

LED 封装业务持续涨价，收购普瑞光电
布局光互联和功率半导体

电子
——木林森（002745.SZ）首次覆盖报告

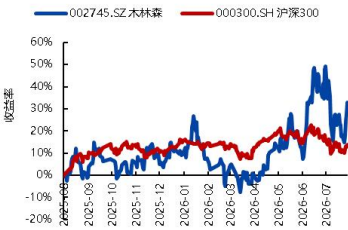
报告原因：

买入（首次评级）

市场数据：2026 年 08 月 11 日
收盘价（元）11.13
一年内最高/最低（元）12.78/7.81
市净率1.4
股息率（分红/股价）0.42
流通 A 股市值（百万元）11843
上证指数/深证成指3,934/14,259
注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2026 年 03 月 31 日
每股净资产（元）8.0
资产负债率%49.48
总股本/流通 A 股（百万）1,484/1,064
流通 B 股/H 股（百万）-/-

一年内股价与沪深 300 指数对比走势：



资料来源：iFinD

相关研究

证券分析师

朱攀
S0820525070001
021-32229888-25527
zhupan@ajzq.com

投资要点：

- 投资建议：首次覆盖，给予“买入”评级。我们预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 12.01/13.08/14.06 亿元，对应 PE 为 13.8/12.6/11.8 倍。考虑朗德万斯品牌业务利润基本盘稳固，LED 封装涨价有望带动业绩迎来拐点，收购普瑞光电完善光互联和功率半导体业务布局，我们给予公司 2026 年 20 倍 PE，对应 240.20 亿元目标市值，目标价 16.18 元，给予“买入”评级。
- 品牌业务：朗德万斯基本盘稳固，布局亚非拉+费用率优化有望带来新的利润空间。朗德万斯是公司核心毛利来源，以西欧为核心的欧美市场依托品牌与渠道壁垒，业务底盘稳固。亚非拉新兴市场 LED 渗透率较低，具备较大增长潜力。伴随公司推进新兴市场渠道布局，叠加费用端持续优化，品牌业务盈利有望迎来改善。
- 封装业务：公司份额行业第一，涨价有望带动业绩迎来拐点。LED 封装行业经历长期产能去化后，当前集中度得以提升。作为全球 LED 封装龙头，公司规模与产销量优势显著。伴随上游原材料成本传导及行业供需格局改善，LED 行业迎来涨价潮，公司产品跟涨将显著放大业绩弹性，驱动封装业务实现周期复苏。
- 新兴业务：收购普瑞光电，完善芯片+光互联+功率半导体布局。收购普瑞光电可为公司补齐 LED 外延及芯片自研短板。依托其专利储备，公司推进 Micro LED 技术迭代，切入下一代光互联赛道；当前行业多方角逐 Micro LED CPO 标准制定，公司有望依托专利积累参与产业进程。此外，借助普瑞光电的业务基础与海外品牌资源，便于规避潜在的国际贸易风险，布局功率半导体业务。
- 关键假设点：假设公司 2026-2028 年朗德万斯系品牌收入增长率分别为 0%/3.00%/3.60%，毛利率分别为 40.00%/39.00%/38.50%；假设公司 2026-2028 年木林森品牌收入增长率分别为 18.00%/13.00%/7.00%，毛利率分别为 16.67%/18.44%/18.28%；假设公司 2026-2028 年普瑞光电收入分别为 20.00/25.00/30.00 亿元，毛利率分别为 33.00%/33.50%/33.80%。
- 催化剂：LED 封装和照明产品涨价后带动业绩回升；Micro LED 光互联取得进展。
- 风险提示：欧洲消费低迷和新兴市场开拓不及预期风险；LED 行业涨价持续性不及预期风险；汇率波动风险；新业务进展不及预期风险。

财务数据及盈利预测

报告期	2024	2025	26E	2	2027E	2028E
营业总收入（百万元）	16,910	17,439	20,868		22,878	24,500
同比增长率（%）	-3.6%	3.1%	19.7%		9.6%	7.1%
归母净利润（百万元）	374	-1,477	1,201		1,308	1,406
同比增长（%）	-13.1%	-495.2%	181.3%		9.0%	7.4%
每股收益（元/股）	0.25	-1.00	0.81		0.88	0.95
毛利率（%）	27.9%	26.0%	28.4%		28.4%	28.1%
ROE（%）	2.9%	-12.8%	9.4%		9.3%	9.1%
市盈率	47.5	-12.0	13.8		12.6	11.8

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

投资案件

投资评级与估值

首次覆盖，给予“买入”评级。我们预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 12.01/13.08/14.06 亿元，对应 PE 为 13.8/12.6/11.8 倍。考虑公司在 LED 封装和照明领域领先，朗德万斯品牌全球化布局，涨价趋势或推动行业拐点，收购普瑞光电深化光互联和功率半导体布局。我们给予公司 2026 年 20 倍 PE，对应 240.20 亿元目标市值，目标价 16.18 元，给予“买入”评级。

关键假设点

新兴市场或成朗德万斯增长点：假设公司 2026-2028 年朗德万斯系品牌收入增长率分别为 0.00%/3.00%/3.60%，毛利率分别为 40.00%/39.00%/38.50%；

木林森品牌保持稳健，封装业务或随涨价迎来业绩拐点：假设公司 2026-2028 年木林森品牌收入增长率分别为 18.00%/13.00%/7.00%，毛利率分别为 16.67%/18.44%/18.28%；

公司依托普瑞光电布局芯片+功率半导体+光互联，收入和毛利率稳步提升：假设公司 2026-2028 年普瑞光电收入分别为 20.00/25.00/30.00 亿元，毛利率分别为 33.00%/33.50%/33.80%。

有别于市场的观点

市场普遍认为 LED 封装和照明行业竞争激烈，行业规模呈现下滑趋势，公司盈利能力受限：**我们认为** LED 行业经历价格战后落后产能持续出清，公司在照明和封装领域市占率较为领先，目前 LED 相关产品呈现涨价趋势，后续行业景气度或持续提升，公司封装业务或迎来业绩拐点，公司收入和利润或明显抬升，公司业绩预告 2026H1 归母净利润约为 6-7 亿元，同比增长 290.61%-355.71%，表明公司盈利能力逐渐向好。此外，公司商誉减值风险释放，实际控制人增持彰显发展信心。公司 2025 年针对收购朗德万斯形成的历史并购商誉集中计提商誉减值 9.61 亿元，风险商誉规模显著压降，风险基本释放。公司分别于 2026 年 5 月和 7 月连续披露公司控股股东、实际控制人孙清焕先生实施增持计划，合计总金额约 2-3 亿元，传递出实际控制人对公司长期价值的认可，进一步强化本轮业绩拐点的确定性。

市场普遍认为公司主要聚焦传统 LED 业务，欠缺远期增长点：**我们认为**公司收购的普瑞光电在 LED 芯片产能、专利布局和海外品牌方面具有较强优势，公司切入 Micro LED 光互联业务，市场空间广阔，有望构筑新的增长点，公司依托普瑞光电海外品牌便于规避潜在的国际贸易风险，在功率半导体领域深化布局。

股价表现的催化剂

LED 封装和照明产品涨价后带动业绩回升；Micro LED 光互联取得进展。

核心假设风险

欧洲消费低迷和新兴市场开拓不及预期风险；LED 行业涨价持续性不及预期风险；汇率波动风险；新业务进展不及预期风险。

目录

1. 盈利预测与估值分析	6
1.1 盈利预测	6
1.2 估值分析	6
2. 品牌业务：朗德万斯基本盘稳固，布局亚非拉+费用优化有望带来新的利润空间	7
2.1 LED 照明需求：存量替换是需求主力，新型应用和新兴市场或成增长点	7
2.2 格局：木林森品牌国内市占率领先，朗德万斯品牌开拓海外市场	11
3. 封装业务：公司份额行业第一，涨价有望带动业绩迎来拐点	14
4. 新兴业务：收购普瑞光电，完善芯片+光互联+功率半导体布局	16
4.1 补齐上游芯片环节，实现芯片+封装+应用垂直整合	16
4.2 依托普瑞光电，布局下一代光通信技术	17
4.3 具海外品牌优势，功率半导体可与海外厂商合作	19
5. 风险提示	20

图表目录

图表 1 : 公司盈利预测简表	6
图表 2 : 可比公司估值表	7
图表 3 : LED 产业链包括原材料及设备、LED 封装和产品应用	8
图表 4 : 通用照明是 LED 照明最大应用场景	8
图表 5 : 2025 年中国 LED 照明市场整体平稳微降	9
图表 6 : 通用照明市场增长驱动力已从新增需求转向存量替换需求	9
图表 7 : 中国规上企业灯具及照明装置产量稳步上升	9
图表 8 : LED 封装效率提升	9
图表 9 : 2026H1 中国照明产品累计出口额同比下降	10
图表 10 : 2024 年以来中国 LED 模块出口单价呈下降趋势	10
图表 11 : 2022 年以来中国 LED 出口量较为平稳	11
图表 12 : 2026H1 LED 光源占通用光源出货量的比重达 84%	11
图表 13 : 2025 年中国照明行业相对稳健运行	11
图表 14 : 2025 年中国照明产品对亚洲市场出口占比最高	11
图表 15 : 2025 年公司 LEDVANCE 业务占比达 53%	12
图表 16 : 公司境外收入占比持续较高	12
图表 17 : LEDVANCE 是公司主要毛利来源	12
图表 18 : LEDVANCE 业务毛利率较高	12
图表 19 : 欧司朗 (朗德万斯) 和昕诺飞等是主要欧洲照明品牌	13
图表 20 : 朗德万斯具有品牌优势和分层运营的全球化品牌体系	13
图表 21 : 2020 年公司朗德万斯品牌营业收入以西欧为主	13
图表 22 : 收购朗德万斯后公司期间费用率大幅提升	13
图表 23 : 2021-2025 年公司海外营收明显高于同业	14
图表 24 : 具有自有品牌的照明厂商海外毛利率较高	14
图表 25 : 公司产销量持续增长	14
图表 26 : SMD 和 COB 是主要的 LED 封装方式	15
图表 27 : 2025 年木林森 LED 产销量显著领先	15
图表 28 : 2026 年 LED 行业封装等环节出现涨价趋势	16
图表 29 : 普瑞光电是 LED 专利器件行业领跑企业	17
图表 30 : 2025 年普瑞光电营业收入约 22 亿元	17

图表 31 : 中国 LED 芯片行业格局较为集中	17
图表 32 : LED 显示屏中芯片成本占比较高	17
图表 33 : 全球 Micro-LED 细分市场增速较高	18
图表 34 : 铜缆连接随着速率提升传输距离明显下降	18
图表 35 : 光互联随着速率提升功耗明显提升	18
图表 36 : 当前 Scale- Up 采用铜缆, Scale-Out 采用光互联	18
图表 37 : Microsoft 采用 Micro LED 设计 MOSAIC 光互联	18
图表 38 : MOSAIC 采用 Micro LED 阵列作为光源	19
图表 39 : MOSAIC 可插拔光模块结构示意图	19
图表 40 : 多家厂商争夺 MicroLED 规格定义的话语权	19
图表 41 : 思特威推出 MicroLED 高速光互连方案	19
图表 42 : 海外企业在功率半导体行业具有优势	20
图表 43 : 普瑞光电可通过 Bridgelux 国际品牌销售功率半导体	20

1. 盈利预测与估值分析

1.1 盈利预测

考虑公司在 LED 封装和照明领域领先，朗德万斯品牌全球化布局，涨价趋势或推动行业拐点，收购普瑞光电深化光互联和功率半导体布局。假设公司 2026-2028 年朗德万斯系品牌收入增长率分别为 0.00%/3.00%/3.60%，毛利率分别为 40.00%/39.00%/38.50%；假设公司 2026-2028 年木林森品牌收入增长率分别为 18.00%/13.00%/7.00%，毛利率分别为 16.67%/18.44%/18.28%；假设公司 2026-2028 年普瑞光电收入分别为 20.00/25.00/30.00 亿元，毛利率分别为 33.00%/33.50%/33.80%。

图表 1：公司盈利预测简表

百万元人民币	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	17,438.78	20,868.10	22,877.53	24,500.26
YoY	3.13%	19.66%	9.63%	7.09%
朗德万斯系品牌	9,250.18	9,250.18	9,527.68	9,870.68
YoY	-4.12%	0.00%	3.00%	3.60%
木林森品牌	7,630.81	9,004.35	10,174.92	10,887.16
YoY	12.75%	18.00%	13.00%	7.00%
其他业务	557.80	613.57	674.93	742.43
YoY	12.67%	10.00%	10.00%	10.00%
普瑞光电	-	2,000.00	2,500.00	3,000.00
YoY	-	-	25.00%	20.00%
毛利率	25.97%	28.37%	28.38%	28.06%
朗德万斯系品牌	39.98%	40.00%	39.00%	38.50%
木林森品牌	10.21%	16.67%	18.44%	18.28%
其他业务	9.27%	9.50%	9.50%	9.50%
普瑞光电	-	33.00%	33.50%	33.80%
费用率				
销售费用率	16.42%	15.10%	14.90%	14.70%
管理费用率	4.86%	4.60%	4.50%	4.35%
研发费用率	2.42%	2.50%	2.55%	2.60%
归母净利润	-1,477	1,201	1,308	1,406
YoY	-495.21%	181.28%	8.96%	7.44%

资料来源：公司公告，爱建证券研究所

1.2 估值分析

从行业角度，选取以下三家具具有同类业务的上市公司作为木林森的可比公司，包括兆驰股份、欧普照明和佛山照明，兆驰股份涉及 LED 芯片业务，和木林森可比，欧普

照明和佛山照明涉及 LED 照明业务，和木林森可比。基于 iFinD 一致预期数据，可比公司 2026-2028 年平均 PE 分别为 19.43、16.63 和 14.68 倍，公司 PE 低于可比公司均值，我们考虑公司海外业务基本盘稳定，封装业务受涨价影响或迎来业绩拐点，公司收购普瑞光电具有远期 Micro LED 光互联期权，功率半导体打开远期成长空间，给予公司 2026 年 20 倍 PE，对应目标市值 240.20 亿元，目标价 16.18 元，给予“买入”评级。

图表 2：可比公司估值表

代码	名称	总市值 (亿元)	净利润 (亿元)			PE		
			2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
002429.SZ	兆驰股份	370.30	16.93	21.92	26.32	21.87	16.90	14.07
603515.SH	欧普照明	127.45	9.79	10.45	11.14	13.01	12.19	11.44
000541.SZ	佛山照明	65.76	2.81	3.16	3.55	23.40	20.81	18.52
平均值						19.43	16.63	14.68
002745.SZ	木林森	165.19	12.01	13.08	14.06	13.75	12.63	11.75

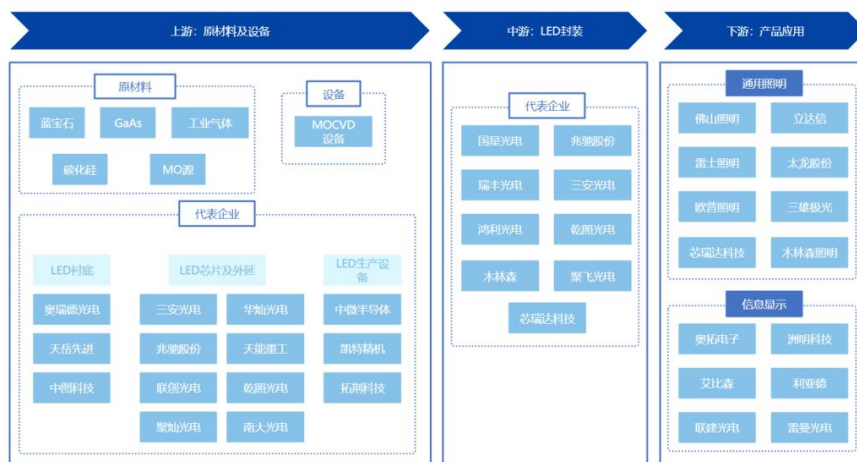
资料来源：iFinD，爱建证券研究所（备注：所有可比公司业绩均为 iFinD 一致预期，基于 2026 年 08 月 11 日数据。）

2. 品牌业务：朗德万斯基本盘稳固，布局亚非拉+费用优化有望带来新的利润空间

2.1 LED 照明需求：存量替换是需求主力，新型应用和新兴市场或成增长点

全球 LED 产业已步入成熟期。发展逻辑从粗放式高速增长，转向中低速高质量发展，各产业链环节呈现差异化发展态势。上游外延芯片进入技术与资源整合阶段；中游封装传统照明业务承压，Mini-LED 背光、车用 LED 等新兴领域重塑行业格局；下游应用赛道明显分化，通用照明市场持续收缩，Mini/Micro-LED 显示、紫外 LED、植物光照、光医疗等细分赛道维持高景气度。

图表 3：LED 产业链包括原材料及设备、LED 封装和产品应用

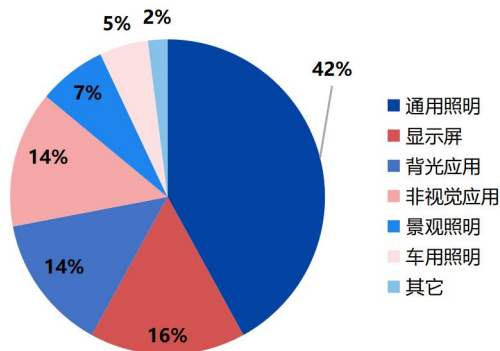


资料来源：江西省科技成果转化中心，爱建证券研究所

通用照明是 LED 照明核心应用场景，增长驱动力由新兴需求转变为存量替换。江西省科技成果转化中心数据显示，通用照明是 LED 照明核心应用场景，占比达 42%；2025 年 LED 通用照明市场规模约 2131 亿元，同比下降 11%。需求端来看，2025 年通用照明总需求量 14200Mpcs，新增需求 6300Mpcs、存量替换 7900Mpcs；预计 2028 年总需求升至 16400Mpcs，其中新增需求降至 3500Mpcs，存量替换需求增至 12900Mpcs，占比接近 80%，行业整体增速或将放缓。

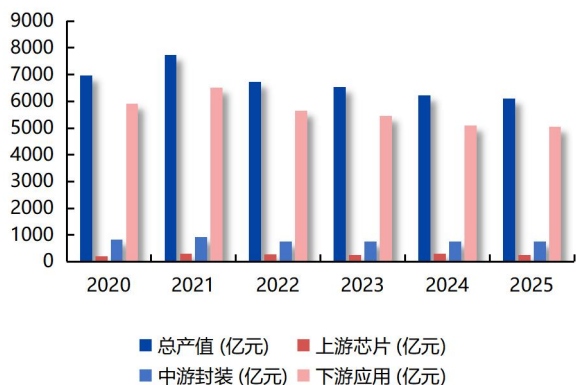
智能/植物照明等新型应用或成 LED 照明增长引擎。据中照网数据，2025 年智能照明市场规模预计突破 500 亿元，年复合增长率超 20%，2024-2025 年，我国规模以上智能照明器具制造企业超 210 家，较 2020 年增长 150%以上，营收超 250 亿元，较 2020 年增长 110%，行业发展势头强劲；据新光源数据，2025 年全球 LED 植物灯市场约 20.28 亿美元，预计 2032 年 50.82 亿美元，CAGR 约为 14.2%，在通用照明行业呈现收缩态势下，新型 LED 照明应用增速较快，或成 LED 照明需求的主要增长点。

图表 4：通用照明是 LED 照明最大应用场景



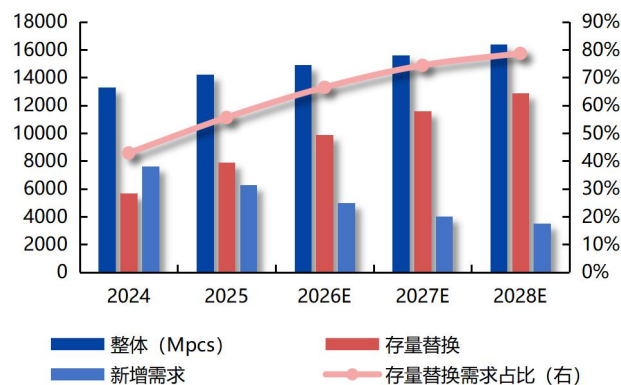
资料来源：江西省科技成果转化中心，爱建证券研究所

图表 5：2025 年中国 LED 照明市场整体平稳微降



资料来源：CSA Research，爱建证券研究所

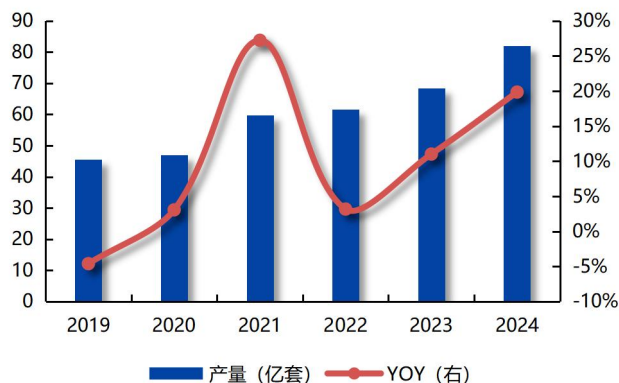
图表 6：通用照明市场增长驱动力已从新增需求转向存量替换需求



资料来源：TrendForce，LEDinside，爱建证券研究所

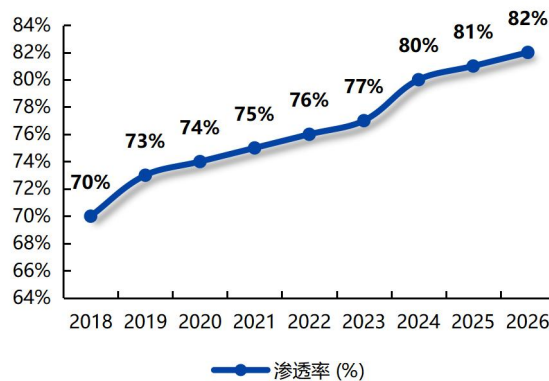
低价出清进入尾声，全产业链提价开启周期性拐点。1) 产能端：行业结构性调整成效凸显，产能持续向头部集中，规模效应持续放大。行业供给量提升，2024 年规上企业灯具及照明装置产量达 82 亿套（台/个），同比增幅近 20%，较 2019 年提升近 80%；同时行业供给集中度也呈现提升态势。**2) 产值端：**产业整体筑底企稳，下游新兴应用形成核心支撑。依据《2025 中国半导体照明产业发展蓝皮书》，2025 年国内半导体照明产业总产值预计 6093 亿元，同比下滑 1.1%，整体趋于平稳。上游芯片、中游封装受前期价格战拖累小幅收缩，而下游依托汽车电子、Mini/Micro LED 等高附加值新兴赛道展现韧性，市场规模突破 5000 亿元，同比仅微降 0.4%，为产业整体筑底提供关键支撑。**3) 价格端：**行业长期低价出清结束，供需格局改善驱动行业新一轮提价。此前行业同质化竞争激烈，产品均价累计下滑 30%-40%，大幅压缩企业盈利能力。2026 年初以来，超 50 家行业头部企业集中启动调价，短期为原材料、辅材成本上涨的被动传导，长期则标志着行业低价竞争格局结束，周期性复苏拐点确立。

图表 7：中国规上企业灯具及照明装置产量稳步上升



资料来源：中国照明电器杂志，爱建证券研究所

图表 8：LED 照明渗透率逐渐提升

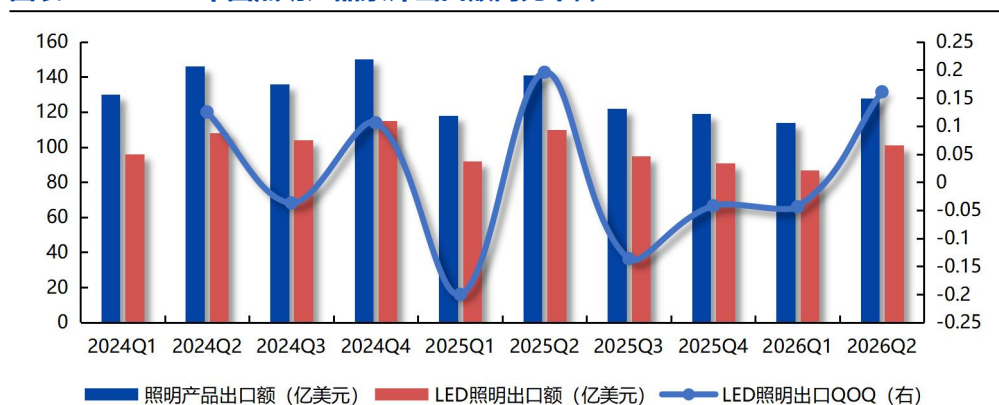


资料来源：云拓咨询，爱建证券研究所

出口端传统市场承压，新兴市场或提供增长动能。1) 传统海外市场承压：2026H1，

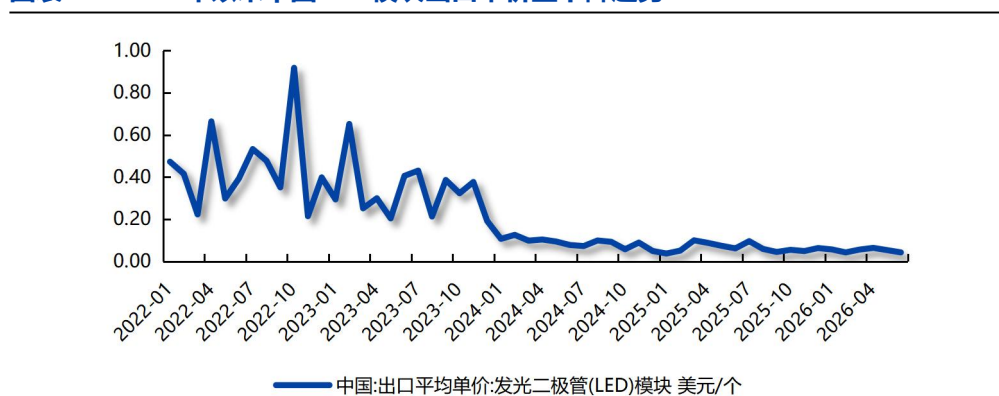
中国照明出口整体承压，中国照明产品累计出口额 241.1 亿美元，同比下降 6.8%；其中 LED 照明出口额 187.9 亿美元，同比下降 6.7%。出口疲软主要受制于全球终端需求偏弱、行业价格通缩、中东地缘冲突以及行业周期调整等多重压力。目前 LED 对传统光源的替代已进入尾声，LED 通用光源出货占比达 84%，存量替代空间持续收窄，传统市场增长动能趋于乏力。2) 新兴市场或提供增长动能：从海外区域结构来看，2026H1 各市场表现分化明显，传统核心外销市场整体承压。其中北美受美国关税政策加码影响，成为出口主要拖累项；西亚市场受中东地缘冲突扰动，需求显著下滑且修复节奏偏慢，东南亚、中亚市场亦同步出现回调。相较成熟市场的疲软态势，非洲、南亚等新兴市场需求景气度相对更高、增长势能充足。据 Modor Intelligence 统计，2024 年非洲 LED 照明市场规模约 40.1 亿美元，预计 2029 年将增至 59.4 亿美元，2024-2029 年复合增速达 8.17%。

图表 9：2026H1 中国照明产品累计出口额同比下降



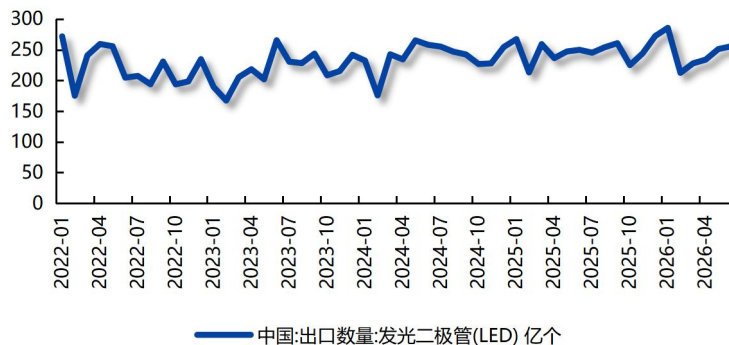
资料来源：TrendForce, LEDinside, 爱建证券研究所

图表 10：2024 年以来中国 LED 模块出口单价呈下降趋势



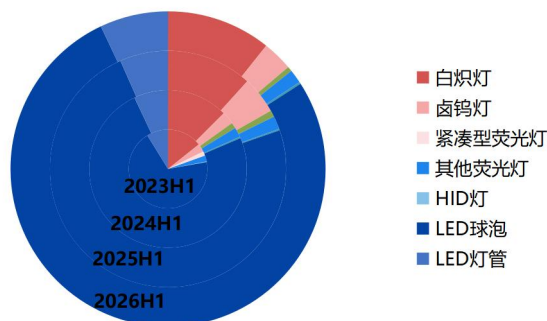
资料来源：Wind, 爱建证券研究所

图表 11: 2022 年以来中国 LED 出口量较为平稳



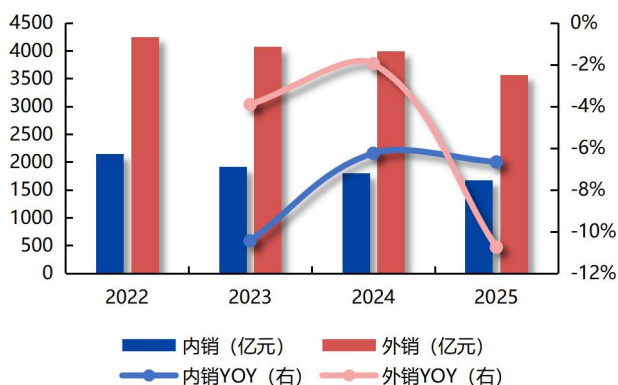
资料来源: Wind, 爱建证券研究所

图表 12: 2026H1 LED 光源占通用光源出货量的比重达 84%



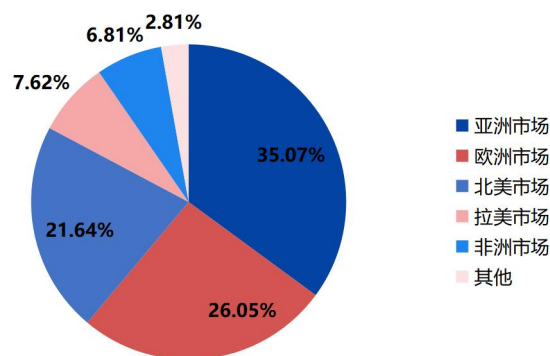
资料来源: 海关总署, 广东光亚照明研究院, 爱建证券研究所

图表 13: 2025 年中国照明行业相对稳健运行



资料来源: 大照明, 爱建证券研究所

图表 14: 2025 年中国照明产品对亚洲市场出口占比最高



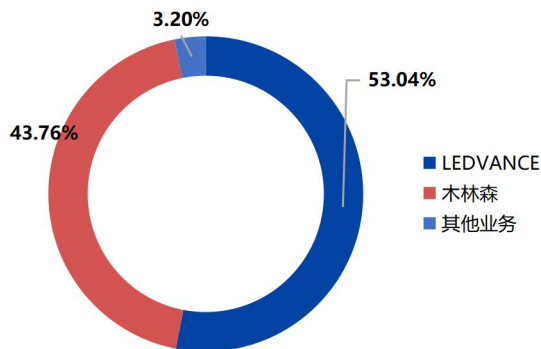
资料来源: 中国照明电器协会, 爱建证券研究所

2.2 格局: 木林森品牌国内市占率领先, 朗德万斯品牌开拓海外市场

朗德万斯是木林森核心毛利来源。木林森已形成朗德万斯 (LEDVANCE) + 自有品牌双品牌格局, 其中朗德万斯为公司核心收入与毛利支柱。收入端: 2025 年朗德万斯

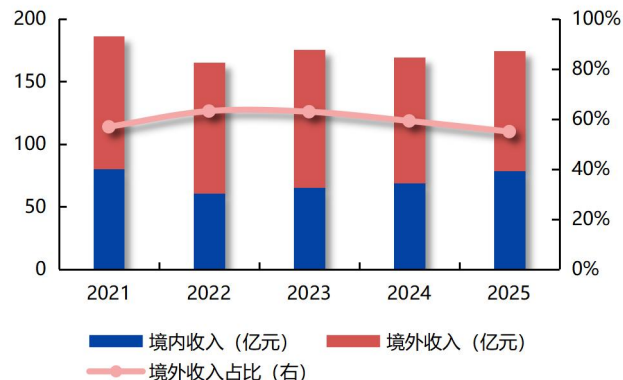
业务收入占比达 53.04%，自有木林森业务占比 43.76%；盈利端：2021-2025 年朗德万斯板块毛利贡献持续位居公司首位，2025 年毛利占比突破 80%，是公司核心利润来源；自有业务毛利规模次之，其余业务毛利体量偏低，对整体盈利贡献有限。毛利率层面，朗德万斯盈利能力长期领跑公司各业务板块，毛利率稳定维持在 38%-41% 的优质区间，具有较强韧性。

图表 15：2025 年公司 LEDVANCE 业务占比达 53%



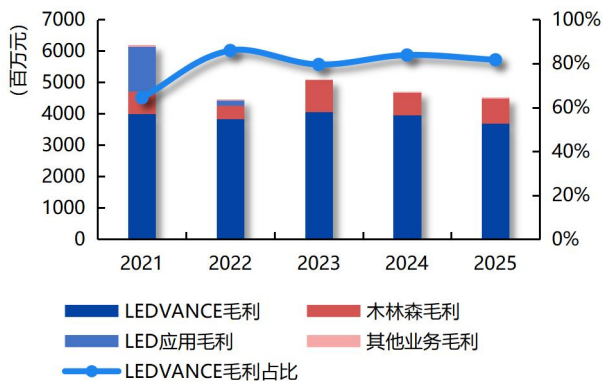
资料来源：Wind，爱建证券研究所

图表 16：公司境外收入占比持续较高



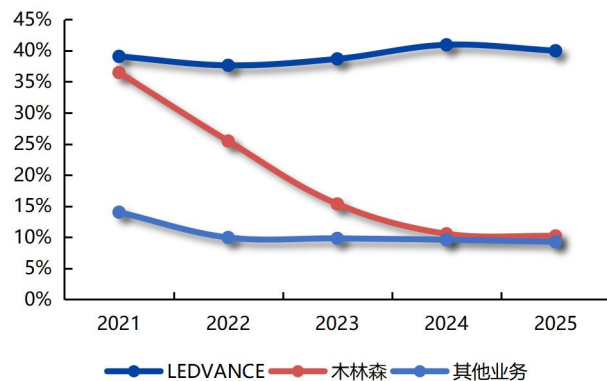
资料来源：Wind，爱建证券研究所

图表 17：LEDVANCE 是公司主要毛利来源



资料来源：iFinD，爱建证券研究所

图表 18：LEDVANCE 业务毛利率较高



资料来源：iFinD，爱建证券研究所

我们认为朗德万斯海外欧美市场基本盘稳固。1) 核心竞争力：朗德万斯的核心竞争力在于品牌优势和分层运营的全球化品牌体系，以自有 LEDVANCE 为主品牌，叠加全球独家授权 OSRAM、北美区域专属授权 SYLVANIA 等搭建分层品牌矩阵，可匹配不同区域、价格带、应用场景的需求。**2) 区域竞争优势：**据公司公告，朗德万斯品牌营收主要贡献区域是西欧，占比达到 45% 以上，区域竞争格局集中，朗德万斯在欧洲市占率或较为领先，Lichtrechner 预计 2026 年德国市场欧司朗/朗德万斯和昕诺飞两大品牌合计占据民用消费照明市场份额超 40%。**3) 品牌竞争优势：**全球照明市场主要分成三大阵营：全球高端方案品牌（欧美），中国综合厂商（全球最大供给方）和日韩厂商，照明行业渠道壁垒极强，品牌短期难以替代，以得邦照明等为代表的中国厂商采用 ODM 代工形式切入海外市场，品牌渠道和朗德万斯等仍有较大差距，朗德万斯海外基本盘或较为稳定。**4) 费用率有望优化：**木林森收购朗德万斯于 2018

年并表，随后毛利率维持较高水平，而销售期间费用率大幅提升，我们认为后续公司有望通过优化费用结构提升朗德万斯品牌的盈利能力。

图表 19：欧司朗（朗德万斯）和昕诺飞等是主要欧洲照明品牌



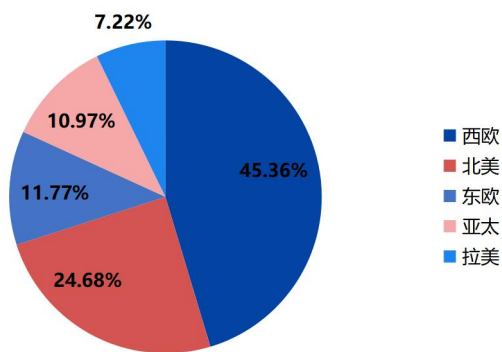
资料来源：Mordor Intelligence，爱建证券研究所

图表 20：朗德万斯具有品牌优势和分层运营的全球化品牌体系

市场范围	核心品牌	产品范围
全球（美国、加拿大除外）	LEDVANCE	LED 灯具、SMART+、电子元件
全球（美国、加拿大除外）	OSRAM	光源产品
美国及加拿大	SYLVANIA	光源、灯具与 SMART+
OSRAM 专业渠道	OSRAM Digital Systems	电子元件与数字照明系统

资料来源：朗德万斯，爱建证券研究所

图表 21：2020 年公司朗德万斯品牌营业收入以西欧为主



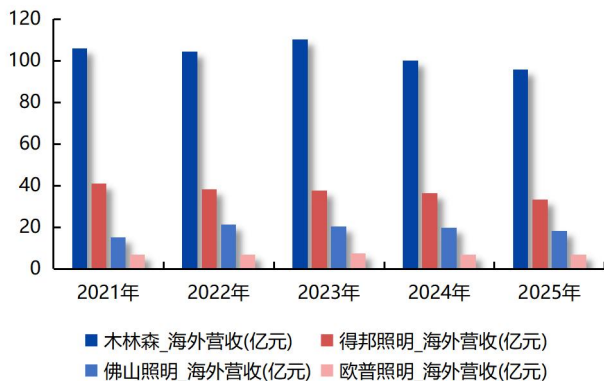
资料来源：公司公告，爱建证券研究所

图表 22：收购朗德万斯后公司期间费用率大幅提升



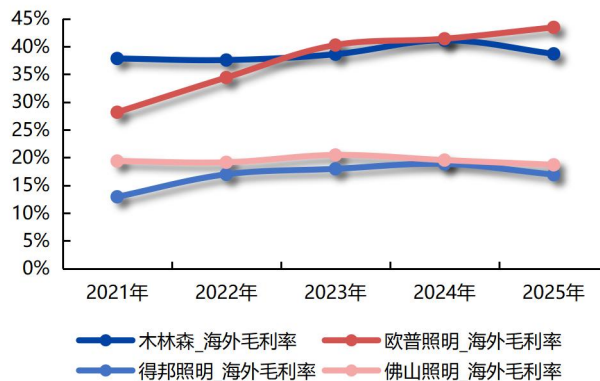
资料来源：Wind，爱建证券研究所

图表 23：2021-2025 年公司海外营收明显高于同业



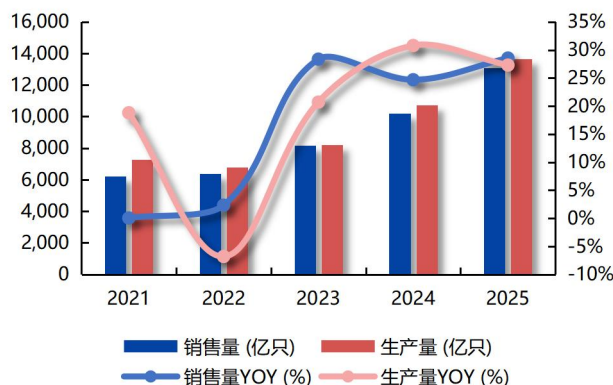
资料来源：iFinD，爱建证券研究所

图表 24：具有自有品牌的照明厂商海外毛利率较高



资料来源：iFinD，爱建证券研究所

图表 25：公司产销量持续增长

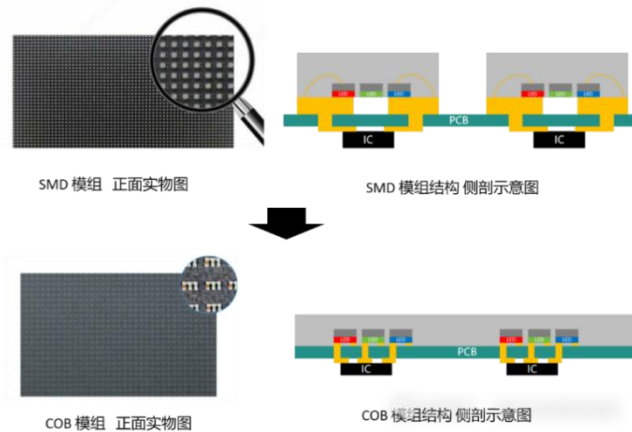


资料来源：公司公告，爱建证券研究所

3. 封装业务：公司份额行业第一，涨价有望带动业绩迎来拐点

封装行业稳健增长，公司份额第一。 1) 定义：LED 封装就是把裸露、脆弱的 LED 芯片“保护”起来，并组装成可以发光的器件，最终拼接成屏幕的过程。主要包括表面贴装技术 (SMD)、板载胶粘工艺 (GOB) 和板上芯片封装 (COB) 等。2) 空间：据博研咨询数据，2025 年，国内芯片级封装 LED (CSP LED) 市场规模达 128.6 亿元，同比增长 11.3%。3) 格局：公司在通用照明、白光封装等主流赛道具备行业优势，LED 器件和灯具等产销量显著领先，龙头地位稳固。早期国际 LED 封装行业分为欧美日厂、韩台厂和大陆本土厂三大阵营。欧美日阵营起步早，随后国内封装厂陆续扩产，国际厂迫于成本压力将大量订单转移至国内代工生产，2017 年木林森首次超越日亚化学，居于中国 LED 封装市场市占率第一名。

图表 26: SMD 和 COB 是主要的 LED 封装方式



资料来源: 易芯半导体, 爱建证券研究所

图表 27: 2025 年木林森 LED 产销量显著领先

	2025		2024		2023		2022		2021		行业分类
	销售量	相对比例	销售量	相对比例	销售量	相对比例	销售量	相对比例	销售量	相对比例	半导体光电器件、照明灯具制造
木林森	1310	100.00%	1019	77.79%	817	62.37%	637	48.63%	622	47.48%	LED 行业 (包含封装芯片)
兆驰股份	1014	77.40%	895	68.32%	917	70.00%	682	52.06%	513	39.16%	日用电子器具制造
鸿利智汇	343	26.18%	406	30.99%	414	31.60%	300	22.90%	275	20.99%	电子元器件制造
国星光电	157	11.98%	157	11.98%	182	13.89%	216	16.49%	186	14.20%	LED 行业
瑞丰光电	22	1.68%	22	1.68%	30	2.29%	33	2.52%	29	2.21%	LED
聚飞光电	15	1.15%	16	1.22%	14	1.07%	12	0.92%	16	1.22%	半导体光电器件、照明灯具制造

资料来源: 各公司公告, 爱建证券研究所 (销售量以十亿计, 相对比例为各公司各年度销售量和 2025 年木林森销售量比例)

LED 封装行业持续涨价, 木林森封装业务迎来拐点。行业涨价主要受供需格局优化和原料成本上扬两方面共同推动。1) 在历经多年低价竞争后, 行业格局发生明显转变, 在深度去库存与产能自发出清后, 行业集中度明显提升。2) 上游基础原材料价格持续攀升、金、银、铜等基础材料价格大幅上涨, 供应链成本全面上扬, LED 照明企业集中调价, 早在 2025 年 8 月, 公司发布联络函宣布产品价格上调 5%-10%, 随后多家企业跟涨, 于 2025 年底涨价潮扩散至 LED 全产业链, 大量企业自 2026 年 1 月起新订单执行新价格, 结束了自 2022 年起的低价竞争态势。随着封装持续涨价, 公司封装业务或迎来业绩拐点, 2026 年 7 月 14 日公司发布 2026 半年度业绩预告, 2026H1 公司归母净利润约为 6-7 亿元, 同比增长 290.61%-355.71%, 表明公司盈利能力逐渐向好。3) 商誉减值风险释放, 实际控制人增持彰显发展信心。公司 2025 年针对收购朗德万斯形成的历史并购商誉集中计提商誉减值 9.61 亿元, 风险商誉规模显著压降, 风险基本释放。公司分别于 2026 年 5 月和 7 月连续披露公司控股股东、实际控制人孙清焕先生实施增持计划, 合计总金额约 2-3 亿元, 向市场传递实际控制人对公司长期价值的认可, 进一步强化本轮业绩拐点的确定性。

图表 28：2026 年 LED 行业封装等环节出现涨价趋势

公司	涨价公告日期	涨价产品	涨价幅度
士兰微	2026 年 6 月 29 日	各产品线	上调 15%起
欧普照明	2026 年 6 月 30 日	球泡光源、模组、筒灯射灯、排插、吸顶灯等全系列产品 (含皓易平板筒灯、皓易防眩筒灯、排插产品部分 SKU)	最高涨幅达 27%
昕诺飞	2026 年 7 月 1 日	飞利浦 CertaDrive SPS 24VDC 系列开关电源	经销商进货价格上调 4.5%-9%
洲明科技	2026 年 7 月 3 日	各线产品 (此前含 LED 显示产品线、部分户外照明产品、 全系列 LED 产品)	年内第 5 轮, 此前多为 5%-15%, 本轮 适度上调
木林森	2026 年 7 月 7 日	全线 PCB 产品	上调 10%-15%
利亚德	2026 年 7 月 7 日	全系列 COB 产品	上调 5%-10%
英飞特	2026 年 7 月 31 日	对受成本影响显著的产品系列	整体区间约 5%-15%
茂硕电源	2026 年 8 月 1 日	所有产品	全系产品上调约 5%-15%

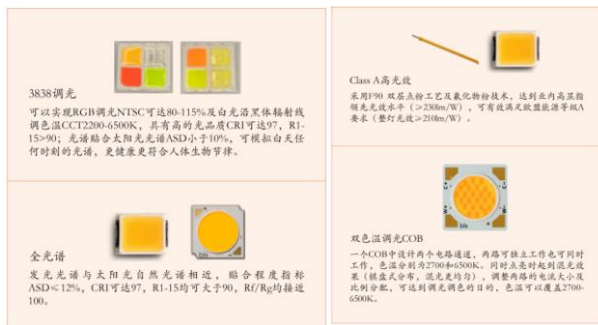
资料来源：大照明，爱建证券研究所

4. 新兴业务：收购普瑞光电，完善芯片+光互联+功率半导体布局

4.1 补齐上游芯片环节，实现芯片+封装+应用垂直整合

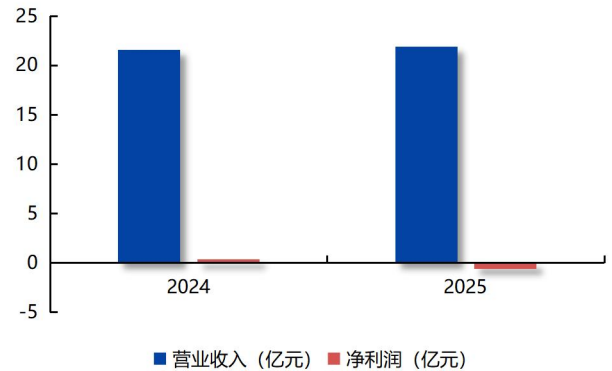
收购普瑞光电后补齐公司上游 LED 外延和芯片自研能力，完善全产业链布局并有望降低成本。1) **硬件和材料优势：**据证券时报数据，普瑞光电在 LED 高端芯片与外延芯片领域具备硬件基础与技术实力，目前拥有 79 台 MOCVD 设备，4 英寸外延月产能达 16 万片，外延芯片产品具备高效率、高品质、高稳定性特点，水平领先；普瑞光电旗下 Intematix 在 LED 荧光粉领域具有优势，在全球拥有 400 多项专利。2) **海外专利+国际品牌，普瑞光电具有出海优势。**普瑞光电 2024-2025 年营业收入分别为 21.59 和 21.89 亿元，业务范围涵盖 LED 外延芯片、封装、荧光粉、功率器件、照明模组等，拥有领先的 LED 芯片核心专利集群，注重国际专利布局，通过巴黎公约或 PCT 途径进入多个国家，据厦门火炬高新区 2021 年统计，普瑞光电在 SMD 2835 全球专利市场和 COB 全球专利市场领先，可降低全球范围内专利侵权风险。普瑞光电旗下拥有“Bridgelux”和“Intematix”两个国际 LED 知名品牌，海外市场销售具备品牌优势。3) **普瑞光电 LED 芯片产能梯队，聚焦高附加值高端产品。**LED 芯片产能格局集中度较高，三安光电、华灿光电、兆驰股份三家企业分别占据我国 LED 芯片总产能的比例分别为 31.7%、14.3%、12.4%，合计近 60%，普瑞光电聚焦高附加值产品，涵盖高端 COB 配套倒装芯片、全光谱健康照明芯片、户外大功率市政照明芯片等。4) **LED 显示屏中 LED 芯片成本占比高，控股普瑞光电有助于公司优化上游采购结构和成本，提升盈利能力。**据中国电子报数据，LED 显示屏成本结构中芯片成本占比最高，如以 P0.9mm 为例 RGB 芯片成本占比达近 50%，而 PCB 成本仅在 10%左右。控股普瑞光电有利于木林森稳定供应链、降低采购成本、提升整体效益。木林森控股普瑞光电将显著提升芯片自给率，实现“芯片-封装-应用”全链条协同降本，全面提升公司盈利能力，为公司高质量发展提供技术与产业支撑。

图表 29：普瑞光电是 LED 专利器件行业领跑企业



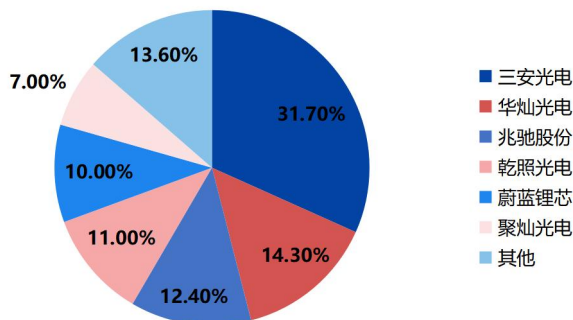
资料来源：厦门市知识产权协会，爱建证券研究所

图表 30：2025 年普瑞光电营业收入约 22 亿元



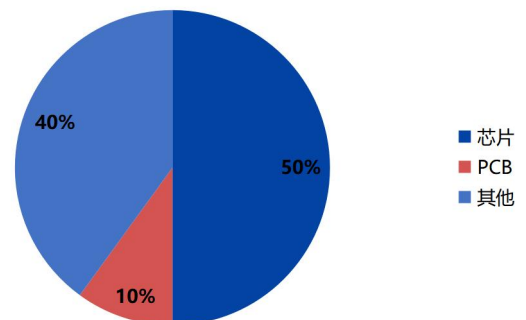
资料来源：公司公告，爱建证券研究所

图表 31：中国 LED 芯片行业格局较为集中



资料来源：智研咨询，爱建证券研究所

图表 32：LED 显示屏中芯片成本占比较高



资料来源：中国电子报，爱建证券研究所

4.2 依托普瑞光电，布局下一代光通信技术

Micro LED 未来有望替代铜连接和传统光互联等场景。1) 铜缆连接随着速率提升传输距离明显下降，光互联随着速率提升功耗明显提升。据 Microsoft 数据，铜连接方式虽能效高且可靠性极高，但在高速率传输情况下传输距离非常有限，且仅适用于机架内使用。相比之下，数据中心中普遍采用的光学连接方式可以覆盖数十米范围，但代价是能源消耗量大且故障率极高（比铜的故障率高出多达 100 倍）；**2) Micro LED 可突破传统激光方案和铜缆连接的局限，在功耗、可靠性、成本、传输距离上优势显著。**数据中心内部短距主流传输方案陷入传输距离、功耗与带宽的三因素牵制困局：铜缆成本低但传输距离短，带宽升级后衰减发热问题恶化；激光光模块传输距离远但功耗、成本高。对比传统方案，Micro LED 光通信单位比特能耗更低，可大幅降低 AI 算力中心功耗与散热成本；兼容性优异，兼容现有链路形态、电气接口与主流及新型协议，无需更改设备可直接替换；传输能力适配需求，单颗速率达 GB/s 级，阵列可实现传输，可填补铜缆与激光间的空白，还具备无电磁干扰特性，传输稳定性更强。**3) 多家厂商争夺 Micro LED CPO 规格定义的话语权，协作与资源整合是目前企业布局的主要途径，公司控股普瑞光电切入光互联领域。**Microsoft、

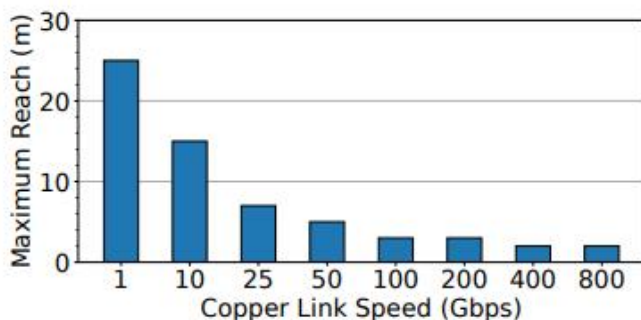
Marvell 等头部平台和 Avicena、Hyperlume 等初创平台率先入局，目前欧美巨头与初创企业已发展出 Micro LED CPO 的技术雏形，思特威于 2026 慕尼黑上海电子展上展示了基于 Micro LED 的高速光互连方案，依托 Micro LED 非激光自发辐射特性，可将光电转换效率提升 30%，优化整机效率，缓解算力设备功耗压力，但行业标准仍未确立，普瑞光电依托自研外延产线与专利体系，掌握高速 Micro LED 芯片自主制造能力，搭配旗下荧光粉资源形成上游材料壁垒；同时与木林森实现芯片-封装垂直协同，在密度 Micro LED 阵列开发领域具备优势，具备显著成本与产业化优势。

图表 33：全球 Micro-LED 细分市场增速较高

细分赛道	2025 年规模 (亿美元)	2030 年规模 (亿美元)	CAGR
智能穿戴/XR 微显示	3-5	40-50	约 60%
车载显示 (含 HUD 等)	2-3	25-35	约 35%
大屏商显/TV	5-8	50-70	约 45%
跨界 (硅光/CPO)	< 1	10-20	约 80%

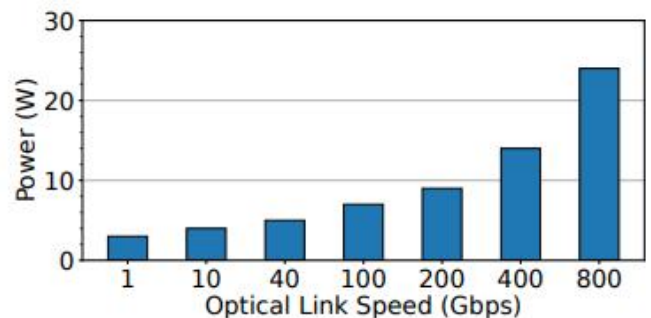
资料来源：清华金融评论，爱建证券研究所

图表 34：铜缆连接随着速率提升传输距离明显下降



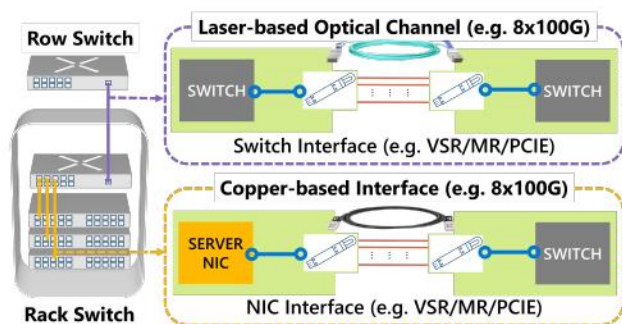
资料来源：Microsoft，爱建证券研究所

图表 35：光互联随着速率提升功耗明显提升



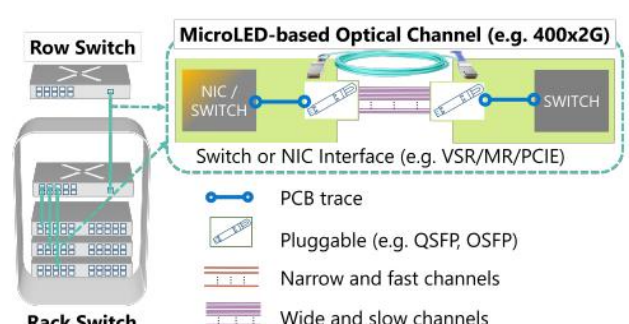
资料来源：Microsoft，爱建证券研究所

图表 36：当前 Scale-Up 采用铜缆，Scale-Out 采用光互联



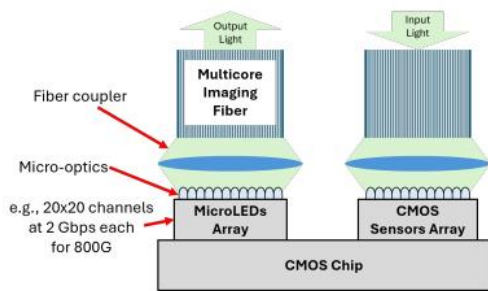
资料来源：Microsoft，爱建证券研究所

图表 37：Microsoft 采用 Micro LED 设计 MOSAIC 光互联



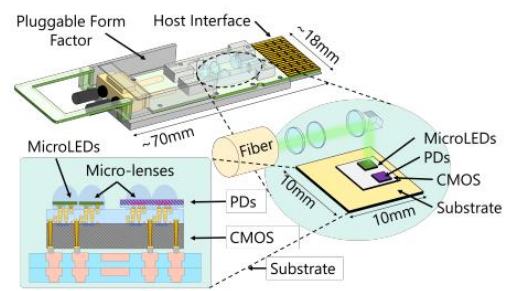
资料来源：Microsoft，爱建证券研究所

图表 38: MOSAIC 采用 Micro LED 阵列作为光源



资料来源: Microsoft, 爱建证券研究所

图表 39: MOSAIC 可插拔光模块结构示意图



资料来源: Microsoft, 爱建证券研究所

图表 40: 多家厂商争夺 Micro LED CPO 规格定义的话语权

阵营	技术路线
微软/联发科/Porotech/中际旭创	Micro LED + CMOS 传感器阵列, 400Gbps-2Gbps 并行架构 (20×20 阵列, 面积 <1mm²), 传输距离最远 50 米
Avicena/ams OSRAM/台积电	GaN Micro LED-LED 阵列, LightBundle 方案, 基础带宽 512Gbps, 传输距离 5 米, 单比特能耗 1~2pJ
Credo/Hyperfume	可插拔式 ASIC 方案, 1pJ/bit, 传输距离 30 米, 支持 1.6Tbps 并可扩展至 3.2Tbps
Marvell/Maja/Vistam	Micro LED 平台 + Marvell 连接技术, Sub-1pJ/bit, 超 100Tbps/mm² 带宽密度

资料来源: LEDinside, 爱建证券研究所

图表 41: 思特威推出 MicroLED 高速光互连方案



资料来源: Elecfans, 爱建证券研究所

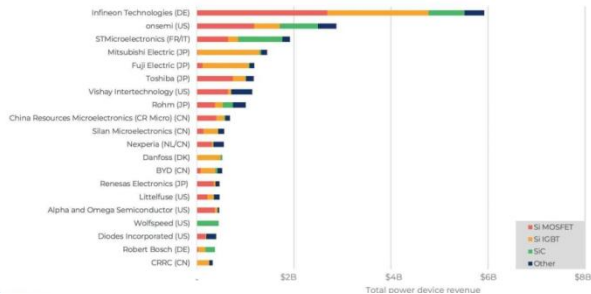
4.3 具海外品牌优势, 功率半导体可与海外厂商合作

功率半导体有望成为公司新的增长点。1) 据 Yole 数据, 全球高端功率器件长期由英飞凌、安森美、意法半导体和三菱电机等海外厂商主导, 第二梯队为国内少数具备 IDM 经营能力的企业。2) 普瑞光电具有规避潜在国际贸易风险优势。中国主要功率半导体厂商海外品牌主要包括两种模式: 一是发展自主品牌进行海外销售, 华润微、士兰微等头部厂商采取该模式; 二是收购海外成熟原生品牌, 比如闻泰科技 Nexperia、扬杰科技 MCC。普瑞光电可依托 “Bridgelux” 国际品牌实现功率半导体的销售, 可促进和海外功率半导体厂商合作, 有效规避潜在的国际贸易风险。

