

木林森 (002745)

证券研究报告

2023年04月28日

LED 逐步回暖，植物照明与储能增长趋势明显

事件：公司发布 2022 年年报和 2023 年一季报，2022 年公司实现营业收入 165.17 亿元，同比-11.27%，归母净利润 1.94 亿元，同比-83.27%。2022 年 Q4 实现营业收入 43.16 亿元，同比-16.37%，归母净利润 -2.01 亿元，同比-190.17%。2023 年 Q1 实现营业收入 40.80 亿元，同比+2.13%，归母净利润 1.41 亿元，同比-22.62%。

点评：看好公司在业绩承压背景下减少存货助力公司降低经营成本，依靠智能制造规模化优势、研发优势驱动公司业绩回升。看好公司持续推进植物照明技术布局、依凭朗德万斯渠道切入全球光伏储能市场带来的增长空间。

业绩受环境影响利润承压，存货已至低点静待复苏。受国内宏观经济剧烈波动、海外区域争端和复杂贸易形势等多重因素影响，2022 年公司业绩承压下滑。在业绩承压背景下，公司积极降低已有库存：截止 2022Q4 末，公司存货为 39.74 亿元，环比-12.83%，2023Q1 存货 36.10 亿元，环比-9.16%，看好公司库存降低实现轻装上阵面对后续市场需求复苏态势。

智能制造具备规模化优势，深耕研发带来转机。作为全球照明龙头，公司在 LED 封装制造、LED 照明制造领域已经实现生产智能化和自动化控制，从而提高了公司竞争力和市场占有率，2022 年木林森智能制造业务实现营业收入 49.76 亿元，分行业来看：1) **LED 封装：**应用新型封装技术，加速技术迭代，推进小间距、Mini/Micro LED 产品封装技术革新。2) **LED 照明：**结合自身成本管控和规模化生产的优势与海外制造工艺，实现智能化生产。在智能制造规模化基础上，公司深耕照明研发领域，设立中山、深圳、慕尼黑等研发中心，围绕智慧照明、健康照明等领域产品线布局，公司 23 年加大研发趋势初显，我们认为研发投入的优势或将助力公司走出业绩承压态势。

“朗德万斯+木林森”双品牌渠道驱动，储能、植物照明或成新增长点。公司双照明品牌具备渠道优势，具备较高市场美誉度，在 2022 年，双照明品牌经营情况如下：1) “朗德万斯”营收 96.15 亿元，在欧美拥有较强的品牌效应和渠道，在“碳中和”背景下有望顺利切入海外储能市场，打开公司增长空间。2) “木林森”营收 16.54 亿元，该品牌立足国内市场，已斩获“中国照明行业十大品牌”等荣誉。作为全球照明行业的引领者和中国 LED 半导体行业的领导者，公司积极推进 LED 行业新型应用，探索更具高附加值的产品形态，已对植物照明、卫生医疗方面的 UV LED 等新型 LED 应用展开相关研究，随着公司植物照明业务下游需求旺盛，植物照明或将成为新增销售增长点，有望打开广阔市场空间。

投资建议：受全球经济下行，中美贸易争端等不确定性因素影响，LED 市场复苏程度可能不达预期，将预计 2023-2025 年归母净利润由原来预测的 12.09、17.82、22.07 亿元调整为 6.52、10.02 和 13.03 亿元，调整为“持有”评级。

风险提示：植物照明市场增长与渗透率提升不及预期、LED 需求复苏不及预期、俄乌战争冲突持续影响俄罗斯工厂生产经营。

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	18,614.61	16,516.77	24,657.89	28,356.58	32,610.06
增长率(%)	7.10	(11.27)	49.29	15.00	15.00
EBITDA(百万元)	4,052.18	2,194.27	2,619.18	3,140.54	3,391.78
归属母公司净利润(百万元)	1,158.99	193.91	652.35	1,001.60	1,302.65
增长率(%)	284.10	(83.27)	236.41	53.54	30.06
EPS(元/股)	0.78	0.13	0.44	0.67	0.88
市盈率(P/E)	11.38	68.04	20.23	13.17	10.13
市净率(P/B)	1.00	0.98	1.35	1.26	1.15
市销率(P/S)	0.71	0.80	0.54	0.47	0.40
EV/EBITDA	4.41	3.58	3.79	3.51	1.93

