

2019年5月28日

**科创板智能驾驶系列之鸿泉物联**
**计算机**
**主要财务指标（单位：百万元）**

	2016A	2017A	2018A
<b>营业收入</b>	152.18	270.71	247.90
(+/-)	0.00%	77.89%	-8.43%
<b>营业利润</b>	30.37	58.76	62.64
(+/-)	0.00%	93.51%	6.60%
<b>归属母公</b>	32.32	47.80	57.12
<b>司净利润</b>			
(+/-)	0.00%	47.89%	19.51%
<b>EPS (元)</b>	0.00	0.70	0.77

● 公司是国内较早从事辅助驾驶研究的企业。截止5月27日，科创板已受理企业达111家，其中计算机软硬件公司众多，代表性的有当虹科技、中科星图等。本期我们介绍计算机软硬件领域涉足智能驾驶的公司鸿泉物联。该公司是国内较早从事辅助驾驶研究的企业，在商用车智能网联领域的生产和研发能力具备较强竞争优势。

● 智能化、网联化技术在国内商用车领域的应用开始加速。全球智能网联汽车领域发展空间广阔，预计到2035年，具有联网功能的新车销量占比将达94%。近年我国不断加强道路运输安全管理和运输车辆的动态监管，主管部门陆续强制性政策与规定旨在减少商用车交通事故，强化节能减排。目前，利用物联网、大数据等工具监测并管理驾驶行为可有效减少商用车燃油消耗。

● 公司主要产品为智能增强驾驶系统和高级辅助驾驶系统等。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。其中，智能增强驾驶系统具备较高附加值，可提升客户管理水平及能力。同时，公司智能增强驾驶系统及高级驾驶辅助系统在目前国内商用车市场市占率领先。

● 公司利润稳定，营收及毛利率存在波动。近三年公司营业收入分别为1.52、2.71和2.48亿元，存在一定波动性。净利润分别为0.32、0.48和0.57亿元，保持稳定增长。18年较17年收入下滑是由于主要客户陕汽人机交互终端采购数量下降所致。同时，公司毛利率较高，但同样存在波动，近期产生波动的原因是部分产品升级导致单位生产成本增长所致。

● 对标公司及估值：公司属于计算机软硬件提供商，商业模式有前装和后装两种。公司主要依赖前装市场，国际上该领域具备竞争优势的企业有以色列科技公司Mobi eye。国内主要有上市公司四维图新、兴民智通、新宁物流，以及非上市公司深圳瑞明、厦门雅迅等。由于智能网联领域未来存在较高成长预期，因此行业整体估值水平较高。

● 风险提示：技术研发及迭代不及预期、新市场开拓失败、核心客户及人员流失、下游需求不及预期、市场系统性风险等。

分析师：杨靖磊  
 执业证书编号：S1050518080001  
 电话：021-54967583  
 邮箱：[yangjl@cfsc.com.cn](mailto:yangjl@cfsc.com.cn)

华鑫证券有限责任公司  
 地址：上海市徐汇区肇嘉浜路750号  
 邮编：200030  
 电话：(86 21) 64339000  
 网址：<http://www.cfsc.com.cn>

## 目录

1. 公司概况.....	3
2. 公司所处行业及市场空间分析 .....	3
3. 公司产品及竞争优势.....	5
4. 公司主要客户 .....	6
5. 公司财务状况分析 .....	7
6. 公司融资历程及募投资金用途 .....	8
7. 对标公司分析及同类公司估值 .....	9
8. 风险提示.....	10