图表 42：海外企业在功率半导体行业具有优势

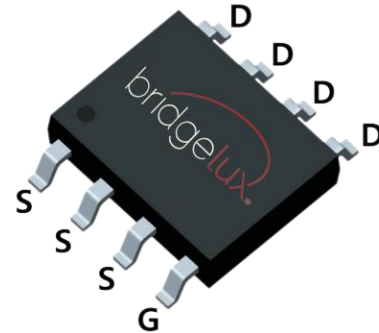
TOP 20 POWER DEVICE MANUFACTURERS' REVENUE:
2025 RANKING AND POSITIONING ON DIFFERENT
DEVICE TECHNOLOGIES

Source: Status of the Power Electronics Industry 2026 report, Yole Group



资料来源：Yole，爱建证券研究所

图表 43：普瑞光电可通过 Bridgelux 国际品牌销售功率半导体



资料来源：普瑞光电，爱建证券研究所

5. 风险提示

- 1) 欧洲消费低迷和新兴市场开拓不及预期风险：**欧洲市场是朗德万斯主要收入来源，新兴市场布局有望成为 LED 需求的增长点，若欧洲市场消费低迷，公司对新兴市场布局不及预期，则会对公司盈利能力产生影响。
- 2) LED 行业涨价持续性不及预期风险：**公司 LED 封装业务或在行业涨价趋势下迎来业绩拐点，若 LED 行业涨价持续性不及预期，则会影响公司盈利能力。
- 3) 汇率波动风险：**公司海外业务覆盖广泛，旗下朗德万斯等品牌主要以外币结算，汇率波动会直接影响公司境外子公司营收折算为人民币后的金额，且会对跨境采购付款、外汇资金调拨产生汇兑损益，进而影响公司整体业绩。
- 4) 新业务进展不及预期风险：**公司收购普瑞光电切入光互联和功率半导体业务板块，如果相关技术研发进展不及预期，或对公司未来盈利能力产生一定影响。

财务预测摘要:

资产负债表						现金流量表					
单位:百万元						单位:百万元					
	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E		2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	4,093	4,382	4,589	4,856	5,898	净利润	370	-1,471	1,207	1,321	1,420
应收款项	4,781	5,116	6,065	6,137	6,591	折旧摊销	843	860	533	605	655
存货	3,413	3,338	3,615	4,187	4,410	营运资本变动	-258	777	2,303	1,344	1,506
流动资产	12,956	13,609	15,094	16,033	17,759	经营活动现金流	1,865	937	1,405	2,014	2,276
长期股权投资	434	628	28	28	28	资本开支	1,084	525	1,569	1,200	1,200
固定资产	4,912	4,458	5,079	5,451	5,789	投资变动	258	-268	-608	0	0
在建工程	170	190	193	195	197	投资活动现金流	-749	-635	-1,779	-1,220	-1,220
无形资产	591	607	1,050	1,270	1,476	银行借款	259	351	962	462	462
非流动资产	10,489	9,295	10,518	11,072	11,589	筹资活动现金流	-1,526	-323	665	-436	84
资产合计	23,445	22,904	25,612	27,105	29,347	现金净增加额	-539	190	207	266	1,042
短期借款	259	348	900	400	400	期初现金	4,673	4,093	4,382	4,589	4,856
应付款项	7,159	7,593	8,568	9,144	9,910	期末现金	4,093	4,382	4,589	4,856	5,898
流动负债	9,312	9,814	11,391	11,562	12,385						
长期借款	0	2	62	62	62						
应付债券	0	0	0	0	0						
非流动负债	1,333	1,401	1,325	1,325	1,325						
负债合计	10,645	11,215	12,716	12,888	13,710						
股本	1,484	1,484	1,484	1,484	1,484						
资本公积	7,940	7,947	7,947	7,947	7,947						
留存收益	3,694	2,141	3,341	4,649	6,055						
归母股东权益	12,693	11,561	12,762	14,070	15,475						
少数股东权益	107	128	134	147	162						
负债和权益总计	23,445	22,904	25,612	27,105	29,347						

利润表						财务比率					
单位:百万元											
	2024A	2025A	2026E	20			2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	16,910	17,439	20,868	22,878	24,500	成长能力指标					
营业成本	12,199	12,909	14,949	16,384	17,625	营业收入增速	-3.6%	3.1%	19.7%	9.6%	7.1%
税金及附加	105	86	104	114	123	营业利润增速	-34.8%	-320.2%	197.0%	9.5%	7.4%
销售费用	2,546	2,864	3,151	3,409	3,602	归母净利润增速	-13.1%	-495.2%	181.3%	9.0%	7.4%
管理费用	822	847	960	1,029	1,066	盈利能力指标					
研发费用	392	422	522	583	637	毛利率	27.9%	26.0%	28.4%	28.4%	28.1%
财务费用	53	51	24	27	13	净利率	2.2%	-8.4%	5.8%	5.8%	5.8%
资产减值损失	-127	-1,503	0	0	0	ROE	2.9%	-12.6%	9.4%	9.3%	9.1%
公允价值变动	4	3	-13	0	0	ROIC	2.7%	-11.7%	8.4%	8.7%	8.6%
投资净收益	-46	-35	18	0	0	偿债能力					
营业利润	604	-1,329	1,289	1,411	1,515	资产负债率	45.4%	49.0%	49.6%	47.5%	46.7%
营业外收支	-12	-11	-5	-5	-5	净负债比率	0.83	0.96	0.99	0.91	0.88
利润总额	591	-1,340	1,284	1,406	1,510	流动比率	1.39	1.39	1.33	1.39	1.43
所得税	221	131	77	84	91	速动比率	0.96	0.97	0.94	0.96	1.02
净利润	370	-1,471	1,207	1,321	1,420	营运能力					
少数股东损益	-4	6	6	13	14	总资产周转率	0.72	0.76	0.81	0.84	0.83
归母净利润	374	-1,477	1,201	1,308	1,406	应收账款周转率	3.54	3.41	3.44	3.73	3.72
EBITDA	1,514	-409	1,938	2,137	2,297	存货周转率	4.95	5.22	5.77	5.46	5.56
						每股指标					
						每股收益	0.25	-1.00	0.81	0.88	0.95
						每股经营性现金流	1.26	0.63	0.95	1.36	1.53
						每股净资产	8.62	7.88	8.69	9.58	10.54
						估值比率					
						市盈率	47.49	-12.02	13.75	12.63	11.75
						市销率	1.05	1.02	0.79	0.72	0.67
						市净率	1.39	1.52	1.29	1.17	1.07
						EV/EBIT	36.18	-19.36	18.42	16.83	15.57
						EV/EBITDA	16.05	-60.07	13.36	12.06	11.13

资料来源: 公司公告, 聚源数据, 爱建证券研究所



爱建证券有限责任公司

上海市浦东新区前滩大道 199 弄 5 号

电话：021-32229888

传真：021-68728700

服务热线：956021

邮政编码：200124

邮箱：ajzq@ajzq.com

网址：http://www.ajzq.com

评级说明

投资建议的评级标准

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即以报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场：沪深 300 指数（000300.SH）；新三板市场：三板成指（899001.CSI）（针对协议转让标的）或三板做市指数（899002.CSI）（针对做市转让标的）；北交所市场：北证 50 指数（899050.BJ）；香港市场：恒生指数（HIS.HI）；美国市场：标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）。

股票评级

买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
卖出	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%

行业评级

强于大市	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
弱于大市	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

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，本报告采用信息和数据来自公开、合规渠道，所表述的观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的独立看法。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法可能存在局限性，请谨慎参考。

法律主体声明

本报告由爱建证券有限责任公司（以下统称为“爱建证券”）证券研究所制作，爱建证券具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管。

本报告是机密的，仅供我们的签约客户使用，爱建证券不因收件人收到本报告而视其为爱建证券的签约客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但爱建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、意见等均仅供签约客户参考，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，爱建证券及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、评估及预测后续可随时间更改。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，爱建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。

版权声明

本报告版权归爱建证券所有，未经爱建证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。版权所有，违者必究。