

2022年05月04日

木林森 (002745.SZ)

朗德万斯、木林森双品牌驱动，垂直一体化布局优势显著

■事件：木林森发布2021年报和2022年一季报。2021年公司实现营业收入186.15亿元，同比增长7.10%；归母净利润11.59亿元，同比增长284.10%；扣非后归母净利润10.53亿元，同比增长279.68%。其中2021Q4当季公司实现营业收入51.60亿元，同比下降8.67%；归母净利润2.22亿元，同比增长157.40%；扣非后归母净利润2.08亿元，同比增长139.93%。

此外，2022Q1当季公司实现营业收入39.95亿元，同比下降10.70%；归母净利润1.82亿元，同比下降38.65%；扣非后归母净利润1.73亿元，同比下降36.50%。

■海外子公司加速整合，LED细分新领域拓展布局

分产品看，2021年公司朗德万斯系品牌、木林森品牌、LED材料分别实现收入102.17/19.84/60.07亿元，同比增长-0.90%/56.17%/7.76%。具体来看，1)朗德万斯品牌方面，公司已完成海外子公司朗德万斯业务的深度整合，确立以“朗德万斯”为代表的海外品牌体系。朗德万斯深耕欧美照明市场多年，拥有强大的品牌国际影响力和完善的全球营销渠道，公司与IMELCO、REXEL、SONEPAR等贸易渠道客户，以及沃尔玛、麦德龙、BAUHAUS等大型商业超市、零售渠道客户保持长期稳定的合作关系。2)木林森品牌方面，公司向高附加值、高成长性的LED细分领域深入布局，重点布局植物照明、空气净化业务、深紫外线LED芯片和器件及硅基黄光LED等新业务和产品，不断拓展“木林森”品牌的产品体系。3)智能制造业务方面，公司通过自主生产PCB板、LED驱动IC、支架、胶水、包装材料等，在制造端形成成本优势。公司通过参股淮安澳洋顺昌光电技术有限公司、开发晶照明(厦门)有限公司的方式形成战略合作，保证上游LED芯片的供应，减少因芯片价格波动对公司产品造成的影响。

■销售网络全市场覆盖，海内外市场持续扩张

分渠道看，2021年公司经销、直销渠道分别实现收入154.11亿元、32.03亿元，同比增长1.37%、47.06%。公司坚持建设多元化销售渠道，强化经销网点的辐射力度，实现区域市场全覆盖。公司通过品牌结构层次递进，KA客户与代理商制度相结合，在国内设有活跃销售网点40000多个，销售网络基本覆盖全国。在海外，朗德万斯具备遍布全球的渠道贸易和零售客户的代理商和分销商网络，市场营销人员覆盖140余个国家及地区。朗德万斯海外品牌渠道业务持续深耕，逐步提

公司快报

证券研究报告

其他元器件

投资评级 买入-A

首次评级

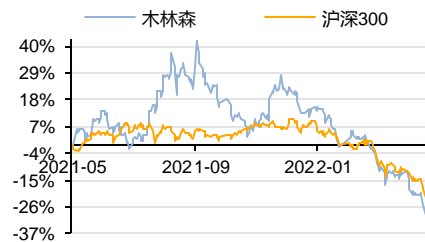
6个月目标价：11.43元

股价(2022-04-29) 8.92元

交易数据

总市值(百万元)	13,238.76
流通市值(百万元)	8,591.48
总股本(百万股)	1,484.17
流通股本(百万股)	963.17
12个月价格区间	8.39/18.94元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-16.53	-15.83	-13.39
绝对收益	-23.89	-31.96	-31.23

罗乾生

分析师

SAC 执业证书编号：S1450522010002
luoqs1@essence.com.cn

马良

分析师

SAC 执业证书编号：S1450518060001
maliang2@essence.com.cn
021-35082935

■期间费用率持续优化，盈利能力稳步回升

21 年公司综合毛利率为 33.30%，同比增长 4.95pct，主要由于较高毛利的直销业务增长迅速所致。22Q1 公司综合毛利率 31.99%，同比下滑 1.95pct。

期间费用方面，21 年公司期间费用率为 23.88%，同比下降 3.06pct，销售/管理/研发/财务费用率分别为 13.46%/5.18%/2.96%/2.29%，同比分别-1.36/-0.25/+0.35/-1.80pct。22Q1 公司期间费用率为 25.23%，同比下降 0.07pct，销售/管理/研发/财务费用率分别为 16.21%/4.82%/2.69%/1.51%，同比分别+2.38/-0.25/-0.42/-1.78pct。公司降本增效取得显著成果，21 年公司净利率为 6.28%，同比增长 4.54pct。22Q1 公司净利率为 4.47%，同比下滑 2.17pct。

■投资建议：木林森作为国内 LED 封装与照明龙头，自收购朗德万斯后实现 LED 产业链一体化布局，品牌与渠道优势渐显，同时公司不断不断布局和探索植物照明、光伏储能等新兴领域。我们预计木林森 2022-2024 年营业收入为 209.65、233.06、253.51 亿元，同比增长 12.63%、11.17%、8.77%；归母净利润为 13.98、15.98、19.06 亿元，同比增长 20.62%、14.31%、19.27%，对应 PE 为 9.5x、8.3x、6.9x，给予买入-A 的投资评级。

■风险提示：原料价格波动风险；汇率波动风险；行业竞争加剧风险。

(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营收入	17,381.3	18,614.6	20,965.0	23,306.0	25,351.0
净利润	301.7	1,159.0	1,398.0	1,598.0	1,906.0
每股收益(元)	0.20	0.78	0.94	1.08	1.28
每股净资产(元)	8.40	8.92	9.75	10.49	11.49

盈利和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
市盈率(倍)	43.9	11.4	9.5	8.3	6.9
市净率(倍)	1.1	1.0	0.9	0.9	0.8
净利润率	1.7%	6.2%	6.7%	6.9%	7.5%
净资产收益率	2.4%	8.8%	9.7%	10.3%	11.2%
股息收益率	1.4%	0.0%	3.6%	3.8%	3.1%
ROIC	5.5%	13.7%	21.9%	19.1%	33.8%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

本报告署名分析师声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034