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	电子/光学光电子
6 个月评级	持有 (调低评级)
当前价格	8.89 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,484.17
流通 A 股股本(百万股)	961.34
A 股总市值(百万元)	13,194.24
流通 A 股市值(百万元)	8,546.27
每股净资产(元)	9.12
资产负债率(%)	43.14
一年内最高/最低(元)	12.75/7.91

作者

潘暕	分析师
SAC 执业证书编号：S1110517070005	
panjian@tfzq.com	
许俊峰	分析师
SAC 执业证书编号：S1110520110003	
xujunfeng@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《木林森-公司点评:LED 有望逐步回暖，植物照明与储能打开增长通道》2022-07-22
- 《木林森-年报点评报告:经营业绩创历史新高，进军新兴高端细分赛道》2022-03-31
- 《木林森-公司点评:布局海外光伏及储能市场，多轮驱动快速增长》2021-12-01

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	5,550.64	3,945.78	3,059.11	2,268.53	5,930.53
应收票据及应收账款	4,548.73	4,044.48	8,919.75	7,491.61	10,431.60
预付账款	113.38	107.38	250.46	180.80	301.00
存货	3,958.32	3,974.41	6,951.93	6,553.06	9,138.66
其他	1,862.95	1,714.85	1,879.09	1,822.19	1,911.57
流动资产合计	16,034.02	13,786.89	21,060.35	18,316.19	27,713.35
长期股权投资	1,069.36	1,021.60	1,021.60	1,021.60	1,021.60
固定资产	5,995.62	5,218.36	4,425.85	3,633.35	2,840.85
在建工程	173.69	75.60	75.60	75.60	75.60
无形资产	818.15	735.99	672.09	608.20	544.31
其他	4,682.05	4,084.86	4,528.80	4,523.18	4,288.89
非流动资产合计	12,738.87	11,136.41	10,723.95	9,861.94	8,771.25
资产总计	28,772.89	24,923.30	31,784.30	28,178.13	36,484.60
短期借款	2,617.09	1,427.91	706.96	1,593.58	706.96
应付票据及应付账款	7,305.80	5,604.10	14,552.10	10,373.93	18,095.49
其他	2,733.44	2,704.80	3,754.28	3,397.37	3,860.19
流动负债合计	12,656.33	9,736.81	19,013.35	15,364.88	22,662.65
长期借款	1,494.55	588.85	690.75	698.38	690.75
应付债券	0.00	0.00	678.80	219.46	224.57
其他	1,262.05	1,080.38	1,578.06	1,378.89	1,324.84
非流动负债合计	2,756.59	1,669.23	2,947.61	2,296.73	2,240.16
负债合计	15,469.71	11,449.46	21,960.95	17,661.62	24,902.81
少数股东权益	59.15	60.36	66.64	75.36	89.77
股本	1,484.17	1,484.17	1,484.17	1,484.17	1,484.17
资本公积	7,976.82	7,959.95	3,860.33	3,860.33	3,860.33
留存收益	4,085.51	4,074.61	4,533.52	5,261.43	6,320.98
其他	(302.46)	(105.24)	(121.32)	(164.78)	(173.45)
股东权益合计	13,303.18	13,473.84	9,823.34	10,516.51	11,581.79
负债和股东权益总计	28,772.89	24,923.30	31,784.30	28,178.13	36,484.60

