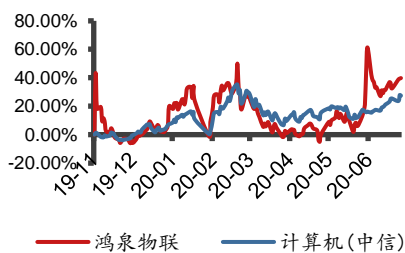


鸿泉物联:安全环保增效,商用车车联网开拓者

投资评级: 买入 (首次)

报告日期:	2020-07-09
收盘价 (元)	49.49
近 12 个月最高/最低 (元)	51.8/28.47
总股本 (百万股)	100
流通股本 (百万股)	21.25
流通股比例 (%)	21.25
总市值 (亿元)	43.30
流通市值 (亿元)	9

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师: 尹沿技

执业证书号: S0010520020001

邮箱: yinyj@hazq.com

研究助理: 夏瀛韬

执业证书号: S0010120050024

邮箱: xiayt@hazq.com

相关报告

- 《华安证券_行业研究_计算机行业_深度报告|车联网 V2X, 5G 下游应用黄金赛道》 2020-05-18
- 《华安证券_行业研究_计算机行业周报_车联网技术助力商用车提升主动安全能力》 2020-06-22
- 《华安证券_行业研究_计算机行业周报_5G R16 标准冻结, 车联网 V2X 建设有望提速》 2020-07-06

投资要点:

● **行业趋势: 汽车智能化、网联化趋势加速, 车联网上行周期直接受益者。** 5G 开启大规模商用, 依托于 5G+ 的新基建方兴未艾, 车联网作为 5G+ 下游最确定的应用场景, 当前已开启行业上行大周期。保障安全、节能环保、降本增效, 以上三点都体现了商用车和特种车辆实现智能化和网联化的重要性和刚性需求。我们认为, 鸿泉物联基于智能化和网联化的产业趋势, 布局智能驾驶增强系统与高级辅助驾驶系统等产品线, 与头部客户保持长期合作, 在商用车细分领域具有一定优势。

● **增长维度一: 保障安全、降低事故率, 利用智能网联技术, 针对商用车加装主动安全设备势在必行。** 随着汽车电子在整车成本中的比例不断提高, 利用智能网联技术来进行主动安全预警已经成为重要手段。主动安全主要是指通过对终端、摄像头以及传感器采集到的影像和信息进行识别分析, 针对专项作业车驾驶运营中存在的安全隐患, 实现车辆状态识别、驾驶员身份及状态识别、盲区行人识别等功能, 使得驾驶员和行人在交通事故发生前得到预警。对比是否加装主动安全设备前后, 行业安全责任书事故同比下降 80%, 效果显著。

● **增长维度二: 国六标准中轻卡 OBD 强制安装, 有望复制其在重卡市场的领先优势, 带动网联终端需求。** 国六政策要求所有的重中轻卡车辆都要安装环保 OBD 等监测设备, 并达到国六排放标准, 2021 年 7 月 1 日覆盖所有车型。按先前国家政策要求, 重卡行车记录仪目前已 100% 前装, 根据测算, 公司 2019 年智能增强驾驶终端销量为 31.3 万套, 占全国重卡的销量 117.4 万辆的 26.67%, 具有一定领先优势。部分整车厂在今年已经开始安装相关的产品。目前中轻卡的年销量达到 200 多万辆, 约为重卡的两倍。公司有望在中轻卡 OBD 市场复制其在重卡市场的领先优势, 带动网联终端的需求。

投资建议

预计国内商用车车联网市场将保持 28% 的复合增速, 到 2025 年市场规模将达到 806 亿元。公司一方面积极拓展新车厂和车型, 另一方面受益于国六标准前装政策的推进, 中轻卡 OBD 放量在即。此外, 随着人工智能、5G、V2X 技术落地, 新的应用场景有望出现。预计鸿泉物联 2020-2022 年归母净利润分别为 0.93/1.37/1.95 亿元, 同比增长 33.2%/47.7%/42.3%, EPS 分别为 0.93/1.37/1.85, 对应当前股价 49.49 元的 PE 分别为 53X/36X/25X, 参照可比公司, 我们给予公司 2021 年 50 倍 PE, 对应市值 68.50 亿元, 对应目标价 68.50 元。首次覆盖, 给予“买入”评级。

风险提示

- 1) 新冠疫情进一步扩散, 企业商务活动受到限制;
- 2) 商用车销量不及预期;
- 3) 车联网等新技术发展和商用化落地进度不及预期;

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	313	426	601	825
收入同比(%)	26.3%	35.9%	41.1%	37.4%
归属母公司净利润	70	93	137	195
净利润同比(%)	22.0%	33.2%	47.7%	42.3%
毛利率(%)	51.5%	51.7%	52.3%	53.1%
ROE(%)	12.7%	10.4%	13.6%	16.6%
每股收益(元)	0.80	0.93	1.37	1.95
P/E	46.09	53.32	36.10	25.36
P/B	3.79	5.26	4.59	3.89
EV/EBITDA	41.35	49.98	32.28	23.06

资料来源: wind, 华安证券研究所

正文目录

1. 鸿泉物联：商用车智能网联开拓者.....	5
1.1 以“降低交通运输的代价”为使命，围绕智能网联快速发展.....	5
1.2 股权架构合理，核心团队稳定.....	5
1.3 保持先发优势，商用车产品在国内车联网领域处于前列.....	6
1.3.1 节能增效，智能增强驾驶系统、人机交互终端以及车载联网终端发挥重要作用.....	6
1.3.2 安全保障，高级辅助驾驶系统广泛应用于渣土车和环卫车辆.....	7
1.3.3 积极拓宽业务赛道，智慧城市落地生根.....	7
1.4 设立技术研究院，重视技术驱动.....	8
2. 专注商用车车联网，看好未来增长空间.....	9
2.1 盈利能力强，主营业务突出.....	9
2.2 重视技术赋能产品，研发费用营收占比持续增长.....	10
2.3 股权激励计划，彰显公司业绩增长信心.....	11
2.4 商用车车联网市场保持高速增长，疫情不改长期逻辑.....	11
3. 借智能网联爆发之际，卡位商用车赛道.....	11
3.1 国六标准驱动中轻卡 OBD 放量，智能增强驾驶系统和网联终端打开增长空间.....	11
3.1.1 夯实重卡市场龙头地位，先发优势明显.....	13
3.1.2 前装市场客户粘性强，智能增强驾驶系统同行业毛利最高.....	14
3.1.3 国六中轻卡 OBD 前装，与多个新客户签署框架协议.....	15
3.2 商用车主动安全设备需求逐步释放，高级辅助驾驶领域空间巨大.....	17
3.2.1 以渣土车后装市场为基础，业务扩展至 27 个城市.....	17
3.2.2 利用前沿技术，提升方案附加值.....	18
3.2.3 保持营收高增长，努力挖掘新应用场景.....	19
4 投资预测.....	20
4.1 核心推荐逻辑.....	20
4.2 营业收入预测与基本假设.....	20
4.3 估值和投资建议.....	21
风险提示：.....	22
财务报表与盈利预测.....	23

图表目录

图表 1 鸿泉物联发展历程 (2009-2020 年)	5
图表 2 公司股权架构图	6
图表 3 智能增强驾驶系统架构	6
图表 4 人机交互终端和车载网联终端	7
图表 5 高级辅助驾驶系统示例	7
图表 6 鸿泉物联“智慧城市”平台及功能	8
图表 7 智能网联技术趋势演进	8
图表 8 鸿泉物联营业收入、毛利率及归母净利润率	9
图表 9 分业务毛利变化	9
图表 10 主营业务收入分行业构成变化 (单位: 百万元)	10
图表 11 2019 年主营业务收入分产品占比	10
图表 12 研发投入及变化趋势	10
图表 13 研究院在研项目进展状况	11
图表 14 智能增强驾驶系统市场占有率变化	12
图表 15 智能增强驾驶终端价格变动 (单位: 元)	12
图表 16 智能增强驾驶平台营业收入 (单位: 百万)	13
图表 17 智能增强驾驶系统销售额 (单位: 百万)	13
图表 18 重卡、中轻卡年销量情况	13
图表 19 2019 年重卡市场前五占比状况	14
图表 20 人在回路的智能增强驾驶技术	14
图表 21 智能增强驾驶终端同行业可比公司毛利对比	15
图表 22 国六排放标准实施时间	15
图表 23 车载行驶记录仪	16
图表 24 车载 T-BOX	16
图表 25 建筑渣土车监控系统	17
图表 26 截止 2019 年上半年实施城市	17
图表 27 鸿泉前车防碰撞告警系统	18
图表 28 鸿泉车道偏离预警系统	18
图表 29 鸿泉驾驶员监视系统(DSM)识别情形	19
图表 30 鸿泉盲区监视系统(BSD)	19
图表 31 鸿泉物联智能渣土车辅助系统	19
图表 32 公司业务拆分	21

1. 鸿泉物联：商用车智能网联开拓者

1.1 以“降低交通运输的代价”为使命，围绕智能网联快速发展

鸿泉物联是我国商用车智能网联领域的开拓者。作为国内较早开始辅助驾驶研究的企业，公司以“降低交通运输的代价”为企业使命，致力于利用人工智能技术和大数据技术，研发、生产和销售汽车智能网联设备。目前，围绕商用车的智能化和网联化，布局智能增强驾驶和高级辅助驾驶为两大业务领域，主要产品包括智能增强驾驶系统、高级辅助驾驶系统、人机交互终端以及车载联网终端等，客户群体主要是商用车整车厂。2016年，鸿泉物联收购全资子公司成生科技，业务范围拓展至智慧城市政务管理系统。公司2019年营业收入3.13亿元，实现归母净利润0.7亿元，归母净利率为22.25%。

图表 1 鸿泉物联发展历程 (2009-2020 年)



资料来源：Wind，华安证券研究所

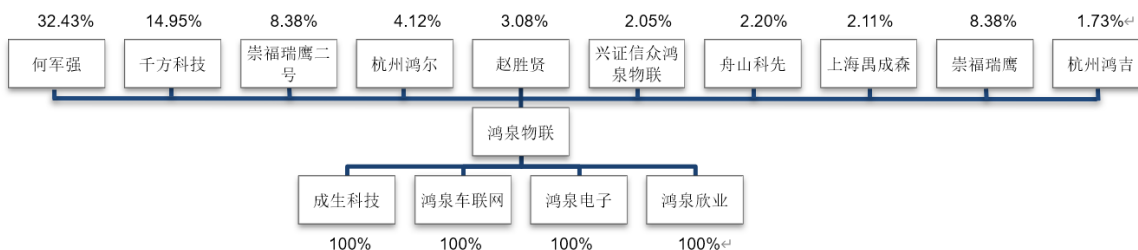
围绕智能网联快速发展，成功登陆科创板。公司成立于2009年，总部位于浙江杭州，成立初期主要为苏州金龙客车开发智能增强驾驶系统。后将该系统升级后用于重型卡车，并成为陕汽的战略合作伙伴。2011年借助交通部强制要求“两客一危”安装定位装置继续拓展相关业务；2014年研发出高级辅助驾驶系统并成功应用在长沙市渣土车项目中，并开始向多个城市推广；2016年将智能增强驾驶系统成功运用在新能源客车上，并且同年收购成生科技，进军智慧城市业务；2019年继续将智能增强系统的应用拓宽至工程机械领域；公司围绕商用车的智能网联市场，历经十年快速发展，于2019年成功登陆科创板。

1.2 股权架构合理，核心团队稳定

股权较为集中，管理研发团队稳定。截止2020年第一季度，前十大股东共持股占总股本76.54%，且前十大股东中有八家机构投资者。鸿泉物联核心创始人何军强先生为公司实控人持股比例为32.43%。公司自成立以来，一直保持以何军强为核心的管理团队独立管理公司生产经营，同为核心创始团队的刘浩森和赵胜贤负责公司技术创新

和研发。鸿泉物联目前第二大股东为千方科技，持股占比 14.95%。千方科技对鸿泉物联的投资属于财务投资，两者业务独立。

图表 2 公司股权架构图



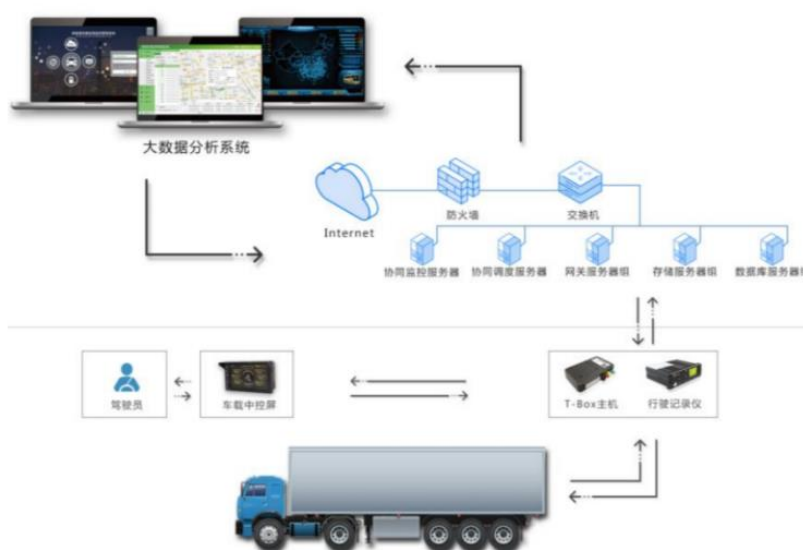
资料来源：Wind，华安证券研究所

1.3 保持先发优势，商用车产品在国内车联网领域处于前列

1.3.1 节能增效，智能增强驾驶系统、人机交互终端以及车载联网终端发挥重要作用

在车联网领域，鸿泉物联提供的主要产品包括智能增强驾驶系统、人机交互终端以及车载联网终端。智能增强驾驶系统包含智能增强驾驶终端和智能增强驾驶平台，其中智能增强驾驶终端由硬件设备和智能增强驾驶模块（嵌入式软件）构成，与智能增强驾驶平台搭配使用。1) 智能增强驾驶平台为平台软件形式，发行人独立开发后，验收通过交付整车厂、车队运营或使用，整车厂、车队、司机等使用者可直接通过平台软件、APP 获取车辆的各类大数据分析结果。2) 硬件终端包括 T-BOX、行驶记录仪等形式，作为车辆与外部的信息交换中心。3) 智能增强驾驶模块为嵌入式软件形式，内含驾驶行为专家库和不良驾驶模型，可以通过 OTA 的方式进行远程升级维护。

图表 3 智能增强驾驶系统架构



资料来源：招股说明书，华安证券研究所

车载联网终端主要包括行驶记录仪及 T-BOX，主要为满足交通监管部门的监管需

要，提高商用车联网率。人机交互终端以中控屏的形式交付，主要是用于实现人机交互，提高司机驾驶体验，提供影音娱乐、车载导航、驾驶信息提醒等功能。

图表 4 人机交互终端和车载网联终端

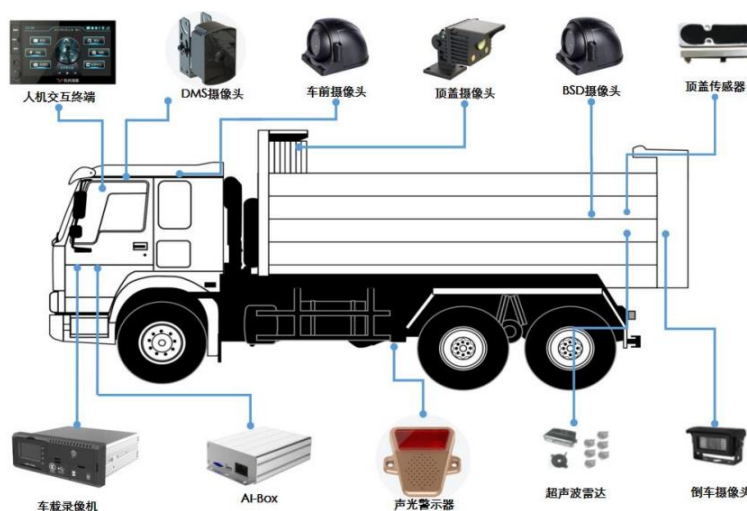


资料来源：招股说明书，华安证券研究所

1.3.2 安全保障，高级辅助驾驶系统广泛应用于渣土车和环卫车辆

在车联网智能领域，鸿泉物联提供的主要产品是高级辅助驾驶系统。高级辅助驾驶系统由终端、摄像头、传感器和人工智能模块（嵌入式软件）组成，不包括平台软件。以鸿泉物联自主设计的深度学习框架 HQNN 为基础开发的人工智能模块，对终端、摄像头、传感器采集到的影像和信息进行识别、分析，针对专项作业车驾驶运营中存在的安全隐患，实现车辆状态识别、驾驶员身份及分神识别、盲区行人车辆识别等功能，使驾驶员和行人在交通事故发生前得到预警，降低交通事故发生率。

图表 5 高级辅助驾驶系统示例



资料来源：招股说明书，华安证券研究所

高级辅助驾驶系统的部署，让安全事故明显下降。鸿泉物联 2014 年率先研发出了渣土车高级辅助驾驶系统，并成功应用于在湖南省长沙市，随后陆续在多个城市推广应用。截止 2020 年第一季度，全国范围内公司共参与 27 个城市中的 23 个渣土车项目。以湖南长沙市为例，在应用渣土车高级辅助驾驶系统并运行近三年后，实现了全市渣土运输的降尘、降音、降噪，市民投诉下降 40%；行业安全大幅提升，安全事故同比下降 80%。

