

公司研究

海外收入略降导致公司 24 年收入略降，25 年将进入恢复性增长阶段

——木林森（002745.SZ）跟踪报告之四

要点

事件：

公司发布 2024 年年报，2024 年公司实现营业收入 169.10 亿元，同比下降 3.57%，公司实现归属于上市公司股东的净利润 3.74 亿元，同比下降 13.06%。

公司发布 2025 年一季报，2025 年 Q1 公司实现营业收入 38.86 亿元，同比下降 2.82%，公司实现归属于上市公司股东的净利润 1.43 亿元，同比下降 21.30%。

点评：

2024 年公司业绩略有下降，主要系海外收入略降。2024 年，全球 LED 照明市场受政治经济局势波动及地缘政治紧张因素影响，整体增长节奏有所调整。公司旗下主要有朗德万斯和木林森两个品牌，其中朗德万斯前身是欧司朗光源及通用照明事业部，其销售体系主要在海外，2024 年朗德万斯收入 96.47 亿元，相比于 2023 年 106.06 亿元收入，下降幅度为 9.04%，是公司 2024 年收入下降的主要原因；木林森品牌销售体系位于国内，2024 年收入 67.68 亿元，相比于 2023 年 65.80 亿元收入略有增长，主要系公司在智能照明、植物照明、光伏储能及空气净化等多个领域有着广泛的市场影响力。

2025 年全球 LED 照明市场将实现恢复性增长。TrendForce 预测，2025 年，伴随全球经济回暖、建筑与基础设施翻新项目逐步复苏，以及高光品质、健康照明需求的持续提升，全球 LED 照明市场规模将实现恢复性增长，预计达 566.26 亿美元。

未来传统照明市场仍是全球照明市场增长的主导力量。尽管智能照明的兴起为行业带来了新的增长点，但传统 LED 照明产品在全球市场的渗透率依然持续增长。特别是在国内外对于建筑、道路、公共设施等传统领域的光源升级改造需求日益增加，传统照明市场依旧保持强劲增长势头。预计在未来几年内，全球传统 LED 照明市场仍将占据主导地位，尤其是在新兴市场和老旧建筑翻新改造项目中，传统照明产品仍将占据大部分市场份额。

盈利预测、估值与评级：我们认为 2025 年 LED 照明行业复苏性增长仍相对较弱，因此下调公司 2025-2026 年归母净利润预测分别为 6.81 亿元（下调 25.41%）、10.37 亿元（下调 9.75%），新增公司 2027 年归母净利润预测为 11.49 亿元。公司作为国内领先的 LED 封装与照明应用综合解决方案提供商，我们看好公司长期发展潜力，维持公司“买入”评级。

风险提示：技术与产品研发风险；贸易环境影响。

公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	17,536	16,910	18,026	19,648	21,220
营业收入增长率	6.17%	-3.57%	6.60%	9.00%	8.00%
归母净利润（百万元）	430	374	681	1,037	1,149
归母净利润增长率	121.71%	-13.06%	82.09%	52.40%	10.73%
EPS（元）	0.29	0.25	0.46	0.70	0.77
ROE（归属母公司）（摊薄）	3.15%	2.94%	5.33%	7.59%	7.86%
P/E	28	32	18	12	11
P/B	0.9	1.0	0.9	0.9	0.8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-04-29

买入（维持）

当前价：8.15 元

作者

分析师：刘凯

执业证书编号：S0930517100002

021-52523849

kailiu@ebscn.com

分析师：于文龙

执业证书编号：S0930522100002

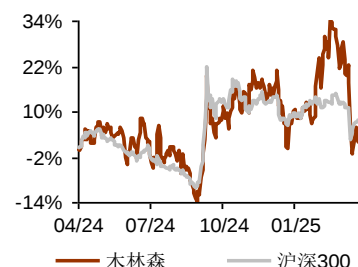
021-52523587

yuwenlong@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	14.84
总市值(亿元):	120.96
一年最低/最高(元):	6.42/10.39
近 3 月换手率:	132.03%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-6.86	0.40	0.87
绝对	-9.75	-0.12	5.04

资料来源：Wind

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	17,536	16,910	18,026	19,648	21,220
营业成本	12,429	12,199	12,258	13,950	15,172
折旧和摊销	831	843	873	928	1,029
税金及附加	121	105	106	118	128
销售费用	2,637	2,546	2,614	2,751	2,971
管理费用	925	822	829	865	912
研发费用	381	392	415	452	467
财务费用	144	53	4	-15	-41
投资收益	-63	-46	-50	-50	-50
营业利润	927	604	929	1,405	1,553
利润总额	655	591	914	1,390	1,538
所得税	204	221	229	347	385
净利润	451	370	686	1,042	1,154
少数股东损益	21	-4	5	5	5
归属母公司净利润	430	374	681	1,037	1,149
EPS(元)	0.29	0.25	0.46	0.70	0.77