## 图表目录

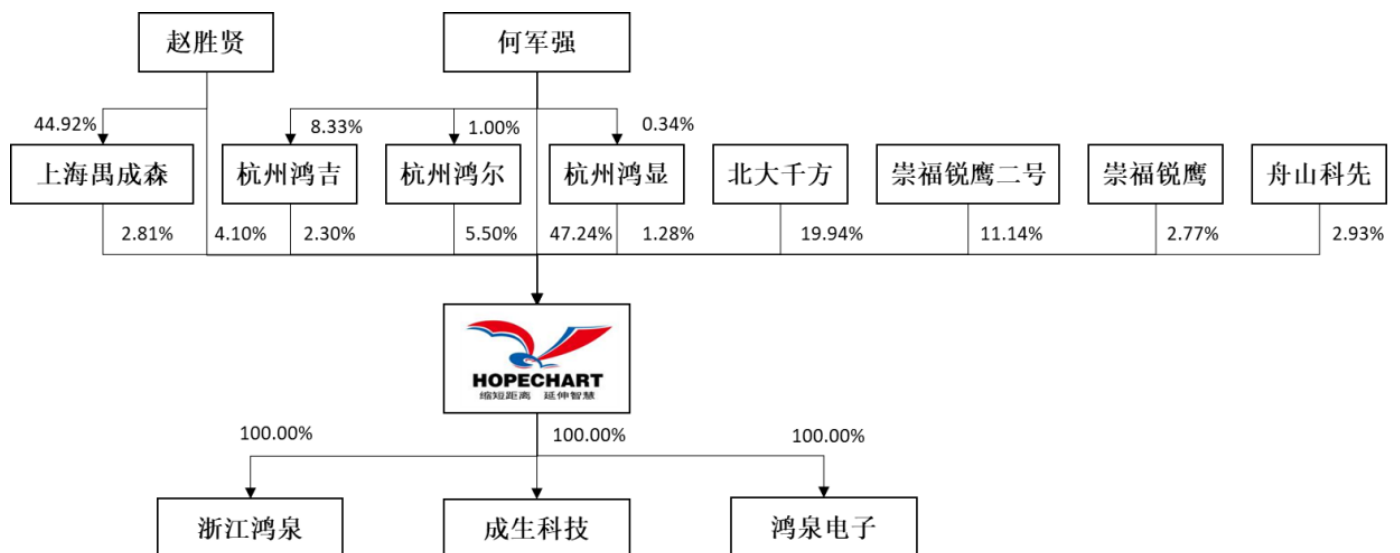
图表 1 公司股权结构.....	3
图表 2 IHS 全球联网汽车销量及保有量预测.....	4
图表 3 驾驶行为监控对油耗影响重要 .....	4
图表 4 公司蜂窝陶瓷系列产品 .....	5
图表 5 公司高级辅助驾驶系统功能 .....	6
图表 6 2018 公司前五大客户 .....	7
图表 7 2018 年公司营收划分（按产品） .....	7
图表 8 营收及净利润(2016-2018 年).....	7
图表 9 公司毛利率与净利率 .....	8
图表 10 公司近三年各项费用率 .....	8
图表 11 公司融资历程明细 .....	8
图表 12 募集资金用途.....	9
图表 13 公司与同行业公司经营情况比较（单位：亿元） .....	9
图表 14 主要竞争对手及部分重要同行业公司估值（截止 2019 年 5 月 27 日） .....	10

## 1. 公司概况

公司成立于 2009 年，是国内较早从事辅助驾驶研究的企业。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。公司在商用车智能网联领域的研发能力、生产能力、工艺技术、产品质量等方面均具有较强的竞争优势，各类产品在商用车细分市场占有率和技术水平均处于国内领先地位。

公司的实际控制人为何军强先生，其直接持有公司 3,542.91 万股股份，占公司总股本的 47.24%，通过杭州鸿尔、杭州鸿显、杭州鸿吉间接持有公司 0.25% 的股份，通过直接和间接方式合计控制公司 56.32% 的表决权，对公司股东大会的决议具有重大影响。

图表 1 公司股权结构

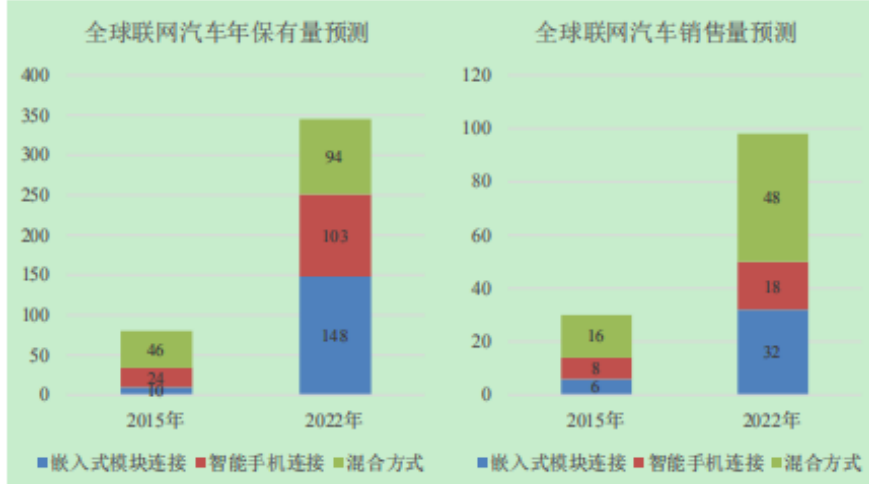


资料来源：公司招股说明书申报稿

## 2. 公司所处行业及市场空间分析

全球智能网联汽车领域发展空间广阔。公司所涉及行业属于智能网联汽车领域，智能网联汽车指“搭载先进的车载传感器、控制器、执行器等装置，并融合现代通信与网络技术，实现车与 X（车、路、人、云端等）智能信息交换、共享，具备复杂环境感知、智能决策、协同控制等功能，可实现安全、高效、舒适、节能行驶，并最终可实现替代人来操作的新一代汽车。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%。随着汽车联网技术的多样化和联网率的不断提升，智能网联汽车领域发展空间广阔。

图表 2 IHS 全球联网汽车销量及保有量预测（单位：百万辆）

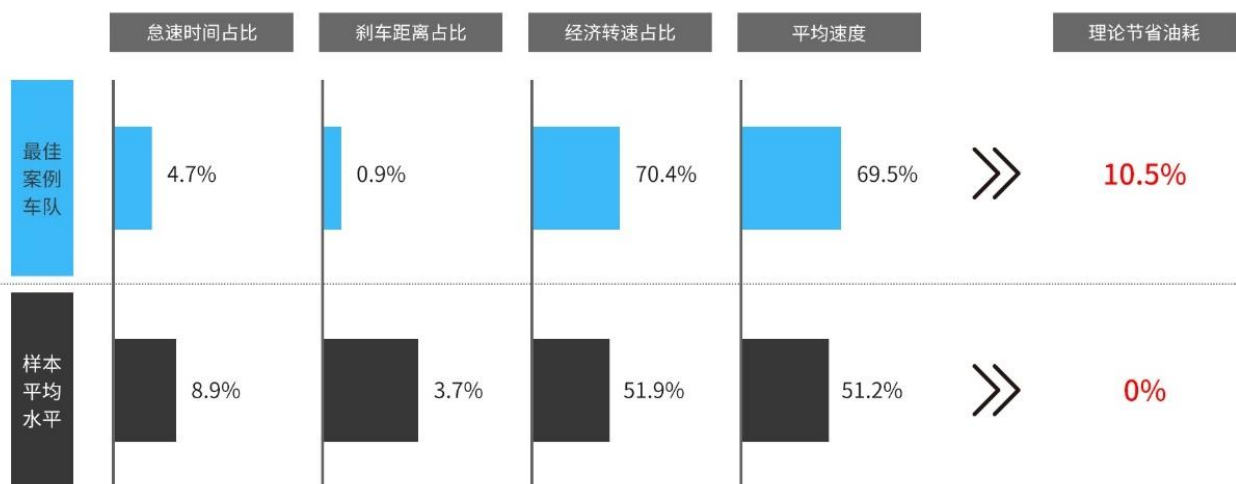


资料来源：公司招股说明书申报稿

**智能化、网联化技术在国内商用车领域的应用开始加速。**近年来我国为了加强道路运输安全管理和运输车辆动态监管工作，主管部门出台了强制性政策与规定，要求各类商用车通过安装智能 网联设备，提高道路安全，减少交通事故，强化节能减排。如国家强制“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。长沙市要求全市渣土车安装智能管控系统，具备重空车识别功能、规划线路控制功能等。同时，部分一线、省会城市已陆续出台相关商用车高级驾驶辅助系统强制安装政策

**利用物联网、大数据等工具监测管理驾驶行为可有效减少车辆燃油消耗。**我国是世界第一大公路运输市场，公路货运成本中，燃油成本占比高。影响油耗的因素有多种，但短期内，对油耗影响的最大因素是司机驾驶行为。优秀的驾驶行为，如维持经济转速范围、平稳提速等会降低油耗。贝恩公司通过研究认为：利用物联网、大数据等工具，实时监测车况并精确管理驾驶行为，可以大幅度减少油耗，通过大数据分析进一步寻求最优的油耗方案；同时，通过人工智能等技术对驾驶行为的精确管控还能达到减少事故率，提升车队安全水平的目的。

图表 3 驾驶行为监控对油耗影响重要



资料来源：公司招股说明书申报稿

### 3. 公司产品及竞争优势

公司主要产品为智能增强驾驶系统和高级辅助驾驶系统等。公司紧密围绕智能网联汽车的两大技术路径，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。

图表 4 公司蜂窝陶瓷系列产品

主要产品	构成	产品示例	主要功能	应用领域	主要客户
智能增强驾驶系统	终端（行车记录仪或T-BOX）+智能增强驾驶模块+大数据云平台		通过终端采集驾驶员的驾驶行为数据与车辆数据，一方面提炼不良驾驶模型，并通过驾驶员的反馈持续优化模型，最终提高系统使用者的驾驶水平，达到减少车辆损耗、降低油耗的目的；另一方面将采集的数据分析、处理，反馈到整车厂设计、研发、采购、生产、销售及售后各个环节，实现车辆全生命周期管理。	载货汽车、客车、载货船只	陕汽、北汽福田、苏州金龙、北奔、安徽华菱等
高级辅助驾驶系统	终端（行车记录仪或车载录像机）+摄像头		通过终端、摄像头、传感器等实时采集路面及周边环境状况、车辆状态、司机状态，利用人工智能技术实现车辆状态识别、驾驶员身份及分神识别、盲区行人车辆识别等功能，提高行车安全性，减少车辆行驶过程中的交通事故发生率。	专项作业车（渣土车、水泥搅拌车等）	各城市渣土车、水泥搅拌车平台运营商、4S店或运输公司
人机交互终端	车载中控屏		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。	商用车高端车型	陕汽、苏州金龙、安徽华菱等
车载联网终端	行车记录仪、T-BOX、车载录像机		数据采集、定位、联网，满足监管部门的监管需要。	后装行业监控车辆（“两客一危”、道路货运车辆）	平台运营商、运输公司、4S店、改装厂等
智慧城市业务	智慧城市政务管理系统		城市管理、市容环卫管理、城市防汛、气象服务、城市环境综合管理	城市环卫、水务、气象等管理部门	区环卫管理部门、河道管理部门、气象部门等

资料来源：公司招股说明书申报稿

公司智能增强驾驶系统具备较高附加值，可提升客户管理水平及能力。公司智能增强驾驶系统通过数据采集、分析及反馈等环节，可以实时识别司机的不良驾驶动作，通过事中预警、事后报告等形式及时提醒司机。目前公司拥有 43 类不良驾驶模型。通过不断在线升级智能增强驾驶模块，可实现优秀驾驶经验的快速共享，减少车队对驾驶员经验的依赖，提高司机的驾驶水平，从而达到省油、延长车辆寿命等作用。同时，该系统可为车厂实现全生命周期管理车辆性能数据、车辆销售统计数据、车辆设计问题采集等需求，提升客户管理水平及能力。

图表 5 公司高级辅助驾驶系统功能

功能分类	功能描述	功能示例
车辆状态监测	包括车辆载重监测系统、车厢顶盖闭合监测系统、车辆运行线路监测系统以及车厢举升监测系统。通过上述监测系统可实现对车辆是否为空车、重车、顶盖是否闭合、运行线路是否偏离、车厢是否处于举升等状态的实时监测	
盲区监视系统	基于人工智能图像识别技术，可准确识别大型车辆右前、后侧等盲区的行人，并及时提醒驾驶员与行人注意避让。	
驾驶员监视系统	基于人工智能图像识别技术，可识别驾驶过程中驾驶员频繁打哈欠、东张西望、抽烟、喝水、打电话等不良驾驶行为，并及时提醒驾驶员。	
不良驾驶行为监测	能够实时监测车辆状态，如急加速、急减速、急转弯、急变道等，通过语音提醒司机注意安全，同时采集驾驶员实时图像数据，上传至平台。	
车辆超载预警	通过摄像头取得厢内的载物情况，配合发动机转速、车速、扭矩、坡度变化、油门等数据，通过人工智能算法推算得出车辆载重情况。	

资料来源：公司招股说明书申报稿

公司智能增强驾驶系统及高级驾驶辅助系统市占率领先。公司智能增强驾驶系统主要面向重卡前装整车厂，国家强制重卡在出厂前安装行驶记录仪，公司智能增强驾驶系统涵盖了行驶记录仪功能。目前，国内重卡前五名企业中，公司已与三名建立业务关系，其中陕汽、北汽福田均为第一供应商，处于行业领先地位，存量市场占有率约为 21.60%。公司高级辅助驾驶系统主要面向渣土车后装市场，2014 年公司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，在目前全国已实施渣土车管理项目的 23 个城市中，公司参与了 21 个城市项目，市场占有率处于领先地位。

#### 4. 公司主要客户

公司收入结构较为集中，来自主要客户陕汽的收入占比较高。2016 年度前五大客户的销售额占据全年销售额的 75.23%，其中陕汽的销售额占据全年销售额的 35.48%；2017 年度前五大客户的销售额占据全年销售额的 76.27%，其中陕汽的销售额占据全年销售额的 51.31%；2018 年度前五大客户的销售额占据全年销售额的 74.18%，其中陕汽

占比达到 46.71%，存在较大单一客户风险。

图表 6 2018 公司前五大客户

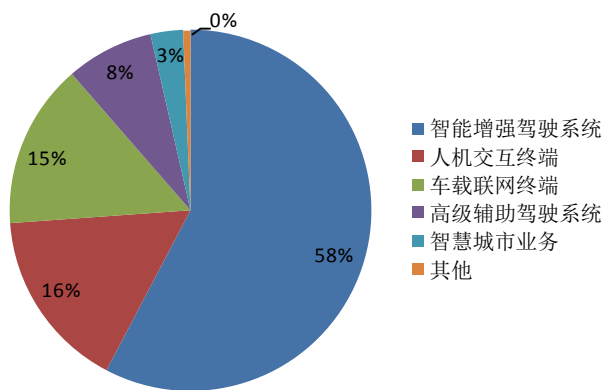
序号	客户名称	销售额 (万元)	占比
1	陕汽	11,579.97	46.71%
2	北汽福田	3,353.12	13.53%
3	深圳市集鑫汽车销售有限公司	1,264.11	5.10%
4	苏州金龙	1,176.23	4.74%
5	安徽华菱	1,016.56	4.10%
	合计	18,389.99	74.18%

资料来源：公司招股说明书申报稿

## 5. 公司财务状况分析

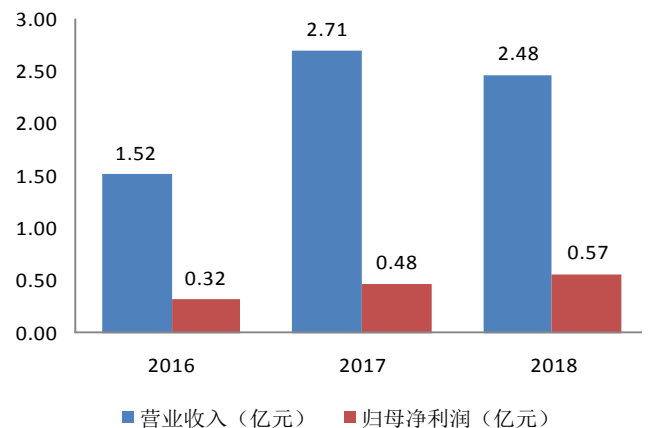
公司利润稳定，营收及毛利率存在波动。2016 至 2018 年公司营业收入分别为 1.52、2.71 和 2.48 亿元，存在一定波动性。净利润分别为 0.32、0.48 和 0.57 亿元，保持稳定增长。18 年较 17 年收入下滑主要由于陕汽人机交互终端采购数量下降所致。毛利率方面，2016 至 2018 年毛利率分别为 46.88%、51.17% 和 50.35%，毛利率较高，但存在一定波动。公司 2018 年毛利率较 2017 年出现一定波动的原因是，2018 年，部分产品由原先采用的 2G 模块升级为 3G 模块，导致单位生产成本有所增长所致。

图表 7 2018 年公司营收划分（按产品）



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

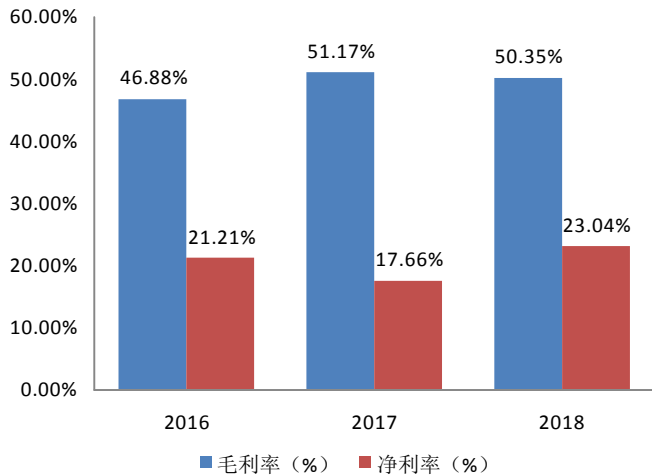
图表 8 营收及净利润(2016-2018 年)



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

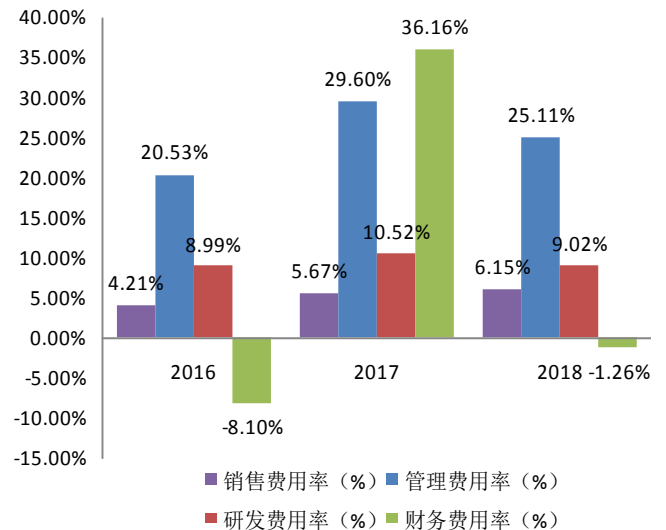
2016至2018年公司销售费用率分别为4.21%、5.67%和6.15%，管理费用率分别为8.99%、10.52%和9.02%，研发费用率分别为11.54%、19.08%和16.09%。财务费用率分别为1.26%、36.16%和8.10%。2017那年公司销售和管理费用率增长较快的原因是当年销售规模扩大及公司在2017年确认股份支付导致销售和管理相关费用支出提高所致。公司研发费用占比相对较高，且金额总体呈上升趋势。公司研发费用的变动主要与结构性存款带来的利息收入变动有关。

图表 9 公司毛利率与净利率



资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

图表 10 公司近三年各项费用率



资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

## 6. 公司融资历程及募投资金用途

公司自成立以来，经历一次增资及一次资产收购，最近一次增资发生于2017年12月。增资后，公司股本由6900万股增加至7500万股，对应估值为7.07亿元。2016年9月，公司收购成圣科技100%股权，交易价格为人民币2000万元。收购完成后，成生科技成为公司的全资子公司，提供智慧城市业务，主要产品为智慧城市政务管理系统，面向城市环卫、水务、气象部门，提高城市智能化管理水平。

图表 11 公司融资历程明细

时间	公司历次增资明细	估值 (亿元)
2017年12月	公司的注册资本增加600万元，新增注册资本由何军强按每元注册资本9.42元的价格以货币形式认缴135万元，溢价部分1,136.70万元计入资本公积，由上海禹成森按每元注册资本9.42元的价格以货币形式认缴52.5万元，溢价部分442.05万元计入资本公积，由崇福锐鹰二号按每元注册资本9.42元的价格以货币形式认缴412.5万元，溢价部分3,473.25万元计入资本公积。	7.07

资料来源: 公司招股说明书申报稿, 华鑫证券研发部

公司本次拟公开发行股票数量不低于2500万股，募集资金将依次投资于“年产20



万台行驶记录仪生产线项目”、“年产 15 万套辅助驾驶系统技术改造项目”、“研发中心建设项目”、“营销网络建设项目”。其中研发中心建设项目投入资金占比最高，项目建成后，公司将依托该研发中心，对人工智能图像识别技术、大数据技术、人机交互技术等进行前瞻性研发并实现产业转化，强化公司竞争力。

**图表 12 募集资金用途**

序号	项目名称	总投资额（万元）	使用募集资金投入（万元）
1	年产 20 万台行驶记录仪生产线项目	10,014.25	10,014.25
2	年产 15 万套辅助驾驶系统技术改造项目	16,064.74	16,064.74
3	研发中心建设项目	27,121.42	27,121.42
4	营销网络建设项目	5,007.80	5,007.80
	<b>合计</b>	<b>58,208.21</b>	<b>58,208.21</b>

资料来源：公司招股说明书申报稿，华鑫证券研发部

## 7. 对标公司分析及同类公司估值

智能网联汽车产业的参与者主要包括整车厂、车主、网络运营商、软硬件提供商、内容提供商等，公司属于软硬件提供商范畴，主要有前装和后装两种模式。

公司在前装市场主要竞争对手为厦门雅迅和武汉英泰斯特。前装市场，我国商用车整车厂集中度较高。国际上在智能网联汽车领域具备竞争优势的企业有提供单目视觉高级驾驶辅助系统的以色列科技公司 Mobileye。国内在相关领域有相关产品的企业包括上市公司四维图新、兴民智通、新宁物流，以及非上市公司深圳瑞明、厦门雅迅等。公司主要竞争对手既包括厦门雅迅和新民智通等企业。

**图表 13 公司与同行业公司经营情况比较（单位：亿元）**

公司名称	鸿泉物联		四维图新		兴民智通	
	2017	2018	2017	2018	2017	2018
年度						
总资产（亿元）	2.53	3.07	97.99	92.15	42.83	49.05
归属母公司所有者权益（亿元）	1.36	2.51	66.36	72.01	20.79	27.97
营业收入（亿元）	2.71	2.48	21.56	21.34	18.68	18.90
归母净利润（亿元）	0.48	0.57	2.65	4.79	0.62	-2.60
毛利率（%）	51.17	50.35	75.38	70.65	19.87	13.77
归属于母公司所有者的净利率（%）	17.66	23.04	9.85	17.69	5.26	-13.25
加权平均净资产收益率（%）	39.11	26.30	4.69	6.96	3.03	-9.97

资料来源：公司招股说明书申报稿

兴民智通与公司在产品方面有相似之处，行业整体估值水平较高。在公司的可比公司中，兴民智通与公司在业务上存在相似之处，可作为公司可比公司。其控股子公司英泰思特主要提供新能源汽车 T-BOX 前装业务，同时，兴民智通旗下另一控股子公司九五智驾可提供车联网运营 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。另外，我们将行业内其他上市公司进行对比，从估值水平看，由于智能网联领域未来存在较高成长预期，因此行业整体估值水平较高。

图表 14 主要竞争对手及部分重要同行业公司估值（截止 2019 年 5 月 27 日）

代码	公司简称	上市地	股价 (元/股)	总市值 (RMB 亿元)	EPS TTM	EPS		PE		
						2019E	2020E	TTM	2019E	2020E
002355	兴民智通	中国	10.00	62	-0.43	0.00	0.00	(23.4)	-	-
002405	四维图新	中国	21.75	285	0.34	0.34	0.41	63.58	64.9	53.1
300013	新宁物流	中国	14.25	42	0.22	0.00	0.00	63.45	-	-
002373	千方科技	中国	17.12	255	0.55	0.67	0.84	31.28	25.5	20.4
平均值								33.7		

资料来源：Wind，华鑫证券研发部

## 8. 风险提示

公司的风险主要包括：核心客户流失风险、公司技术研发进度及迭代速度跟不上竞争对手、新行业市场开拓失败、核心技术人员及技术流失、下游需求不及预期、市场系统性风险等。

## 分析师简介

杨靖磊：华鑫证券研究员，工学硕士，2016年4月加入华鑫证券研发部，主要研究和跟踪领域：汽车及零部件、新能源行业等。

## 华鑫证券有限责任公司投资评级说明

股票的投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%—15%
3	中性	(-) 5%— (+) 5%
4	减持	(-) 15%— (-) 5%
5	回避	< (-) 15%

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。

行业的投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的 6 个月内，行业相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。

## 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，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。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

华鑫证券有限责任公司  
研究发展部  
地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号  
邮编：200030  
电话：(+86 21) 64339000  
网址：<http://www.cfsc.com.cn>