

鸿泉物联 (688288)

商用车智能网联龙头，品类+客户扩张推动高成长

1、商用车智能/网联龙头，两架马车双驱动持续快速增长

公司深耕商用车智能网联设备，其中网联化业务包括智能增强驾驶系统、人机交互终端和车载联网终端，智能化业务则主要指高级辅助驾驶系统。公司是商用车智能网联的龙头公司，表现出高成长性，2020年公司营收4.56亿元，2016-2020年复合增速31.58%；2020年归母净利润为8831万元，2016-2020年复合增速28.57%。2021Q1收入同比增速104.15%，净利润同比增速92.25%。

2、智能网联渗透率+单车产品价值量共同提升，行业潜力十足

首先，政策上刺激智能网联产品上量提价：1) 国六标准的出台和执行将加速T-Box在中轻卡的渗透，相当再造一个重卡市场；2) 安装OBD纳入国家标准，点燃环保OBD市场需求；3) 非道路移动机械国四标准于2020年12月底发布开始实施，T-Box渗透率将持续提升。4) 汽车行驶记录仪新标准预计将在今年出台落地，增加完善了对于行驶记录仪的安装和性能要求，也将带动产品价值量的提升。

其次，车辆运营成本和体验上看：1) 车联网设备能有效降低车辆运营成本、并提高运营效率，刺激车厂对于车联网设备的需求。2) 我国商用车ADAS配置率低，受益于安全保障需求以及智能化驾驶体验提升，商用车ADAS未来潜力十足。

3、公司竞争力强劲，新品类+新客户拓展奠定持续高成长之路

首先，公司一直高度重视研发(2020年研发费用率高达18%)，保持技术/产品的领先优势；其次，市场先发优势明显，排名靠前的商用车主机厂均为公司大客户，包括福田汽车，东风公司，中国重汽，陕汽集团等；再次，积极开拓新市场，包括中国重汽、三一、徐工集团、小康旗下瑞驰新能源、上汽红岩、南京依维柯等主机厂客户。

战略上，公司围绕智能网联融合创新技术持续布局，比如5G-V2X新终端，AI一体机，AEB等产品，并且积极向汽车控制器方向延伸，开发并提供如DCM、BCM、TPMS、座椅控制器、网关等产品，其中DCM已与部分主机厂签订了开发协议。

4、盈利预测和投资建议：受益商用车智能网联快速渗透，单车智能网联价值量也大幅提升，鸿泉物联作为行业龙头竞争优势明显，将充分享受行业红利，同时公司在新产品新客户拓展顺利，进入收获期之后将驱动公司持续高增长。我们预计鸿泉物联2021-2023年归母净利润为1.33亿元(+51%)、1.97亿元(+48%)和2.6亿元(+32%)，对应PE分别为27x、18x和14x，首次覆盖，目标价为46.6元~54.5元/股，给予“买入”评级。

风险提示：相关政策推进不及预期，新客户拓展到订单放量进度不及预期、行业竞争加剧影响毛利率水平、中轻卡智能增强驾驶终端渗透缓于预期、V2X等新技术新产品研发进度不及预期等风险

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	313.20	456.16	686.86	986.33	1,309.02
增长率(%)	26.34	45.64	50.57	43.60	32.72
EBITDA(百万元)	114.18	161.20	123.36	195.84	262.47
净利润(百万元)	69.69	88.31	133.14	196.78	259.65
增长率(%)	22.01	26.72	50.77	47.80	31.95
EPS(元/股)	0.70	0.88	1.33	1.97	2.60
市盈率(P/E)	50.91	40.18	26.65	18.03	13.66
市净率(P/B)	4.18	3.87	3.38	2.85	2.35
市销率(P/S)	11.33	7.78	5.17	3.60	2.71
EV/EBITDA	22.87	21.36	25.89	16.28	11.73

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	计算机/计算机设备
6个月评级	买入(首次评级)
当前价格	36.21元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	100.00
流通A股股本(百万股)	51.33
A股总市值(百万元)	3,621.00
流通A股市值(百万元)	1,858.53
每股净资产(元)	9.38
资产负债率(%)	17.30
一年内最高/最低(元)	64.56/30.80

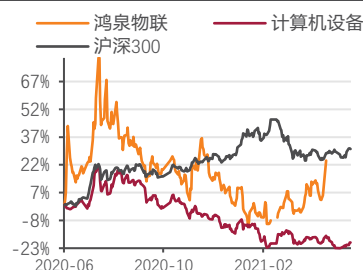
作者

王奕红 分析师
SAC执业证书编号：S1110517090004
wangyihong@tfzq.com

唐海清 分析师
SAC执业证书编号：S1110517030002
tanghaiqing@tfzq.com

缪欣君 分析师
SAC执业证书编号：S1110517080003
miaoxinjun@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