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1,984	1,865	1,661	2,348	2,376
净利润	430	374	681	1,037	1,149
折旧摊销	831	843	873	928	1,029
净营运资金增加	-1,839	-500	162	79	223
其他	2,562	1,148	-54	304	-24
投资活动产生现金流	1,544	-749	-486	-1,775	-1,950
净资本支出	326	-936	-350	-1,650	-1,850
长期投资变化	593	434	0	0	0
其他资产变化	624	-247	-136	-125	-100
融资活动现金流	-2,459	-1,526	-581	-151	-18
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	-2,292	-235	-24	-110	71
无息负债变化	1,410	314	-311	1,198	882
净现金流	1,031	-539	594	422	409

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	29.1%	27.9%	32.0%	29.0%	28.5%
EBITDA 率	13.3%	12.7%	16.7%	13.7%	13.8%
EBIT 率	7.6%	6.6%	11.8%	9.0%	8.9%
税前净利润率	3.7%	3.5%	5.1%	7.1%	7.2%
归母净利润率	2.5%	2.2%	3.8%	5.3%	5.4%
ROA	1.8%	1.6%	3.0%	4.1%	4.3%
ROE (摊薄)	3.1%	2.9%	5.3%	7.6%	7.9%
经营性 ROIC	6.7%	5.3%	12.4%	9.7%	9.6%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	43%	45%	44%	45%	46%
流动比率	1.49	1.39	1.46	1.43	1.41
速动比率	1.11	1.02	1.07	1.04	1.03
归母权益/有息债务	17.97	24.19	25.51	35.01	31.66
有形资产/有息债务	26.85	37.40	38.45	54.30	49.99

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	24,362	23,445	23,187	25,180	27,079
货币资金	4,673	4,093	4,687	5,109	5,517
交易性金融资产	2	5	5	5	5
应收账款	3,844	3,876	3,605	3,930	4,244
应收票据	750	905	721	786	849
其他应收款 (合计)	391	47	36	39	42
存货	3,443	3,413	3,527	3,885	4,102
其他流动资产	456	496	507	523	539
流动资产合计	13,685	12,956	13,145	14,341	15,368
其他权益工具	75	26	26	26	26
长期股权投资	593	434	434	434	434
固定资产	5,088	4,912	4,277	4,290	4,443
在建工程	65	170	240	780	1,260
无形资产	629	591	629	666	702
商誉	1,765	1,765	1,765	1,765	1,765
其他非流动资产	570	625	569	569	569
非流动资产合计	10,677	10,489	10,043	10,840	11,711
总负债	10,567	10,645	10,310	11,398	12,351
短期借款	28	259	300	190	261
应付账款	4,445	4,549	4,290	4,883	5,310
应付票据	2,244	2,610	2,452	2,790	3,034
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	280	245	300	382	460
流动负债合计	9,191	9,312	9,011	10,018	10,892
长期借款	149	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	912	840	895	976	1,055
非流动负债合计	1,376	1,333	1,299	1,380	1,459
股东权益	13,795	12,800	12,877	13,782	14,728
股本	1,484	1,484	1,484	1,484	1,484
公积金	8,304	8,292	8,360	8,464	8,579
未分配利润	4,006	3,342	3,346	4,142	4,968
归属母公司权益	13,656	12,693	12,765	13,666	14,606
少数股东权益	139	107	112	117	122

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	15.04%	15.05%	14.50%	14.00%	14.00%
管理费用率	5.28%	4.86%	4.60%	4.40%	4.30%
财务费用率	0.82%	0.31%	0.02%	-0.08%	-0.19%
研发费用率	2.18%	2.32%	2.30%	2.30%	2.20%
所得税率	31%	37%	25%	25%	25%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.34	0.41	0.09	0.14	0.16
每股经营现金流	1.34	1.26	1.12	1.58	1.60
每股净资产	9.20	8.55	8.60	9.21	9.84
每股销售收入	11.82	11.39	12.15	13.24	14.30

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	28	32	18	12	11
PB	0.9	1.0	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA	5.7	6.5	4.1	4.5	4.2
股息率	4.1%	5.0%	1.1%	1.7%	1.9%

行业及公司评级体系

评级	说明
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 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 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曾与、不与、也将不会与本报告中的具体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”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。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所载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

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

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
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP