

证券研究报告—深度报告

汽车汽配

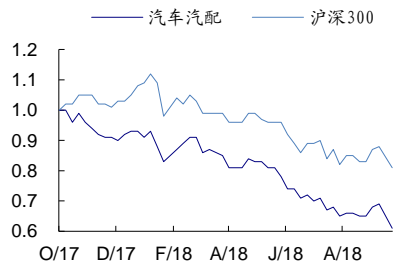
车灯行业系列深度之二

超配

(维持评级)

2018年10月22日

一年该行业与沪深300走势比较



相关研究报告:

《国信证券-汽车基础研究系列(一)-模块化平台:车企竞争的根基》——2018-10-17  
《汽车行业-2018年上半年汽车行业经营概况分析:延续年初态势,关注优质成长与核心蓝筹》——2018-09-10  
《车灯行业深度:车灯的市场空间、技术升级与企业布局》——2018-08-06  
《行业重大事件快评:汽车行业中报前瞻:利润增速放缓,同比增长中位数8.5%》——2018-08-01  
《汽车汽配2018年下半年投资策略:行业分化,价值主线下把握业绩确定性》——2018-06-19

证券分析师:梁超

电话: 0755-22940097  
E-MAIL: liangchao@guosen.com.cn  
证券投资咨询执业资格证书编码: S0980515080001  
联系人:唐旭霞  
E-MAIL: tangxx@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,其结论不受其它任何第三方的授意、影响,特此声明

行业专题

车灯行业的竞争格局

● 行业逻辑:车灯行业“起点高、弹性大、持续长”

我们深度跟踪车灯行业,坚定认为:车灯价值量具备“起点高、弹性大、持续长”三大特征,短期LED、长期智能车灯和激光大灯等渗透,是零部件细分优质赛道。本文是继上一篇车灯行业深度《市场空间、技术升级和企业布局》之后的第二篇行业深度报告,主要研究了车灯行业竞争格局(全球、国内主流车灯企业市场份额、发展历程、势力割据、杜邦分析等多维财务指标对比)。

● 市场格局:全球多寡头垄断,国内集中度有望提升

全球来看,前五大国际车灯厂商垄断85%的全球市场,近年来全球巨头处于海外扩张和整合重组周期,专业化趋势显著(主机厂剥离车灯业务,大厂吞并小厂);国内来看“一起多强”,竞争格局更为分散,2018年刚实现内资化的华域视觉(原上海小糸)占据四分之一的国内市场,星宇及其余外资或合资车灯企业在10%市场份额上下,多数内资小厂体量小基础薄弱,在LED升级浪潮下或被推下浪尖、或获得投资合作(LED上游收购、大厂吞并小厂等),未来国内车灯行业集中度有望继续提升。

● 客户份额:前期看整零股权,后期看产品服务

全球客户品牌瓜分来看,一方面,整零股权关系和历史沿革对车灯厂优势客户有显著影响,当前有股权关系的车灯企业主要是日系车灯企业,小糸(丰田持股20%)、市光(本田持股6%)、斯坦雷(本田持股5.63%),三立(斯坦雷持股5%),Varroc(收购伟世通车灯业务部门,伟世通前身是福特零部件子公司);另一方面,除股权带来的客户流量以外,近年来越来越多依靠优质产品和快速响应服务实现新客户强势突破的成功案例,例如小糸在北美通用、福特系进展的深入,Varroc在法系进展的深入,而独立第三方供应商星宇、玛涅蒂马瑞利、法雷奥客户面最为广阔,在客户扩展中更具优势。

● 企业复盘:LED化背景下行业利润率提升

我们复盘了全球车灯企业近20年的集团营收、利润率:1)基本上全球的车灯龙头在08-11年间都伴随着经济危机和全球汽车产业重组发生了较大幅度的营收下滑,11年后逐渐进入稳健增长;2)近年来车灯产品LED化升级背景下,基本上全球车灯龙头利润率自2013年以来都呈现持续提升的趋势。

● 企业比较:当前全球日系强势,看好内资成长潜力

1)全球车灯龙头主要集中在欧洲和日本,其中老牌欧系车灯龙头研发投入更高,在前瞻技术布局上更具优势,但扩张能力、产品复制能力、成本管控能力较日系和内资企业更弱,全球份额逐渐被蚕食;2)内资车灯厂商中,以星宇为首的本土厂商一枝独秀,营收体量、客户质量、研发能力各方面远超其余自主车灯厂商,直接突围核心合资竞争圈,具备成长为全球车灯龙头的潜质。

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘(元)	总市值(百万元)	EPS		PE	
					2018E	2019E	2018E	2019E
601799	星宇股份	买入	43.00	11,875	2.29	3.17	18.8	13.6
600741	华域汽车	买入	18.72	59,019	2.60	2.58	7.2	7.3

资料来源:Wind、国信证券经济研究所预测

## 投资摘要

### 关键结论与投资建议

- 1) 当前全球车灯行业是多寡头格局；国内竞争格局相对分散，集中度有望提升。
- 2) 整零股权关系和历史沿革对车灯厂客户份额有显著影响，当前存在整零股权关系的主要是日系车灯企业。
- 3) 全球车灯龙头主要集中在欧洲和日本，我们更看好日本小系的综合实力。
- 4) 内资车灯厂商中，以星宇为首的本土厂商一枝独秀，营收体量、客户质量、研发能力各方面远超其余自主车灯厂商，直接突围核心合资竞争圈，具备成长为全球车灯龙头的潜质。
- 5) 推荐零部件细分优质赛道的自主龙头企业：星宇股份、华域汽车。

### 核心假设或逻辑

我们坚持认为车灯行业是汽车零部件中较为优质的细分板块，主要逻辑在于以下三点：

#### 第一，起点高-单车价值量高

汽车零部件中超过车灯单车平均价值量的部件较少，包括动力总成（发动机变速箱 6000-13000 均价）和座椅总成（2000 均价），车灯总成（1600 左右），车机系统（1500 左右），轮胎（1000 左右），玻璃（600 左右）。以 60% 卤素、30% 氙气、10% LED 假设下，单车全套车灯的价值量大约在 1600 元左右，对应国内现有的前装空间在 500 亿左右。

#### 第二，弹性大-技术升级带来的价值量大幅提升

车灯是汽车车身上重要的外观件，车灯的形态和设计对汽车消费者有重大影响，在汽车电子化、个性化的趋势当中，车灯在整车中的成本占比也越来越高。以前大灯为例：“卤素-氙气-LED-激光-”的技术路径下，单只大灯的均价大致从：“200 元-400 元-1000 元-1 万元以上-”，价值量持续快速提升。

#### 第三，持续长-空间广，产品持续升级

车灯目前经历了从卤素-氙气-LED 的产品升级，未来更智能的矩阵式 ADB 大灯、激光大灯是发展方向，升级过程中，单车价值量持续提升（大灯 LED 化过程，全套车灯从 1600 元到 3000 元）。汽车车灯在前照大灯、后尾灯、氛围灯等各领域，均存在较大的技术升级空间，光、电等前沿领域在汽车车灯上的应用相对具备较大的空间。

总结而言，能和车灯的单车价值量相匹敌的其余零部件细分行业中比较的话，1) 车灯比动力总成更通用（不会在新能源趋势下萎缩）；2) 车灯比座椅、轮胎总成有更强更确定性的升级趋势（座椅和轮胎相对产品形态和价值量稳定）。我们认为，车灯是细分零部件行业里面最优质的赛道。

### 股价变化的催化因素

第一，星宇在奔驰供应体系中的认证进度。

第二，车灯行业从卤素、氙气到 LED 再到激光大灯的升级速度。

### 核心假设或逻辑的主要风险

第一，国内车市持续下行背景下，零部件企业量价承压。

第二，LED 车灯降价风险。

第三，激光大灯、智能车灯的普及进度。

第四，完全无人驾驶时代对车灯的需求萎缩的风险。

## 内容目录

写在前面的 .....	6
行业格局 .....	9
全球寡头垄断，区域性质显著 .....	9
国内一超多强，集中度有望提升 .....	11
行业内龙头公司发展历程 .....	14
日本小系，丰田参股的全球车灯龙头 .....	14
法国法雷奥，收购日本市光 .....	14
德国海拉，近年来集中汽车电子业务扩张 .....	15
日本斯坦雷，本田参股，专注车灯主业 .....	16
韩国三立：斯坦雷持股，合资合作通用、德尔福、海拉 .....	17
意大利玛涅蒂马瑞利，隶属菲亚特的车灯配套商 .....	18
全球巨头处于海外扩张和整合重组周期 .....	18
同业比较之一：集团层面综合比较 .....	22
核心提要 .....	22
比较股权 .....	23
比较营收、利润率 .....	25
比较研发 .....	28
杜邦分析 .....	29
同业比较之二：集团车灯业务层面综合比较 .....	31
比较车灯业务专注度 .....	32
比较车灯业务财务指标（营收、利润、研发、资本支出） .....	32
比较客户 .....	37
同业比较之三：集团上市公司估值比较 .....	39
比较 PE .....	39
比较 PB .....	39
比较股利支付率 .....	40
推荐星宇股份、华域汽车 .....	40
星宇股份：国内自主车灯龙头，突围合资竞争圈 .....	40
华域视觉（上海小系）：小系技术基因，内资化打开 .....	41
星宇股份、华域视觉和小系（中国）业务对比 .....	42
风险提示 .....	44
国信证券投资评级 .....	45
分析师承诺 .....	45
风险提示 .....	45
证券投资咨询业务的说明 .....	45

## 图表目录

图 1: 2015 年全球车灯竞争格局 .....	9
图 2: 2011 年全球车灯竞争格局 .....	9
图 3: 2011-2015 年全球主流车灯厂商市占率变化 .....	9
图 4: 2015 年北美车灯竞争格局 .....	10
图 5: 2011 年北美车灯竞争格局 .....	10
图 6: 2015 年欧洲车灯竞争格局 .....	10
图 7: 2011 年欧洲车灯竞争格局 .....	10
图 8: 2015 年日本车灯竞争格局 .....	11
图 9: 2011 年日本车灯竞争格局 .....	11
图 10: 2015 年韩国车灯竞争格局 .....	11
图 11: 2011 年韩国车灯竞争格局 .....	11
图 12: 2015 年中国车灯企业市场占有率 .....	12
图 13: 海拉在中国发展历程 .....	16
图 14: 日本斯坦雷在中国的股权结构 .....	17
图 15: 法雷奥、市光股权关系 .....	19
图 16: 小系、大亿的股权关系 .....	20
图 17: 海拉胡克的全球合资合作关系图 .....	20
图 18: 法雷奥的全球合资合作关系图 .....	21
图 19: 玛涅蒂马瑞利的全球合资合作关系图 .....	21
图 20: 小系的全球合资合作关系图 .....	21
图 21: 斯坦雷的全球合资合作关系图 .....	22
图 22: 市光的全球合资合作关系图 .....	22
图 23: 小系制作所 2007-2018 财年营收及同比 .....	25
图 24: 小系制作所 2000-2018 财年毛利率、净利率 .....	25
图 25: 法雷奥 2000-2016 财年营收及同比 .....	26
图 26: 法雷奥 2000-2016 财年毛利率、净利率 .....	26
图 27: 斯坦雷电气 2000-2018 财年营收及同比 .....	26
图 28: 斯坦雷电气 2000-2018 财年毛利率、净利率 .....	26
图 29: 海拉集团 2007-2017 财年营收及同比 .....	27
图 30: 海拉集团 2007-2018 财年毛利率、净利率 .....	27
图 31: 三立产业 2000-2017 财年营收及同比 .....	27
图 32: 三立产业 2000-2017 财年毛利率、净利率 .....	27
图 33: 星宇股份 2007-2017 财年营收及同比 .....	28
图 34: 星宇股份 2007-2017 财年毛利率、净利率 .....	28
图 35: 全球主流车灯供应商历年 ROE 对比 .....	30
图 36: 全球主流车灯供应商历年销售净利率对比 .....	30
图 37: 全球主流车灯供应商历年资产周转率对比 .....	31
图 38: 全球主流车灯供应商历年权益乘数对比 .....	31
图 39: 法雷奥车灯业务营收 (亿元人民币) 及同比 .....	33
图 40: 法雷奥车灯业务营业利润 (亿元人民币) 及同比 .....	33
图 41: 法雷奥车灯业务研发支出 (亿元人民币) 及同比 .....	33
图 42: 法雷奥车灯业务资本支出 (亿元人民币) 及同比 .....	33
图 43: 海拉车灯业务营收 (亿元人民币) 及同比 .....	34
图 44: 海拉车灯业务营业利润 (亿元人民币) 及同比 .....	34
图 45: 小系车灯业务营收 (亿元人民币) 及同比 .....	34
图 46: 小系车灯业务营业利润 (亿元人民币) 及同比 .....	34
图 47: 小系车灯业务研发支出 (亿元人民币) 及同比 .....	34
图 48: 小系车灯业务资本支出 (亿元人民币) 及同比 .....	34
图 49: 斯坦雷车灯业务营收 (亿元人民币) 及同比 .....	35
图 50: 斯坦雷车灯业务营业利润 (亿元人民币) 及同比 .....	35
图 51: 斯坦雷车灯业务研发支出 (亿元人民币) 及同比 .....	35
图 52: 斯坦雷车灯业务资本支出 (亿元人民币) 及同比 .....	35
图 53: 三立车灯业务营收 (亿元人民币) 及同比 .....	36
图 54: 三立车灯业务营业利润 (亿元人民币) 及同比 .....	36
图 55: 市光车灯业务营收 (亿元人民币) 及同比 .....	36
图 56: 市光车灯业务营业利润 (亿元人民币) 及同比 .....	36

图 57: 市光车灯业务研发支出 (亿元人民币) 及同比 .....	37
图 58: 市光车灯业务资本支出 (亿元人民币) 及同比 .....	37
表 1: 国内主流车灯总成商的主要配套客户 .....	12
表 2: 国内车灯生产企业区域布局 .....	13
表 3: 营收过亿的国内车灯企业比较 .....	13
表 4: 日本小系制作所的主要海外扩张历程 .....	14
表 5: 法国法雷奥的主要海外扩张历程 .....	15
表 6: 德国海拉的主要海外扩张历程 .....	15
表 7: 日本斯坦雷的主要海外扩张历程 .....	16
表 8: 韩国三立的主要海外扩张历程 .....	17
表 9: 玛涅蒂马瑞利汽车照明部的主要海外扩张历程 .....	18
表 10: 全球主流车灯企业集团层面核心数据比较 .....	23
表 11: 日本小系股权结构 .....	23
表 12: 日本斯坦雷电气股权结构 .....	24
表 13: 法国法雷奥集团股权结构 .....	24
表 14: 市光工业股权结构 .....	24
表 15: 三立产业工业股权结构 .....	25
表 16: 2009-2017 六家全球主流车灯企业研发收入占比 .....	28
表 17: 五家全球主流车灯企业研发人员数量比较 .....	29
表 18: 全球车灯龙头在车灯业务方面的研发方向和最新研发进展 .....	29
表 19: 全球主流集团的车灯业务营收比例 .....	32
表 20: 全球主流车灯上市公司的车灯业务主要财务指标比较 .....	33
表 21: 车灯核心企业主要客户对比 .....	37
表 22: 主要车灯供应商和整车厂客户一览 (欧美生产车型) .....	38
表 23: 主要车灯供应商和整车厂客户一览 (日本生产车型) .....	39
表 24: 全球主流车灯上市公司历年 PE 比较 .....	39
表 25: 全球主流车灯上市公司历年 PB 比较 .....	40
表 26: 全球主流车灯上市公司历年股利支付率比较 .....	40
表 27: 华域视觉发展历程 .....	41
表 28: 华域视觉部分配套客户车型 .....	42
表 29: 星宇股份、华域视觉和小系 (中国) 业务对比 .....	43



## 写在前面的

继国信汽车团队深度跟踪和研究车灯市场以来（车灯产业链深度调研、车灯拆解实验、车灯企业和整车厂工程师拜访、国际车灯展调研、车灯行业专题系列研究等），得到客户的较大认可，而车灯作为细分汽车零部件，具备行业属性，又能超汽车整体行业增长，其背后很大原因来自于技术升级带来的车灯价值量提升（起点高、弹性大、持续长），而根本原因是消费者愿意为汽车电子化、智能化等趋势下的车灯（美观、智能、节能）等付出更高的成本。

今年8月我们发布了车灯行业的首篇专题报告，对车灯的市场空间、技术升级与厂商前瞻布局进行了研究。本文是第二篇车灯行业专题-竞争格局篇，对全球及国内的主流车灯企业的市场份额、历史沿革及财务指标等进行全面综合的比较。

比较认为——

- 1) **行业历史变迁：**追溯全球车灯龙头历史，伴随世界汽车工业的发展，欧洲诞生了世界上最早的一批车灯企业（海拉、法雷奥）并且延续至今，引领车灯技术从卤素到氙气到 LED 直至激光大灯的升级；二战结束后，随着日本汽车工业崛起及欧美技术合作，在20世纪50年代后期，车灯技术逐渐在日本发展起来，早期的小糸和斯坦雷开始量产汽车全玻璃制密封光束前照灯，之后日本车灯技术日益成熟，在全球范围内迅速扩张。与欧洲巨头企业相比（海拉、法雷奥车灯业务占比都在50%以内），日本车灯企业更为专注（小糸、斯坦雷车灯业务占比80%以上），这也符合日本汽车工业一贯的极致化特征（类比汽车玻璃）。
- 2) **集中度视角：**全球来看，前五大国际车灯厂商垄断85%的全球市场，近年来全球巨头处于海外扩张和整合重组周期，专业化趋势显著（主机厂剥离车灯业务，大厂吞并小厂）；国内来看“一超多强”，竞争格局更为分散，2018年刚实现内资化的华域视觉（原上海小糸）占据四分之一的国内市场，星宇及其余外资或合资车灯企业在10%市场份额上下，多数内资小厂体量小基础薄弱，在LED升级浪潮下或被推下浪尖、或获得投资合作（LED上游收购、大厂吞并小厂等），未来国内车灯行业集中度有望继续提升。
- 3) **区域视角：**全球区域布局来看，日本、韩国和欧洲是区域性企业强势的显著地区；北美和中国是典型的较为多元化的车灯市场。细分看来，北美和亚太地区是日本车灯企业的优势市场（其中韩国基本是韩系车灯企业垄断、日本日系垄断、中国日系占比强势、北美日系份额提升），欧洲地区是欧洲车灯企业的优势市场。
- 4) **品牌视角：**全球客户品牌瓜分来看，一方面，整零股权关系和历史沿革对车灯厂优势客户有显著影响，当前有股权关系的车灯企业主要是日系车灯企业，小糸（丰田持股20%）、市光（本田持股6%）、斯坦雷（本田持股5.63%），三立（斯坦雷持股5%），Varroc（收购伟世通车灯业务部门，伟世通前身是福特零部件子公司）；另一方面，除股权带来的客户流量以外，也有依靠优质产品和快速响应服务实现新客户强势突破的成功案例，例如小糸在北美通用、福特系进展的深入，Varroc在法系进展的深入，而独立第三方供应商星宇、玛涅蒂马瑞利、法雷奥客户面最为广阔，在客户扩展中更具优势。
- 5) **企业发展视角：**我们选取了全球车灯龙头企业（基本覆盖80%以上的全球车灯市场）逐个进行营收和利润率的复盘（2000年至今接近20年的时间长度），发现了这些龙头企业发展过程中的一些共性和特性。**共性：**1.基本上全球的车灯龙头企业在08-11年间都伴随着经济危机和全球汽车产业重组发生了较大幅度的营收下滑；2.基本上全球车灯龙头企业利润率在近五年来都呈现持续提升的趋势（主要是由于LED趋势）。**特性：**1.日本车灯企业在2011、2012年分

别遭遇福岛事故、节能车补贴政策退出，营收利润受到一定影响，2013 年后伴随车市销量企稳、LED 产品进入使用重获增长；2.韩国在 2017 年现代全球销量（产品老化+萨德事件）发生较大下滑，车灯企业（三立）业绩遭受影响。3.中国作为全球汽车新兴市场，国内龙头车灯企业过去十年扩张速度在全球领先。

- 6) **企业间对比：**财务数据横向比较下，1.日系企业车灯业务专注度较高，其中小系是全球车灯龙头，车灯业务体量最大（营收利润远超其他，法雷奥和海拉位居第二第三，其余斯坦雷营收体量较大，但利润率相对弱于前三龙头），除这四个企业以外，其余主流车灯企业的营收规模基本小于 100 亿元人民币。2.法雷奥、小系和星宇车灯业务营业利润率在行业处于领先地位（12%-14%），其余主流车灯企业的营业利润率水平大多在 10%以内。3.车灯行业属于重视研发的细分行业，主流车灯企业研发投入在 4%左右（小系、星宇等），老牌的欧系车灯企业研发投入更大（法雷奥 5%，海拉 9%），在车灯前瞻技术方面有一定优势。4.车灯业务资本开支来看，新锐车灯企业扩张速度显著快于稳定规模的车灯龙头，资本开支比重也更大（市光和星宇），其余主流车灯企业资本开支在营收的比重基本在 10%以内。

本篇报告对全球主流车灯企业（占据全球 80%以上的车灯市场）进行了纵向和横向的历史溯源和比较分析，对数据尽量持客观列示和解释说明的态度，旨在保留行业报告的公正客观和数据的原滋原味（不做数据的偏向性择取）。下面加入我们对行业的主观性判断和相关思考，可以视为本格局专题报告的偏结论性观点。