现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	1,169.20	197.79	652.35	1,001.60	1,302.65
折旧摊销	1,283.61	1,097.80	856.40	856.40	856.40
财务费用	307.99	128.20	53.64	70.47	54.45
投资损失	(102.78)	(55.83)	(49.37)	(60.96)	(67.24)
营运资金变动	1,765.04	(1,304.85)	1,438.05	(2,638.70)	2,804.11
其它	(413.55)	100.70	113.92	(1.16)	(26.91)
经营活动现金流	4,009.51	163.80	3,064.98	(772.36)	4,923.45
资本支出	838.86	95.38	(497.68)	199.17	54.04
长期投资	(26.98)	(47.76)	0.00	0.00	0.00
其他	(758.38)	1,091.88	798.07	(255.57)	(77.73)
投资活动现金流	53.50	1,139.51	300.39	(56.40)	(23.69)
债权融资	(4,305.94)	(2,244.24)	59.74	358.60	(982.68)
股权融资	(388.06)	180.34	(4,311.77)	(320.42)	(255.08)
其他	385.28	(327.04)	0.00	(0.00)	0.00
筹资活动现金流	(4,308.73)	(2,390.94)	(4,252.03)	38.17	(1,237.76)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(245.72)	(1,087.64)	(886.66)	(790.59)	3,662.00

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	18,614.61	16,516.77	24,657.89	28,356.58	32,610.06
营业成本	12,416.40	12,056.75	21,528.81	24,234.66	27,890.08
营业税金及附加	100.95	80.37	150.41	165.87	182.78
销售费用	2,504.72	2,428.47	212.06	1,117.25	1,284.84
管理费用	963.81	905.03	189.87	663.54	763.08
研发费用	550.15	297.15	1,215.63	170.14	195.66
财务费用	425.79	216.00	53.64	70.47	54.45
资产/信用减值损失	(353.28)	(440.32)	(430.23)	(441.36)	(416.30)
公允价值变动收益	12.97	(5.26)	104.98	(13.15)	(44.63)
投资净收益	102.78	55.83	49.37	60.96	67.24
其他	317.78	683.10	0.00	(0.00)	(0.00)
营业利润	1,572.55	239.67	1,031.60	1,541.09	1,845.49
营业外收入	13.68	178.64	59.17	83.83	83.83
营业外支出	36.78	176.10	60.45	70.66	86.00
利润总额	1,549.45	242.20	1,030.31	1,554.26	1,843.32
所得税	380.25	44.41	369.03	540.67	522.96
净利润	1,169.20	197.79	661.28	1,013.59	1,320.36
少数股东损益	10.21	3.88	8.94	11.99	17.72
归属于母公司净利润	1,158.99	193.91	652.35	1,001.60	1,302.65
每股收益(元)	0.78	0.13	0.44	0.67	0.88

主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	7.10%	-11.27%	49.29%	15.00%	15.00%
营业利润	105.53%	-84.76%	330.43%	49.39%	19.75%
归属于母公司净利润	284.10%	-83.27%	236.41%	53.54%	30.06%
获利能力					
毛利率	33.30%	27.00%	12.69%	14.54%	14.47%
净利率	6.23%	1.17%	2.65%	3.53%	3.99%
ROE	8.75%	1.45%	6.69%	9.59%	11.34%
ROIC	13.65%	4.30%	7.55%	16.21%	16.45%
偿债能力					
资产负债率	53.76%	45.94%	69.09%	62.68%	68.26%
净负债率	-3.53%	-6.63%	1.09%	12.61%	-28.18%
流动比率	1.26	1.41	1.11	1.19	1.22
速动比率	0.95	1.00	0.74	0.77	0.82
营运能力					
应收账款周转率	3.49	3.84	3.80	3.46	3.64
存货周转率	5.68	4.16	4.51	4.20	4.16
总资产周转率	0.63	0.62	0.87	0.95	1.01
每股指标(元)					
每股收益	0.78	0.13	0.44	0.67	0.88
每股经营现金流	2.70	0.11	2.07	-0.52	3.32
每股净资产	8.92	9.04	6.57	7.04	7.74
估值比率					
市盈率	11.38	68.04	20.23	13.17	10.13
市净率	1.00	0.98	1.35	1.26	1.15
EV/EBITDA	4.41	3.58	3.79	3.51	1.93
EV/EBIT	6.03	6.15	5.63	4.83	2.58

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
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	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 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com