



太平洋证券
PACIFIC SECURITIES

科创板重点标的解析之六——鸿泉物联

计算机行业首席分析师：王文龙

2019年3月

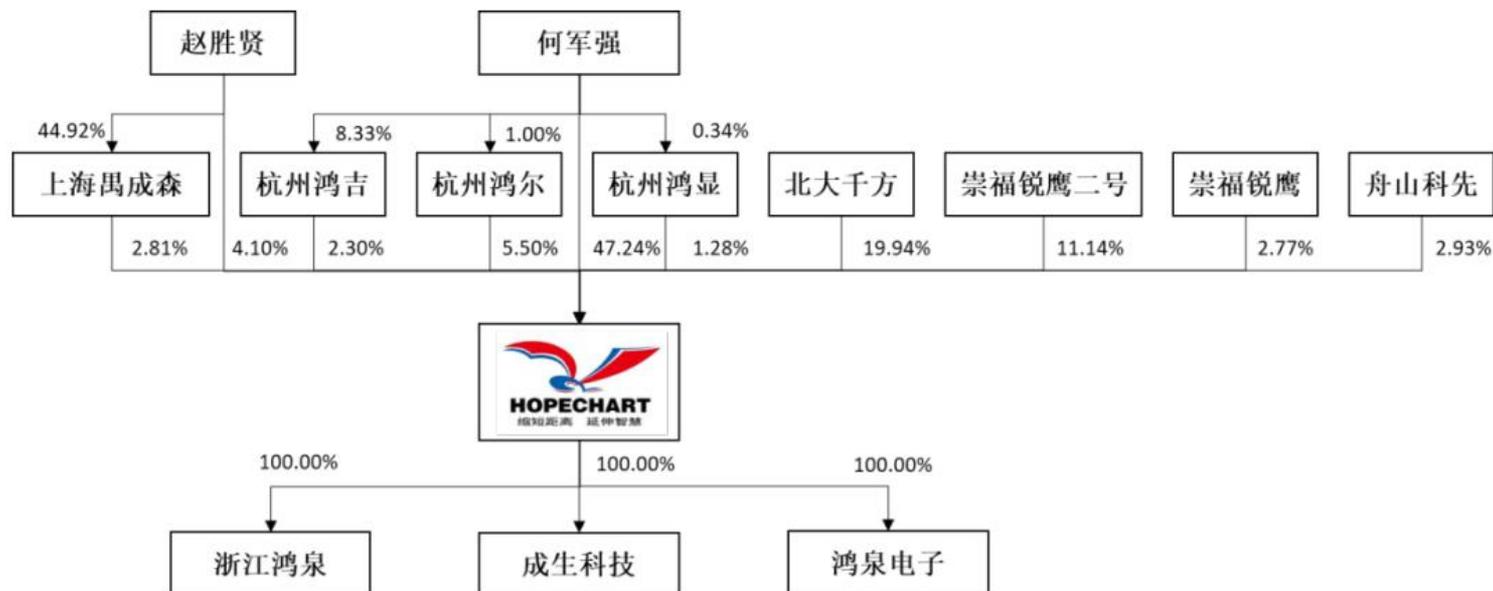
目录:

1.公司概况

股权结构较为集中，董事长为第一大股东

- ✓ 公司第一大股为何军强，其为公司总裁和实际控制人，累计持股比例近50%。公司董事赵胜贤，直接持股4.1%，并通过其参股44.92%的上海禹成森公司持股2.81%。上市公司千方科技持有19.94%股权。

股权结构较为集中



资料来源：招股说明书，太平洋证券整理

聚焦智能驾驶业务

- ✓ 公司主要产品包括代表智能化技术路径的高级辅助驾驶系统和代表网联化技术路径的智能增强驾驶系统、人机交互终端、车载联网终端。全资子公司成生科技主要产品为智慧城市政务管理系统。
- ✓ 公司产品以智能增强驾驶系统为主，2018年该业务营收占比为57.66%。此外，公司产品主要用于商用车，2018年来自商用车的收入占比为77.06%。净利润16-18年分别为3232万，4780万，5712万。扣非后16-18年3153万，6543万，5402万。

