

木林森 (002745)

证券研究报告

2021年08月25日

主业维持高景气度，布局 Mini LED 与植物照明

事件：公司发布了 2021 年半年度报告。2021 年上半年，公司实现营业收入 912,730.95 万元，同比增长 28.06%，实现归属于上市公司股东的净利润 64,600.61 万元，同比增长 180.79%，占营业收入 7.08%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 57,610.88 万元，同比增长 942.05%。

点评：LED 行业景气度提升及 Mini LED 的良好发展态势驱动了公司业绩快速增长。公司经营活动产生的现金流量净额为 135,748.86 万元，同比增长 147.19%，主要因经营性利润大幅增加。在研发方面公司持续加码资金投入，公司上半年的研发费用为 28,346.92 万元，同比增长 74.76%。

高毛利业务快速成长，公司收入稳步增长，公司以既有的技术积累为基础，通过持续性的研发和市场开拓，建立了完善的全球代理商和分销商体系，在全球范围内有 800 多名营销人员，覆盖 140 余个国家及地区。在上半年取得了令人瞩目的新业务增长成绩。公司的朗德万斯品牌各项成本大幅下降，盈利能力大幅提升，实现营业收入 48.17 亿元，销售毛利率为 41.21%。“木林森”品牌在夯实 LED 传统照明的基础上，大力发展 UVC 深紫外业务、空气净化器业务、教育照明等，实现营业收入 5.81 亿元，比上年同期增长 27.19%，销售毛利率为 23.82%。

LED 产业链提速，原材料价格上涨凸显公司优势，2021 年，照明、背光、显示和新型应用进一步扩散与提速。LED 行业维持高景气度，公司照明与显示屏订单饱满，公司生产线基本维持满产状态，产能利用率显著提升。上游原材料和元器件大幅上涨，公司成本优势和规模化优势更加突显，一方面，公司在中游封装领域支架、PCB 板等材料均实现自主生产，让公司成本可控；另一方面，公司生产设备自动化程度高，量产规模大，全产业链的布局减少了原材料价格波动对公司生产成本的影响，公司 LED 产品的盈利能力大幅提升。

公司垂直整合产业链，未来重点布局高端照明产品，公司一直致力于产业链的垂直整合布局，在制造端形成了极具竞争力的成本优势和协同优势，通过产业链内部合作，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并重点布局高端照明应用产品。Mini LED 方面，公司将研发的方向放在了全新的 MiniLED COB 封装材料、工艺以及设备上，并已开发成功了全新的 Mini LED RGB 显示模组制造技术。植物照明方面，公司积极与产业链上相关利益方建立紧密合作，通过 LED 照明（半导体）技术、智能控制技术以及生物学等多学科交叉协同，开发出满足植物生长优质高产等特性的 LED 植物工厂解决方案。

投资建议：看好公司加大研发投入，全新 Mini LED/植物照明对公司的业绩拉动，同时，公司通过战略合作对半导体产业链垂直的整合效果明显，朗德万斯逐步盈利能力提升，预计公司 2021-2023 年归母净利润为 13.00、15.98 和 19.28 亿元，目标价 26.95 元，维持“买入”评级。

风险提示：Mini LED 市场不及预期、LED 行业景气度不及预期、品牌及制造业业务不及预期

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)	45.33	73.87	19.90	16.19	13.42
市净率(P/B)	2.16	1.79	1.94	1.83	1.72
市销率(P/S)	1.17	1.28	1.10	0.96	0.83
EV/EBITDA	6.17	6.52	7.52	8.89	6.91

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	17.43 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)	917.52
A 股总市值(百万元)	25,869.02
流通 A 股市值(百万元)	15,992.31
每股净资产(元)	8.71
资产负债率(%)	57.37
一年内最高/最低(元)	18.37/11.88

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

- 1 《木林森-公司点评:照明与封装业务持续景气，盈利能力持续提升》
2021-05-27
- 2 《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
- 3 《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

