

木林森 (002745)

证券研究报告

2021年02月04日

行业景气度上行与资产整合顺利，迎来回报期

事件：2020年1月29日，公司发布2020年度业绩快报及2021一季度业绩预告，2020年度公司实现营业收入166.69亿元，同比下滑12.14%，实现归母净利润3.13亿元，同比下滑36.35%；2020Q1，公司预计实现归母净利润2.3亿-2.8亿元，同比增长105.19%-149.79%。

点评：持续推荐LED照明、封装龙头木林森，看好公司未来发展。朗德万斯业务加速整合，盈利能力持续提升，将推动公司迎来利润拐点；积极布局Mini LED&UVC半导体等领域，开辟新的利润增长点；引入小米战投，协同效应强化公司竞争力。

LED景气度回暖，盈利拐点逐步显现。回顾2020年度，公司2020年度对应收账款、存货等可能存在减值影响的资产进行资产减值，初步确定资产减值为4.45亿元，同时，由于集团部分子公司因为业务结构的调整，未来期间业务减少导致盈利能力发生重大变化，基于谨慎原则，公司调整递延所得税资产，Q4递延所得税减少0.65亿，因此，若不考虑以上两种因素，公司2020年度实现归母净利润8.23亿元，同比增长67.28%。总的来看，公司2020年度受到疫情影响，封装业务受开工率及人工成本等方面影响，盈利能力下降。此外，公司主动清理库存，提升了存货周转率与现金流。最后，公司成品业务整合顺利，朗德万斯业务板块逐季向好。

朗德万斯方面，在公司公告的回函中可知，在大力推进各项业务的整合后，公司此前并购资产朗德万斯经营业绩取得较好提升。2020Q1-2020Q4，朗德万斯分别实现营业收入27.74、18.80、25.99和31.83亿元，实现净利润和净利润率分别为1.42亿元（5.12%）、-0.35亿元（-1.87%）、0.69亿元（2.65%）和2.16亿元（6.80%）。根据公司公告可知，2020年度，朗德万斯受疫情影响，2020年度经营出现波动，但从3季度开始呈逐季好转的趋势。

行业景气度上行与资产整合顺利，迎来回报期。2021年度，公司发布一季度业绩预告及关注函，公司预计实现营业收入45.50-50.70亿元，实现归母净利润2.3-2.8亿元；其中朗德万斯预计将实现营业收入30.50-33.20亿元，同比增长9.95%-19.68%，预计实现净利润2.07-2.32亿元，同比增长45.91%-63.50%，朗德万斯板块业务净利率显著提升，由5.12%提升至6.80%-7%，公司优化和重整措施效果显著，截至2020Q3，朗德万斯海外18家工厂，已关闭17家，全球员工数量由9000多人下降至3000多人。

国内业务则实现收入15.00-17.50亿元，同比增长28.70%-50.15%，净利润由2020Q1的-0.31亿元，提升至0.3-0.53亿元，利润率由-2.65%提升至2-3%，除2020Q1疫情原因外，2020年度LED行业景气度回暖，自2020Q4以来，公司产品供不应求，市场价格上涨，其中白光照明产品上升幅度为5-10%，同时，2021年公司各生产工厂春节假期较2020年大幅缩短，2021Q4生产成本下降，盈利能力同比提升较大。目前，公司在手订单可见度到3月底至四月初，我们预计随着LED行业景气度持续回暖，公司产能利用率有望持续保持高位。

投资建议：持续推荐LED照明、封装龙头木林森，看好公司未来发展；由于公司2020年度资产减值等方面影响，调整盈利预测，2020-2022年度我们预计公司实现归母净利润由9.11/18.43/24.12亿元调整为3.13/13/16亿元，目标价26.95元，给予“买入”评级

风险提示：LED景气度不及预期、海外疫情加剧、业绩预告为初步估算结果，具体数据以2020年度报告及2021一季报为准

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	17,951.86	18,972.69	16,668.66	23,537.81	27,069.73
增长率(%)	119.76	5.69	(12.14)	41.21	15.01
EBITDA(百万元)	2,823.94	2,874.55	1,323.78	2,213.80	2,542.65
净利润(百万元)	720.36	491.70	312.95	1,300.48	1,600.07
增长率(%)	7.75	(31.74)	(36.35)	315.56	23.04
EPS(元/股)	0.56	0.38	0.21	0.88	1.08
市盈率(P/E)	22.90	33.55	61.18	14.72	11.97
市净率(P/B)	1.72	1.60	1.79	1.66	1.52
市销率(P/S)	0.92	0.87	1.15	0.81	0.71
EV/EBITDA	5.15	6.17	9.98	8.43	3.53