公司分业务收入情况

分产品	2018年		2017年		2016年	
	金额 (万元)	占比	金额 (万元)	占比	金额 (万元)	占比
智能增强驾驶系统	14,290.17	57.66%	15,917.59	58.80%	7,494.24	49.25%
高级辅助驾驶系统	3,666.73	14.79%	2,111.25	7.80%	1,090.40	7.17%
人机交互终端	4,015.01	16.20%	6,435.95	23.77%	3,660.42	24.05%
车载联网终端	716.69	2.89%	1,094.68	4.04%	2,368.86	15.57%
智慧城市政务管理系统	1,934.50	7.81%	1,405.91	5.19%	376.6	2.47%
其他	161.16	0.65%	106.07	0.39%	227.18	1.49%
合计	24,784.27	100.00%	27,071.45	100.00%	15,217.69	100.00%

资料来源：公司招股说明书，太平洋证券整理

智能驾驶增强系统：采集数据降低驾驶成本

- ✓ 公司智能驾驶增强系统主要由终端（行驶记录仪或T-BOX）+智能增强驾驶模块 +大数据云平台三部分组成。
- ✓ 智能驾驶增强系统主要在驾驶员驾驶途中提取不良驾驶数据并反馈给驾驶员，从而达到降低驾驶成本的目的。此外，系统收集的数据能够反馈给整车厂帮助其改善产品。
- ✓ 智能驾驶增强系统主要应用于载货汽车、客车和载货船只等，主要客户包括陕汽、北汽福田、苏州金龙、北奔、安徽华菱等。

公司智能驾驶增强系统架构

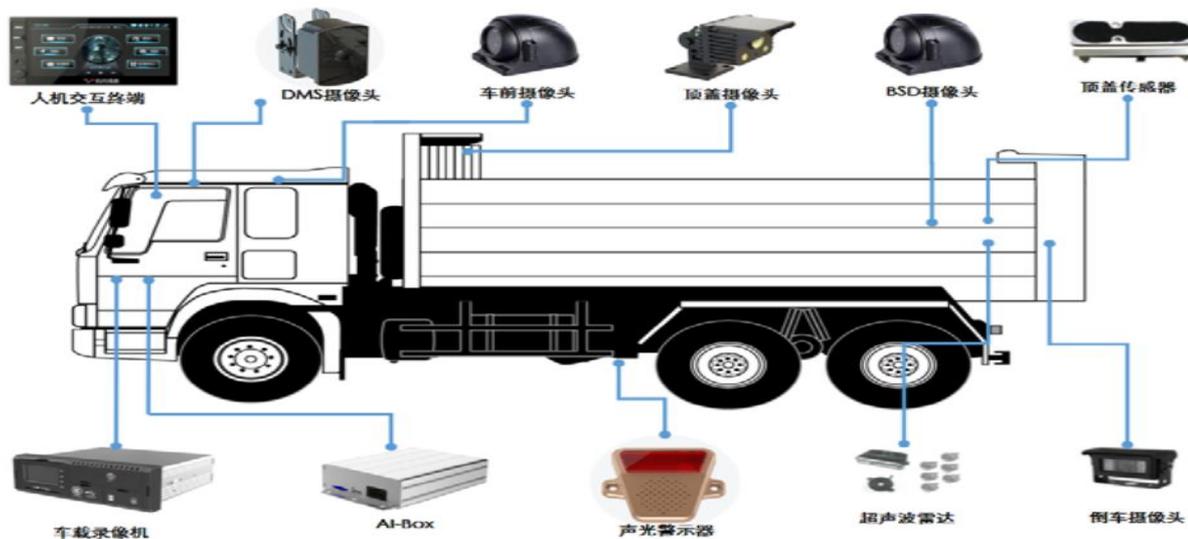


资料来源：公司招股说明书，太平洋证券整理

高级辅助驾驶系统：改善行车安全

- ✓ 公司高级辅助驾驶系统主要由终端（行驶记录仪或车载录像机）+摄像头+ 传感器+人工智能模块四部分组成。
- ✓ 高级辅助驾驶系统同采集路况信息辅助驾驶者作出判断从而改善行车安全，继承了BSD、DMS、VWS等功能。
- ✓ 产品主要应用于专项作业车（渣土车、水泥搅拌车等）市场。
- ✓ 公司2014 年率先研发了渣土车高级辅助驾驶系统并应用在湖南省长沙市，随后陆续在21个城市推广应用。