内容目录

1. 深耕车联网，打造商用车智能网联设备国际领军企业	4
1.1. 主营商用车智能化+网联化产品和解决方案	4
1.2. 股权结构稳定&相对集中，股权激励彰显未来发展信心	5
1.3. 专注商用车智能网联领域，营收规模六年十倍	6
1.4. 公司着眼未来，布局研发 5G+V2X	10
2. 政策+降本+体验共同驱动智能/网联渗透加速，未来空间广阔	11
2.1. 物联网市场巨大，车联网为主要细分应用	11
2.2. 政策频出，加速推动智能网联化发展	13
2.2.1. 推进车联网政策频出	13
2.2.2. 排放政策完善加速 T-Box 渗透，新标准促进行车记录仪单价提升	14
2.3. 汽车电子协助降本显优势，车厂优选助力提升渗透率	17
2.4. ADAS 低渗透率潜力十足，安全保障提升需求	20
3. 公司先发、技术、市场优势明显，行业高景气下持续品类扩张+客户拓展	22
3.1. 技术产品为基础，营收规模迅速扩张同时保持强劲盈利能力	23
3.2. 深度绑定大客户保障业绩，持续开拓新客户打开新空间	24
3.3. 主要客户国六进行时，公司深度受益	25
3.4. 高级辅助系统先发优势，拓展前装市场新机会	27
3.5. 积极布局新技术新产品，打开更大成长空间	28
4. 盈利预测与估值	29
4.1. 盈利预测	29
4.2. 估值比较	30
5. 风险提示：	30

图表目录

图 1：鸿泉物联股权结构	5
图 2：总营业收入、归母净利润及其增速（单位：百万元）	6
图 3：公司主营业务构成	6
图 4：公司毛利率与净利率	7
图 5：分业务毛利率	7
图 6：公司三大费用率	8
图 7：公司资产负债率较同行业公司更低	8
图 8：公司固定资产与在建工程（百万元）	9
图 9：公司研发投入与占营业收入比重	9
图 10：未来智能与网联将融合	10
图 11：我国智能汽车先导区	10
图 12：全球物联网市场规模（十亿美元）	12

图 13: 中国物联网市场规模与增速	12
图 14: 车联网在全球物联网市场中占比	12
图 15: 中国物联网市场份额分布 (亿元)	12
图 16: 中国 2016-2020 年 1-12 月卡车销量与增速	15
图 17: 卡车市场销量与增幅细分	15
图 18: 汽车电子成本占比	18
图 19: 汽车电子降低整车成本	18
图 20: 中国商用车车联网产业链价值分布 (亿元)	19
图 21: 中国车联网市场规模与渗透率预计	19
图 22: 中美车联网市场差距大	20
图 23: 全球 ADAS 渗透率	20
图 24: 2019 在售车型主流 ADAS 功能市场标配率	21
图 25: Euro NCAP 主动安全发展路线图	21
图 26: 我国交通事故情况统计	22
图 27: ADAS 系统功能减少事故百分比估测	22
图 28: ADAS 系统降低交通事故死亡率 (100%渗透率下)	22
图 29: 行业公司营业收入与增速对比	23
图 30: 行业公司毛利率对比	23
图 31: 智能驾驶系统市场占有率	24
图 32: 公司为陕汽打造“天行健”车联网系统	24
图 33: 2020 年商用车市场份额占比	25
图 34: 公司前五大客户与陕汽收入占比	25
图 35: 公司智能增强驾驶系统架构	27
图 36: 公司高级辅助驾驶系统架构	28
图 37: 公司产品品类规划	28
表 1: 公司主要产品	4
表 2: 股权激励业绩考核目标	5
表 3: 公司智能网联化相关在研项目	11
表 4: 关于推动车联网的相关政策	13
表 5: 国六相关政策	14
表 6: 重卡智能增强驾驶终端市场测算	16
表 7: 中轻卡智能增强驾驶终端市场测算	16
表 8: 非道路移动机械国四标准	16
表 9: 非道路机械市场测算	17
表 10: 公司主要客户应对国六措施	26
表 11: 公司业务拆分预测 (单位: 百万元)	29
表 12: 鸿泉物联可比公司估值	30

1. 深耕车联网，打造商用车智能网联设备国际领军企业

公司是国内较早进入商用车车联网领域的企业之一，是智能驾驶领域的开拓者和先行者，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，车联网终端。公司以“降低交通运输的代价”为使命和初心，利用 5G、人工智能、大数据等技术，研发、生产和销售智能增强驾驶系统和高级辅助驾驶系统等汽车智能网联设备及大数据云平台业务，公司致力于成为汽车智能网联产品解决方案综合提供商和领导者。