### 1) 车灯格局如何形成？

汽车零部件里面，能形成寡头垄断的细分行业屈指可数，具体零部件价值量、集成度、技术壁垒、资产轻重等都是行业格局形成的核心影响要素，目前已经形成多寡头高集中度格局的细分行业如变速箱（高技术壁垒）、汽车玻璃（重资产）、车灯（高集成）、安全气囊（高技术壁垒）等，这些影响要素并非相互隔绝，而是互相作用形成合力，牵一发而动全身，举例而言，和车灯价值量、集成度、资产轻重极为相似的车机行业（座舱显示屏），至今尚未形成多寡头高集中度格局，原因或在于车机总成企业的技术专业度更低（可以理解为延展性更强），在主机厂内的参与度较车灯总成企业更低，同质化竞争更为显著，导致更为分散的竞争格局。

### 2) 车灯格局往何处去？

没有一成不变的行业格局，形成格局的核心影响要素不同，格局突破的难易程度不同，我们认为，基于技术壁垒和重资产（先发优势）形成的格局是最为稳定的，而依靠高集成度形成的格局，其破局难度相对略低，破局核心在于底层技术的更迭下企业议价权的转换，举例而言，车灯行业在光源从卤素到 LED 变迁的过程中，LED 上游企业（如鸿利智汇、瑞丰光电、三安光电等）纷纷进场（收购车灯总成商），进来带来的“LED 企业会不会取代车灯总成地位”的市场担忧，对此我们的观点是：虽然 LED 上游企业有强大的资金实力，但是 1) 家用 LED 和车用 LED 在稳定性、一致性上的要求有很大差距；2) 车灯供应体系需要多年培育，LED 企业基本没有整车客户积累；3) 主流车灯总成企业逐渐成立自己的电子工厂，生产 LED 模组；4) LED 光源在车灯中的生命周期尚不确定，后续或可能被激光光源取代。综合以上四点，我们认为 LED 新进入者取代总成地位的可能性较小。但是随着车灯产品和技术升级，小企业的研发和资金劣势将越来越难以支撑企业发展，未来车灯行业集中度有望持续提升。

### 3) 当前格局下更推荐的企业是什么？

对于当前车灯行业竞争格局而言，其实可以把主流供应企业分为三派：1) 老

牌大综合选手；2）专注型选手；3）新锐种子选手，一类“老牌大综合选手”以德国海拉为代表，历史沿革最长（欧洲汽车工业伴生），经历一战二战洗礼，这类企业体量巨大，业务体系繁杂（车灯是为其部分业务），增长速度基本与全球汽车行业保持同步，近年来“老牌大综合选手”企业越来越多的把精力投向了汽车电子、智能驾驶等前瞻领域，集团内车灯业务的重视程度有所下调（甚至剥离）。二类“专注型选手”以日本小糸、斯坦雷为代表，车灯业务主要在二战后随日本汽车工业崛起，而且多伴有整车股权，这类企业高度专注主业，是目前全球车灯的主流，但一定程度上受制于所绑定的整车企业与核心市场增速，比如斯坦雷近年来的 LED 进展其实是略弱于行业（本田车型 LED 更新速度稍慢）。三类“新锐种子选手”以中国星宇为代表的第三方新兴车灯企业，主要是本世纪初伴随中国汽车行业增长“黄金十年”快速崛起，主业高专注度叠加中国工程师红利，当前已经进入了 ABB 等高端客户体系，直接突围合资车灯竞争圈，具备成长为全球车灯龙头的潜质。**这三类企业中，我们看好主业布局新兴市场（中国、印度等）的第二类“专注型选手”和高端客户逐渐验证的第三类“新锐种子选手”。**主要原因在于，第二类“专注型”选手是当前国际主流，具备高市场份额和强影响力，是当之无愧的国际大白马（日本小糸 6 年股价翻 10 倍），但对于这类成熟性企业而言，未来增速取决于海外市场拓展，在新兴市场前瞻布局的优质企业有望为自身发展持续储备“子弹”；第三类“新锐种子选手”成长性佳，成长持续性待验证，客户体系的突破是公司资质和后续成长性非常重要的验证角度。

注：由于全球各国家（地区）财务年度不一致，正文中涉及到财务数据比较的图表时间坐标均以财年列示，其中小糸、斯坦雷、三立财年截止日期为 3 月 31 日（比如 2017 财年指的是 2016 年 3 月 31 日-2017 年 3 月 31 日）；海拉财年截止日期为 5 月 31 日（比如 2017 财年指的是 2016 年 5 月 31 日-2017 年 5 月 31 日）；法雷奥、星宇财年截止日期为 12 月 31 日（比如 2017 财年指的是 2016 年 12 月 31 日-2017 年 12 月 31 日）。

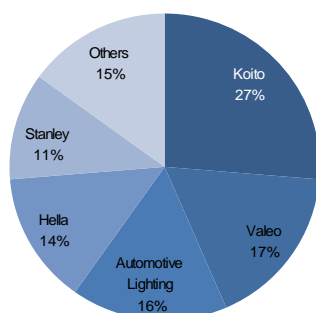


## 行业格局

### 全球寡头垄断，区域性质显著

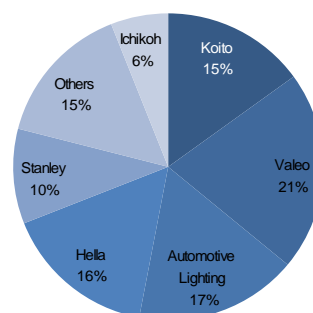
全球车灯行业呈现寡头垄断的竞争格局。前五大车灯厂商占据了 85% 的全球市场，其他多数小散供应商分食 15% 的份额。五大多头分别是日本小系（Koito）、法国法雷奥（Valeo）、玛涅蒂马瑞利（Automotive Lighting），德国海拉（Hella）、日本斯坦雷（Stanley），其中日本小系占据了 26% 的全球车灯市场，同时份额呈现出提升趋势（2011 年 15%，15 年 26%），主要挤压了法雷奥的份额。

图 1：2015 年全球车灯竞争格局



资料来源：Bloomberg、国信证券经济研究所整理

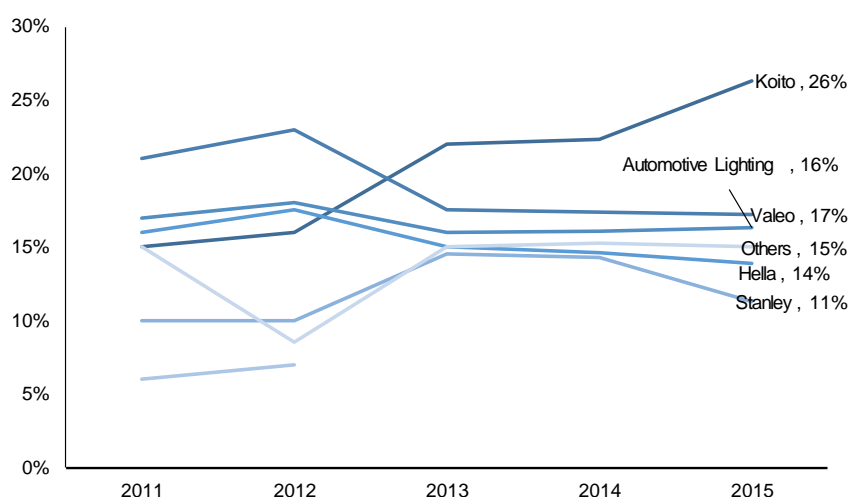
图 2：2011 年全球车灯竞争格局



资料来源：Bloomberg、国信证券经济研究所整理

纵向来，日系车灯企业份额提升，欧系车灯企业份额下降。2011-2015 年间，日本小系成长迅速，从 11 年的 15% 的全球市占率提升到 15 年的 26%；玛涅蒂马瑞利和海拉份额稳中微降，法雷奥车灯份额下降较为显著，从 2011 年的 21% 下滑至 2015 年的 17%。主要原因是近年来亚洲车市高速增长，主要市场位于亚洲和北美的日本小系份额快速提升。

图 3：2011-2015 年全球主流车灯厂商市占率变化



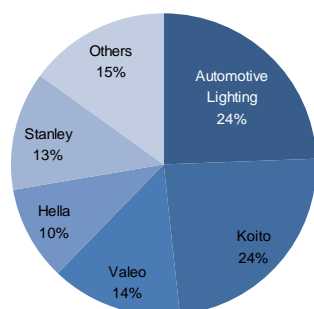
资料来源：Bloomberg、国信证券经济研究所整理

全球汽车灯具行业的竞争带有明显的地域性质。法雷奥、玛涅蒂马瑞利、海拉三家欧洲企业主要为欧洲整车制造商提供零部件，主要业务分布在欧洲；小系、斯坦雷两家日本企业主要为日本整车制造企业配套，主要业务分布在亚洲，北美也是其优

势区域。

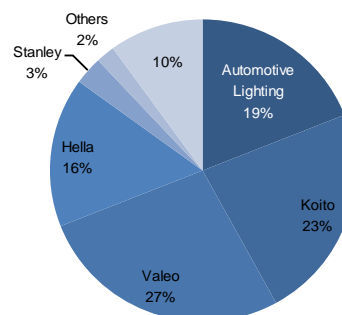
北美端：北美基本没有领先的本土车灯企业（原伟世通的车灯业务也于 2013 年被印度车灯企业 Varroc 收购），当前北美以日本和欧洲车灯企业为主，近年来在北美的日本车灯企业市占率有提升趋势，而相应的德国海拉、法国法雷奥车灯市场份额下滑较多。

图 4：2015 年北美车灯竞争格局



资料来源：Bloomberg、国信证券经济研究所整理

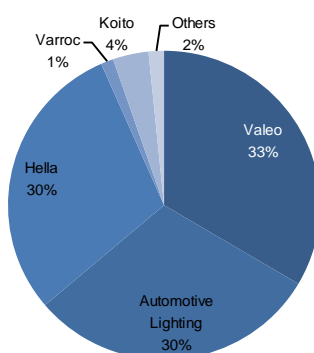
图 5：2011 年北美车灯竞争格局



资料来源：Bloomberg、国信证券经济研究所整理

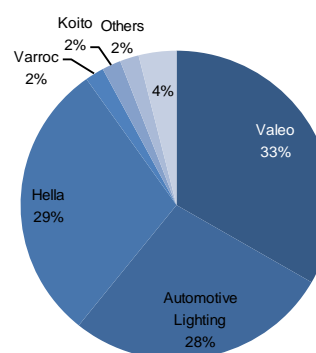
欧洲端：欧洲以欧洲本土车灯企业为主，2015 年德国海拉、法国法雷奥、意大利玛涅蒂马瑞利三强市占率共计 93%，基本瓜分欧洲市场，且三强占比较为均衡。

图 6：2015 年欧洲车灯竞争格局



资料来源：Bloomberg、国信证券经济研究所整理

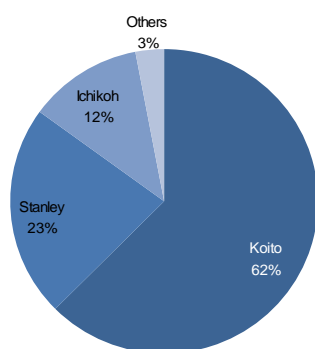
图 7：2011 年欧洲车灯竞争格局



资料来源：Bloomberg、国信证券经济研究所整理

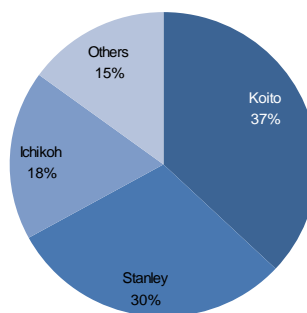
日本端：日本市场以日本本土企业为主，小糸、斯坦雷、市光（原日本企业，2017 年被法雷奥收购）三强瓜分日本 97% 的车灯市场，其中日本小糸是日本国内龙头，2015 年市占率 62% 遥遥领先（2011 年市占率 37%），其余的斯坦雷和市光市占率逐渐被挤压。

图 8: 2015 年日本车灯竞争格局



资料来源: Bloomberg、国信证券经济研究所整理

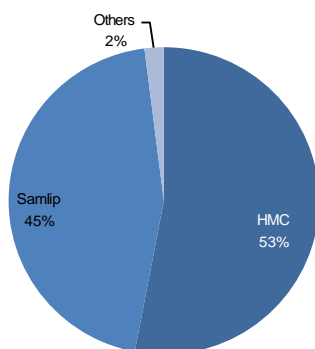
图 9: 2011 年日本车灯竞争格局



资料来源: Bloomberg、国信证券经济研究所整理

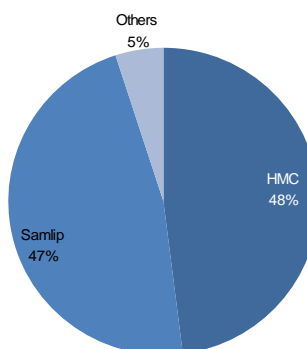
韩国端: 韩国市场以韩国本土企业为主, 主要是韩国现代和韩国三立, 分别占据韩国车灯市场半壁江山。

图 10: 2015 年韩国车灯竞争格局



资料来源: Bloomberg、国信证券经济研究所整理

图 11: 2011 年韩国车灯竞争格局



资料来源: Bloomberg、国信证券经济研究所整理

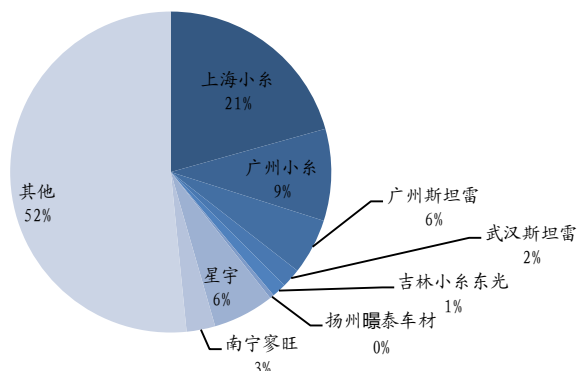
### 国内一超多强, 集中度有望提升

国内车灯市场多年来维持“一超多强”的竞争格局。其中“一超”指的是华域视觉(原上海小系)。上海小系于 1989 年 4 月注册成立, 中方股东为上海汽车工业(集团)总公司控制的上海华域汽车系统股份有限公司, 日方股东为株式会社小系制作所和丰田通商株式会社, 2017 年 9 月, 华域汽车收购日本小系和丰田通商持有的 45% 和 5% 股权, 自此上海小系成为华域全资子公司(更名华域视觉, 2018 年 3 月 1 日起并表)。华域视觉多年来一直是国内车灯行业龙头(体量最大), 市占率超 20%, 2016 年总资产 52.03 亿元, 营业收入 98.25 亿元, 归母净利润 4.06 亿元; 2017 年 1-7 月营业收入为 70.32 亿元, 归母净利润 2.93 亿元。主要客户包括上汽大众、上汽通用、一汽大众、长安集团、上汽乘用车、东风日产等。“多强”指广州小系(日资)、广州斯坦雷(广汽集团零部件和本田技研合资)、长春海拉(德资)、湖北法雷奥(法资)等外资企业和星宇股份为代表的规模较大的内资企业。

国内市场车灯份额分布较全球来说更为分散。中国汽车车灯行业不属于限制投资的行业, 属于竞争较为充分、市场化程度较高的行业, 2000 年以来国内汽车市场的“黄金十年”也催生了一系列本土车灯企业, 和欧美日已经形成的较为稳定的车灯市场格局相比, 我国车灯行业仍然处于成长阶段, 市场份额更为分散。以最新的中国汽车工业年鉴数据测算, 2015 年国内车灯企业 CR5 接近 50%, 剩余众多小微车灯企业瓜分半壁市场。我们预测 2018 年国内车灯行业集中度呈现提升趋势, 预计

2018 年小系市场份额达到 25%，星宇市场份额接近 10%。

图 12：2015 年中国车灯企业市场占有率



资料来源：《中国汽车工业年鉴》、国信证券研究所测算。注：国内车灯企业营收占比数据是根据中国汽车工业年鉴中主业车灯企业 2015 年营业收入进行测算。

**国内主流车灯供应商基本完成合资及主流自主客户瓜分。**1) 国内核心车灯总成供应商有华域视觉、广州小系、湖北法雷奥和星宇股份，主要为国内合资车企和主流自主品牌提供服务，其中小系系（华域视觉、广州小系、湖北小系）主要配套上汽（通用、大众及荣威）、长安（福特）、广汽等，供应主流美系、日系、部分德系及自主品牌；海拉主要配套大众（偏高配）、奥迪及奔驰等德系车型；星宇主要配套大众（中低配）、丰田、广汽、奇瑞等，供应主流德系、日系、部分自主和美系等。2) 而安瑞车灯、江苏常诚、江苏彤明和谊善车灯等主要为国内自主品牌——吉利、众泰和猎豹等提供车灯。3) 除此之外，部分车企仍然主要使用自有的车灯厂（比如长城汽车、比亚迪等）。

表 1：国内主流车灯总成商的主要配套客户

公司名称	配套客户
华域视觉	上海通用、上海大众、长安汽车等
广州小系	广汽丰田、广汽本田等
湖北法雷奥	东风日产、长安汽车、一汽丰田等
长春海拉	一汽大众
北京海拉	北京奔驰、北汽福田等
北京三立	北京现代
江苏摩比斯	东风悦达起亚
大茂伟世通	长安、吉利、奇瑞等
广州斯坦雷	广汽本田、东风本田等
常州星宇	一汽大众、一汽丰田、奇瑞、广汽乘用车等
江苏常诚	吉利、江淮等
天津车灯厂	一汽大众
天津斯坦雷	一汽丰田
马瑞利	菲亚特、福特、广汽本田等
浙江天骢车灯	吉利、江淮、北汽福田、上汽等
南京燎旺车灯	长安、上汽通用五菱、东风柳汽
东风汽车灯具厂	东风等
江苏叶迪	上汽、中华汽车、华泰汽车、北汽新能源等
宁波明讯	吉利等
山东鲁得贝	一汽、东风汽车、中国重汽集团等
深圳市精艺精	马自达、北汽、东风标致、广汽等
深圳锦丰	长江标致雪铁龙等
帝宝工业	长城汽车、丹东曙光、上汽名爵、神龙等
丹阳市东亚灯具厂	上海大众等
容城来福灯泡有限公司	长安、东风等
江苏彤明	一汽、东风、郑州日产、华晨金杯等
浙江嘉利	一汽轿车、日产、丰田、昌铃、莲花乘用车

迅驰车业	东风集团、江淮汽车、江铃集团等
丹阳谊善	上汽集团、双龙汽车、东风集团等

资料来源:盖世汽车论坛、国信证券经济研究所整理

区域布局上,车灯企业通常在整车厂周围生产配套,华东、华北地区产量各占到30%左右。由于目前星宇最核心客户一汽大众(收入占比超40%)核心产能布局东北、华东和华南(新基地),星宇当前最主要的销售区域在东北和华东地区,伴随一汽大众佛山基地的投产,后续星宇在华南地区的销量占比有望提升。

**表 2: 国内车灯生产企业区域布局**

地区	车灯企业
华东地区	上海小系、帝宝、大茂伟瑞柯、宁波史丹利、星宇等
华南地区	广州小系、斯坦雷、福州小系大亿、南宁瞻望等
中西部地区	湖北法雷奥、重庆小系、东风三立等
华北地区	北京海拉、北京三立、烟台三立等
东北地区	长春海拉、东光瑞宝、锦祥照明等

资料来源:盖世汽车网、国信证券经济研究所整理

**国内: 2015 年星宇车灯营收超越广州斯坦雷, 仅次于小系系。**国内方面,星宇股份是最大的内资汽车灯具总成生产企业,目前主要竞争对手为上海小系、广州小系、广州斯坦雷、长春海拉、湖北法雷奥等外资/合资汽车灯具制造企业。根据《中国汽车工业年鉴》资料显示,以2015年主营业务收入计,星宇股份仅次于上海小系、广州小系(基于2016年中国汽车工业年鉴已有数据),且2015年星宇主业收入超越广州斯坦雷(2008年尚低于广州斯坦雷,广州斯坦雷多年来一直是行业内销售收入仅次于上海小系的企业),我们认为,星宇车灯内资龙头地位稳固,车灯业务近年来在国内扩张迅速,并逐渐进入合资车灯企业核心竞争圈。