公司高级辅助驾驶系统架构



资料来源：公司招股说明书，太平洋证券整理

人机交互终端&车载联网终端

- ✓ 人机交互终端主要为车载中控屏，用于车内的联机交互。车载联网终端主要包括行车记录仪、TBOX、车载录像机等设备，主要用于联网数据采集，满足监管者需求。
- ✓ 人机交互终端主要用于高端商务车型，公司的主要客户包括陕汽、苏州金龙、安徽华菱等公司。车载联网终端在B端和C端均有客户，公司主要用户包括4S店、运输公司、改装厂等。
- ✓ 根据中国招标网2019年3月6日公告的《专汽T-BOX询价（1902270296）采购中标公告》，公司T-BOX单价为3220元。

公司车载联网终端产品

产品类别	产品形态	产品特点
行驶记录仪		包含卫星定位、数据采集、行驶记录、联网、司机身份认证、事故数据导出、设备状态监测等功能。产品符合 GB/T19056、JT/T794、JT/T808 等标准。
T-BOX		包含卫星定位、联网、CAN 总线及其他车载数据采集、远程诊断等功能，产品符合 GB/T 32960—2016 标准。

资料来源：公司招股说明书，太平洋证券整理

智慧城市业务

- ✓ 公司全资子公司成生科技专注于智慧城市业务，已在上海等多个城市开发了绿化和市容管理、城市水务管理、气象服务、城市环境综合管理等智慧城市政务管理系统，参与科技部《特大城市生活垃圾信息化收运与处理技术集成与示范研究》项目。
- ✓ 目前公司的智慧城市业务包括上海市生活垃圾物流管理系统、上海市渣土车辆监管系统、浙江省钱塘江海塘安全管理信息系统、浦东新区河道管理信息系统、国家气候中心月内重要过程与趋势预测系统（MAPFS）、上海中心气象台 GFE 气象预测预报系统平台等。

公司建设的上海垃圾物流管理系统



资料来源：公司招股说明书，太平洋证券整理

客户集中度较高，主要销售于前装市场

公司客户占比情况

- ✓ 公司的产品可用于前装和后装市场。前装市场主要销售给整车厂，后装市场主要销售给改装厂、运输公司和4S店等。从公司客户分布上来看，公司的产品主要用于前装市场。

- ✓ 公司客户集中度较高，第一大客户为陕汽，2018年收入占比达到了46.71%。

年份	序号	客户名称	销售额 (万元)	占公司主营业务收入的比例
2018年	1	陕汽	11,579.97	46.71%
	2	北汽福田	3,353.12	13.53%
	3	深圳市集鑫汽车销售有限公司	1,264.11	5.10%
	4	苏州金龙	1,176.23	4.74%
	5	安徽华菱	1,016.56	4.10%
	合计			18,389.99
2017年	1	陕汽	13,890.34	51.31%
	2	北汽福田	4,448.34	16.43%
	3	安徽华菱	848.99	3.14%
	4	苏州金龙	807.71	2.98%
	5	北奔	653.56	2.41%
	合计			20,648.94
2016年	1	陕汽	5,399.27	35.48%
	2	陕西电器研究所	2,758.09	18.12%
	3	苏州金龙	1,674.89	11.01%
	4	中交兴路	1,084.43	7.13%
	5	北汽福田	530.55	3.49%
	合计			11,447.23

