

国内格局演化：日系衰退，欧系稳健，自主崛起

——车灯行业系列专题报告（二）

证券分析师：黄细里

执业证书编号：S0600520010001

证券分析师：刘力宇

执业证书编号：S0600522050001

二零二五年七月十八日

- **国内车灯行业当前呈现“两超多强”格局，市场份额预计仍将向头部集中。**车灯是与安全相关的重要汽车零部件，同时又作为外观件、功能件和独供件，因此车灯有着较高的行业进入壁垒，主要包括客户资源、技术研发、成本控制和质量认证等方面。高壁垒塑造出车灯行业优秀的竞争格局，国内车灯行业当前呈现出“两超多强”的竞争格局，星宇和华域视觉市占率领先，外资中海拉、法雷奥、马瑞利、小糸和斯坦雷同样占据一定市场份额。车灯领域后续的技术升级将进一步使市场份额向头部企业集中，小型车灯企业在行业变革中或将逐渐落后。
- **中国车灯格局十年复盘：日系衰落明显，欧系整体稳定，自主龙头不断崛起。**日系方面，以小糸和斯坦雷为代表的日系灯厂（日系体系内配套为主）过去十年在中国市场整体呈现衰退趋势，其中小糸自2016年以来陆续面临上海小糸剥离+国内日系车销量下滑，导致中国市场的收入和利润持续下降，特别是近两个财年其中国区业务营业利润率开始转负，同时小糸也开始削减中国产能；斯坦雷中国区收入2024财年也出现明显下滑，但盈利水平仍保持稳定。**欧系灯厂**在国内的客户覆盖范围更广，因此近年来在国内发展整体稳定，法雷奥和海拉全球车灯业务营收近年来稳中有增，盈利能力稳定，且在中国区仍有扩产动作（法雷奥在武汉第二工厂新建产线，研发生产新能源汽车高端车灯产品；海拉国内合资公司海纳川海拉（三河）计划新建年产20万套智能车灯的扩产项目以及新建尾灯扩产项目，富维海拉在2024年也实现了天津新工厂的建成投产）。**自主灯厂方面**，星宇作为自主车灯企业的代表，自上市以来持续兑现成长，2024年营收超越华域视觉成为国内车灯龙头。华域视觉近年来营收整体稳定，但2024年出现一定下滑，预计主要系上汽体系内合资品牌下滑的影响。二线灯厂中嘉利和燎旺收入规模与头部仍有差距，且盈利能力相比头部的星宇也有一定距离。资本开支方面，内资灯厂的扩张积极性显著高于外资，星宇、华域、嘉利、燎旺等均在积极扩产，预计主要系国内新能源汽车销量持续增长叠加自主品牌车企份额持续提升，各家自主灯厂希望在车灯国产替代浪潮中占据更多市场份额。
- **国内车灯玩家横向对比，星宇竞争优势凸显。**营收方面，星宇2024年收入规模赶超华域视觉；盈利方面，星宇盈利水平相比内外资竞对均有明显优势；扩张方面，星宇保持稳步扩产的良好节奏；研发方面，星宇持续高研发投入夯实技术实力，高端车灯项目大规模批产经验行业领先。
- **投资建议：推荐自主车灯龙头企业【星宇股份】。**
 - ✓ **推荐逻辑：**1) 空间：车灯是具备持续迭代升级能力的优质零部件赛道，车灯持续的智能化升级推动车灯ASP和行业空间持续增长。2) 格局：高壁垒使得车灯的竞争格局优秀，星宇的行业地位在过去几年中持续提升。3) 客户：目前公司深度配套华为智选、奇瑞、理想、吉利、北美电动车企等新能源/新势力头部客户，绑定头部客户使得公司后续持续受益于乘用车行业格局向头部集中。
 - ✓ **盈利预测：**预计公司2025-2027年归母净利润分别为17.61/21.89/26.83亿元，对应PE为20倍、16倍、13倍。（PE对应2025年7月14日收盘价）
- **风险提示：**乘用车行业销量不及预期，车灯技术迭代升级不及预期，车灯行业竞争加剧。



■ 国内车灯行业当前呈现“双龙头”竞争格局

■ 国内车灯市场主要玩家情况梳理

■ 投资建议及风险提示

一、国内车灯行业当前呈现“双龙头”竞争格局

- 车灯行业的进入壁垒主要包括客户资源壁垒、技术壁垒、成本壁垒以及质量认证壁垒。车灯作为汽车中与安全相关的重要零部件，有着较高的行业进入壁垒，主要包括客户资源壁垒、技术壁垒、成本壁垒和质量认证壁垒。
- 车灯产品同时为安全件、外观件、功能件和独供件，所以要求极高。

表1：车灯拥有较高的行业壁垒

类型	难点	具体内容
客户资源壁垒	供应商替换成本高，先发优势较大	车灯厂与整车厂合作较为密切，由于车灯产品对整车安全有着直接影响，且车灯产品需持续更新，所以主机厂通常选择和固定的车灯供应商合作，车灯供应商替换成本较高，因此原有供应商有着较大的先发优势。
技术壁垒	车灯技术要求高	车灯制造对产品性能、质量可靠性等要求较高，汽车灯具制造需要运用跨学科（材料学、光学、电子学、机械工程等）的知识和技术，这些知识和技术的掌握通常需要一个长期积累的过程。
成本壁垒	充分竞争，新进入者短期难有成本优势	车灯行业需要大量前期投资，在产品形成销售收入之前需购置生产设备、进行产品研发设计、模具开发和工装开发，新进入者难以在短期形成较大规模，摊低成本。
质量认证壁垒	须通过车规认证和主机厂供应商评审	新进入者需要通过车规级要求和主机厂自身的严格评审。

国内车灯行业当前呈现“双龙头”格局，行业集中度较高。

- ✓ 2018年华域收购上海小糸并更名华域视觉，成为国内车灯市场龙头，彼时市场呈现“一超多强”的格局。2020-2024年星宇收入持续增长，2020年超越小糸中国区，2024年赶超华域视觉，国内车灯行业逐步呈现出“双龙头”的新格局。
- ✓ 市场集中度方面，2021年中国车灯市场CR3为45%，CR5为61%，市场份额集中于头部企业，其余国内车灯企业整体规模与头部的车灯厂存在差距。

图1：2021年中国车灯市场竞争格局

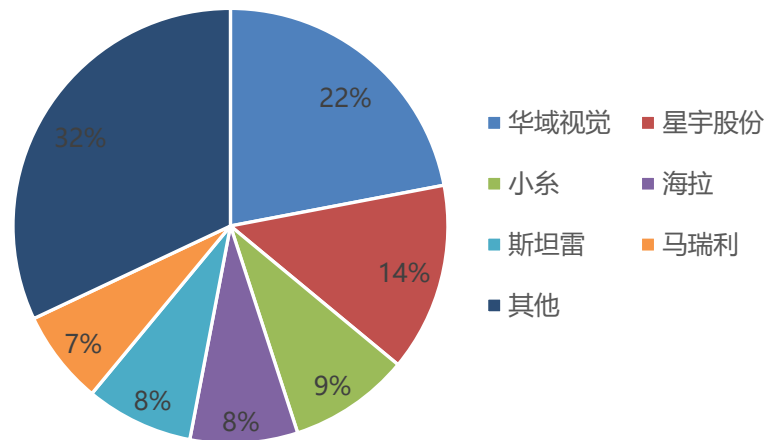
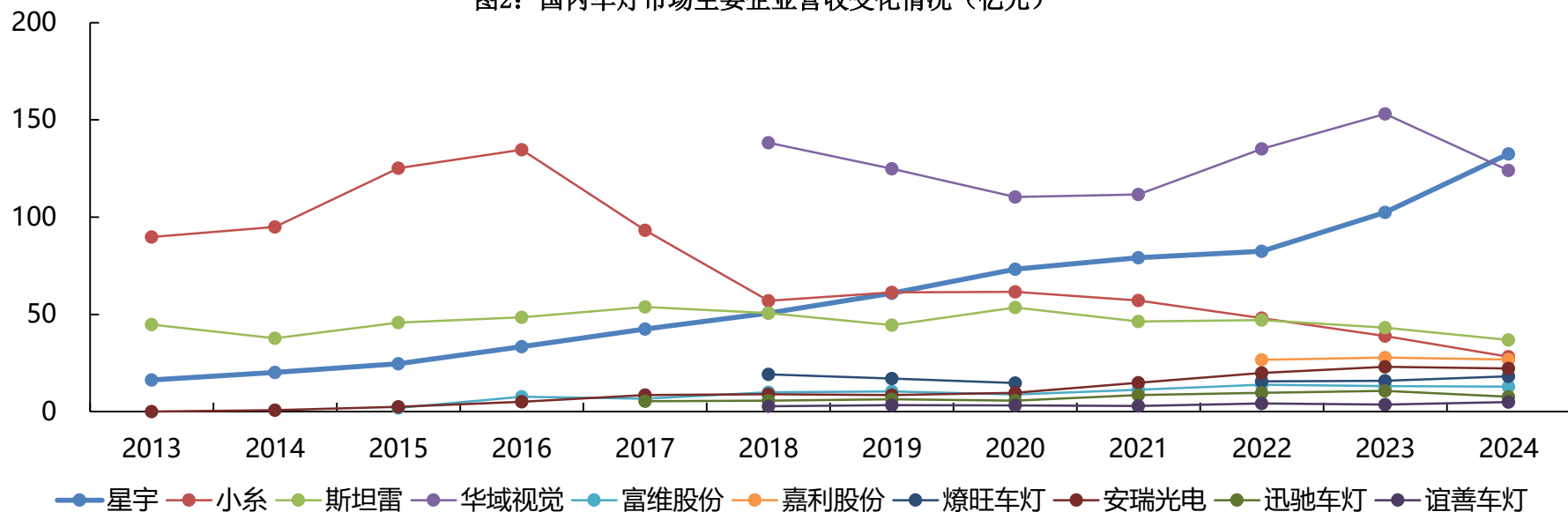


图2：国内车灯市场主要企业营收变化情况（亿元）



注：小糸、斯坦雷营业收入的原始数据为日元，此处按照日元历史汇率折算为人民币。

■ **汽车车灯具备持续迭代升级的能力。**车灯作为汽车的关键零部件，决定了车辆的造型美观以及使用安全性，其发展历史几乎与汽车本身的发展历史同步。汽车车辆本身的持续升级对车灯也提出了相应的产品升级要求，随着光源技术的发展、车辆使用安全性要求的提升、整车智能化水平的提升以及车辆外观造型设计的发展，车灯产品在各个维度都在持续升级。

■ **车灯产品三大升级路径：**（1）光源技术升级；（2）智能化升级；（3）结构造型升级。

■ **车灯领域的技术升级趋势将进一步使市场份额向头部企业集中。**以智能化升级为例，ADB、HD ADB、DLP等技术对车灯企业的技术研发和资金实力提出了更高的要求，中小型车灯企业在行业变革中或将逐渐落后，我们判断车灯市场份额将进一步向头部企业集中。

表2：车灯产品的升级路径梳理

	光源技术升级	智能化升级	结构造型升级
前照灯	卤素大灯→氙气大灯→LED大灯→激光大灯	普通前照灯→AFS→ADB/HD ADB/DLP	/
后组合灯	卤素尾灯→LED尾灯→OLED尾灯	/	后组合灯也开始由分离式向贯穿式发展
其他车灯	/	/	小灯的升级更多的体现在品类的增加，如室内氛围灯、发光格栅、LOGO灯、迎宾灯和星环灯等

表3：国内主要车灯企业与主机厂的配套关系梳理

	星宇股份	华域视觉	小系	法雷奥	马瑞利	斯坦雷	海拉	嘉利股份	燎旺车灯	弗迪视觉	安瑞光电	金业车灯	领为视觉	迅驰车灯	曼德电子	常诚车灯
自主品牌																
比亚迪								√		√						
奇瑞汽车	√						√	√			√				√	
吉利汽车	√	√		√	√		√					√	√	√		
上汽乘用车		√												√	√	
广汽乘用车		√			√			√								
长安汽车		√		√	√				√		√					
长城汽车							√								√	
一汽红旗	√															
合资品牌																
一汽大众	√	√		√	√		√									
上汽大众	√	√					√				√					
一汽丰田	√		√													
广汽丰田	√		√													
广汽本田	√		√			√										
东风本田	√		√	√		√										
东风日产	√		√			√								√		
上汽通用		√		√												
上通五菱									√							
华晨宝马	√				√		√									
北京奔驰	√						√									
新能源/新势力品牌																
赛力斯	√								√							
蔚来汽车	√				√									√		√
理想汽车	√						√				√					√
小鹏汽车	√	√	√				√									
小米汽车	√	√		√												
特斯拉	√			√	√		√									

注：以上配套关系为不完全梳理；标红的表示主机厂与车灯厂之间存在合资合作关系。

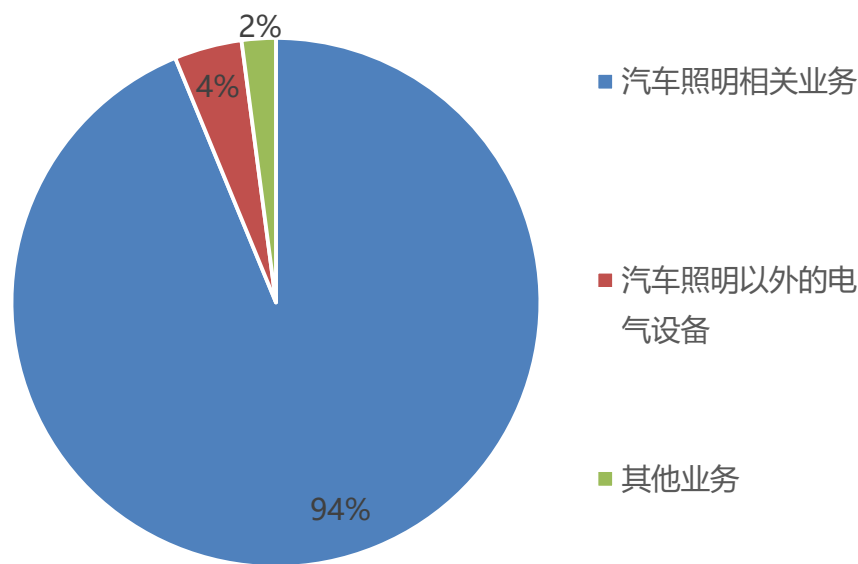
二、国内车灯市场主要玩家情况梳理

- 小系制作所 (KOITO) 是日本的跨国集团公司，自1915年成立以来，以制造先进、安全的火车、汽车、航空船舶、交通用照明器具为专业，并通过对产品种类的不断开发，以及产品品质的不断提高，逐步成为在世界范围内知名的汽车灯具制造企业，目前是全球领先的车灯龙头企业。
- **汽车灯具业务是小系制作所主要收入来源。**近十年，小系的车灯业务营收占比保持在90%以上。公司2024财年实现营业收入9167亿日元，其中汽车照明灯具业务营业收入为8597亿日元，占总营收的比例为**94%**。

图3：小系制作所产品布局情况



图4：2024财年小系制作所营收结构



小系制作所营收整体增长，日本/北美为其主要市场

- **小系制作所(KOITO)营业收入整体呈增长趋势。**小系制作所营业收入从2010财年的4289.77亿日元增长至2024财年的9167.09亿日元，复合增长率为5.6%。2020财年，由于全球公共卫生事件的影响，小系制作所营收下滑至7063.76亿日元，同比下降11.81%；此后公司营收在2021-2023财年恢复增长，主要增量来自北美及亚洲市场。
- **日本及北美地区为小系的主要市场，在华业务衰退较为明显。**日本、北美市场2024财年营收分别为3536亿日元和3001亿日元，占比分别为39%、33%；中国市场营收占比为6%；亚洲、欧洲及其他地区市场营收占比分别为16%、4%及3%。整体来看，小系日本市场经营稳定，北美和亚洲市场业务持续增长。

