

# 木林森 (002745)

证券研究报告

2021年05月27日

## 照明与封装业务持续景气，盈利能力持续提升

**事件：**2021年5月27日，公司发布2021年上半年业绩预告，2021上半年公司预计实现归母净利润6亿-7亿元，同比增长160.79%-204.26%。

**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，费用率下降，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；2021年1-6月，公司预计实现归母净利润6-7亿，Q2单季度预计实现3.03-4.03亿元，同比增长156.78%-241.53%，环比增长2.02%-35.69%，主要因公司照明成品业务与封装业务持续景气，同时，公司成品业务渠道拓展与盈利能力提升，显著提高了公司的盈利能力。

1、**下游 LED 照明和 LED 显示屏需求向好，公司订单能见度较以往明显提升。**公司产能利用率提升至基本满产状态，制造业务的收入和盈利能力较同期均有增长。当下，LED 行业维持高景气度，公司在封装业务方面，照明与显示屏订单能见度清晰，其中，在手订单可见明显提升，产能利用率显著提升。当下，各国的照明产品订单都集中于作为全球照明制造中心和供应链枢纽的中国，这一状况目前仍在延续，顺周期之下，公司产品需求持续维持高景气度，我们预计随着 LED 行业高景气度持续，公司产能利用率有望持续保持高位。

2、**缺芯叠加原材料涨价，LED 步入价格上行周期，公司作为行业头部业绩有望持续修复。**由于近年的疫情影响，带来居家时间变长，对 LED 灯的需求明显增长，原材料元器件大幅涨价并伴随缺货，公司也调升了产品的价格，部分产品价格调升 20-30%不等，原因来自于市场需求旺盛：一方面，海外需求向好；另一方面，国内的视频监控需求增长很快。我们预计公司产品有望持续涨价带动公司盈利能力提升。

3、**旗下全球领先的照明品牌朗德万斯工厂关闭策略获得回报，费用率持续下降，盈利能力持续提升。**朗德万斯海外 18 家工厂已关闭了 17 家，其全球的员工数也从高峰期的 9000 多人减少到目前的 3000 多人，提前完成重组计划，各项成本大幅下降。同时，木林森将海外高成本低灵活性的采购全面转移到国内，并将 LED 照明封装产品逐步导入至朗德万斯的供应链，与朗德万斯的光源业务实现产业链的布局协同，使朗德万斯的产品成本不断下降，产品的性价比优势不断凸显。

**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；我们预计 2021-2022 年公司实现归母净利润 13 和 16 亿元，目标价 26.95 元

**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 中报为准

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	18,972.69	17,381.31	23,537.77	27,068.43	31,130.13
增长率(%)	5.69	(8.39)	35.42	15.00	15.01
EBITDA(百万元)	2,874.55	2,638.71	2,865.47	2,551.70	2,922.34
净利润(百万元)	491.70	301.74	1,299.95	1,597.62	1,928.28
增长率(%)	(31.74)	(38.63)	330.82	22.90	20.70
EPS(元/股)	0.38	0.24	0.88	1.08	1.30
市盈率(P/E)	38.23	62.30	16.78	13.66	11.31
市净率(P/B)	1.82	1.51	1.64	1.55	1.45
市销率(P/S)	0.99	1.08	0.93	0.81	0.70
EV/EBITDA	6.17	6.52	6.11	7.30	5.52

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	13.62 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)	20,214.35
流通 A 股市值(百万元)	12,817.72
每股净资产(元)	8.55
资产负债率(%)	59.33
一年内最高/最低(元)	19.39/11.88

### 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：贝格数据

### 相关报告

- 《木林森-季报点评:LED 高景气度延续，朗德万斯利润率持续提升》  
2021-04-28
- 《木林森-公司点评:行业景气度上行与资产整合顺利，迎来回报期》  
2021-02-04
- 《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