资料来源：公司招股说明书，太平洋证券整理

主要业务毛利率较高

- ✓ 公司毛利率在硬件厂商中较高，稳定在50%左右。较高毛利率的原因在于公司主要产品销售于前装市场，主要为B端用户，市场竞争激烈程度相对于C端市场要缓和，因此毛利率较高。
- ✓ 公司各项业务毛利率均为50%左右，智慧城市毛利率71.89%，车载联网终端和人机交互终端的毛利率为30%左右。智慧城市为软件业务毛利率较高，而车载联网终端和人机交互终端用于C端较多，因此毛利率较低。

公司毛利率情况

项目	2018 年度	2017 年度	2016 年度
营业收入	24,790.23	27,071.45	15,217.69
营业成本	12,309.52	13,218.53	8,083.38
综合毛利	12,480.71	13,852.92	7,134.31
其中：主营业务毛利	12,485.51	13,852.92	7,134.31
综合毛利率	50.35%	51.17%	46.88%

资料来源：公司招股说明书，太平洋证券整理

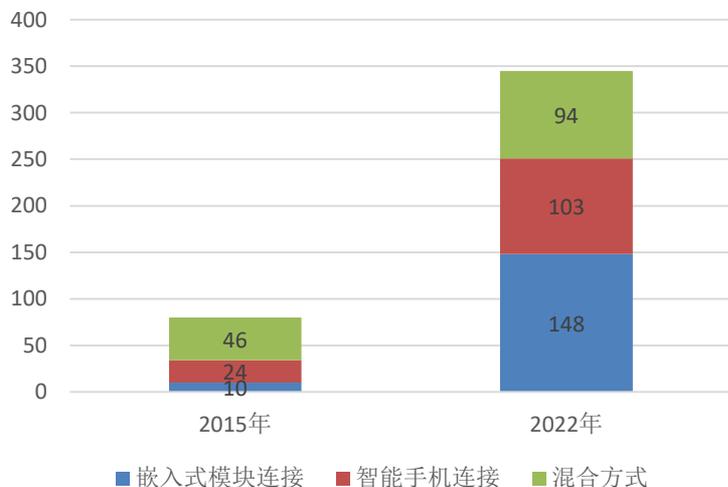
目录:

2.行业发展情况

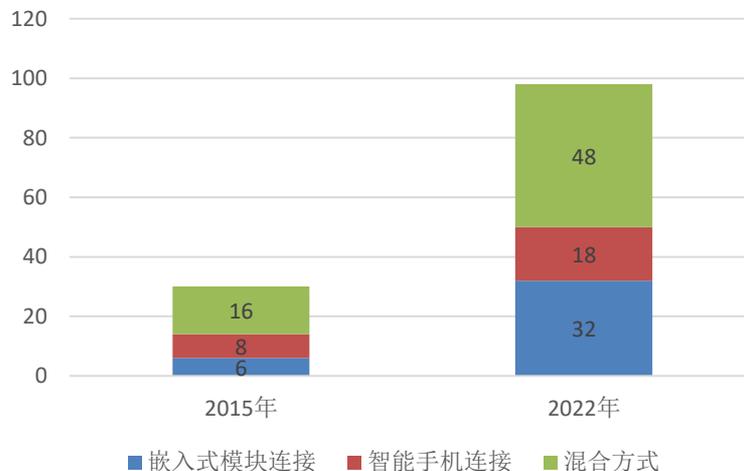
智能网联汽车行业：两大路径，市场空间广阔

- ✓ 智能网联汽车包含了汽车智能化和汽车网联化两大技术路径，协同实现“信息感知”和“决策控制”功能。
- ✓ 汽车智能化的最终目标是实现自动驾驶，需要包括人工智能、感知传感等技术支持。汽车网联化是使用无线通信、传感探测等技术收集车辆、道路、环境等信息，实现车内网络与车外网络之间的信息交换，需要包括大数据、5G 车载蜂窝和 LTE-V2X 通信、云计算等技术支持，智能驾驶作为感知渠道将丰富车联网的信息来源。
- ✓ 据美国 IHS 预计，到 2035 年全球智能驾驶汽车销量将超过 1,000 万辆；到 2022 年全球联网汽车的市场保有量将达 3.5 亿台，市场占比达到 24%，具有联网功能的新车销量将达到 9,800 万台，市场占比达 94%。智能网联汽车行业市场空间广阔。