**表 3: 营收过亿的国内车灯企业比较**

企业名称	投资方	主要客户	2015 年产量	2015 营收 (万元)	2016 营收 (万元)
上海小系车灯有限公司	中日合资	上海大众、上海通用、一汽大众	39010000	826355	
广州小系车灯有限公司	日资	丰田、本田、日产	9460000	370139	
广州斯坦雷电气有限公司	中日合资	广汽本田、东风本田	12210000	225082	
武汉斯坦雷电器有限公司	中日合资	东风本田	863300	77371	
吉林小系东光车灯有限公司	中日合资	一汽大众、一汽轿车、沈阳华晨、北京长安		58583	88001
长春一汽富维海拉车灯有限公司	中德合资	一汽大众			
江苏彤明车灯有限公司	中英合资	一汽轿车、东风日产、华晨汽车			
江苏常诚汽车部件有限公司	中美合资	奇瑞汽车、东风日产、一汽轿车			
江苏摩比斯汽车零部件有限公司	韩资	北京现代	1300000	1794151	
扬州瞻泰车材实业有限公司	美资	大众	1050252	17213	
湖北法雷奥车灯有限公司	法资	神龙汽车、东风日产、一汽大众			
三立(烟台)车灯有限公司	韩资	上海通用			
<b>常州星宇车灯股份有限公司</b>	<b>内资</b>	<b>奇瑞汽车、一汽大众、上海大众、一汽丰田</b>	<b>39874900</b>	<b>246752</b>	<b>334689</b>
南宁寥旺有限责任公司	内资	东风柳州汽车、上汽通用五菱	25838653	115376	
湖北孝感华中车灯有限公司	内资	长安汽车、比亚迪		55282	
丽清汽车科技(上海)有限公司	台资	上海通用、上汽大众、一汽通用、一汽大众		43043	
江西江铃泰川电器有限公司	内资	江铃股份	165310	21492	
湖北华龙车灯有限公司	内资	东风汽车、中国重汽、上汽依维柯。	1954223	20236	
天津市飞乐汽车照明有限公司	内资	一汽解放、一汽轿车、广州本田、华晨汽车。	6027011	12191	
江苏文光车辆附件有限公司	内资	宇通客车、金龙客车、福田汽车			
山东鲁得贝车灯股份有限公司	内资	中国重汽、哈飞汽车			
吉林东光瑞宝车灯有限责任公司	内资	一汽夏利、一汽解放、一汽吉林			

资料来源:《中国汽车工业年鉴》、国信证券经济研究所整理

我国车灯行业已经形成了“一超多强”的竞争格局。“一超”是上海小系车灯有限公司,其主要为一汽大众、上汽大众、上汽通用等大型整车生产企业配套,其市场份额领先于其他企业,显现明显的竞争优势。“多强”指广州斯坦雷、长春海拉、湖北法雷奥等外资企业和常州星宇为代表的规模较大的内资企业。



## 行业内龙头公司发展历程

**核心：**追溯全球车灯龙头历史，伴随世界汽车工业的发展，欧洲诞生了世界上最早的一批车灯企业（海拉、法雷奥）并且延续至今，引领车灯技术从卤素到氙气到 LED 直至激光大灯的升级；二战结束后，随着日本汽车工业崛起及欧美技术合作，在 20 世纪 50 年代后期，车灯技术逐渐在日本发展起来，早期的小系和斯坦雷开始量产汽车全玻璃制密封光束前照灯，之后日本车灯技术日益成熟，在全球范围内迅速扩张。与欧洲巨头企业相比（海拉、法雷奥车灯业务占比都在 50% 以内），日本车灯企业更为专注（小系、斯坦雷车灯业务占比 80% 以上），这也符合日本汽车工业一贯的极致化特征（类比汽车玻璃）。

### 日本小系，丰田参股的全球车灯龙头

日本小系制作所 1936 年成立，是全球车灯市场的绝对龙头。日本小系是为数不多的专营主业的全球零部件龙头（专营车灯），车灯业务全球市占率 26%，业务范围遍布欧亚美。2018 财年车灯营收 523 亿人民币，近五年车灯业务营收 CAGR 为 12%。小系的最大股东是丰田（20% 参股），2016 财年（3 月止）面向丰田的销售额比例为 17.3%。

全球布局方面，1983 年小系在美国伊利诺伊州成立北美车灯公司，1986 年成立泰国公司，1996 年合并英国公司，1997 年成立印度公司，2001 年成立捷克公司，2004 年成立比利时公司，2010 年成立印尼公司，2012 年成立墨西哥公司，2017 年成立巴西公司。

中国布局方面，1988 年小系在台湾出资成立合资公司“大亿交通工业制造股份有限公司”。1989 年在中国大陆成立合资公司“上海小系车灯有限公司”（现合并子公司），2005、2014 年先后在中国成立广州小系、湖北小系。2017 年转让了其持有的上海小系车灯 45% 的股份。

表 4：日本小系制作所的主要海外扩张历程

年份	重大扩张事件
1936	株式会社小系制作所成立
1949	在东京、大阪两处证券交易所上市
1983	在美国伊利诺伊州成立 North American Lighting Inc
1988	在台湾出资成立合资公司“大亿交通工业制造股份有限公司”
1989	在中国大陆出资成立合资公司“上海小系车灯有限公司”
2001	在捷克成立小系捷克有限公司
2004	在比利时成立 Koito Europe NV
2005	中国“福州大亿灯具工业有限公司”成为子公司 在中国成立“广州小系车灯有限公司”
2010	在印度尼西亚成立 PT. Indonesia Koito
2014	设立湖北小系车灯有限公司
2017	向上海汽车旗下的零部件企业华域汽车转让其持有的上海小系车灯 45% 的股份

资料来源：Marklines、国信证券经济研究所整理

### 法国法雷奥，收购日本市光

法国法雷奥 1923 年成立，从事汽车、卡车用零部件、系统及模块的设计开发、生产和销售。主要股东是投资公司 Lazard Asset Management LLC（占比 5.06%）。法雷奥业务范围较广，包含车灯业务的一级分类业务 Visibility Systems 营收占比 28%（2016 财年 364 亿人民币），近五年车灯业务营收 CAGR 为 12%，当前法雷奥车灯全球市占率 17%。

全球布局方面，2016 年成立法雷奥西门子电动汽车公司（法雷奥 50%，德国西门子子公司 50%），2017 年法雷奥进一步收购日本领先的照明企业市光工业（目前持

有市光工业 55%股权，市光 2012 年车灯全球市占率 7%)。

中国布局方面，2012 年法雷奥和市光工业合资成立法雷奥市光控股有限公司（法雷奥 85%，市光 15%），将中国车灯业务子公司并入该统筹公司，2017 年，法雷奥在中国华中地区最大的研发中心“法雷奥中国技术中心”开业。

**表 5：法国法雷奥的主要海外扩张历程**

年份	重大扩张事件
1923	在法国成立
1988	收购福特在巴西(Autolatina, Eluma)的汽车和卡车
1994	在中国及韩国签署多个合资协议 在法国、美国、加拿大、墨西哥、韩国成立新工厂
1995	在沙市(中国)设立新工厂 Valeo Climate Control
1997	在南京(中国)合资成立离合器生产公司 Nanjing Valeo Clutch Company
1999	收购 Mando Machinery Corporation(韩国)的发电机和启动器业务
2012	从奇瑞汽车旗下的芜湖奇瑞科技取得芜湖罗比汽车照明系统 80% 的股份，公司名称改为芜湖法雷奥汽车照明系统 与开展业务合作的市光工业成立法雷奥市光控股有限公司。双方位于中国的大部分车灯生产子公司都将并入该公司旗下。该中国统筹公司的出资比例为法雷奥 85%、市光 15%
2015	收购总部位于德国的汽车远程信息处理及移动连接解决方案的供应商 peiker
2016	与德国西门子公司联合宣布将合作研发电动汽车及混合动力车引擎，并共同签署了合营企业法雷奥西门子电动汽车公司成立协议，各持有 50% 的股份
2017	法雷奥集团宣布以每股 408 日元的价格成功完成对日本市光工业株式会社的收购。法雷奥集团目前已持有日本市光企业 55.08% 的股份，将接管这一领先的日本汽车照明企业。
2017	法雷奥在中国华中地区最大的研发中心“法雷奥中国技术中心”开业

资料来源: Marklines、国信证券经济研究所整理

## 德国海拉，近年来集中汽车电子业务扩张

德国海拉 1899 年成立，全称 HELLA KGaA Hueck & Co.（海拉胡克），是一个全球性独立的家族企业，海拉胡克 60% 的股份为该家族股东持有，剩余的 40% 是流通股。海拉主业开发和生产汽车照明设备和电子设备的零部件和系统，车灯业务全球市占率 14%。2017 财年公司总营收 527 亿人民币，近五年总营收 CAGR 为 6%，包含车灯业务的一级分类业务 Automotive 营收占比 76%（2014 年财年有细分车灯业务分类，在总营收中占比 42%）。

全球布局方面，1992 年海拉在捷克成立东欧首个生产基地，1996 年通过中国、韩国、巴西的合资公司扩大业务，2000 年美国公司开始运作，2002 年在澳大利亚和斯坦雷成立合资公司。近年来公司的全球扩张集中在汽车电子部件（EPS 和 ECU 等），车灯方面的运作较少。

**表 6：德国海拉的主要海外扩张历程**

年份	重大扩张事件
1899	Westfälische Metall-Industrie Aktien-Gesellschaft 成立
1986	公司改名为“Hella KG Hueck & Co.”
1992	公司在东欧的首处生产基地 Hella Autotechnik spol. s.r.o. 在捷克成立。
1996	通过中国、韩国、巴西的合资公司扩大业务
2000	美国 Hella Lighting Corporation (HLC) 开始运作。
2002	与 Stanley Electric 合资，在澳大利亚成立 Hella-Stanley Holding Pty. Ltd 在罗马尼亚 Timisoara 成立机动车电子开发和生产基地。 在印度成立喇叭和传感器生产基地 Hella India Electronics。
2006	收购总部位于德国柏林的 Aglaia GmbH，强化摄像头的驾驶者辅助系统的开发。 海拉胡克与长春一汽富维汽车零部件在中国吉林省长春成立合资公司。
2012	合资公司 HBPO 与马来西亚的 DRB Hicom 成立合资公司，进军东南亚市场。 宣布与北京汽车各半出资，在中国成立合资公司 Beijing Hella BHAP Automotive Lighting Co., Ltd
2014	在法兰克福证券交易所及卢森堡证券交易所上市
2014	德国海拉、德亿贸易、德师傅三家企业达成战略合作，德亿贸易拿下德国海拉产品在国内的独家代理权
2017	海拉与北京海纳川汽车零部件股份有限公司的合资公司北京海纳川海拉车灯有限公司的天津新工厂正式投产

2018 宣布在全球规模内扩大生产电动助力转向系统(EPS)的电子控制单元(ECU)。目前在德国和中国生产, 计划到 2019 年还将在罗马尼亚、墨西哥、巴西、印度进行生产。

资料来源: Marklines、国信证券经济研究所整理

中国布局方面, 1996 年海拉在长春和上海成立了两家合资企业, 2003 年海拉北京三立合资公司成立, 2012 年海拉与一汽富维成立合资公司(富维海拉, 一汽富维占比 51%, 2016 年实现首度扭亏, 净利润 2273 万元)。2017 年, 其合资公司北京海纳川海拉车灯有限公司的天津新工厂正式投产。

图 13: 海拉在中国发展历程



资料来源: 海拉官网、国信证券经济研究所整理

## 日本斯坦雷, 本田参股, 专注车灯主业

日本斯坦雷 1920 年成立, 主要股东是 State Street Bank and Trust Company (持股 6.07%)。公司是汽车车灯和发光二极管(LED)的大型产销商, 2018 年财年(截至 18 年 3 月底)总营收 272 亿人民币, 其中车灯业务营收占比 81%。车灯业务全球市占率 11%, 近五年车灯业务营收 CAGR 为 14%。

全球布局方面, 1997 年成立越南公司, 1998 年成立德国公司, 2000 年成立美国公司, 2001 年先后成立英国、匈牙利和印尼公司, 2005 年成立韩国公司, 2009 年成立巴西公司, 2011 年成立印度公司, 2013 年成立墨西哥公司。

表 7: 日本斯坦雷的主要海外扩张历程

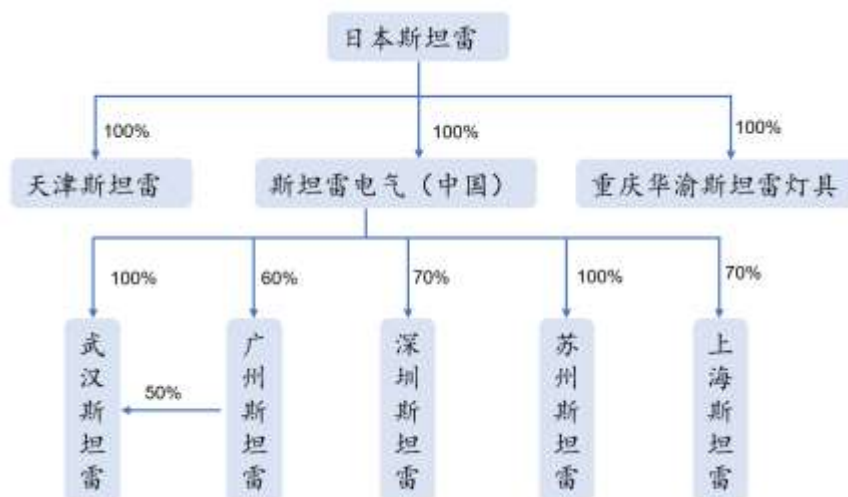
年份	重大扩张事件
1920	北野商会成立, 开始生产和销售汽车电灯
1933	改名为斯坦雷电气株式会社
1961	在东京证券交易所第二部上市
1962	在东京证券交易所第一部上市
1970	在大阪证券交易所第一部上市
1995	在中国成立天津斯坦雷电气有限公司 重庆华渝斯坦雷灯具有限公司成立
1996	开设台湾分店, 作为斯坦雷在香港的营业基地 上海斯坦雷成立
1997	越南斯坦雷成立
1998	斯坦雷电气/德国成立
1999	广州维高斯坦雷成立
2001	苏州斯坦雷电气有限公司成立
2002	深圳斯坦雷电气有限公司成立
2002	广州斯坦雷电气有限公司成立
2003	停止在大阪证券交易所上市
2005	韩国斯坦雷电气有限公司成立
2011	以提高中国地区基地的经营效率和完善财务体制为目的, 在中国成立中国股份公司-斯坦雷电气(中国)投资有限公司 武汉斯坦雷电气有限公司成立

2013	斯坦雷电气贸易(深圳)有限公司成立
2015	天津斯坦雷电气科技有限公司成立

资料来源: Marklines、国信证券经济研究所整理

中国布局方面, 斯坦雷业务范围遍布中国各大城市, 主要集中在东部、中部地区。斯坦雷先后于 1995、1996、2001、2002、2011 年成立天津、上海、苏州、广州、深圳、武汉的斯坦雷电气有限公司, 并在 1995 年成立重庆华渝斯坦雷灯具有限公司。

图 14: 日本斯坦雷在中国的股权结构



资料来源: 天眼查, 企查查、国信证券经济研究所整理

### 韩国三立: 斯坦雷持股, 合资合作通用、德尔福、海拉

韩国三立 1954 年成立, 主要股东是公司管理层 (Lee, Sung Yeop 持股 24%), 同时斯坦雷持股 5%。公司是汽车车灯、底盘零部件 (档位操作系统等)、车镜等的供应商, 2017 年财年总营收 91 亿人民币, 其中车灯业务营收占比 52%, 近五年车灯业务营收 CAGR 为 5%。车灯业务韩国市占率 45%, 全球市占率 3%。

全球布局方面, 1981 年合作日本斯坦雷, 1986 年合资通用, 1995 年合资德尔福, 2002 年合资海拉, 2003 年美国成立两家公司, 2006 年成立斯洛伐克公司, 2009 年成立奥地利公司, 2012 年成立波兰公司, 2014 年成立泰国公司, 2015 年成立巴西公司, 2017 年成立印度公司。

中国布局方面, 公司业务范围遍布上海、北京、湖北、山东和重庆。2002、2003 年在中国分别成立上海三立汇众和北京三立车灯, 2004 年在中国十堰成立东风三立, 2005 年在烟台成立车灯公司, 2017 年在重庆成立秦川三立。

表 8: 韩国三立的主要海外扩张历程

年份	重大扩张事件
1954 年 5 月	公司成立。
1981 年 2 月	与日本斯坦雷电气 (株) 在前照灯领域开展技术合作。
1986 年 3 月	与 GM (美国) 合资成立[Sungsan Corporation]。
1987 年 3 月	与 Lucas (英国) 进行前照灯技术合作。
1988 年 11 月	在韩国证券交易所上市。
1995 年 8 月	与 Delphi (美国) 合资成立[K.D.S Co., Ltd.]。
1999 年 10 月	收购[Seobong Tech Co., Ltd.]。
2000 年 4 月	收购[Seogu Industrial Co., Ltd.]。
2000 年 10 月	美国 Samlip America Inc. 成立。
2002 年 4 月	与德国 HBPO GmbH 合资成立 S.H.B. Automotive Module Co., Ltd.。

2002 年 11 月	在中国成立上海三立汇众汽车零部件有限公司[Shanghai Samlip Huizhong Automotive Components Co., Ltd.]。
2003 年 1 月	在中国成立北京三立车灯有限公司[Beijing Samlip Automotive Lighting Ltd.]。
2003 年 7 月	美国的 Samlip Alabama, LLC 成立。
2003 年 9 月	美国的 Samlip Tennessee, LLC 成立。
2003 年 10 月	美国的 Samlip America Inc.成为控股公司。
2004 年 1 月	中国的十堰东风三立汽车有限公司[Shiyan Dongfeng-Samlip Autolighting Co., Ltd.]成立。
2005 年 3 月	香港的 SL Asia Pacific Holdings Co., Ltd.成立。
2005 年 3 月	中国的三立(烟台)车灯有限公司[SL Yantai Auto Lighting Co., Ltd.]成立。
2006 年 9 月	斯洛伐克 SL-Hella Slovakia s.r.o 成立。
2007 年 10 月	吸收合并 SL Tech。
2009 年 3 月	奥地利 Samlip GmbH 成立。
2010 年 4 月	公司吸收合并 SL 诚山[SL Sungsan Corporation]。
2012 年 8 月	在波兰成立 SL Poland Sp. z o. o。
2014 年 12 月	在泰国成立 SL Thailand Co., Ltd。
2015 年 3 月	在巴西成立 SL Corporation Assessoria Empresari。
2017 年 9 月	在中国成立重庆泰川三立车灯有限公司
2017 年 11 月	在印度成立 SL AP Private Limited

资料来源: Marklines、国信证券经济研究所整理

### 意大利玛涅蒂马瑞利, 隶属菲亚特的车灯配套商

马瑞利集团(Magneti Marelli)是世界 500 强意大利菲亚特汽车集团(FIAT GROUP)成员之一, 1919 年成立, 总部位于意大利(米兰市科尔贝塔), 是一家在汽车工业领域, 从事汽车零件、系统和组件的研发、设计与生产的跨国集团公司, 在汽车零部件和高技术系统设计与制造领域处于领先地位。业务范围包括: **照明系统**(前、后照明系统)、**动力总成系统**(汽油、柴油和多燃料发动机的控制系统; Selespeed 手自一体变速箱控制系统)、**电子系统**(组合仪表; 车载信息系统(info-telematic system)、**悬挂系统**(悬架系统; 减振器)、**排气系统和赛车**、以及**售后服务(SAS)**。2016 年集团营业额为 79 亿欧元, 拥有约 4.3 万名员工, 85 个生产基地和 15 个研发中心, 集团在 20 个国家设有分支机构。

汽车照明部(Automotive Lighting)是马瑞利集团的一个部门, 成立于 1999 年, 前身为博世股份有限公司与马瑞利股份有限公司的合资公司, 双方当时各持股百分之五十。2001 年, 汽车车灯公司与 Seima 集团(一家生产后车灯的领军企业)重组, 并于 2003 年收购了博世公司所持股份, 成为一家独资企业。马瑞利集团车灯公司专业从事汽车车灯技术领域的产品研究、开发、生产和销售, 包括前灯、后灯、雾灯、前灯清洗系统、水平调节系统, 电子零部件及与高位刹车灯。

马瑞利集团车灯公司于 1991 年率先发行氙气灯, 引领前灯技术进入一个新境界。2003 年, 车灯公司首次在汽车上安装了动态调节灯, 向自适应前照系统(AFS)跨进了一大步。2005 年车灯公司开始首次大批量生产采用发光二极管(LED)技术的后灯。

**表 9: 玛涅蒂马瑞利汽车照明部的主要海外扩张历程**

年份	重大扩张事件
1919 年	玛涅蒂马瑞利公司成立
1998 年	将公司持有的合资公司 Arvin-COFAP 的股份换 Airvin 在意大利的灯控生产基地
2008 年	与印度企业 Sumi Motherson Group 达成协议, 在印度成立合资公司, 生产汽车照明系统和发动机控制系统
2013 年	与中国南方工业集团公司(CSI)合资在中国成立大灯/尾灯的生产型公司
2015 年	与中国投资公司长春富迪装备技术开发有限公司(FUDI)在中国成立车灯系统产销合资公司

资料来源: Marklines、国信证券经济研究所整理

### 全球巨头处于海外扩张和整合重组周期

**核心:** 近年来, 车灯全球龙头持续扩大海外投资, 并通过进一步整合其他区域性龙头车灯企业, 扩大自己的业务版图。法雷奥、小系和伟世通近年来都发生了较



大规模的扩张或重组动作。我们认为，车灯行业近年来处于一个全球扩张周期和收购整合周期，老牌的车灯企业通过海外合资公司实现规模提升。国际巨头单独比较来看，1) 小系的龙头地位稳固，在中印、东南亚等新兴市场布局全面；2) 斯坦雷全球扩张思路和小系接近（亚洲和拉美市场）；3) 海拉主要布局中韩市场，在美洲和东南亚布局有所缺失，4) 法雷奥一方面主攻中国市场，另一方面通过市光进驻日本和东南亚市场；其他巨头也通过海外扩张实现强劲增长。

法雷奥前后多次出资完成市光收购。市光工业前身白光舍，最早 1903 年成立，早期向交通运输省提供白光蜡油和信号灯等产品，1968 年成立市光工业股份有限公司；2000 年开始与法雷奥进行照明装置方面的业务合作（签订战略合作协议）；2005 年增购市光工业股份至 28.2%；2006 年在中国成立相关公司市光法雷奥（佛山）汽车照明系统有限公司；2012 年，法雷奥集团与开展业务合作的日本市光工业成立法雷奥市光控股有限公司。将双方位于中国的大部分车灯生产子公司并入该公司旗下。该中国统筹公司的出资比例为法雷奥 85%、市光 15%；2017 年 1 月，法雷奥集团宣布以每股 408 日元的价格成功完成对日本市光工业株式会社的收购。法雷奥集团目前已持有日本市光企业 55.08% 的股份，将接管这一领先的日本汽车照明企业（市光 2017 财年汽车零部件部门销售额 1047 亿日元，营业利润 48 亿日元）。

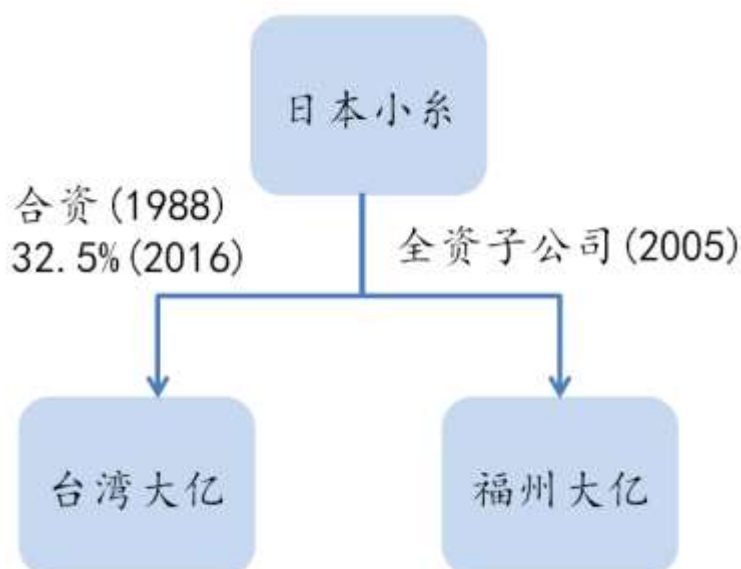
图 15：法雷奥、市光股权关系



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

小系合资台湾大亿。1988 年小系合资台湾大亿（2016 年小系对大亿参股比例 33%），1995 年台湾大亿赴大陆设立福州大亿，2005 年福州大亿成为小系全资子公司。

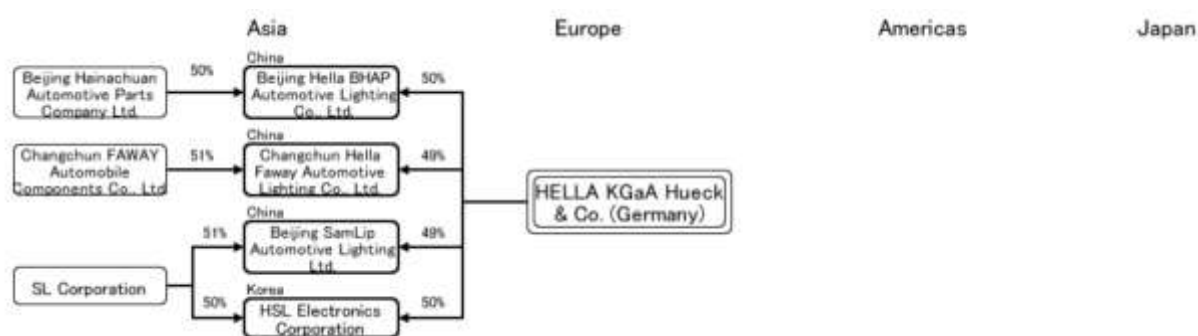
图 16: 小系、大亿的股权关系



资料来源: 大亿年报、国信证券经济研究所整理

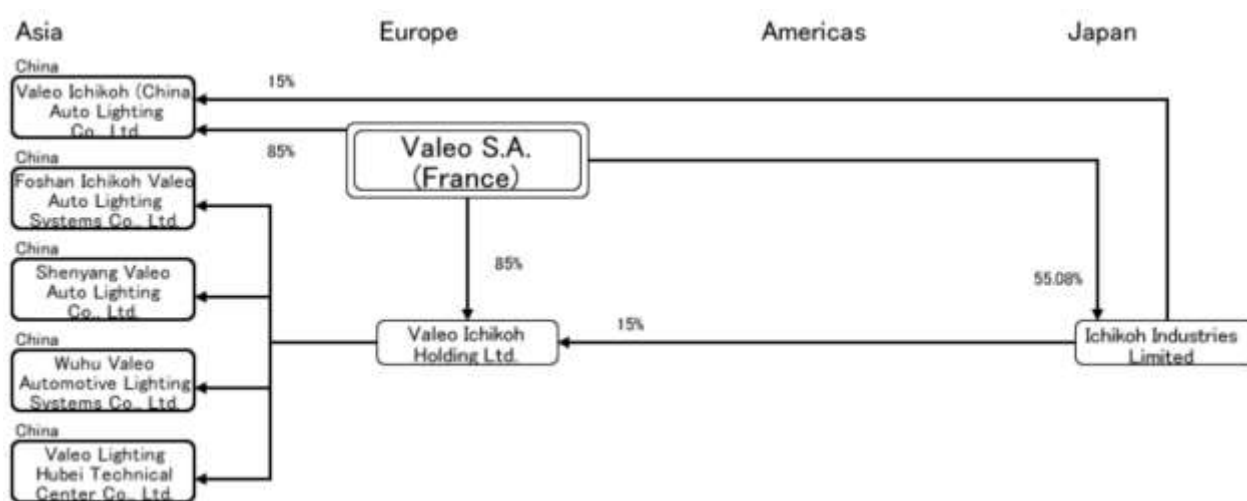
印度 Varroc 先后收购美国和土耳其车灯企业。2013 年 3 月, 印度 Varroc 集团从伟世通手中收购了 Varroc 照明系统有限公司的一半股份, 并正式更名为 Varroc 灯具系统有限公司 (Varroc Lighting Systems, 以下简称 Varroc 灯具)。Varroc 灯具总部位于密歇根州普利茅斯, 是汽车行业前大灯和尾灯的重要供应商。目前为止, 该公司在全球共有三家技术中心。2018 年 7 月 2 日, Varroc 灯具宣布收购一家总部位于土耳其伊斯坦布尔的私营企业 Sa-ba Automotive, 继续扩大其全球业务。收购 Sa-ba Automotive 是 Varroc 灯具过去 16 个月以来的第六个营业举措, 直接推动该公司扩展全球产品组合, 扩大制造和技术中心。同时, 公司正在摩洛哥建设一个制造和产品研发基地。最近, 该公司还在巴西、日本和波兰开设了新的工厂。另外, 它也在捷克斯特拉瓦建立了照明延伸开发中心, 并在越南提高了生产力。

图 17: 海拉胡克的全球合资合作关系图



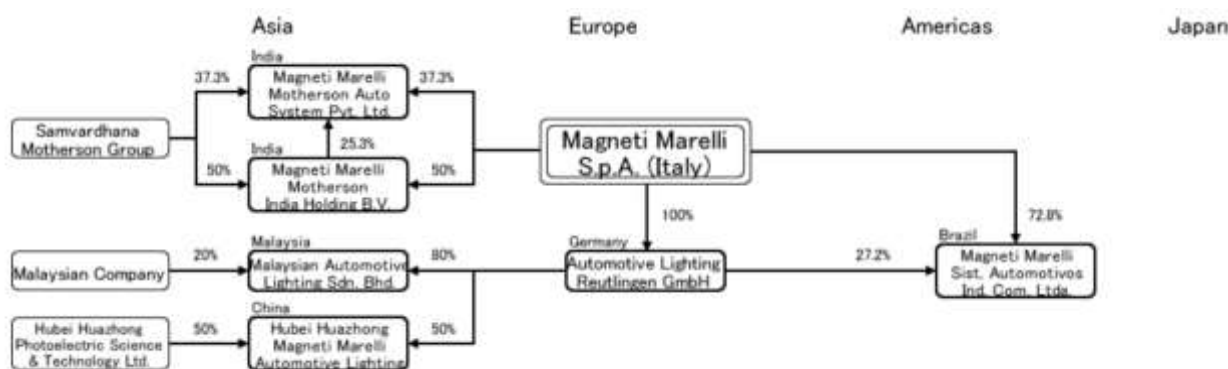
资料来源: Marklines、国信证券经济研究所整理

图 18: 法雷奥的全球合资合作关系图



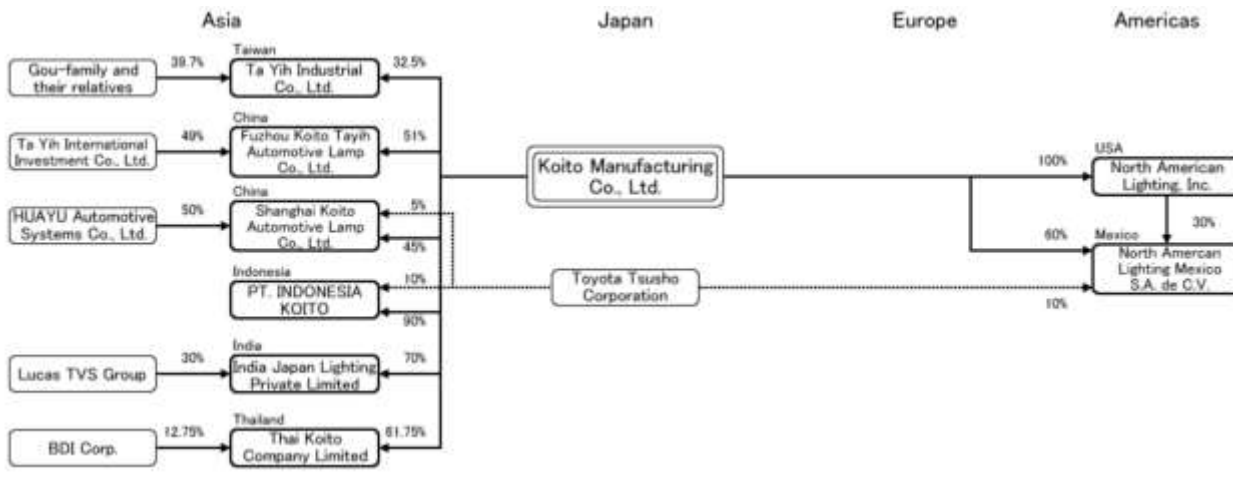
资料来源：Marklines、国信证券经济研究所整理

图 19: 玛涅蒂马瑞利的全球合资合作关系图



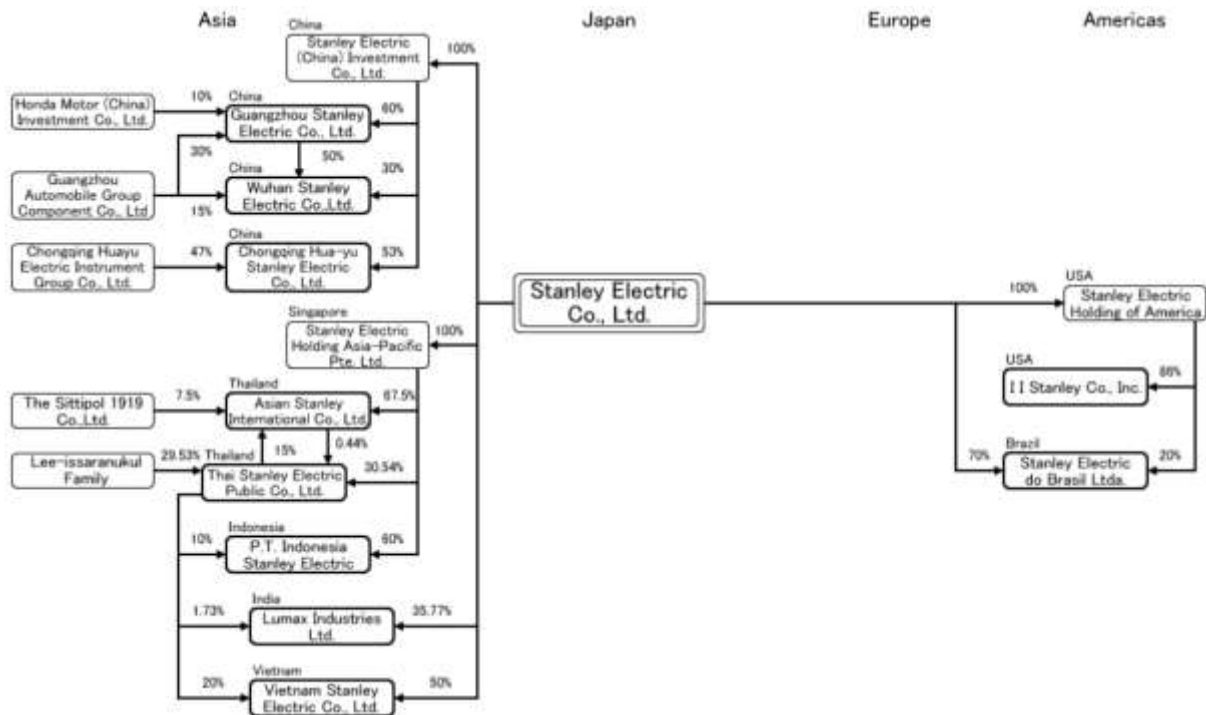
资料来源：Marklines、国信证券经济研究所整理

图 20: 小系的全球合资合作关系图



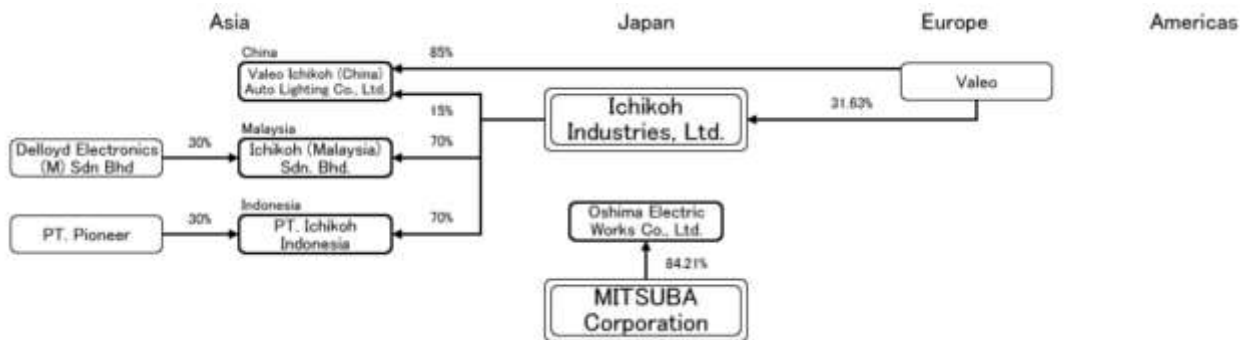
资料来源：Marklines、国信证券经济研究所整理

图 21: 斯坦雷的全球合资合作关系图



资料来源: Marklines、国信证券经济研究所整理

图 22: 市光的全球合资合作关系图



资料来源: Marklines、国信证券经济研究所整理

我们认为,车灯行业近年来处于一个全球扩张周期和收购整合周期,老牌的车灯企业通过海外合资公司实现规模提升。国际巨头单独比较来看,1)小系的龙头地位稳固,在中国、印度、东南亚等新兴市场布局全面;2)斯坦雷全球扩张思路和小系接近(亚洲和拉美市场);3)海拉主要布局中韩市场,在美洲和东南亚布局缺失,4)法雷奥一方面主攻中国市场,另一方面通过市光进驻日本和东南亚市场;其他巨头也通过海外扩张实现强劲增长。

## 同业比较之一: 集团层面综合比较

### 核心提要

我们选取了中美日韩德法一共八家含车灯业务的零部件企业进行集团层面的业务比较，从集团层面来看，**1) 企业历史长度**：海拉>市光>斯坦雷>法雷奥>小系>三立>伟世通>星宇；**2) 营收体量**：法雷奥>海拉>小系>斯坦雷>伟世通>三立>市光>星宇；**3) 营收五年复合增速**：星宇>小系>斯坦雷>法雷奥>海拉>市光>三立；**4) 利润五年复合增速**：市光>小系>星宇>法雷奥>斯坦雷>海拉>三立；**5) 毛利率**：海拉>星宇=斯坦雷>市光>法雷奥=小系>伟世通>三立；**6) 净利率**：星宇>小系>斯坦雷>法雷奥=三立=伟世通>海拉=市光；**7) 车灯主业占比**：星宇>市光>小系>斯坦雷>80%、三立>海拉>40%。

**表 10：全球主流车灯企业集团层面核心数据比较**

公司	成立时间	国别	有无整车股东	总营收区域	集团营收(亿元人民币)	营收近 5 年复合增速	利润近 5 年复合增速	集团毛利率	集团净利率	车灯主业占比	财年
星宇股份	2000 年	中国	无，第三方车灯企业	中国 98%	42.6	26.41%	20%	22%	11%	超 90%	2017 财年 (12/31)
法雷奥	1923 年	法国	无，第三方汽车零部件企业	欧洲 (除法国) 42.3% 亚洲 26.7% 北美 20.9% 法国 7.7%	1321.4	8.73%	17.25%	18%	6%	27.6% (Visibility Systems)	2016 财年 (12/31)
海拉集团	1899 年	德国	无，第三方汽车零部件企业	德国 34.1% 欧洲其余 33.7% 北美 16.1% 亚太 16.1% 日本 43%	526.8	6.48%	7.53%	27%	5%	超 40%	2017 财年 (5/31)
小系	1936 年	日本	丰田持股 20%	北美 22% 中国 18.6% 欧洲 5.1%	524.3	12%	28%	18%	10%	超 80%	2018 财年 (3/31)
伟世通	2000 年	美国	无，第三方汽车零部件企业 (原福特配件子公司)	亚洲 40% 欧洲 31.4% 北美 26.5%	217.4	(经历破产重组)	(经历破产重组)	16%	6%	2012 年车灯业务出售给印度 Varroc	2017 财年 (12/31)
斯坦雷	1920 年	日本	本田持股 5.63%	日本 35.8% 美国 24.1% 中国 20.2% 亚太 17.1% 北美 44.7%	271.9	11%	15.66%	22%	9%	81.30%	2018 财年 (3/31)
三立产业	1954 年	韩国	斯坦雷持股 5%	韩国 30.5% 中国 11.8% 印度 11%	98.8	5%	6.76%	11%	6%	52%	2016 财年 (12/31)
市光工业	1903 年	日本	丰田持股 6%	日本 80.1% 印尼+马来 17.9%	69.7	5.20%	33.14%	21%	5%	92.50%	2017 财年 (3/31)

资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

## 比较股权

**核心：整零股权关系和历史沿革对车灯厂优势客户有显著影响，当前有股权关系的车灯企业主要是日系车灯企业，小系（丰田持股 20%）、市光（本田持股 6%）、斯坦雷（本田持股 5.63%），三立（斯坦雷持股 5%），Varroc（收购伟世通车灯业务部门，伟世通前身是福特零部件子公司）。**

日本小系最大股东是丰田汽车株式会社，持股比例 20%，其余主要是机构持股，电装有少量持股（2%），小系前十大股东持股比例 48%。

**表 11：日本小系股权结构**

股东名称	股权比例 (%)
丰田汽车株式会社	20.0
日本 Master Trust 信托银行株式会社 (信托账户)	4.0
JPMC OPPENHEIMER JASDEC LENDING ACCOUNT	3.9
株式会社三井住友銀行	3.4
日本生命保险相互会社	3.3



株式会社三菱東京 UFJ 銀行	3.2
日本 Trustee Service 信托银行株式会社 (信托账户)	3.0
第一生命保险相互会社	2.5
JP MORGAN CHASE BANK 385632	2.4
(株) 电装	1.9
合计	47.6

资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理 (截至 2018 年 3 月 31 日)

日本斯坦雷最大股东是本田技研工业株式会社 (Honda), 持股比例 5.63%, 其余主要是机构持股, 前十大股东持股比例 35%, 股权较为分散。

**表 12: 日本斯坦雷电气股权结构**

股东名称	股权比例 (%)
本田技研工业株式会社	5.63
日本 Master Trust 信托银行株式会社(信托账户)	5.53
株式会社三井住友银行	4.94
日本生命保险相互会社	4.20
日本 Trustee Service 信托银行株式会社(信托账户)	4.13
野村信托银行株式会社 (退休金发放信托三菱东京 UFJ 银行账户)	3.32
JP MORGAN CHASE BANK 385632	1.92
State Street Bank and Trust Company	1.83
日本 Trustee Service 信托银行株式会社(信托账户 5)	1.78
株式会社三菱東京 UFJ 銀行	1.63
合计	34.91

资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理 (截至 2018 年 3 月 31 日)

法国法雷奥前三大股东都是美国三大核心的投资机构 (哈里斯、美国资本集团和黑石), 前三大股东持股 16%, 股权结构分散。

**表 13: 法国法雷奥集团股权结构**

股东名称	股权比例 (%)
Harris Associates LP	6.01
The Capital Group Companies Inc.	5.12
BlackRock Inc.	5.03
其他	83.84
合计	100

资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理 (截至 2018 年 3 月 31 日)

市光工业最大股东是法雷奥, 持股比例 55%, 第二大股东丰田汽车, 持股比例 6%, 其余主要是机构持股, 前十大股东持股比例 78.65%, 公司股权结构较为集中。

**表 14: 市光工业股权结构**

股东名称	股权比例 (%)
法雷奥	54.99
丰田汽车株式会社	6.10
株式会社瑞穗银行	4.96
日本 Trustee Service 信托银行株式会社	4.03
大发工业株式会社	2.81
BNP PARIBAS SEC SERVICES LUXEMBOURG/JASDEC/ABERDEEN GLOBAL CLIENT ASSETS	1.48
日本 Master Trust 信托银行株式会社	1.32
日本生命保险相互会社	1.08
三协株式会社	0.96
Morgan Stanley & Co. LLC	0.88
合计	78.65

资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理 (截至 2018 年 3 月 31 日)

韩国三立 (SL Corporation) 前三大股东是公司管理层 (前三人持股比例 50.5%), 斯坦雷是公司第六大股东, 持股比例 5%, 公司前六大股东持股比例 69.06%, 公司股权结构较为集中。

表 15: 三立产业工业股权结构

股东名称	股权比例 (%)
Lee, Sung Yeop	23.97
Lee, Choong Kon	14.53
Lee, Seung Hoon	11.98
National Pension Service	6.7
Shinyoung Asset Management	6.88
斯坦雷电气股份有限公司	5
合计	69.06

资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理(截至 2018 年 3 月 31 日)

海拉胡克 60%的股份为该家族股东持有。剩余的 40%是流通股。

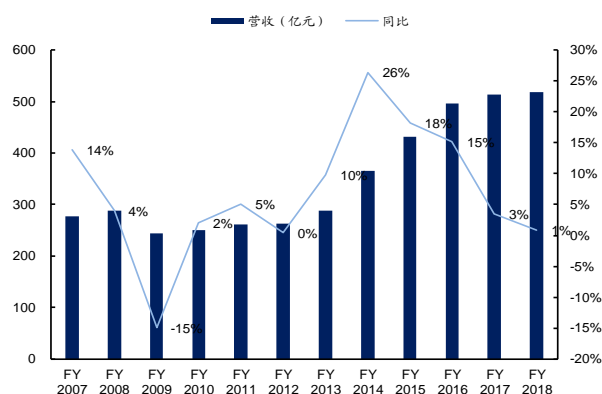
### 比较营收、利润率

核心: 我们选取了全球车灯龙头企业(基本覆盖 80%以上的全球车灯市场)逐个进行营收和利润率的复盘(2000 年至今接近 20 年的时间长度), 发现了这些龙头企业的一些共性和特性。**共性:** 1) 基本上全球的车灯龙头企业在 08-11 年间都伴随着经济危机和全球汽车产业重组发生了较大幅度的营收下滑; 2) 基本上全球车灯龙头企业利润率在近年来都有所提升。**特性:** 1.日本车灯企业在 2011、2012 年分别遭遇福岛事故、节能车补贴政策退出, 营收利润受到一定影响, 2013 年后伴随车市销量企稳、LED 产品进入使用重获增长; 2.韩国在 2017 年现代全球销量(产品老化+萨德事件)发生较大下滑, 车灯企业(三立)业绩遭受影响。3.中国作为全球汽车新兴市场, 国内龙头车灯企业过去十年扩张速度在全球领先。

日本小系: 营收受中国和北美拉动, 利润率受益于 LED 趋势逐年提升。

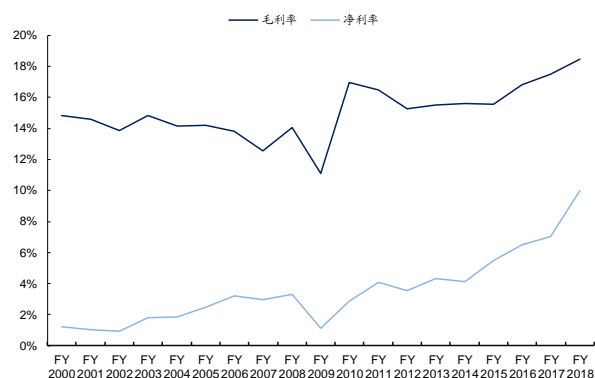
1) 营收方面, 小系 2007-2013 财年营收体量基本稳定(维持接近 300 亿元人民币), 2014 财年之后伴随营收出现连续 3 年的高增速(两位数增长), 主要是中国和北美区域的高增速拉动(2013-2016 财年小系中国区域营收复合增速 32%; 小系北美区域营收复合增速 43%)。2016-2018 财年小系营收体量基本维持在 500 亿元人民币左右低速增长。2) 利润率方面, 2000-2018 财年小系毛利率水平基本维持在 12-18%区间, 09 年之前净利率水平较低(3%以内), 2009 财年之后小系净利率每年稳健提升, 从 2009 财年的 1%提升至 2018 财年的 10%。毛利率、净利率近年来提升的主要原因在于高附加值的 LED 产品占比提升。

图 23: 小系制作所 2007-2018 财年营收及同比



资料来源: Bloomberg、国信证券经济研究所整理

图 24: 小系制作所 2000-2018 财年毛利率、净利率



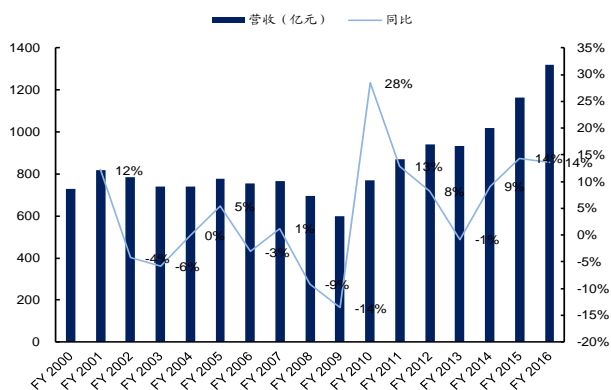
资料来源: Bloomberg、国信证券经济研究所整理

法国法雷奥: 09 年之后营收利润增长明显, 车灯业务增长领先。

1) 营收方面, 法雷奥 2000-2008 财年营收体量基本稳定, 稳定在 800 亿元人民币上下, 2009 财年之后, 法雷奥营收体量呈现逐年提升趋势, 从 2009 财年的 600 亿元提升到 2018 财年的 1321 亿元(2013-2016 财年营收复合增速 12%, 其中包

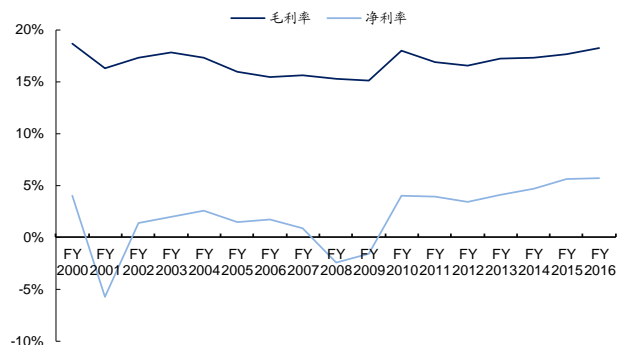
含车灯的可见性系统部门营收复合增速 15%)。2) 利润率方面, 2000-2016 财年法雷奥毛利率水平基本维持 15%-20% 区间; 净利率自 2010 财年之后改善明显, 当前维持接近 5% 的净利率水平。

图 25: 法雷奥 2000-2016 财年营收及同比



资料来源: Bloomberg、国信证券经济研究所整理

图 26: 法雷奥 2000-2016 财年毛利率、净利率

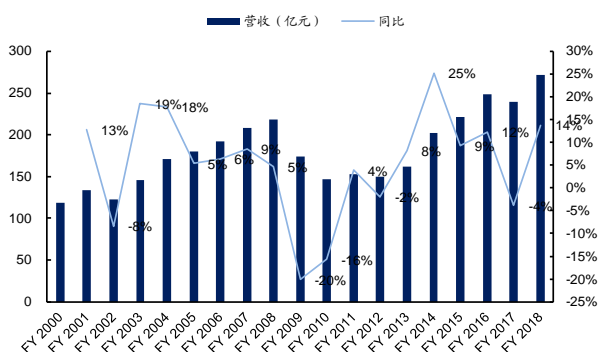


资料来源: Bloomberg、国信证券经济研究所整理

### 日本斯坦雷: 车灯主业占比逐年提升, 北美和中国市场核心拉动

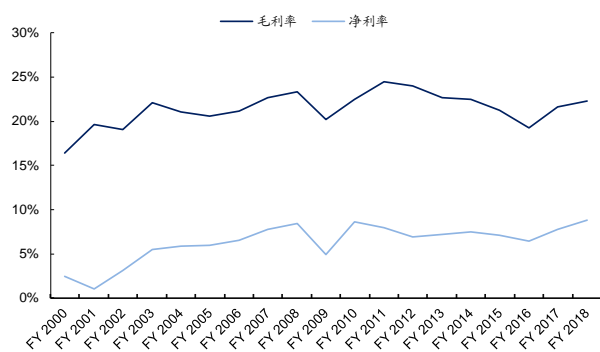
1) 营收方面, 2000-2008 财年, 斯坦雷营收体量基本维持稳健增长 (00-08 财年营收复合增速 8%, 营收规模从 100 亿人民币出头增长到了 200 亿人民币出头), 09-11 财年三年低迷后, 12-18 财年又进入了高增速时期 (12-18 财年营收复合增速 10%, 营收规模从 150 亿人民币增长到了接近 300 亿人民币), 12 财年之后斯坦雷营收的核心增长区域在中国和北美, 核心增长业务在其车灯业务 (车灯营收占比从 12 财年的 70% 提升至 18 财年的 81%)。2) 利润率方面, 00-18 财年斯坦雷毛利率区段在 15%-25% 之间, 年度间有波动但基本维持在 20% 上下波动, 净利率基本在 5%-10% 区段上下波动。

图 27: 斯坦雷电气 2000-2018 财年营收及同比



资料来源: Bloomberg、国信证券经济研究所整理

图 28: 斯坦雷电气 2000-2018 财年毛利率、净利率

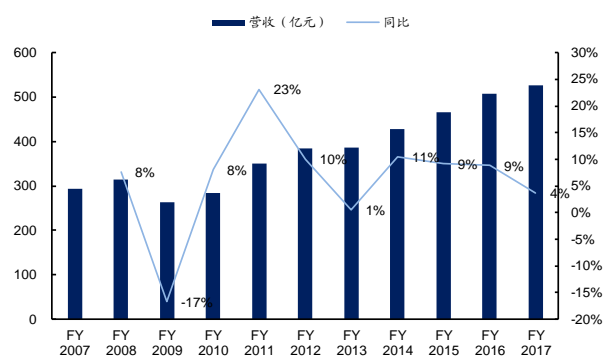


资料来源: Bloomberg、国信证券经济研究所整理

### 德国海拉: 电子业务是增长核心, 欧洲区域较为亮眼

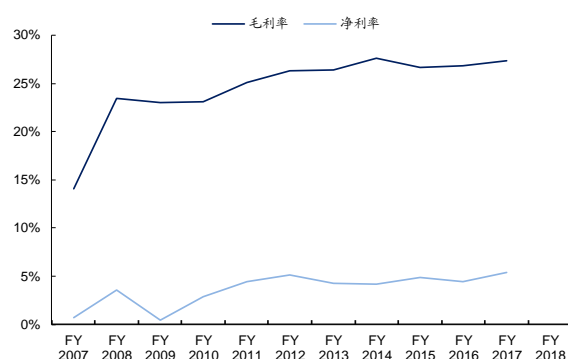
1) 营收方面, 2009-2017 财年, 海拉集团营收体量基本维持稳健增长 (09-17 财年营收复合增速 9%, 营收规模翻倍, 从 260 亿人民币增长到了 520 亿人民币), 海拉营收的核心增长区域仍然在欧洲 (亚洲区域表现一般), 核心增长业务在其汽车电子业务 (汽车电子业务营收占比从 07 财年的 28% 提升至 14 财年的 38%, 15 财年起汽车电子业务与车灯业务合并成为汽车业务)。2) 利润率方面, 海拉 07 财年以来毛利率、净利率均呈现逐年提升趋势, 稳定毛利率水平在 25% 出头, 稳定净利率水平在 5% 左右。

图 29: 海拉集团 2007-2017 财年营收及同比



资料来源: Bloomberg、国信证券经济研究所整理

图 30: 海拉集团 2007-2018 财年毛利率、净利率

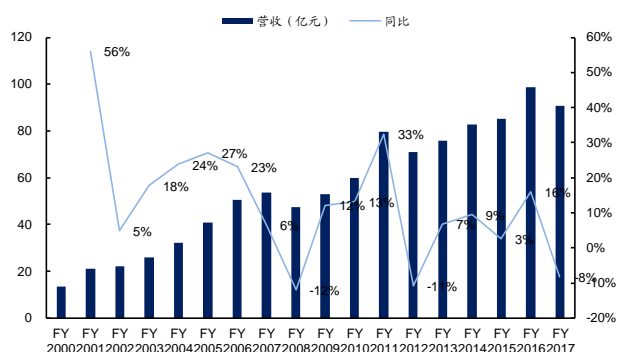


资料来源: Bloomberg、国信证券经济研究所整理

### 韩国三立: 维持较为长期的规模增长, 韩国和北美是增长核心

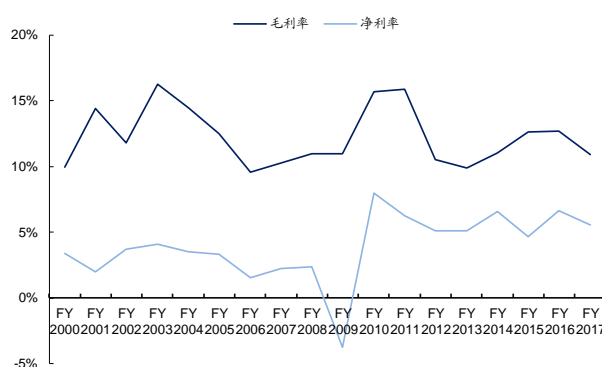
1) 营收方面, 韩国三立产业维持了较为长期的营收规模增长 (2000-2017 财年仅三年发生营收下滑, 2000-2017 财年 17 年间营收复合增速 12%, 营收体量从 10 亿人民币出头增长至接近 100 亿人民币), 三立营收的核心增长区域在韩国和北美, 核心增长业务在其占比超 50% 的车灯业务。2) 利润率方面, 2000-2017 财年间, 三立产业毛利率基本维持在 10%-15% 的区间波动, 净利率在 09 财年之后从 0-5% 区间提升到 5%-10% 区间, 改善明显。

图 31: 三立产业 2000-2017 财年营收及同比



资料来源: Bloomberg、国信证券经济研究所整理

图 32: 三立产业 2000-2017 财年毛利率、净利率

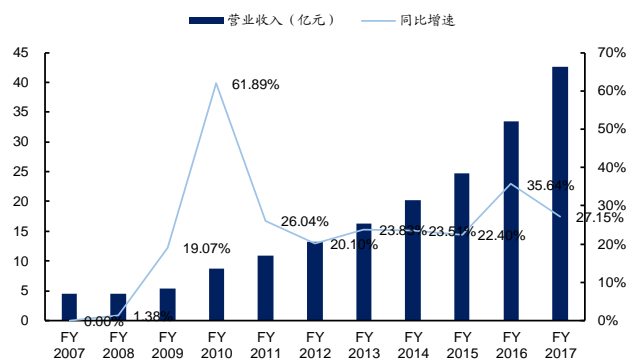


资料来源: Bloomberg、国信证券经济研究所整理

### 中国星宇: 十年营收复合增速 25%, 得益于中国车市成长和公司竞争力提升

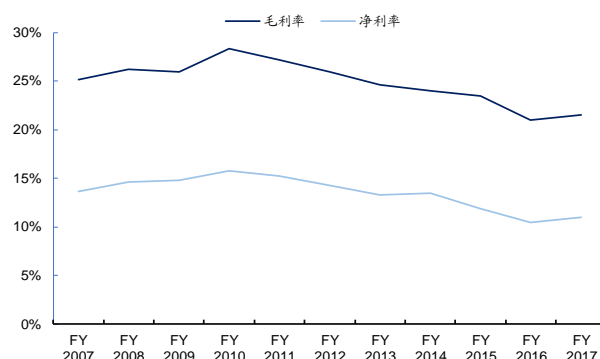
1) 营收方面, 中国的内资车灯龙头星宇股份自有统计以来 (2007-2017 财年) 营收维持了十年复合 25% 的增长, 星宇营收增长的主要原因一方面在于过去几年中国汽车销量增长 (2007-2017 年销量复合增速 13%), 另一方面在于星宇客户 (一汽大众等)、产品 (前大灯) 的拓展 (主要原因)。2) 利润率方面, 星宇上市之后毛利率有所下滑, 目前基本稳定在 20%-25% 区间, 公司净利率在 10%-15% 区间, 高于其余车灯企业。

图 33: 星宇股份 2007-2017 财年营收及同比



资料来源: Bloomberg、国信证券经济研究所整理

图 34: 星宇股份 2007-2017 财年毛利率、净利率



资料来源: Bloomberg、国信证券经济研究所整理

总结: 从营业收入规模来看, 当前营收超百亿的车灯集团主要有法雷奥、小糸、海拉、伟世通 (车灯业务已剥离)、斯坦雷, 其余市光、三立和星宇营收规模都在百亿以内。

从营业收入增速看, 星宇是唯一一家十年营收维持增长且复合增长最高的企业 (25%), 处于行业第一; 其余企业 10 年期营收复合增速从高到低排序分别为法雷奥 (6.3%)、小糸 (6.1%)、海拉 (6%)、三立 (5%)、斯坦雷 (2%)、市光 (0%)。

从销售毛利率来看, 集团公司毛利率区间范围较宽, 在 10%-30% 之间, 海拉集团销售毛利率持续领先, 近三年维持在 25% 以上, 斯坦雷电气、小糸、市光工业以及星宇股份在 2014-2017 年的销售毛利率在行业中位数以上 (20%-25%); 除此之外, 伟世通及三立产业 2017 年销售毛利率分别在 16% 和 11% 左右, 处于行业下游。

从销售净利率来看, 星宇净利率维持行业领先水平 (10% 出头), 体现了国内民营企业良好的成本管控能力, 国外同行的利润率水平大致可以分为两大区间 [0-5%]: 主要是欧洲综合性零部件集团海拉、法雷奥; [5%-10%]: 主要是日韩专营性车灯集团三立、斯坦雷和小糸。

### 比较研发

研发投入占比 (集团层面) 来看, 海拉作为全球汽车电子零部件领先企业, 研发投入长年维持在接近 10% (同样高研发投入的巨头零部件企业还有博世), 其次高研发投入企业有综合性汽车零部件企业法雷奥和市光 (市光 2017 年并入法雷奥), 其余主营车灯的龙头企业小糸、斯坦雷和星宇研发投入基本在 3%-4% 的行业水平。

表 16: 2009-2017 六家全球主流车灯企业研发投入占比

	FY 2009	FY 2010	FY 2011	FY 2012	FY 2013	FY 2014	FY 2015	FY 2016	FY 2017
法雷奥	6.31%	5.58%	5.16%	5.09%	5.26%	5.38%	5.48%	5.79%	-
海拉	9.30%	8.33%	7.91%	8.07%	9.18%	9.61%	9.32%	9.82%	9.66%
市光	0.00%	0.00%	0.00%	0.18%	0.16%	3.18%	5.82%	7.20%	7.80%
斯坦雷	1.44%	1.50%	2.01%	2.23%	2.08%	1.62%	1.53%	1.37%	3.55%
小糸	4.71%	4.25%	4.00%	4.08%	4.23%	4.13%	3.95%	4.01%	4.07%
星宇	0.80%	0.74%	1.28%	4.73%	3.76%	3.45%	4.16%	4.05%	4.21%

资料来源: Bloomberg、国信证券经济研究所整理

研发人员数量 (集团层面) 来看, 法雷奥和海拉作为综合性零部件企业, 研发人数最多, 但是考虑集团营收体量, 星宇 43 亿营收规模拥有 617 名研发人员 (纯研发, 不含车间研发人员), 是单位营收体量下研发人员数量最多的车灯企



业。

**表 17：五家全球主流车灯企业研发人员数量比较**

	研发人员（个人）	营收体量（亿元人民币）	单位营收研发人员数（个人/亿元）	财年
小糸	3035	518.09	5.86	2017 财年
法雷奥	13700	1321.44	10.37	2016 财年
星宇	617	42.55	14.50	2017 财年
三立	400	98.77	4.05	2016 财年
海拉	6764	526.75	12.84	2017 财年

资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

**研发前瞻进度（车灯业务）**来看，法雷奥、海拉和斯坦雷更多将研发聚焦在车灯智能化领域，协同 ADAS 和 V2X 领域，目前已经有一定进展，小糸、星宇研发方向更为多元，在新光源领域（激光、OLED 等）也强化布局。小糸和斯坦雷智能车灯（连接 ADAS 和 V2X）均计划在 2020 年左右实现商用。

**表 18：全球车灯龙头在车灯业务方面的研发方向和最新研发进展**

	研发方向	最新研发进展
小糸	1.汽车照明设备的核心技术（光学、电子、机制、结构等） 2.新光源（激光、OLED 等） 3.自动驾驶相关技术 4.ITS 关联系统	1.开发预计搭载于自动驾驶车辆的镜头内置 LiDAR 前照灯系统。 2.开发内置于车灯单元的 ECU 可自动控制照射范围的车灯系统。 3.将自动驾驶或 ADAS 所需的高附加价值型前照灯产品化，满足整车厂的需求。旨在 2020 年左右实现实际应用。
斯坦雷	1.追求“光的 5 大价值”（创造光、利用光感知和识别、利用光自由操作信息、活用光能源、利用光演绎不同氛围）。 2.核心技术（配光、设计、CAE、电路、控制、光源、工艺创新）的进化和融合。	1.开发新一代车灯系统-在车辆进入夜间的交叉路口时，使用超车灯自动提醒车辆存在。并且参照 GPS 和地图数据识别车辆位置，在靠近能见度低的交叉路口时自动启动。提醒周围的车辆和行人车辆的靠近，从而减少交通事故发生的风险。公司将有效使用未来自动驾驶的车对车通信，旨在实现 2020 年的实际应用。
海拉	1.照明业务部的研发聚焦于高分辨率照明系统的动向和汽车照明技术的数字化。 2.还聚焦于以下领域：像素化 LED 光源、LCD 技术、数字镜面设备、激光光源应用、全息以及 OLED 技术。	2017 年(5 月止)，海拉启动了两个新共同项目。一个是聚焦于利用硬件在环方法（hardware-in-the-loop）开发智能前照灯，另一个是自动驾驶车与行人、自行车、其他车辆等非自动驾驶车辆进行通信的开发概念相关的项目。
法雷奥	1.开发出通过联网传感器网络向驾驶员提供车辆外部视野的视觉系统。“Xtray Vue”系统使用与其他网联车辆及道路基础设施摄像头相连的激光扫描仪和摄像头连接的远程信息处理天线。现有的公共 4G 或 V2V 网络有助于将数据整合到“Xtra Vue”系统。驾驶员可以获取超出一般视野范围的周边信息。 2.Kinetic 尾部照明可显示表情和文字，向车辆传递其运行状况。比如，使用 Kinetic 尾部照明系统文字显示的自动驾驶车可将前方危险状况告知车辆。	第一代、第二代 ADB 前照灯陆续研发成功；辅助远光（蓝转白激光）前照灯已经研发成功；第二代 OLED 后组合灯已经研发成功；汽车电子和照明研发中心项目启动
星宇	布局智能车灯、激光车灯、OLED 车灯等方向	

资料来源：公司网站新闻及公司公告、国信证券经济研究所整理

综合来看，主营的车灯供应商（集中在中日）研发投入占比基本维持在 3-4% 区间内，欧洲老牌综合零部件厂商投入更多，承担了产业尖端技术的先期研发（与集团内汽车电子 ADAS 协同研发，致力于连通智能车灯产业链）。

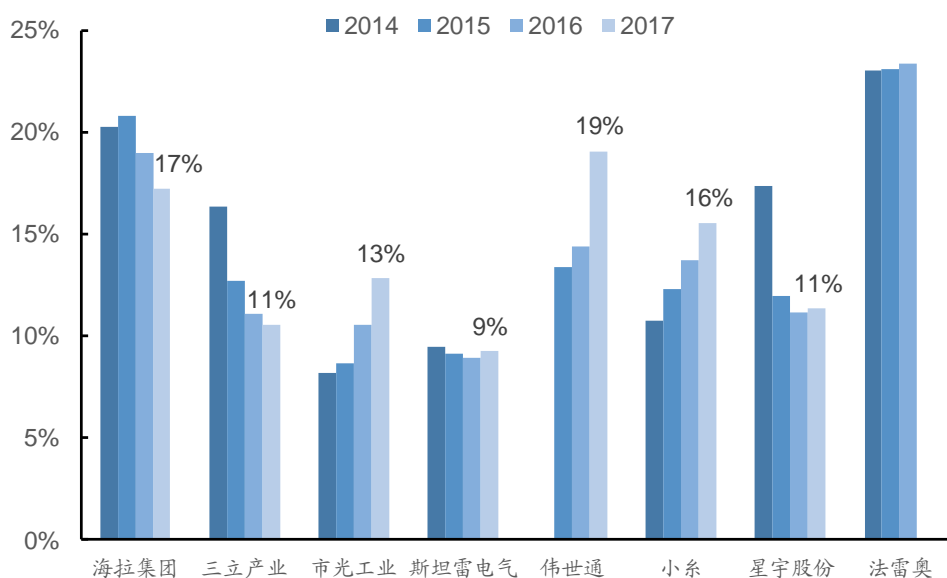
## 杜邦分析

**核心：**车灯行业 ROE 水平不算太高，份额第一的小糸 ROE 在 16% 左右，行业领先且逐年提升趋势，其余多数纯车灯业务企业维持 10% 左右的 ROE 水平。而综合性的零部件龙头法雷奥和海拉 ROE 水平较高，其中法雷奥 ROE 维持 23% 的水平且较为稳定，海拉集团 ROE 接近 20% 但是连续三年呈现下降趋势。

**ROE：法雷奥、海拉前列；小糸、市光领先；其余多数 10% 上下**

我们测算了海拉、三立、市光、斯坦雷、伟世通、小糸、星宇和法雷奥八家全球车灯企业的 2014-2017 财年的五年平均 ROE，其中法雷奥以超 20% 的 ROE 水平领先同业（2016 年的 ROE 为 25%，2016 年的五年平均 ROE 为 23%）；海拉集团 ROE 接近 20%，但近年来呈现下落趋势；小糸和市光 ROE 处在中上水平，且近年来呈现提升趋势；其余三立、斯坦雷和星宇 ROE 水平接近，维持在 10% 左右（星宇 2011 年上市，故 15 年的五年平均 ROE 出现较大回落）。

图 35: 全球主流车灯供应商历年 ROE 对比

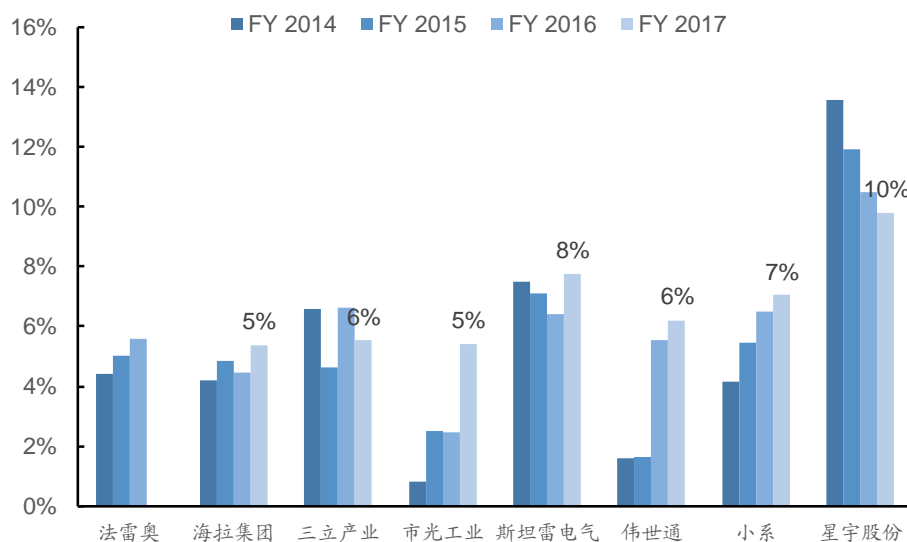


资料来源: Bloomberg、国信证券经济研究所整理 (注: 此处 ROE 采用五年平均 ROE 调整值进行比较)

下面将 ROE 拆分成销售净利率、资本周转率和权益乘数分别进行比较分析。

销售净利率方面, 车灯行业销售净利率普遍在 10% 以内, 集中在 5%-7%, 且 14 年以来行业利润率呈现普遍提升趋势。比较来看, 星宇股份全球领先, 2017 年为 10%, 远高于其余车灯企业 (普遍 5%-7% 净利率水平); 从趋势上来看, 法雷奥、海拉集团、市光工业、小系、伟世通的销售净利率均呈现一定程度的上升趋势, 三立产业在 2017 年呈现下降趋势, 斯坦雷电气在 2016 下降后于 2017 年重新呈现上升的趋势。

图 36: 全球主流车灯供应商历年销售净利率对比

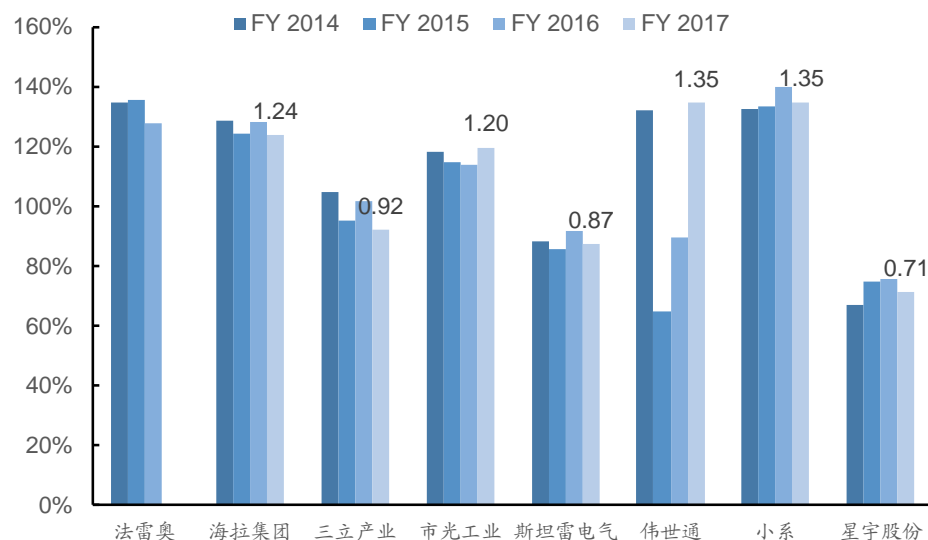


资料来源: Bloomberg、国信证券经济研究所整理 (注: 此处 ROE 采用五年平均 ROE 调整值进行比较)

资产周转率方面, 车灯行业资产周转率基本处于 0.7-1.4 的区间内, 其中小系、海拉、法雷奥、伟世通和市光的资产周转率高于行业水平, 体现了其高效率和高资产运营效率; 海拉集团和法雷奥的资产周转率较高; 三立产业、斯坦雷和星宇股份的

资产周转率相对处于较低水平（其中星宇主要是账上闲置现金较多）。

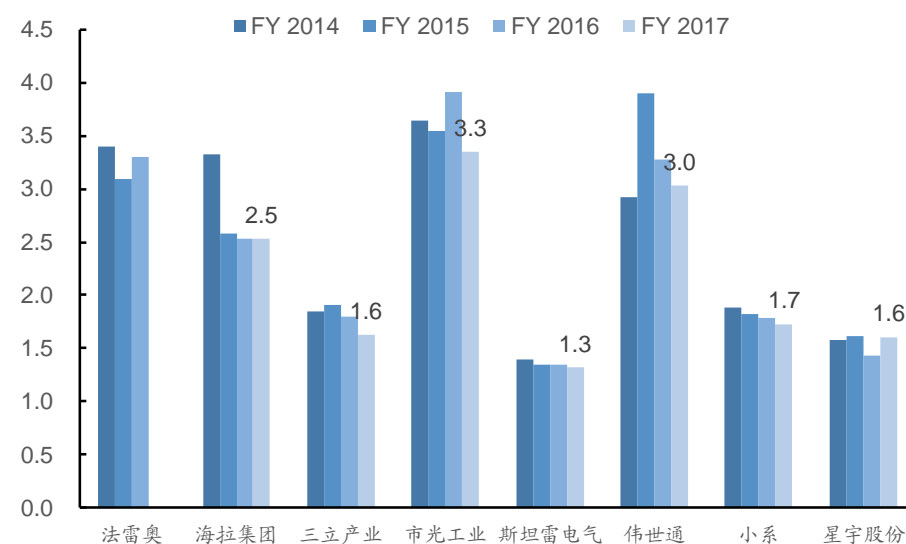
图 37：全球主流车灯供应商历年资产周转率对比



资料来源：Bloomberg、国信证券经济研究所整理（注：此处 ROE 采用五年平均 ROE 调整值进行比较）

权益乘数方面，车灯行业内部企业间的权益乘数差异较大（各企业负债率不同），市光工业、海拉、法雷奥和伟世通的权益乘数较大，多数维持在 3 以上，体现了较高的财务杠杆；三立产业、斯坦雷、星宇股份和小系权益乘数相对较小，体现了较低的负债率。

图 38：全球主流车灯供应商历年权益乘数对比



资料来源：Bloomberg、国信证券经济研究所整理（注：此处 ROE 采用五年平均 ROE 调整值进行比较）

总结：伟世通 ROE 提升主要是因为销售净利率和资产周转率的提升，小系、市光工业和法雷奥 ROE 提升主要是因为销售净利率的提升，星宇 ROE 下滑的主要原因是近年来公司开拓新产品新客户过程中销售净利率的下滑，海拉 ROE 下滑的主要原因是近年来海拉负债率降低（权益乘数下滑）。

## 同业比较之二：集团车灯业务层面综合比较

### 比较车灯业务专注度

下面从集团的车灯业务层面进行比较，当前全球主流车灯企业中细分出车灯业务比重的企业有法雷奥、斯坦雷、三立、市光、星宇等，其中小系从 2011 年后将公司电子设备业务与车灯业务合并口径，海拉自 2014 年之后将占比 40% 左右的车灯业务统一归入公司汽车业务（Automotive）中。

**表 19：全球主流集团的车灯业务营收比例**

各集团车灯业务命名	FY 2008	FY 2009	FY 2010	FY 2011	FY 2012	FY 2013	FY 2014	FY 2015	FY 2016	FY 2017	FY 2018
<b>法雷奥</b>											
Visibility Systems	24.6%	25.7%	24.3%	23.2%	23.0%	25.4%	27.7%	28.1%	27.6%		
<b>海拉</b>											
Automotive								75.2%	76.1%	76.0%	
Lighting	42.4%	44.4%	41.9%	21.5%	38.4%	39.7%	41.2%				
<b>小系</b>											
Automotive Lighting and Other					100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
Automotive Lighting	83.3%	79.3%	82.9%	83.8%							
<b>斯坦雷</b>											
Automotive Lighting Products				69.5%	69.9%	70.5%	74.1%	75.1%	77.4%	79.3%	81.3%
Automotive Lighting Products - Including Components	69.5%	73.6%	74.9%								
<b>三立</b>											
Head Lamp and Other					52.8%	50.1%	61.9%	63.6%	61.7%	51.6%	
<b>市光</b>											
Automotive Lighting & Mirrors				87.4%	87.2%	87.3%	88.8%	89.6%	91.0%	92.5%	
Automotive Lighting Equipment	97.6%	97.6%	98.2%								

资料来源: Bloomberg、国信证券经济研究所整理

### 比较车灯业务财务指标（营收、利润、研发、资本支出）

我们单独分拆出各主流集团车灯业务的各项指标（营收、营业利润、营业利润率、研发支出、研发占比、资本支出、资本支出的收入占比）进行比较。横向来看，

- 1) 日系企业车灯业务专注度较高(星宇 95%、市光 93%、小系 84%、斯坦雷 77%)。
- 2) 小系是全球车灯龙头，车灯业务体量最大（营收利润远超其他，法雷奥和海拉位居第二第三，其余斯坦雷营收体量较大，但利润率相对弱于前三龙头），除这四个企业以外，其余主流车灯企业的营收规模基本小于 100 亿元人民币。
- 3) 法雷奥、小系和星宇车灯业务营业利润率在行业处于领先地位（12%-14%），其余主流车灯企业的营业利润率水平大多在 10% 以内。
- 4) 车灯行业属于重视研发的细分行业，主流车灯企业研发投入在 4% 左右（小系、星宇等），老牌的欧系车灯企业研发投入更大（法雷奥 5%，海拉 9%），在车灯前瞻技术方面有一定优势。
- 5) 车灯业务资本开支来看，新锐车灯企业扩张速度显著快于稳定规模的车灯龙头，资本开支比重也更大（市光和星宇），其余主流车灯企业资本开支在营收的比重基本在 10% 以内。

表 20: 全球主流车灯上市公司的车灯业务主要财务指标比较

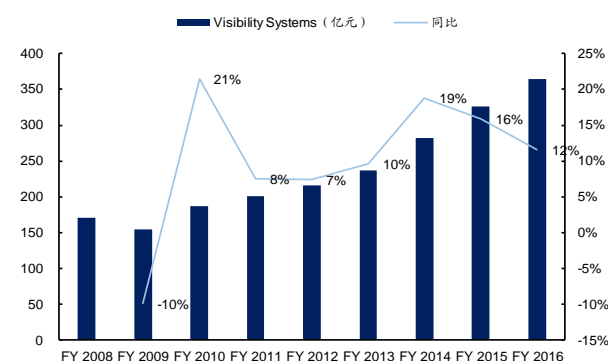
	车灯业务占比	车灯业务营收 (亿元)	车灯业务营业利润 (亿元)	车灯业务营业利润率	车灯业务研发支出 (亿元)	车灯业务研发占比	车灯业务资本支出 (亿元)	车灯业务资本支出/营收	财年
法雷奥	28%	364.3	51.6	14%	18.8	5%	26.4	7%	2016 财年
海拉	41%	176.3	35.5	9%	14.1	9%			2014 财年
小糸	84%	518.1	61	12%	17.2	4%	24.0	4%	2017 财年
斯坦雷	77%	192.4	12.1	6%	1.9	1%	17.6	9%	2016 财年
三立	62%	60.9	1.5	3%					2016 财年
市光	93%	64.4	3.0	5%	3.8	6%	9.0	16%	2017 财年
星宇	95%	接近 40 亿	5.6	13%	1.8	4%	5.2	13%	2017 财年

资料来源: Bloomberg、国信证券经济研究所整理 (注: 海拉车灯占比、营收数据采用 2014 财年, 研发数据采用 2013 财年, 营业利润数据采用 2017 财年的汽车业务的合并口径; 小糸车灯业务占比数据采用 2011 财年, 其余采用 2017 财年; 星宇车灯营收数据包含模具, 营业利润数据采用毛利数据)

纵向来看,

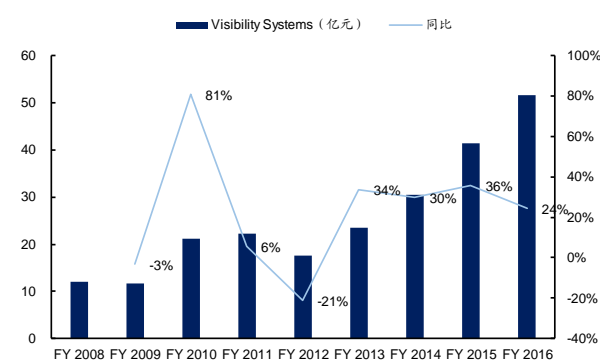
1) 法雷奥车灯业务部门近年来维持高于集团整体的营收增速, 车灯业务营收五年复合增速 15%, 主要是防眩目远光灯的配套、LED 的普及、电动雨刮系统等都拉动销售额增长。营业利润表现更为亮眼, 2013-2016 财年公司车灯业务部门基本维持超 30% 的营业利润增速。

图 39: 法雷奥车灯业务营收 (亿元人民币) 及同比



资料来源: Bloomberg、国信证券经济研究所整理

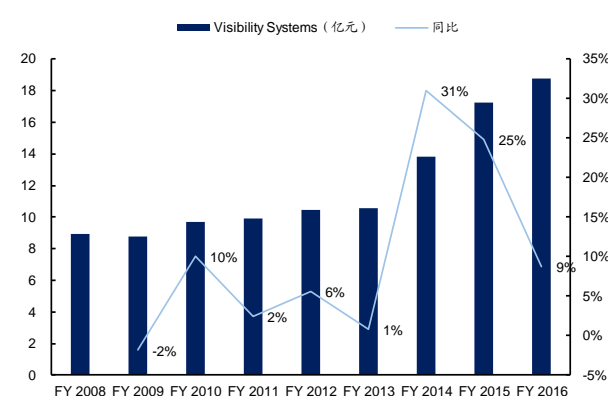
图 40: 法雷奥车灯业务营业利润 (亿元人民币) 及同比



资料来源: Bloomberg、国信证券经济研究所整理

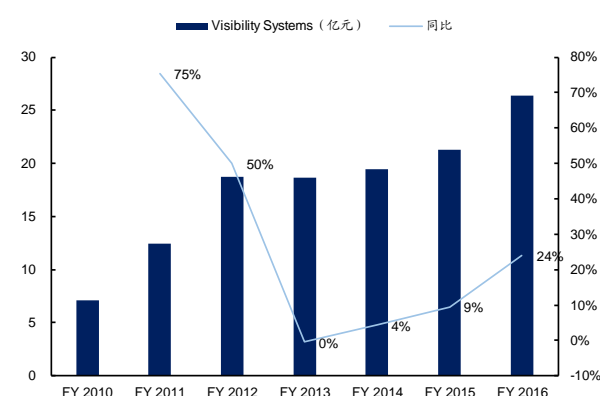
法雷奥车灯业务部门自 2013 财年之后研发投入提升较多, 资本支出也基本是逐年提升, 主要用于中国、法国、韩国、墨西哥、美国、匈牙利、波兰、捷克的现有工厂的产能增强及扩建。

图 41: 法雷奥车灯业务研发支出 (亿元人民币) 及同比



资料来源: Bloomberg、国信证券经济研究所整理

图 42: 法雷奥车灯业务资本支出 (亿元人民币) 及同比

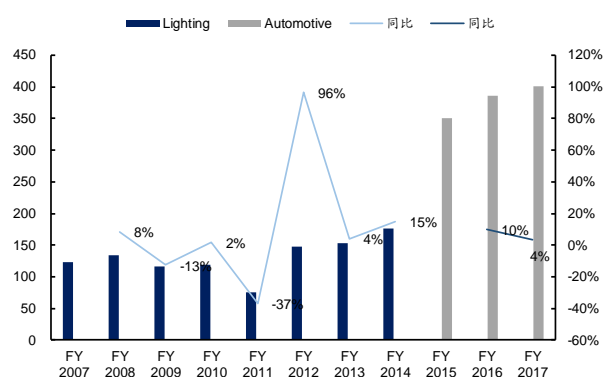


资料来源: Bloomberg、国信证券经济研究所整理

2) 海拉车灯业务部门近年来营收、利润增长较为平稳, 基本维持 10% 左右的营收增速, 2016 财年海拉车灯业务营收 27 亿欧元 (+12%), 在总营收中占比 43%。主要是前照灯用轻量散热器等、促进能源效率改善的产品的销量扩大。

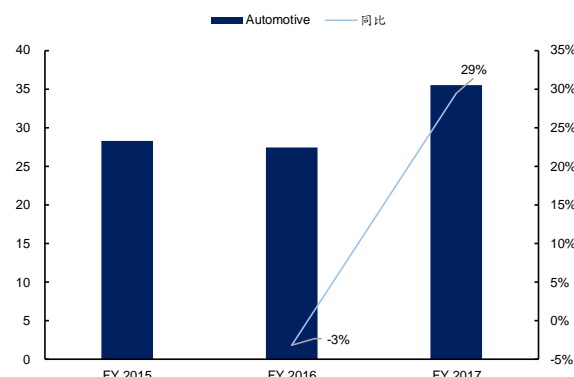


图 43: 海拉车灯业务营收 (亿元人民币) 及同比



资料来源: Bloomberg、国信证券经济研究所整理

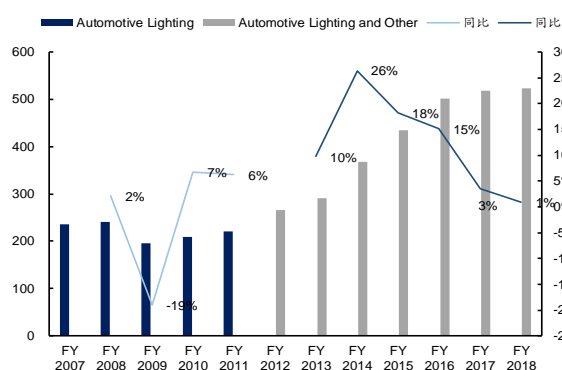
图 44: 海拉车灯业务营业利润 (亿元人民币) 及同比



资料来源: Bloomberg、国信证券经济研究所整理

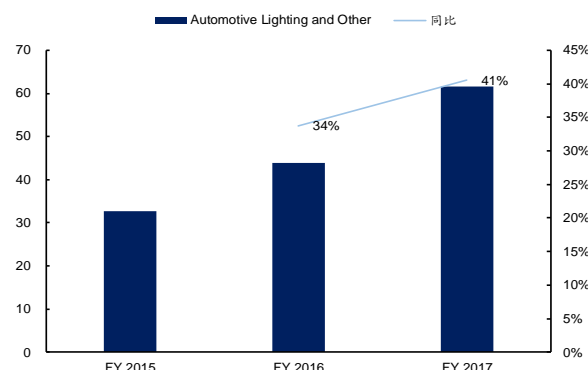
3) 小系车灯业务部门自 2013 财年起营收呈现较快的增长态势 (2013-2016 财年两位数营收增长, 主要是日本车市震后复苏、亚太车市销量旺盛叠加 LED 化趋势促进销售额增长), 17-18 财年营收增速有所放缓 (主要是欧洲地区销售额下滑的影响), 15-17 财年营业利润增速保持 30% 以上增速, 营业利润率改善明显。

图 45: 小系车灯业务营收 (亿元人民币) 及同比



资料来源: Bloomberg、国信证券经济研究所整理

图 46: 小系车灯业务营业利润 (亿元人民币) 及同比



资料来源: Bloomberg、国信证券经济研究所整理

小系车灯部门研发支出和资本支出数据只统计至 2010 财年, 2008-2010 年间受美国金融危机影响小系研发和资本扩张的脚步放缓, 研发支出和资本支出数据均出现不同程度的下滑。这种情况在 2010 年之后得到改善, 2011 年小系已经开发了第三代 LED 前照灯, 向汽车厂商供货, 2013 年小系已经开发使用 LED 的可变配光前照灯 (ADB) 并应用至微型车。

图 47: 小系车灯业务研发支出 (亿元人民币) 及同比

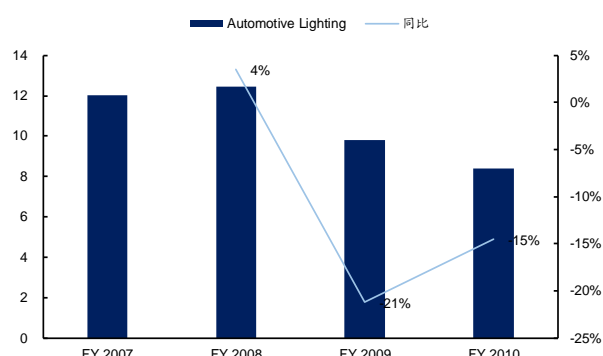
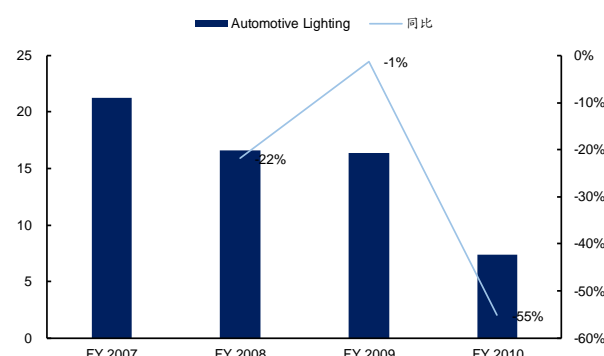


图 48: 小系车灯业务资本支出 (亿元人民币) 及同比

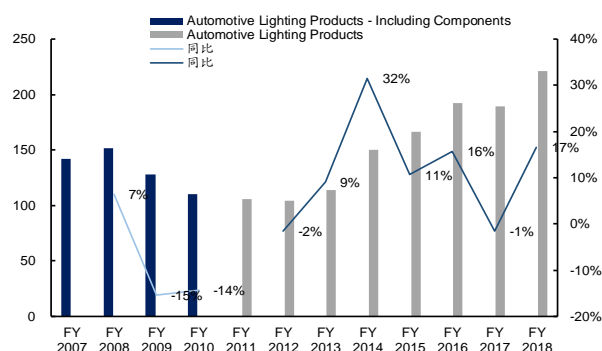


资料来源：Bloomberg、国信证券经济研究所整理

资料来源：Bloomberg、国信证券经济研究所整理

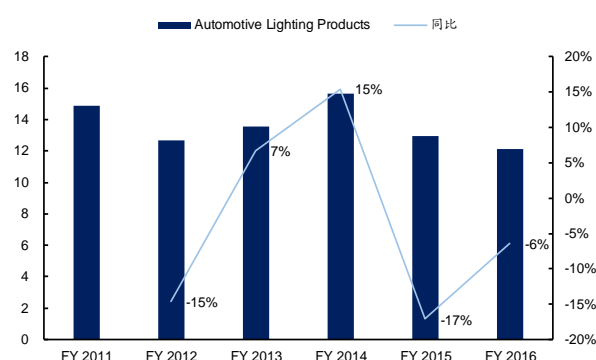
4) 斯坦雷车灯业务部门同样经历了 08-11 年金融危机、福岛地震期间的营收下滑（与小系类似），此后业务营收呈现较高速增长趋势（2014-2018 财年两位数增长，17 财年除外，主要是受到汇率导致日元升值的影响，使得销售额减少），营业利润波动较大，2015 财年-17%（中国部分生产工厂新产品型号投放集中，致使生产无序；印尼盾疲软，致使印尼原材料成本激增；日本、中国客户的产量降低）；2016 财年主要是受暂时性费用影响，2017 财年该暂时性费用有所回升，同时从光源开始就实现一体化制造的 LED 头灯的车型增加，公司营业利润有所增长。

图 49：斯坦雷车灯业务营收（亿元人民币）及同比



资料来源：Bloomberg、国信证券经济研究所整理

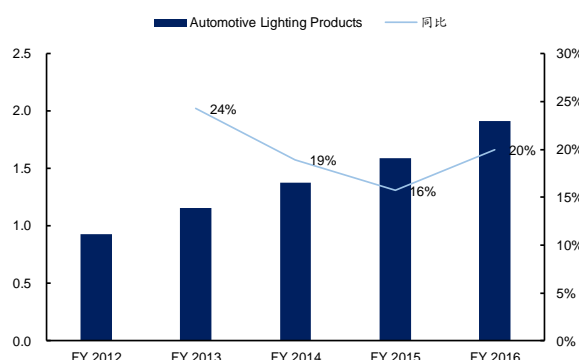
图 50：斯坦雷车灯业务营业利润（亿元人民币）及同比



资料来源：Bloomberg、国信证券经济研究所整理

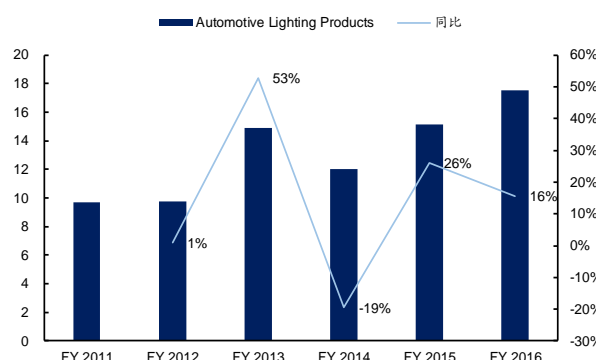
近年来斯坦雷研发支出基本维持稳健较高增速（15%以上），资本支出方面年度波动较大，但整体是加大投资的趋势。公司研发目标是：追求“光的 5 大价值”（创造光、感知认识光、利用光自由操作信息、活用光能源、利用光演绎不同氛围）。掌握配光、设计、CAE、电路、控制、光源、工艺创新全过程的进化和融合，同时也与日亚、欧司朗签订了白色 LED 专利的技术引进协议。

图 51：斯坦雷车灯业务研发支出（亿元人民币）及同比



资料来源：Bloomberg、国信证券经济研究所整理

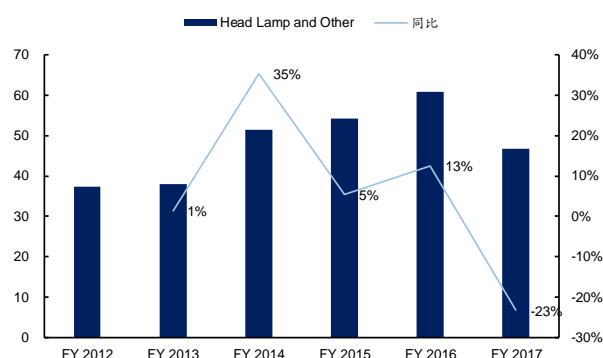
图 52：斯坦雷车灯业务资本支出（亿元人民币）及同比



资料来源：Bloomberg、国信证券经济研究所整理

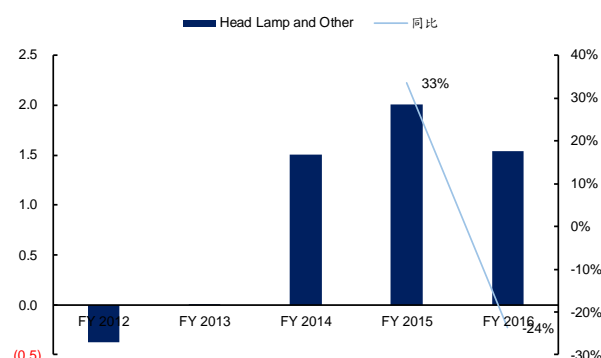
5) 三立近年来（2012 财年以来）车灯业务部门营收维持增长趋势（2017 财年除外，2017 年韩国现代起亚全球销量下滑 40%）。研发方面，公司通过与海拉胡克（德国）、斯坦雷电气（日本）、德尔福（美国）等的合作引进技术。

图 53: 三立车灯业务营收 (亿元人民币) 及同比



资料来源: Bloomberg、国信证券经济研究所整理

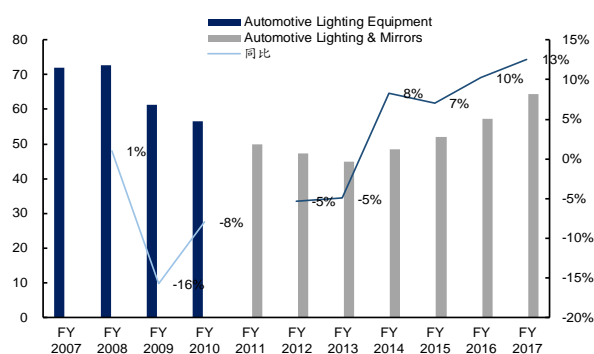
图 54: 三立车灯业务营业利润 (亿元人民币) 及同比



资料来源: Bloomberg、国信证券经济研究所整理

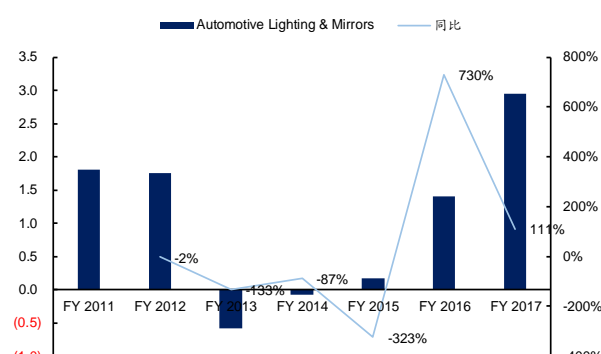
6) 市光的车灯业务部门同样经历了 08-11 年金融危机、福岛地震期间的营收下滑 (与小系类似), 也是从 2013 财年起车灯业务部门销售额获得明显改善, 连续四年复合增速在 10% 左右, 2017 年市光被法雷奥完成收购, 正式成为法雷奥的合并子公司。2013 年市光营业利润的快速下滑主要是收到日本环保车补贴终结的影响。

图 55: 市光车灯业务营收 (亿元人民币) 及同比



资料来源: Bloomberg、国信证券经济研究所整理

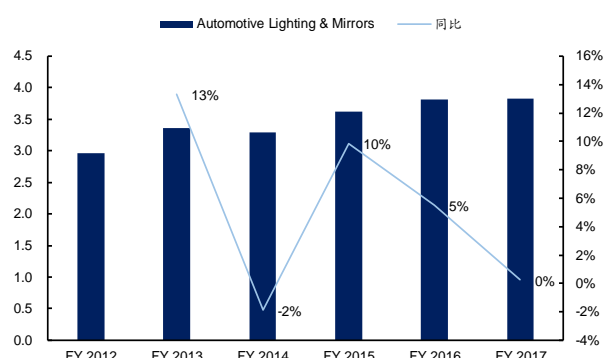
图 56: 市光车灯业务营业利润 (亿元人民币) 及同比



资料来源: Bloomberg、国信证券经济研究所整理

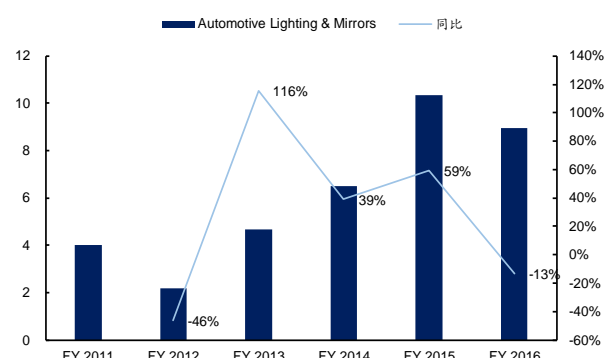
市光车灯部门的研发投入较为稳健 (长年维持在 3-4 亿元人民币投入), 并入法雷奥之后, 2018 年 5 月, 法雷奥日本与市光工业新设“名古屋技术中心”, 集中管理爱知县内双方的基地, 这是法雷奥和市光双方首次整合技术中心。自 2012 财年以来的资本支出逐年提升, 2017 年 9 月, 宣布在神奈川县厚木市森之里新设汽车车灯的制造工厂, 新工厂“森之里制造所”将引进母公司法雷奥的生产技术理念, 计划 2019 年 7 月投产, 逐渐转移邻近的伊势原制造所的产品, 由于前照灯的订单稳步增长, 市光工业还将在日本国内新设生产效率高的车灯生产工厂, 投资额约为 164 亿日元。

图 57：市光车灯业务研发支出（亿元人民币）及同比



资料来源：Bloomberg、国信证券经济研究所整理

图 58：市光车灯业务资本支出（亿元人民币）及同比



资料来源：Bloomberg、国信证券经济研究所整理

## 比较客户

客户端方面，海外车灯——小系、海拉、法雷奥、斯坦雷这些老牌厂商一方面和整车厂有股权关系，另一方面伴随世界一线汽车品牌成长，大部分和 ABB、福特、丰田等一线外资车厂形成了较为固定的供应关系。本土车灯——星宇股份自 2000 年成立以来，客户实现了从自主到合资到外资三次质的飞跃，并持续深耕 ABB 等高端客户。

表 21：车灯核心企业主要客户对比

企业名称	企业性质	优势配套体系	主要客户
小系	日本合资	日系：丰田 美系：通用、福特	本田、丰田、日产、马自达、美国通用、上海通用、上海大众、上汽股份、一汽丰田、一汽大众、东风日产、东风乘用车、长安汽车、长安福特、长安铃木、奇瑞、华晨、东风悦达、北京吉普、四川丰田、东风神龙、南京依维柯、长安 PSA、广州本田、东风本田
法雷奥	外商独资	法系：标致、雪铁龙 德系：奥迪、宝马 日系：见市光	宝马、福特、菲亚特、标致、现代、本田、奔驰、大众、通用、沃尔沃、丰田、曼、雷诺、东风、三菱、神龙公司、一汽-大众、长安、一汽大众奥迪、东风日产、上海通用、上海大众、北京奔驰、华晨宝马、吉利、东风本田、奇瑞量子汽车、江淮、天津丰田、上汽奇瑞、南京依维柯、南京福特、郑州日产
海拉集团	外商独资	德系：ABB	宝马、大众、奥迪、福特、通用、日产、霍顿、马自达、北京汽车、一汽大众、上海大众、东风日产、广州汽车、宝马、比亚迪、长安、长安福特、上海通用、奇瑞、长城、吉利、华晨、江淮、江铃、奥迪、长安铃木、福田、北汽
三立产业	外商独资	韩系：现代	北京现代、为其索纳塔、伊兰特、御翔、途胜、雅绅特、悦动、领翔、I30、IX35、上海通用、东风汽车
市光工业	外商独资	日系：丰田、日产	本田、马自达、三菱、日产、丰田
斯坦雷电气	外商独资	日系：本田、日产	广汽本田、东风本田、东风日产、广汽三菱
伟世通	外商独资	美系：福特	福特、标致、雪铁龙、克莱斯勒
星宇股份	内资	德系：大众 日系：丰田、日产	一汽集团(一汽大众、一汽轿车、一汽丰田、一汽夏利、一汽海马、一汽解放、一汽丰越、一汽吉林汽车)、上海大众、上海通用、奇瑞汽车、东风日产、广汽乘用车、神龙汽车、北汽福田、宝马、奥迪

资料来源：网络公开资料、国信证券经济研究所整理

下面详细拆分欧美和日本车灯市场。

欧美来看，玛涅蒂马瑞利配套客户最为全面，基本为所有欧美客户配套数款产品，其次法雷奥也具备较为全面的客户范围（在美系里面更为全面），海拉方面主要客户集中在欧系偏豪华车企（戴姆勒、奥迪和宝马），Varroc（原伟世通车灯）客户除美系福特、克莱斯勒以外还有法系标致雪铁龙。

**表 22: 主要车灯供应商和整车厂客户一览 (欧美生产车型)**

	供应商				
	玛涅利马瑞利 (意大利)	海拉 (德国)	法雷奥 (法国)	Varroc Lighting System (美国)	Koito/North American Lighting (日本)
阿尔法罗密欧	○ H, A, R				
奥迪	○ H, R	○ A, R	○ H, R		
宝马	○ H, R	○ H, R	○ H		
克莱斯勒	○ H, R			○ R	
雪铁龙	○ H, R		○ H	○ H, R	
戴姆勒	○ H, A, R	○ H, R		○ R	
菲亚特	○ H, R				
福特	○ R		○ H	○ H, R	○ H
通用	○ H, A, R		○ H		○ R
标致	○ H, R		○ H	○ R	○ R
雷诺	○ H, R		○ H		○ H
大众	○ H, R		○ H, A		

资料来源: Marklines、国信证券经济研究所整理 (注: H: 前照灯、A: AFS、R: 尾灯)

日本来看, 小系制作所, 丰田汽车出资 20%, 为最大股东和最大客户, 同时还为日产和本田等所有日本国内整车厂供应多种产品。在海外市场, 除了在北美为通用、福特、克莱斯勒、宝马等配套, 还在中国与通用、大众等大型整车厂保持合作关系。前照灯的日本国内份额约为 55%, 全球份额约为 20%。产品阵容涵盖前照灯、AFS、HBC、尾灯、高位刹车灯等所有车灯, 为所有日系整车厂配套数款产品。