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	8,986.37	6,150.52	7,315.29	5,665.33	6,817.79
应收票据及应收账款	5,954.02	6,130.53	7,892.42	7,720.63	10,235.20
预付账款	157.60	89.93	189.00	164.87	228.48
存货	4,077.74	2,594.78	6,160.90	4,356.76	7,280.56
其他	2,110.36	1,393.67	1,811.09	1,928.32	1,827.04
<b>流动资产合计</b>	<b>21,286.09</b>	<b>16,359.42</b>	<b>23,368.69</b>	<b>19,835.92</b>	<b>26,389.08</b>
长期股权投资	1,065.83	1,096.34	1,096.34	1,096.34	1,096.34
固定资产	6,755.27	6,368.36	6,167.03	5,934.34	5,669.85
在建工程	395.30	299.04	215.42	177.25	136.35
无形资产	940.27	875.42	803.50	731.58	659.66
其他	4,356.46	5,776.66	4,412.18	4,605.43	4,789.21
<b>非流动资产合计</b>	<b>13,513.13</b>	<b>14,415.81</b>	<b>12,694.47</b>	<b>12,544.95</b>	<b>12,351.41</b>
<b>资产总计</b>	<b>34,799.22</b>	<b>30,775.24</b>	<b>36,063.17</b>	<b>32,380.87</b>	<b>38,740.49</b>
短期借款	6,921.20	6,006.76	2,438.88	2,048.91	1,399.27
应付票据及应付账款	7,494.20	5,701.08	12,166.59	8,076.16	14,736.84
其他	3,612.46	3,236.02	3,771.31	3,787.90	3,846.40
<b>流动负债合计</b>	<b>18,027.85</b>	<b>14,943.86</b>	<b>18,376.78</b>	<b>13,912.97</b>	<b>19,982.51</b>
长期借款	1,479.54	1,515.24	1,067.75	947.92	823.88
应付债券	2,516.15	199.05	971.41	1,228.87	799.78
其他	2,374.75	1,595.06	2,274.20	2,081.34	1,983.53
<b>非流动负债合计</b>	<b>6,370.43</b>	<b>3,309.35</b>	<b>4,313.36</b>	<b>4,258.13</b>	<b>3,607.19</b>
<b>负债合计</b>	<b>24,398.28</b>	<b>18,253.21</b>	<b>22,690.14</b>	<b>18,171.10</b>	<b>23,589.70</b>
少数股东权益	62.61	55.36	71.18	91.55	111.09
股本	1,277.17	1,277.17	1,484.17	1,484.17	1,484.17
资本公积	5,993.91	7,987.70	7,987.70	7,987.70	7,987.70
留存收益	9,008.64	11,112.59	11,817.67	12,634.06	13,555.54
其他	(5,941.39)	(7,910.79)	(7,987.70)	(7,987.70)	(7,987.70)
<b>股东权益合计</b>	<b>10,400.94</b>	<b>12,522.02</b>	<b>13,373.02</b>	<b>14,209.78</b>	<b>15,150.80</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>34,799.22</b>	<b>30,775.24</b>	<b>36,063.17</b>	<b>32,380.87</b>	<b>38,740.49</b>

  