1.3.3 积极拓宽业务赛道，智慧城市落地生根

智慧城市落地生根，逐步推广。鸿泉物联全资子公司成生科技专注于智慧城市业务，包括智慧城市政务管理平台，并提供部分平台的运营服务。成生科技目前开发实

施的上海市渣土车辆监管系统、浦东新区河道管理信息系统已纳入上海市浦东新区城市运行综合管理中心“城市大脑”；上海市生活垃圾物流管理系统已在长宁、松江实现了对生活垃圾分类投放、收运、中转、转运和分流处置的全流程信息化监管试点，是上海生活垃圾分类的系统支撑。

图表 6 鸿泉物联“智慧城市”平台及功能

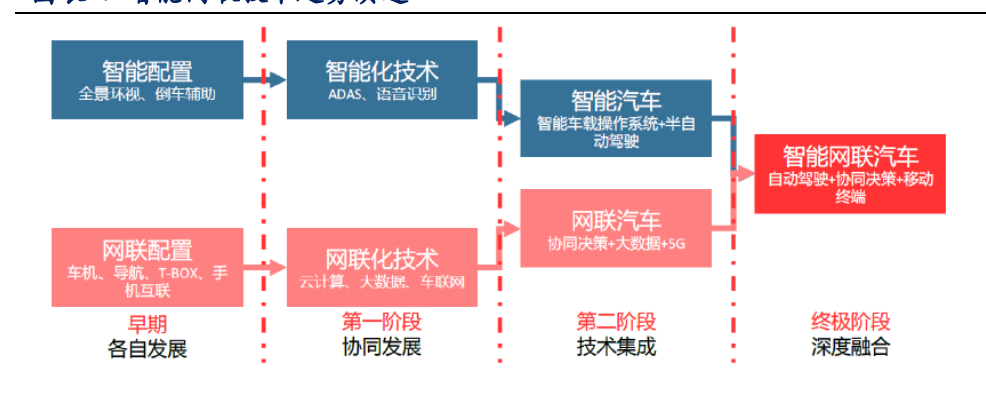
	系统名称	主要功能
1	上海生活垃圾物流管理系统	实现生活垃圾“大分流、小分类”的全程监管
2	上海市渣土车辆监管系统	人、车、场、流程四方面协同监管，实现建筑垃圾全面监管
3	浦东新区河道管理信息系统	基于大数据分析的空间覆盖率计算，实现管理的智能考核；
4	国家气候中心月内重要过程与趋势预测系统	追踪天气系统的演变规律，通过分析其与降水过程的关系，进而预测天气
5	上海中心气象台 GFE 气象预测预报系统	实现智能化公共气象服务加工制作和多灾种早期预警决策指挥

资料来源：招股说明书，华安证券研究所

1.4 设立技术研究院，重视技术驱动

设立研究院及研发中心，重视技术驱动。公司高度重视基础技术研究以及技术应用研究，设置研究院及研发中心，积极跟踪市场需求变化。通过多年积累，形成了一系列公司所独有的核心技术。目前公司将研究院从研发中心剥离出来，成为一个由总经理直接主管的与研发中心平级的机构。研究院聚集了公司的技术人才，以技术创新为使命，不以按时输出可靠产品为业绩考核依据。

图表 7 智能网联技术趋势演进



资料来源：招股说明书，华安证券研究所

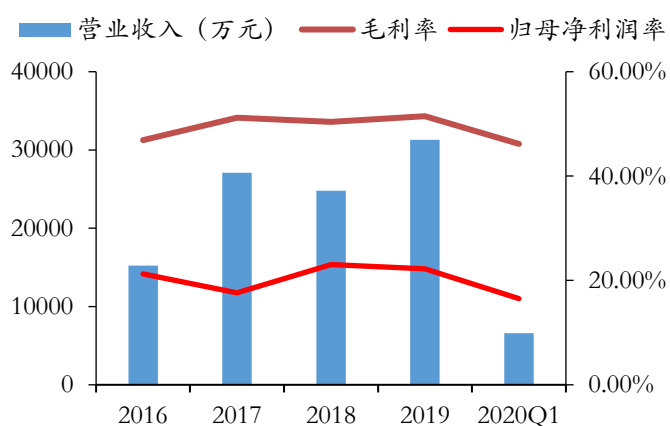
研发人员占比高，拥有多项智能网联专利。截止 2019 年年底，鸿泉物联公司 475 名员工中，研发人员有 226 人，占到 47.58%。围绕智能网联商用车拥有 41 项专利、139 项软件著作权，公司多项重点在研项目已取得阶段性成果。其核心技术包括：人在回路的智能增强驾驶技术、基于人工智能的商用车辅助驾驶技术、专项作业车智能感知及主动干预技术、数据与云平台技术、商用车终端可靠性及环境适应性技术。

2. 专注商用车车联网，看好未来增长空间

2.1 盈利能力强，主营业务突出

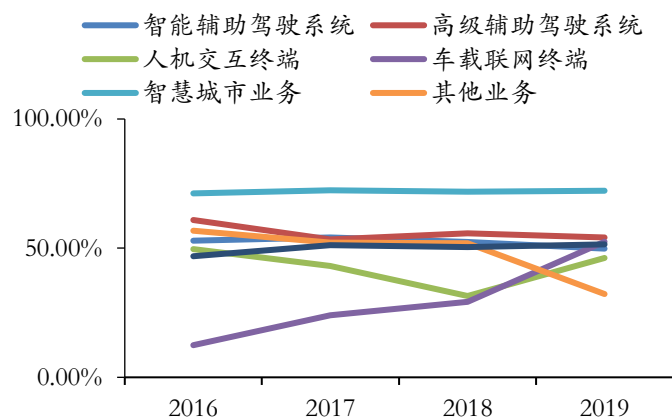
归母净利润持续增长，营业收入具有一定波动性。公司 2016-2019 年营业收入分别为 1.52 亿、2.71 亿、2.48 亿和 3.13 亿元，分别同比增长 78%、-8%、26%，营业收入存在一定波动性；同期，公司归母净利润分别为 0.32 亿、0.48 亿、0.57 亿和 0.70 亿元，同比增长 48%、20%和 23%，盈利能力持续上升。2020 年第一季度，公司实现营业收入 0.66 亿元，同比增长 0.72%，环比下降 42.40%，归母净利润率 16.52%，第一季度对应归母净利润率低于 2019 年年度水平 22.25%，原因系客户主要来自商用车整车厂，疫情影响其两个月的正常生产经营，同时导致整车厂的采购与生产有所延后，从而使得公司第一季度整体业务量和营业收入都出现下降。后续随着后续复工复产和疫情影响的减弱，紧缩的重卡和其他商用车市场会确认一些延迟的订单，能够在第二、三季度补回一部分，对于全年的影响有限，我们认为，公司 2020 年营业收入仍然会继续增长，有望超过 4 亿。

图表 8 鸿泉物联营业收入、毛利率及归母净利润率



资料来源：招股说明书，公司财报，华安证券研究所

图表 9 分业务毛利变化



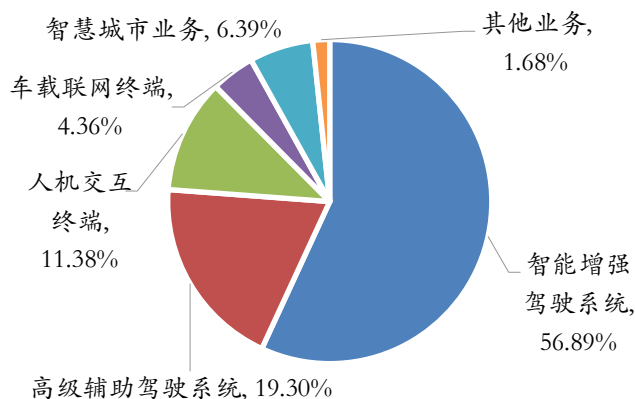
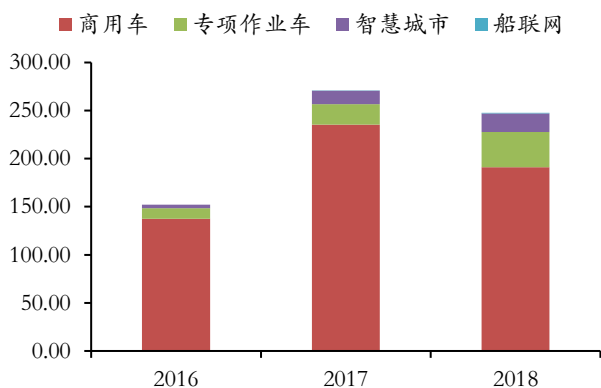
资料来源：年报，招股说明书，华安证券研究所