图5：小系制作所历年营业收入及YOY

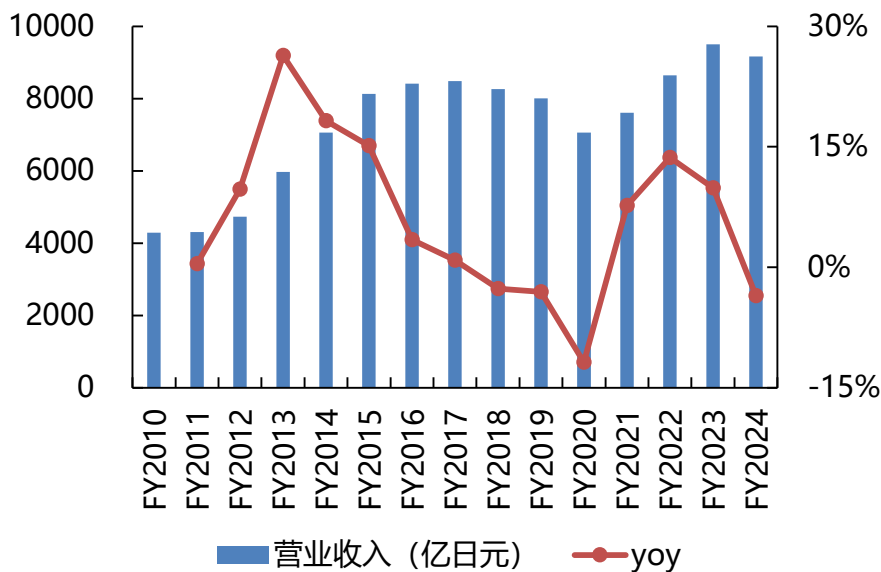
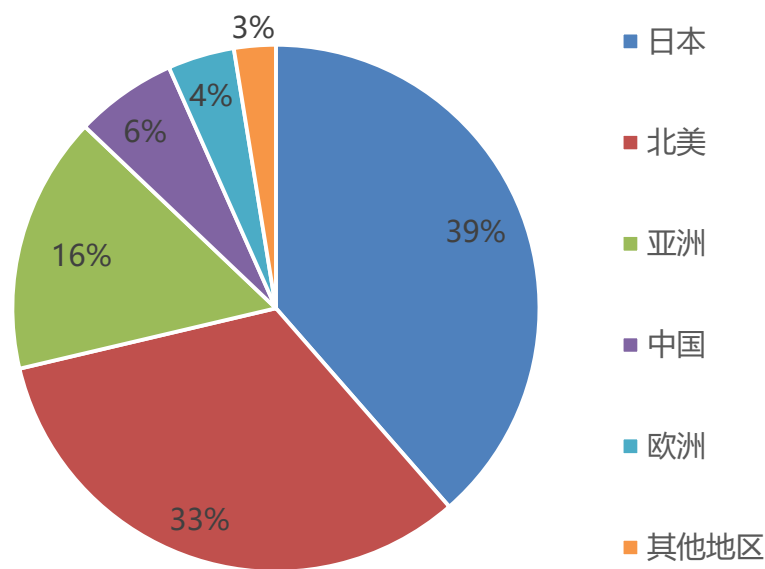


图6：2024财年公司小系制作所分地区营业收入占比



- **小系营业利润在2017财年达到高点后开始逐步下滑。**2010-2017财年小系营业利润规模持续增长，在2017财年达到1037.85亿日元的规模。从2018财年开始，公司营业利润规模出现下滑，其中2024财年公司实现营业利润448.73亿日元，同比下降19.86%。
- **小系营业利润率水平近年来持续承压。**与营业利润规模趋势相似，小系营业利润率水平近年来也呈现持续下滑的状态，从2018财年的12.29%下滑至2024财年的4.90%。

图7：小系制作所近年营业利润情况

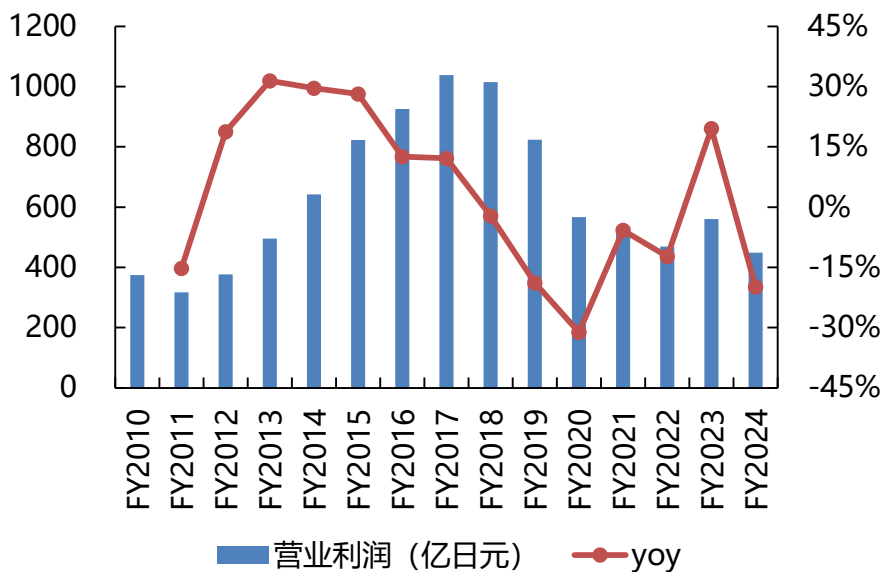
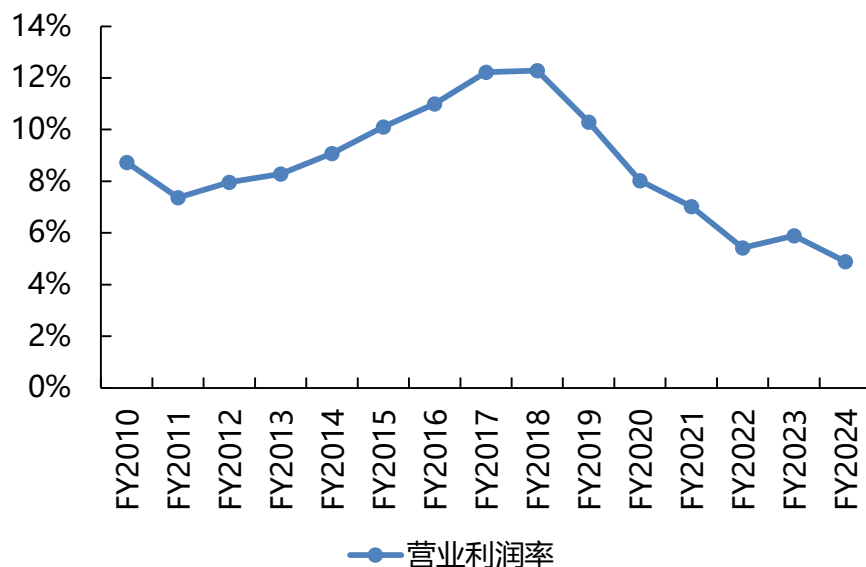


图8：小系制作所近年来营业利润率情况

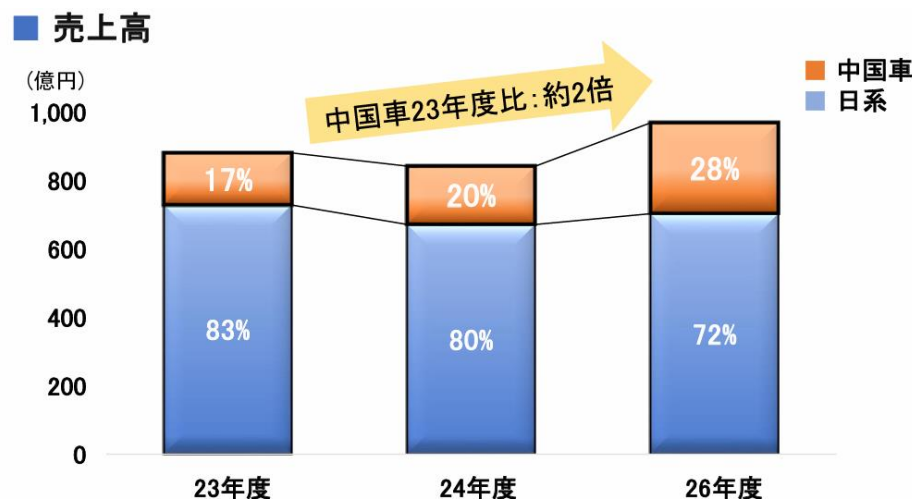


- **小系缩减中国区产能，于2025年关停福州小系。**小系此前在中国共布局三个生产基地，分别是福州小系、广州小系及湖北小系，均为汽车灯具生产基地。公司于2025年4月宣布，由于日系汽车厂商的销售低迷，将关闭福州小系车灯，并通过整合工厂来改善盈利水平。福州小系计划于2025年5月底停产，预计将减少50万台份的车灯产能，小系在中国的产能将整体缩减约15%。
- **小系于2024年提出在华业务战略调整战略计划，但目前来看收效不佳。**在2024年小系提出的中期经营计划中，小系计划通过提升对中国车企的配套份额（获得了比亚迪和小鹏的配套项目）来实现公司中国区营收至2026年的增长。但从2024财年的表现来看，小系中国区的实际经营情况整体低于中期战略中提出的预期。

图9：小系2026年中期战略规划中营业收入展望
(单位：亿日元)

	23年度 実績	24年度 計画	25年度 見通し	26年度 見通し
小 系 製 作 所	3,412	3,450	3,670	3,730
国 内 関 係 会 社	2,226	2,254	2,370	2,455
米 州	2,943	3,202	3,250	3,395
中 国	889	843	855	970
ア ジ ア	1,573	1,521	1,630	1,730
欧 州	490	357	320	330
海 外 関 係 会 社	5,897	5,923	6,055	6,425
消 去	△2,034	△2,067	△2,095	△2,110
連 結	9,502	9,560	10,000	10,500

图10：小系计划通过提升中国车企的配套份额
来实现中国区业务的增长



近三年来，小系中国区业务出现明显下滑

- **营业收入：**由于2017-2018年上海小系核算方式的改变以及最终的出表，小系中国区营收从2016财年的2181亿日元大幅下降至2018财年的937亿日元。2022财年，小系中国区营收再次进入下滑趋势，并于2024财年下滑至583亿日元，主要系下游日系车企在中国市场的销量持续下滑所致。
- **盈利能力：**小系中国区营业利润经过2013-2015财年的快速增长后，在2016-2021财年基本稳定在140亿日元上下的水平；2022-2024财年小系中国区营业利润规模出现显著下滑，其中2024财年降至-11亿日元。小系中国区营业利润率近三年也呈现出显著下滑的趋势，从2021财年的12.37%下降至2024财年的-1.90%，由盈转亏。

图11：小系制作所中国区营业收入情况

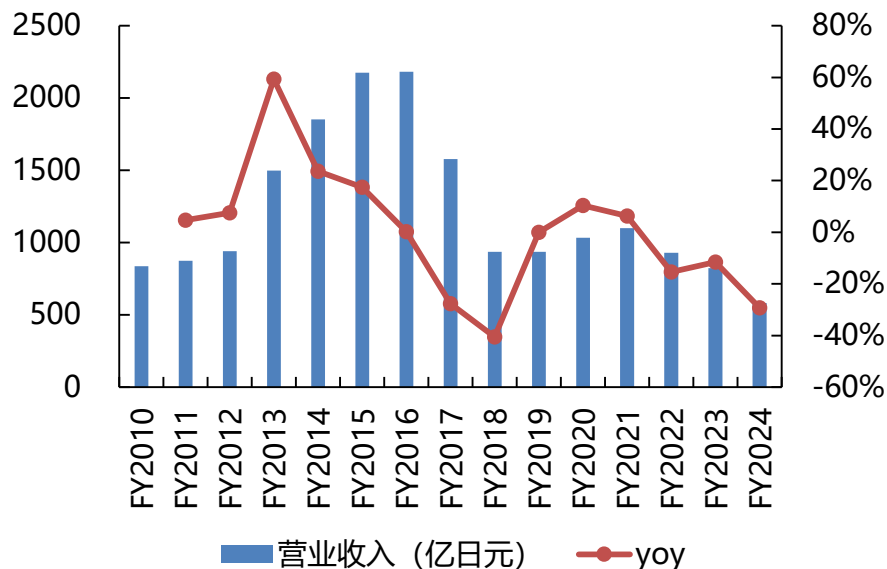
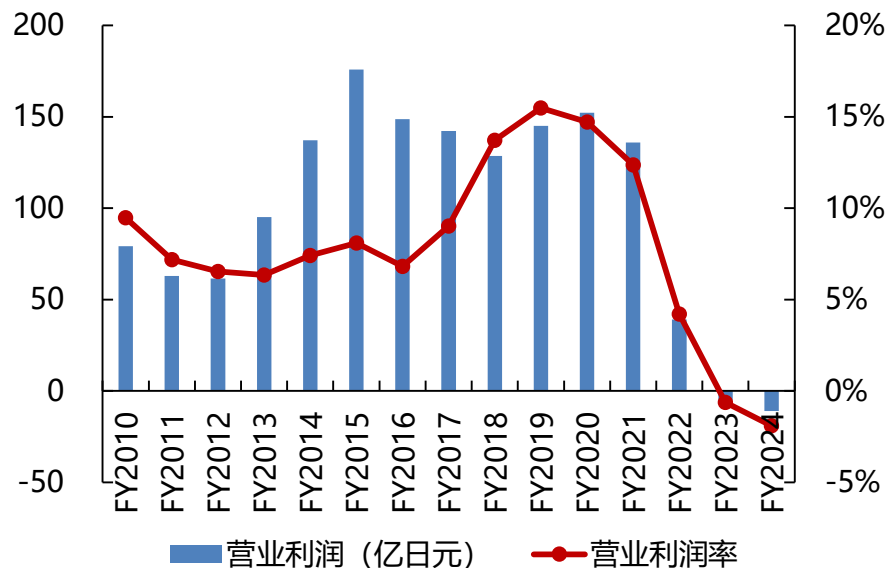


图12：小系制作所中国区营业利润及营业利润率情况



- **近年来小系资本开支整体处于低位，折旧摊销则慢速上涨。**自2020财年开始，小系资本开支出现明显下滑，由2019财年567亿下滑至2020年的379亿日元，此后保持小幅增长的状态，至2024财年资本开支为461亿日元。小系折旧摊销整体处于上升趋势，由2018财年321亿日元缓慢增长至2024年437亿日元。整体来看，自2020财年以来，小系制作所没有出现大幅的业务扩张行为。
- **小系在中国区的资本开支力度更低。**自2019财年以来，小系在中国区没有进行过大额的资本开支，并且2024财年公司中国区资本开支金额大幅低于折旧摊销，反映出小系中国区较低的扩张意愿。同时，2025年小系关闭福州工厂，进一步收缩中国区产能规模。

图13：小系制作所资本开支及折旧摊销情况

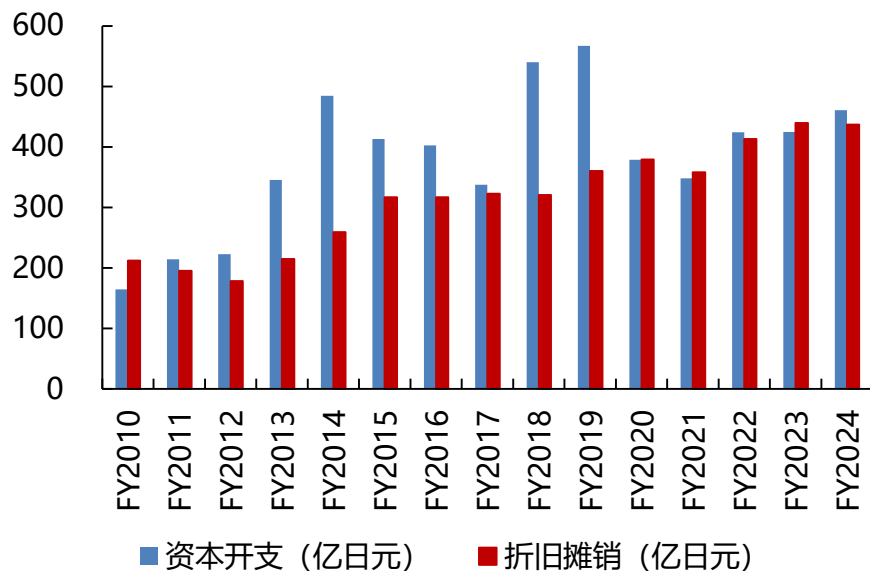
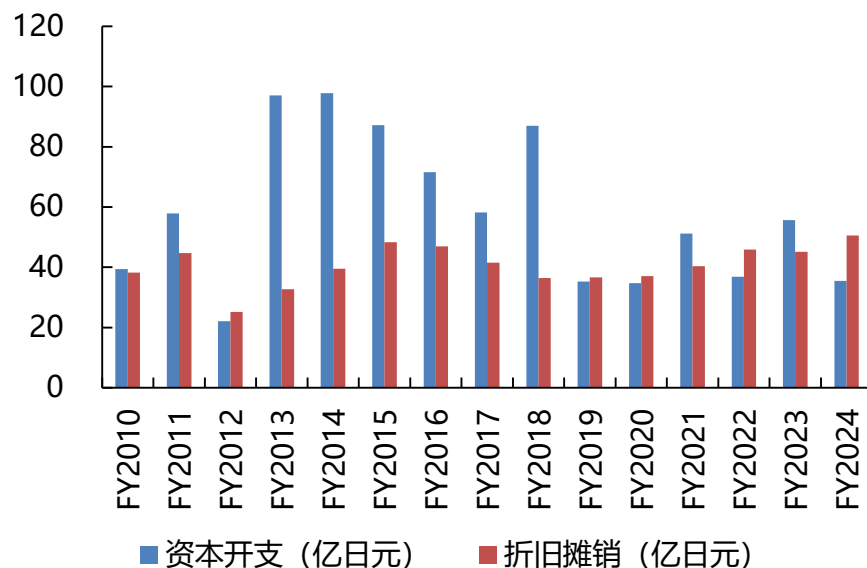


