

公司研究

22Q1 业绩承压，看好公司长期发展前景

——木林森（002745.SZ）跟踪报告之一

买入（维持）

当前价：9.08 元

作者

分析师：刘凯

执业证书编号：S0930517100002

021-52523849

kailiu@ebsecn.com

联系人：于文龙

yuwenlong@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	14.84
总市值(亿元):	134.76
一年最低/最高(元):	8.27/19.18
近3月换手率:	67.22%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-11.31	-19.83	-10.66
绝对	-14.58	-33.53	-32.72

资料来源：Wind

相关研报

朗德万斯品牌驱动全球照明巨头步入快速成长长期——木林森（002745.SZ）首次覆盖报告（2021-05-19）

要点

事件：

公司发布 2022 年一季报，实现营业收入 39.95 亿元，同比增长-10.70%；归母净利润 1.82 亿元，同比增长-38.65%；扣非归母净利润 1.73 亿元，同比增长-36.50%。

公司发布 2021 年年报，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%；扣非归母净利润 10.53 亿元，同比增长 279.68%。

点评：

受海外局势和国内疫情影响，22Q1 业绩下滑。公司朗德万斯品牌的销售主要在欧洲区域，俄乌局势给需求带来一定影响。一季度深圳和上海出现新冠疫情，公司相关的销售和原材料运输受到影响，使得销售收入和毛利率受到不利影响。

2022 年 5 月 17 日举行的上海市疫情防控新闻发布会上，上海市卫生健康委副主任赵丹丹介绍，目前上海全市 16 个区都已全面实现社会面清零。未来随着疫情逐步缓解，公司在上海区域的产品销售和原材料运输将逐步改善。同时公司积极加强渠道和品牌建设，加大 Miniled 等高端 LED 产品推广，看好公司长期发展前景。

持续提升企业竞争力，经营业绩创新高。2021 年，公司始终聚焦主营业务发展，精准分析研判市场形势，提前部署，发挥各个业务板块协同效应和生产规模效应。公司最大化释放制造产能，紧贴下游市场增量需求和积极争取存量市场份额。公司产能利用率和产销率不断提升，保证了公司市场占有率的稳定，进一步提升公司品牌影响力和产品盈利能力，实现了历年来最好的经营业绩。此外随着行业集中度提升趋势愈加明显，公司的战略布局、品牌渠道优势、规模化制造能力以及行业领导地位等核心竞争力更加凸显。

整合计划与降本增效等措施效果显著。2021 年，海外子公司朗德万斯整体经营质量和内部协同效应稳步提升，公司持续在品牌、渠道、研发、生产运营、全球供应链等方面进行深度整合，产业链协同效应持续释放，不仅维持了产业链优势，夯实了品牌影响力，也保障了公司的持续盈利能力。2021 年，公司带息负债、资产负债率、应收账款等均有所下降。通过提高财务管理水平，科学控制成本费用支出，公司降本增效成效显著。

一、朗德万斯品牌：

公司已经完成朗德万斯业务的初步整合，确立了以“朗德万斯”为代表的海外品牌体系。公司逐步完善朗德万斯品牌的直销网络和分销商体系，2021 年，朗德万斯在全球范围内有覆盖 140 余个国家及地区的贸易和零售渠道。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、零售渠道客户都保持长期稳定的合作关系。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，在智能化浪潮中引领智能、健康照明产品的行业潮流。“朗德万斯”及旗下的“喜万年”、“Radium”、“DULUX”等全球知名品牌产品主要定位于高端光源和智能家居应用市场，产品涵盖家居与办公照明、工业照明及工业照明系统、智能家居业务及健康照明四大板块。2021 年，朗德万斯品牌产品实现营业收入 102.17 亿元，销售毛利率为 39.08%。