生产成本控制较好，综合毛利润率稳中有升。分产品线来看，1) 公司 2019 年度营收占比为 56.89% 的智能增强驾驶系统业务毛利率是 49.82%，相比 2018 年 52.44%，略有下降。2) 智慧城市业务营收占比 7%，但毛利润率每年保持在 70% 左右，未来业务扩张盈利潜力巨大。3) 占营业收入比例 19% 的高级辅助驾驶系统近年来毛利率也相对比较稳定，能保持在 50% 以上。4) 除此之外，营收占比 4% 的车载联网终端毛利润率逐年增长，出现这种情况的原因是采购端原件价格的下降和产品附加值的增加。公司综合毛利润率 2019 年为 51.48%，略高于 2018 年 50.38%，基本稳定在 50% 以上。

主营业务突出，分行业来看商用车为第一大收入来源。商用车在 2016-2018 年期间分别贡献 1.38 亿、2.36 和 1.91 亿元，占比分别是 90.36%、87% 和 77%。营收持续增加，占比在逐步下降，这也是公司选择多元化战略的结果。公司在保持商用车业务优势的同时，积极拓展新车型，在专用车辆例如渣土车、水泥搅拌车等车型上也有突破，2018 年专项车辆的营收占比接近 15%。另外，智慧城市业务增长也很快，未来受益于城市环保、垃圾管理等精细化运营的进一步发展，我们认为这块业务也会得到快速发

展。船联网业务虽然占比较小，只有 0.34%，但将车联网技术运用到航运上也是一个全新的应用场景尝试。

图表 10 主营业务收入分行业构成变化 (单位: 百万元) 图表 11 2019 年主营业务收入分产品占比



资料来源: Wind, 华安证券研究所

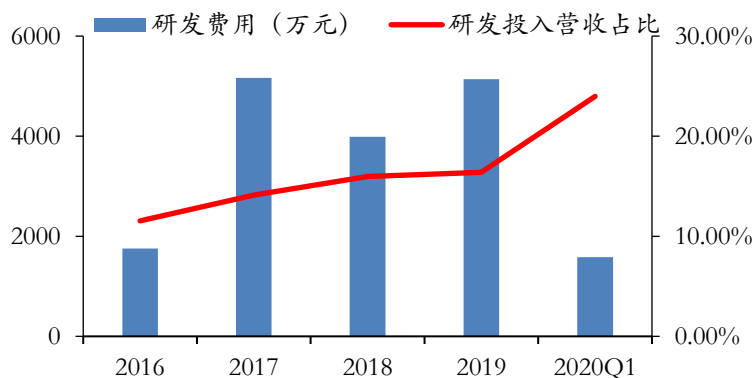
资料来源: Wind, 华安证券研究所

分产品线来看，智能增强和高级辅助驾驶系统业务为主要贡献。2019 年，智能增强驾驶系统实现 1.78 亿营收，同比增长 24.69%，占总营收比例为 56.89%。高级辅助驾驶系统实现 0.6 亿营收，同比增长 64.82%，占比 19.30%。智能增强和高级辅助驾驶系统仍然是公司的主要收入来源。国六标准下的中轻卡 OBD 安装也会使得车联网终端（后装）和智能增强驾驶系统（前装）市场份额继续提升。伴随商用车主动安全意识的不断提升，市场需求释放，高级辅助驾驶系统能够继续保持较高增长。

2.2 重视技术赋能产品，研发费用营收占比持续增长

重视技术投入，研发费用高且占比逐年增长。公司 2019 年年度研发投入占营业收入比重达到 16.4%。2020 年第一季度研发投入占营业收入比重达到 23.98%，达到历史最高值。我们认为主要原因是第一季度受疫情影响其营业收入有所下降，但其仍然保持了较高的研发投入，从而导致占比激增。

图表 12 研发投入及变化趋势



资料来源: 年报, 招股说明书, 华安证券研究所

围绕核心业务，多个研发项目同步开展。从总体趋势来看，研发投入营收占比呈

上升趋势，2020 年预计该项开支仍将随着业绩的增加继续上升。从目前的在线项目也可以看到，主要是运用各类感知技术、大数据以及人工智能技术，针对商用车、乘用车以及智慧城市相关领域的落地场景，研发解决方案。

图表 13 研究院在研项目进展状况

在研项目	具体应用前景
浙江省科学技术厅重大科技专项“基于车联网云服务平台的 V2X 工程车智能车载管理系统”	美丽城市建设、智能安全渣土车管理等领域
基于人工智能和机器学习的高级辅助驾驶系统	各类安全智能网联商用车领域
高级辅助驾驶系统	各类安全智能网联商用车领域
车载人机交互终端	各类商用车、乘用车领域
人工智能专项作业车智能感知系统	各类安全智能网联专项作业车领域
“HQ+X”大数据云平台	各类商用车、乘用车领域
基于 5G 的汽车云脑驾驶决策系统	各类商用车、乘用车领域
大型城市生活垃圾智能分类	美丽城市建设、城市垃圾分类、环境保护等领域

资料来源：招股说明书，华安证券研究所

2.3 股权激励计划，彰显公司业绩增长信心

绑定核心团队与公司利益，调动员工积极性。公司在 2020 年初发布股权激励计划，以 17 元/股的授予价格向 114 名激励对象授予 120 万股限制性股票。考核标准为限制性股票激励计划的行权条件要求 2020-2022 年扣除股权激励成本后的归母净利润相对 2018 年归母净利润增速不低于 50%、94%和 153%，对应的归母净利润要求不低于 0.86 亿、1.11 亿和 1.45 亿元。股权计划一方面调动了员工积极性，稳定了核心团队，另一方面也彰显了公司对未来业绩快速增长的信心。

2.4 商用车车联网市场保持高速增长，疫情不改长期逻辑

商用车保持 28%复合增速，预计 2025 年市场规模将达到 806 亿。5G 开启大规模商用，依托于 5G+的新基建方兴未艾，车联网作为 5G+下游最确定的应用场景，当前已开启行业上行大周期。保障安全、节能环保、降本增效，以上都体现了商用车和特种车辆实现智能网联的重要性和刚性需求。根据前瞻产业研究院的数据，预计未来国内商用车车联网市场将保持 28%的复合增速，到 2025 年市场规模将达到 806 亿元，渗透率达到 62%。虽然 2020 年一季度受疫情影响，但公司作为车联网市场上行的直接受益者，长期增长逻辑不变。

3. 借智能网联爆发之际，卡位商用车赛道

3.1 国六标准驱动中轻卡 OBD 放量，智能增强驾驶系统和网联终端打开增长空间

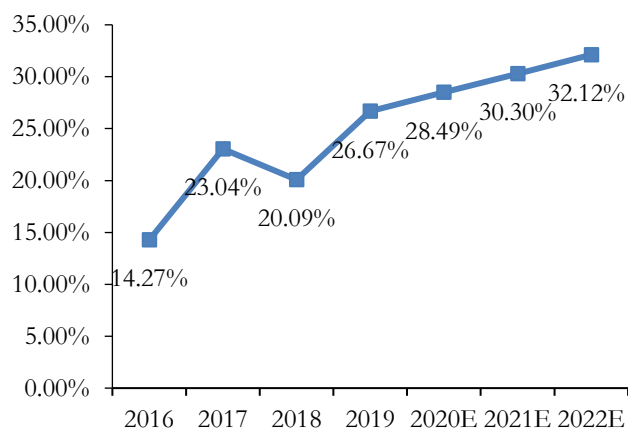
智能增强系统贡献主要营收，优势稳步扩大。2019 年公司智能增强驾驶系统业务实现营收 1.78 亿元，占总营收 56.89%，低于 2018 年 52.44%，呈缓慢下降趋势，这是公司逐渐实现经营多元化战略结果。作为鸿泉物联营收占比最高的业务，智能增强驾

驶系统营收近年来保持增长态势，2017 年到 2019 年复合增长率约为 5.80%。鸿泉物联的智能增强驾驶系统在市场上具有稳定优质客户群体，以及稳定订单需求，是公司最为稳定的收入来源。同时，公司目前也在积极拓展国内外新客户、新车型，希望能够扩大优质业务市场优势。