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	买入（维持评级）
当前价格	12.9元
目标价格	26.95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)	941.10
A股总市值(百万元)	19,145.75
流通A股市值(百万元)	12,140.13
每股净资产(元)	8.67
资产负债率(%)	59.91
一年内最高/最低(元)	19.39/10.44

作者

潘暕	分析师
SAC执业证书编号：S1110517070005	
panjian@tfzq.com	
张健	分析师
SAC执业证书编号：S1110518010002	
zjian@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：贝格数据

相关报告

- 《木林森-季报点评:中长期空间明朗，静待盈利拐点，增持彰显信心》2020-11-10
- 《木林森-公司点评:引入小米战投，强化智能照明、Mini LED、UVC竞争力》2020-07-13
- 《木林森-年报点评报告:朗德万斯整合拐点显现，6.66亿加码深紫外半导体》2020-05-10

投资建议

持续推荐 LED 照明、封装龙头木林森，看好公司未来发展；由于公司 2020 年度资产减值等方面影响，调整盈利预测，2020-2022 年度我们预计公司实现归母净利润由 9.11/18.43/24.12 亿元调整为 3.13/13/16 亿元

选取 LED 同行可比公司，同行可比公司 2021 年平均 PE 为 26.87，鉴于木林森作为 LED 封装行业龙头，并收购优质资产朗德万斯，其营收规模及品牌效应显著，同时，公司布局 Mini LED、深紫外等符合行业发展趋势的新兴业务，公司未来成长性显著，给予公司 2021 年 30.77 倍 PE，对应目标市值为 400 亿元，目标价 26.95 元，给予“买入”评级。

表 1：同行可比公司利润和 PE 情况（亿元）

证券简称	总市值	2020E	2021E	2022E	2020E PE	2021E PE	2022E PE
欧普照明	231.77	8.83	10.27	11.64	26.25	22.57	19.92
得邦照明	66.72	3.81	4.84	5.81	17.53	13.79	11.48
海洋王	52.01	3.17	3.99	4.86	16.41	13.03	10.71
金莱特	28.69	0.36	0.49	0.65	79.94	58.08	44.15

资料来源：Wind、天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	6,499.73	8,986.37	9,419.34	4,030.57	13,346.82
应收票据及应收账款	5,544.18	5,954.02	3,530.71	8,194.09	5,290.06
预付账款	130.14	157.60	34.60	230.66	103.68
存货	4,804.50	4,077.74	1,560.55	7,035.36	2,233.72
其他	1,749.65	2,110.36	1,744.51	1,927.90	1,921.98
流动资产合计	18,728.20	21,286.09	16,289.72	21,418.57	22,896.26
长期股权投资	1,155.58	1,065.83	1,065.83	1,065.83	1,065.83
固定资产	7,051.26	6,755.27	6,575.72	6,348.26	6,079.06
在建工程	454.16	395.30	273.18	211.91	157.15
无形资产	938.08	940.27	869.93	799.60	729.26
其他	3,713.61	4,356.46	3,234.44	3,513.50	3,556.19
非流动资产合计	13,312.69	13,513.13	12,019.11	11,939.10	11,587.49
资产总计	32,040.89	34,799.22	28,308.83	33,357.68	34,483.75
短期借款	5,363.63	6,921.20	1,743.95	1,870.50	1,404.75
应付票据及应付账款	8,361.97	7,494.20	8,824.49	11,146.54	12,416.20
其他	4,062.62	3,612.46	3,060.43	4,156.86	3,384.48
流动负债合计	17,788.23	18,027.85	13,628.88	17,173.90	17,205.44
长期借款	1,581.31	1,479.54	1,105.57	972.16	830.03
应付债券	199.03	2,516.15	905.06	1,206.75	1,542.65
其他	2,852.80	2,374.75	1,895.42	2,374.32	2,214.83
非流动负债合计	4,633.14	6,370.43	3,906.04	4,553.23	4,587.51
负债合计	22,421.37	24,398.28	17,534.92	21,727.13	21,792.95
少数股东权益	54.97	62.61	67.06	86.71	113.36
股本	1,277.17	1,277.17	1,484.17	1,484.17	1,484.17
资本公积	5,493.56	5,993.91	5,993.91	5,993.91	5,993.91
留存收益	8,182.63	9,008.64	9,222.67	10,059.68	11,093.27
其他	(5,388.81)	(5,941.39)	(5,993.91)	(5,993.91)	(5,993.91)
股东权益合计	9,619.52	10,400.94	10,773.91	11,630.55	12,690.80
负债和股东权益总计	32,040.89	34,799.22	28,308.83	33,357.68	34,483.75

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	727.90	501.86	312.95	1,300.48	1,600.07
折旧摊销	1,537.56	1,181.46	432.00	439.07	444.31
财务费用	367.62	456.64	300.47	139.82	108.85
投资损失	(65.05)	(2.98)	0.94	(25.00)	(15.00)
营运资金变动	(1,131.57)	(2,653.71)	6,665.05	(6,919.83)	8,209.11
其它	(1,141.36)	1,290.00	(106.62)	40.40	49.85
经营活动现金流	295.11	773.27	7,604.79	(5,025.07)	10,397.18
资本支出	2,964.09	1,032.11	539.33	(398.90)	209.49
长期投资	44.39	(89.75)	0.00	0.00	0.00
其他	(2,817.39)	(2,200.94)	(387.48)	306.17	(290.27)
投资活动现金流	191.09	(1,258.59)	151.85	(92.73)	(80.77)
债权融资	8,536.13	12,029.47	4,950.71	5,283.04	4,958.21
股权融资	2,707.99	(239.15)	(145.99)	(139.82)	(108.85)
其他	(9,921.42)	(7,948.87)	(12,128.39)	(5,414.18)	(5,849.51)
筹资活动现金流	1,322.70	3,841.45	(7,323.67)	(270.97)	(1,000.15)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	1,808.91	3,356.13	432.97	(5,388.77)	9,316.25

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	17,951.86	18,972.69	16,668.66	23,537.81	27,069.73
营业成本	13,283.47	13,214.86	11,001.31	15,464.34	17,784.81
营业税金及附加	117.38	135.45	118.06	162.89	190.77
营业费用	2,284.62	3,114.79	2,833.67	4,024.97	4,628.92
管理费用	730.08	936.30	883.44	1,247.50	1,434.70
研发费用	692.11	481.04	383.38	800.29	920.37
财务费用	482.94	687.27	300.47	139.82	108.85
资产减值损失	193.19	(311.65)	445.00	108.85	50.00
公允价值变动收益	3.60	(7.84)	(111.08)	20.75	23.19
投资净收益	65.05	2.98	(0.94)	25.00	15.00
其他	(933.60)	(102.71)	224.03	(91.51)	(76.38)
营业利润	1,033.02	822.20	591.31	1,634.91	1,989.50
营业外收入	2.46	33.05	27.00	20.84	26.96
营业外支出	130.79	19.62	130.00	93.47	81.03
利润总额	904.69	835.62	488.31	1,562.28	1,935.43
所得税	176.78	333.76	170.91	242.15	308.70
净利润	727.90	501.86	317.40	1,320.12	1,626.72
少数股东损益	7.54	10.16	4.45	19.64	26.66
归属于母公司净利润	720.36	491.70	312.95	1,300.48	1,600.07
每股收益(元)	0.56	0.38	0.21	0.88	1.08

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	119.76%	5.69%	-12.14%	41.21%	15.01%
营业利润	26.56%	-20.41%	-28.08%	176.49%	21.69%
归属于母公司净利润	7.75%	-31.74%	-36.35%	315.56%	23.04%
获利能力					
毛利率	26.01%	30.35%	34.00%	34.30%	34.30%
净利率	4.01%	2.59%	1.88%	5.53%	5.91%
ROE	7.53%	4.76%	2.92%	11.27%	12.72%
ROIC	27.97%	9.35%	5.43%	31.42%	15.96%
偿债能力					
资产负债率	69.98%	70.11%	61.94%	65.13%	63.20%
净负债率	21.17%	29.26%	-41.48%	10.77%	-66.10%
流动比率	1.05	1.18	1.20	1.25	1.33
速动比率	0.78	0.95	1.08	0.84	1.20
营运能力					
应收账款周转率	4.12	3.30	3.51	4.02	4.02
存货周转率	5.60	4.27	5.91	5.48	5.84
总资产周转率	0.70	0.57	0.53	0.76	0.80
每股指标(元)					
每股收益	0.56	0.38	0.21	0.88	1.08
每股经营现金流	0.23	0.60	5.95	-3.93	8.13
每股净资产	7.48	8.08	7.21	7.78	8.47
估值比率					
市盈率	22.90	33.55	61.18	14.72	11.97
市净率	1.72	1.60	1.79	1.66	1.52
EV/EBITDA	5.15	6.17	9.98	8.43	3.53
EV/EBIT	10.31	9.44	14.82	10.51	4.28

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	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com