

投资评级 优于大市 首次覆盖

立足 LED 主业，多轮驱动业绩成长

股票数据

02月18日收盘价(元)	13.58
52周股价波动(元)	12.26-19.18
总股本/流通A股(百万股)	1484/963
总市值/流通市值(百万元)	20155/13074

相关研究

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-7.6	-12.9	-6.4
相对涨幅(%)	-4.3	-6.8	-2.6

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 郑宏达

Tel: (021) 23219392

Email: zhd10834@htsec.com

证书: S0850516050002

联系人: 薛逸民

Tel: (021) 23219963

Email: xym13863@htsec.com

投资要点:

- 行业景气度回暖，产品量价齐升推动封装业务增长。**公司是一家覆盖 LED 封装、照明品牌业务、LED 应用产品与创新业务的全球化科技公司。2022 年 1 月 17 日公司发布 2021 年业绩预告。2021 年预计实现归母净利润 11.0-12.0 亿元，同比增长 264.55%-297.70%。2021 年 LED 行业景气度回暖，下游需求提升，公司产品量价齐升。公司不断加强品牌建设、优化产品结构，降本增效取得了较好的效果。此外公司积极规划 Mini LED 量产出货，打造公司未来新的利润增长点。
- 整合全球资源，打造全球化照明品牌与渠道。**2018 年公司完成收购朗德万斯，借助朗德万斯的渠道、品牌、技术等优势开扩公司的出海口。经过 5 年的整合，公司收购的朗德万斯运营成效显著，通过持续升级产品和整合品牌与渠道，实现朗德万斯利润的稳步增长。公司有两大品牌：朗德万斯品牌和木林森品牌。公司将利用良好的国际品牌效应加大新兴市场的占有率，同时提升在欧美的市场份额，加强国内业务的开拓。
- 布局植物照明，产研一体化助力成长。**2021 年 9 月 2 日公司发布关于公司与中国农业科学院都市农业研究所签署《项目合作协议》的公告。公司将与中国都市农业所针对 LED 植物照明系列解决方案、牧草养殖系列解决方案进行共同研究。合作的签署拓宽了公司在 LED 高端照明板块的布局，实现植物照明的领域的快速发展。我国植物照明市场仍属于成长初期，随着需求的不断增长，有望开启增长的快车道。公司目前主要与有需求的畜牧公司进行合作，植物生长仓已经开始实现量产并逐步推广。此外，植物照明在高价值经济作物种植、中药种植等方面未来也有望实现推广。
- 进军光伏储能，布局细分优质赛道。**公司将与下属子公司深圳朗德万斯设立控股子公司朗德万斯新能源有限公司，和谐卓越或其指定第三方后续将共同参与投资及经营朗德万斯新能源，朗德万斯新能源主要在海外从事分布式户用和商用光伏系统和光储一体化业务。目前光伏和储能市场空间大，公司将此作为战略级业务，进一步加强自身综合竞争力，提高公司持续经营能力。
- 盈利预测及投资评级。**我们预计公司 2021-2023 年营业收入分别为 197.55/218.84/241.59 亿元，2021-2023 年公司归母净利润分别为 11.78/15.15/17.06 亿元，对应 2021-2023 年 EPS 分别为 0.79/1.02/1.15 元/股。基于 PE 估值法，我们给予公司 2022 年 15-18 X PE 估值，我们认为公司的合理价值区间为 15.31-18.37 元/股，首次覆盖给予“优于大市”评级。
- 风险提示：**行业竞争加剧；原材料价格波动；新业务开拓不及预期。

主要财务数据及预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	18973	17381	19755	21884	24159
(+/-)YoY(%)	5.7%	-8.4%	13.7%	10.8%	10.4%
净利润(百万元)	492	302	1178	1515	1706
(+/-)YoY(%)	-31.7%	-38.6%	290.5%	28.6%	12.6%
全面摊薄 EPS(元)	0.33	0.20	0.79	1.02	1.15
毛利率(%)	30.3%	28.4%	31.9%	31.3%	30.8%
净资产收益率(%)	4.8%	2.4%	8.6%	10.0%	10.1%

资料来源: 公司年报(2019-2020), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

我们对公司主营业务进行如下假设:

