

强烈推荐-A (首次)

鸿泉物联 688288.SH

目标估值: 51.45-51.45 元
当前股价: 37.48 元
2020 年 06 月 04 日

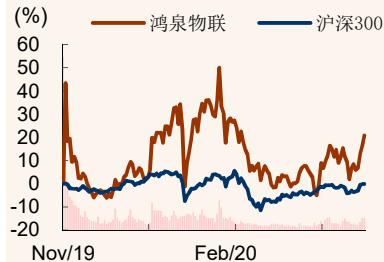
乘“国六”之确定东风，商用车网联市场先行者

基础数据

上证综指	2923
总股本(万股)	10000
已上市流通股(万股)	2125
总市值(亿元)	37
流通市值(亿元)	8
每股净资产(MRQ)	8.6
ROE(TTM)	7.7
资产负债率	9.3%
主要股东	何军强
主要股东持股比例	35.43%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	27	25	51
相对表现	25	22	42



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

余俊

021-33938892
yujun@cmschina.com.cn
S1090518070002

研究助理

张皓怡

zhanghaoyi@cmschina.com.cn

万物互联时代来临，车联网技术将在商用车领域率先落地，公司基于人工智能算法、图像识别等技术，聚焦智能辅助驾驶系统（网联化）和高级辅助驾驶系统（智能化）两大业务。公司在重卡领域深耕多年，通过拓展新客户，市场份额持续提升，考虑“国六”标准下中轻卡强制安装联网终端政策以及渣土车加速渗透全国城市，公司业绩迈入高速增长阶段，首次覆盖，给予“强烈推荐-A”评级。

- 商用车是车联网落地的最佳场景，具有刚性需求以及政策强推动。商用车联网行业景气度与政策高度相关，2011 年底国家强制“两客一危”与所有重型载货汽车在出厂前安装行驶记录仪，重卡当前渗透率已达到 100%。2021 年“国六”标准强制要求重型柴油车安装车载终端，部分地区已提前实施。
- 公司持续拓展重卡市场头部客户，市场份额持续提升。新商用车型陆续突破，打开整体市场空间。重卡市场集中度较高，公司与前五大整车厂的其中三个已达成合作，今年有望进一步实现新客户突破，市场份额持续提升。除了传统重卡领域以外，公司新拓展三一重工（工程机械车型）以及东风汽车（新能源乘用车型），打开整体市场空间。
- “国六”标准下中轻卡强制安装车载终端迈向落地阶段，打开公司未来增长空间。中轻卡仍是蓝海市场，国六标准强制要求安装联网终端。根据中国汽车工业协会统计数据，2019 年我国中轻卡总销售规模约为 202.2 万辆，市场渗透率较低，今年东风、福田等一线车厂已率先响应国六联网终端要求，预计今年渗透率将达到 20% 左右，2021 年 7 月 1 日将开始全面覆盖所有车型。
- 投资建议：车联网技术将在商用车领域率先落地，公司在重卡领域深耕多年，通过持续拓展新客户份额持续提升，考虑“国六”标准下中轻卡强制安装联网终端政策以及杭州渣土车中标影响，预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 1.03 亿元、1.44 亿元、1.88 亿元，对应 PE 分别为 36.4、26.1 和 19.9 倍，我们给予公司今年 50 倍 PE，对应市值 51.45 亿元，对应目标价 51.45 元。首次覆盖，给予“强烈推荐-A”评级。
- 风险提示：技术升级迭代的风险、市场拓展不及预期、新冠疫情影响。

财务数据与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入(百万元)	248	313	464	692	894
同比增长	-8%	26%	48%	49%	29%
营业利润(百万元)	63	75	110	154	202
同比增长	7%	19%	48%	40%	31%
净利润(百万元)	57	70	103	144	188
同比增长	20%	22%	48%	40%	31%
每股收益(元)	0.76	0.70	1.03	1.44	1.88
PE	49.2	53.8	36.4	26.1	19.9
PB	11.2	4.4	4.1	3.6	3.2

资料来源: 公司数据、招商证券

正文目录

一、拥抱国六排放标准，商用车网联市场率先爆发.....	4
1、“国六”强制政策助推商用车联网终端需求爆发.....	4
2、下游客户集中度高，前装市场竞争格局基本确立.....	5
3、以重卡为基础，国六标准强制执行打开中轻卡两倍市场.....	7
4、商用车联网先行，商用车市场空间仍有待挖掘.....	9
二、从网联化走向智能化，高级辅助驾驶系统逐领域渗透.....	12
1、城市管理需求强劲，高级辅助驾驶系统渗透率有望加速提升.....	12
2、先发优势+技术壁垒，公司市场份额领先.....	13
三、政策强驱动，公司迈入高速增长阶段.....	17
1、增量市场确定性较高，公司全年有望保持快速增长.....	17
2、2020 年股权激励计划，巩固员工利益绑定机制.....	20
四、投资建议.....	21
1、核心逻辑.....	21
2、基本假设.....	21
3、估值分析.....	22
4、投资建议及风险提示.....	23

图表目录

图 1: 我国重卡、中轻卡销量 (万辆).....	6
图 2: 2019 年我国重卡销量份额.....	6
图 3: 2019 年我国中卡销量 (万辆).....	6
图 4: 2019 年我国轻卡销量 (万辆).....	6
图 5: 公司行驶记录仪产品.....	8
图 6: 公司 4G T-BOX 产品.....	8
图 7: 公司研发费用及研发费用率稳中有升.....	10
图 8: 2015-2019 年公司商用车销量 (万辆).....	11
图 9: 高级辅助驾驶系统也可用于水泥搅拌车等领域.....	11
图 10: 高级辅助驾驶系统示例.....	12
图 11: 疲劳驾驶情形.....	14

图 12: 鸿泉盲区监视系统 (BSD)	14
图 13: 鸿泉前车防碰撞告警系统(FCW)	14
图 14: 鸿泉车道偏离预警系统 (LDW)	14
图 15: 高级辅助驾驶系统销量变动 (套)	15
图 16: 高级辅助驾驶系统平均单价变动 (元)	15
图 17: 高级辅助驾驶系统销售收入及占比变动	15
图 18: 渣土车管理系统示例	16
图 19: 鸿泉物联股权结构图 (截至 2020 年一季报)	17
图 20: 公司营业收入及增速	17
图 21: 公司归母净利润及增速	17
图 22: 2019-2020 年 1-5 月我国重卡销量 (万辆)	18
图 23: 公司收入结构	19
图 24: 综合毛利与毛利率情况	19
图 25: 同行业可比公司毛利率情况	19
图 26: 公司费用情况	20
图 27: 鸿泉物联历史 PE Band	24
图 28: 鸿泉物联历史 PB Band	24
表 1: 国五、国六排放标准实施节奏	4
表 2: 国六标准 6a 和 6b 两个阶段的主要技术不同点	4
表 3: “两客一危”相关政策	5
表 4: 公司在重卡领域的主要竞争对手	7
表 5: 公司智能增强驾驶系统	8
表 6: 公司 2020-2022 年重卡及中轻卡收入测算	9
表 7: 公司重点在研项目进展	10
表 8: 截至 2019 年上半年已实施城市情况	13
表 9: 销售收入结构预测	22
表 10: 盈利预测	22
表 11: 估值对比表 (截至 2020/6/3)	23
附: 财务预测表	25

一、拥抱国六排放标准，商用车网联市场率先爆发

1、“国六”强制政策助推商用车联网终端需求爆发

根据《轻型汽车污染物排放限值及测量方法（中国第六阶段）》规定，自2020年7月1日起，所有销售和注册登记的轻型汽车，即最大设计总质量不超过3500kg的M₁类、M₂类和N₁类（最大设计总质量不超过3500kg的载货汽车）汽车，应符合6a阶段限值要求；自2023年7月1日起，所有销售和注册登记的轻型汽车需符合6b阶段限值要求。少量轻卡归属在该类别中，2020年将有部分轻卡开始实现联网功能。

2021年，“国六”标准强制要求重型柴油车安装车载终端对车辆进行诊断信息读取并上传平台。根据《重型柴油车污染物排放限值及测量方法（中国第六阶段）》，装用压燃式、气体燃料点燃式发动机M₂、M₃、N₁、N₂（最大设计总质量大于3500kg，不超过12000kg的载货汽车）和N₃类（最大设计总质量大于12000kg的载货汽车）及总质量大于3500kg的M₁类汽车、按该标准进行的整车型检验可以扩展至基准质量超过2380kg的变型、改装车辆，需要符合“国六”标准要求。其中，明确规定从6a阶段开始，车辆应装备远程排放管理车载终端，鼓励车辆按规定进行数据发送。从6b阶段开始，生产企业应保证车辆在全寿命期内，按要求进行数据发送，由生态环境主管部门和生产企业进行接收。

部分地区提前实施国六排放标准时间表。2018年7月3日国务院印发《打赢蓝天保卫战三年行动计划》将重点地区（含京津冀及周边地区、长三角、汾渭平原地区）、珠三角地区、成渝地区的重型车标准实施时间大幅提前，要求在2019年7月1日即开始实施。东风汽车与北汽福田等头部整车厂均响应该计划，率先在中轻卡上安装智能网联汽车设备，对尾气排放情况进行监控，预计福田2020年40-50%的中轻卡将安装智能车载终端。

表 1: 国五、国六排放标准实施节奏

时间	车辆类型	执行范围	执行标准
2016.04.01	轻型汽油车、轻型柴油客车、重型柴油车（仅公交、环卫、邮政用途）	东部 11 省市	国五
2017.01.01	轻型汽油车、重型柴油车（仅公交、环卫、邮政用途）	全国	国五
2017.07.01	重型柴油车	全国	国五
2018.01.01	轻型柴油车	全国	国五
2019.07.01	轻型车	十余省市	国六
2019.07.01	燃气车	全国	国六 a
2020.07.01	轻型车	全国	国六 a
2021.07.01	重型柴油车	全国	国六 b
2021.07.01	燃气车	全国	国六 b
2023.07.01	所有销售和注册登记车辆	全国	国六 b