重卡市占率继续提升，产品换代迎来量价齐升。根据中国汽车网的数据统计，2019 年全国的重卡销量为 117.4 万辆，过往的 2018/2019 年增长率分别为 4.21%/2.27%，取中位数，假设未来三年的年增长率是 3.24%，则在 2020-2022 年期间，重卡的销量每年会达到 121.21/125.14/129.2 万辆。我们推算公司在重卡市场 2020-2022 年的市占率分别是 28.49%/30.3%/32.12%。因此预测未来三年前装的数量为：34.53/37.92/41.49 万套。目前随着 2G/3G 逐步退网，5G 规模化覆盖快速推进，我们预测，未来由于 2G/3G 向 4G/5G 模块切换带来的智能增强驾驶终端软硬件价格增加，预测 2020-2022 年的终端价格为 600/630/620 元，在重卡终端的营收为：20718/24648/26139 万。

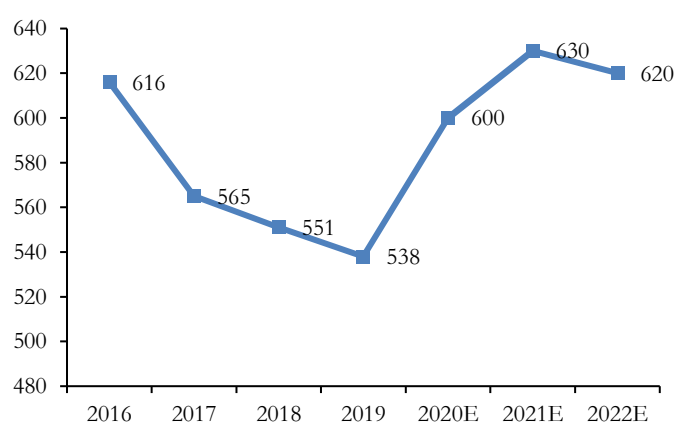
新客户和新车型开始放量，大力开发道路非移动车辆场景。公司持续扩展新客户和新车型，拓展道路非移动车辆场景。随着新车厂和新车型的拓展，加上未来平台开发复杂度以及接入终端数量的上升，按照增长趋势，相较于原有的重卡市场，我们假设中轻卡每年新增为 205 万辆，未来三年中轻卡前装智能增强系统的渗透率为 1%/3%/6%，则中轻卡的安装数量为 2.05/6.15/12.3 万辆。根据相关统计，道路非移动车辆中的挖掘机和推土机总量约 180 万，假设未来三年的渗透率为 1%/3%/6%，则道路非移车辆的安装数量为 1.8/5.4/10.8 万辆。我们认为，智能增强驾驶终端未来三年营收预计达到 22790/29578/36595 万。结合过往 2016-2019 年云平台的收入 89/196/543/985 万，未来三年营收预计达到 1200/1600/2100 万元。因此，综合智能增强终端和平台的收入，我们预测，智能增强驾驶系统在 2020-2022 年实现营收 24228/337.56/42792 万元。

图表 14 智能增强驾驶系统市场占有率变化



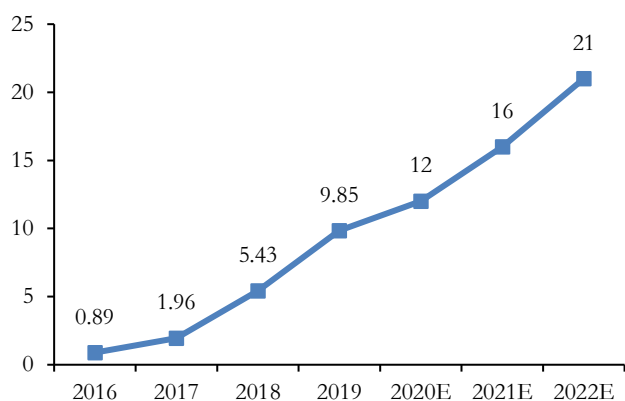
资料来源：招股说明书，年报，华安证券研究所

图表 15 智能增强驾驶终端价格变动 (单位：元)



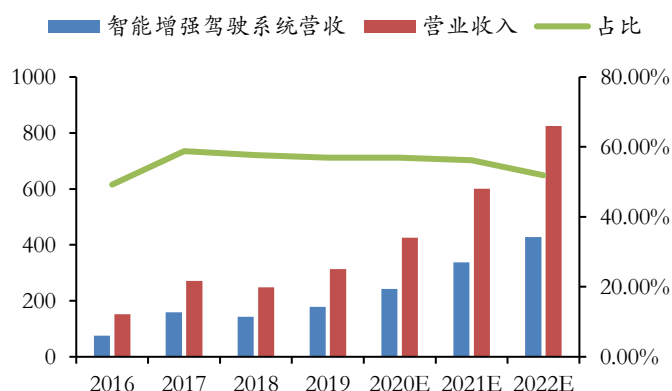
资料来源：招股说明书，华安证券研究所

图表 16 智能增强驾驶平台营业收入 (单位: 百万)



资料来源: 招股说明书, 华安证券研究所

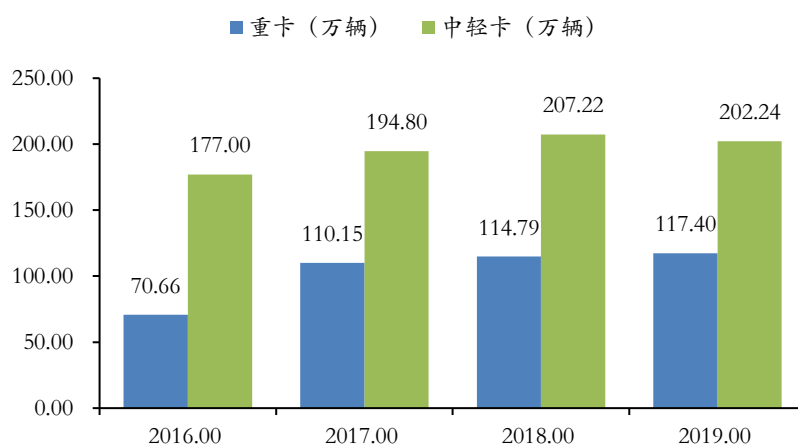
图表 17 智能增强驾驶系统销售额 (单位: 百万)



资料来源: 年报, 华安证券研究所

新增 OBD 业务, 车联网终端业绩迎来爆发。 车联网终端取过去几年的售价平均值 277.05。由于国六排放标准的要求, 中轻卡 OBD 渗透率大幅度提升, 假设未来中轻卡的每年新增为 205 万辆, 参照公司在重卡的市占率, 后装渗透率为 5%/10%/15%, 因此推算 2020-2022 车联网终端销量将是 10.25/20.50/30.75 万套。由此预测可得出未来三年车联网终端销售额为 2840/5680/8519 万元。

图表 18 重卡、中轻卡年销量情况



资料来源: 中国汽车网, 华安证券研究所

3.1.1 夯实重卡市场龙头地位, 先发优势明显

政策推进强制前装, 智能增强系统重卡市占率稳步扩大。 智能增强驾驶系统主要面向重卡前装整车厂, 由于国家强制重卡在出厂前安装行驶记录仪, 而公司智能增强驾驶终端涵盖了行驶记录仪功能, 因此可以用重卡智能增强驾驶终端的销量占全部重卡销量的比例, 推算公司产品的市场占有率, 2019 年智能增强驾驶终端销量为 31.3 万套, 占全国重卡的销量 117.4 万辆的 26.67%, 由此推算公司在增量市场的占有率约为 26.67%, 较 2018 年的 20.09% 增加 6.58 pct。其在该领域市场份额的增长动力, 主要来源于新车厂、现有车厂新车型的拓展, 2020 年开拓了新客户湖北大运、陕西大运等车厂, 以及拓展的新车型也会使得市场份额进一步提升。截止目前公司已为陕汽、北奔

等多家整车厂开发了“天行健车联网服务系统”、“E 北奔车联网服务平台”等多个大数据云平台。

重卡销售客户集中度高，前五大重卡车厂与三家建立业务关系。中国汽车业协会 2019 年重卡销售数据显示，前五名重卡整车厂销量占比达 82.63%，行业集中度非常高，分别为一汽解放、东风汽车、中国重汽、陕汽集团、北汽福田。在前五名客户中鸿泉物联已与三名建立了业务关系，其中陕汽、北汽福田均为第一供应商。

