

研究所

证券分析师:

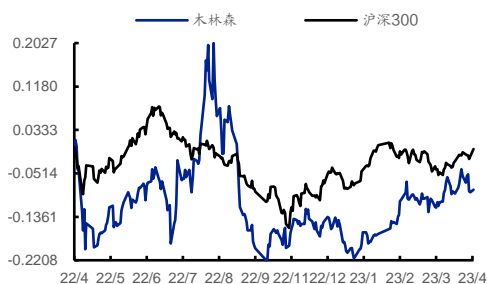
葛星甫 S0350522100001

gexf@ghzq.com.cn

下游需求趋势明确, 库存拐点已现, 业绩轻装上阵

——木林森(002745) 2022年年报点评报告

最近一年走势



相对沪深300表现

2023/04/17

表现	1M	3M	12M
木林森	2.7%	10.5%	-8.4%
沪深300	5.1%	0.6%	-0.6%

市场数据

2023/04/17

当前价格(元)	9.46
52周价格区间(元)	7.93-12.75
总市值(百万)	14,040.21
流通市值(百万)	9,094.23
总股本(万股)	148,416.64
流通股本(万股)	96,133.53
日均成交额(百万)	157.35
近一月换手(%)	1.55

事件:

2023年4月17日, 木林森发布2022年报, 公司2022年实现营业收入165.17亿元(YoY-11.27%), 实现归母净利润1.94亿元(YoY-83.27%)。

投资要点:

- 库存拐点已现, 经营节奏有望持续向上。**2022年四季度公司实现营业收入43.16亿元(YoY-16.37%, QoQ+5.47%), 实现毛利率22.92%(YoY-6.88pcts, QoQ-5.68pcts), 其中信用减值损失2.37亿元、资产减值损失4008万元, 对公司四季度盈利能力造成一定拖累。从库存角度看, 2022Q4公司存货金额39.74亿元(2022Q3约为45.59亿元)。我们认为, 当前公司库存水平拐点已现, 从财务节奏看, 后续公司经营有望轻装上阵, 随着下游需求的逐季复苏, 公司盈利能力有望持续修复。
- 需求复苏趋势已现, 公司需求有望逐季向上。**2020年新冠疫情爆发, 对海内外供应链造成显著冲击, 随着疫情影响逐步消退, 当前市场环境趋于稳定, 需求复苏趋势明显, 下游LED显示厂商库存拐点趋势明确。同时公司经营节奏也已明确走出低谷, 库存水位下降的同时, 经营节奏率先实现正增长。木林森作为LED封装环节龙头, 产品覆盖白光和直显两大板块, 下游应用场景丰富, 有望同样受益于下游需求的显著复苏, 预计公司智能制造业务营收有望逐季向上。
- 立足现有优势拓展储能业务, 植物照明打造新成长动能。**公司作为全球照明龙头企业之一, 依托“朗德万斯+木林森”双品牌驱动战略, 构建了完善的供应链体系及营销网点, 公司传统照明灯具业务市场份额名列前茅。凭借着公司线上线下渠道的深厚积累, 公司储能业务发展迅猛, 与公司传统主业有较好的协同效应, 同时公司凭借着产品性能及整体解决方案交付能力, 在植物照明市场持续培育需求增长点, 有望打造公司增长新动能。
- 盈利预测和投资评级:**考虑到公司三大板块业务行业复苏节奏, 及当前业绩节奏, 我们预计公司2023-2025年营业收入分别为192、209、227亿元, 对应归母净利润为7.4、10.2、12.2亿元, 基于公司照明龙头地位以及积极开拓储能和植物照明新业务, 看好公司长期发展,

首次覆盖，给予“买入”评级。

- 风险提示：原材料价格波动风险；行业竞争加剧风险；汇率波动风险；市场需求不及预期风险；新项目落地不及预期风险；商誉减值风险；应收账款减值风险等。

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	16517	19157	20856	22726
增长率（%）	-11	16	9	9
归母净利润（百万元）	194	743	1023	1215
增长率（%）	-83	283	38	19
摊薄每股收益（元）	0.13	0.50	0.69	0.82
ROE（%）	1	5	7	7
P/E	62.38	18.90	13.72	11.55
P/B	0.90	0.99	0.92	0.86
P/S	0.73	0.73	0.67	0.62
EV/EBITDA	6.49	9.05	6.87	4.49