资料来源：环保部、招商证券

表 2: 国六标准 6a 和 6b 两个阶段的主要技术不同点

技术要求	6a 阶段	6b 阶段
PEMS 方法的 PN 要求	无	有
远程排放管理车载终端数据发送要求	无	有
高海拔排放要求	1700m	2400m
PEMS 测试	50%-100%	10%-100%

资料来源：中国环境科学研究院、招商证券

未来车载终端需满足我国生态环境部标准。车载终端基本功能包括自检、车辆 OBD 信息采集功能、车辆发动机数据采集等，根据规定，车载终端在登入成功后，应至少每 10s 向管理平台上报 OBD 信息和数据流实时信息（包括车速、扭矩、发动机转速、燃料流量、温度、位置等信息）。

商用车联网行业与政策高度相关，国家强制规定“两客一危”与所有重型载货汽车和半挂牵引车应在出厂前安装行驶记录仪，重卡网联化在政策强制推动下渗透率已达到 100%。两客一危，是指从事旅游的包车、三类以上班线客车和运输危险化学品、烟花爆竹、民用爆炸物品的道路专用车辆。2011 年 12 月底以来，交通部出台的规定与国务院《关于推进安全生产领域改革发展的意见》促进“两客一危”智能网联市场的兴起。同时，随着“国六标准”的深入实施和各地城市管理、环境管理的需求提升，环保 OBD、水泥搅拌车、船联网、城市环境管理等项目逐渐诞生，新兴的智能网联市场将在未来几年进入成长期。

表 3: “两客一危”相关政策

出台时间	主要内容
2016 年 12 月	要求完善“两客一危”和船舶生产制造标准，提高安全性能，强制安装智能视频监控报警、防碰撞和整车整船安全运行监管技术装备。
2014 年 1 月	2015 年 12 月 31 日前所有重型载货汽车和半挂牵引车应当安装符合标准的卫星定位装置，并接入全国道路货运车辆公共监管与服务平台。
2013 年 1 月	自 2013 年 6 月 1 日起，所有新进入示范省份运输市场的“两客一危”车辆及重型载货汽车和半挂牵引车，在车辆出厂前应安装北斗兼容车载终端，重型载货汽车和半挂牵引车应接入全国道路货运车辆工监管与服务平台。
2012 年 7 月	要求“抓紧制定道路运输车辆动态监督管理办法，规范卫星定位装置安装、使用行为”。
2011 年 3 月	道路运输企业必须为“两客一危”车辆安装符合规定的卫星定位装置，并接入全国重点营运车辆联网联控系统，保证车辆监控数据准确、实时、完整地传输，确保车载卫星定位装置工作正常、数据准确、监控有效。

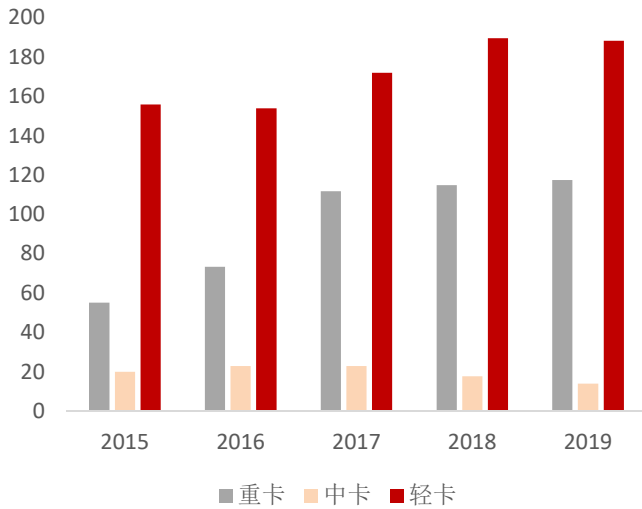
资料来源：互联网资料、招商证券

2、下游客户集中度高，前装市场竞争格局基本确立

2020 年 5 月重卡销量创历史记录，全年公司下游需求有望保持高景气。根据第一商用车网报道，2020 年 5 月，我国重卡市场预计销售各类车型 17.5 万辆左右，同比+62%，重卡市场已连续两个月同比增长超 60%，景气度继续维持高位。今年 1-5 月，重卡累计销量已超过 64 万辆，同比+16%。分企业来看，前五名依次为：一汽解放（4.3 万辆，同比+45%）、东风集团（3.7 万辆，同比+64%）、中国重汽（2.7 万辆，同比+73%）、陕汽集团（2.4 万辆，同比+52%）、福田汽车（1.6 万辆，同比+121%），其中中国重汽与东风汽车实现了销量的环比增长，再度创下单月销量的历史新高。2020 年重卡销量预计有望达到 118 万辆，带动公司联网终端产品销售。

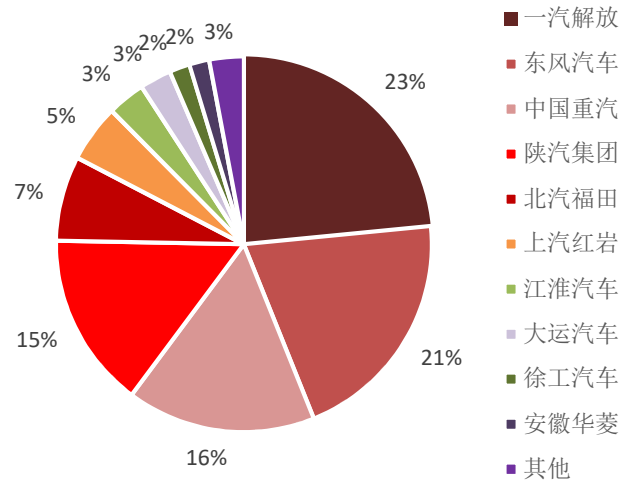
重卡行业集中度较高，前五大整车厂份额达到 82.6%，公司已与其中三名建立深度合作关系，并持续突破头部客户。根据中国汽车工业协会 2019 年重卡销售数据，前五名重卡整车厂销量占比达到 82.63%，行业集中度较高。在前五大整车厂中，公司已与三名（东风汽车、陕汽集团、北汽福田）建立了深厚的业务关系，其中陕汽、北汽福田均为第一供应商，表明公司的行业领先地位稳固。2020 年公司有望导入中国重汽，在稳定的市场中实现份额的进一步提升。

图 1: 我国重卡、中轻卡销量 (万辆)



资料来源: 中汽协、招商证券

图 2: 2019 年我国重卡销量份额

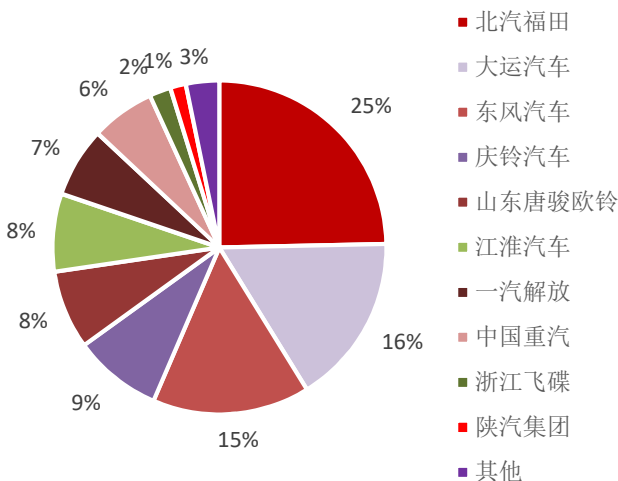


资料来源: 中汽协、招商证券

中轻卡市场规模约为重卡市场的两倍, 目前网联化渗透率较低, 蓝海市场尚待挖掘。根据中国汽车工业协会统计数据, 2019 年我国重卡、中卡、轻卡销量分别约为 117.4 万辆、13.9 万辆和 188.3 万辆, 中轻卡总销售规模约为 202.2 万辆, 每年增量市场是重卡市场的接近两倍。从存量市场来看, 中轻卡存量超过 2000 万辆, 目前尚未实现网联化, 市场空间较大。

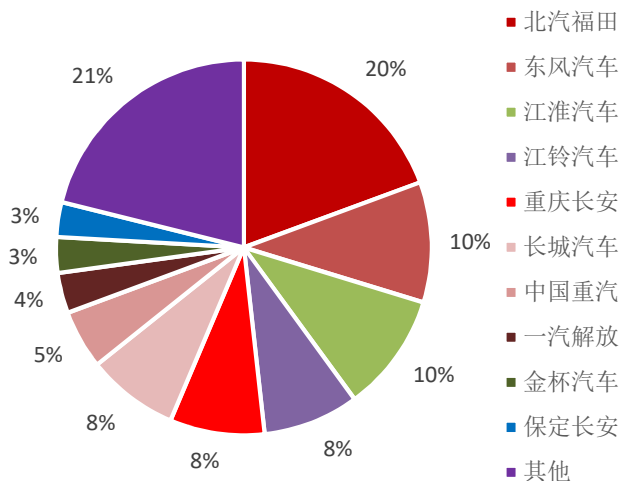
从下游集中度来看, 中卡和轻卡前五大整车厂市占率分别为 72.7% 和 56.4%, 市场集中度较高, 且与重卡前十大整车厂高度重合。公司深耕重卡市场多年, 拓展中轻卡市场具有显著的先发优势以及客户资源优势。

图 3: 2019 年我国中卡销量 (万辆)



资料来源: 中汽协、招商证券

图 4: 2019 年我国轻卡销量 (万辆)



资料来源: 中汽协、招商证券

公司在重卡市场份额领先, 未来有望在中轻卡市场延续。1) 从增量市场来看, 粗略使用重卡智能增强驾驶终端的销量占全部重卡销量的比例来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%, 由此推算公司在重卡增量市场的占有率约为 26.67%, 较 2018 年的 20.09%

增加了 6.58 个百分点。其中，在陕汽、福田、安徽华菱等头部厂商采购中，公司产品占有率分别为 80%、50% 和 80% 以上。2) 从存量市场来看，截至 2019 年 6 月 30 日，根据公司客户平台上线数据，已安装智能增强驾驶终端重卡数量达 114 万辆，按照重卡保有量 500 万辆（数据来源自贝恩公司《中国公路货运市场研究》）计算，**公司在重卡存量市场占有率达 22.80%**。

下游客户粘性较高，市场份额集中在头部。公司在陕汽、北汽福田均为第一供应商，目前主要竞争对手为厦门雅迅，公司目前在重卡领域市场份额较高。前五大重卡整车厂公司已突破三家，剩下两家为一汽解放和中国重汽。其中，一汽解放控股启明信息，其他厂商难以实现突破。公司持续与重汽进行接洽，2020 年有望进入中国重汽供应商名录，实现小批量供货。公司能够在如此高度集中且高客户粘性的市场实现新客户突破，足以证明公司产品得到下游客户高度认可，公司的智能增强驾驶系统继续在传统商用车车厂保持着市场领先的地位。

表 4：公司在重卡领域的主要竞争对手

重卡整车厂	2018 年销量 (万辆)	销量占比	主要供应商
一汽解放	26.10	22.74%	启明信息 (一汽控股)、国脉科技
东风汽车	21.70	18.90%	北京讯业互联科技、南斗六星系统集成有限公司 (东风控股)、雅迅网络、鸿泉物联
中国重汽	18.97	16.53%	济南优耐特汽车电子、上海航盛实业
陕汽	17.20	14.98%	鸿泉物联
北汽福田	11.03	9.61%	鸿泉物联、雅迅网络
前五名重卡销量	95.01	82.77%	-
重卡行业总销量	114.79	100.00%	-

资料来源：招股说明书、招商证券

3、以重卡为基础，国六标准强制执行打开中轻卡两倍市场

公司智能辅助驾驶系统交付形式主要为硬件终端，包括 T-BOX、行驶记录仪等，内嵌智能算法模型，可通过平台软件获得车辆大数据分析结果。行驶记录仪/T-BOX 作为车辆与外部的信息交换中心，可通过 CAN 总线通信、传感器感知等形式，获取车辆状态、车况信息等数据，或通过北斗/GPS 等获取车辆经纬度、速度、方向、海拔等数据，能将数据和分析结果通过移动通信网络上传到后台，也可以接收后台下发的指令并回传执行结果。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，通过对采集到的数据实时分析处理，对驾驶员不良驾驶行为进行预警提醒。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。

目前重卡所安装的行驶记录仪需符合国家 3C 标准以及交通部标准，“国六”标准将进一步推动市场替换升级，标准预计今年下半年即将落地。今年以前，公司重卡均安装符合部标的行驶记录仪，今年开始，中轻卡将安装 T-BOX 产品（符合国六环保部标准）。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,因此目前销售的额国六重卡暂时以行驶记录仪+T-BOX形式交付。

图 5: 公司行驶记录仪产品



资料来源: 公司官网、招商证券

图 6: 公司 4G T-BOX 产品



资料来源: 公司官网、招商证券

我们判断,重卡销售市场今年将与去年基本持平或略有提升,由于重卡联网设备渗透率已见顶,今年重卡板块收入增量将主要来源于两部分:

- 1) 行驶记录仪从 2G 升级至 4G, 单品价值有所提升。2019 年,公司销售的行驶记录仪仍主要以 2G 版本为主,2020 年将加速向 4G 升级,预计今年 4G 产品销售占比将提升至 50%左右,带来单品价值的提升。
- 2) 公司突破头部新客户。2019 年四季度公司新覆盖三一重工工程机械车型,今年有望突破中国重汽采购,带来新客户增量。

表 5: 公司智能增强驾驶系统

车型	重卡	中轻卡
基础硬件	行驶记录仪(交通部、公安部标准) T-Box(环保部标准)	T-BOX(环保部标准)
基础功能	对车辆行驶的速度、时间、里程、位置等信息记录、存储和回传	
附加软件	司机: 43 类不良驾驶模型 运输车队: 油气耗管理等分析报告 整车厂: 全生命周期管理平台	
附加功能	节油减损,提高运输效率 为商用车贷款及保险提供数据支持	
发展路径	已完成初步网联化,往智能化发展	处于网联化初期
2019 年行业销量前十大车厂	一汽解放、东风汽车、中国重汽、陕汽集团、北汽福田、上汽红岩、江淮汽车、大运汽车、徐工汽车、安徽华菱	中卡: 福田、大运、东风、庆铃、唐骏欧铃、江淮、一汽、重汽、飞碟、陕汽; 轻卡: 福田、东风、江淮、江铃、重庆长安、长城、重汽、一汽、金杯、保定长安

资料来源: 招股说明书、中汽协、招商证券

中轻卡仍是蓝海市场,国六标准强制要求安装联网终端,东风、福田等一线车厂已率先响应。根据中国汽车工业协会统计数据,2019 年我国重卡、中卡、轻卡销量分别约为

117.4 万辆、13.9 万辆和 188.3 万辆，中轻卡总销售规模约为 202.2 万辆，每年增量市场是重卡市场的接近两倍。目前该市场渗透率较低，今年东风、福田等一线车厂已率先响应国六联网终端要求，预计今年渗透率将达到 20%左右，2021 年 7 月 1 日将开始全面覆盖所有车型。根据测算，2020-2022 年重卡业务收入分别为 1.69 亿元、1.71 亿元和 1.76 亿元；中轻卡业务收入 0.86 亿元、1.76 亿元和 2.34 亿元。

表 6: 公司 2020-2022 年重卡及中轻卡收入测算

	2019	2020E	2021E	2022E
收入-重卡 (百万元)	167	169	171	176
重卡收入 YoY	-	2%	1%	3%
重卡销量 (万辆)	注: 渗透率 100%	117	118	116
市场份额	23%	24%	24%	25%
2G 占比	80%	50%	20%	0%
4G 占比	20%	50%	75%	90%
智能化占比			5%	10%
2G 单价	600	552	524	498
4G 单价	700	644	612	581
智能化单价			1000	900
收入-中轻卡 (百万元)	0	86	176	234
中轻卡收入 YoY	-	-	105%	33%
中轻卡销量 (万辆)	注: 渗透率仍在提升		205	208
渗透率		20%	50%	80%
市场份额		36%	30%	26%
出货量 (万套)		15	31	44
单价 (元)		580	563	535

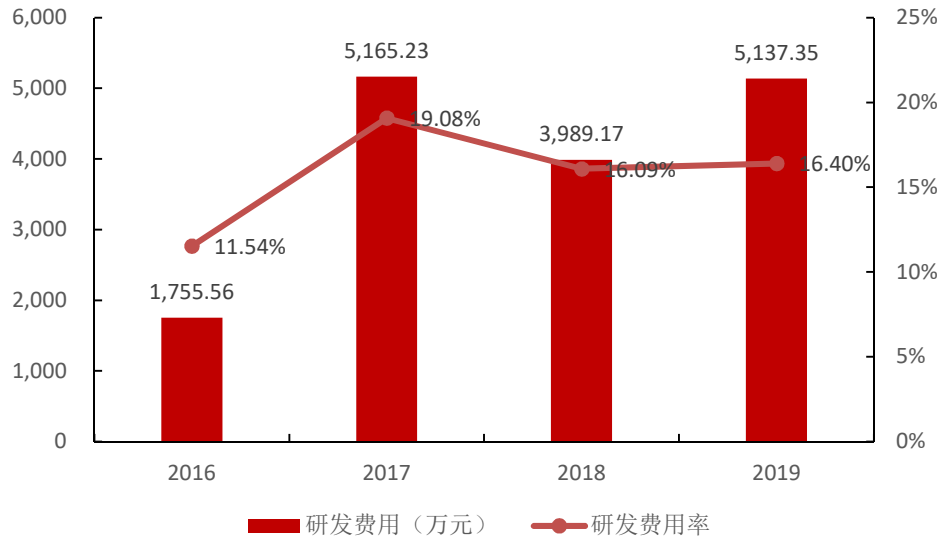
资料来源: 招商证券测算

4、商用车联网先行，商用车市场空间仍有待挖掘

非乘用车领域仍有许多空白市场，市场尚未看到明显天花板。公司不断开拓新客户和新领域，已新增东风汽车（中轻卡、乘用车）、成都大运汽车（轻卡）、三一重工（重型起重机）等前装整车厂，中标浙江省舟山市重型柴油车远程在线监控设备采购及安装一期项目。在海外，公司已签署框架协议开发适用于日本技术标准的智能车载终端、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，预计 2020 年将以铺设海外销售渠道为主，2021 年将逐步起量。

从网联化向智能化发展，公司在人工智能算法、图像识别等领域具有多年的积累以及持续的研发投入。2016-2019 年公司的研发费用率分别为 11.54%、19.08%、16.09%、16.40%，保持较高水平并略有上升趋势。截至 2019 年底，公司多项重点在研项目已取得阶段性成果。基于人工智能和机器学习的高级辅助驾驶系统的右侧盲区 BSD 检测准确率已达与驾驶行为 DMS 检测准确率均已接近目标值，公司的智能化技术已成为行业领先水平。