图表 19 2019 年重卡市场前五占比状况

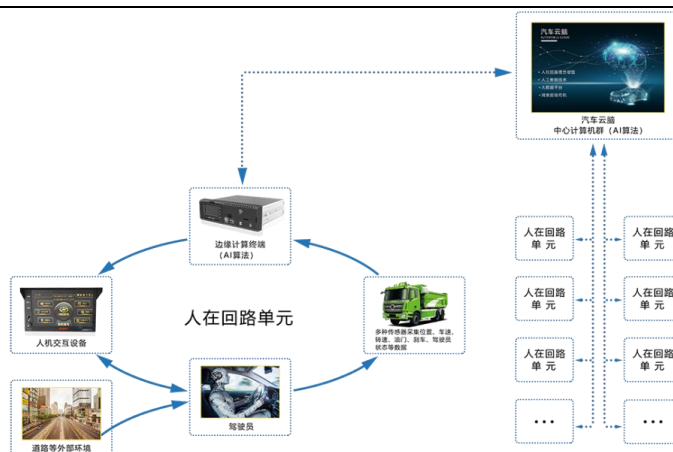
排名	名称	销量 (万辆)	占比	主要供货厂商
1	一汽解放	27.5	23.42%	一汽集团启明信息、深圳市国脉科技有限公司
2	东风公司	24.1	20.53%	北京讯业互联科技股份有限公司、东风控股的南斗六星系统集成有限公司、雅迅网络、鸿泉物联
3	中国重汽	19.1	16.27%	济南优耐特、上海航盛
4	陕汽集团	17.7	15.08%	鸿泉物联
5	北汽福田	8.6	7.33%	鸿泉物联、雅迅网络
	总计	97	82.62%	
	总销量	117.4		

资料来源：招股说明书，中国汽车业协会华安证券研究所

3.1.2 前装市场客户粘性强，智能增强驾驶系统同行业毛利最高

前装市场技术和产品门槛高，客户粘性强。由于商用车整车厂的认证周期长，在主机厂的供应链体系中先进入者具有先行优势，合作伙伴关系比较稳定。同时，由于各家供应商智能网联设备接口定义、软件与客户端系统软件的通信协议不一致，导致客户更换或混用的成本很高。而且，由于出于对汽车行驶安全性考虑，整车厂会对其供应商的资质进行严格考核。这就使得潜在竞争者进入该市场难度较大，而一旦得到整车厂认可，除非出现严重情况，否则整车厂更换供应商的意愿不强，存在较大的客户粘性。

图表 20 人在回路的智能增强驾驶技术

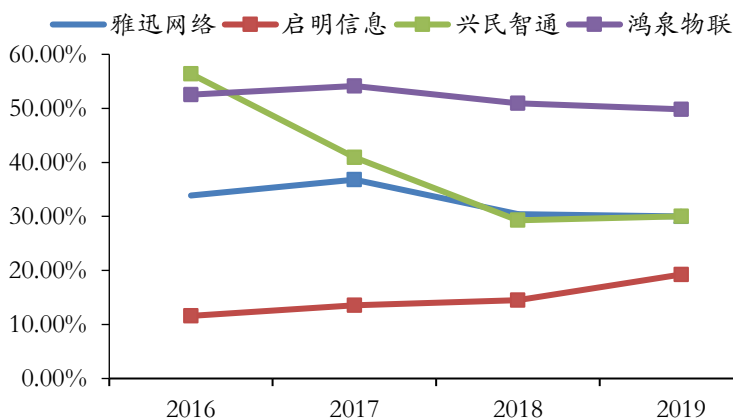


数据来源：公司官网，华安证券研究所

第一大客户陕汽营收占比超四成。智能增强驾驶终端与平台非捆绑销售产品，但是整车厂会搭配使用。以陕汽为例，自 2011 年，鸿泉物联为其开发“天行健车联网服

务系统”之后，便持续向其销售智能增强驾驶终端，并在后续期间以平台软件开发的形式对平台进行功能拓展，并升级终端。至今，已与陕汽形成了战略合作关系，并每年签有战略合作协议。陕汽每年 90% 以上的前装市场智能增强驾驶终端的采购均由鸿泉物联供货。2019 年鸿泉物联销售额第一名客户便是陕汽，销售额 13,275.24 万元，占年度销售总额 42.40%。

图表 21 智能增强驾驶终端同行业可比公司毛利对比



资料来源：公司招股说明书，年报，华安证券研究所

智能增强驾驶系统维持较好毛利。从毛利变化趋势来看，行业总体呈下降趋势，与鸿泉物联智能增强驾驶终端毛利率总体变动趋势一致。2019 年，鸿泉物联在智能增强驾驶系统业务上毛利率为 49.82%，兴民智通与雅讯网络 2019 年该业务领域毛利率数据虽然不可得，但是其变化应该不大且符合自身趋势，即使不符合也不会发生巨大偏离，因此我们适当假设其均为 30%。可以看出，鸿泉物联在智能增强驾驶系统业务领域的毛利率远高于同行业其他公司。

3.1.3 国六中轻卡 OBD 前装，与多个新客户签署框架协议

拓展新客户，挖掘增长动能。在前装业务领域，鸿泉物联除与陕汽、北汽福田、安徽华菱、北奔、苏州金龙等整车厂保持稳定的合作关系外。2020 年 4 月 20 日，鸿泉物联 2019 年度业绩说明会上披露，公司去年成功覆盖了东风汽车新能源车型、三一重工工程机械车型、成都大运中轻卡车型等，并在努力争取进入到更多车型和公司供应链中。2020 年将争取在重汽、上汽、江铃等整车厂有所突破。三一重工挖掘机领域是其下一步扩展目标，同时东风子公司神龙汽车也是其新增客户。大运汽车除之前与成都大运合作之外，今年与湖北大运、陕西大运也签署了框架协议。

图表 22 国六排放标准实施时间

时间	车辆类型	实施标准
2019/7/1	燃气车	国六 a
2020/7/1	城市车辆 (公交车、环卫车)	国六 a
2021/7/1	所有车辆	国六 a
2021/7/1	燃气车	国六 b
2023/7/1	所有车辆	国六 b

资料来源：环保部，华安证券研究所

国六标准的实施将强制中轻卡安装 OBD，增量市场带来机遇。2018 年 6 月 22 日发布的《重型柴油车污染物排放限值及测量方法（中国第六阶段）》中明确指出：2021 年 7 月 1 日起，所有载货车辆的污染物排放限值都需符合标准要求。这就意味着，所有型号商用车辆都需安装相应 OBD 终端来检测污染物排放。OBD 全称车载排放诊断 OBD 系统，即 on board diagnostic system，其主要作用是在汽车运行过程中，随时对其尾气进行监测，一旦超标，马上进行警示。这意味着未来的车载终端拥有 OBD 系统，且符合“国六标准”。

标准即将落地，行车记录仪和 T-BOX 为主力交付产品。目前重卡所安装的行驶记录仪仅符合国家 3C 标准以及交通部标准，“国六”标准将推动市场替换升级，标准预计今年下半年落地。今年开始，中轻卡将安装符合国六环保部标准的 T-BOX 产品。行驶记录仪与 T-BOX 功能相同，作为车辆与外部的信息交换中心，遵循交通部制定的《道路运输车辆卫星定位系统车载终端技术要求》（JT/T 794），以及公安部制定的《汽车行驶记录仪》（GB/T 19056）国家标准。2021 年 7 月 1 日开始，重、中、轻卡均要安装符合“国六”标准的行驶记录仪，目前处于标准的最后确定阶段，因此目前销售的国六重卡暂时以行驶记录仪+T-BOX 形式交付。

图表 23 车载行驶记录仪



资料来源：招股说明书，华安证券研究所

图表 24 车载 T-BOX



资料来源：官网，华安证券研究所

中轻卡销量高，车载 OBD 渗透率低，未来增长空间大。中轻卡市场年销量基本保持稳定或缓慢增长，2019 年中型卡车总销量 13.93 万辆，轻卡销量 188.31 万辆，总计 202.24 万辆。2019 年北汽福田实现中卡销量 3.43 万辆，轻卡销量 36.47 万辆，各市场内均占第一并领先于他厂。考虑到鸿泉物联与北汽福田在重卡领域合作关系，其极有可能与北汽福田建立更加深的合作关系，将合作领域扩大到中轻卡领域，从而凭借北汽福田在中轻卡市场的优势地位扩大这一新增市场的市场份额。

3.1.4 依托优势产品，积极拓展海外市场

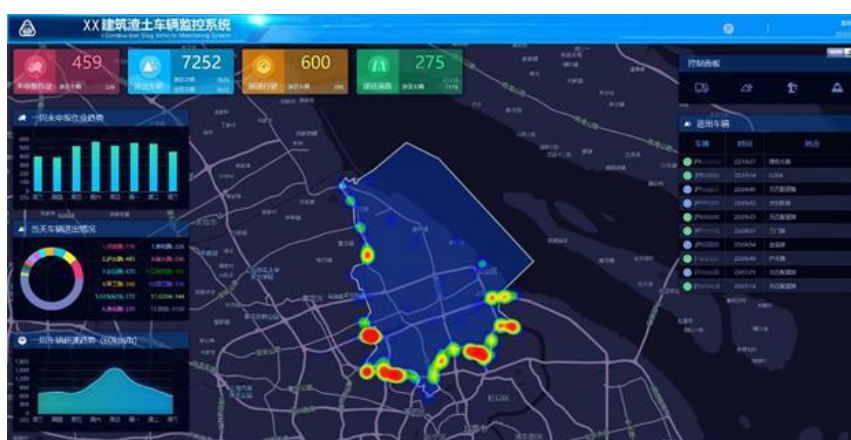
和海外商用车巨头进行合作，海外业务目前稳步展开。公司目前成功与全球领先的重型卡车和巴士制造商瑞典斯堪尼亚集团、汽车零部件巨头美国康明斯集团建立了合作关系，并已签署框架合同开发适用于日本技术标准的终端产品、签署委托开发合同开发适用于北美市场 UTV 全地形越野车的人机交互终端。同时，公司已经聘任海外销售人才，推进海外市场拓展进度。公司目前海外业务体量还比较小，处于起步阶段，2020 年第一季度受到疫情冲击，订单的获取与确认可能会延后。但是，长期来看国外市场的开拓是全球化的重要战略。