鸿泉团队以持续降低交通运输的代价为使命，立志要成为一家人才驱动的业界龙头企业，以人才和技术创新为动力，不断为业界提供优秀的智能网联方案。公司在技术层面获得高度认可，拥有车辆移动物联网（车联网）省级高新技术企业研究开发中心、中国合格评定国家认可委员会（CNAS）认证的检测中心，高新技术企业证书等，产品技术领先，质量突出。

1.1. 主营商用车智能化+网联化产品和解决方案

鸿泉物联深耕商用车车联网设备。公司的设备终端业务可以分为两个维度：网联化业务和智能化业务。智能化业务主要为高级辅助驾驶系统，致力于提高驾驶安全性。网联化业务主要为智能增强驾驶终端与智能增强驾驶平台，人机交互终端以及车载联网终端，为提高驾驶水平与体验提供数据与算法支持，满足监管要求。另外，公司全资子公司成生科技负责提供智慧城市业务，产品和服务主要包括应用于城市垃圾、环卫、水务、气象等领域的智慧城市政务管理平台 and 运营服务，其中在上海、杭州、宁波、柳州、贵阳、无锡等城市开发了智慧城市政务管理平台。

表 1：公司主要产品

主要产品	具体构成	主要功能	应用领域	产品图片	
智能驾驶系统	智能增强驾驶终端	硬件设备（T-BOX 或行驶记录仪）+智能增强驾驶模块	车辆状态数据和定位信息的采集、传输、分析，边缘计算后分析驾驶行为数据，判断不良驾驶行为进行有效预警，并通过驾驶员的反馈持续优化不良驾驶模型，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。	载货汽车、客车、载货船只	
	智能增强驾驶平台	大数据云平台	对终端采集的大数据分析、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，为“汽车后市场”服务提供数据支持。	载货汽车、客车、载货船只	
高级辅助驾驶系统	终端（车载录像机或行驶记录仪）+摄像头+传感器+人工智能模块	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（DMS）、盲区行人车辆识别（BSD）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）		
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		

车载联网终端	T-BOX、行驶记录仪车载录像机	数据采集、定位、联网，满足监管部门监管需要。	后装行业监控车辆（“两客一危”、道路货运车辆）
--------	------------------	------------------------	-------------------------



智慧城市业务	智慧城市政务管理平台、运营服务	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，提高城市“科学化、精细化、智能化”管理水平。	城市垃圾、环卫、水务、气象等领域
--------	-----------------	---	------------------



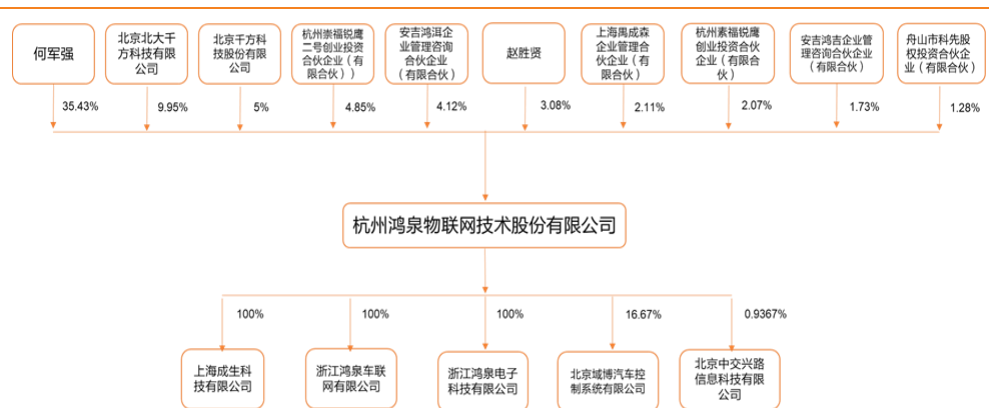
资料来源：公司年报，公司官网，天风证券研究所

目前，网联化产品是公司业绩稳步增长的基石，贡献了较大的收入占比；智能化产品融合了大量的人工智能算法和前沿技术，是公司重要的战略方向和资源投入点，未来有望成为公司业绩增长的重要因素。

1.2. 股权结构稳定&相对集中，股权激励彰显未来发展信心

公司股权结构稳定、相对集中。公司实际控制人为何军强先生，直接持有公司 35.43% 的股份。第二大股东北京北大千方科技有限公司母公司系上市公司北京千方科技股份有限公司，北大千方投资鸿泉物联后，仅作为公司财务投资人出席公司股东会，未参与公司的生产经营。公司股权相对集中。

图 1：鸿泉物联股权结构



资料来源：wind，天风证券研究所

公司董事长何军强先生先后任职立体世界光电有限公司工程师和杭州尤尼泰克通信技术有限公司工程师，奥贝克通信设备有限公司研发部副经理、总经理助理。此后创办了杭州初灵信息技术有限公司、杭州网间信息技术有限公司与鸿泉有限，具有资深的行业从业经历。

股权激励调动员工积极性，彰显未来发展信心。2020 年 1 月，鸿泉物联发布 2020 年限制性股票激励计划，拟向激励对象授予 150 万股限制性股票，占激励计划草案公告时公司股本总额 10,000 万股的 1.5%。股权激励考核目标 A 要求 2020-2022 年度净利润分别较 2018 年度增长 50%、94%、153%，考核目标 B 要求 2020-2022 年度净利润分别较 2018 年度增长 44%、80%、125%。本次股权激励将提振员工士气，为公司快速发展提供动力。

表 2：股权激励业绩考核目标

归属期	对应考核年度	业绩考核目标 A	业绩考核目标 B
-----	--------	----------	----------

		公司层面归属比例 100%	公司层面归属比例 80%
第一个归属期	2020	净利润较 2018 年增长 50%	净利润较 2018 年增长 44%
第二个归属期	2021	净利润较 2018 年增长 94%	净利润较 2018 年增长 80%
第三个归属期	2022	净利润较 2018 年增长 153%	净利润较 2018 年增长 125%
归属期	对应考核年度	业绩考核目标 A	业绩考核目标 B

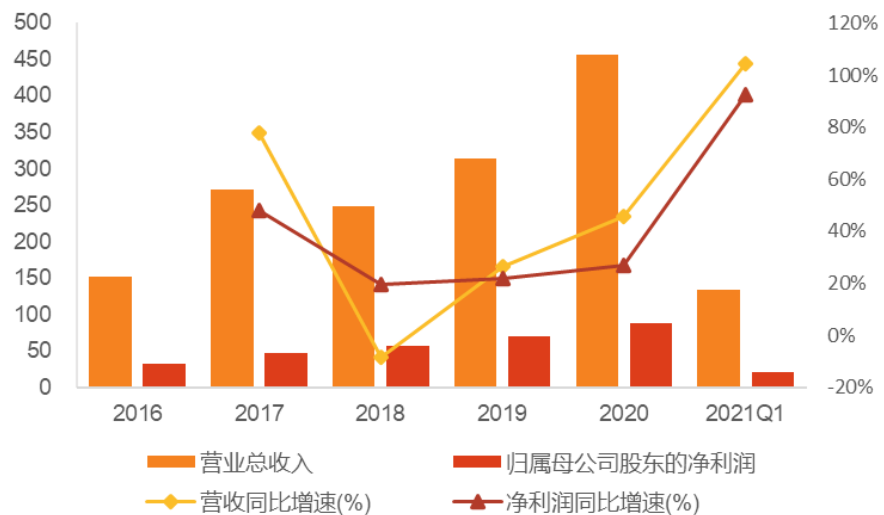
资料来源：杭州鸿泉物联网技术股份有限公司 2020 年限制性股票激励计划（草案），天风证券研究所

1.3. 专注商用车智能网联领域，营收规模六年十倍

智能网联汽车属于新兴行业，是当今技术变革的重要载体，已成为人工智能、物联网、云计算等技术的最佳应用平台之一。目前，智能网联汽车行业正处于各类研发团队各自为战，缺乏统一验收标准的快速发展阶段，2020 年开始将逐步统一技术标准的定义，这将为整个行业指明方向，有利于提升整个行业的研发水平，去粗取精。公司作为车联网领域较早的开拓者之一，积累了丰富的整车厂前装合作经验和先发优势，其营收规模从 2016 年的 1.52 亿元增长至 2020 年的 4.6 亿元（约 3 倍）。

从总体营收及归母净利润来看，近年来公司整体营收及归母净利润稳步增长。公司 2020 年总体营业收入为 4.56 亿元，2016-2020 年复合增长率达 31.58%；2020 年归母净利润为 8831 万元，2016-2020 年复合增长率达 28.57%。公司近年持续保持较高增速，得益于公司不断开拓新客户、研发新技术，此外商用车车联网设备需求的不断提升也帮助公司产品快速上量。2021 年第一季度，摆脱疫情影响后，公司营业收入与净利润增速提升迅猛，营业收入实现 1.35 亿元，同比增长 104.15%，归母净利润实现 2094 万元，同比增长 92.25%，公司经营不断向好，营业收入与净利润增速持续提升。

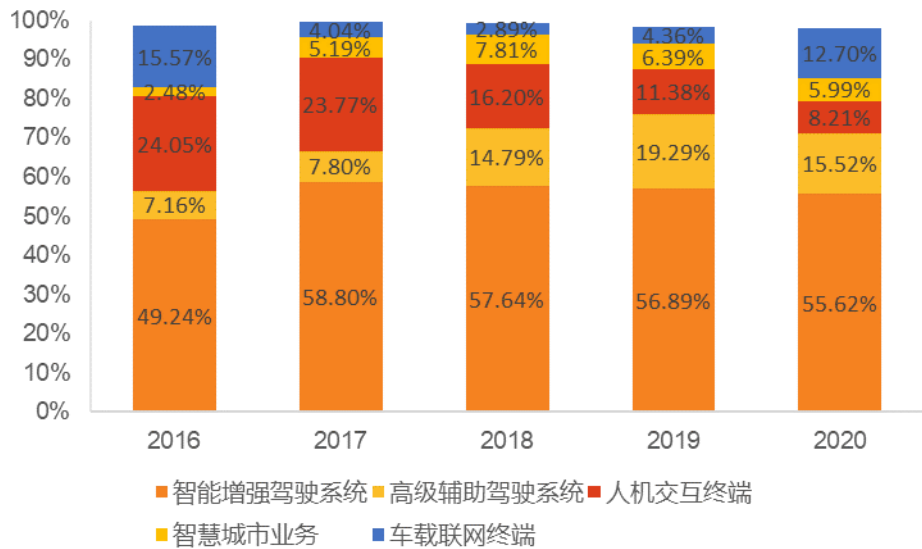
图 2：总营业收入、归母净利润及其增速（单位：百万元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

从公司主营业务结构来看，2016-2019 年高级辅助驾驶系统逐年提升，占收入比 2019 年达到 19.29%，2020 年有所下滑。主要核心产品智能增强驾驶系统（近几年收入占比一直保持 50% 以上）和高级辅助驾驶系统占营业收入比重持续增高后于 2020 年有所下滑，我们认为主要原因是其他业务车载联网终端快速起量，占比提升迅速。公司在 2020 年疫情的影响下不断开拓市场，取得了较好成绩。

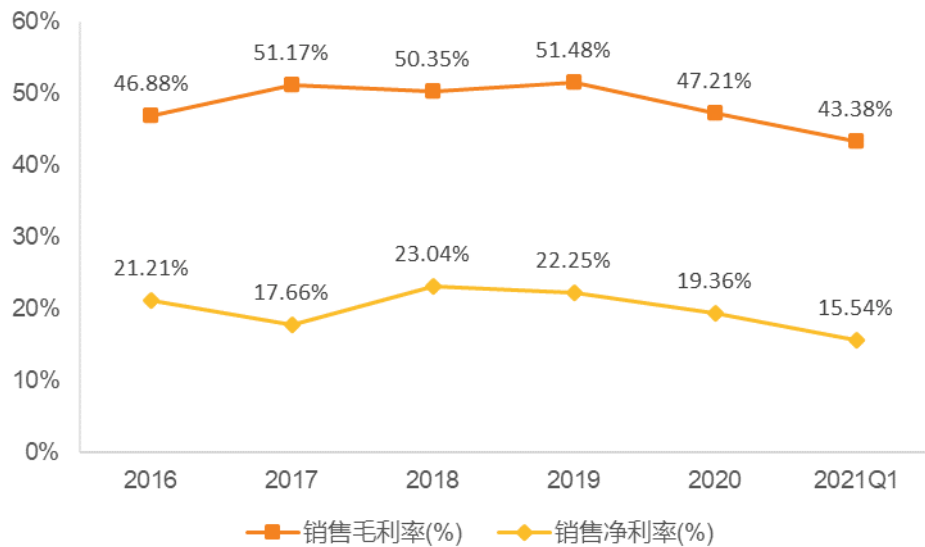
图 3：公司主营业务构成



资料来源: Wind, 天风证券研究所

从毛利率和净利率来看。公司毛利率与净利率均较为稳定,2016-2019年毛利率维持在50%左右,净利率维持在20%附近。2020年开始毛利率与净利率均出现下滑,主要系业务结构变化,其中导入大客户前装产品在前期单价相对较低未能显现规模效应,以及后装OBD业务竞争激烈,单价相对较低所致。展望未来,随着公司新拓展大客户前装产品进入放量,预计未来毛利水平平稳。