图 7: 公司研发费用及研发费用率稳中有升



资料来源: Wind、招商证券

表 7: 公司重点在研项目进展

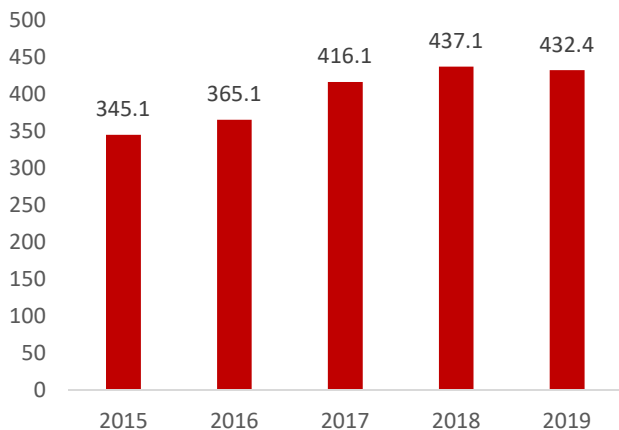
项目名称	进展或阶段性成果	拟达到目标	具体应用前景
浙江省科学技术厅重大科技专项“基于车联网云服务平台的V2X工程车智能车载管理系统”	将研发集成V2V模块、V2I模块、5G模块(视通信厂商开发进度)和北斗/GPS卫星定位模块的车载终端,依靠云端车联网大数据服务平台的配合,实现“车—工地—消纳场”的信息互通和协同。	构建“定义-监测-预警-干预-管理”五位一体的城市工程车管理体系。	美丽城市建设、智能安全渣土车管理等领域
基于人工智能和机器学习的高级辅助驾驶系统	右侧盲区BSD检测准确率已达96.2%,驾驶行为DMS检测准确率已达93.4%。	右侧盲区BSD检测准确率提高到98.5%,驾驶行为DMS准确率提高到98.0%,前向防碰撞FCW、车道保持LDW准确率达到99.5%。	各类安全智能网联商用车领域
高级辅助驾驶系统	已实现商用车专用的右侧盲区BSD、驾驶行为DMS功能。	新增商用车专用的FCW、LDW、TSR、驾驶员画像功能。	各类安全智能网联商用车领域
车载人机交互终端	已实现7寸、8寸及10.25寸电容触摸屏及交互界面。	丰富8-20寸各种尺寸,应用最新显示和触摸屏技术,增加手势识别、语音交互、双屏互动、力反馈等功能,提高驾驶体验。	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	已实现空重载感知、车厢密闭感知。	新增水泥搅拌车罐体转向和转速感知、液体运输车车身姿态感知、洒水清扫效果感知、渣土抛洒感知、违规装卸感知等功能。	各类安全智能网联专项作业车领域
“HQ+X”大数据云平台	数据收集,实验模型输出	将“HQ+X”平台的所有标准化接口开放,允许客户根据自身需求定制应用软件。	各类商用车、乘用车领域

项目名称	进展或阶段性成果	拟达到目标	具体应用前景
基于 5G 的汽车云脑驾驶决策系统	已研发并应用智能增强驾驶系统。积累 43 种不良驾驶模型，平均每车节油 6%，车辆维修费用降 20%。	持续提高计算回路中的车辆数和迭代速度，平均单车节油效果提高 1 倍，车辆维修成本再降 10%。实现基于大数据、云计算、车辆智能感知的人机协调决策系统，进一步升级为无人驾驶决策系统。	各类商用车、乘用车领域

资料来源：公司年报、招商证券

渣土车智能化的经验和先发优势助力鸿泉物联积极布局新兴智能网联市场，智能化驾驶系统将逐步在全商用车领域落地。公司在扩大布局渣土车项目同时，积极参与环保 OBD 项目，已在浙江、河北、河南多个城市中标项目。此外，公司逐步拓展智能网联设备的应用场景，已成功应用于水泥搅拌车、渣土运输船等项目上。随着政策驱动以及汽车智能化管理、城市管理优化等内生需求的增长，公司有望凭借了良好的客户基础以及技术积累，在“智能化”的市场获得较高份额，实现产品价值以及毛利率的大幅提升。

图 8: 2015-2019 年公司商用车销量 (万辆)



资料来源：中汽协、招商证券

图 9: 高级辅助驾驶系统也可用于水泥搅拌车等领域



资料来源：互联网资料、招商证券

商用车市场销量企稳，商用车智能化管理市场空间广阔。根据中汽协数据，公司近几年商用车销量逐步趋于平稳，2019 年销量 432.4 万辆，略有下降，总体趋于平稳。假设未来商用车管理全部向智能化发展，公司结合人工智能与机器学习、利用图片识别技术的智能化驾驶系统与管理平台将具有较大的市场空间。我们以未来商用车智能驾驶系统单价 2000 元测算，商用车智能化驾驶系统平均每年拥有 86.5 亿元的市场规模，市场空间广阔，发展潜力巨大。

二、从网联化走向智能化，高级辅助驾驶系统逐领域渗透

1、城市管理需求强劲，高级辅助驾驶系统渗透率有望加速提升

渣土车行业痛点催生内生需求，公司高级辅助驾驶系统加速渗透。渣土车行业沿路抛洒、随意倾倒、超载、超速、疲劳驾驶、盲区识别等问题长期以来一直存在，为城市环卫工作与城市安全带来巨大的隐患。2014年，鸿泉物联率先研发了渣土车高级辅助驾驶系统并在湖南省长沙市城市渣土车项目实现推广，该方案有效解决了渣土车行业痛点，成为渣土车行业的智能解决方案。

公司高级辅助驾驶系统主要由车载终端（包括车载录像机、行驶记录仪等）、智能摄像头、智能传感器、人工智能模块和大数据云平台等构成，主要面向渣土车后装市场，目前正积极推进“前装化”，有望加速提升行业渗透率。公司基于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。

高级辅助驾驶系统除了具备联网功能以外，还具备智能控制功能。系统针对驾驶员的特定不良驾驶行为，可以通过对车辆进行缓慢降速和在安全区域限制二次启动等方式引导司机恢复正常驾驶状态。随着智慧城市概念的提出，能解决渣土车行业痛点的高级辅助驾驶系统需求有望持续增加。

图 10：高级辅助驾驶系统示例



资料来源：招股说明书、招商证券

2、先发优势+技术壁垒，公司市场份额领先

受益于先发优势与标准制定优势，公司在渣土车管理领域维持行业领先地位。公司对渣土车高级辅助驾驶系统领域具有深刻的认识，积累了详实的行业数据和丰富的行业经验，具备极强的客户粘性。同时作为渣土车智能网联产品技术标准制定者之一，凭借先发优势，公司快速布局渣土车管理领域，截至 2019 年上半年，全国实施渣土车管理项目的 27 个城市中，公司参与了 23 个城市项目。截至 2019 年底，在全国已实施渣土车管理项目的 34 个城市中，公司已参与了其中 27 个城市的项目，预计今年仍会在杭州等城市进行推广，城市覆盖数将持续提升，公司在渣土车高级辅助驾驶系统细分市场的占有率有望保持领先。

表 8: 截至 2019 年上半年已实施城市情况

序号	已实施城市	供应商
1	深圳	鸿泉物联、锐明股份、深圳市华宝电子科技有限公司、长沙致天信息科技有限公司、湖南欧麦克伦科技有限公司
2	长沙	鸿泉物联、长沙致天信息科技有限公司、湖南欧麦克伦科技有限公司（三一重工前装配套）、湖南中本导航技术有限公司
3	济南	鸿泉物联、长沙致天信息科技有限公司、上海航盛实业有限公司
4	洛阳	鸿泉物联、上海势航网络科技有限公司
5	太原	鸿泉物联、上海航盛实业有限公司
6	南昌	鸿泉物联、长沙致天信息科技有限公司
7	天津	鸿泉物联
8	邯郸	鸿泉物联、陕西天行健
9	厦门	鸿泉物联、锐明股份、深圳市华宝电子科技有限公司
10	滁州	鸿泉物联、杭州海康威视数字技术股份有限公司
11	佛山	鸿泉物联、锐明股份、长沙致天信息科技有限公司、湖南欧麦克伦科技有限公司
12	呼和浩特	鸿泉物联、西安电子工程研究所
13	章丘	鸿泉物联
14	绍兴	鸿泉物联、陕西天行健
15	渭南	鸿泉物联
16	六盘水	鸿泉物联、锐明股份
17	徐州	锐明股份
18	昆明	锐明股份
19	绵阳	鸿泉物联
20	上海	鸿泉物联、上海空波通讯科技有限公司、上海中存信息科技有限公司、上海识加电子科技有限公司、上海方堰实业有限公司
21	广州	鸿泉物联、深圳市华宝电子科技有限公司、长沙致天信息科技有限公司
22	兰州	鸿泉物联
23	咸阳	陕西天行健（鸿泉物联供货）
24	上饶	鸿泉物联
25	惠州	鸿泉物联、深圳市华宝电子科技有限公司
26	南通	锐明股份
27	德州	长沙致天信息科技有限公司

资料来源：招股说明书、招商证券

基于人工智能、图像识别等技术，公司高级辅助驾驶系统同时具备联网以及智能控制功能，具有较高技术壁垒。基于视频图像分析技术，高级辅助驾驶系统产品中的鸿泉车前防撞警告系统（FCW）可用于预防本车与前车距离过短导致的追尾问题；鸿泉车道偏离预警系统（LDW）可结合高动态摄像头与车辆数据判断车辆是否异常行驶，提醒