3.2 商用车主动安全设备需求逐步释放，高级辅助驾驶领域空间巨大

3.2.1 以渣土车后装市场为基础，业务扩展至 27 个城市

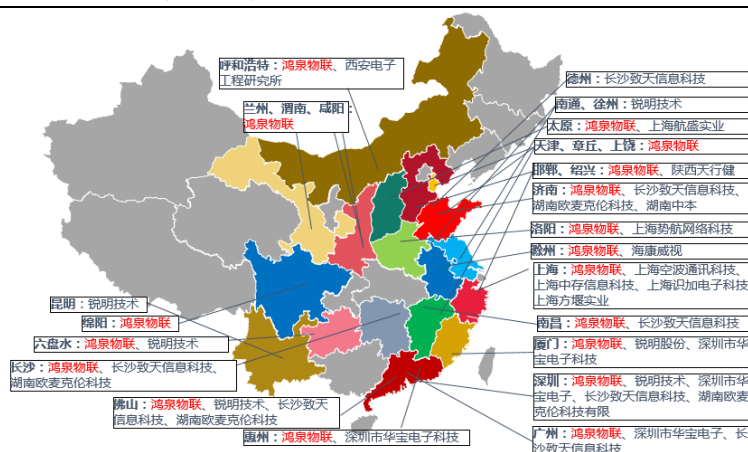
渣土车市场的占有率先，高级辅助驾驶系统先行成果明显。公司 2014 年率先研发出了渣土车高级辅助驾驶系统并成功应用于在湖南省长沙市，随后陆续在多个城市推广应用。高级辅助驾驶系统主要面向渣土车后装市场，目前只有部分城市管理部门推行了渣土车高级辅助驾驶系统，渣土车市场总量没有权威统计数据来源，因此以已实施城市的情况推算公司产品的市场占有率。截止 2019 年上半年，实施的 27 个城市中有 23 个由鸿泉物联供货，处于领先地位。同时，公司也在积极推进高级辅助驾驶系统前装化。

图表 25 建筑渣土车监控系统



资料来源：招股说明书，华安证券研究所

图表 26 截止 2019 年上半年实施城市



资料来源：招股说明书，华安证券研究所

市场空间巨大，产品接受度提升。渣土车推广主要是直接向城管部门自荐，城管部门通过调研、定标准后进行招标采购。从 2016 年开始，渣土车高级辅助驾驶系统接受城市越来越多，试装示范效果明显。同时，公司参与制定了国内多个城市渣土车智能网联产品的技术标准，增强了公司产品的合规性。除此之外，公司还为部分城市建设管理平台，进一步增强了客户粘性。按照公司的战略规划，未来两三年在原有占有

率优势上积极推广，希望能够覆盖到 100 多个城市。

3.2.2 利用前沿技术，提升方案附加值

前沿智能车载技术赋予行业领跑优势。鸿泉物联自主设计的针对商用车辅助驾驶的深度学习框架 HQNN，通过积累的海量商用车视频数据进行大量训练，具有运算高效、准确度高、可靠性高、功耗极低、移植方便等优势。高级辅助驾驶系统的应用场景主要有四个。1) **前向碰撞预警**。基于视频图像分析技术的前车防碰撞告警系统 (FCW)，通过高动态摄像头检测前向实景，识别前车距离，提醒驾驶员修正危险驾驶行为，用于预防本车与前车距离过短导致的追尾问题。2) **车道保持预警**。同样基于视频图像分析技术的车道偏离预警系统 (LDW)，结合高动态摄像头检测车辆是否长时间压线行驶，结合车辆数据判断车辆是否在不打转向灯的情况下车道偏移或变道，提醒驾驶员注意安全。3) **不良驾驶行为预警**。工程车经常夜间工作，疲劳驾驶比较常见。针对行驶中驾驶员频繁打哈欠、眨眼，或者走神、抽烟、打电话等分神行为，驾驶员监视系统(DSM)基于图像识别与深度学习，可以识别驾驶员是否处于非正常状态，并进行提醒。4) **盲区监测预警**。鸿泉盲区监视系统(BSD)基于大量盲区视频与图片数据进行深度学习的模型训练，能准确识别大型车辆在右侧、车后及车前等盲区的行人、骑车人，并及时提醒驾驶员与路人注意避让。

图表 27 鸿泉前车防碰撞告警系统



资料来源：公司官网，华安证券研究所

图表 28 鸿泉车道偏离预警系统



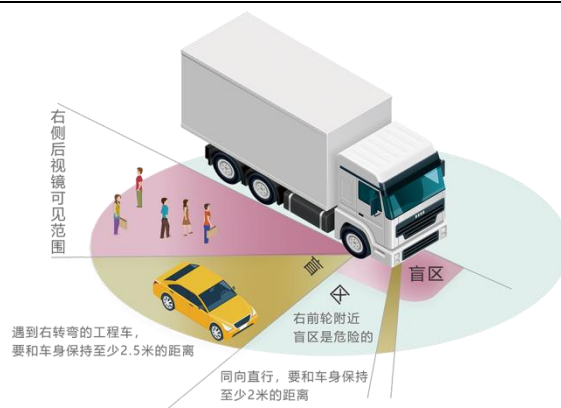
资料来源：公司官网，华安证券研究所

图表 29 鸿泉驾驶员监视系统(DSM)识别情形



资料来源：公司官网，华安证券研究所

图表 30 鸿泉盲区监视系统(BSD)



资料来源：公司官网，华安证券研究所

智能车载技术符合车联网发展方向，且在实际应用中得到广泛认可。同时，鸿泉物联每年还将大量资金投入研发，研究新技术的同时对原有技术、系统进行升级。预计未来仍将保持一定的技术优势和市场优势。

3.2.3 保持营收高增长，努力挖掘新应用场景

高级辅助驾驶系统年销售额显著增长。2016 年其销售额仅为 1090.40 万元，到 2019 年时年销售额已达到 6043.33 万元，翻了 5 倍多。复合增长率高达 76.97%，这和鸿泉物联过去三年在全国 23 个城市的推广是分不开的。2019 年高级辅助驾驶系统共卖出 8840 套，平均单价是 6836.346 元/套。未来三年，基于公司的战略计划将高级辅助驾驶系统覆盖到 100 多个城市，若能实现此目标，将使得鸿泉物联高级辅助驾驶系统销售量扩大为现在的 4 到 5 倍。在这里我们保守估计未来三年复合增长率为 64%。那么未来三年销量分别为 14498、23776、38993 套。由于高级辅助驾驶系统的功能还在不断增加和完善，同时公司在积极的推进前装化，有利于改善毛利率。我们假设未来三年单价能够维持在 6836/套。未来三年在高级辅助驾驶市场将实现营业收入 9911/16253/26656 万元。

图表 31 鸿泉物联智能渣土车辅助系统



资料来源：鸿泉物联官网，华安证券研究所

市场空间巨大，产品接受度逐步提升。渣土车推广主要是直接向城管部门自荐，

城管部门通过调研、定标准后进行招标采购。从2016年开始，渣土车高级辅助驾驶系统接受城市越来越多，试装示范效果明显。同时，公司参与制定了国内多个城市渣土车智能网联产品的技术标准，增强了公司产品的合规性。除此之外，公司还为部分城市建设管理平台，进一步增强了客户粘性。鸿泉物联规划未来两三年在原有占有率优势上积极推广，努力覆盖到100多个城市。

拓展应用场景，扩大应用领域。公司积极拓展智能网联设备的应用场景，目前，已成功将高级辅助驾驶系统应用于水泥搅拌车、渣土运输船等项目上。根据交通运输部的数据，内河运输船舶数量在过往的5年里维持在10-15万艘，内河船舶因其同样能够利用蜂窝移动网络来进行监测，未来公司可发展应用场景边界扩大。