全球智能网联汽车保有量预测（单位：百万台）



全球智能网联汽车销量预测（单位：百万台）

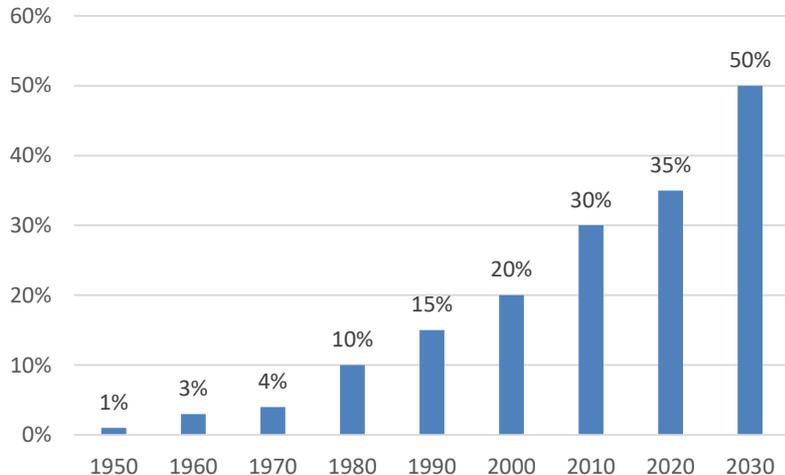


资料来源：IHS，太平洋证券整理

汽车电子成本占比提升，商用车需求驱动行业增长

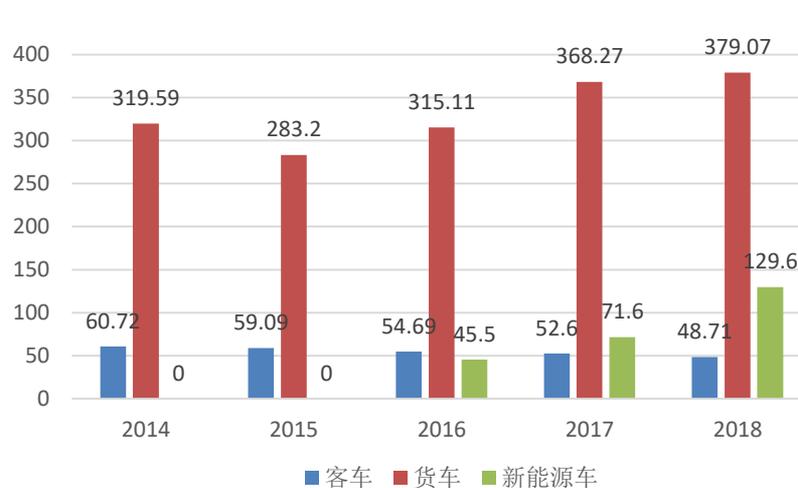
- ✓ **汽车成本电子占比不断提升。**单车电子部件的成本占比从 1950 年左右的 1% 提升到当前 20%-35% 之间，并呈现出加速上升态势，汽车电子化的趋势非常明显。
- ✓ **商用车领域汽车电子提升同样明显。**主要由于：1、商用车使用群体趋于年轻化，要求商用车驾乘体验良好、系统操作便捷、车载功能丰富；2、运输公司有节省油耗、减少车损的需求，通过相关汽车电子实现；3、汽车电子为商用车整车厂实现车辆全生命周期管理提供了基础数据。
- ✓ **商用车智能网联市场空间广阔。**2018 年新能源汽车产量达 129.60 万辆，处于快速发展的起步阶段。客车产量自 2014 年以来较为稳定，维持在 50-60 万辆，货车产量由 2014 年 319 万辆增长到 2018 年达到 379 万辆。公司产品用于前装市场，商用车销量的增长将直接驱动公司业绩的增长。