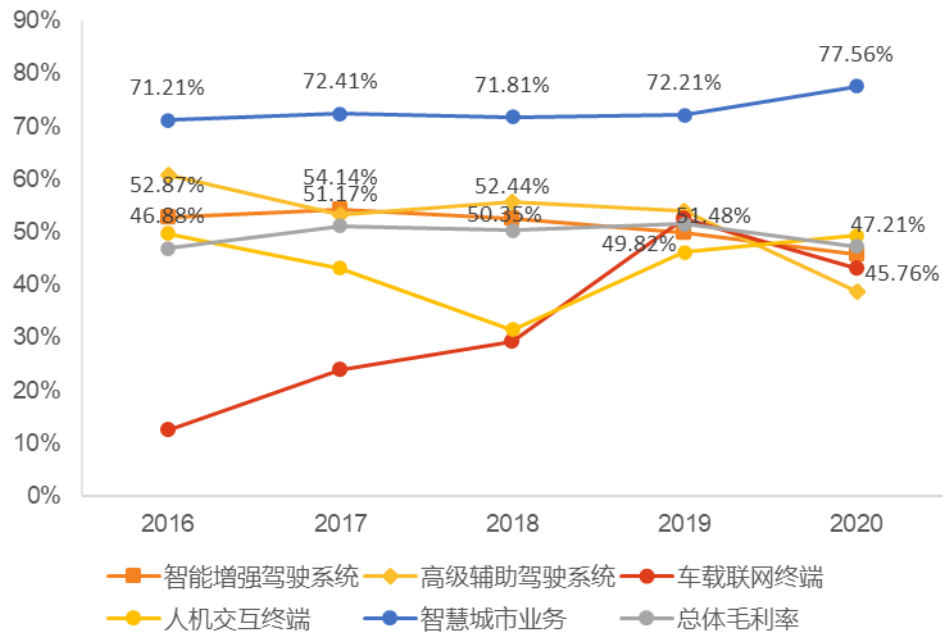
图4: 公司毛利率与净利率



资料来源: Wind, 天风证券研究所

细分业务毛利率来看。公司核心业务智能增强驾驶系统与高级辅助驾驶系统近年毛利率有所下滑,主要原因在于公司持续开拓新客户,前期导入阶段以上量为主要目标,单价有所下降。而近三年人机交互终端与智慧城市业务呈现毛利率上涨趋势,智慧城市业务毛利率接近80%,但由于所占体量不大,公司总体毛利率2020年呈现下滑趋势至47.21%。公司将持续大力开拓客户,短期预计公司整体毛利率经历下滑之后有望企稳。

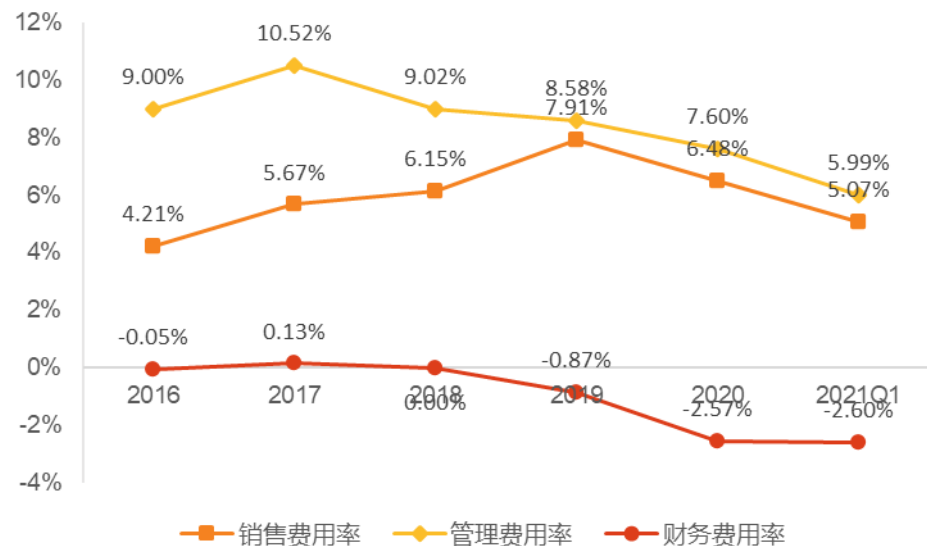
图5: 分业务毛利率



资料来源: Wind, 天风证券研究所

从公司各项费用来看,公司 2020 年销售费用、管理费用、财务费用分别为 2954 万元、3466 万元和-1171 万元。2019 年公司销售费用率继续提升,主要与公司持续发力开拓新客户新市场有关,公司 2019 年新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,并主动拓展海外市场,2020 年开始销售费用率则开始下降,2020 年与 2021 年第一季度分别为 6.48%,5.07%。管理费用率与财务费用率则自 2017 年开始逐年递减,公司提升经营效率,费用管控具备一定成效。

