

2024年04月22日

华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

行业格局优化叠加需求回暖，2023 收入利润双增

—木林森（002745.SZ）公司事件点评报告 增持（首次）

分析师：吕卓阳 S1050523060001

✉ lvzy@cfsc.com.cn

分析师：毛正 S1050521120001

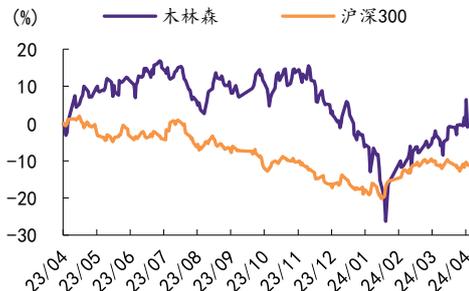
✉ maozheng@cfsc.com.cn

基本数据

2024-04-22

当前股价（元）	8.03
总市值（亿元）	119
总股本（百万股）	1484
流通股本（百万股）	988
52 周价格范围（元）	6.03-9.56
日均成交额（百万元）	109.07

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

木林森发布 2023 年度报告：2023 年公司实现营收 175.36 亿元，同比增长 6.17%；实现扣非净利润 4.00 亿元，同比增长 157.87%。公司拟每 10 股派发红利 3.38 元（含税），预计派现金额合计为 5.02 亿元

投资要点

■ 一体化布局成就龙头地位，智能制造与规模优势凸显

公司通过一体化布局实现了全产业链各个环节的一体化，优化了工艺流程，是国内最大 LED 制造商，具备智能制造与规模化的优势。公司建立了规模庞大的智慧化工厂，大幅提升了生产效率和品质。同时，借助 CIM 系统和 MES 系统等数字化管理工具，实现了对人员、设备、原材料和生产工艺的严格管控。此外，公司具备规模化的生产优势，拥有广东中山、江西吉安、江西新余等多个生产基地，各基地均有完整的产业链整合能力及研发创新能力，产品系列完整，抗击风险能力强，毛利率由 2022 年的 27% 提升至 2023 年的 29.12%。规模化效应的日益显现为公司照明行业中的领先地位奠定坚实基础。

■ 品牌业务双轮驱动，海外部分贡献突出

公司依托“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，树立了良好的品牌形象和影响力。海外 LEDVANCE 品牌业务，拥有近百年的发展历史，在创新 LED 照明系统和智能及通用照明系统方面经验丰富，在欧美拥有广泛且深厚的市场基础。2023 年 LEDVANCE 在海外市场的营收达到 106.06 亿元，占总营收的 60.48%。国内市场上，“木林森”品牌也已在照明行业树立卓越口碑，产品涵盖智能照明、植物照明等多个领域。公司充分利用国内国外两个供应链体系和市场服务，同时推进线上线下两大营销渠道，业务覆盖全球 150 个国家和地区，为布局海外市场提供了有力支持，成为推动营收持续增长的重要基础。

■ 深耕研发厚积薄发，LED 竞争格局优化有望主要

受益

公司深耕照明研发领域，技术实力强大，围绕智慧照明、健康照明等领域产品线布局，2023 年公司研发费用达 3.81 亿元，同比增长 28.37%。目前公司已经在灯具、智能照明系统以及电子组件等节能环保产品的研发上取得了显著成果。截至 2023 年末，木林森已拥有 1665 项专利，行业龙头的研发优势显著。未来，随着 LED 行业周期波动，市场竞争格局将持续优化，根据高工数据预测，2014-2020 年中国 LED 封装企业数量从 1532 家下降至约 200 家左右。公司作为行业龙头，有望充分把握下游需求回暖带来的增长机会，推动业务持续发展。

盈利预测

预测公司 2024-2026 年收入分别为 199.74、228.31、264.75 亿元，EPS 分别为 0.47、0.65、0.74 元，当前股价对应 PE 分别为 17.0、12.3、10.8 倍，考虑公司作为国内 LED 封装龙头所具备的显著优势及新业务放量节奏，给予“增持”投资评级。