全球单车汽车电子成本占比



资料来源：PWC，太平洋证券整理

商用车销量保持增长 (单位：万辆)



资料来源：国家统计局，太平洋证券整理

智能网联汽车行业：鼓励政策频繁出台，驱动行业增长

- ✓ **政策频繁出台驱动行业增长。** 国务院在 2015 年 5 月印发的《中国制造 2025》中首次涉及智能网联汽车，并制定了明确的技术路线图；2017 年 6 月 13 日，工信部、国家标准化管理委员会发布关于征求《国家车联网产业体系建设指南（智能网联汽车）（2017 年）》（征求意见稿）；2018 年 1 月，国家发改委发布《智能汽车创新发展战略》征求意见稿，要求到 2020 年智能汽车新车占比达到 50%。陆续出台的政策刺激了智能网联汽车行业的发展。
- ✓ 公司产品主要针对商用车。商用车智能网联领域，交通部规定 2011 年 12 月 31 日前所有“两客一危”车辆应当安装使用具有行驶记录功能的卫星定位装置；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。2016 年 12 月，国务院发布《关于推进安全生产领域改革发展的意见》，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。

目录:

3.市场竞争格局

智能网联汽车领域：前装市场客户粘性较高，后装市场竞争激烈

公司主要竞争对手

- ✓ **前装市场客户粘性较高，盈利能力较好。**我国商用车整车厂集中度较高，公司主要竞争对手包括厦门雅迅网络股份有限公司、武汉英泰斯特电子技术有限公司等企业。前装市场针对B端，整车厂对于硬件供应商的选择一般较为稳定，因此粘性较高。此外，较高的供应商准入壁垒和较强的绑定关系也带来了较高的盈利能力。
- ✓ 后装市场市场基数大，客户分散，集中度低。由于行业技术壁垒较低，因此竞争者众多，产品同质化严重，产品竞争多依靠价格战，行业盈利能力较差。公司主要竞争对手有深圳市博实结科技有限公司等。
- ✓ 针对渣土车后装市场，公司在国内多个城市协助监管部门制定了产品技术标准，目前占据了较大市场份额。主要竞争对手包括深圳市锐明技术股份有限公司、深圳华宝电子科技有限公司等企业。

主要竞争对手	主要产品	公司简介
Mobileye(2017年被Intel收购)	单目视觉高级驾驶辅助系统(ADAS)	提供芯片搭载系统、计算机视觉算法和高级辅助驾驶系统,包括车道偏离预警(LDW)、前向防碰撞预警(FCW)、车距监测(HMW)、交通标志识别(TSR)、自适应巡航控制(ACC)等
兴民智通(002355.SZ)	控股子公司提供车载无线及集成产品、新能源车T-BOX产品	控股子公司英泰斯特提供新能源汽车T-BOX前装业务,控股子公司九五智驾研发提供车联网运营TSP服务、参股子公司广联赛讯和彩虹无线分别提供智能车载终端产品和UBI车险业务。
四维图新(002405.SZ)	导航地图、动态交通信息服务和车联网业务	车联网业务主要包括乘用车车联网、商用车车联网与动态交通信息产品及服务。其中商用车车联网产品及服务在位置大数据平台基础上,融合北斗/GPS定位系统、地理信息系统(GIS)及大数据处理技术,提供可以同时面向前装、后装市场的智能车联网终端设备、车联网运营系统及大数据平台。
新宁物流(300013.SZ)	全资子公司亿程信息提供车辆卫星定位运营服务及配套软硬件	通过车载信息终端智能外设采集车辆及随车人、物的状态信息,通过移动与物联通信网络传输至系统平台进行归类、存储和分析。
慧瀚股份(832245.OC 2017年摘牌)	乘用车T-BOX产品	主要产品包括蓝牙、Wi-Fi、GPS、3G/LTE等无线通讯模块和传输层嵌入式软件中间件,以及Telematics Control Unit(车联网远程控制系统)。

资料来源：招股说明书，太平洋证券整理



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号D座

电话: (8610)88321761

传真: (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。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或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。