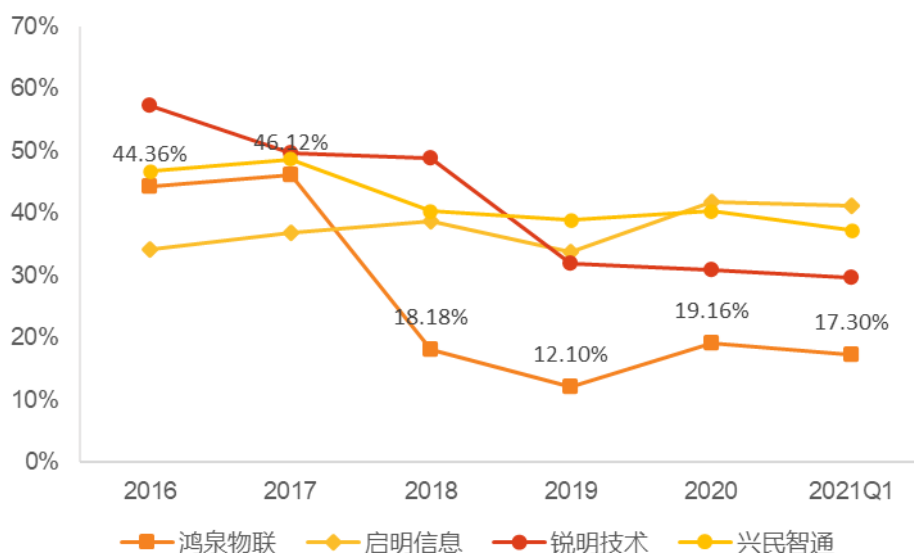
图 6: 公司三大费用率



资料来源: Wind, 天风证券研究所

从公司资产负债率来看。公司 2017 年开始资产负债率大幅下降,2019 年至 12.1%,后小幅度提升,2021 年第一季度资产负债率为 17.30%,显著低于同行业其他公司,公司偿债能力极强。

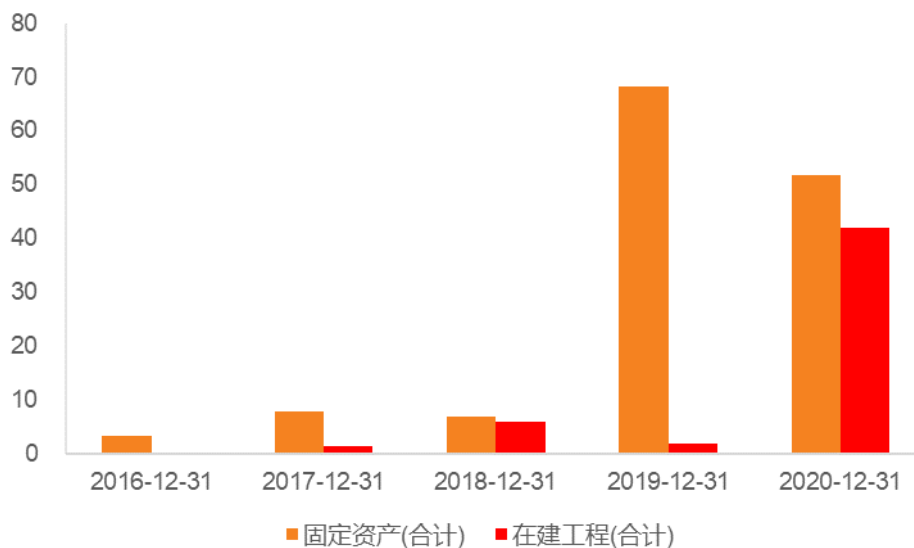
图 7: 公司资产负债率较同行业公司更低



资料来源: Wind, 天风证券研究所

从公司固定资产来看。公司 2019 年固定资产显著提升，主要系生产基地厂房和生产线建设投资增加所致。公司注重产能提升，截止 2020 年拥有设计产能 300 万套，产能利用率 68.84%。2019 年两项在建产能分别具有预计产能 20 万台行驶记录仪以及 15 万套辅助驾驶系统。预计投产日期为 2020 年 9 月和 2021 年 8 月。2020 年上半年，公司将生产搬迁至安吉生产基地后，产能逐步释放，基本能满足目前的需求订单。公司不断扩充产能以保证在车联网快速应用上量的机会下供货充足。

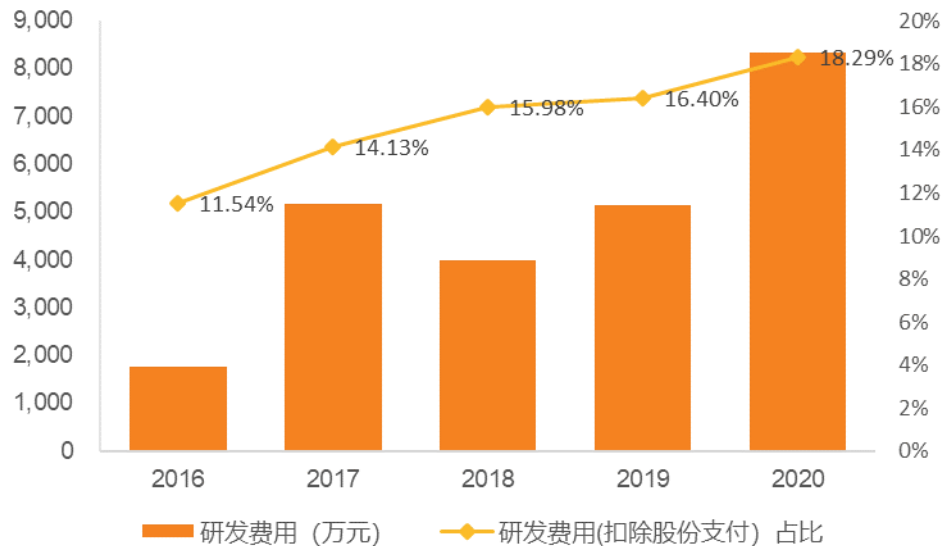
图 8: 公司固定资产与在建工程 (百万元)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