图14：小系中国区资本开支及折旧摊销情况



- 斯坦雷电气株式会社成立于1920年，与小糸同是日系中的重要车灯供应商。公司主营业务包括汽车照明业务、电子元件业务及电子应用产品业务；其主要产品包括前大灯、后组合灯、转向灯、LED、液晶显示装置、操作面板等。2024财年，斯坦雷车灯业务（汽车零部件及组件）营业收入占总营业收入的**86%**，是公司最主要的营收来源。
- **斯坦雷营业收入整体呈上升趋势**。公司整体营业收入从2013财年的3293亿日元增长至2024财年的5096亿日元，11年复合增长率约为4%；其中，公司在2019-2020财年间出现营收下滑，从2021财年开始公司整体营收开始恢复增长趋势。

图15：2024财年斯坦雷营收结构

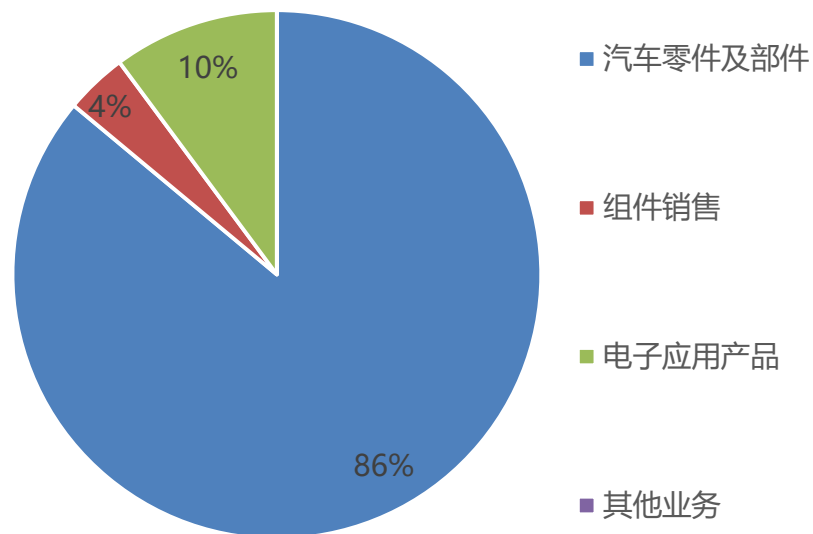
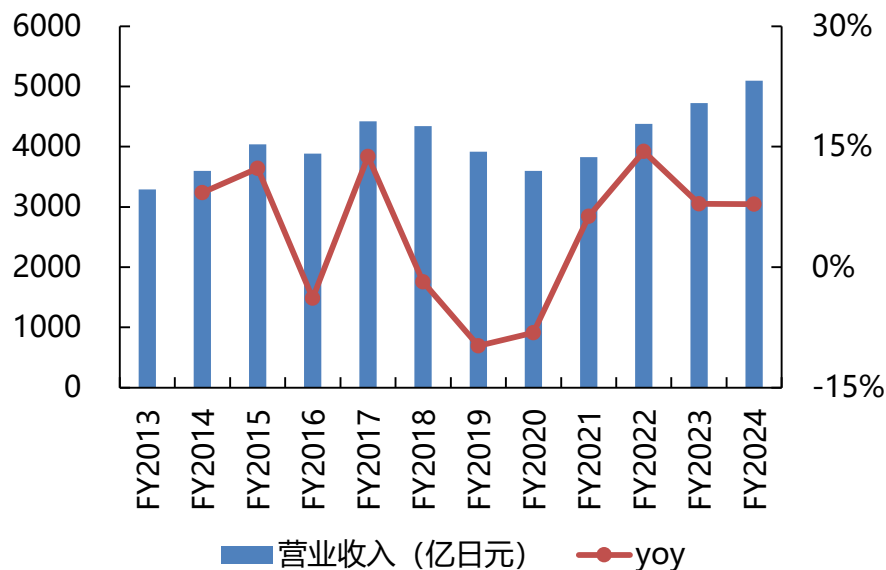


图16：斯坦雷历年营业收入及YOY



- **毛利及归母净利润：** 斯坦雷近十年的毛利和净利变化可分为两个阶段，第一阶段是2013-2018财年的增长期，毛利润及归母净利润从2013年740亿日元和243亿日元分别增长至2018财年的996亿日元和403亿日元；第二阶段是2019-2024财年疫情冲击后的恢复期，公司2019财年毛利及归母净利润大幅下滑至684亿日元及186亿日元，随后毛利润、净利润在2020-2024财年间持续恢复。
- **毛利率及归母净利润率：** 斯坦雷的毛利率和净利率表现同样分为两个阶段，分别是2013-2018财年的小幅震荡阶段和2019-2024财年出现小幅下滑后的震荡阶段；长期看斯坦雷盈利能力出现小幅下滑，毛利率及净利率从2013财年22.47%、7.39%小幅降至2024财年的20.74%、6.29%。

图17：斯坦雷历年毛利润及归母净利润

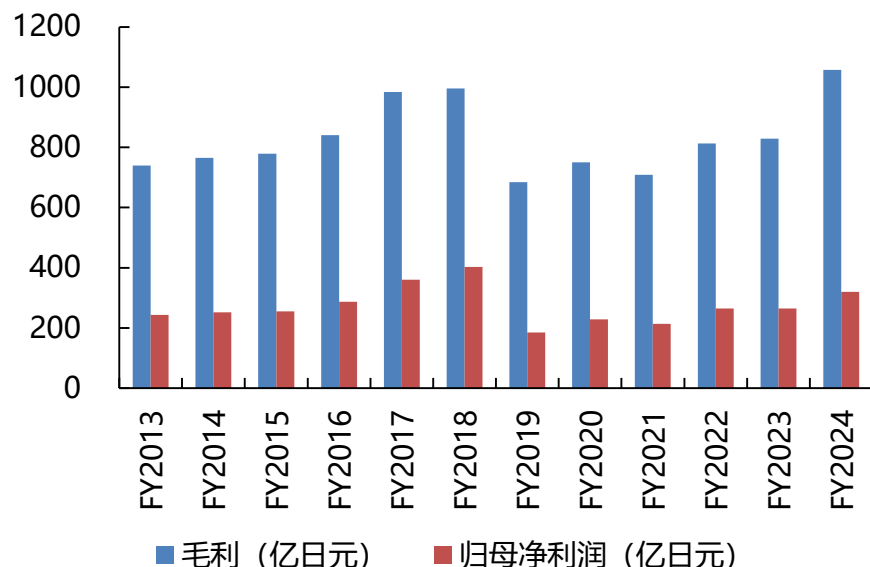
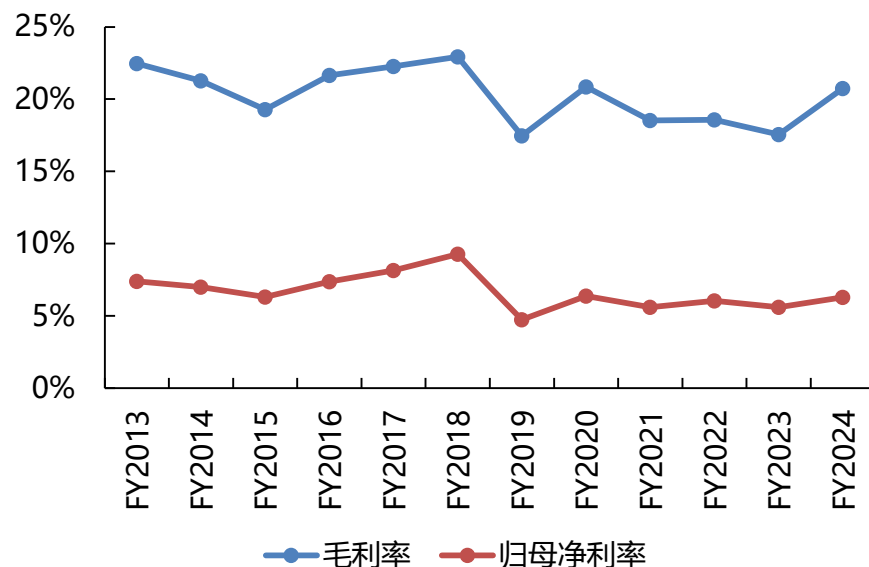


图18：斯坦雷历年毛利润率及归母净利润率



- **中国是斯坦雷的重要市场，以配套日系品牌为主。**2024财年，公司在中国大陆营收为762亿日元，占比约为15%，往年占比基本保持在20%以上，本次中国区营收显著下滑系近五年首次出现。公司中国区业务下滑预计主要系国内日系品牌市场占有率进一步下降所致，公司中国区配套客户以东风本田、广汽本田等日系品牌为主。
- **公司中国地区核心生产基地均依托日系品牌建设。**武汉及广州生产基地为公司中国区的核心生产基地，与广汽本田和东风本田深度绑定。

图19：斯坦雷2024财年分地区营收占比

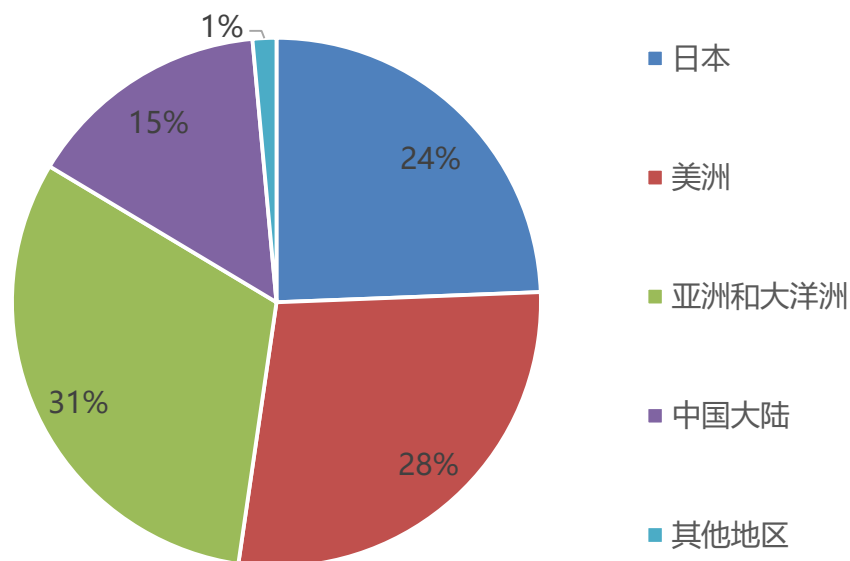


图20：斯坦雷中国区主要配套客户情况



- **受主要客户销量下滑拖累，2024财年斯坦雷中国区营业收入下降明显。**2020-2023财年，斯坦雷中国区营业收入整体保持在900亿日元上下的水平，2024财年斯坦雷中国区实现营收762亿日元，同比下降约17%。下游主要客户方面，广汽本田2024年实现批发销量47.06万辆，同比下降约26%；东风本田实现批发销量42.71万辆，同比下降约29%。
- **斯坦雷中国区营业利润率整体保持相对稳定。**近三年，虽然斯坦雷中国区营业利润有所下滑（从2022财年的81.70亿日元下降至2024财年的72.50亿日元），但斯坦雷中国区营业利润率仍保持相对稳定，其中2024财年公司中国区营业利润率为9.51%。

图21：斯坦雷中国区历年营业收入情况

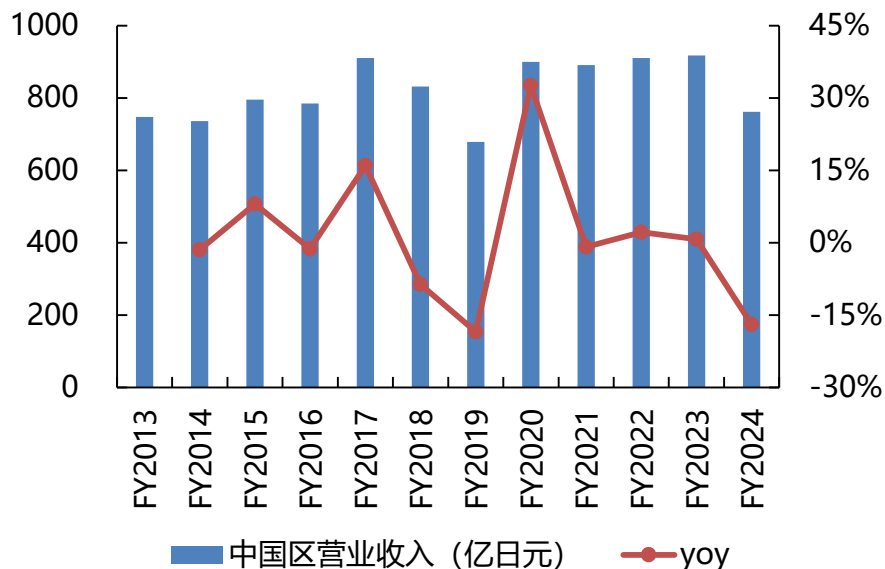
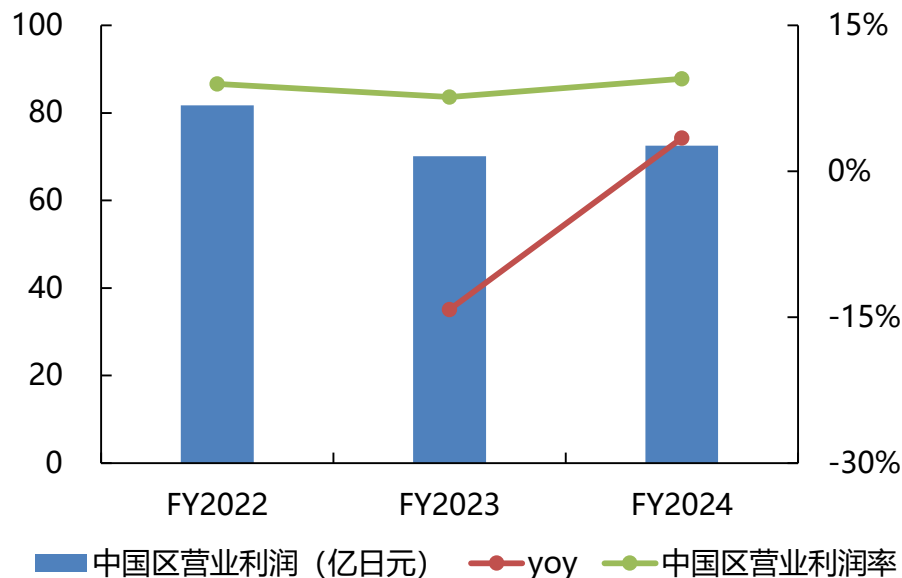


图22：斯坦雷中国区营业利润及营业利润率情况



- **斯坦雷中国区固定资产近三年持续下降，反应出公司中国区布局有所收缩。** 斯坦雷中国区固定资产的变化在过去十年整体可以分为三个阶段。
- ✓ **2015-2019财年：** 斯坦雷中国区固定资产保持基本稳定；
- ✓ **2020-2022财年：** 斯坦雷中国区固定资产开始增长，从下游客户情况来看，东风本田和广汽本田在2020年均进行了扩产+新车型导入，我们判断斯坦雷在这一阶段的扩张是配合核心客户的扩产节奏。
- ✓ **2023-2024财年：** 这一阶段斯坦雷中国区固定资产开始下降，从下游客户情况来看，本田在国内销量从2022年开始持续下滑，且在2024年宣布通过关闭工厂的方式来削减约50万辆的整车产能，本田在中国市场开始进行战略收缩。

图23：斯坦雷中国区固定资产变化情况

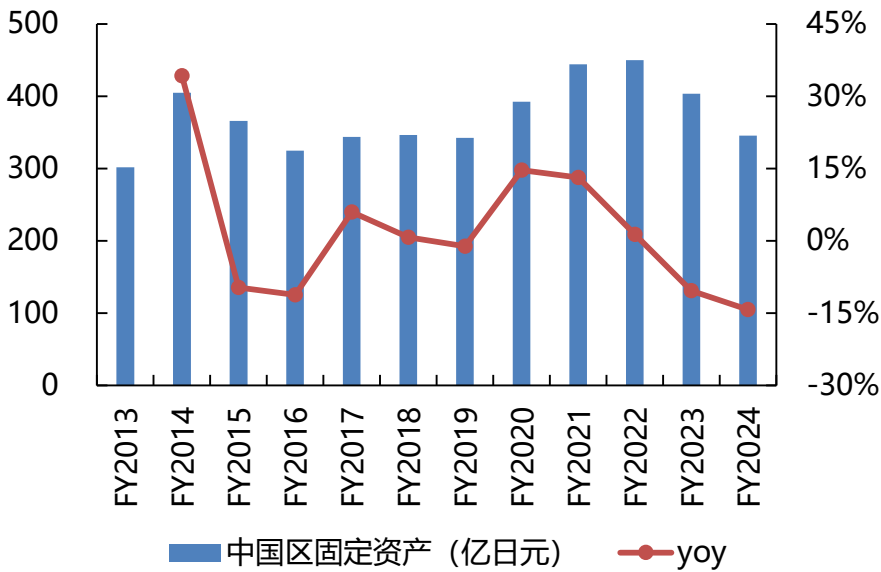


表4：斯坦雷中国区车灯业务布局梳理

企业主体	业务职能	形式	产能	投产时间
天津斯坦雷电气科技有限公司	研发设计	独资	-	2015年投入运营
武汉斯坦雷电气有限公司	生产销售	与本田、广汽合资	年产量84万台，满负荷产量为100万台	一期工厂2014年投产
广州斯坦雷电气有限公司	生产销售	与本田、广汽合资	年生产能力超130万台套	一期2003年投产；二期2006年投产；永和工厂2011年投产
天津斯坦雷电气有限公司	生产销售	独资	-	-

- 法雷奥集团成立于1923年，总部位于法国，是全球领先的汽车零部件供应商，在车灯领域处于全球龙头地位。公司目前共有三大事业部：智能系统事业部（原舒适与驾驶辅助系统）、动能系统事业部（原动力总成系统业务部+热系统业务部）和照明事业部（原视觉系统事业部，包含车灯和雨刮两大产品）；2024年，公司照明事业部营业收入占比为26%。
- **公司照明事业部营业收入整体保持增长。**公司照明事业部营业收入从2015年的41.85亿欧元增长至2024年的55.54亿欧元，九年复合增长率约为3.2%；其中，2020年受全球疫情的影响，公司照明事业部营收出现同比下降，此后处于恢复的状态。

图24：2024年法雷奥分业务营业收入占比

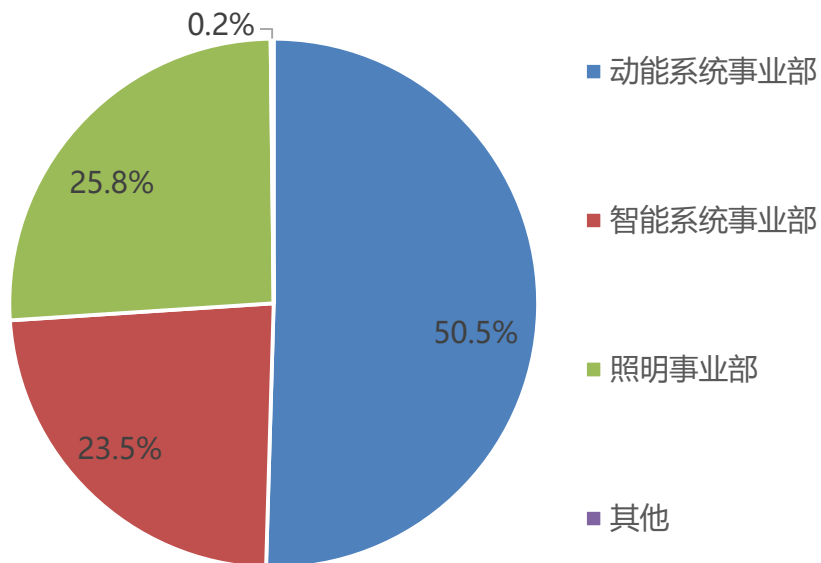
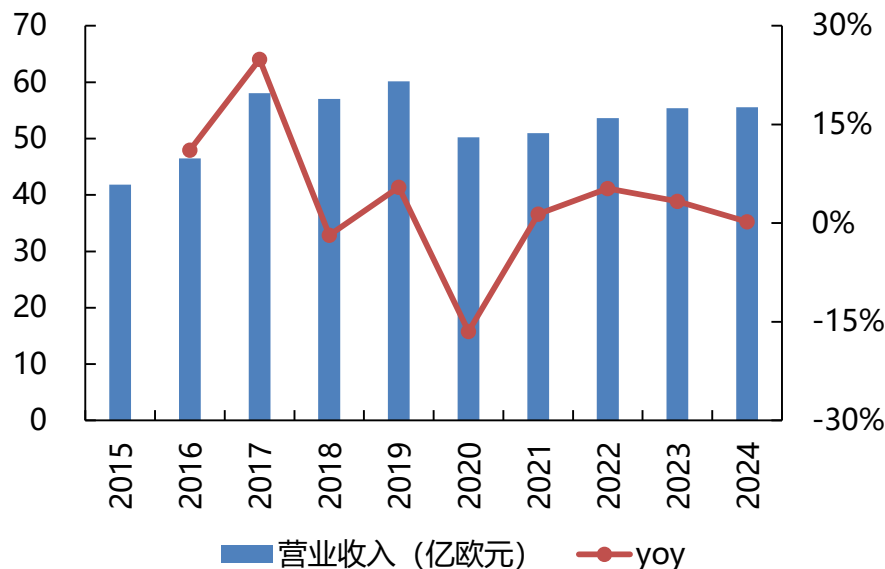


图25：法雷奥照明事业部历年营业收入及YOY



- **法雷奥照明事业部EBITDA近年来整体保持稳定。**2015-2017年法雷奥照明事业部EBITDA持续增长，从2015年的5.19亿欧元提升至2017年的7.64亿欧元；2018年公司照明事业部EBITDA出现小幅下滑，2020年受全球疫情影响进一步下降至4.35亿欧元；2021-2024年公司照明事业部EBITDA恢复至疫情前水平，且近三年均保持在7.0-7.5亿欧元的水平。
- **法雷奥照明事业部EBITDA利润率近三年均保持在13.0%-13.5%的水平。**2017-2020年公司照明事业部EBITDA利润率持续下降，从2016年的13.87%下降至2019年的10.97%，2020年由于全球疫情的冲击更是下探至8.66%；2021年公司照明事业部盈利能力迅速恢复，实现EBITDA利润率13.25%，且近三年均保持在13.0%-13.5%的区间。

图26：法雷奥照明事业部历年EBITDA情况

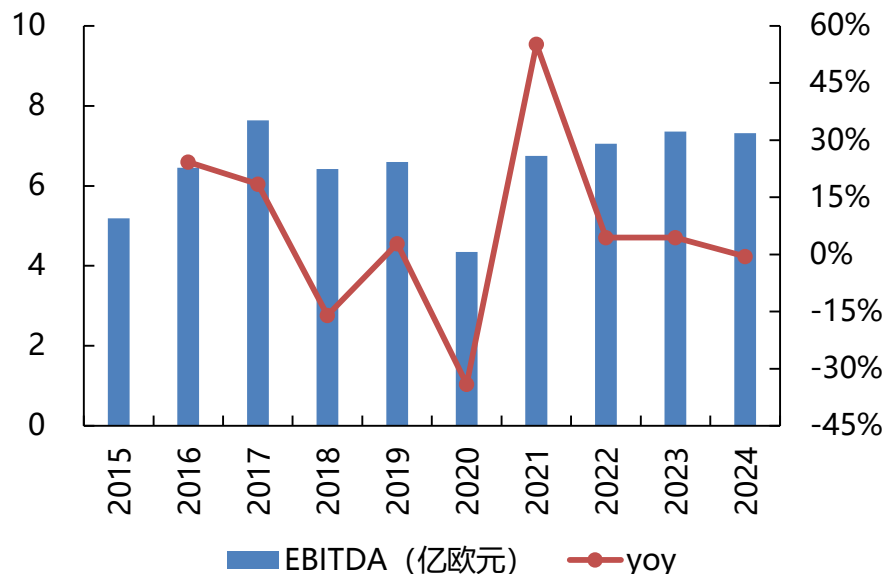
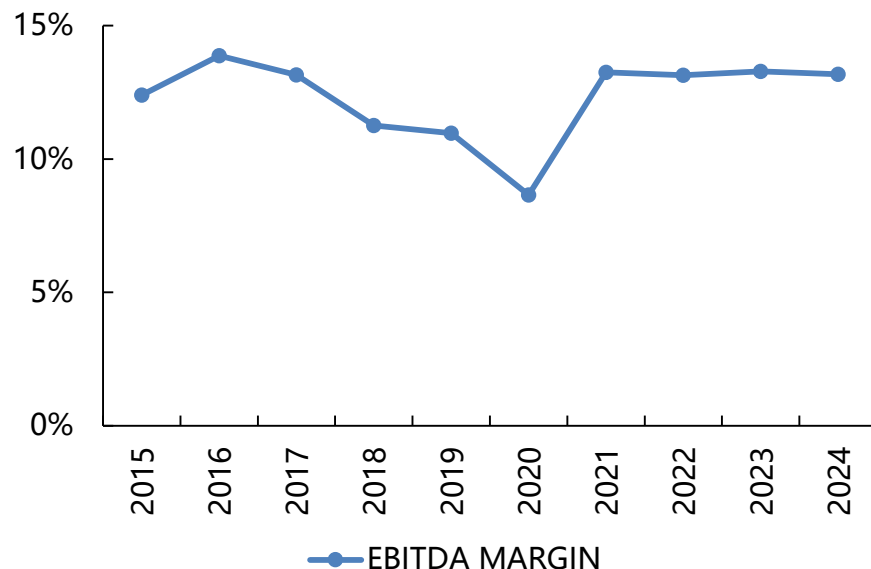


图27：法雷奥照明事业部历年EBITDA利润率情况



- **法雷奥主要通过在中国设立的独资公司来开展中国市场的车灯业务。**法雷奥在中国共有武汉、佛山和沈阳三座主要的车灯工厂，并且在武汉还设立了技术研发中心。法雷奥在中国车灯市场的主要配套客户包括吉利汽车、一汽大众、上汽大众、特斯拉、长安汽车等。根据《湖北日报》的数据，2021年法雷奥中国车灯业务收入约为35亿元。
- **法雷奥加大中国车灯业务投入，拟扩产聚焦高端车灯产品。**2025年6月，法雷奥宣布拟在武汉第二工厂新建产线，研发生产新能源汽车高端车灯产品。法雷奥将依托武汉第二工厂现有基础，投资新建智能化生产线，引入自适应矩阵式LED大灯、投影大灯及智能交互灯组等前沿技术产研体系。

表5：法雷奥中国区车灯业务布局梳理

企业主体	地点	业务职能	形式	产能/产值	投产时间
沈阳法雷奥车灯有限公司	沈阳	生产销售	独资	一期厂区2.1万平米	2013年投产
市光法雷奥(佛山)汽车照明系统有限公司	佛山	生产销售	独资	前大灯年产能250万只，尾灯180万只	2006年投产
法雷奥市光(中国)车灯有限公司	武汉	生产销售	独资	目前年产能300万只，规划扩至500万只	1995年一工厂投产；2022年二工厂投产
法雷奥照明湖北技术中心有限公司	武汉	研发设计	独资	-	2004年成立

- 海拉于1899年在德国成立，后于2022年被法国佛吉亚收购。海拉目前共有三大业务部门：照明部门、电子部门及生命周期解决方案部门。其中，车灯（照明部门）是海拉收入体量最大的业务，2024年营收占比约为49%。
- **海拉车灯业务营收规模持续增长**。海拉车灯业务营业收入从2015/2016财年的27.20亿欧元增长至2024年的39.95亿欧元。其中，2019/2020财年海拉车灯营业收入为26.49亿欧元，同比下降17.99%，预计主要系2020年初全球疫情冲击的影响；此后的几年海拉车灯业务处于持续恢复的状态。

图28：2024年海拉分业务营业收入占比

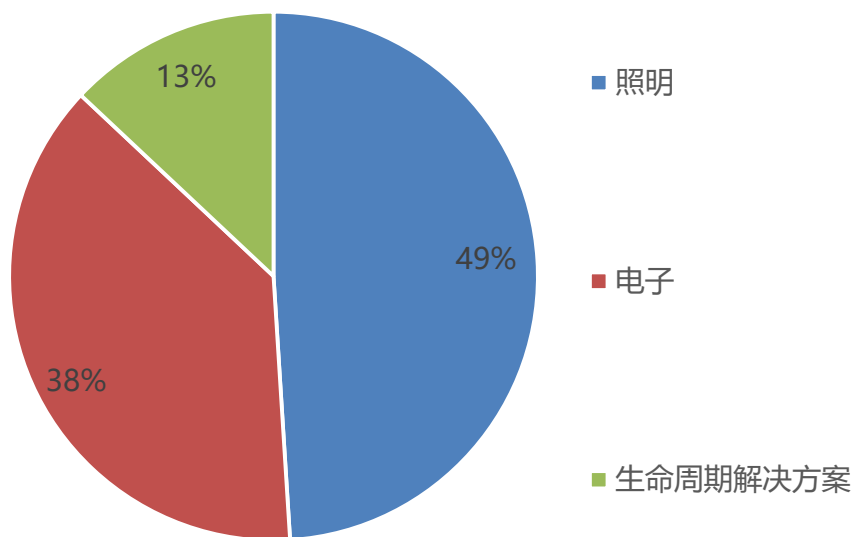
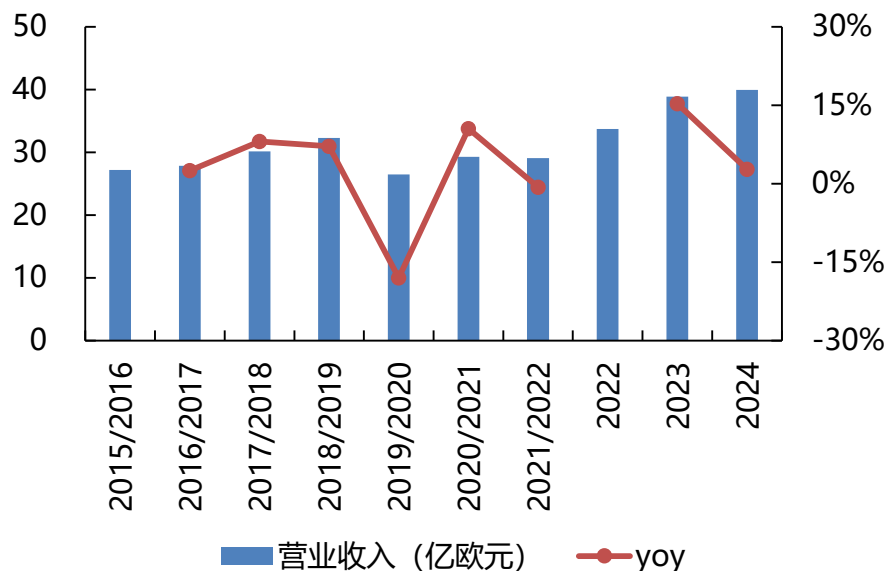


图29：海拉车灯业务历年营业收入情况



注：海拉在2022年调整了财务周期，从此前每年的6月1日至次年的5月31日调整为每年的1月1日至12月31日

- **海拉车灯业务的盈利水平整体保持稳定。**毛利率方面，海拉车灯业务2023-2024年毛利率分别为16.21%和15.72%，整体稳定。营业利润率方面，海拉车灯业务营业利润率从2022年的0.47%恢复至2023年的3.40%，主要系产量提升带来的规模效应+成本提升部分的转嫁+疫情影响的消除。
- **海拉车灯业务的研发投入持续处于高位。**海拉车灯业务2023-2024年的研发费用分别为3.09亿欧元和3.30亿欧元，对应的研发费用率为7.95%和8.26%，处于较高的水平。