斯坦雷电气, 本田出资 5%以上, 是其最大客户。为八成本田汽车配套前照灯。同时广泛为日产、丰田、三菱、铃木、马自达等日本国内整车厂配套产品。前照灯的日本国内份额接近 30%。产品阵容涵盖前照灯、AFS、HBC、尾灯、高位刹车灯等所有车灯, 为所有日系整车厂配套数款产品。

市光工业, 法雷奥出资 55%, 为最大股东。丰田和大发合计出资约 9%。主要为日产和丰田配套。前照灯的日本国内份额接近 20%。产品阵容涵盖前照灯、AFS、HBC、尾灯、高位刹车灯等所有车灯, 为几乎所有日系整车厂配套数款产品。

三叶主要为富士重工等整车厂配套高位刹车灯。

今仙电机制作所主要为三菱供应后组合灯。

东海电装主要为大发和铃木配套尾灯、高位刹车灯。



**表 23：主要车灯供应商和整车厂客户一览（日本生产车型）**

供应商	整车厂							
	丰田	日产	本田	马自达	斯巴鲁	三菱	铃木	大发
小系制作所	◎ H, A, Hb, R, Hs	○ H, A, Hb, R	○ H, R	○ H, A, Hb, R	○ H, A, Hb, R	○ H, A, Hb	○ H, Hb, R	◎ H, A, Hb, R
斯坦雷电气	△ R	△ H, R	◎ H, A, Hb, R, Hs	◎ H, A, Hb, R, Hs	△ H, R, Hs	◎ H, Hb, R, Hs	△ H	△ H, Hs
市光工业	○ H, A, Hb, R, Hs	○ H, A, R, Hs	△ R	△ H	○ H, Hb, R		△ H	△ H, R
今仙电机制作所		(△) R	△ R, Hs			○ R, Hs		
东海电装				△ R			△ R	○ R, Hs
三叶				△ R				
Automotive Lighting Reutlingen		(△) H	△ R	△ H, R		△ H, R	△ H	
Ampas Industries		(△) Hs				△ Hs		
马涅利马瑞利			△ H					
现代摩比斯					△ R			

资料来源：Marklines、国信证券经济研究所整理（注：◎为主要的订货商、○为主要订货商的次一级、△为仅部分、( )为贴牌供应车型 H：前照灯、A：AFS、Hb：HBC、R：尾灯、Hs：高位刹车灯）

## 同业比较之三：集团上市公司估值比较

### 比较 PE

从 PE 角度来看，车灯行业估值中位水平在 15 倍左右，近年来有提升趋势。对于法雷奥、海拉这类综合性汽车零部件企业而言，估值水平多在 15 倍以下；专业化车灯业务上市公司中，公司估值与主业业绩增速显著挂钩：小系五年营收复合增速 12%（约 17 倍 PE），斯坦雷五年营收复合增速 11%（约 17 倍 PE），星宇五年营收复合增速 26%（约 30 倍 PE），三立、市光五年营收复合增速均在 5% 左右（约 8 倍 PE）。

**表 24：全球主流车灯上市公司历年 PE 比较**

PE	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
法雷奥	16.10	15.01	26.60	—	—	8.68	5.39	7.63	14.09	14.33	15.28	13.97	
海拉集团	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	16.40	14.03	14.61
三立产业	4.47	9.10	5.00	8.79	—	2.94	9.67	8.25	7.58	6.25	8.77	6.70	8.72
市光工业	20.80	25.84	—	7.32	—	—	29.91	11.25	9.45	18.79	10.51	9.41	8.92
斯坦雷电气	17.20	22.77	16.85	14.92	15.96	18.45	13.90	16.30	15.83	15.90	18.13	16.65	18.39
小系	19.22	20.81	19.44	14.12	27.90	35.87	21.40	16.07	15.83	13.13	16.11	17.70	16.41
星宇股份							19.52	14.60	18.02	17.16	30.49	31.96	31.57

资料来源：Bloomberg、国信证券经济研究所整理

### 比较 PB

从 PB 角度来看，车灯行业估值中位水平在 2.5 倍左右，近年来有提升趋势。星宇、小系的 PB 水平基本处于行业中位区间，斯坦雷、市光和三立的 PB 低于行业中位水平。

**表 25: 全球主流车灯上市公司历年 PB 比较**

PB	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
法雷奥	1.44	1.41	1.25	0.61	1.50	1.87	1.19	1.40	2.62	2.94	3.22	3.16	
海拉集团	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	2.62	1.91	2.25
三立产业	0.88	0.85	0.63	0.78	0.36	0.76	1.79	0.82	0.84	0.80	0.73	0.81	0.86
市光工业	0.98	1.12	1.08	0.79	0.71	1.17	1.39	1.06	0.72	0.72	1.09	1.07	1.91
斯坦雷电气	2.06	2.68	2.25	2.26	1.05	1.60	1.18	1.08	1.19	1.50	1.51	1.45	1.66
伟世通	—	—	—	—	—	3.01	1.99	2.02	2.05	5.44	4.33	4.52	6.09
小系	1.43	1.90	1.74	1.45	0.79	1.50	1.46	1.34	1.39	1.28	2.16	2.86	2.77
星宇股份	—	—	—	—	—	—	1.64	1.43	1.95	2.24	4.31	2.84	3.40

资料来源: Bloomberg、国信证券经济研究所整理

## 比较股利支付率

从股利支付率的角度来看,星宇长年维持高于 50%的股利支付率,在行业中处于领先水平,法雷奥、海拉和斯坦雷近年来股利支付率水平基本维持在 20%-30%之间,小系近年来股利支付率维持在 20%以下。

**表 26: 全球主流车灯上市公司历年股利支付率比较**

	FY 2007	FY 2008	FY 2009	FY 2010	FY 2011	FY 2012	FY 2013	FY 2014	FY 2015	FY 2016	FY 2017
星宇	—	—	—	40%	83%	83%	80%	69%	59%	57%	56%
市光	—	18%	—	—	0%	0%	0%	20%	12%	11%	6%
三立	12%	22%	—	5%	8%	9%	7%	7%	13%	8%	14%
海拉	—	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	32%	30%
法雷奥	116%	—	—	—	21%	29%	26%	23%	24%	77%	32%
斯坦雷	18%	18%	44%	25%	26%	32%	27%	21%	21%	22%	21%
小系	26%	24%	79%	47%	30%	23%	21%	20%	18%	12%	15%

资料来源: Bloomberg、国信证券经济研究所整理

## 推荐星宇股份、华域汽车

本文主要研究了车灯前沿产品的技术路线(LED、AFS、ADB、OLED、激光大灯等),同时对国际主流车灯企业在前沿技术领域的布局进行梳理。我们坚定认为,车灯行业基于其高价值量、高频更新、产品升级三大要素,是零部件细分优质赛道,我们推荐优质赛道上的优势企业,星宇股份(自主龙头,突围合资),行业大红利下业绩稳健可期,同时星宇前瞻布局长远,在激光大灯方面储备研发,未来有望持续领先;华域汽车(全资收购上海小系,日本小系技术基因,客户优质)。

### 星宇股份:国内自主车灯龙头,突围合资竞争圈

星宇股份是我们持续重点跟踪和推荐的优质汽车零部件标的,公司作为国内主板主营车灯稀缺上市公司,主业高度专注,崛起于中国汽车工业快速发展期,规模稳健扩张(近五年营收复合增速 25%)。逻辑:好行业、好格局、好公司,业绩仍有望维持较高增速,毛利率或迎来拐点,具备全球车灯龙头潜质。

#### 好行业:国内 500 亿 OEM,智能化+LED 看未来

国内车灯前装市场具有约 500 亿元(2017 年)市场空间,行业将受益于进口替代、产品升级等,行业集中度有望逐步提升,自主品牌份额有望加大。未来车灯发展趋势在于 LED 大灯(2020 年市场空间 450 亿,渗透率从 10%升至 50%)、激光灯和智能车灯。星宇通过内生研发+外延合作布局行业前沿(内生:募投研发中心和 LED 产能,LED 收入占比持续提升,激光大灯研发成功,智能车灯进入主机厂洽谈;外延:合作松下、凯翼,开发智能产品)。

#### 好格局下的好公司:竞争优势显著,突围国内合资车灯竞争圈

行业格局方面，全球车灯市场寡头垄断，区域性龙头占据高地；中国车灯市场“一超多强”，星宇自主突围多强竞争圈。星宇销售净利率全球领先（11%），产品升级速度远超同业。我们认为，中国汽车市场份额高。新车型推出快，为本土车灯品牌提供了绝佳的生长土壤，星宇已经拥有优质客户支持，正向研发+快速响应，或逐渐“挤出”合资车灯企业，是国内最有可能走出全球格局的车灯企业。

### 高成长：客户扩展+产能扩张+产品升级

客户升级：经历自主（奇瑞）-合资（一汽大众、广丰）-外资（宝马）的客户升级，近期配套吉利，后期有望深入配套一汽大众全新 SUV；产能扩充：佛山子公司四季度批产，提升前大灯和后组合灯产能；产品升级：公司未来计划降低低价低毛利率的小灯产品占比，提升高附加值（大灯、LED 灯）占比。

### 收入稳增，毛利率上行，维持买入

公司车灯主业受益于 1）原有客户深耕、新客户拓展和产能释放，收入稳健增长；2）产品高端化升级，毛利率进入上行。我们预计 18/19/20 年 EPS 分别为 2.29/3.17/4.21 元，对应 PE 分别为 18.8/13.6/10.2 倍，维持买入。

### 华域视觉（上海小系）：小系技术基因，内资化打开

1989 年，上海小系车灯有限公司由上汽集团（后将零部件供应体系注入华域汽车）、小系制作所和丰田通商共同出资成立，主营业务为汽车照明系统研发和制造；1996 年在上海市嘉定区建立新工厂；2010 年，收购吉林东光瑞宝 51% 股份；2014 年 7 月，上海小系开发体系通过德国大众、德国奥迪、一汽大众和奥迪中国组成的专家团队审核，首次获得大众全球开发资格；2017 年 9 月，华域汽车收购日本小系和丰田通商持有的 45% 和 5% 股权，自此上海小系成为华域全资子公司（更名华域视觉，2018 年 3 月 1 日起并表）。

表 27：华域视觉发展历程

时间	事件
1989 年	在上海车灯厂基础上，上海汽车股份有限公司、小系制作所、丰田通商合资成立本公司。
1996 年	在上海市嘉定区建立新工厂。
1997 年 12 月	在重庆市成立子公司重庆小系车灯有限公司。
1999 年 04 月	开始为上海通用配套车灯。
2001 年 10 月	在上海的研发中心开始运营。
2004 年 12 月	在山东烟台设立工厂。
2007 年 04 月	在上海嘉定北工业开发区的第三家工厂开工。
2010 年 03 月	收购吉林东光瑞宝车灯有限责任公司 51% 股份。
2013 年 09 月	母公司小系制作所的广州新工厂启动车灯生产线。
2014 年 07 月	母公司小系制作所全资设立的湖北小系车灯有限公司成立。
2018 年 03 月	成为华域汽车系统股份有限公司的全资子公司，并更名为华域视觉科技(上海)有限公司。

资料来源：Marklines、国信证券经济研究所整理

华域视觉是当前国内车灯龙头，市占率 25% 左右。2016 年总资产 52.03 亿元，营业收入 98.25 亿元，归母净利润 4.06 亿元；2017 年 1-7 月营业收入为 70.32 亿元，归母净利润 2.93 亿元。主要客户包括上汽大众、上汽通用、一汽大众、长安集团、上汽乘用车、东风日产等。

**表 28：华域视觉部分配套客户车型**

产品	整车厂	配套车型	年份
LED 头灯	上汽乘用车	荣威 RX55	2016
	重庆长安	长安 CS75	2016
前照灯	一汽丰田	丰田威驰、皇冠	2015
	长安马自达	马自达 3 星骋	2015
前组合灯	上海大众	大众桑塔纳	2015
	一汽丰田	丰田威驰	2015
后灯	重庆长安	长安 CS75	2016
	上海大众	大众桑塔纳	2015
车灯	长安马自达	马自达 3 昂克赛拉、星骋	2015
	一汽大众	大众高尔夫、奥迪 A4L、奥迪 Q5	2015
	一汽轿车	奔腾 B50、奔腾 B50F、奔腾 B70F、奔腾 X80、马自达 6 睿翼、马自达 6 阿特兹	2015
	上海通用北盛	雪佛兰科鲁兹	2015
	华晨	中华 H530	2015

资料来源：Marklines、国信证券经济研究所整理

我们认为，华域视觉作为中国车灯龙头，具备小系（全球车灯龙头）优良的技术基因，客户结构优质，深度绑定上汽集团（南大众、通用），在华域汽车众多子公司中营收体量仅次于延锋汽饰，内资化后有望成为华域汽车下一个重点培育领域，伴随华域中性化步伐持续扩张。

华域汽车公司上半年实现营收 816.27 亿，同比增长 19.35%，实现归母净利润 47.74 亿，同比增长 47.64%，剔除股权溢价等非经营性损益影响，实现扣非归母净利润 33.39 亿，同比增长 8.52%。二季度单季实现营收 413.78 亿，同比增长 20.31%，实现归母净利润 18.63 亿，同比增长 9.29%，实现扣非利润 17.37 亿，同比增长 9.69%。公司国内业务实现营收 623.63 亿，同比增长 27.12%，海外业务实现营收 153.32 亿，同比下滑 2.82%。公司对外投资看点有二，一是在新能源汽车领域与麦格纳成立合资公司华域麦格纳，并获得大众 MEB 平台电驱动系统定点配套供应意向。二是收购上海小系剩余 50% 股权，实现对车灯核心业务的全资控股。2017 年累计对外投资 85.6 亿元，预计 2018 年累计对外投资约 87.7 亿元，基本维持 2017 年投资体量，投资增量较大的领域将主要集中在智能网联、新能源等细分领域。

华域汽车全资子公司华域视觉 16 年实现营收 96 亿，18 年上半年实现营收 77.45 亿，若按全年 150 亿估算，车灯业务 17-18 年复合增速约 25%。车灯销量 2017 年增长 13.1%，18 年上半年增长 11.4%。我们认为，公司的车灯业务发展稳健，股权结构理顺后客户开拓更加积极。此外，营收增速显著高于销量增速，说明受益车灯行业技术升级以及公司产品优化，公司车灯产品单价提升显著。参照历史上公司的资本运作路径与年初提出规划，我们认为车灯业务后期存在较大整合空间。

我们认为公司的资本运作风格稳健，且对于资产的收购价格均较为合理。投资逻辑，业绩增长稳健，外延预期犹存，我们预计公司 18/19/20 年 EPS 分别为 2.60/2.58/2.78 元，扣除一次性股权溢价收益后 18 年的 EPS 为 2.33 元，给予 11 倍估值，维持“买入”评级。

### 星宇股份、华域视觉和小系（中国）业务对比

当前国内份额最大的车灯企业是小系系（中国市占率约 30%），包含华域视觉（原上海小系，现完全内资化）和小系系的其余国内独资企业（主要是广州小系和湖北小系），是星宇股份在国内最大的一个竞争对手，我们将星宇、华域视觉和小系中国进行业务对比和优劣势分析。1）营收方面，华域视觉大约是星宇 2-3 倍（预计 2018 年接近 2 倍）；2）利润方面，预计 2018 年华域视觉利润和星宇基本持平；3）研发方面，华域视觉、小系中国和星宇的研发占比基本持平。

**表 29: 星宇股份、华域视觉和小系（中国）业务对比**

企业	2016 年营收 (亿元)	2016 年净利润 (亿元)	2016 年研发 (亿元)	2016 年研发占比	2016 年 ROA	2016 年净利率	2017 年市占率	客户	2016 年员工人数	主要基地
星宇股份	33.47	3.5	1.36	4%	7%	10%	8-10%	一汽大众 (40%)、 一汽丰田 (10-15%)、 上汽大众 (5-10%)、 奇瑞 (5-10%)、 广汽乘 (5%)	4403	常州、 佛山、 长春
华域视觉 (原上海小系)	98.25	4.06	>1.8	4%	7.8%	4%	20-25%	上汽大众、 上汽通用、 一汽大众、 长安集团、 上汽乘用车、 东风日产等	1044	上海嘉定 (总 厂 + 第三工 厂)、 烟台工厂
小系中国 区域业务 (含上海小系)	135.53	9.24	4.97	4%	11.23%	7%	25-30%	上汽大众、 上汽通用、 一汽大众、 长安集团、 上汽乘用车、 东风日产、 广汽丰田等	4294	上海小系 (100%)、 湖北小系 (100%)、 广州小系 (100%)、 福州小系大 亿 (51%)

资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

注 1: 星宇数据来源于 wind, 华域视觉数据来源于上海小系收购报告书, 小系中国区业务数据来源于 Bloomberg

注 2: 上海小系在华域内没有单独披露, 公开资料能找到的最新数据是 2017 年 1-7 月营收 70.32 亿元, 归母净利润 2.93 亿元,

注 3: 星宇和华域视觉数据报告期均为 20160101-20171231 (中国报告期), 小系中国业务数据报告期为 20160331-20170331 (日本报告期, 此报告期数据仍然包含上海小系, 华域视觉是 2018 年 3 月 1 日起并表华域汽车)

注 4: 星宇和华域视觉净利润数据均为归母净利, 小系中国业务净利润数据没有, 采用营业利润数据, 和净利润差异在于营业外收支和所得税

注 5: 星宇 ROA 不高的主要原因是星宇账面上有 20-30 亿的现金资产, 这里没有华域视觉 ROE 数据故比较了 ROA 数据

注 6: 华域视觉研发收入和研发占比采用 2011 年数据 (无最新披露)

比较而言, 我们认为, 1) 星宇的利润率水平远高于华域视觉和小系中国业务, 主要得益于公司精当的成本管控能力; 3) 华域视觉体量更大, 研发积累时间更长, 且有日系龙头企业的技术基因; 2) 客户方面, 华域视觉和星宇仍然在错位竞争阶段, 尚未形成直接冲突, 当前星宇客户偏欧系, 华域视觉偏美系, 到客户直接竞争的阶段时, 日系客户首当其冲 (星宇、小系均有日系客户)。总结来看, 华域视觉体系成熟稳健, 星宇作为民营企业成长迅速, 产品和客户日益验证, 两者都受益于车灯行业从卤素到氙气到 LED 化趋势下的单价提升, 行业红利期下增速稳健保障。



## 风险提示

第一，国内车市持续下行、刺激政策退出背景下，零部件企业量价承压

中国汽车工业目前处于成长期向成熟期过渡的阶段，产销增速趋缓（个位数增长），2015-2017 年购置税优惠政策提前透支了一部分汽车需求后，2018 年以来车市销量增速一路下行，部分整车厂为保量而纷纷官降促销，成本端压力向上游传导至零部件供应商则体现为：年降幅度加大、回款账期延长。我们认为，当前国家对车市的刺激消费政策尚不明朗，在整车销量下行周期中，零部件企业量价承压。

第二，LED 车灯降价风险

在“卤素-氙气-LED-激光-”的技术路径下，单只大灯的均价大致从：“200 元-400 元-1000 元-1 万元以上-”，价值量持续快速提升。当前车灯产品处于从卤素、氙气向 LED 升级的初期阶段，高单价的 LED 前大灯渗透率提升是单车价值量提升的重要原因之一。随着 LED 车灯的日渐普及，LED 前照大灯的价格有下降风险，带来车灯价值量提升幅度低于预期。

第三，激光大灯、智能车灯的普及进度

车灯 LED 化普及后，激光大灯和智能车灯是前照大灯未来确定性较高的技术升级方向，如果其应用进度低于预期，可能带来车灯价值量提升的持续性断档，造成行业增长持续性降低。

第四，完全无人驾驶时代对车灯的需求萎缩的风险

无人驾驶的最终阶段（L4），存在的风险点在于车身装载的传感器及通信设备是否会取代车灯的安全功能，进而带来车灯需求的萎缩。对于这一风险点我们认为无需过多担心（但这里仍然予以列示），原因在于：1）无人驾驶的终极阶段在依赖 ADAS 和 V2X，是道路设施和通信设备全方面完善化的时代，作为公共品的道路设施和通信设备具备强外部性，需要从国家层面推广建设，这一建设全面完成之前，在跑车辆的智能化进度参差不齐，很难存在真正意义上的无人（无人监控）驾驶，考虑到这一阶段的安全性问题，车灯仍将是重要的车身安全零部件；2）即便在完全进化的无人驾驶时代中，车灯的需求不一定萎缩，这是由于车灯一方面是安全件，另一方面是照明件。无人驾驶终极时代下，车身上充当安全件的车灯需求弱化，但是从驾驶中解脱出来的人们相应会更加注意车内环境的建设，此时车内氛围灯等照明件或向更丰富、立体、智能的娱乐件方向进化，车灯的综合需求不一定会萎缩。

附表：重点公司盈利预测及估值

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价	EPS			PE			PB
				2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	
601799	星宇股份	买入	43.00	1.70	2.29	3.17	25.3	18.8	13.6	3.0
600741	华域汽车	买入	18.72	1.93	2.60	2.58	9.7	7.2	7.3	1.6

数据来源：wind、国信证券经济研究所整理（收盘价截至 20181021）

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

.....

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编: 518001 总机: 0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编: 200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编: 100032