二、木林森品牌：

“木林森”品牌在 LED 照明领域，经过了二十多年精细化经营与积累，已形成

了行业知名品牌，荣获“中国照明行业十大品牌”、光明奖“十大年度品牌”、“十大封装品牌”、“十大家居照明品牌”等荣誉。公司积极搭建线上营销团队，引进行业优秀人才，通过天猫、京东等电商平台，拓宽销售渠道，提升木林森品牌影响力，提高公司的销售收入。公司凭借强大研发能力和深厚技术积累，开始寻求在照明生态链中高端照明应用产品的突破，向高附加值、高量级与高成长性的 LED 细分领域深入布局。目前在夯实 LED 传统照明的基础上，公司重点布局植物照明、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”品牌的产品体系和提升其品牌综合价值。2021 年，木林森品牌实现营业收入 19.84 亿元，销售毛利率为 36.48%。

三、智能制造业务：

公司的智能制造业务主要是中游 LED 封装，下游包括照明、显示和背光等领域。公司一直致力于产业链的垂直整合布局，通过自主生产 PCB 板、LED 驱动 IC、支架、胶水、包装材料等，在制造端形成了极具竞争力的成本优势和协同优势。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，双方形成战略合作，保证了上游 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。公司的主要产品包括 LED 小间距、Mini Led 直显、Mini Led 背光、SMD LED 及 Lamp LED。2021 年，木林森智能制造业务实现营业收入 60.07 亿元，销售毛利率为 23.72%。

四、投资建议：

盈利预测、估值与评级：考虑到传统 LED 行业景气度出现下滑，我们下调公司 2022-2023 年营业收入分别为 195.45 亿元（较原预测调整幅度为-24.50%，同下）、211.09 亿元（-31.55%），下调公司 2022-2023 年归母净利润分别为 9.38 亿元（-41.99%）、12.90 亿元（-42.59%），新增 2024 年营业收入 230.09 亿元、归母净利润 16.32 亿元，对应 PE 分别为 14x/10x/8x。

考虑到公司作为国内 LED 品牌龙头厂商，积极推进渠道与品牌建设，持续推进 Mini LED 等高端 LED 细分产品市场，我们看好公司长期发展前景，维持“买入”评级。

风险提示：LED 价格下行，Mini LED 应用不及预期等。

图表 1：公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	17,381	18,615	19,545	21,109	23,009
营业收入增长率	-8.39%	7.10%	5.00%	8.00%	9.00%
净利润（百万元）	302	1,159	938	1,290	1,632
净利润增长率	-38.63%	284.10%	-19.06%	37.55%	26.52%
EPS（元）	0.20	0.78	0.63	0.87	1.10
ROE（归属母公司）（摊薄）	2.42%	8.75%	6.71%	8.56%	9.92%
P/E	45	12	14	10	8
P/B	1.1	1.0	1.0	0.9	0.8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022-05-19

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	17,381	18,615	19,545	21,109	23,009
营业成本	12,454	12,416	13,626	14,623	15,645
折旧和摊销	1,020	1,088	602	609	614
税金及附加	122	101	115	127	133
销售费用	2,575	2,505	2,639	2,955	3,106
管理费用	943	964	1,016	1,140	1,150
研发费用	453	550	586	675	667
财务费用	711	426	236	245	227
投资收益	36	103	0	0	0
营业利润	765	1,573	1,251	1,720	2,177
利润总额	767	1,549	1,251	1,720	2,177
所得税	464	380	313	430	544
净利润	303	1,169	938	1,290	1,632
少数股东损益	2	10	0	0	0
归属母公司净利润	302	1,159	938	1,290	1,632
EPS(元)	0.20	0.78	0.63	0.87	1.10

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	1,466	4,010	2,220	1,485	2,000
净利润	302	1,159	938	1,290	1,632
折旧摊销	1,020	1,088	602	609	614
净营运资金增加	-599	-380	1,620	1,062	1,328
其他	743	2,143	-940	-1,475	-1,575
投资活动产生现金流	-2,240	53	838	-125	-100
净资本支出	-1,217	-529	-50	-50	-50
长期投资变化	1,096	1,069	0	0	0
其他资产变化	-2,119	-487	888	-75	-50
融资活动现金流	-854	-4,309	186	-657	-1,046
股本变化	207	0	0	0	0
债务净变化	-3,069	-3,880	600	-271	-617
无息负债变化	-3,076	1,097	-169	638	679
净现金流	-1,660	-478	3,245	704	855

