



2018年07月24日

增持(维持)

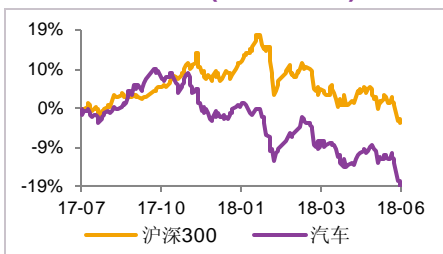
分析师：王凤华

执业编号：S0300516060001

电话：010-66235709

邮箱：wangfenghua@lxsec.com

行业表现对比图(近12个月)



资料来源：聚源

相关研究

《【联讯汽车中期策略】关注超越行业的增长，穿越周期，有望获得超额回报》

2018-06-14

《【联讯汽车行业点评】上半年销量点评：新能源汽车高增长，产品结构向上突破》

2018-07-12

《【联讯汽车】从座舱电子发展趋势看德赛西威未来成长》2018-07-13

汽车

【联讯汽车】从产业升级视角看车灯行业发展机遇

投资要点

◇ 汽车照明迎接产业升级

汽车照明行业正在经历一轮由 LED、OLED、激光、智能化引导的产业升级。当 LED 车灯成为汽车行业的主流照明，OLED、激光、智能车灯成为未来主要发展方向，产业升级所带来的市场增长以及技术革新，将重塑整个汽车照明产业，车灯的行业地位和竞争格局也将逐渐生变。

◇ LED 车灯正处于快速普及期

LED 车灯凭借色彩鲜艳、亮度高、寿命长、高效率、低能耗、体积小、重量轻等优势逐渐成为汽车的主流照明，并处于快速的普及期。LED 车灯在提高驾驶的舒适性和安全性的同时，也增强了汽车的科技感和时尚感。目前 LED 车灯已经成为众多车型的标配，渗透率在加速提升。

◇ OLED 和激光车灯处于技术储备期

当 LED 车灯还未全面普及时，全新的照明技术已经诞生，这就是 OLED 灯和激光灯。和 LED 灯相比，OLED 灯具备轻薄透明、发光均匀、光照柔和等优点；激光灯具备照射距离远、发光亮度高、发光效率高等优点，随着技术不断进步，OLED 和激光灯有望并肩 LED 成为汽车照明主流技术。

◇ 车灯成为汽车智能化另外一个入口

随着人们对行车安全和操作体验需求的提升，车灯不仅成为汽车在行驶中的语言，还成为了人车交互的一个关键环节。以 LED 车灯为载体，智能车灯可以实现远近光灯自动切换、随动转向、随速调节、动态调节、车距警示等功能，随着技术发展，智能化功能还在持续增加。展望未来，智能车灯有望成为汽车智能化另一个入口，与智能汽车携手并进，共同主导汽车行业发展方向。

◇ 产业升级带来行业地位和竞争格局发生变化

产业升级对整个车灯行业产生巨大影响，LED 和智能化的快速渗透一方面使得车灯市场规模得到超预期的增长；另一方面技术的演变使得车灯的交互终端功能不断凸显，行业的地位得到快速提升。产业升级也使得车灯行业的竞争格局逐渐生变，一方面供应链和价值链的重塑使行业集中度下降，国内厂商面临发展机遇；另一方面表现在市场份额相互转移，前瞻布局和技术雄厚的区域龙头有望在大格局中充分成长。

◇ 国内厂商面临的发展机遇：以星宇股份为例

和外资车灯企业相比，国内企业具备响应速度更快、开发成本更低、研发边际效应更高等优势，在产业升级的趋势下，国内企业有望立足于本土化，迎接重大发展机遇。星宇股份作为国内车灯的龙头企业，正成为产业升级重要



的受益者。

可以从成长模式和发展机遇两个维度说来看待星宇股份的未来发展。从成长模式来看，星宇股份首先通过低毛利率的小灯切入新客户，随后进一步深耕客户，不断向高附加值的大灯转移，同时向高端品牌转移，进而完成产品升级和客户升级。从发展机遇来看，在车灯产业升级背景下，公司积极布局 LED 车灯和智能车灯，成功研发出多款 LED 车灯、AFS、ADB 智能车灯、OLED 后组合灯等产品，为公司贡献了新的增长点。

✧ **风险提示：**汽车销量不及预期；LED 车灯、智能车灯推进不及预期



目 录

一、汽车照明迎接产业升级	5
(一) LED 车灯是汽车照明行业风向标	5
(二) OLED 和激光车灯处于技术储备期	7
(三) 车灯成为智能汽车另外一个入口	10
(四) 汽车照明行业得到重塑	12
二、产业升级带来行业地位和竞争格局变化	13
(一) 市场规模快速增长	13
(二) 行业地位逐步提升	14
(三) 行业竞争格局逐渐生变	15
三、国内厂商面临的发展机遇：以星宇股份为例	16
(一) 星宇股份的成长模式	16
(二) 星宇股份的发展机遇	17
(三) 盈利预测与投资建议	19
(四) 风险提示	19

图表目录

图表 1: LED 是汽车照明发展趋势	5
图表 2: LED 车灯在豪华品牌中广泛应用	6
图表 3: 奥迪矩阵式 LED 大灯	6
图表 4: 自主品牌 LED 车灯装配情况	7
图表 5: 2018 年 1-4 月上市新车 LED 配置情况	7
图表 6: OLED 是新一代汽车照明技术	8
图表 7: 2015 年宝马 M4 GTS 使用 OLED 尾灯	8
图表 8: 奔驰 EQA 概念车采用 OLED 大灯技术	9
图表 9: 激光大灯是下一代汽车照明新技术	9
图表 10: 宝马 i8 是全球首个激光大灯商业化量产的车型	10
图表 11: 车灯将逐步走向智能化	10
图表 12: 车灯智能化以 LED 为载体	11
图表 13: 奥迪矩阵式大灯能实现多种智能化功能	11
图表 14: 马瑞利“Smart Comer”车灯-传感器整合方案	12
图表 15: 不同类型大灯价格区间	13
图表 16: 乘用车车灯市场规模预测	13
图表 17: 车灯 LED 化使得行业地位逐步提升	14
图表 18: 车灯智能化成为智能汽车一个落脚点	14
图表 19: 2017 年我国车灯行业市场格局	15
图表 20: 公司成功实现客户升级	16



图表 21: 公司新项目及批产项目情况	16
图表 22: 上市以来公司营收及同比增长.....	17
图表 23: 上市以来公司净利润及同比增长	17
图表 24: 星宇股份在国内的市场占有率持续提升.....	17
图表 25: 近几年星宇股份的研发投入及占总收入比例.....	18
图表 26: 公司 LED 车灯主要发展历程.....	18
图表 27: 公司智能车灯主要发展历程	19
图表 28: 星宇股份盈利预测	19



一、汽车照明迎接产业升级

汽车照明作为汽车重要的组成部分，既决定了汽车的外观，又对汽车的安全性和舒适性起着重要的作用。如今车灯与汽车已经成为一个难以分离的整体，灯光不仅成为了汽车的信号语言，更成为了人车交互的一个终端平台。

汽车灯光跟汽车一样拥有悠久的发展历史。汽车灯光的演变经历一个多世纪的技术沉淀，由最先的煤油灯开始，到电气时代的卤素灯泡，到氙气大灯，逐渐演变到现在的LED灯光。LED车灯不仅增加汽车的科技感与潮流感，更重要的是从功能上满足汽车照明的需求，是汽车照明发展方向。除此之外，LED技术的广泛运用使车灯智能化功能不断被开发，车灯成为汽车智能化的另外一个入口，开始崭露头角。

（一）LED车灯是汽车照明行业风向标

LED车灯是汽车照明的发展趋势。在上世纪90年代开始出现的氙气灯尚未完全普及时，LED大灯已悄然出现。和传统卤素灯热辐射发光、氙气灯高压气体发光相比，LED车灯通过发光二极管将电能转换为光能，使得LED具备色彩鲜艳丰富、亮度高、寿命长、高效率、低能耗、体积小、重量轻等独特优势。

从具体性能指标上看，LED灯的光线强度可达卤素灯的5倍，氙气灯的1.4倍。LED灯的使用寿命可达10万小时，远远长于卤素灯和氙气灯。LED的能耗仅仅为卤素灯的十分之一，氙气灯的七分之一。此外，LED灯在照射距离、照明效果上也有着具备相当大的优势。

图表1：LED是汽车照明发展趋势

相关特性	卤素灯	氙气灯	LED灯	激光灯
发光原理	钨钨热辐射循环	高压氙气电弧放电	发光二极管电能转化光能	激光二极管电能转化光能
光线强度	最大可达1200流明	可达4500流明	可达6200流明	可达LED的4倍
使用寿命	1000小时	3000小时	100000小时	大于100000小时
能耗指标	大灯在50W左右	大灯30W左右	为卤素灯的十分之一	较LED减少30%以上
照射距离	可达100米	可达150米	可达300米	可达600米
照射宽度	可达4米	可达5米	可达6米	可达6米
照明效果	光线较均匀	光线集中但两侧偏暗	光线均匀、眼睛更加舒适	照射范围广
成本比较	低	是卤素灯的1-2倍	是卤素灯的2-3倍	高
优点总结	结构简单、价格低廉、光线穿透性较强	色温、亮度、寿命、能效比、可靠性等性能较优越	寿命长、启动快、节能、亮度可调、体积小、耐用度高	体积较小、照射距离长、光线强度高、照明效率高
缺点总结	亮度不足、能耗高、寿命短、照明效率较差	穿透力较弱、启动较慢、紫外辐射较强	易发热、成本较高、耐高温性较差	技术难度大、成本高

资料来源：盖世汽车，联讯证券

LED车灯优异的性能符合汽车行业的发展趋势，使得LED开始取代卤素灯、氙气灯，并广泛运用于汽车领域。随着LED的发展，已经越来越多的汽车厂商将LED车灯作为汽车灯的首选。

在以奥迪、奔驰、宝马为代表豪华品牌上，LED大灯已经成为大部分车型的标配。豪华品牌倾向于使用LED车灯，在提高驾驶的舒适性和安全性的同时，也增强了产品的科技感和时尚感。



图表2: LED 车灯在豪华品牌中广泛应用

品牌	车型
奔驰	A 级、B 级、C 级、E 级、S 级、GLA 级、GLC 级、GLS 级、G 级等
宝马	1 系、2 系、3 系、4 系、5 系、6 系、7 系、X1、X3、X5、X6 等
奥迪	A3、A4、A5、A6、A7、A8、Q3、Q5、Q7、TT 等
保时捷	Macan、Panamera、911、Cayenne 等
路虎	发现、揽胜极光、揽胜星脉等
特斯拉	Model S、Model X 等

资料来源: 汽车之家, 联讯证券

在豪华品牌中, 最具有影响力的是奥迪代表的矩阵式 LED 大灯。奥迪矩阵式 LED 大灯技术是按照矩阵的方式布置 LED 光源, 并进行控制。借助单独可控的 LED, 矩阵式 LED 灯可准确的照亮前方道路。

奥迪矩阵式大灯由 25 颗 LED 灯、摄像头、传感器等组成。每 5 个 LED 作为一个独立的单元, 组成一个远光照明组件。每个 LED 发光元件均可独立调节亮度或者关闭, 以实现随动转向、精确照明等能够提升夜间行车安全的功能。

除了实现高质量照明, 奥迪矩阵式 LED 大灯还具备可自动调节灯光、不影响对面行驶车辆、配合导航弯路提前照亮、动态转向、行人提醒等智能化功能。奥迪矩阵式 LED 大灯在提供视觉冲击的背后, 安全性能的提升才更为关键。

图表3: 奥迪矩阵式 LED 大灯



资料来源: 太平洋汽车, 联讯证券

众多性能的优越性, 使得 LED 车灯近年来渗透率快速增长, 同时也吸引了更多的企业的参与, LED 车灯开始在合资品牌和自主品牌中高端车型普及。目前合资品牌大部分中高端车型都配置 LED 车灯, 自主品牌也纷纷推出具备 LED 灯的新款车型, 成功吸引了潜在的消费者。

从消费端来看, 消费逐渐升级使得消费者的眼光独特, 性能和外观成为消费者购买因素之一。豪华品牌凭借 LED 车灯带来的视觉效应, 增强了产品的差异性, 也成功的吸引到消费者。



图表4：自主品牌 LED 车灯装配情况

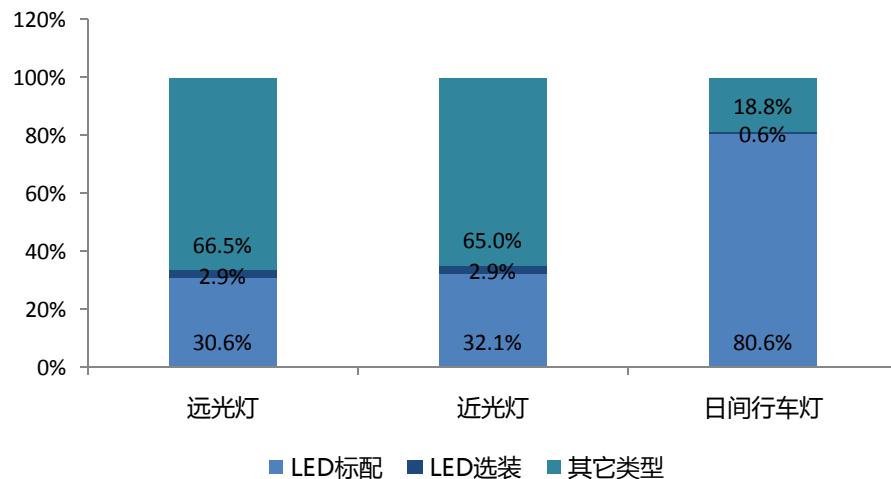
品牌	车型
吉利汽车	博瑞 GE、帝豪 GS、博瑞、博越、领克 01、领克 02 等
上汽乘用车	荣威 RX5、荣威 RX8、荣威 i6、荣威 950、MARVEL X 等
广汽传祺	传祺 GS4、GS7、GS8、GM8、GA8 等
长城汽车	哈弗 H6、VV5、VV7、P8 等
比亚迪	唐、宋 MAX、宋新能源（选装）等
众泰汽车	大迈 X7、T300、T500、T600、T700 等

资料来源：太平洋汽车，联讯证券

LED 作为现阶段一种主流的照明方式，在国内市场快速普及，在前装市场的装配率快速提升。从供给端来看，车灯无论是对行车驾驶体验，或者是车型的外观都起到至关重要的作用。车灯是整车厂商塑造产品竞争力的有效着力点之一，整车厂商为了寻求产品差异化亮点，更加愿意采用造型更加炫酷、性能更加领先的 LED 车灯。

根据盖世汽车研究院统计，2018 年 1-4 月共计 680 款上市新车型中，远光灯 LED 标配率为 30.6%，近光灯 LED 标配率为 32.1%，LED 日间行车灯标配率为 80.6%，LED 车灯正进入大众普及期，行业地位快速提升。

图表5：2018 年 1-4 月上市新车 LED 配置情况



资料来源：盖世汽车，联讯证券

展望未来，随着技术的推动，LED 的成本在不断下探，LED 车灯的中低端渗透还将进一步加速。目前 LED 车灯价格配套区间普遍集中在 20 万元以上的车型，并快速向 10 万-20 万的车型转移。同时，技术的进步也使得 LED 车灯融合了更多的新功能，强化了 LED 在汽车照明中的地位。科技化与智能化的 LED 车灯是汽车照明下一个新方向，也是汽车行业的一片新蓝海。

（二）OLED 和激光车灯处于技术储备期

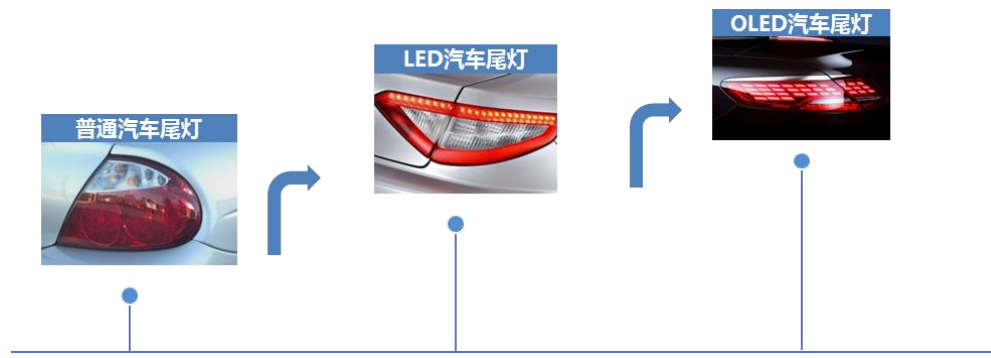
当 LED 车灯还未全面普及时，全新的照明技术已经诞生，这就是 OLED 车灯和激光大灯。伴随着光源技术的不断进步，汽车照明也在不断的向前推进，OLED 和激光车灯有望不断发展，成为与 LED 车灯并肩的汽车照明主流技术。



OLED 即有机发光二极管，是在 LED 技术上发展的新一代有机半导体照明技术。OLED 车灯具有轻薄、透明、响应速度快等特点，这些优点可以在工艺方面实现更加灵活的车灯造型，使车灯更有轻快感、形态更加丰富多样、车辆夜间具备更高的颜值。

其次，OLED 是一种发光均匀、光照柔和的平面光源，同时拥有更均匀剔透的效果，不需要反射结构来保证灯光效果。它可以完全解决 LED 经常出现的散热与眩光问题。因此应用在车灯，特别是尾灯领域有着无可比拟的效果。

图表6： OLED 是新一代汽车照明技术



资料来源：盖世汽车，联讯证券

目前 OLED 主要运用在奥迪、奔驰、宝马等豪华品牌上，豪华品牌倾向于使用外形更加美观、照明效果更好的 OLED 尾灯，有效增强了自身产品的科技感，开辟了汽车尾灯新的设计方向。

早在 2015 年，宝马发布量产车 M4 GTS 就使用了 OLED 尾灯，随后奥迪在 2016 年也发布奥迪 TT RS 也使用 OLED 尾灯。除此之外，OLED 还运用在奥迪 A8、宝马 7 系等高端车型上。未来随着成本的降低和技术的成熟，OLED 还将广泛运用到更多的车型，成为车企打造炫酷车型的有力利器。

图表7： 2015 年宝马 M4 GTS 使用 OLED 尾灯



资料来源：盖世汽车，联讯证券

目前 OLED 主要应用在汽车尾灯中，随着技术的成熟，OLED 将逐步由尾灯渗透到前大灯。在奔驰发布的 EQA 概念车中，前大灯采用了奔驰最新的 OLED 灯组技术，尾灯内部的灯腔造型采用了一种三维螺旋造型，视觉上给人一种强烈的科技感。奔驰 EQA 定位紧凑两厢车，有望在 2020 年量产上市。



图表8： 奔驰 EQA 概念车采用 OLED 大灯技术



资料来源：奔驰官网，联讯证券

在 LED 大灯方兴未艾，OLED 还未普及的时候，激光大灯作为一种全新的汽车照明技术，逐渐成为人们关注的重点。激光独有的定向发光以及极高亮度是其余光源所不可比拟的，特别是激光的光束发散性极小，几乎接近平行。激光大灯具备了 LED 的大部分优点，包括响应速度快、亮度衰减低、体积小、能耗低、寿命长等。

相比于 LED 灯，激光大灯尤其在体积方面具有优势，单个激光二极管元件的长度可以做到 10 微米，仅仅是常规 LED 单元的百分之一，这意味着传统汽车的大灯的尺寸可以大幅度缩小，将对汽车设计带来革命性的变化。

此外，激光的照明效率也比 LED 要高许多。LED 发光效率在每瓦 100 流明左右，而激光单元可以达到每瓦 170 流明左右。这意味着，当满足同样照明条件时，使用激光大灯的能耗不到 LED 大灯的 60%。

图表9： 激光大灯是下一代汽车照明新技术



资料来源：盖世汽车，联讯证券

由于成本比较高昂，目前激光大灯主要出现在豪华品牌车型上，并且激光大灯与 LED 灯组合在一起搭配使用。激光大灯主要代表车型包括宝马 i8、奥迪 R8、宝马 7 系、奥迪



A8 等。

早在 2014 年，宝马在 i8 车型上的就配置了全球首个量产的激光大灯。宝马 i8 激光大灯配合远近光灯一起工作，以增加照射距离和亮度。激光大灯的开启条件被设定在 40km/h 以上，当遇到碰撞或等极端情况时激光大灯也会关闭。激光大灯极大的提升了夜间行车的安全性，宝马在其它高级别车型也将逐渐搭载先进的激光大灯系统。

图表10： 宝马 i8 是全球首个激光大灯商业化量产的车型



资料来源：盖世汽车，联讯证券

目前较高的成本使得激光大灯主要运用在豪华品牌的高档车型中，车型向下渗透的趋势一直在进行。激光车灯和 OLED 车灯一样，对车灯行业的发展起着积极的作用，但从普及的角度来看，成本与技术因素影响应用的程度。从长期来看，随着技术不断进步和成本不断下探，激光车灯有望和 LED 一样取得大范围的应用。

（三）车灯成为智能汽车另外一个入口

随着技术升级和人们安全意识的提升，车灯除了传统的照明作用，还被赋予更多其它的功能，在这样的背景下，智能车灯应运而生。智能车灯通过加入感光系统、电子控制系统等器件，可以实现远近光自动调节、调整照射角度、动态转向、无眩光照明等功能，大大改善了驾驶环境，提升了行车安全性。

图表11： 车灯将逐步走向智能化

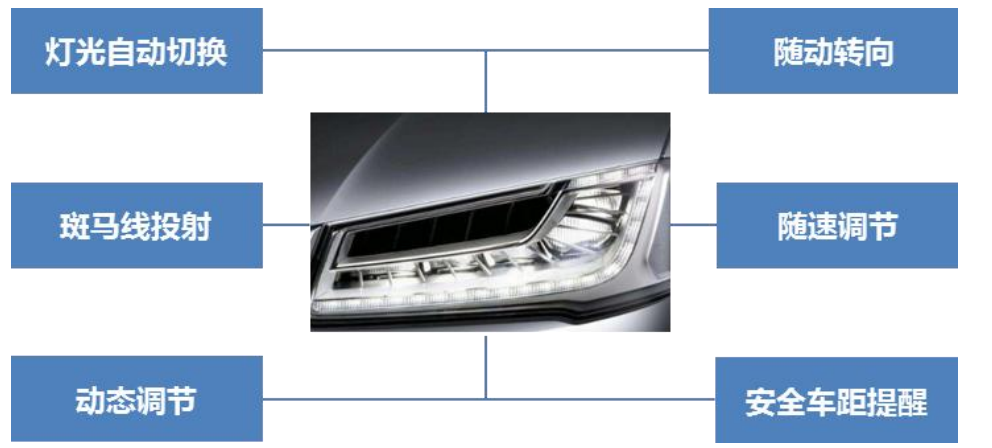


资料来源：盖世汽车，联讯证券



LED 车灯的大规模普及使得汽车智能化大大加速。由于 LED 具备亮度可调节、体积小、造型设计方便等优势，LED 车灯智能化开始被大力开发。现在的 LED 大灯是由多个独立的 LED 灯体组成，因此每个 LED 灯体可以独立控制，通过安装摄像头、感光控制系统等部件，LED 大灯可以轻松实现远近光灯自动切换、随动转向、转向角度提前点亮、开启转向灯时依次点亮、随速调节、动态调节、车距警示等众多智能化功能。智能车灯以 LED 为载体，LED 车灯智能化时代正在开启。

图表12：车灯智能化以 LED 为载体



资料来源：盖世汽车，联讯证券

矩阵式 LED 解决方案作为车灯的一次重大变革，是 LED 大灯的主要发展方向。目前众多厂商都在开发 LED 矩阵式大灯，同时将 AFS、ADB 等智能化功能融入其中。矩阵式 LED 打破了传统的车灯解决方案，在改善行驶照明的同时，极大的提高了操作体验和行车安全。

矩阵式 LED 智能大灯主要代表为奥迪 A8L，A8L 矩阵式大灯由 25 颗 LED 灯构成，其中每 5 个 LED 为一组构成一个远光照明组件。奥迪矩阵式大灯除了发挥高质量的照明效果外，还能实现灯光自动调节、随动转向、无炫光照明、行人提醒等功能。

图表13：奥迪矩阵式大灯能实现多种智能化功能



资料来源：盖世汽车，联讯证券

随着汽车照明不断向前发展，人车交互逐渐成为首要考虑的因素。未来车灯将逐渐成为一个终端，并与驾驶员及所在的环境进行交流。展望未来，车灯有望成为汽车智能化的另外一个终端入口，并与 ADAS 系统不断融合，共同推进汽车智能化向前发展。



车灯智能化的运用场景还在持续的开发中，并且趋势是与智能驾驶不断融合。马瑞利作为全球著名的汽车照明供应商，充分利用自身优势将车灯与传感器进行整合。其发布的“Smart Corner”车灯-传感器整合方案可以将激光雷达、摄像头等传感器整合到车灯内部，传感器可以正常完成探测任务但更加“低调”。

图表14：马瑞利“Smart Corner”车灯-传感器整合方案



资料来源：盖世汽车，联讯证券

车灯的重要性不言而喻，毫无疑问智能化功能随着时代进步将近一步显现。随着 LED 光源逐步成为汽车照明的主流光源，LED 车灯智能化也将渐行渐近。此外，激光车灯的出现，也将加速车灯智能化进程，以激光车灯载体，矩阵车灯和动态车灯技术可以更好地实现。

（四）汽车照明行业得到重塑

汽车照明行业正在经历一场深刻的变革，LED 化和智能化是这次变革的核心力量。当 LED 成为汽车行业的主流照明，智能化成为未来主要发展方向，产业升级所带来的市场增长以及技术革新，将重塑整个汽车照明产业。

汽车照明产业升级将对整个行业产生巨大影响，LED 和智能化的快速渗透一方面使得汽车照明市场的价值得到超预期的增长，另一方面技术的演变使得车灯的交互终端功能不断凸显，行业的地位得到快速提升。

从另一方面来看，汽车照明产业升级也使得车灯行业的竞争格局逐渐发生变化。目前车灯产业的行业集中度居高不下，仍然集中于少数几个国际大厂手中，但汽车照明产业凭借高毛利和广阔的市场潜力已经成为各家企业看好的重点。随着技术的进一步突破，以及厂商的持续发力，市场的垄断局势有望逐渐被打破，行业的竞争格局有望持续优化。

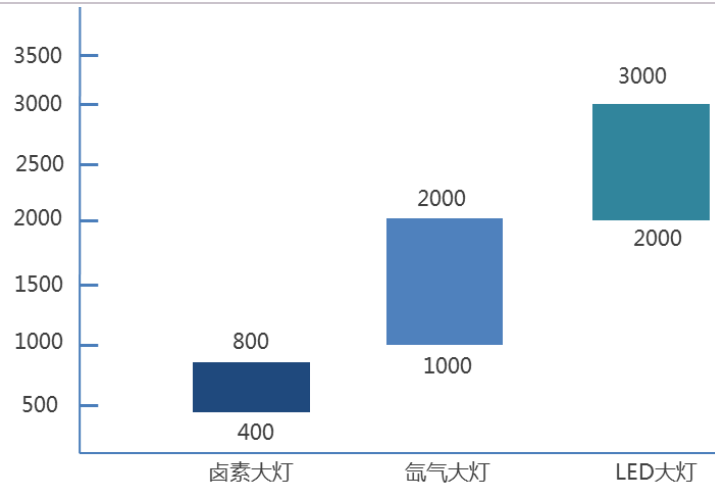


二、产业升级带来行业地位和竞争格局变化

(一) 市场规模快速增长

随着车灯 LED 化和智能化趋势的加速，车灯市场单车价值量不断提升，市场规模不断增加。从前大灯价值量来看，目前国内一套卤素大灯的价格普遍在 400-800 元，氙气大灯的价格普遍在 1000 元左右，LED 大灯的价格能达到 2000 元，智能车灯价格在 3000 元以上，而激光大灯的价格达到了上万元。

图表 15： 不同类型大灯价格区间



资料来源：盖世汽车，联讯证券

从渗透率来看，2017 年国内 LED 车灯的渗透率约为 15%，随着消费不断升级，LED 渗透率有望每年增加 5%，到 2020 年，LED 的渗透率有望达到 30%。同时，我们预计卤素灯和氙气灯渗透率以每年 4% 和 1% 的速度递减。

受益于车灯产业升级更新速度加快，单车价值量逐渐提升，车灯行业空间快速增加。根据我们的测算，2020 年乘用车灯市场规模有望达到 516 亿元，其中 LED 市场规模为 219 亿元，2017 年-2020 年 LED 车灯复合增长率达到 27%。

图表 16： 乘用车车灯市场规模预测

年份	2016	2017	2018E	2019E	2020E
乘用车销量 (万辆)	2437.7	2471.8	2595.4	2725.2	2861.4
卤素灯渗透率	60%	56%	52%	48%	44%
氙气灯渗透率	30%	29%	28%	27%	26%
LED 灯渗透率	10%	15%	20%	25%	30%
卤素灯单车价值 (元/辆)	1300	1300	1300	1300	1300
氙气灯单车价值 (元/辆)	1800	1800	1800	1800	1800
LED 灯单车价值 (元/辆)	3000	2880	2765	2654	2548
卤素灯市场规模 (亿元)	190.1	179.9	175.4	170.0	163.7
氙气灯市场规模 (亿元)	131.6	129.0	130.8	132.4	133.9
LED 灯市场规模 (亿元)	73.1	106.8	143.5	180.8	218.7
乘用车车灯总规模 (亿元)	394.9	415.8	449.8	483.3	516.3

资料来源：联讯证券



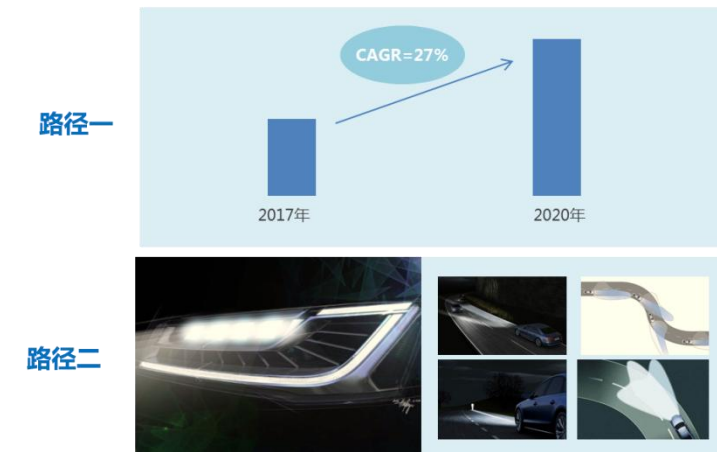
（二）行业地位逐步提升

车灯在向 LED、OLED、激光、智能化迈进的过程中，行业地位逐步提升。产业升级使得车灯与整车的关系更加密切，车灯不仅仅是汽车在行驶中的语言，而且成为了人车交互的一个关键环节。随着技术的不断进步，车灯的功能将更加多样化，其安全功能和交互功能将会更加凸显。

车灯地位的提升使得越来越多的厂商开始注重对灯光的设计，整车厂商都试图用灯光来塑造汽车的科技感，以提升车型的竞争力。尤其是 LED 的广泛运用，车灯被寄予更多的重任。

从 LED 大范围普及角度来看，产业升级不仅仅使得 LED 车灯规模快速增长，也使得车灯行业规模不断扩大，车灯行业从一个传统行业变为一个高增长行业。此外，基于 LED 车灯可以实现很多创新功能，行业空间还在进一步向前延伸。

图表17：车灯 LED 化使得行业地位逐步提升



资料来源：联讯证券

从智能化角度来看，以 LED 为载体，车灯的众多智能化功能可以很好的实现。随着人们对行车安全和操作体验需求的提升，智能化功能不断被开发和运用，车灯智能化开始成为智能汽车一大发展方向，与智能汽车携手并进，共同主导汽车行业新趋势。

智能车灯不断创新和升级助推汽车朝着智能化和网联化方向过渡，是智能汽车一个很好的落脚点。目前智能车灯可以实现车道偏离警示、前车急刹车预警、安全车距提醒、限速提醒等功能，随着技术进步，智能化功能还在进一步拓展。

图表18：车灯智能化成为智能汽车一个落脚点



资料来源：盖世汽车，联讯证券



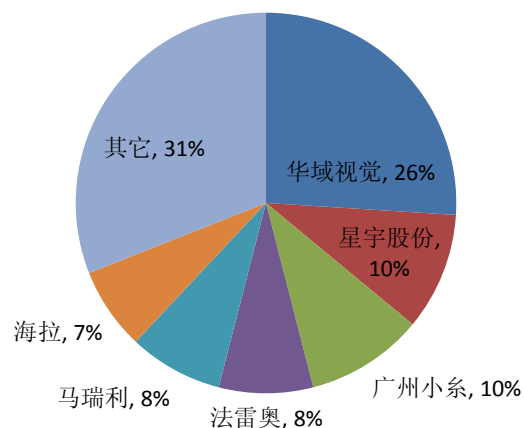
（三）行业竞争格局逐渐生变

从全球竞争格局来看，车灯行业的集中度较高，呈现寡头垄断的格局。目前车灯产业仍然集中于小糸、马瑞利、法雷奥、海拉等少数几个国际大厂手中，前五大车灯厂商占据着全球约 80% 的市场份额。

目前车灯在我国的行业集中度仍然处于较高的状态，主要分为外资灯企和内资企业，外资企业主要为合资品牌提供配套，占据了大部分市场份额。此外，内资企业随着技术的进步，配套量逐步增加，话语权逐步上升。

国内车灯市场呈现“一超多强”竞争格局，前五大厂商占比超过 60%。其中“一超”指华域视觉（原上海小糸），多强是指星宇股份、广州小糸、斯坦雷、法雷奥、马瑞利、海拉等。

图表19： 2017 年我国车灯行业市场格局



资料来源：中国产业信息网，联讯证券

虽然目前中国车灯行业集中在几个大型厂商的手中，但汽车照明高毛利和广阔的市场潜力已经成为国内企业布局的重点。随着国内企业技术进一步突破，持续与下游客户建立合作关系，并开发出相应的产品，车灯行业的垄断格局也有望逐渐被打破。

同时，车灯产业 LED 化和智能化的趋势也使得竞争格局在逐渐发生变化。LED 不仅是照明光源的革新，而且是整个供应链端的重塑。当 LED 车灯跟传统车灯演变为两种不同的路径时，技术路线的差异使得供应链的格局发生截然不同的变化，而供应链的变化有使得价值链发生转移。在价值链转移的过程中，一些公司抓住产业链的变迁脱颖而出，会对竞争格局产生足够的冲击。

从另一方面来看，LED 作为现阶段车灯的发展核心，蕴含着巨大的发展契机。随着车灯行业产业升级持续进行，那些前瞻布局、资金充裕、研发实力较强的企业的细分区域龙头具有巨大的发展机遇，有望在大格局中充分享受成长，也使得市场份额在大型厂商之间相互转移。



三、国内厂商面临的发展机遇：以星宇股份为例

（一）星宇股份的成长模式

星宇股份是一家专注于汽车车灯设计和制造的供应商，公司主要产品包括前照灯、后组合灯、雾灯、制动灯、转向灯等。公司以配套自主品牌起家，并逐渐从自主拓展到合资，从中低端向中高端渗透。公司成长前期主要的策略是通过雾灯、室内灯等低毛利率的小灯切入客户，随后进一步稳打稳扎，凭借高质量的产品和优势的性价比开拓更多的新客户。

公司最初的客户主要包括奇瑞汽车、一汽夏利、北汽福田等自主品牌，随着技术的进步以及快速的服务响应，公司逐渐进入收获期，开拓出一汽大众、一汽丰田、上海大众等合资品牌客户。随着新客户的不断开发，公司客户结构不断优化，并进入了奥迪、宝马、捷豹路虎等高端品牌的配套体系。

图表20： 公司成功实现客户升级

时间	主要客户
2007年	奇瑞汽车（53%）、一汽大众（11%）、一汽夏利（5%）、北汽福田（4%）
2011年	一汽大众（30%）、奇瑞汽车（20%）、上海大众（12%）、一汽丰田（10%）
2014年	一汽大众（38%）、一汽丰田（15%）、上海大众（14%）、奇瑞汽车（13%）
2017年	一汽大众、一汽丰田、上汽大众等前五大客户占年度销售额 65.5%
2016年新增客户	蔚来汽车等
2017年新增客户	吉利汽车、众泰汽车、上汽通用五菱、奇瑞捷豹路虎等

资料来源：公司公告，联讯证券

在获得大量的客户资源，产品质量获得国际厂商认可之后，公司进一步深耕客户，获得了大量价值和毛利率更高的后组合灯和前照灯等项目，成功实现产品升级。此外，公司还通过自主研发，不断储备新产品。

公司客户的不断拓展以及高端产品的不断量产为公司的发展提供强有力的保障。2017年，公司承接车灯新项目 72 个，批产车灯新项目 104 个，其中包括大量后组合灯和前照灯项目，批产新项目维持高位，公司产品升级取得了良好的效果。

图表21： 公司新项目及批产项目情况

年份	承接新项目数	批产项目数
2011年	33	50
2012年	77	65
2013年	64	68
2016年	138	118
2017年	72	104

资料来源：公司公告，联讯证券

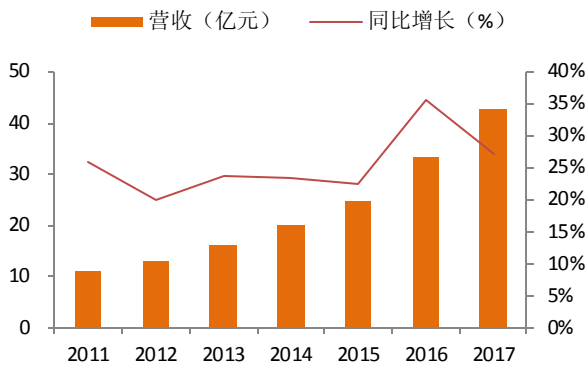
自星宇股份上市以来，公司一直保持着清晰的发展路径，即背靠一汽大众、一汽丰田等优质客户，通过技术研发和优质的产品不断的开拓新客户，同时完成中高端客户的拓展以及前照灯占比的提升。

客户的不断升级和产品结构不断升级使得公司规模稳健扩张，并快速发展为国内车灯龙头企业。2011年公司营收规模为 11 亿元，2017年，公司的营收达到了 42.6 亿元，



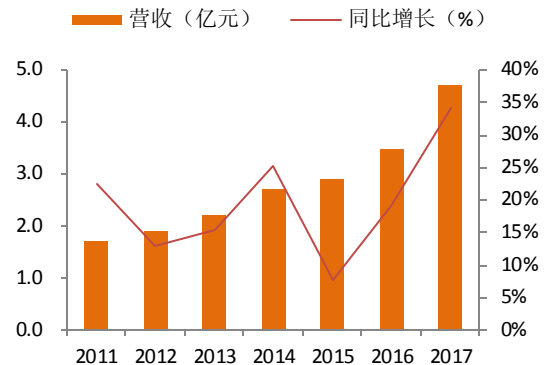
净利润达到 4.7 亿元，上市以来的营收复合增长达到了 25.3%

图表22: 上市以来公司营收及同比增长



资料来源: Wind, 联讯证券

图表23: 上市以来公司净利润及同比增长

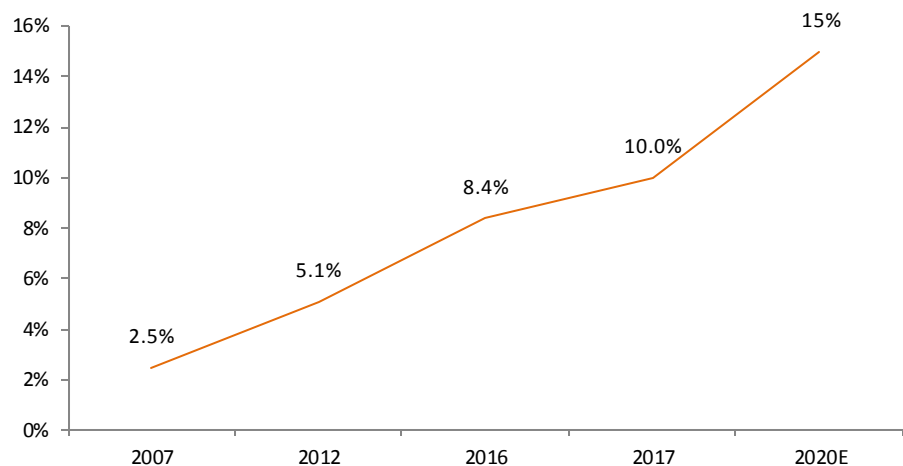


资料来源: Wind, 联讯证券

通过在车灯领域的长期沉淀，星宇已成长为国内车灯领域的龙头，竞争对手包括华域视觉、日本小糸、法雷奥、海拉、斯坦雷等国际巨头。自 2007 年成立以来，星宇的市场占有率较快增长，从不到 3% 的市占率，逐渐增加到 2017 年国内 10% 的市占率，位居行业前三。

和国外巨头相比，公司在客户响应速度和开发成本具备较大优势。在车灯企业同步开发的响应速度方面，公司决策机构统一、机制灵活，在产品设计开发、生产、物流、售后服务等各个环节都能对客户需要作出快速反应；在成本方面，公司在产品设计开发成本、管理成本、生产成本等多方面都具备优势。随着公司新客户的不断开拓，重点客户车型不断的放量，公司的市场份额还在进一步扩大。

图表24: 星宇股份在国内的市场占有率持续提升



资料来源: 盖世汽车, 联讯证券

(二) 星宇股份的发展机遇

在车灯产业升级趋势的带动下，传统车灯正快速向 LED 车灯、智能车灯演变，产业升级不仅仅使得车灯市场空间快速提高，而更加重要的是车灯厂商的主要竞争将重传统车灯逐渐转移到 LED 车灯和智能车灯，国内厂商在这场演变中面临着重大发展机遇。而星宇股份作为国内车灯的龙头企业，正成为这一演变的最重要的受益者。

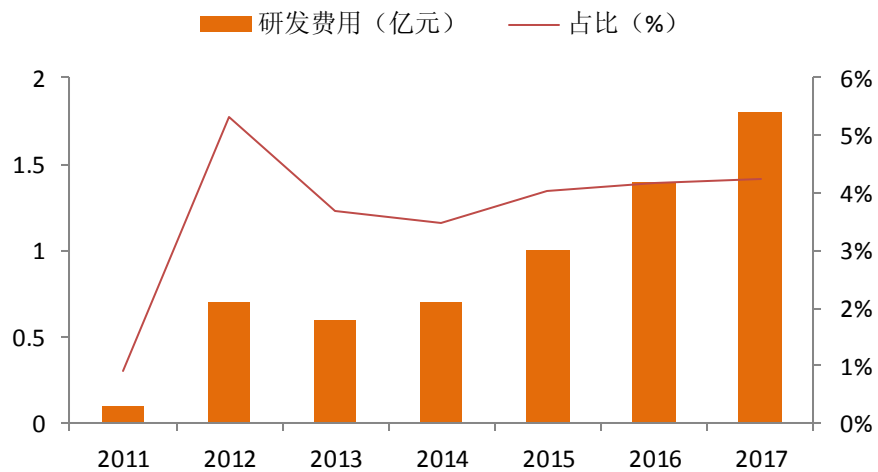


和其它竞争对手相比，星宇的优势突出，有望成为车灯行业中的一线巨头。从成长优势来看，星宇股份不断开拓客户，作为独立的第三方车灯企业，与其它国际巨头相比，公司在市场开拓上具备较大优势。同时，公司立足于本土化，主要业务分布在全球增速较快的中国市场，长远看公司的成长速度更快。

从响应速度来看，快速服务客户是公司的重大优势。由于合资企业主要经营决策权归属于海外总公司，使得外资企业在了解客户需求、根据客户需求，并迅速作出反应的能力和行动能力受到限制。星宇股份作为独立的第三方企业，在产品设计、制造、售后服务等各个环节都能对客户需求作出快速反应。

在产品研发方面，由于合资厂商基于技术保密等缘故，在中国并不重视研发投入，因此在研发上成本并不占优势。星宇股份则主要采用独立自主设计开发，同时与高校、科研机构联合开发的方式，研发的成本更低，研发的效率更高。在车灯产业升级加速，星宇一直坚持研发投入，保障了公司产品力的持续提升。

图表25： 近几年星宇股份的研发投入及占总收入比例



资料来源: Wind, 联讯证券

此外，公司还积极布局 LED 车灯和智能车灯，相关研发和量产都在稳步推进。在 LED 车灯方面，公司早在 2003 年就开始研发国内第一款 LED 汽车后灯，并成为 LED 前照灯的标准制定者之一。2013 年，公司启动“年产 50 万套 LED 车灯及配套项目”，并于 2014 年 6 月投产。

目前，公司多款 LED 车灯已经研发成功，并成功为多款车型配套。2016 年，公司 LED 车灯产品进入了奥迪 A3 和 Q5 的前大灯配套，标志着公司在 LED 车灯获得市场的认可。

图表26： 公司 LED 车灯主要发展历程

时间	主要事件
2003 年	公司自主研发了国内第一款 LED 汽车后灯
2011 年	公司募资 2 亿元设立“年产 50 万套 LED 车灯及配套项目”
2013 年	公司成功生产一汽大众新款 Golf A7 全 LED 后灯组合
2014 年	公司“年产 50 万套 LED 车灯及配套项目”正式投产
2016 年	公司 LED 车灯产品进入了奥迪 A3 和 Q5 配套体系

资料来源: 公司公告, 联讯证券



在智能车灯方面,公司紧跟产业升级趋势不断投入研发,目前公司已经成功推出 AFS、ADB 等智能车灯产品,并开始为客户提供配套。通过自主研发和外延合作,公司于 2016 年研发了第一代 ADB 前照灯系统,2017 年成功开发出第二代 ADB 前照灯,并开始小批量配套奇瑞。

此外,公司还成功研发辅助远光(蓝转白激光)前照灯、第二代 OLED 后组合灯等新产品。凭借前瞻的布局和技术的储备,公司在 LED、智能化、OLED、激光大灯领域不断突破,为公司贡献新的增长点。

图表27: 公司智能车灯主要发展历程

时间	主要事件
2015 年	第一款 AFS 前照灯成功配套广汽传祺 GS4
2016 年	成功研发第一代 ADB 前照灯
2017 年	成功研发第二代 ADB 前照灯
2017 年	成功研发辅助远光(蓝转白激光)前照灯
2017 年	成功研发第二代 OLED 后组合灯

资料来源: 公司公告, 联讯证券

(三) 盈利预测与投资建议

在产业升级的趋势下,星宇股份有望凭借快速的客户响应能力、较低的成本、持续的研发投入三大优势快速成长。作为国内车灯行业的龙头企业,公司充分享受产业升级带来的单车价值量和毛利率的双重提升,是当前国内最有可能成为具备全球格局的一线龙头企业。

我们看好公司未来的发展,预计公司 18/19 年归母净利润分别为 6.1/7.8 亿元,对应 PE 分别为 25.6/20.1。首次覆盖,给予“推荐评级”。

图表28: 星宇股份盈利预测

相关指标	2017	2018E	2019E
营业收入(亿元)	42.6	53.5	66.8
同比增长	27.2%	25.6%	24.8%
净利润(亿元)	4.7	6.1	7.8
同比增长	34.3	29.8%	27.5%
PE(倍)	33.2	25.6	20.1

资料来源: 联讯证券

(四) 风险提示

汽车销量不及预期; LED 车灯、智能车灯推进不及预期。



分析师简介

王风华: 中国人民大学硕士研究生, 现任联讯证券研究院执行院长。2016 年加入联讯证券, 证书编号: S0300516060001。

研究院销售团队

北京	周之音	010-66235704	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
上海	徐佳琳	021-51782249	13795367644	xujialin@lxsec.com

分析师声明

作者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, 保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业理解, 本报告清晰准确地反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格, 经营证券业务许可证编号: 10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

买入: 相对大盘涨幅大于 10%;

增持: 相对大盘涨幅在 5%~10%之间;

持有: 相对大盘涨幅在-5%~5%之间;

减持: 相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

增持: 我们预计未来报告期内, 行业整体回报高于基准指数 5%以上;

中性: 我们预计未来报告期内, 行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间;

减持: 我们预计未来报告期内, 行业整体回报低于基准指数 5%以下。



免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：www.lxsec.com