图30：近年海拉车灯业务盈利能力情况

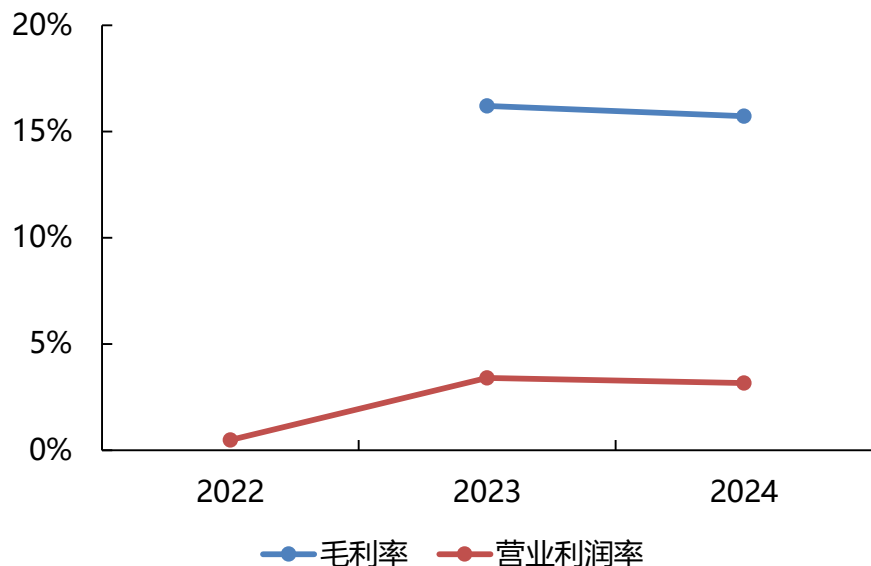
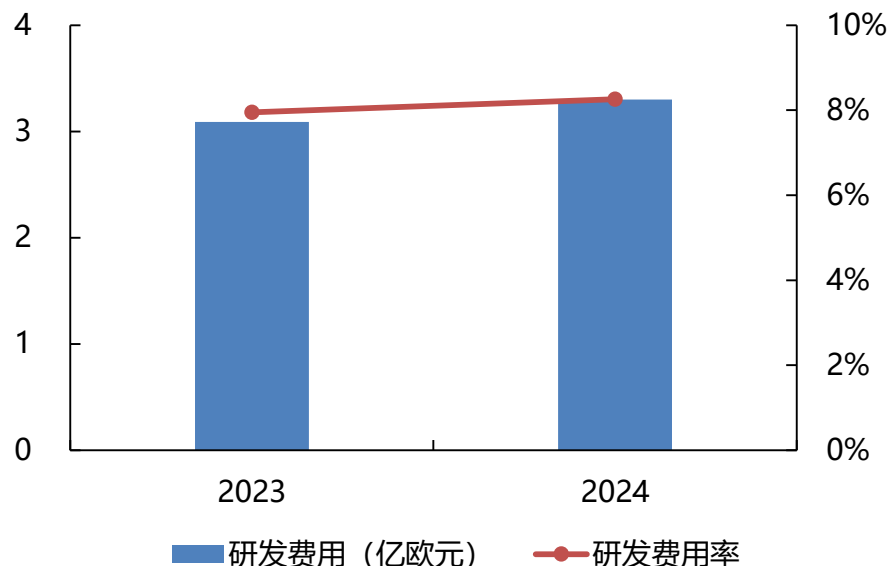


图31：近年海拉车灯业务研发投入情况



- **海拉通过独资及合资的方式布局中国车灯市场。**海拉车灯国内独资部分主要包括长春海拉和嘉兴海拉，其中嘉兴海拉是海拉在亚洲最大的车灯工厂；国内合资部分主要包括和北汽合资的海纳川海拉以及和一汽合资的富维海拉。
- **海拉中国车灯市场客户覆盖广泛。**海拉车灯在中国的配套客户主要包括特斯拉、一汽大众、吉利汽车、小鹏汽车、沃尔沃、上汽大众、理想汽车等。

表6：海拉中国车灯业务主要布局梳理

企业主体	主要地点	业务职能	形式	产能/产值	投产时间
北京海纳川海拉车灯有限公司	北京	生产销售	与北汽合资	-	2014年
长春海拉车灯有限公司	长春	生产销售	独资	-	1995年成立
长春富维海拉车灯有限公司	长春	生产销售	与一汽合资	年产能150万套	2012年成立
嘉兴海拉灯具有限公司	嘉兴	生产销售	独资	海拉集团在亚洲最大的工厂	2012年成立

- 富维海拉成立于2012年，是由一汽富维和德国海拉共同投资设立的合资企业，海拉持股49%。
- 富维海拉拥有三个车灯生产基地，分别位于长春、成都及天津。此外，富维海拉与丹阳亿诺光电科技合资成立富维海诺汽车科技（常州），专注车灯核心零部件的生产及销售。
- 富维海拉主要为一汽集团进行产品配套。富维海拉当前客户以一汽大众、一汽红旗为主。

表7：富维海拉产能布局情况

工厂	产能	投产时间
长春工厂	占地面积5.3万平方米，年产能60万套整灯	2014年
成都工厂	拥有年产80万只整灯的生产能力	2012年
天津工厂	年产能54万套	2024年

图32：富维海拉主要配套客户情况



- **富维海拉近年营收规模整体保持稳定。**2021-2024年富维海拉营业收入规模基本稳定在12-14亿元的区间，其中根据富维股份年报披露，富维股份2024年车灯业务收入为12.88亿元，同比下降2.15%。
- **近年来富维海拉净利率呈现持续下降的趋势。**盈利能力方面，富维海拉近年来净利率持续承压，自2017年达到12.15%的净利率高点后便持续下降，且在2023-2024年公司净利润出现亏损。

图33：富维海拉历年营业收入情况

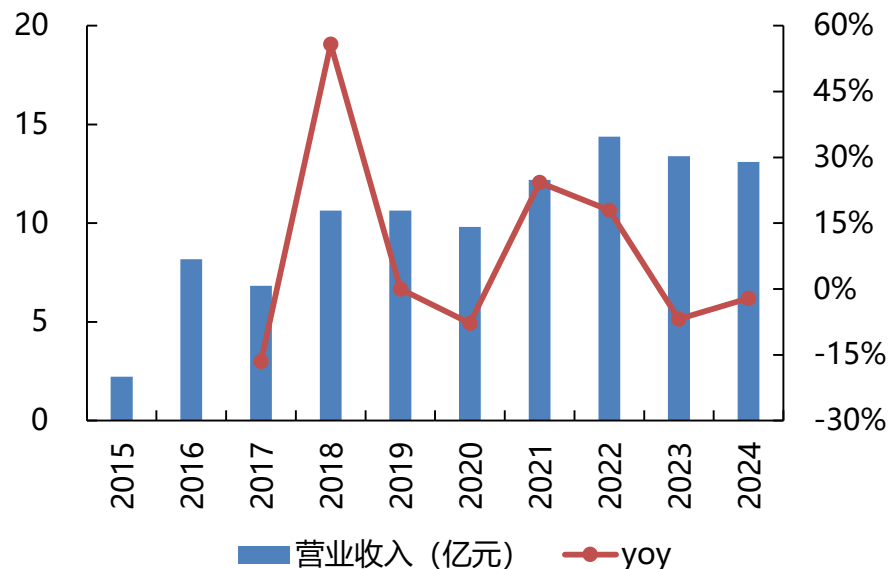
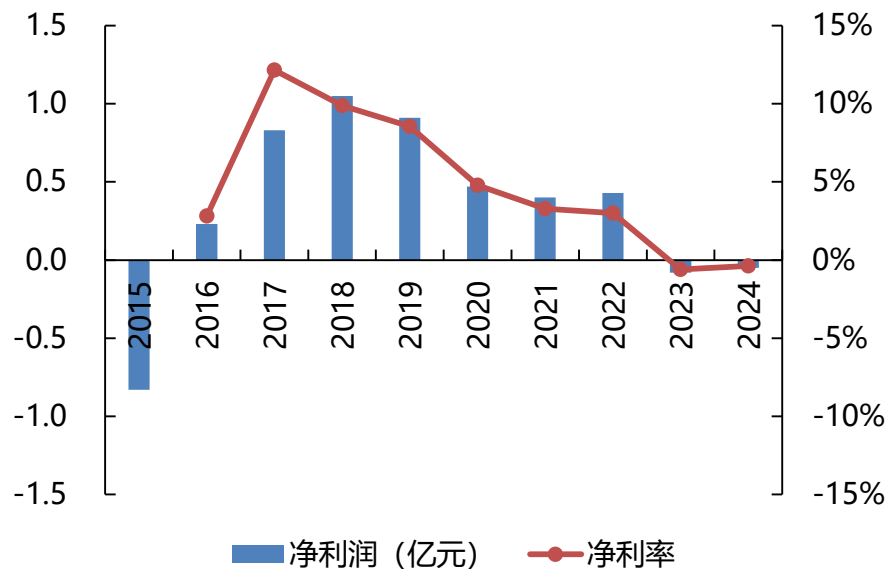


图34：富维海拉历年净利润及净利率情况



- **华域视觉原为中日合资企业上海小糸，于2018年被华域汽车全资收购。**公司前身上海小糸曾是中国车灯市场的龙头企业，2016年实现营业收入98.25亿元，在中国车灯市场份额超20%。
- **多区位布局，公司基地覆盖长三角、华中、东北、西南等核心区域。**华域视觉建有多个生产基地，包括上海总部，重庆、吉林、烟台、武汉、长沙及常熟多个工厂，依托区位优势为多个核心产业区的客户提供配套服务。此外，公司在美国底特律、德国狼堡等海外地区均有布局。
- **华域视觉客户结构以上汽为基本盘，包含多家新能源主机厂。**公司客户包括：上汽集团、一汽集团、广汽集团、吉利、长安、小鹏、小米、极氪、奇瑞、丰田等多家厂商。

图35：华域视觉国内生产基地布局

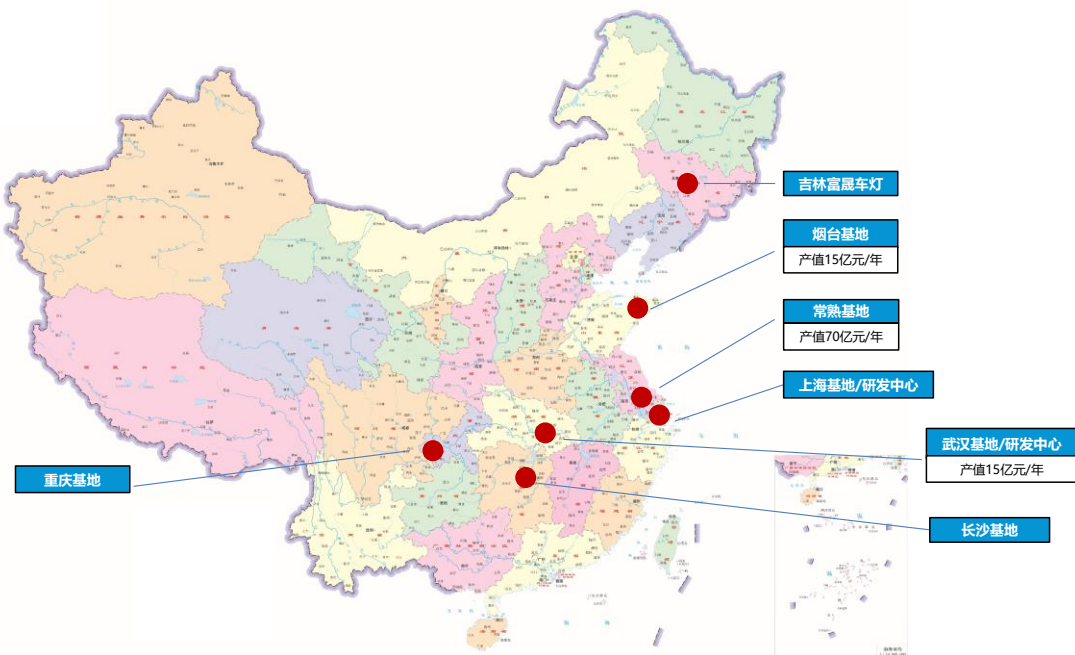


图36：华域视觉客户覆盖广泛



■ **华域视觉2024年收入同比出现下滑。**华域视觉过往营业收入较为稳定，2020年由于全球公共卫生事件的影响，公司营收出现下滑，随后进入增长趋势，从2020年的110亿元上升至2023年的153亿元；2024年公司收入同比明显下降，当年公司实现营收124亿元，同比下降约19%。

图37：华域视觉历年营业收入情况

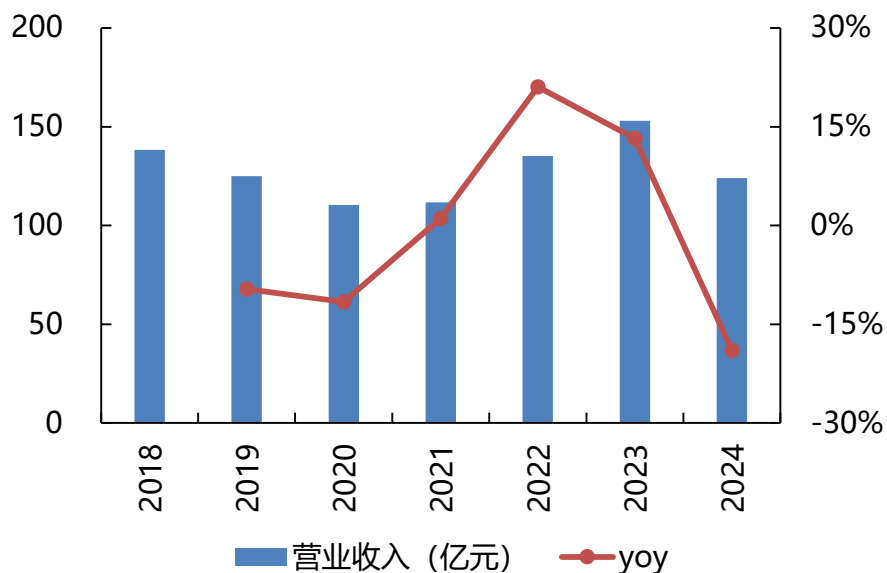
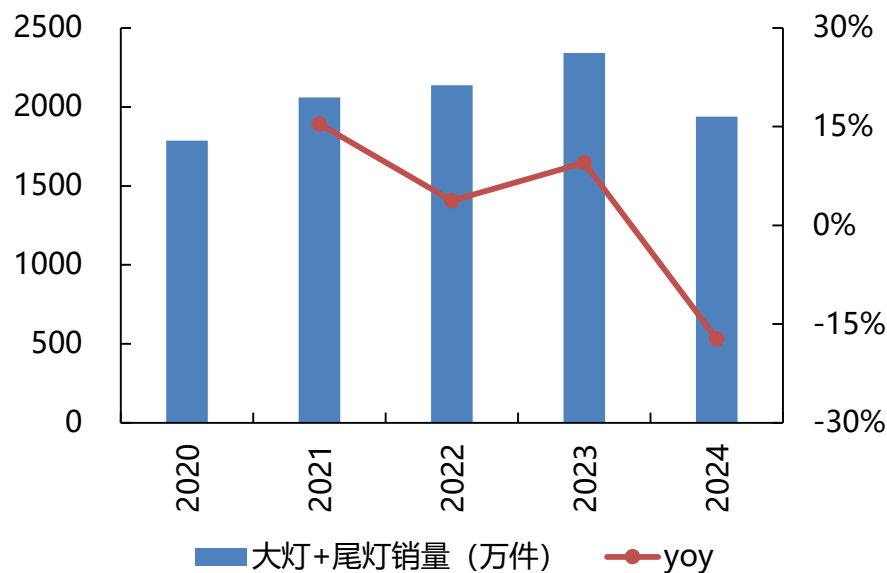


图38：华域视觉近年车灯销量情况



■ **华域视觉自成立以来先后建设了多个生产基地及研发中心。**华域视觉自2018年以来陆续推进了长沙工厂、武汉研发中心、长沙智能生产及全球光学研发中心、常熟工厂等项目的建设，整体处于持续扩张的状态。

表8：华域视觉主要产能扩建项目梳理

新建产能基地	开工/投产时间	投资金额	新增产能情况	项目介绍
长沙工厂	一期于2019年投产	10亿人民币	年产灯具380万台套	年产值15亿元
武汉研发中心项目	2023年开业	-	-	华域视觉武汉研发中心的成立标志着公司由上海总部单研发中心进化为上海、武汉双研发中心
长沙智能生产及全球光学研发中心	2023年签约	6亿人民币	-	预计年产值可达30亿元
常熟基地项目	2024年开工	项目总投资约30亿人民币	年产170万台/套智能车载视觉产品，包含光学组件340万件、高分辨率照明系统510万件、LED电子及控制器件2300万件	达产后年产值约70亿元

- 嘉利股份是专业从事汽车灯具研发、设计、制造和销售的内资车灯供应商。
- 公司目前拥有浙江嘉利（丽水）工业股份有限公司和全资控股子公司浙江嘉利工业有限公司、广东嘉利车灯有限公司三大生产基地。

图39：嘉利股份主要产品

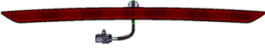
大灯产品	尾灯产品	小灯产品
比亚迪 宋 Pro	广汽丰田 锋兰达	广汽传祺 E8 前/后 LOGO 灯
		
1、远/近光灯分体式布局（2个近光+1个辅助近光+1个远光），采用LED+反射式光学方案设计；2、辅助近光布置在大灯内侧，最大限度保证转弯照射宽度，提高行驶安全性；3、“7”字型的分格式厚壁+LED方案实现位置灯/日行灯功能，点亮效果晶莹剔透，辨识度高。	1、位置灯：LED+厚壁+点状花纹设计，点亮效果均匀、新颖，辨识度高；2、后雾灯：厚壁聚光器设计，外观简洁。	1、LED+扩散内配+外灯罩设计（印刷+PVD电镀工艺）；2、点亮效果均匀，熄灭状态下，外观呈镀铬金属色；3、可依据整车灯光效果需要，实现呼吸式律动灯语。
奇瑞汽车 山海 L9	广汽传祺 M8/E9	一汽红旗 HS3 高位制动灯
		
1、远/近光灯沿用30*110规格的双光透镜模组；2、下方为角灯+辅助远光功能，外观效果仿透镜设计；3、仅集成照明功能（近光、远光、角灯、辅助远光4个功能）。	1、位置灯采用超红光LED+扩散内配，点亮效果均匀，辨识度高；2、转向灯采用竖条状厚壁方案，瀑布式迎宾流水点亮效果；3、采用CAN通信协议，支持多种灯语功能。	高位制动灯采用LED+菲涅尔透镜光学方案

表9：嘉利股份产能布局情况

生产基地名称	地理位置	产能情况
浙江嘉利（丽水）工业股份有限公司	浙江丽水	-
广东嘉利车灯有限公司	广东肇庆	2023年营收16.5亿元
浙江嘉利工业有限公司	浙江温州	2023年营收4.3亿元

- **嘉利股份近三年营业收入整体稳定。**公司2022-2024年营业收入基本保持在26-28亿元的区间，其中2024年公司实现营业收入26.80亿元，同比下降3.87%。
- **奇瑞、广汽、比亚迪为公司目前主要客户。**公司对奇瑞的营业收入近三年快速增长，从2022年的2.13亿元提升至2024年的8.09亿元，2024年奇瑞营收占公司总收入的30%；广汽为公司2024年的第二大客户，2024年对广汽的营收为6.41亿元，同比下降23%；公司对比亚迪的营业收入自2022年开始持续下降，从2022年的4.54亿元，下降至2024年的1.95亿元，2024年对比亚迪营收占公司总营收的7%。

图40：嘉利股份近年营业收入情况

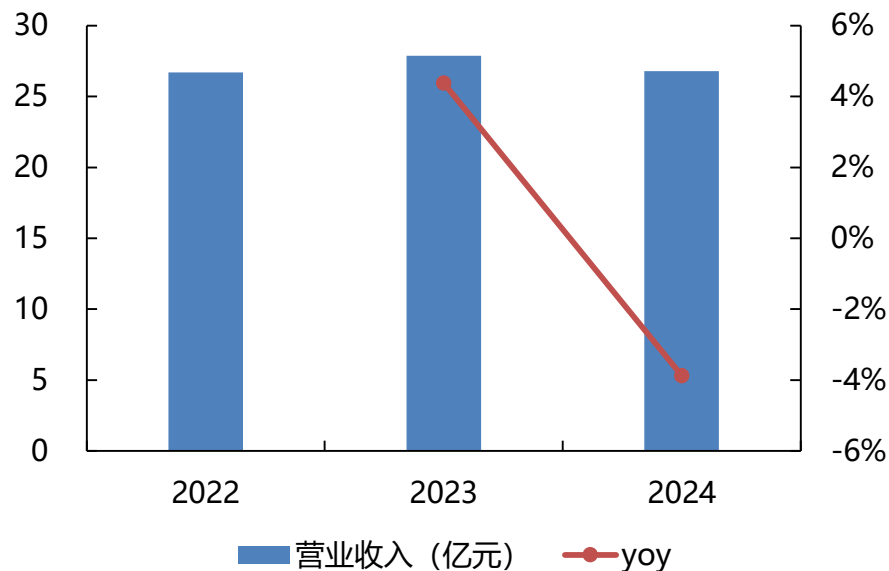
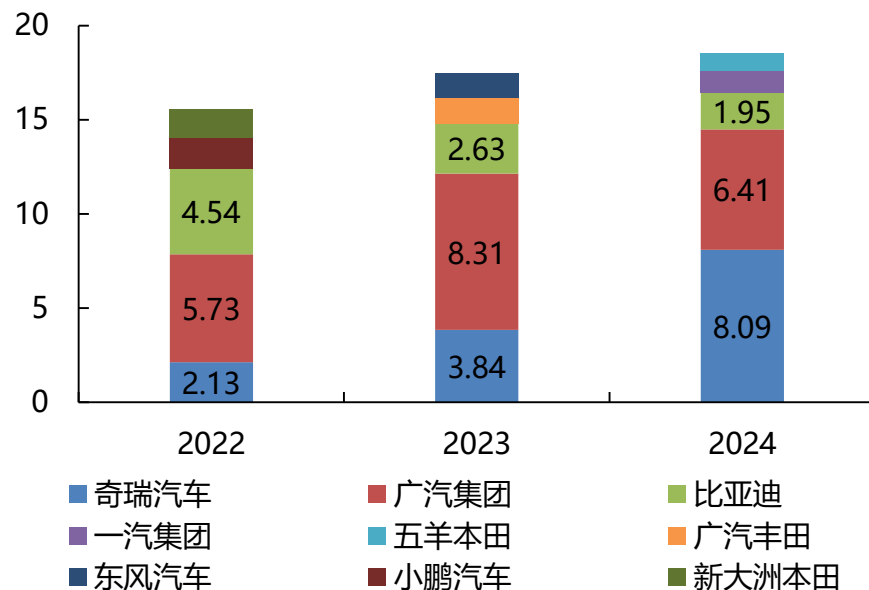


图41：嘉利股份分客户收入情况（单位：亿元）



- **嘉利股份归母净利润2024年出现同比下滑。**2022-2023年公司归母净利润规模基本保持在1.1-1.2亿元的区间；2024年公司实现归母净利润0.88亿元，同比下降21.43%，预计主要系2024年公司营收小幅下滑+管理费用提升所致。
- **公司毛利率和净利率水平整体稳定。**近三年公司毛利率持续提升，从2022年的13.18%提升至2024年的15.59%；归母净利率则稍有承压，从2022年的4.31%降至2024年的3.28%，主要系2023-2024年公司管理费用和研发费用持续增长所致。

图42：嘉利股份归母净利润及yoy

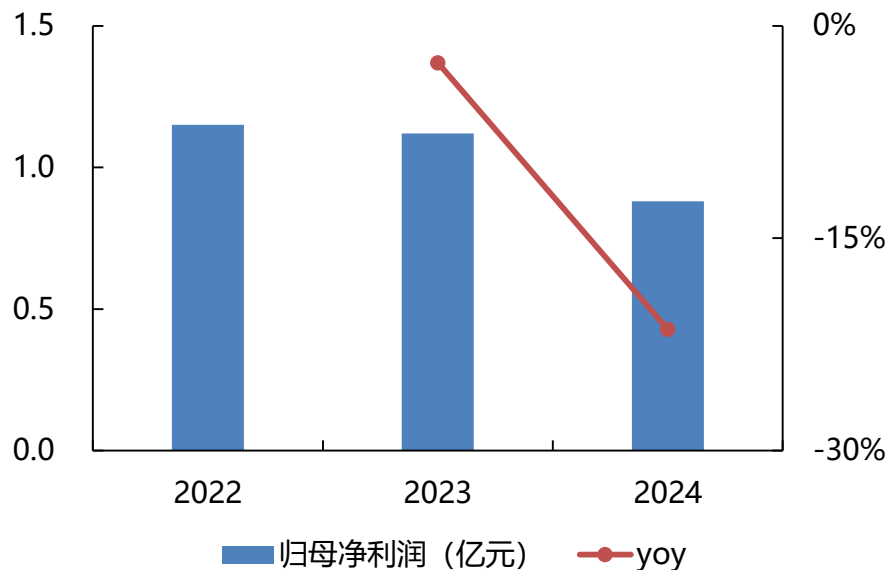
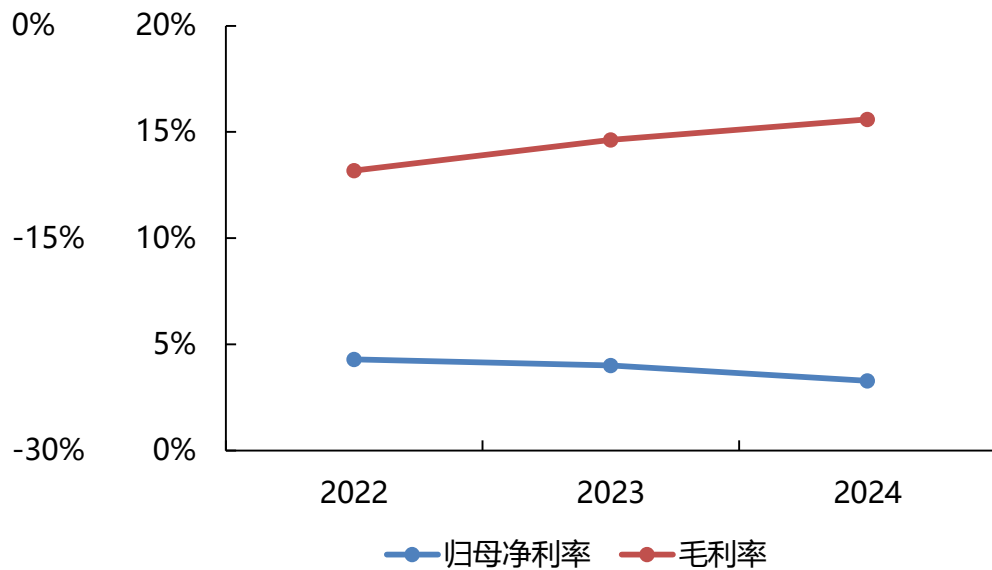


图43：嘉利股份毛利率及归母净利率情况



- **近三年公司扩张意愿明显，资本开支水平处于高位。**公司2022-2024年资本开支分别为5.12亿元、2.89亿元和4.16亿元，远高于同期的折旧摊销水平，反映出公司积极扩张的意愿。同期，公司固定资产+在建工程金额从2022年的9.46亿元提升至2024年的12.51亿元。

图44：嘉利股份近年资本开支情况

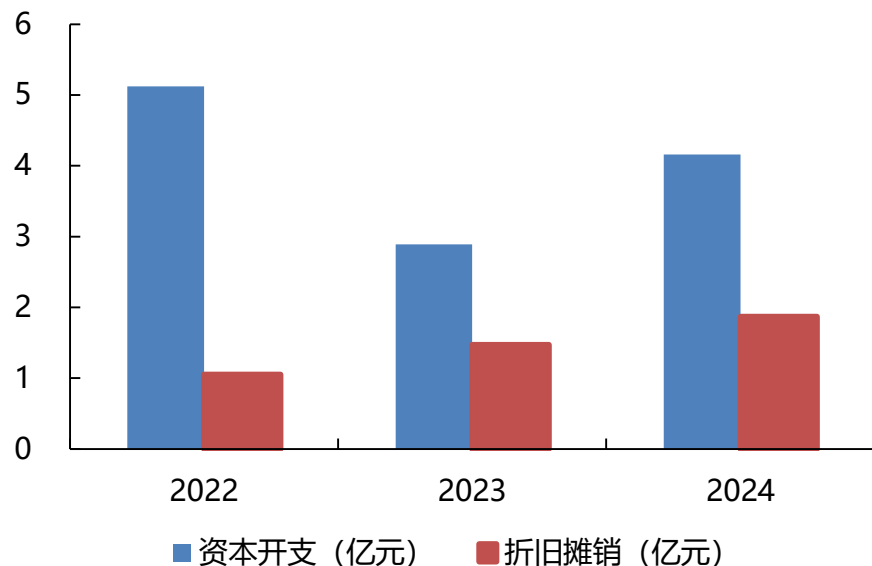
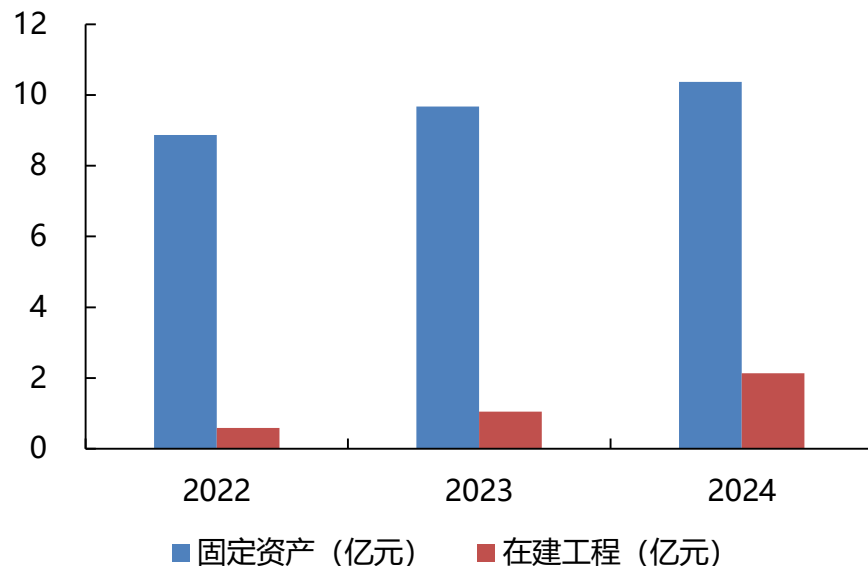


图45：嘉利股份固定资产及在建工厂情况



- **燎旺车灯发展历史悠久，是中国车灯行业老兵。**燎旺车灯的前身为1956年成立的南宁市汽车配件一厂；于2004年改制为南宁燎旺车灯有限责任公司；2021年，佛山照明并购、控股燎旺车灯。公司营业收入近年来基本稳定在15-20亿元的区间，其中2024年燎旺车灯实现营业收入18.22亿元，同比增长14.95%。
- 燎旺车灯在柳州、重庆、青岛、苏州、印尼均布局有生产制造基地，具备年生产超500万台套车灯的生产能力。同时，公司成立了以上海研究院为主，南宁、柳州、佛山为辅的“一院三中心”的研发体系架构，加强公司产品研发能力。
- **公司配套客户包括：**长安汽车、上汽集团、赛力斯、上汽通用五菱等。

图46：燎旺车灯历年营业收入

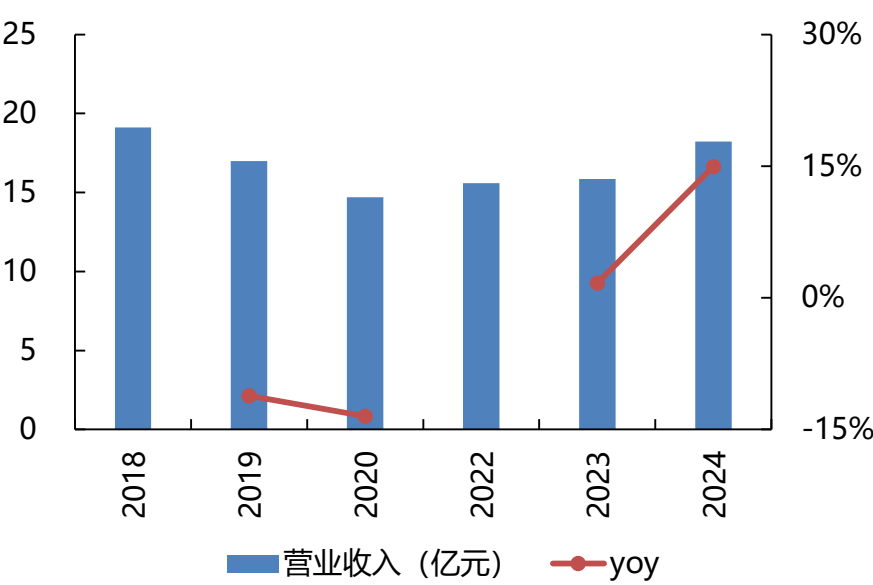


表10：燎旺车灯国内产能布局

生产基地	设立时间	产能情况
青岛生产基地	2012年成立	年产汽车车灯130万套
柳州生产基地	2013年成立	年产汽车车灯180万套
重庆生产基地	2014年成立	年产汽车车灯130万套
苏州生产基地	一期工厂2024年底投产	一期工厂年产汽车车灯120万套