假设条件 1: 我们认为公司处于多轮驱动、业务快速增长阶段。传统业务受益于新兴市场的开拓以及欧美市场的份额提升, 同时在国内公司将通过供应链配合以及成熟的销售模式满足不同层次的终端照明需求。Mini LED 业务已切入到显示屏领域, 背光领域已在业务对接。除了传统 LED 业务外, 公司还布局了储能、植物照明、空净及 UVC 深紫外消杀等领域。我们预计朗德万斯品牌 2021E-2023E 的收入同比增速分别为 3%、10.00%和 10.00%; 预计木林森品牌 2021E-2023E 的收入同比增速分别为 30.00%、20.00%和 15.00%; 预计 LED 材料 2021E-2023E 的收入同比增速分别为 30.00%、10.00%和 10.00%; 预计其他业务 2021E-2023E 的收入同比增速分别为 5.00%、5.00%和 5.00%。

假设条件 2: 我们预计朗德万斯品牌 2021E-2023E 的毛利率分别为 45.00%、44.00%和 43.00%; 预计木林森品牌 2021E-2023E 的毛利率分别为 25.00%、25.00%和 25.00%; 预计 LED 材料 2021E-2023E 的毛利率分别为 15.00%、15.00%和 15.00%; 预计其他业务 2021E-2023E 的毛利率分别为 10.00%、9.00%和 8.00%。

表 1 木林森分业务预测

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
合计					
营业收入 (百万元)	18972.69	17381.31	19755.46	21884.33	24159.42
YoY		-8.39%	13.66%	10.78%	10.40%
毛利率	30.35%	28.35%	31.90%	31.32%	30.76%
朗德万斯品牌					
营业收入 (百万元)	12456.09	10310.31	10619.62	11681.58	12849.74
YoY	-	-17.23%	3.00%	10.00%	10.00%
毛利率	35.48%	38.73%	45.00%	44.00%	43.00%
木林森品牌					
营业收入 (百万元)	1293.77	1270.59	1651.77	1982.12	2279.44
YoY	-	-1.79%	30.00%	20.00%	15.00%
毛利率	26.39%	23.51%	25.00%	25.00%	25.00%
LED 材料					
营业收入 (百万元)	4923.04	5574.58	7246.96	7971.65	8768.82
YoY	-	13.23%	30.00%	10.00%	10.00%
毛利率	19.77%	11.05%	15.00%	15.00%	15.00%
其他业务					
营业收入 (百万元)	299.80	225.82	237.11	248.97	261.42
YoY	-	-24.67%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率	8.03%	8.73%	10.00%	9.00%	8.00%

资料来源: Wind, 海通证券研究所测算

2021 年 LED 行业景气度回暖, 下游需求向好。公司抓住市场机遇, 主要产品的销售价格和销量都有所上涨。公司收购的朗德万斯运营成效显著, 通过持续升级产品和整合品牌与渠道, 实现朗德万斯利润的稳步增长。我们认为公司处于多轮驱动、业务快速增长阶段。我们预计公司 2021-2023 年营业收入分别为 197.55/218.84/241.59 亿元, 2021-2023 年公司归母净利润分别为 11.78/15.15/17.06 亿元, 对应 2021-2023 年 EPS 分别为 0.79/1.02/1.15 元/股。基于 PE 估值法, 我们给予公司 2022 年 15-18 X PE 估值, 我们认为公司的合理价值区间为 15.31-18.37 元/股, 首次覆盖给予“优于大市”评级。

表 2 可比公司估值表

代码	简称	EPS (元)			PE (倍)		
		2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E
300219	鸿利智汇	0.13	0.46	0.68	90.5	25.8	17.5
300241	瑞丰光电	0.07	0.14	0.22	99.1	48.1	31.3
300162	雷曼光电	-0.90	0.23	0.53	-9.9	38.4	16.8
	均值	-0.23	0.28	0.48	59.89	37.45	21.86
002745	木林森	0.20	0.79	1.02	66.8	17.1	13.3