风险提示

LED 需求复苏不及预期风险，行业竞争加剧风险，新品开发及市场开拓不及预期风险等。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入（百万元）	17,536	19,974	22,831	26,475
增长率（%）	6.2%	13.9%	14.3%	16.0%
归母净利润（百万元）	430	702	970	1,102
增长率（%）	121.7%	63.2%	38.2%	13.6%
摊薄每股收益（元）	0.29	0.47	0.65	0.74
ROE（%）	3.1%	4.9%	6.5%	7.0%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产:				
现金及现金等价物	4,673	5,191	5,626	5,600
应收款	4,984	5,801	6,755	8,051
存货	3,443	3,782	4,042	4,367
其他流动资产	584	641	687	796
流动资产合计	13,685	15,415	17,111	18,815
非流动资产:				
金融类资产	2	2	2	2
固定资产	5,088	4,612	4,172	3,809
在建工程	65	53	64	49
无形资产	629	612	596	542
长期股权投资	593	593	593	593
其他非流动资产	4,303	4,303	4,303	4,303
非流动资产合计	10,677	10,173	9,728	9,297
资产总计	24,362	25,588	26,839	28,112
流动负债:				
短期借款	28	28	28	28
应付账款、票据	6,688	7,404	7,948	8,418
其他流动负债	2,424	2,424	2,424	2,424
流动负债合计	9,191	9,912	10,463	10,943
非流动负债:				
长期借款	149	149	149	149
其他非流动负债	1,227	1,227	1,227	1,227
非流动负债合计	1,376	1,376	1,376	1,376
负债合计	10,567	11,287	11,839	12,319
所有者权益				
股本	1,484	1,484	1,484	1,484
股东权益	13,795	14,301	14,999	15,793
负债和所有者权益	24,362	25,588	26,839	28,112

现金流量表	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	451	716	990	1124
少数股东权益	21	14	20	22
折旧摊销	831	540	492	447
公允价值变动	0	2	-1	-4
营运资金变动	682	-492	-709	-1250
经营活动现金净流量	1984	781	791	339
投资活动现金净流量	1544	488	429	377
筹资活动现金净流量	-2459	-211	-291	-330
现金流量净额	1,031	1,058	929	386

利润表	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	17,536	19,974	22,831	26,475
营业成本	12,429	14,410	16,464	19,071
营业税金及附加	121	120	114	132
销售费用	2,637	3,016	3,379	3,918
管理费用	925	1,079	1,233	1,403
财务费用	144	-11	-12	-12
研发费用	381	399	434	477
费用合计	4,088	4,483	5,033	5,786
资产减值损失	-160	-143	-160	-153
公允价值变动	0	2	-1	-4
投资收益	-63	33	96	88
营业利润	927	878	1,197	1,409
加:营业外收入	22	15	34	26
减:营业外支出	294	30	30	30
利润总额	655	863	1,201	1,405
所得税费用	204	147	211	281
净利润	451	716	990	1,124
少数股东损益	21	14	20	22
归母净利润	430	702	970	1,102

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长性				
营业收入增长率	6.2%	13.9%	14.3%	16.0%
归母净利润增长率	121.7%	63.2%	38.2%	13.6%
盈利能力				
毛利率	29.1%	27.9%	27.9%	28.0%
四项费用/营收	23.3%	22.4%	22.0%	21.9%
净利率	2.6%	3.6%	4.3%	4.2%
ROE	3.1%	4.9%	6.5%	7.0%
偿债能力				
资产负债率	43.4%	44.1%	44.1%	43.8%
营运能力				
总资产周转率	0.7	0.8	0.9	0.9
应收账款周转率	3.5	3.4	3.4	3.3
存货周转率	3.6	3.8	4.1	4.4
每股数据(元/股)				
EPS	0.29	0.47	0.65	0.74
P/E	27.7	17.0	12.3	10.8
P/S	0.7	0.6	0.5	0.5
P/B	0.9	0.8	0.8	0.8

资料来源: Wind、华鑫证券研究

■ 电子通信组介绍

毛正：复旦大学材料学硕士，三年美国半导体上市公司工作经验，曾参与全球领先半导体厂商先进制程项目，五年商品证券投研经验，2018-2020 年就职于国元证券研究所担任电子行业分析师，内核组科技行业专家；2020-2021 年就职于新时代证券研究所担任电子行业首席分析师，iFind 2020 行业最具人气分析师，东方财富 2021 最佳分析师第二名；东方财富 2022 最佳新锐分析师；2021 年加入华鑫证券研究所担任电子行业首席分析师。

高永豪：复旦大学物理学博士，曾先后就职于华为技术有限公司，东方财富证券研究所，2023 年加入华鑫证券研究所。

吕卓阳：澳大利亚国立大学硕士，曾就职于方正证券，4 年投研经验。2023 年加入华鑫证券研究所，专注于半导体材料、半导体显示、碳化硅、汽车电子等领域研究。

何鹏程：悉尼大学金融硕士，中南大学软件工程学士，曾任职德邦证券研究所通信组，2023 年加入华鑫证券研究所。专注于消费电子、卫星互联网、光通信等领域研究。

张璐：早稻田大学国际政治经济学学士，香港大学经济学硕士，2023 年加入华鑫证券研究所，研究方向为功率半导体、先进封装。

■ 证券分析师承诺

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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，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。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫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。华鑫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。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。