	170.58	247.32	175.85	170.11	162.98	管理费用	46.15	48.10	23.76	25.00	27.22
流动资产合计	1,509.15	1,302.05	1,245.41	1,327.60	1,107.73	研发费用	32.29	32.01	19.13	19.51	20.65
长期股权投资	9.73	9.33	9.33	9.33	9.33	财务费用	(25.00)	(11.73)	(2.64)	7.62	9.71
固定资产	449.00	457.26	459.35	587.38	834.60	资产/信用减值损失	(58.00)	(35.71)	(28.04)	(29.55)	(23.66)
在建工程	112.93	226.04	326.04	340.83	220.41	公允价值变动收益	0.47	3.80	(71.83)	(6.09)	(4.74)
无形资产	80.65	78.02	75.42	72.82	70.22	投资净收益	(0.12)	(3.64)	(1.16)	(1.46)	(1.60)
其他	96.89	133.68	94.84	98.60	104.10	其他	104.47	60.82	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	749.20	904.33	964.98	1,108.96	1,238.66	营业利润	166.37	(46.02)	2.45	68.08	90.37
资产总计	2,260.43	2,207.79	2,210.39	2,436.56	2,346.40	营业外收入	1.69	1.08	2.72	2.86	2.09
短期借款	221.18	307.19	368.63	405.49	364.94	营业外支出	0.97	2.56	0.94	0.90	0.85
应付票据及应付账款	78.98	73.86	36.76	88.65	42.33	利润总额	167.09	(47.50)	4.24	70.03	91.60
其他	65.45	50.51	56.75	140.51	67.09	所得税	21.12	(4.93)	0.44	7.26	9.50
流动负债合计	365.60	431.56	462.14	634.65	474.36	净利润	145.97	(42.58)	3.80	62.77	82.10
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	0.00	(0.39)	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	145.97	(42.19)	3.80	62.77	82.10
其他	17.42	19.38	18.98	18.77	18.64	每股收益(元)	1.53	(0.44)	0.04	0.66	0.86
非流动负债合计	17.42	19.38	18.98	18.77	18.64						
负债合计	417.26	523.29	481.13	653.42	493.00	主要财务比率					
少数股东权益	0.00	0.81	0.81	0.81	0.81		2023	2024	2025E	2026E	2027E
股本	94.80	95.23	95.23	95.23	95.23	成长能力					
资本公积	1,007.01	1,015.23	1,002.86	1,002.86	1,002.86	营业收入	5.94%	-39.71%	2.30%	5.20%	8.90%
留存收益	741.36	653.23	657.02	719.79	801.90	营业利润	36.03%	-127.66%	-105.33%	2675.55%	32.74%
其他	0.00	(80.00)	(26.67)	(35.55)	(47.41)	归属于母公司净利润	35.22%	-128.90%	-109.00%	1552.65%	30.80%
股东权益合计	1,843.17	1,684.50	1,729.26	1,783.15	1,853.40	获利能力					
负债和股东权益总计	2,260.43	2,207.79	2,210.39	2,436.56	2,346.40	毛利率	36.19%	20.27%	32.00%	33.00%	34.00%
						净利率	15.53%	-7.45%	0.66%	10.30%	12.37%
						ROE	7.92%	-2.51%	0.22%	3.52%	4.43%
						ROIC	14.63%	-5.18%	-0.02%	6.73%	8.17%
						偿债能力					
						资产负债率	18.46%	23.70%	21.77%	26.82%	21.01%
						净负债率	-31.55%	-18.15%	-26.93%	-24.25%	-16.82%
						流动比率	3.78	2.59	2.69	2.09	2.34
						速动比率	3.55	2.33	2.64	1.85	2.26
						营运能力					
						应收账款周转率	2.49	1.57	2.34	3.53	3.60
						存货周转率	7.96	5.07	7.41	6.74	7.01
						总资产周转率	0.42	0.25	0.26	0.26	0.28
						每股指标(元)					
						每股收益	1.53	-0.44	0.04	0.66	0.86
						每股经营现金流	1.56	1.31	1.30	1.81	0.98
						每股净资产	19.35	17.68	18.15	18.72	19.45
						估值比率					
						市盈率	10.76	-37.24	413.70	25.03	19.14
						市净率	0.85	0.93	0.91	0.88	0.85
						EV/EBITDA	6.12	13.51	10.55	5.17	4.92
						EV/EBIT	7.40	51.76	28.21	7.94	7.81

现金流量表(百万元)					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	145.97	(42.58)	3.80	62.77	82.10
折旧摊销	52.67	49.90	50.51	59.77	75.79
财务费用	(1.98)	0.72	(2.64)	7.62	9.71
投资损失	0.12	2.23	1.16	1.46	1.60
营运资金变动	(99.66)	19.54	142.79	46.96	(71.42)
其它	51.47	94.53	(71.83)	(6.09)	(4.74)
经营活动现金流	148.59	124.34	123.80	172.50	93.05
资本支出	145.78	164.03	150.40	200.21	200.13
长期投资	9.73	(0.40)	0.00	0.00	0.00
其他	(292.42)	(272.97)	(157.91)	(389.50)	(392.25)
投资活动现金流	(136.90)	(109.34)	(7.51)	(189.28)	(192.12)
债权融资	64.11	97.74	64.08	29.24	(50.26)
股权融资	(41.79)	(71.35)	40.96	(8.89)	(11.85)
其他	(83.94)	(66.22)	(0.00)	(0.00)	(0.00)
筹资活动现金流	(61.62)	(39.83)	105.04	20.35	(62.11)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(49.93)	(24.82)	221.33	3.57	(161.18)

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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