- **净利润方面：**燎旺车灯近年来净利润整体呈上升趋势，净利润由2019年的0.30亿元上升至2024年的0.63亿元。
- **净利率方面：**公司净利率水平类似于嘉利股份，低于行业头部水平。公司净利率水平从2019年的1.77%持续提升至2024年的3.46%。

图47：燎旺车灯历年净利润及yoy

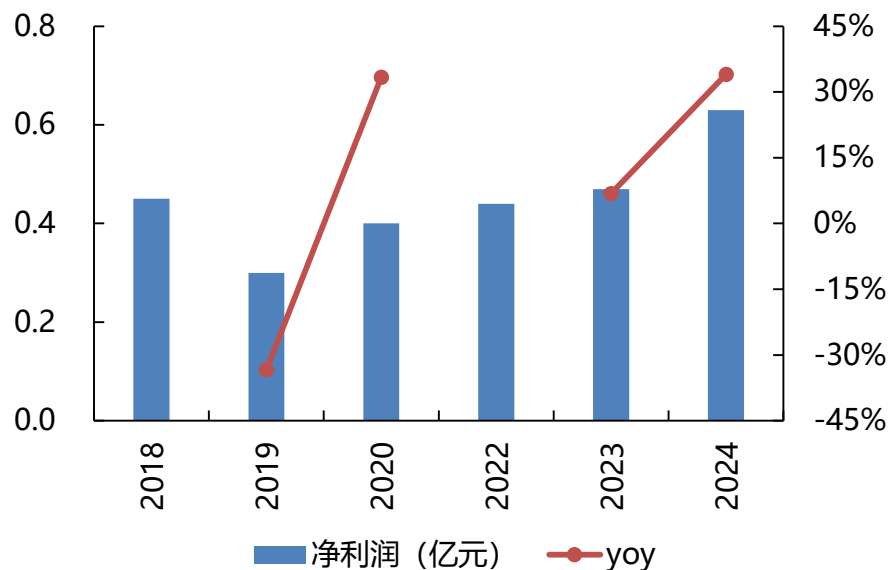
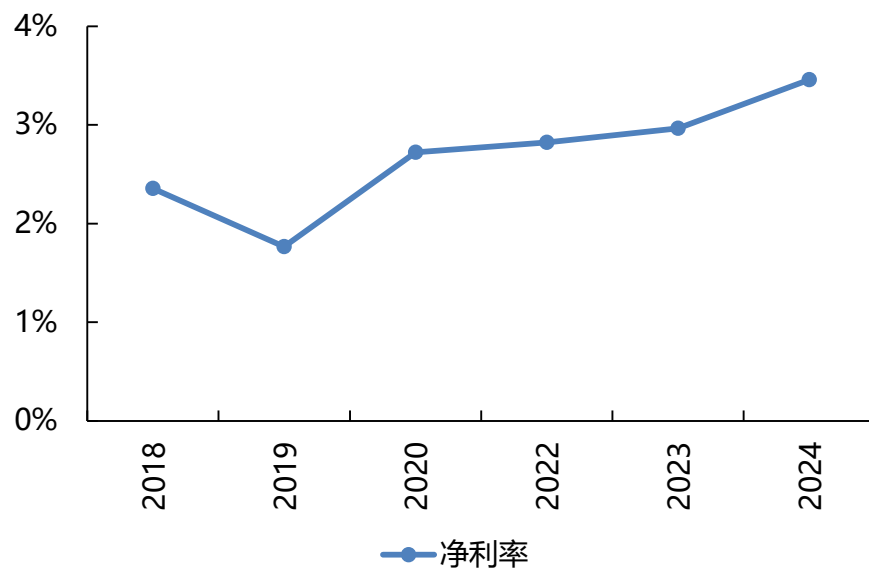


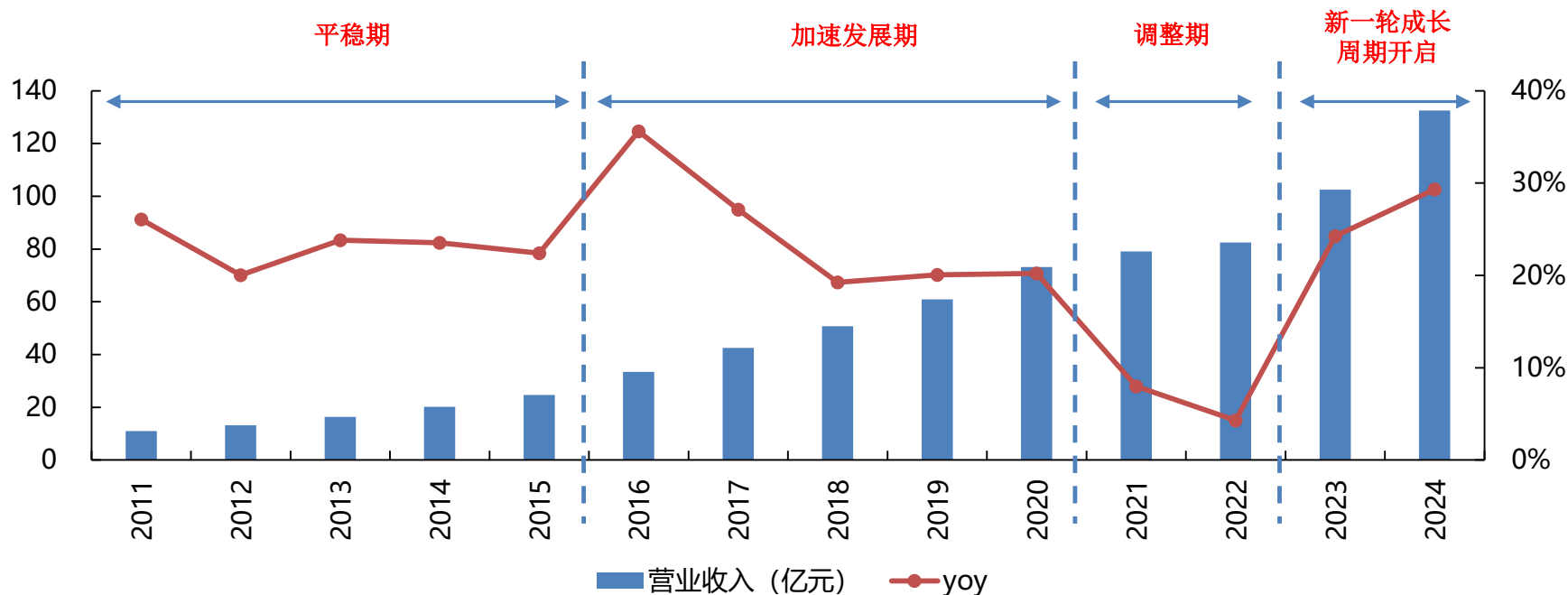
图48：燎旺车灯历年净利率情况



■ 公司在营收端表现出优秀的成长性，上市以来实现了稳定的营收增长。

- ✓ 2011-2015年（平稳发展期）：营收位于【10-25】亿元区间，增速保持在20%左右。
- ✓ 2015-2020年（加速发展期）：营收从2015年的【25】亿元台阶提升至2020年【70】亿元以上，主要受益于车灯LED化率提升+一汽大众、一汽丰田、一汽红旗等客户的强车型周期。
- ✓ 2021-2022年（调整期）：传统合资销量出现下滑，公司客户结构开启转型，收入增速放缓。
- ✓ 2023-2024年及之后（新一轮成长周期）：营收增速重回20%-30%区间，主要系新能源客户从2023Q2开始放量，持续贡献增量，叠加ADB/DLP等车灯智能化升级。

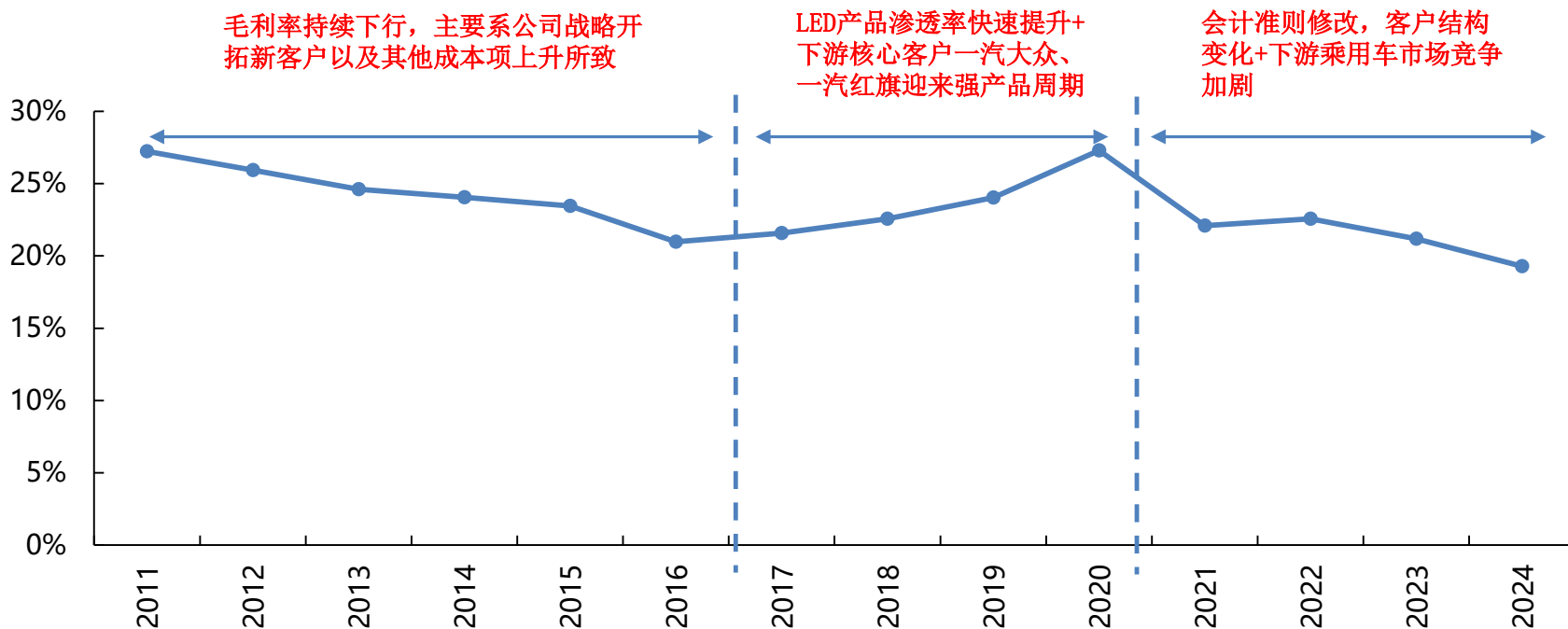
图49：星宇股份营业收入及YOY



■ 上市以来，星宇毛利率的变化整体可以划分为三个阶段。

- ✓ **2011-2015年：**公司毛利率水平整体下行，从2011年的27.22%下降至2016年的20.98%，预计主要系公司战略性开拓新客户+成本端上涨所致；
- ✓ **2016-2020年：**公司毛利率持续提升，从2016年的20.98%持续提升至2020年的27.30%，预计主要系led车灯渗透率提升+下游两大核心客户强产品周期。
- ✓ **2021-2024年：**这一阶段公司毛利率整体呈现下降趋势，一方面存在会计准则调整的影响，另一方面主要系传统合资客户销量承压+整体车市竞争加剧。

图50：星宇股份历年毛利率情况



- **星宇股份净利润规模整体保持增长趋势。**公司归母净利润从2011年的1.67亿元持续增长至2024年的14.08亿元，13年复合增长率约为18%。其中，2021年公司归母净利润同比下降18.19%，2022年公司归母净利润同比微降0.84%，主要系2021-2022年公司正处于客户结构转型阶段，收入增长失速叠加毛利率下滑。
- **归母净利率近三年整体保持稳定。**公司归母净利率变化趋势和毛利率基本一致，2011年由于战略开拓新客户以及其他成本项上升归母净利率呈现下行趋势；2017-2020年受益于下游客户强车型周期+车灯产品升级，公司归母净利率持续提升；2021-2024年，受客户结构变化+下游竞争加剧影响，公司归母净利率水平有所下降，但近三年整体稳定在10%以上的水平，**在国内车灯行业中处于领先水平。**

图51：星宇股份历年归母净利润及yoy

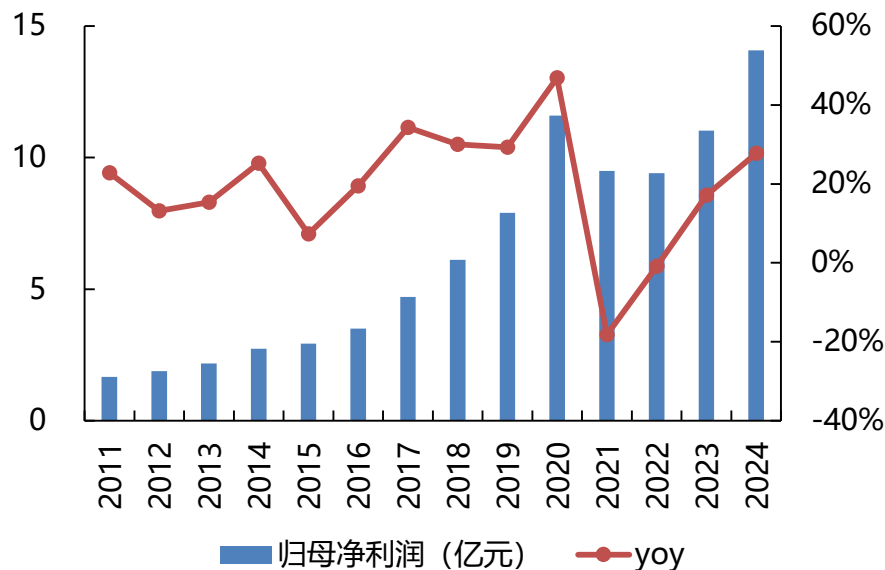
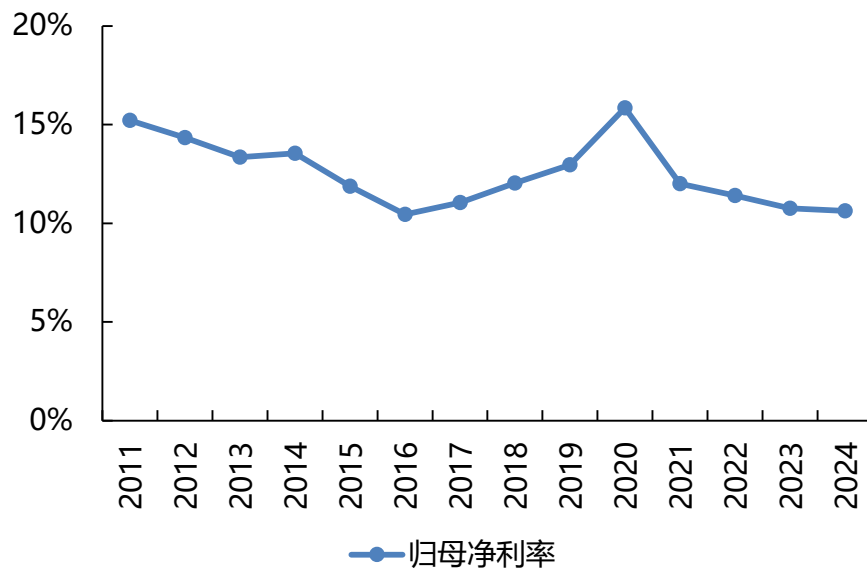


图52：星宇股份历年归母净利率情况



- **星宇自上市以来保持持续扩张的趋势。**复盘星宇的资本开支和固定资产的变化情况可以发现，公司自上市以来一直保持着扩张状态，且整体上可以分为两个阶段：
- ✓ 1、2011-2018年，公司每年的资本开支金额基本在4个亿以下，其中2018年由于国内汽车行业进入下行周期，公司资本开支水平同比有明显下降；
 - ✓ 2、2019年后，受益于公司收入和净利润规模的明显提升，公司每年的资本开支水平提升至8个亿以上，公司进入加速扩张阶段，固定资产和在建工厂金额增长明显。