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	8,986.37	6,150.52	7,315.29	5,665.33	6,817.79	营业收入	18,972.69	17,381.31	23,537.77	27,068.43	31,130.13
应收票据及应收账款	5,954.02	6,130.53	7,892.42	7,720.63	10,235.20	营业成本	13,214.86	12,453.65	15,534.93	17,811.03	20,452.50
预付账款	157.60	89.93	189.00	164.87	228.48	营业税金及附加	135.45	121.83	162.31	189.88	217.08
存货	4,077.74	2,594.78	6,160.90	4,356.76	7,280.56	营业费用	3,114.79	2,575.12	3,530.66	4,601.63	5,260.99
其他	2,110.36	1,393.67	1,811.09	1,928.32	1,827.04	管理费用	936.30	942.78	1,223.96	1,434.63	1,649.90
流动资产合计	21,286.09	16,359.42	23,368.69	19,835.92	26,389.08	研发费用	481.04	453.26	517.83	947.40	1,058.42
长期股权投资	1,065.83	1,096.34	1,096.34	1,096.34	1,096.34	财务费用	687.27	711.20	321.34	173.58	132.80
固定资产	6,755.27	6,368.36	6,167.03	5,934.34	5,669.85	资产减值损失	(311.65)	(279.53)	0.00	0.00	0.00
在建工程	395.30	299.04	215.42	177.25	136.35	公允价值变动收益	(7.84)	14.90	(128.47)	48.06	10.78
无形资产	940.27	875.42	803.50	731.58	659.66	投资净收益	2.98	35.88	9.00	(3.00)	(7.00)
其他	4,356.46	5,776.66	4,412.18	4,605.43	4,789.21	其他	(102.71)	(412.89)	238.93	(90.12)	(7.56)
非流动资产合计	13,513.13	14,415.81	12,694.47	12,544.95	12,351.41	营业利润	822.20	765.11	2,127.27	1,955.35	2,362.23
资产总计	34,799.22	30,775.24	36,063.17	32,380.87	38,740.49	营业外收入	33.05	11.31	27.00	23.79	20.70
短期借款	6,921.20	6,006.76	2,438.88	2,048.91	1,399.27	营业外支出	19.62	9.30	130.00	52.97	64.09
应付票据及应付账款	7,494.20	5,701.08	12,166.59	8,076.16	14,736.84	利润总额	835.62	767.13	2,024.27	1,926.17	2,318.84
其他	3,612.46	3,236.02	3,771.31	3,787.90	3,846.40	所得税	333.76	463.73	708.49	308.19	371.01
流动负债合计	18,027.85	14,943.86	18,376.78	13,912.97	19,982.51	净利润	501.86	303.40	1,315.77	1,617.98	1,947.82
长期借款	1,479.54	1,515.24	1,067.75	947.92	823.88	少数股东损益	10.16	1.66	15.83	20.36	19.54
应付债券	2,516.15	199.05	971.41	1,228.87	799.78	归属于母公司净利润	491.70	301.74	1,299.95	1,597.62	1,928.28
其他	2,374.75	1,595.06	2,274.20	2,081.34	1,983.53	每股收益(元)	0.38	0.24	0.88	1.08	1.30
非流动负债合计	6,370.43	3,309.35	4,313.36	4,258.13	3,607.19						
负债合计	24,398.28	18,253.21	22,690.14	18,171.10	23,589.70						
少数股东权益	62.61	55.36	71.18	91.55	111.09	主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
股本	1,277.17	1,277.17	1,484.17	1,484.17	1,484.17	成长能力					
资本公积	5,993.91	7,987.70	7,987.70	7,987.70	7,987.70	营业收入	5.69%	-8.39%	35.42%	15.00%	15.01%
留存收益	9,008.64	11,112.59	11,817.67	12,634.06	13,555.54	营业利润	-20.41%	-6.94%	178.03%	-8.08%	20.81%
其他	(5,941.39)	(7,910.79)	(7,987.70)	(7,987.70)	(7,987.70)	归属于母公司净利润	-31.74%	-38.63%	330.82%	22.90%	20.70%
股东权益合计	10,400.94	12,522.02	13,373.02	14,209.78	15,150.80	获利能力					
负债和股东权益总计	34,799.22	30,775.24	36,063.17	32,380.87	38,740.49	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%
						偿债能力					
						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
						营运能力					
						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
						每股指标(元)					
						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
						估值比率					
						市盈率	45.33	73.87	19.90	16.19	13.42
						市净率	2.16	1.79	1.94	1.83	1.72
						EV/EBITDA	6.17	6.52	7.52	8.89	6.91
						EV/EBIT	9.44	10.64	8.80	10.66	8.09

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
经营活动现金流	773.27	1,466.15	4,983.55	(217.60)	3,544.14
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)
投资活动现金流	(1,258.59)	(2,240.19)	201.88	(177.21)	(78.49)
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)
筹资活动现金流	3,841.45	(854.32)	(4,020.66)	(1,255.15)	(2,313.19)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	3,356.13	(1,628.36)	1,164.77	(1,649.96)	1,152.46

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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