4 投资预测

4.1 核心推荐逻辑

核心逻辑一：汽车智能化、网联化趋势加速，车联网上行周期直接受益者。5G开启大规模商用，依托于5G+的新基建方兴未艾，车联网作为5G+下游最确定的应用场景，当前已开启行业上行大周期。保障安全、节能环保、降本增效，以上三点体现了商用车和特种车辆实现智能网联的重要性和刚性需求。按照政策指引，我们认为车联网会率先在商用车场景放量。公司基于智能化和网联化的产业趋势，布局智能驾驶增强系统与高级辅助驾驶系统等产品线，与头部客户保持长期合作，在商用车细分领域具有一定优势。

核心逻辑二：利用智能网联技术，在商用车加装主动安全设备势在必行。目前汽车电子已占到整车成本的35%左右。通过对终端、摄像头以及传感器采集到的影像和信息进行识别分析，针对专项作业车驾驶运营中存在的安全隐患，实现车辆状态识别、驾驶员身份及状态识别、盲区行人识别等功能，使得驾驶员和行人在交通事故发生前得到预警。对比是否加装主动安全设备前后，行业安全责任事故同比下降80%，效果显著。随着参与方安全意识的逐步提升，需求会逐步释放。

核心逻辑三：国六标准中轻卡OBD强制安装，有望复制其在重卡市场的领先优势，带动网联终端需求。国六政策要求所有的重中轻卡车辆都要安装环保OBD等监测设备，并达到国六排放标准，2021年7月1日覆盖所有车型。目前中轻卡的年销量达到200多万辆，约为重卡的两倍。公司的智能驾驶增强系统在重卡增量市场占有率为26%左右，有望在中轻卡OBD市场复制其在重卡市场的领先优势，带动网联终端的需求。同时OBD后装市场也在积极跟进，已有订单确认。

4.2 营业收入预测与基本假设

基本假设：

- 1) 原有的智能增强前装客户继续增长，新拓展的客户和新车型2020年逐步放量；
- 2) 国六标准要求安装中轻卡OBD，主要以行车记录仪和T-BOX的形式交付，假设能够复制重卡的市占率，将极大地带动车载网联终端业务快速增长；
- 3) 随着5G的规模化商用，2G/3G逐步退网，网联设备需要从2G/3G向4G/5G进行切换，导致智能增强驾驶和高级辅助驾驶系统客单价部分上涨。
- 4) 随着、渣土车、水泥搅拌车市场覆盖更多城市，高级辅助驾驶系统将保持较高

速度增长;

5) 水泥搅拌车、内河船舶等细分新场景逐步贡献收入;

6) 智慧城市业务稳定增长。

公司的具体业绩销售预测如下:

图表 32 公司业务拆分

公司业务分拆 (单位: 百万元)		2019	2020E	2021E	2022E
智能增强 驾驶系统	营业收入 (百万元)	178.18	242.28	327.66	421.46
	同比 (%)	24.69%	35.97%	35.24%	28.63%
	毛利 (%)	49.82%	50%	50.50%	51%
高级辅助 驾驶系统	营业收入 (百万元)	60.43	99.11	162.53	266.55
	同比 (%)	64.79%	64.00%	64.00%	64.00%
	毛利 (%)	54.08%	54.00%	55.00%	56.00%
人机交互 终端	营业收入 (百万元)	35.65	32.09	28.88	25.99
	同比 (%)	-11.21%	-10.00%	-10.00%	-10.00%
	毛利 (%)	46.15%	45.00%	42.00%	40.00%
车载联网 终端	营业收入 (百万元)	13.65	28.40	56.80	85.19
	同比 (%)	90.38%	108.04%	100.00%	50.00%
	毛利 (%)	52.48%	53.00%	53.50%	54.00%
智慧城市 业务	营业收入 (百万元)	20.01	20.81	21.85	22.94
	同比 (%)	3.41%	4.00%	5.00%	5.00%
	毛利率 (%)	72.21%	72.00%	72.00%	72.00%
其他主营 业务	营业收入 (百万元)	5.28	3.00	3.00	3.00
	同比 (%)	227.95%	-43.18%	0.00%	0.00%
	毛利 (%)	32.24%	35.00%	35.00%	35.00%
合计	营业收入 (百万元)	313.20	425.68	600.72	825.14
	同比 (%)	26.34%	35.91%	41.12%	37.36%
	毛利 (%)	51.48%	51.72%	52.30%	53.10%

资料来源: Wind, 华安证券研究所

4.3 估值和投资建议

预计国内商用车车联网市场将保持 28% 的复合增速, 到 2025 年市场规模将达到 806 亿元。公司一方面积极拓展新车厂和车型, 另一方面受益于国六标准前装政策的推进, 中轻卡 OBD 放量在即。此外, 随着人工智能、5G、V2X 技术落地, 新的应用场景有望出现。预计鸿泉物联 2020-2022 年归母净利润分别为 0.93/1.37/1.95 亿元, 同比增长 33.2%/47.7%/42.3%, EPS 分别为 0.93/1.37/1.85, 对应当前股价 49.49 元的 PE 分别为 53X/36X/25X, 参照可比公司, 我们给予公司 2021 年 50 倍 PE, 对应市值 68.50 亿元, 对应目标价 68.50 元。首次覆盖, 给予“买入”评级。

重要财务指标		单位:百万元			
主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E	
营业收入	313	426	601	825	
收入同比(%)	26.3%	35.9%	41.1%	37.4%	
归属母公司净利润	70	93	137	195	
净利润同比(%)	22.0%	33.2%	47.7%	42.3%	
毛利率(%)	51.5%	51.7%	52.3%	53.1%	
ROE(%)	12.7%	10.4%	13.6%	16.6%	
每股收益(元)	0.80	0.93	1.37	1.95	
P/E	46.09	53.32	36.10	25.36	
P/B	3.79	5.26	4.59	3.89	
EV/EBITDA	41.35	49.98	32.28	23.06	

资料来源: wind, 华安证券研究所

风险提示:

- 1) 新冠疫情进一步扩散, 企业商务活动受到限制, 订单需求不及预期。
- 2) 商用车销量不及预期
- 3) 车联网等新技术发展和商用化落地进度不及预期;

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	862	776	1,265	1,467	营业收入	313	426	601	825
现金	603	446	808	889	营业成本	152	206	287	387
应收账款	195	250	345	427	营业税金及附加	2	3	5	7
其他应收款	2	2	3	4	销售费用	25	34	44	59
预付账款	2	2	3	4	管理费用	78	106	147	200
存货	39	55	76	101	财务费用	(3)	(10)	(13)	(16)
其他流动资产	21	76	106	142	资产减值损失	4	0	0	0
非流动资产	103	194	(75)	(72)	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	68	64	61	57	营业利润	75	100	147	210
无形资产	23	28	34	42	营业外收入	0	0	0	0
其他非流动资产	13	101	(170)	(170)	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	965	970	1,190	1,395	利润总额	75	99	147	209
流动负债	110	103	186	196	所得税	5	7	10	14
短期借款	5	7	10	13	净利润	70	93	137	195
应付账款	78	59	124	112	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	27	37	52	70	归属母公司净利润	70	93	137	195
非流动负债	7	(74)	(74)	(74)	EBITDA	78	95	139	198
长期借款	0	(81)	(81)	(81)	EPS (元)	0.70	0.93	1.37	1.95
其他非流动负债	7	7	7	7					
负债合计	117	29	111	122					
少数股东权益	0	0	0	0	主要财务比率				
股本	100	100	100	100	会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
资本公积	642	713	816	964	成长能力				
留存收益	106	129	162	209	营业收入	26.34%	35.91%	41.12%	37.36%
归属母公司股东权益	849	941	1,078	1,274	营业利润	19.20%	33.81%	47.47%	42.19%
负债和股东权益	965	970	1,190	1,395	归属于母公司净利润	22.01%	33.19%	47.71%	42.33%
					获利能力				
					毛利率(%)	51.48%	51.72%	52.30%	53.10%
					净利率(%)	22.25%	21.80%	22.82%	23.65%
					ROE(%)	12.68%	10.37%	13.57%	16.59%
					ROIC(%)	12.10%	10.66%	18.68%	23.91%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	12.10%	2.95%	9.34%	8.71%
					净负债比率(%)	-70.47%	-55.20%	-81.52%	-75.14%
					流动比率	7.81	7.53	6.82	7.48
					速动比率	7.46	7.00	6.41	6.97
					营运能力				
					总资产周转率	0.49	0.44	0.56	0.64
					应收账款周转率	1.82	1.91	2.02	2.14
					应付账款周转率	2.89	3.01	3.14	3.28
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.70	0.93	1.37	1.95
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.62	(0.82)	3.54	0.70
					每股净资产(最新摊薄)	8.49	9.41	10.78	12.74
					估值比率				
					P/E	46.1	53.3	36.1	25.4
					P/B	3.8	5.3	4.6	3.9
					EV/EBITDA	41.35	49.98	32.28	23.06

资料来源: WIND, 华安证券研究所

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。