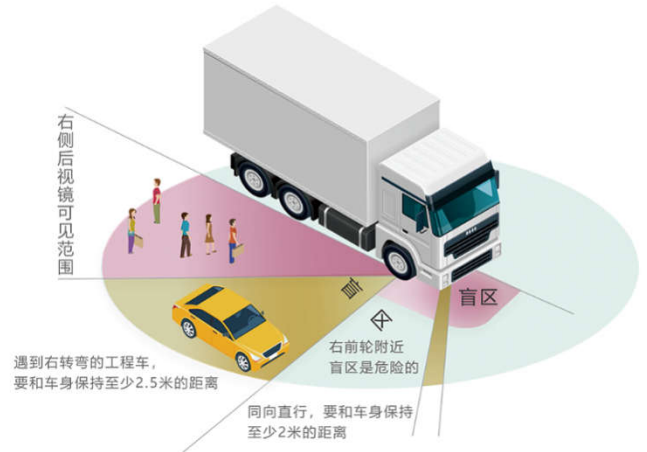
驾驶员注意安全。基于图像识别与深度学习，鸿泉驾驶员监视系统(DSM)可以识别驾驶员是否处于非正常状态，并进行提醒；鸿泉盲区监视系统(BSD)可准确识别渣土车右侧、车后及车前等盲区的行人、骑车人，并及时提醒驾驶员注意避让。HQNN深度学习框架、视频图像分析技术等先进的人工智能技术是未来车联网智能驾驶、自动驾驶实现的基础，公司具有深厚的技术积累，有望保持市场领先。

图 11: 疲劳驾驶情形



资料来源: 公司官网、招商证券

图 12: 鸿泉盲区监视系统 (BSD)



资料来源: 公司官网、招商证券

图 13: 鸿泉前车防撞警告系统(FCW)



资料来源: 公司官网、招商证券

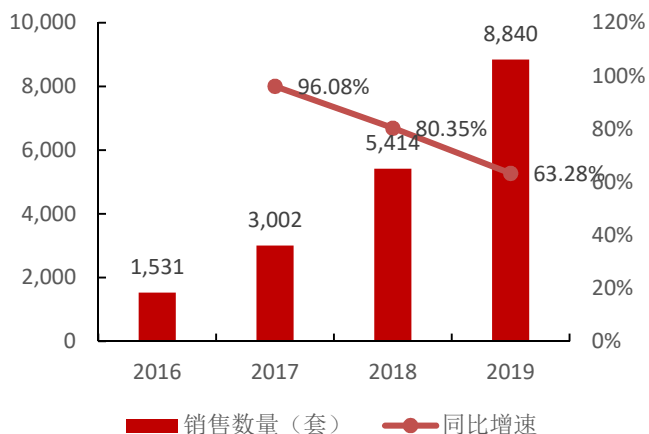
图 14: 鸿泉车道偏离预警系统 (LDW)



资料来源: 公司官网、招商证券

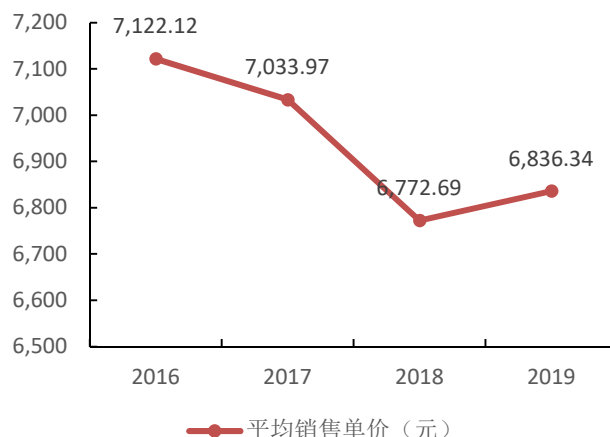
高级辅助驾驶系统销量维持高速增长，单车价值较高。高级辅助驾驶系统销量自2016年以来受需求拉动保持高速增长，复合增长率达68.38%，预计未来将受新增需求带动将继续保持高速增长态势。2016年-2018年平均单价呈下降趋势，主要因2018年业务快速发展，进入了济南、邯郸等新城渣土车项目，技术标准要求相对简单，因此单价不高。2019年公司进入上海、深圳等一线城市，平均单价呈现回升趋势。

图 15: 高级辅助驾驶系统销量变动 (套)



资料来源: Wind、招商证券

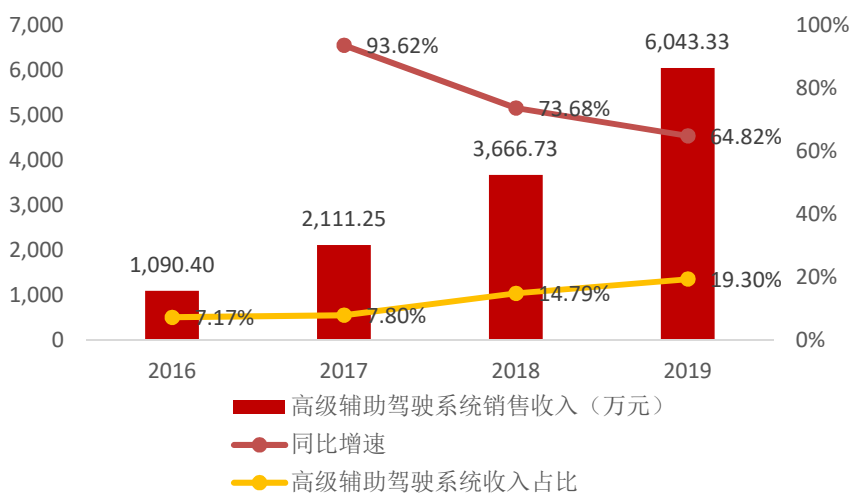
图 16: 高级辅助驾驶系统平均单价变动 (元)



资料来源: Wind、招商证券

高级辅助驾驶系统产品销售收入快速增长, 收入占比逐年提升。2016-2019 年, 公司高级辅助驾驶系统收入分别为 1,090.40 万元、2,111.25 万元、3,666.73 万元和 6,043.33 万元, 占主营业务收入的比例分别为 7.17%、7.80%、14.79% 和 19.30%。预计随着商用车逐步从网联化向智能化发展, 高级辅助驾驶系统装配率进一步提升, 应用于重卡、中轻卡等车型上, 打开整体市场空间。随着应用领域的增加, 研发投入效率将得到大幅提升, 收入占比将持续提高。

图 17: 高级辅助驾驶系统销售收入及占比变动



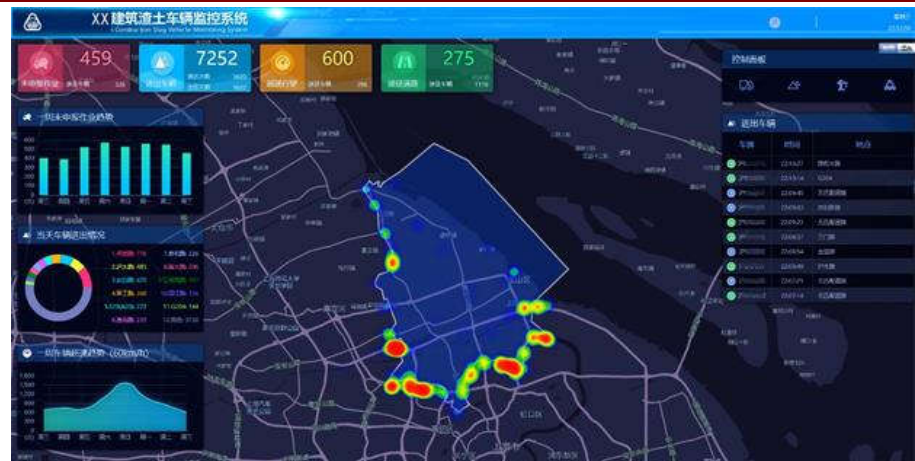
资料来源: Wind、招商证券

渣土车监管系统+高级辅助驾驶系统共同促进渣土车管理效率提升。渣土车监管部门可以通过专项作业车管理平台对渣土车进行监管, 为平台软件形式, 实现驾驶员身份认证功能、车速限制功能、违规卸载监测功能等, 同时系统还可以对建筑工地、渣土消纳场、渣土运输车辆全程实时监控, 控制工地及消纳场的审批、渣土运输车辆的承运资格, 控制运输过程中不按规定线路行驶、超速、超载、抛洒滴漏、乱堆乱倒等乱象, 确保车辆严格按照规定将渣土运至目的地。

平台软件主要面向监管部门, 而高级辅助驾驶系统面向驾驶员, 两者在产品定位和使用对象上存在区别。在功能实现上, 高级辅助驾驶系统可以独立发挥辅助驾驶功能, 但平

台的运行需要通过终端采集数据来实现。两者在数量匹配方面不存在对应关系，但互相协同，构成完整的渣土车管理架构。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，安全责任事故同比下降 80%，渣土车管理效率不断提升。

图 18: 渣土车管理系统示例



资料来源：招股说明书、招商证券

低渗透率+城市示范效应有望促进市场空间进一步增长。预计全国渣土车大约 50-60 万辆，目前装配高级辅助驾驶系统的大约 4 万辆，渗透率不超过 8%，未来还有较大增长空间。以公司过去 4 年高级辅助驾驶系统的平均单价 6941.28 元测算，**全国渣土车高级辅助驾驶系统的市场空间大约 34.7 亿元-41.6 亿元，市场空间广阔**。同时，渣土车高级辅助驾驶系统在各线城市逐步投入使用，城市示范效应将带动市场规模在未来几年快速增长。