图53：星宇股份历年资本开支及折旧摊销情况

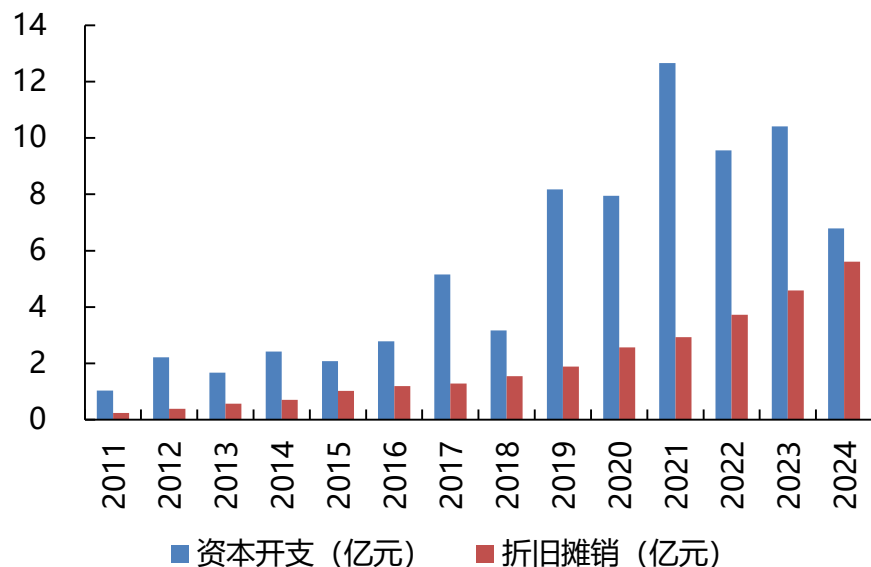
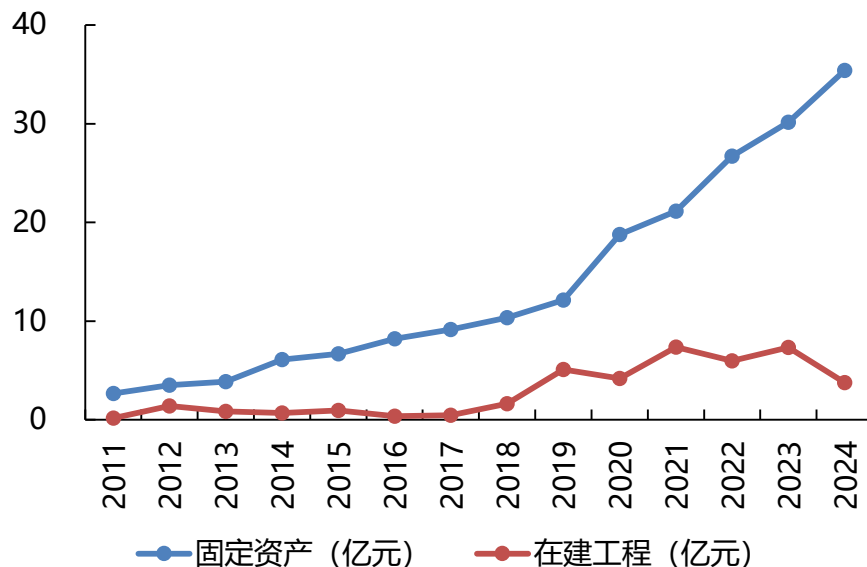


图54：星宇股份固定资产及在建工程

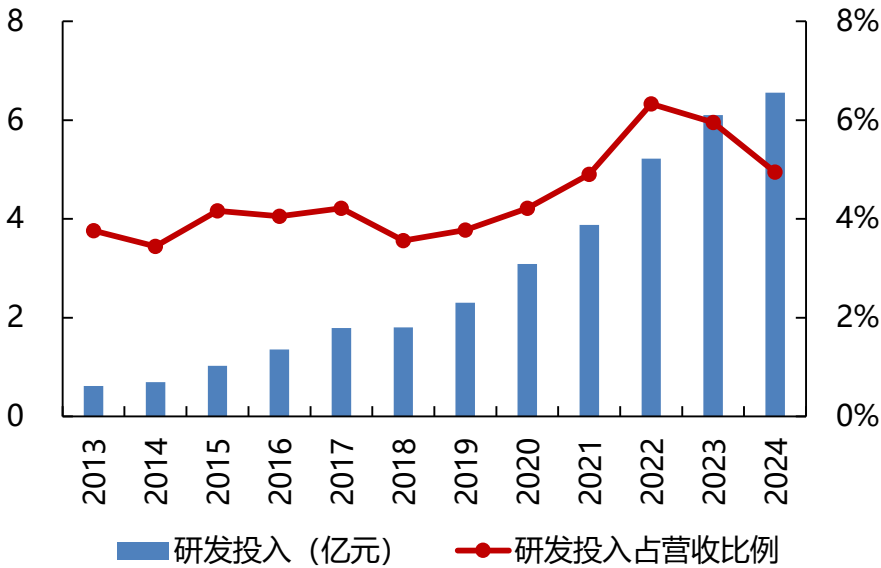


■星宇持续重点布局先进车灯技术的研发项目，确保了公司在车灯技术领域的持续领先。特别是在车灯智能化水平快速提升的背景下，持续的技术研发将提升公司的市场竞争力，使公司在市场竞争中取得优势地位。

表11：星宇股份车灯产品研发历程梳理

时间	车灯研发事件节点
2015年	第一款AFS前照灯成功量产
2016年	第一代ADB前照灯研发成功
2017年	第二代ADB前照灯研发成功；第二代OLED后组合灯研发成功；
2018年	像素式前照灯研发成功
2020年	像素式前灯模块研发成功；ADB大灯成功量产
2022年	加强HD智能前照灯研发
2023年	DLP大灯成功量产
2024年	持续迭代基于MicroLED及相关控制技术的智能前照灯

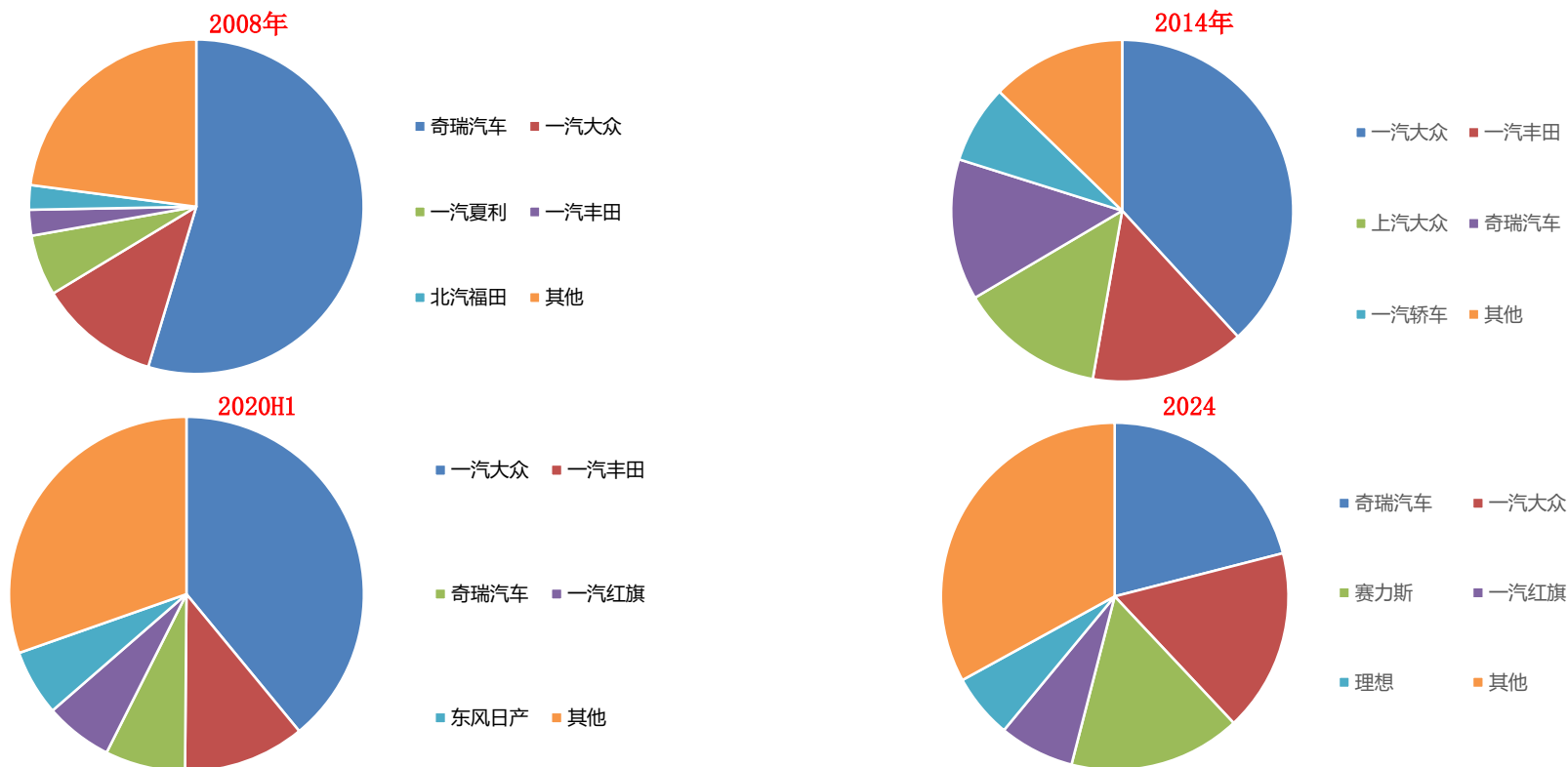
图55：星宇股份研发投入情况



2024年客户结构调整结束，星宇新一轮成长周期开始

- 在星宇的发展历程中，一汽大众、一汽丰田、一汽红旗、东风日产、奇瑞汽车、蔚来、理想、赛力斯等客户分别在不同的成长阶段起到重要的驱动作用。
- ✓ 2010-2014年：持续开拓德系和日系合资客户，一汽大众及一汽丰田等客户营收占比持续增长；
- ✓ 2015-2020年：一汽大众+一汽红旗强车型周期叠加车灯LED升级，持续驱动公司成长；
- ✓ 2021-2024年：合资客户收入占比下降，自主+新能源收入占比提升，2024年奇瑞成为第一大客户，赛力斯+理想进入前五大客户。

图56：星宇客户结构复盘



三、投资建议及风险提示

我们对国内市场各个车灯玩家当前的情况进行了梳理对比，星宇在营收规模、盈利能力、扩张意愿、高附加值车灯研发等维度均处于国内车灯行业的领先地位。

表12：国内车灯行业玩家对比

	星宇股份	华域视觉	小系	法雷奥	斯坦雷	海拉	嘉利股份	燎旺车灯
营收规模（亿元）	132.53亿元（2024年）	124.00亿元（2024年）	9167亿日元，折合人民币443亿元（FY2024）	照明事业部（车灯+雨刮）营收55.54亿欧元，折合人民币418亿元（2024年）	5096亿日元，折合人民币246亿元（FY2024）	车灯营收39.95亿欧元，折合人民币301亿元（2024年）	26.80亿元（2024年）	18.22亿元（2024年）
中国市场营收规模（亿元）	国内收入占比95%以上（2024年）	预计华域视觉营收主要来自于国内市场	583亿日元，折合人民币28亿元（FY2024）	车灯业务营收35亿元（2021年）	762亿日元，折合人民币37亿元（FY2024）	-	嘉利股份营收主要来自于国内市场	燎旺车灯营收主要来自于国内市场
盈利水平	毛利率：19.28%； 营业利润率：12.03%； 归母净利率：10.63%（2024年）	2016年归母净利率约为4%	毛利率：10.55%； 营业利润率：4.90%； 归母净利率：5.04%（FY2024）	EBITDA MARGIN 13.18%（2024年）	毛利率：20.74%； 营业利润率：9.62%； 归母净利率：6.29%（FY2024）	毛利率：15.72%； 营业利润率：3.15%（2024年）	毛利率：15.59%； 营业利润率：3.02%； 归母净利率：3.28%（2024年）	营业利润率：3.46%； 归母净利率：3.46%（2024年）
中国市场盈利水平	同上	同上	营业利润率-1.90%（FY2024）	-	营业利润率9.51%（FY2024）	-	同上	同上
中国市场扩张情况	稳步持续扩张	保持扩张，目前正建设常熟基地，投资额30亿元，规划产值达70亿元	目前正在缩减产能	继续扩张，在武汉第二工厂新建产线，研发生产新能源汽车高端车灯产品	基本稳定，稍有收缩	基本稳定，小幅扩张：合资公司海纳川海拉（三河）计划新投资年产20万套智能车灯的扩产项目以及新建尾灯扩产项目，富维海拉在2024年也实现了天津新工厂的建成投产	持续扩张	持续扩张，2024年投资5.8亿元建设苏州车灯工厂
智能化车灯研发进度	2023年实现DLP的量产；持续迭代基于MicroLED及相关控制技术的智能前照灯。	2021年在高合HiPhi X和智己L7上实现DLP量产。	CES 2025上展示了矩阵LED系统，采用16000个超小型LED，可精确控制照明，包括调光或遮光。	2025年法雷奥宣布与光峰科技达成合作，双方将共同推出集成光峰科技ALL-in-ONE全能彩色激光大灯的新一代汽车前照灯解决方案，可实现自适应远光灯（ADB）、路面投影及车载影院功能。	2015年首次在Mazda CX-5上搭载ADB大灯。	2023年海拉与保时捷合作推出全球首款基于矩阵LED技术的高分辨率前照灯系统SSL HD，每个前照灯都有超过32000个可单独控制的像素。	公司目前已掌握ADB自适应远光灯、车灯投影、智能氛围灯等行业前沿技术。	目前已具备ADB大灯，HD/DLP投影大灯、激光大灯等前沿产品的技术

数据来源：公司公告，公司官网，Marklines，东吴证券研究所

- 推荐逻辑：**1) 空间：车灯是具备持续迭代升级能力的优质零部件赛道，车灯持续的智能化升级推动车灯ASP和行业空间持续增长。2) 格局：高壁垒使得车灯的竞争格局优秀，星宇的行业地位在过去几年中持续提升。3) 客户：目前公司深度配套华为智选、奇瑞、理想、吉利、北美电动车企等新能源/新势力头部客户，绑定头部客户使得公司后续持续受益于乘用车行业格局向头部集中。
- 盈利预测：**预计公司2025-2027年归母净利润分别为17.61/21.89/26.83亿元，对应PE为20倍、16倍、13倍。（PE对应2025年7月14日收盘价）
- 风险提示：**乘用车行业销量不及预期，车灯技术迭代升级不及预期，车灯行业竞争加剧。

表13：星宇股份核心财务指标及盈利预测（单位：百万元）

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	8,248	10,248	13,253	16,305	19,715	23,530
yoy	4.3%	24.3%	29.3%	23.0%	20.9%	19.3%
毛利率	22.6%	20.6%	19.3%	19.8%	20.2%	20.4%
销售费用率	1.4%	0.5%	0.4%	0.5%	0.5%	0.4%
管理费用率	3.0%	2.6%	2.3%	2.3%	2.3%	2.2%
研发费用率	6.3%	6.0%	4.9%	5.0%	4.9%	4.8%
财务费用率	-0.2%	-0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%
归属于母公司股东的净利润	941	1,102	1,408	1,761	2,189	2,683
yoy	-0.9%	17.1%	27.8%	25.0%	24.3%	22.6%
归母净利率	11.4%	10.8%	10.6%	10.8%	11.1%	11.4%

- **乘用车行业销量不及预期。**车灯企业营收直接来源于下游车企客户，若国内乘用车行业的销量不及预期，将会对车灯企业的营业收入和盈利能力产生不利影响。
- **车灯技术迭代升级不及预期。**车灯当前正从传统车灯向智能车灯持续升级，车灯的升级将带来车灯的单车价值量的显著提升。若ADB/HD ABD/DLP等智能车灯渗透率的提升速度不及预期，将对车灯企业营收和利润的增长产生不利影响。
- **车灯行业竞争加剧。**如果车灯行业竞争加剧，行业格局恶化，则将对现有车灯企业的营收增长和盈利能力造成不利影响。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证50指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在15%以上；

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于5%与15%之间；

中性：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与5%之间；

减持：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来6个月内，行业指数相对强于基准5%以上；

中性：预期未来6个月内，行业指数相对基准-5%与5%；

减持：预期未来6个月内，行业指数相对弱于基准5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街5号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

东吴证券 财富家园