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：木林森盈利预测表

证券代码:	002745				股价:	9.46				投资评级: 买入 (首次覆盖)	日期:	2023/04/17			
财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标与估值	2022A	2023E	2024E	2025E						
盈利能力					每股指标										
ROE	1%	5%	7%	7%	EPS	0.13	0.50	0.69	0.82						
毛利率	27%	29%	29%	29%	BVPS	9.04	9.54	10.23	11.05						
期间费率	21%	21%	20%	19%	估值										
销售净利率	1%	4%	5%	5%	P/E	62.38	18.90	13.72	11.55						
成长能力					P/B	0.90	0.99	0.92	0.86						
收入增长率	-11%	16%	9%	9%	P/S	0.73	0.73	0.67	0.62						
利润增长率	-83%	283%	38%	19%											
营运能力					利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E						
总资产周转率	0.66	0.65	0.73	0.68	营业收入	16517	19157	20856	22726						
应收账款周转率	4.74	3.73	4.90	3.80	营业成本	12057	13689	14854	16133						
存货周转率	4.16	5.89	4.54	5.79	营业税金及附加	80	96	104	114						
偿债能力					销售费用	2428	2874	3003	3182						
资产负债率	46%	51%	46%	51%	管理费用	905	1054	1105	1204						
流动比	1.41	1.37	1.53	1.50	财务费用	216	38	9	10						
速动比	0.84	1.01	0.99	1.13	其他费用/(-收入)	297	670	709	773						
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	营业利润	240	1001	1378	1637						
现金及现金等价物	3958	6270	6477	9318	营业外净收支	3	0	0	0						
应收款项	4044	7024	4794	7831	利润总额	242	1001	1378	1637						
存货净额	3974	3250	4589	3926	所得税费用	44	250	345	409						
其他流动资产	1810	1740	1812	1793	净利润	198	751	1034	1227						
流动资产合计	13787	18285	17672	22868	少数股东损益	4	8	10	12						
固定资产	5218	5020	4822	4618	归属于母公司净利润	194	743	1023	1215						
在建工程	76	76	76	76	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E						
无形资产及其他	4821	4851	4889	4868	经营活动现金流	164	2326	259	2809						
长期股权投资	1022	1022	1022	1022	净利润	194	743	1023	1215						
资产总计	24923	29253	28480	33451	少数股东权益	4	8	10	12						
短期借款	1428	1528	1628	1728	折旧摊销	1319	315	349	330						
应付款项	5604	8897	6836	10315	公允价值变动	5	0	0	0						
预收帐款	0	0	0	0	营运资金变动	-1712	1293	-1087	1288						
其他流动负债	2748	2934	3088	3254	投资活动现金流	1140	-16	-50	40						
流动负债合计	9780	13359	11553	15296	资本支出	-52	-111	-154	-74						
长期借款及应付债券	589	589	589	589	长期投资	1231	0	0	0						
其他长期负债	1080	1080	1080	1080	其他	-40	96	104	114						
长期负债合计	1669	1669	1669	1669	筹资活动现金流	-2391	3	-2	-7						
负债合计	11449	15028	13222	16965	债务融资	-1825	100	100	100						
股本	1484	1484	1484	1484	权益融资	7	0	0	0						
股东权益	13474	14224	15258	16486	其它	-573	-97	-102	-107						
负债和股东权益总计	24923	29253	28480	33451	现金净增加额	-1028	2313	207	2841						

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【电子小组介绍】

葛星甫，男，上海财经大学硕士，国海证券电子行业首席分析师，研究方向为电子，证书编号：S0350522100001。2年买方TMT研究经验，曾任职于华创证券研究所，历任电子研究员、半导体行业研究主管。2021年新财富电子行业第五名团队核心成员，2022年新财富电子行业第三名团队核心成员，2022年加入国海证券研究所，担任电子组首席分析师。

郑奇，北京理工大学工学硕士，1年证券从业经验，现任国海证券电子研究助理。具备七年航天单位军工电子产品研发与研发管理经验和一年买方经验。

【分析师承诺】

葛星甫，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。