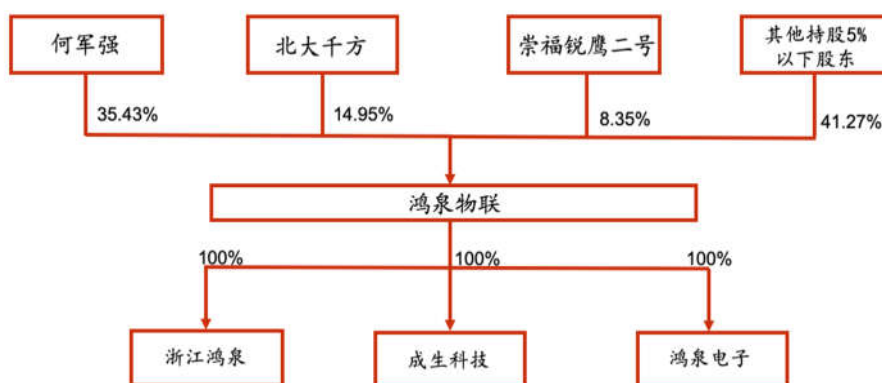
鸿泉物联将全国城市范围内拓展渣土车智能网联业务，有望拉动收入实现新突破。2020 年公司已经中标杭州的渣土车平台项目，公司将继续突破未渗透的城市，预计今年城市覆盖数有望提升至 50-60 个，2-3 年后城市覆盖率提升到接近 100%，智能网联系统单车价值较高，将拉动收入规模迅速提升。

三、政策强驱动，公司迈入高速增长阶段

1、增量市场确定性较高，公司全年有望保持快速增长

北大千方为公司股东，公司股东具有产业背景。截至一季度报，何军强先生为公司的控股股东、实际控制人，直接持有公司 3,542.91 万股股份，占公司总股本的 35.43%。北大千方持有公司 1,495.24 万股股份，占公司总股本的 14.95%。崇福锐鹰二号持有公司 835.14 万股股份，占公司总股本 8.35%。其他持股 5% 以下股东总计持有 4,126.71 万股股份，占公司总股本 41.27%。

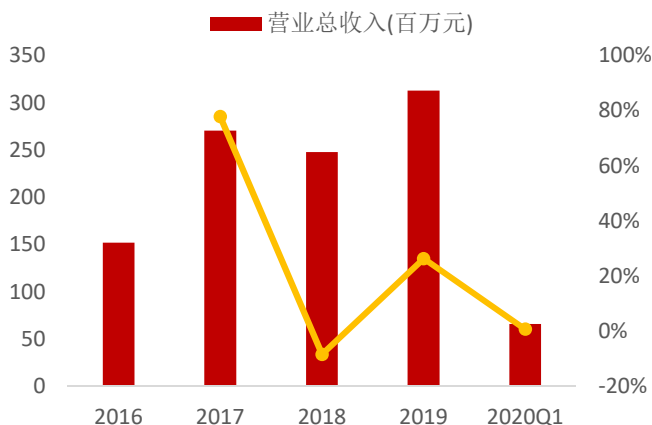
图 19：鸿泉物联股权结构图（截至 2020 年一季度报）



资料来源：Wind、招商证券

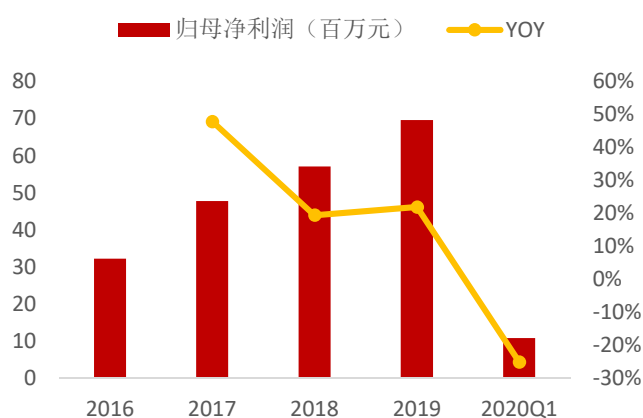
受疫情影响，2020H1 公司营业收入同比基本持平，归母净利润同比出现下滑。2020H1，公司实现营业总收入 6594.13 万元，同比上升 0.72%；归母净利润 1089.09 万元，同比下滑 25.06%，主要由于公司今年加大销售及研发人员投入，费用有所增长。2019 年公司营业收入为 3.13 亿元，同比增长 26.34%，主要由于公司市场份额有所提升，并新覆盖东风汽车新能源车型、三一重工工程机械车型以及成都大运中轻卡车型；实现归母净利润 6968.82 万元，同比增长 22.01%，主要由于公司为了业务的持续发展，加大销售以及研发投入，未来随着规模逐步扩大，规模优势将逐步显现。

图 20：公司营业收入及增速



资料来源：wind、招商证券

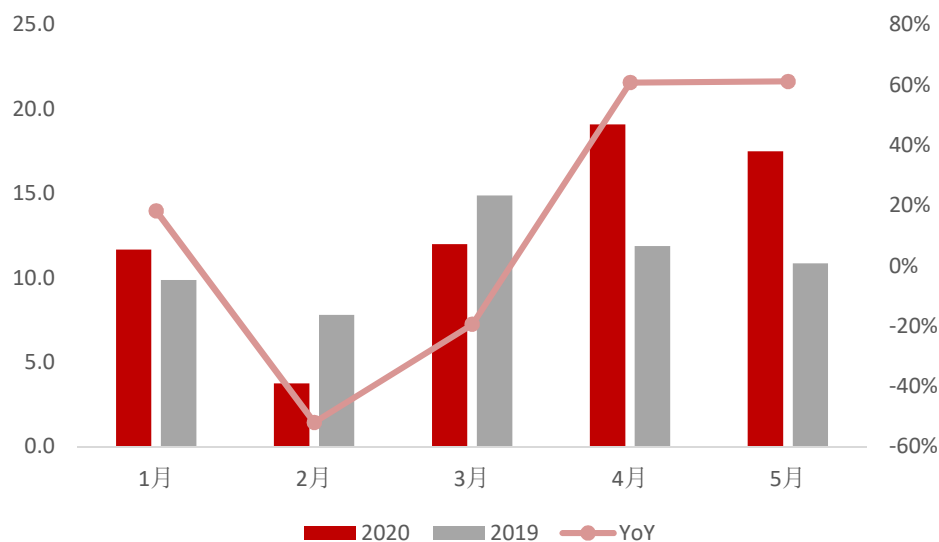
图 21：公司归母净利润及增速



资料来源：wind、招商证券

公司持续突破行业头部客户以及中轻卡新市场，增量空间确定性较高。叠加存量市场份额有望进一步提升，全年业绩有望保持高速增长态势。二季度我国重卡销量受一下因素推动出现强劲反弹：（1）2、3 月份疫情压抑下需求的递延释放；（2）随着基建逆周期调节的发力，工程重卡需求回升明显；（3）中央及各地对国三及以下排放柴油车提前淘汰力度较大，且随蓝天保卫战的截止时间临近，国三重卡加速淘汰。公司订单需求恢复正常，预计公司全年业绩仍将保持高速增长态势。

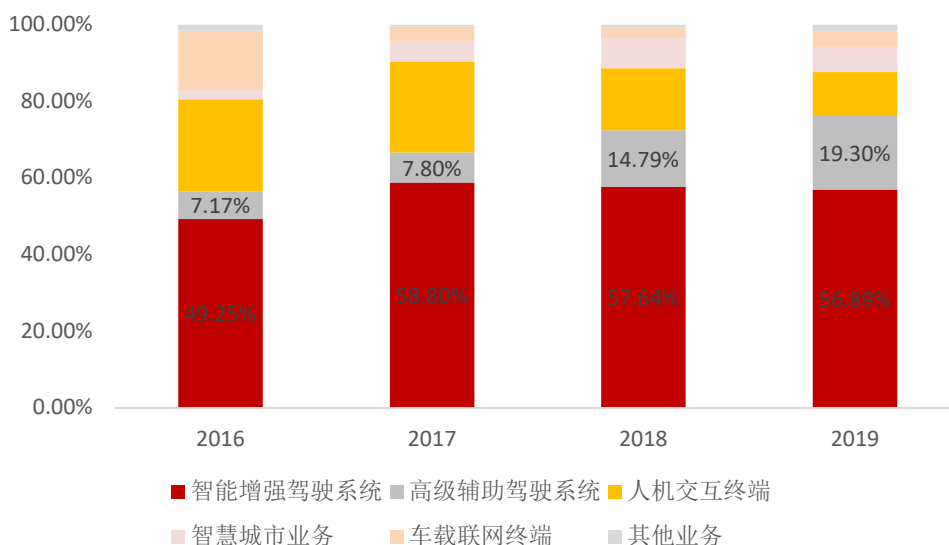
图 22: 2019-2020 年 1-5 月我国重卡销量（万辆）



资料来源：中汽协、招商证券

智能增强驾驶系统目前为公司的主要收入贡献领域，未来随着网联化向智能化发展，高级辅助驾驶系统占比有望逐步提升。分产品来看，2019 年公司智能增强驾驶系统实现收入 1.78 亿元，同比增长 24.69%，收入占比 56.89%，是公司收入重要组成部分，国六标准强制中轻卡安装车载终端已进入落地阶段，同时公司积极突破重汽、福田等客户，2020 年智能增强驾驶系统业务增长驱动力充足。2019 年公司高级辅助驾驶系统业务实现收入 6043.33 万元，同比增长 64.82%，收入占比从 18 年 14.79% 提升至 19.30%，公司高级辅助驾驶系统目前主要应用于后装渣土车市场，城市示范效应显著，今年有望突破杭州等多个城市，预计将保持快速增长。

图 23: 公司收入结构

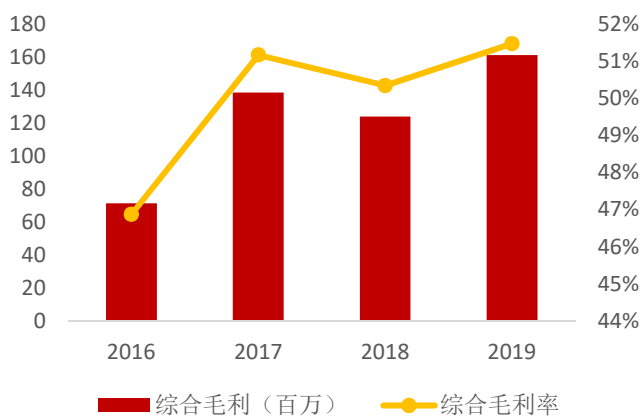


资料来源: Wind、招商证券

成本管控良好，高研发投入提升产品附加值，多因素助毛利率稳居高位。2019 年公司综合毛利率由 2018 年的 50.25% 提升至 51.48%，源于公司良好的成本管控，同时持续投入研发，注重核心技术积累，公司产品附加值持续提升。分产品来看，2019 年公司人机交互终端毛利率同比提升 14.66 个百分点至 46.15%，主要系该系列产品构成中的液晶屏的采购价格下降导致成品成本下降。车载联网终端毛利率相比去年提升 23.21 个百分点至 52.48%，主要系该类产品销售市场发生较大变化，新增 OBD 业务市场，该业务平均销售单价较高，毛利随之增长。随着公司今年市场继续开拓，核心受益国家政策，毛利率有望继续稳居高位。

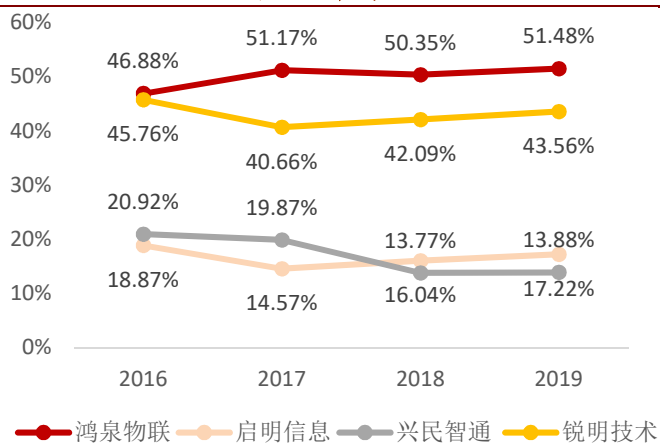
公司毛利率显著高于同行业可比公司，技术壁垒以及客户粘性为核心因素。公司 2016-2019 年的毛利率分别为 46.88%、51.17%、50.35% 和 51.48%，锐明技术 2016-2019 年的毛利率分别为 45.76%、40.66%、42.09% 和 43.56%，两家公司在后装业务领域毛利率接近。启明信息和兴民智通毛利率均低于 20%，主要原因是公司实现了从原材料采购、技术研发、硬件设计、软件设计、生产的全流程全覆盖，而启明信息、厦门雅迅等厂商有部分半成品外购或外包生产，因此毛利率相对较低。

图 24: 综合毛利与毛利率情况



资料来源: 招股说明书、年度报告、招商证券

图 25: 同行业可比公司毛利率情况

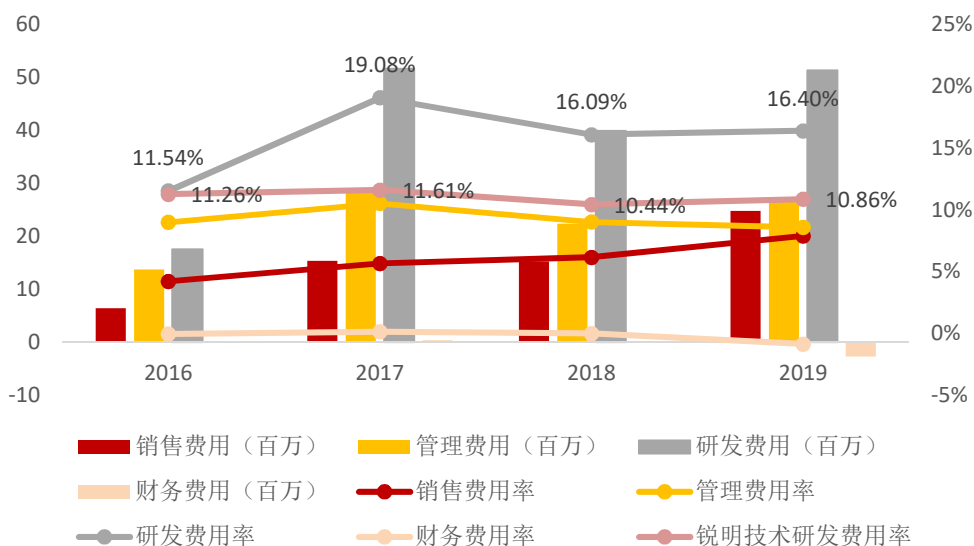


资料来源: wind、招商证券

公司从重卡细分领域开始向外扩张，费用投入增加。2019 年公司销售费用为 2475.74 万元，同比增加 62.38%，销售费用率为 7.90%，同比增长 1.75 个百分点，主要由于随着销售收入的增长，销售提成、三包费、仓储费、差旅费随之增加；2) 管理费用：公司 2019 年管理费用为 2687.78 万元，同比增加 20.25%，管理费用率 8.58%，同比下降 0.44 个百分点。

持续高研发投入水平领先同行，研发费用率高达 16.40%，为长期增长奠定基础。2019 年研发费用为 5137.35 万元，同比增加 28.78%，研发费用率达到 16.40%，同比增长 0.31 个百分点，主要是研发人员增多和薪酬增加所致。与锐明技术进行对比，锐明技术 2019 年研发费用为 1.70 亿元，研发费用率为 10.86%。公司持续高强度投入研发，主要聚焦人工智能（机器学习、图像识别等）、车辆控制的主动干预、云平台等技术领域，保证公司具有长期核心竞争力。

图 26: 公司费用情况



资料来源：Wind、招商证券

2、2020 年股权激励计划，巩固员工利益绑定机制

2020 年初公司发布限制性股权激励计划：限制性股票数量 150 万股，授予价格为 17 元/股，激励对象总人数为 114 人。此次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分别不低于 8569.81 万元、11081.03 万元和 14451.03 万元，相对 2018 年归母净利润增速不低于 50%、94%和 153%。本次限制性股票激励计划对应的限制性股票的 80%已经于 2020 年 2 月底授予完成。公司上市之初即推出股权激励计划，一方面显示出公司对商用车领域智能网联及渣土车等专用车高级辅助驾驶系统市场的发展信心，另一方面也通过股权激励核心员工，有助于公司长期价值提升。

四、投资建议

1、核心逻辑

商用车是车联网落地的最佳场景，具有刚性需求以及政策强推动。商用车联网行业与政策高度相关，2011年以来国家强制“两客一危”与所有重型载货汽车和半挂牵引车应在出厂前安装行驶记录仪，重型卡网联化在政策强制推动下渗透率已达到100%。2021年“国六”标准强制要求重型柴油车安装车载终端对车辆进行诊断信息读取并上传平台，部分地区已提前实施。

公司持续拓展重卡市场头部客户，市场份额持续提升。新商用车型陆续突破，打开整体市场空间。重卡市场集中度较高，公司与前五大整车厂的其中三个已达成合作，今年有望进一步实现新客户突破，市场份额持续提升。除了传统重卡领域以外，公司新拓展三一重工（工程机械车型）以及东风汽车（新能源乘用车型），打开整体市场空间。

“国六”标准下中轻卡强制安装车载终端迈向落地阶段，预计2020年收入规模接近亿级。中轻卡仍是蓝海市场，国六标准强制要求安装联网终端。根据中国汽车工业协会统计数据，2019年我国中轻卡总销售规模约为202.2万辆，市场渗透率较低，今年东风、福田等一线车厂已率先响应国六联网终端要求，预计今年渗透率将达到20%左右，2021年7月1日将开始全面覆盖所有车型。

2、基本假设

商用车领域将是车联网技术的首秀，公司布局高级辅助驾驶系统和智能增强驾驶系统两大业务领域，有望核心受益。1) 智能增强驾驶系统：重卡面临2G向4G替换的窗口期，单品价值有所提升，公司持续开发新客户，市场份额持续提升。重中轻卡在“国六”标准要求下需要强制安装车载联网终端，具有确定性增量需求。未来随着工程机械车等新车型突破，市场空间将进一步打开；2) 高级辅助驾驶系统：渣土车行业具有智能化的内生需求，城市示范效应显著，目前渗透率较低，未来三年有望覆盖城市超过100个，维持高速增长。

公司主营业务基本假设如下表：

表 9、销售收入结构预测

单位: 百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	247.84	313.20	463.74	692.14	894.37
智能增强驾驶系统	142.90	178.18	321.47	440.30	545.36
高级辅助驾驶系统	36.67	60.43	54.00	144.00	225.00
人机交互终端	40.15	35.65	40.68	47.99	55.76
车载联网终端	7.17	13.65	19.60	27.50	30.00
智慧城市业务	19.35	20.01	20.61	21.64	22.72
其他	1.61	5.28	7.39	10.71	15.53
收入增长率	-8.4%	26.4%	48.1%	49.3%	29.2%
智能增强驾驶系统	-10.2%	24.7%	80.4%	37.0%	23.9%
高级辅助驾驶系统	73.7%	64.8%	-10.6%	166.7%	56.3%
人机交互终端	-37.6%	-11.2%	14.1%	18.0%	16.2%
车载联网终端	-34.5%	90.5%	43.5%	40.3%	9.1%
智慧城市业务	37.6%	3.4%	3.0%	5.0%	5.0%
其他	51.9%	227.4%	40.0%	45.0%	45.0%
毛利率	50.35%	51.47%	50.55%	50.83%	50.72%
智能增强驾驶系统	52.44%	49.82%	51%	50%	50%
高级辅助驾驶系统	55.77%	54.08%	55%	54%	54%
人机交互终端	31.49%	46.15%	47%	46%	45%
车载联网终端	29.26%	52.48%	50%	48%	45%
智慧城市业务	71.81%	72.21%	73%	71%	71%
其他	47.22%	32.24%	30%	31%	31%

资料来源: 公司数据、招商证券

表 10: 盈利预测

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入 (百万元)	248	313	464	692	894
同比增长	-8%	26%	48%	49%	29%
营业利润 (百万元)	63	75	110	154	202
同比增长	7%	19%	48%	40%	31%
净利润 (百万元)	57	70	103	144	188
同比增长	20%	22%	48%	40%	31%
每股收益 (元)	0.76	0.70	1.03	1.44	1.88
ROE	23%	8%	11%	14%	16%

资料来源: 公司数据、招商证券

3、估值分析

在人工智能、大数据、云计算等技术的加持下，车联网将不断由网联化向智能化发展，需求将保持高增长态势。先发优势与技术壁垒助力公司长期保持行业领先地位，有望核心受益。预计未来 3-5 年保持高于行业平均增速发展，市场份额有望持续提升。根据公司主营业务范围，我们选取了启明信息、锐明技术、兴民智通作为可比公司进行对比，如下表：

表 11: 估值对比表 (截至 2020/6/3)

股票代码	公司名称	股价	总市值 (亿人民币)	EPS			PE			PB (MRQ)	PS (TTM)
				19A	20E	21E	19A	20E	21E	2020/6/3	2020/6/3
002232.SZ	启明信息	9.36	38.24	0.22	-	-	39.1	-	-	3.23	2.79
002970.SZ	锐明技术	53.88	93.10	2.25	1.47	1.97	54.4	36.8	27.3	6.67	6.10
300371.SZ	兴民智通	5.55	34.44	0.02	-	-	387.9	-	-	1.23	2.20
	算术平均	22.93	55.26	0.83	1.47	1.97	160.4	36.8	27.3	3.71	3.70
688288.SH	鸿泉物联	37.48	37.48	0.70	1.03	1.44	53.8	36.4	26.1	4.35	11.95

资料来源: Wind、招商证券 (备注: 可比公司估值来自 Wind 一致预测)

4、投资建议及风险提示

车联网技术将在商用车领域率先落地,公司在重卡领域深耕多年,通过持续拓展新客户份额持续提升,考虑“国六”标准下中轻卡强制安装联网终端政策以及杭州渣土车中标影响,预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 1.03 亿元、1.44 亿元、1.88 亿元,对应 PE 分别为 36.4、26.1 和 19.9 倍。我们给予公司今年 50 倍 PE,对应市值 51.45 亿元,对应目标价 51.45 元。首次覆盖,给予“强烈推荐-A”评级。

风险提示:

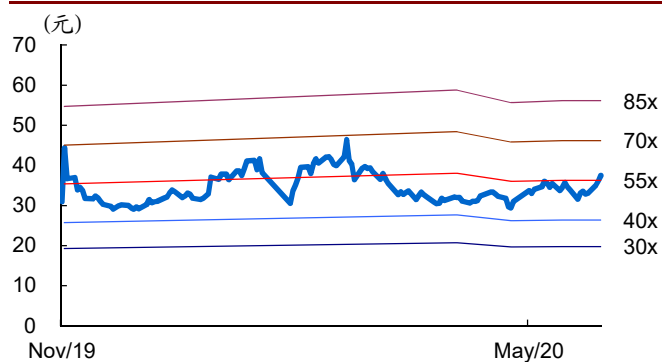
(1) **技术升级迭代的风险。**近年来智能网联汽车行业快速发展,人工智能、大数据、5G 等技术与该领域深度融合,不断推动行业技术升级与迭代。公司在未来发展过程中,如果不能在技术水平、研发能力、新产品开拓上保持应有的竞争力,将面临技术升级迭代的风险。

(2) **公司智能增强驾驶系统业务发展不及预期的风险。**未来几年中轻卡 OBD 业务是公司的重要增量,若公司 OBD 业务推进不及预期,将会影响公司整体业绩表现。

(3) **高级辅助驾驶系统业务拓展不及预期的风险。**高级辅助驾驶系统业务有望在近两年逐渐放量,2020 年公司将大力发展全国 300 多个城市的高级辅助驾驶系统业务,若业务发展低于预期,可能影响公司净利润。

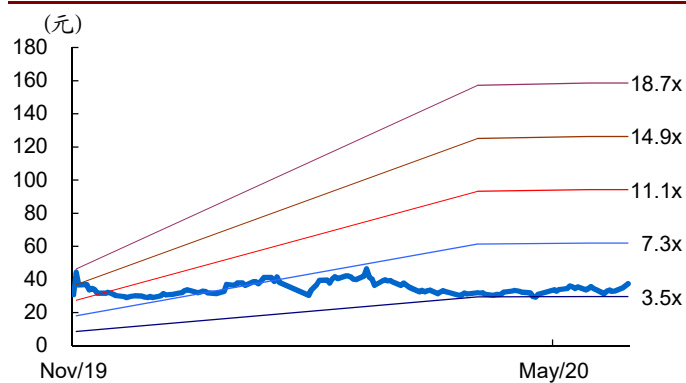
(4) **新冠疫情影响宏观经济与下游需求的的风险。**疫情对全球宏观经济造成严重影响,公司下游商用车作为生产工具,受宏观经济波动影响较为明显。若商用车在国内的需求大幅下跌,可能影响上游公司的业绩。

图 27: 鸿泉物联历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 28: 鸿泉物联历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	268	862	966	1135	1329
现金	83	603	596	583	615
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	55	49	73	109	141
应收款项	94	146	205	305	394
其它应收款	0	2	3	5	6
存货	31	39	54	82	107
其他	5	23	34	51	66
非流动资产	39	103	108	116	123
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	7	68	68	69	70
无形资产	24	31	36	42	48
其他	8	4	4	4	4
资产总计	307	965	1074	1251	1452
流动负债	51	110	145	209	265
短期借款	5	5	0	0	0
应付账款	27	78	115	174	226
预收账款	4	6	9	14	18
其他	15	21	21	21	21
长期负债	5	7	7	7	7
长期借款	0	0	0	0	0
其他	5	7	7	7	7
负债合计	56	117	151	216	271
股本	75	100	100	100	100
资本公积金	114	642	644	644	644
留存收益	61	106	179	292	437
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	251	849	923	1035	1181
负债及权益合计	307	965	1074	1251	1452

现金流量表

单位: 百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	36	62	15	6	65
净利润	57	70	103	144	188
折旧摊销	5	6	8	9	9
财务费用	0	0	(5)	(5)	(5)
投资收益	(1)	(0)	(21)	(23)	(22)
营运资金变动	(25)	(16)	(75)	(126)	(112)
其它	(1)	2	4	7	6
投资活动现金流	(6)	(61)	8	7	6
资本支出	(16)	(62)	(13)	(16)	(16)
其他投资	10	0	21	23	22
筹资活动现金流	21	524	(29)	(26)	(38)
借款变动	(37)	(33)	(5)	0	0
普通股增加	6	25	0	0	0
资本公积增加	51	528	1	0	0
股利分配	0	0	(30)	(31)	(43)
其他	1	5	5	5	5
现金净增加额	51	525	(7)	(14)	32

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位: 百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	248	313	464	692	894
营业成本	123	152	224	340	441
营业税金及附加	2	2	4	6	7
营业费用	15	25	37	54	67
管理费用	22	27	39	57	72
研发费用	40	51	78	111	134
财务费用	(0)	(3)	(5)	(5)	(5)
资产减值损失	(0)	(4)	3	3	2
公允价值变动	0	0	0	0	0
其他收益	17	20	20	22	21
投资收益	1	0	1	1	1
营业利润	63	75	110	154	202
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	63	75	110	154	202
所得税	6	5	7	10	13
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净	57	70	103	144	188

主要财务比率

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
年成长率					
营业收入	-8%	26%	48%	49%	29%
营业利润	7%	19%	48%	40%	31%
净利润	20%	22%	48%	40%	31%
获利能力					
毛利率	50.3%	51.5%	51.8%	50.8%	50.7%
净利率	23.0%	22.3%	22.2%	20.8%	21.1%
ROE	22.8%	8.2%	11.2%	13.9%	16.0%
ROIC	22.3%	7.9%	10.7%	13.4%	15.6%
偿债能力					
资产负债率	18.2%	12.1%	14.1%	17.3%	18.7%
净负债比率	1.6%	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	5.3	7.8	6.7	5.4	5.0
速动比率	4.7	7.5	6.3	5.0	4.6
营运能力					
资产周转率	0.8	0.3	0.4	0.6	0.6
存货周转率	4.7	4.4	4.8	5.0	4.7
应收帐款周转率	1.6	1.8	2.0	2.0	1.9
应付帐款周转率	3.8	2.9	2.3	2.4	2.2
每股资料 (元)					
EPS	0.76	0.70	1.03	1.44	1.88
每股经营现金	0.48	0.62	0.15	0.06	0.65
每股净资产	3.35	8.49	9.23	10.35	11.81
每股股利	0.00	0.30	0.31	0.43	0.57
估值比率					
PE	49.2	53.8	36.4	26.1	19.9
PB	11.2	4.4	4.1	3.6	3.2
EV/EBITDA	51.0	44.2	29.1	20.9	16.0

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

余俊 招商证券通信行业首席分析师 东南大学微电子学硕士，7年民航空管通信方向技术及管理经验，民航局通信导航专家库成员。2017年金牛奖第一名，新财富第四名，保险资管最佳分析师第二重要团队成员；2016年新财富第三，水晶球第二重要团队成员。

张皓怡 招商证券通信行业研究助理 香港大学金融学硕士，专注于运营商、物联网、专网、5G下游应用等相关领域研究。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。