主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	28.4%	33.3%	30.3%	30.7%	32.0%
EBITDA 率	19.4%	21.7%	11.7%	9.5%	13.3%
EBIT 率	12.4%	14.8%	8.7%	6.7%	10.7%
税前净利润率	4.4%	8.3%	6.4%	8.2%	9.5%
归母净利润率	1.7%	6.2%	4.8%	6.1%	7.1%
ROA	1.0%	4.1%	3.1%	4.1%	5.0%
ROE (摊薄)	2.4%	8.8%	6.7%	8.6%	9.9%
经营性 ROIC	4.4%	9.7%	9.1%	4.3%	9.1%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	59%	54%	53%	52%	50%
流动比率	1.09	1.26	1.55	1.63	1.78
速动比率	0.92	0.95	1.28	1.35	1.47
归母权益/有息债务	1.39	2.61	2.46	2.79	3.43
有形资产/有息债务	2.97	4.89	4.81	5.32	6.29

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总资产	30,775	28,773	29,936	31,406	32,842
货币资金	6,151	5,551	8,795	9,499	10,354
交易性金融资产	275	6	40	40	40
应收账款	4,404	4,010	4,398	4,750	5,177
应收票据	1,727	539	2,932	3,166	3,451
其他应收款 (合计)	261	57	39	42	46
存货	2,595	3,958	3,488	3,787	4,093
其他流动资产	858	511	544	600	668
流动资产合计	16,359	16,034	20,299	21,951	23,901
其他权益工具	77	77	77	77	77
长期股权投资	1,096	1,069	769	1,069	1,069
固定资产	6,368	5,996	5,455	4,900	4,335
在建工程	299	174	130	98	73
无形资产	875	818	851	884	916
商誉	1,765	1,765	1,765	1,765	1,765
其他非流动资产	123	489	536	536	536
非流动资产合计	14,416	12,739	9,637	9,454	8,940
总负债	18,253	15,470	15,900	16,267	16,328
短期借款	6,007	2,617	4,185	3,914	3,297
应付账款	3,295	3,980	4,088	4,387	4,693
应付票据	2,407	3,326	3,406	3,656	3,911
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	217	212	212	212	212
流动负债合计	14,944	12,713	13,135	13,455	13,459
长期借款	1,515	1,495	1,495	1,495	1,495
应付债券	199	0	0	0	0
其他非流动负债	1,263	1,165	1,193	1,240	1,297
非流动负债合计	3,309	2,757	2,765	2,812	2,869
股东权益	12,522	13,303	14,036	15,139	16,513
股本	1,484	1,484	1,484	1,484	1,484
公积金	8,257	8,251	8,345	8,474	8,637
未分配利润	2,856	3,811	4,450	5,424	6,635
归属母公司权益	12,467	13,244	13,977	15,080	16,454
少数股东权益	55	59	59	59	59

费用率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	14.82%	13.46%	13.50%	14.00%	13.50%
管理费用率	5.42%	5.18%	5.20%	5.40%	5.00%
财务费用率	4.09%	2.29%	1.21%	1.16%	0.99%
研发费用率	2.61%	2.96%	3.00%	3.20%	2.90%
所得税率	60%	25%	25%	25%	25%

每股指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股红利	0.13	0.14	0.13	0.17	0.22
每股经营现金流	0.99	2.70	1.50	1.00	1.35
每股净资产	8.40	8.92	9.42	10.16	11.09
每股销售收入	11.71	12.54	13.17	14.22	15.50

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	45	12	14	10	8
PB	1.1	1.0	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	7.2	5.3	8.1	8.9	5.6
股息率	1.4%	1.5%	1.4%	1.9%	2.4%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准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市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE