

2019 年 10 月 21 日

科创板询价报告之鸿泉物联

计算机

建议询价区间：[19.34, 23.21]元/股

主要财务指标（单位：百万元）

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	248	302	361	431
(+/-)	-8.4%	21.8%	19.7%	19.2%
营业利润	63	83	99	115
(+/-)	6.6%	31.9%	19.5%	16.3%
归属母公司净利润	57	75	89	104
(+/-)	19.5%	30.4%	19.5%	16.3%
EPS (元)	0.76	0.75	0.89	1.04

资料来源：Wind，华鑫证券研发部

● 公司专注于蜂窝陶瓷技术的研发和应用。公司成立于 2009 年，主要产品包括高级辅助驾驶系统和智能增强驾驶系统、人机交互终端等。公司在商用车智能网联领域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水平均处于国内领先地位。（注：公司详细内容请参见我们于 2019 年 5 月 28 日发布的报告《科创板智能驾驶系列之鸿泉物联》）。

● 公司主要财务指标及盈利预测。公司 2018 年实现营业收入 2.48 亿元，同比下滑 8.43%；实现归母净利润 0.57 亿元，同比增长 19.51%。2018 年公司毛利率为 50.35%，净利率为 23.04%，ROE 为 22.76%，资产负债率为 18.18%，总体经营状况良好。2019H1 实现营业收入 1.41 亿元；实现归母净利润 0.36 亿元。2019H1 销售毛利率为 50.62%，较去年同期上升，净利率进一步上升至 25.28%；ROE 为 13.61%，资产负债率为 21.85%。我们预测公司 2019-2021 年实现营业收入分别为 3.02、3.61 和 4.31 亿元；实现归母净利润分别为 0.75、0.89 和 1.04 亿元。

● 公司估值及询价分析。本篇报告重点讨论采用不同的方法体系对公司进行估值分析，并给出相应的合理询价区间。我们采用历史估值法、PE 相对估值法和 DCF 绝对估值法，分别对公司估值进行了分析测算，并根据公司及行业具体情况，对三种估值方法给予不同的权重进行估值。综合分析来看，我们采用历史估值法预测公司的 IPO 发行后估值约为 19.24 亿元，PE 法预测公司估值为 26.08 亿元，采用 DCF 法预测公司估值为 18.03 亿元。在对三种估值方法分别赋予权重后，最终得出公司 IPO 摊薄后合理估值约为 21.27 亿元。我们假设公司本次发行新股数量为 2500 万股，公司发行后总股本为 10000 万股，根据公司预测市值，得出公司对应股价为 21.27 元/股，建议询价区间应为[19.34, 23.21]元/股。（注：本报告仅供参考，不作为具体投资建议）

● 风险提示：行业政策风险；产品质量风险；市场竞争风险；客户集中度较高导致的主要客户流失风险等。

分析师：杨靖磊

执业证书编号：S1050518080001

电话：021-54967583

邮箱：yangjl@cfsc.com.cn

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

一、历史估值参考法分析.....	3
二、相对估值 PE 法分析.....	3
三、绝对估值 DCF 法分析	5
四、估值及询价分析.....	5

图表目录

图表 1：公司近年融资历程.....	3
图表 2：公司历史估值溢价分析.....	3
图表 3：可比公司估值水平.....	4
图表 4：PE 估值分析.....	5
图表 5：DCF 估值参数	5
图表 6：公司估值测算.....	6
图表 7：公司询价区间分析.....	6
图表 8：公司盈利预测.....	7

一、历史估值参考法分析

从公司历年融资及股权转让情况来看，2018 年 1 月，公司进行最后一轮增资后投后估值达到 7.07 亿元。公司 2018 年实现归母净利润 5712 万元，对应当时 PE 估值在 12 倍左右。考虑到公司近两年的成长性，以及二级市场相对于一级市场的部分估值溢价，我们在公司前期 7.07 亿元的估值基础上，给予相对中性的 90% 的溢价率，则公司 IPO 前估值约为 13.42 亿元。叠加本次 IPO 发行募集资金后，公司对应的 IPO 摊薄后合理估值约为 19.24 亿元。

图表 1：公司近年融资历程

时间	公司历次增资明细	投后估值（亿元）
2016年12月	2016年11月10日，经鸿泉有限股东会决议通过同意的注册资本增加161.78万元，新增注册资本由自然人赵胜贤按每元注册资本8.65元的价格以货币形式认缴，溢价部分1,238.22万元计入资本公积。	2.04
2017年10月	2017年9月30日，经鸿泉有限股东会决议通过同意鸿泉有限的注册资本增加33.22万元，新增注册资本由杭州鸿显投资管理合伙企业（有限合伙）按每元注册资本10.00元的价格以货币形式认缴，溢价部分298.98万元计入资本公积。	2.40
2017年10月	2017年10月25日，经鸿泉有限股东会决议通过，同意鸿泉有限的注册资本增加1505万元，新增注册资本由全体股东同比例以资本公积金转增认缴	2.40
2018年1月	2017年12月27日，经公司股东会决议通过，同意公司的注册资本增加600万元，新增注册资本分别由何军强、上海禹成森和崇福锐鹰二号认缴135万元、52.5万元和412.5万元，增资价格为9.42元/注册资本	7.07

资料来源：公司招股说明书、华鑫证券研发部

图表 2：公司历史估值溢价分析

	悲观预期			中性预期			乐观预期		
溢价率	50%	60%	70%	80%	90%	100%	110%	120%	130%
估值（亿元）	10.60	11.30	12.01	12.72	13.42	14.13	14.84	15.54	16.25
IPO发行后估值（亿元）	16.42	17.12	17.83	18.54	19.24	19.95	20.66	21.37	22.07

资料来源：华鑫证券研发部

二、相对估值 PE 法分析

在公司的可比公司中，A 股上市公司启明信息兴民智通与公司所从事的行业及产品

接近。启明信息主要业务包括汽车行业管理软件和汽车电子产品，主要核心产品包括企业资源计划管理系统、产品数据管理系统、制造执行系统等。兴民智通在传统钢制车轮业务的基础上，转型进入智能网联汽车领域。除传统钢制车轮业务外，业务包括了智能网联汽车和车联网运营服务业务。两家公司在行业属性及业务相似性方面与公司较为接近，因此选取作为公司的可比公司作为公司相对估值的参考，同时，我们还选取了与公司同行业，并且业务存在一定相似性的上市公司千方科技和四维图新作为参考。目前几家可比公司的市场一致预期 PE 约为 40X 左右。

图表 3：可比公司估值水平

代码	公司简称	上市地	股价 (元/股)	总市值 (RMB 亿元)	EPS			PE		
					TTM	2019E	2020E	TTM	2019E	2020E
002232	启明信息	中国	8.80	36	0.17	0.00	0.00	51.3	-	-
002355	兴民智通	中国	6.69	42	-0.45	0.00	0.00	-14.86	-	-
002373	千方科技	中国	18.30	272	0.57	0.65	0.81	32.00	28.1	22.7
002405	四维图新	中国	14.42	283	0.20	0.21	0.26	70.48	67.9	56.2
平均值								34.7	48.0	39.5

资料来源：Wind、华鑫证券研发部（注：数据日期为 2019 年 10 月 18 日）

针对鸿泉物联在未来三年的发展情况，我们做出以下假设条件：

（1）公司在智能增强驾驶系统产品领域可以保持客户稳定，同时新客户的开发进展顺利，可以保持较高速度增长。公司在高级辅助驾驶系统领域，可拓展新的客户，维持收入中高速增长。

（2）公司产品价格体系相对稳定，产品降价幅度有限，毛利率保持基本稳定；

（3）公司客户保持稳定，不出现重大客户流失，同时订单施工及交付平稳进行。

（4）公司期间费用控制良好，研发费用投入维持较高水平。

（5）公司本次发行新股数量为 2500 万股，公司发行后总股本为 10000 万股。

基于以上假设，我们预测公司 2019-2021 年实现归属母公司所有者净利润分别为 7451 万元、8902 万元和 10353 万元。

我们按照公司 2019 年预测的归母净利润 7451 万元，同时考虑 A 股市场相关可比公司目前估值水平，假设按照市场中性预期 35 倍 PE 进行测算，得出公司对应的 IPO

摊薄后估值约为 26.08 亿元。

图表 4：PE 估值分析

	悲观预期			中性预期			乐观预期		
PE（倍）	15	20	25	30	35	40	44	47	50
市值（亿元）	11.18	14.90	18.63	22.35	26.08	29.80	32.78	35.02	37.25

资料来源：华鑫证券研发部

三、绝对估值 DCF 法分析

鉴于公司目前业务已初具规模，具有较为稳定的盈利水平，我们采用现金流折现法（DCF）测算公司的合理估值。我们对公司的产品线和研发投入等领域进行了梳理，对公司的市场空间和未来收入及利润进行了测算，预测了公司未来 10 年及更长一段时间的现金流情况。在 DCF 模型中，核心假设条件如下：假设公司 Beta 系数为 1.10，无风险利率为 3.20%，股票风险溢价为 6.00%，WACC 值为 9.81%，永续增长率为 3%。最后，我们采用 DCF 法预测公司估值约为 18.03 亿元。

图表 5：DCF 估值参数

DCF 假设	数值
无风险利率	3.20%
Beta（考虑杠杆）	1.10
股票风险溢价	6.00%
WACC	9.81%
股权比例	99.69%
永续增长率	3.00%
市值（亿元）	18.03

资料来源：华鑫证券研发部

四、估值及询价分析

综合分析来看，我们采用历史估值法预测公司估值约为 19.24 亿元，PE 法预测公司估值为 26.08 亿元，采用 DCF 法预测公司估值为 18.03 亿元。结合公司具体发展及行业前景，我们分别对三种估值方法给予不同的权重，在更多的考虑市场整体估值水平及同类可比公司业务相似性的条件下，对历史估值法和 PE 估值法分别给予相对较高的 35%权重，对 DCF 估值法给予 30%权重，最终得出公司 IPO 摊薄后合理估值约为 21.27 亿元。

图表 6：公司估值测算

	市值（亿元）	权重
历史估值法	19.24	35%
PE估值法	26.08	35%
DCF估值法	18.03	30%
最终估值	21.27	

资料来源：华鑫证券研发部

我们假设公司本次发行新股数量为 2500 万股，公司发行后总股本为 10000 万股；根据公司预测市值，得出公司对应股价为 21.27 元/股，建议询价区间为[19.34, 23.21] 元/股。（注：本报告仅供参考，不作为具体投资建议）

图表 7：公司询价区间分析

市值（亿元）	21.27	
发行后总股本（万股）	10000.00	
每股股价（元/股）	21.27	
询价区间（元/股）	19.34	23.21

资料来源：华鑫证券研发部

四、风险提示

风险主要包括：行业政策风险；产品质量风险；市场竞争风险；客户集中度较高导致的主要客户流失风险等。



图表 8：公司盈利预测

资产负债表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	利润表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产：					营业收入	248	302	361	431
货币资金	83	583	526	490	营业成本	123	146	175	207
应收款	151	184	220	262	营业税金及附加	2	2	2	2
存货	31	37	44	52	销售费用	15	16	20	23
其他流动资产	4	4	4	4	管理费用	22	27	33	39
流动资产合计	268	804	789	804	财务费用	0	-3	-5	-5
非流动资产：					费用合计	38	41	47	57
可供出售金融资产	0	0	0	0	资产减值损失	0	1	1	1
固定资产+在建工程	13	113	204	278	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产+商誉	24	20	17	15	投资收益	1	1	1	1
其他非流动资产	2	2	2	2	营业利润	63	83	99	115
非流动资产合计	39	135	224	295	加：营业外收入	0	0	0	0
资产总计	307	939	1,013	1,099	减：营业外支出	0	0	0	0
流动负债：					利润总额	63	83	99	115
短期借款	5	5	5	5	所得税费用	6	8	10	12
应付账款、票据	27	33	40	47	净利润	57	75	89	104
其他流动负债	18	20	21	22	少数股东损益	0	0	0	0
流动负债合计	51	59	66	75	归母净利润	57	75	89	104
非流动负债：									
长期借款	0	3	3	3					
其他非流动负债	5	5	5	6					
非流动负债合计	5	8	8	9					
负债合计	56	67	74	83					
所有者权益									
股本	75	100	100	100					
资本公积金	114	657	657	657					
未分配利润	56	106	164	230					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	251	876	943	1,019					
负债和所有者权益	307	943	1,017	1,103					
现金流量表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	主要财务指标	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	57	75	89	104	成长性				
折旧与摊销	5	14	22	29	营业收入增长率	-8.4%	21.8%	19.7%	19.2%
财务费用	0	-3	-5	-5	营业利润增长率	6.6%	31.9%	19.5%	16.3%
存货的减少	-10	-6	-7	-8	归母净利润增长率	19.5%	30.4%	19.5%	16.3%
营运资本变化	-17	-27	-30	-35	总资产增长率	21.1%	206.2%	7.9%	8.4%
其他非现金部分	1	2	1	1	盈利能力				
经营活动现金净流量	36	55	70	86	毛利率	50.3%	51.5%	51.6%	51.8%
投资活动现金净流量	-6	-110	-110	-100	营业利润率	25.3%	27.4%	27.3%	26.7%
筹资活动现金净流量	21	556	-17	-22	三项费用/营收	15.2%	13.4%	13.0%	13.3%
现金流量净额	51	501	-57	-36	EBIT/销售收入	25.0%	27.6%	27.5%	26.8%
					净利润率	23.0%	24.7%	24.6%	24.0%
					ROE	22.8%	8.5%	9.4%	10.2%
					营运能力				
					总资产周转率	80.8%	32.2%	35.7%	39.2%
					资产结构				
					资产负债率	18.2%	7.1%	7.3%	7.6%
					现金流质量				
					经营净现金流/净利润	0.63	0.73	0.79	0.83
					每股数据(元/股)				
					每股收益	0.76	0.75	0.89	1.04
					每股净资产	3.35	8.76	9.43	10.19

资料来源：Wind，华鑫证券研发部



分析师简介

杨靖磊：华鑫证券分析师，工学硕士，2016 年 4 月加入华鑫证券研发部。

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。



免责条款

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>