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	501.86	303.40	1,299.95	1,597.62	1,928.28
折旧摊销	1,181.46	1,223.72	416.86	422.77	427.32
财务费用	456.64	524.60	321.34	173.58	132.80
投资损失	(2.98)	(35.88)	(9.00)	3.00	7.00
营运资金变动	(2,653.71)	(3,199.68)	3,067.05	(2,482.99)	1,018.42
其它	1,290.00	2,649.99	(112.64)	68.42	30.32
<b>经营活动现金流</b>	<b>773.27</b>	<b>1,466.15</b>	<b>4,983.55</b>	<b>(217.60)</b>	<b>3,544.14</b>
资本支出	1,032.11	1,288.24	(619.14)	272.87	147.80
长期投资	(89.75)	30.51	0.00	0.00	0.00
其他	(2,200.94)	(3,558.95)	821.02	(450.07)	(226.29)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(1,258.59)</b>	<b>(2,240.19)</b>	<b>201.88</b>	<b>(177.21)</b>	<b>(78.49)</b>
债权融资	12,029.47	8,960.72	5,726.18	5,425.84	4,252.25
股权融资	(239.15)	1,306.97	(191.24)	(173.58)	(132.80)
其他	(7,948.87)	(11,122.01)	(9,555.59)	(6,507.41)	(6,432.64)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>3,841.45</b>	<b>(854.32)</b>	<b>(4,020.66)</b>	<b>(1,255.15)</b>	<b>(2,313.19)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>3,356.13</b>	<b>(1,628.36)</b>	<b>1,164.77</b>	<b>(1,649.96)</b>	<b>1,152.46</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>18,972.69</b>	<b>17,381.31</b>	<b>23,537.77</b>	<b>27,068.43</b>	<b>31,130.13</b>
营业成本	13,214.86	12,453.65	15,534.93	17,811.03	20,452.50
营业税金及附加	135.45	121.83	162.31	189.88	217.08
营业费用	3,114.79	2,575.12	3,530.66	4,601.63	5,260.99
管理费用	936.30	942.78	1,223.96	1,434.63	1,649.90
研发费用	481.04	453.26	517.83	947.40	1,058.42
财务费用	687.27	711.20	321.34	173.58	132.80
资产减值损失	(311.65)	(279.53)	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	(7.84)	14.90	(128.47)	48.06	10.78
投资净收益	2.98	35.88	9.00	(3.00)	(7.00)
其他	(102.71)	(412.89)	238.93	(90.12)	(7.56)
<b>营业利润</b>	<b>822.20</b>	<b>765.11</b>	<b>2,127.27</b>	<b>1,955.35</b>	<b>2,362.23</b>
营业外收入	33.05	11.31	27.00	23.79	20.70
营业外支出	19.62	9.30	130.00	52.97	64.09
<b>利润总额</b>	<b>835.62</b>	<b>767.13</b>	<b>2,024.27</b>	<b>1,926.17</b>	<b>2,318.84</b>
所得税	333.76	463.73	708.49	308.19	371.01
<b>净利润</b>	<b>501.86</b>	<b>303.40</b>	<b>1,315.77</b>	<b>1,617.98</b>	<b>1,947.82</b>
少数股东损益	10.16	1.66	15.83	20.36	19.54
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>491.70</b>	<b>301.74</b>	<b>1,299.95</b>	<b>1,597.62</b>	<b>1,928.28</b>
每股收益(元)	0.38	0.24	0.88	1.08	1.30

  

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入	5.69%	-8.39%	35.42%	15.00%	15.01%
营业利润	-20.41%	-6.94%	178.03%	-8.08%	20.81%
归属于母公司净利润	-31.74%	-38.63%	330.82%	22.90%	20.70%
<b>获利能力</b>					
毛利率	30.35%	28.35%	34.00%	34.20%	34.30%
净利率	2.59%	1.74%	5.52%	5.90%	6.19%
ROE	4.76%	2.42%	9.77%	11.32%	12.82%
ROIC	9.35%	5.47%	14.41%	19.90%	19.17%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	70.11%	59.31%	62.92%	56.12%	60.89%
净负债率	29.26%	22.44%	-11.88%	-1.69%	-16.93%
流动比率	1.18	1.09	1.27	1.43	1.32
速动比率	0.95	0.92	0.94	1.11	0.96
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	3.30	2.88	3.36	3.47	3.47
存货周转率	4.27	5.21	5.38	5.15	5.35
总资产周转率	0.57	0.53	0.70	0.79	0.88
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.38	0.24	0.88	1.08	1.30
每股经营现金流	0.60	1.15	3.90	-0.17	2.77
每股净资产	8.08	9.75	8.96	9.51	10.13
<b>估值比率</b>					
市盈率	38.23	62.30	16.78	13.66	11.31
市净率	1.82	1.51	1.64	1.55	1.45
EV/EBITDA	6.17	6.52	6.11	7.30	5.52
EV/EBIT	9.44	10.64	7.15	8.75	6.47

## 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 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 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