资料来源: Wind, 海通证券研究所, 除木林森外, 其余公司为 wind 一致预期, PE 对应股价为 2021 年 2 月 18 日。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E	利润表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标 (元)					营业总收入	17381	19755	21884	24159
每股收益	0.20	0.79	1.02	1.15	营业成本	12454	13453	15031	16728
每股净资产	8.40	9.19	10.21	11.36	毛利率%	28.4%	31.9%	31.3%	30.8%
每股经营现金流	0.99	2.00	1.12	1.55	营业税金及附加	122	138	131	121
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.7%	0.7%	0.6%	0.5%
价值评估 (倍)					营业费用	2575	2963	3239	3503
P/E	66.80	17.11	13.31	11.81	营业费用率%	14.8%	15.0%	14.8%	14.5%
P/B	1.62	1.48	1.33	1.20	管理费用	943	988	985	1015
P/S	1.16	1.02	0.92	0.83	管理费用率%	5.4%	5.0%	4.5%	4.2%
EV/EBITDA	11.67	8.52	6.95	5.69	EBIT	872	1581	1886	2141
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	711	126	74	64
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	4.1%	0.6%	0.3%	0.3%
毛利率	28.4%	31.9%	31.3%	30.8%	资产减值损失	-280	0	0	0
净利润率	1.7%	6.0%	6.9%	7.1%	投资收益	36	79	77	77
净资产收益率	2.4%	8.6%	10.0%	10.1%	营业利润	765	1574	2020	2275
资产回报率	1.0%	3.8%	4.6%	4.9%	营业外收支	2	-3	0	0
投资回报率	1.6%	5.8%	6.3%	6.4%	利润总额	767	1571	2020	2275
盈利增长 (%)					EBITDA	2096	2213	2565	2845
营业收入增长率	-8.4%	13.7%	10.8%	10.4%	所得税	464	393	505	569
EBIT 增长率	12.4%	81.3%	19.3%	13.5%	有效所得税率%	60.4%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润增长率	-38.6%	290.5%	28.6%	12.6%	少数股东损益	2	0	0	0
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	302	1178	1515	1706
资产负债率	59.3%	56.4%	53.3%	51.6%					
流动比率	1.09	1.30	1.43	1.54	资产负债表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
速动比率	0.92	1.04	1.15	1.28	货币资金	6151	8000	9500	12000
现金比率	0.41	0.56	0.68	0.81	应收账款及应收票据	6131	4871	4797	4964
经营效率指标					存货	2595	3686	3706	3666
应收账款周转天数	92.48	70.00	60.00	55.00	其它流动资产	1484	2190	2123	2097
存货周转天数	76.05	100.00	90.00	80.00	流动资产合计	16359	18747	20125	22728
总资产周转率	0.56	0.63	0.67	0.69	长期股权投资	1096	1096	1096	1096
固定资产周转率	2.73	3.41	3.87	4.39	固定资产	6368	5786	5657	5503
					在建工程	299	299	299	299
					无形资产	875	825	775	725
					非流动资产合计	14416	12644	12464	12260
现金流量表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E	资产总计	30775	31391	32590	34988
净利润	302	1178	1515	1706	短期借款	6007	3754	4223	5069
少数股东损益	2	0	0	0	应付票据及应付账款	5701	7371	6589	6416
非现金支出	1765	632	679	704	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	686	254	129	148	其它流动负债	3236	3256	3254	3272
营运资金变动	-1289	911	-663	-257	流动负债合计	14944	14381	14065	14758
经营活动现金流	1466	2976	1660	2301	长期借款	1515	1515	1515	1515
资产	-1217	-101	-500	-500	其它长期负债	1794	1794	1794	1794
投资	-1393	1350	0	0	非流动负债合计	3309	3309	3309	3309
其他	371	119	77	77	负债总计	18253	17691	17375	18067
投资活动现金流	-2240	1368	-423	-423	实收资本	1484	1484	1484	1484
债权募资	-952	-2262	469	847	归属于母公司所有者权益	12467	13645	15160	16866
股权募资	14	0	0	0	少数股东权益	55	55	55	55
其他	84	-232	-205	-225	负债和所有者权益合计	30775	31391	32590	34988
融资活动现金流	-854	-2494	263	621					
现金净流量	-1660	1849	1500	2500					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 02 月 18 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2020), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

郑宏达 电子、计算机行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 易华录,中颖电子,四维图新,浪潮国际,创业慧康,航天宏图,京北方,晶赛科技,盈建科,品茗股份,广联达,用友网络,银江技术,芯朋微,芯原股份-U,N汉鑫,拉卡拉,优刻得-W,金山办公,道通科技,中孚信息,中望软件,兴森科技,海康威视,启明星辰,新国都,长亮科技,金蝶国际,久远银海,经纬恒润

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。在任何情况下,本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,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波动。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下,海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。