公司持续加码研发，深化智能网联竞争实力。公司始终坚持自主研发创新，在 2018 年研发投入降低后，2019 年重新大力投入研发，研发投入占营业收入比重提升至 16.40%，2020 年继续延续增长态势，占比达到 18.29%。

图 9: 公司研发投入与占营业收入比重

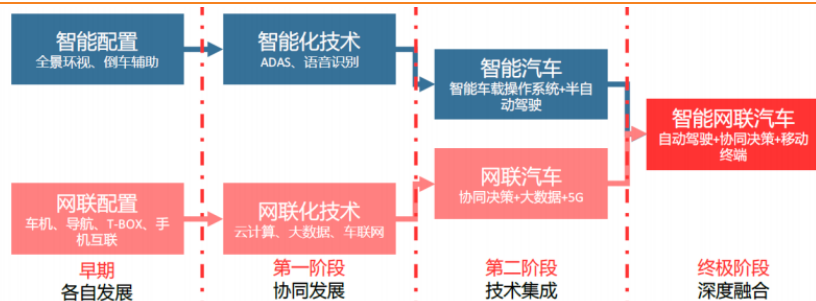


资料来源：公司年报，招股说明书，天风证券研究所

1.4. 公司着眼未来，布局研发 5G+V2X

智能化与网联化将深度融合。目前我国智能网联汽车行业正处于快速发展阶段，而随着 5G 的商用，将推动智能网联汽车加速落地；长期看，智能网联汽车的技术发展最终会实现自动驾驶和车与万物互联。车联网作为汽车“五官”，可以更有效的了解汽车外部环境和内部运行状况，人工智能作为汽车“大脑”，将根据信息综合判断做出决策。

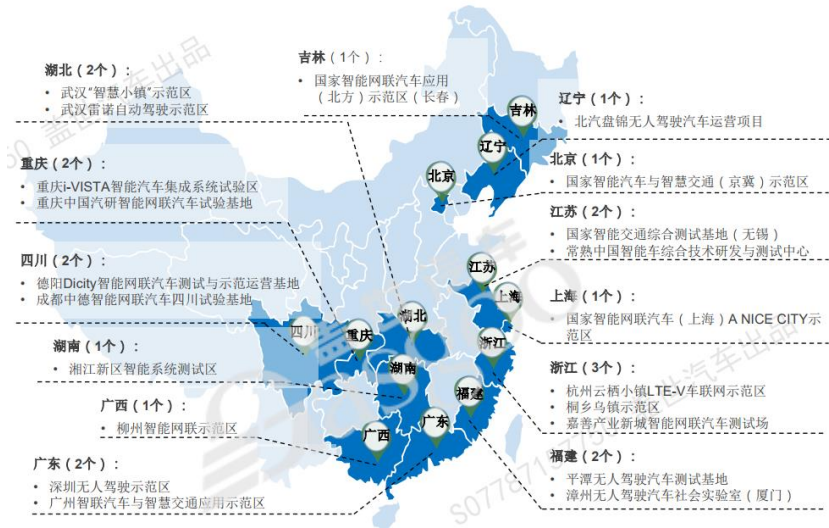
图 10：未来智能与网联将融合



资料来源：公司年报，天风证券研究所

政府层面高度重视，推动示范区。政府不断加大设施建设，完善相关法律法规支持，并大力推动地方进行智能汽车试点示范。目前国内已有超过 20 个智能网联汽车示范区，基本覆盖了各种天气、道路环境，涵盖封闭道路和开放道路测试，应用场景逐步拓展。

图 11：我国智能汽车先导区



资料来源: 盖世汽车研究院, 天风证券研究所

公司经过多年研发积累, 已掌握了多项核心技术, 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, 数据与云平台技术以及商用车终端可靠性及环境适应性技术。领先的研发实力以及技术优势将保障公司当下竞争力, 助力未来抓紧机遇。

目前公司针对自动驾驶以及智能网联化具有多项在研项目。公司将紧紧抓住行业发展趋势, 继续加大研发投入, 坚持自主创新, 从 5G、V2X 和人工智能等方向, 融合新科技不断研发适用公司业务的新技术, 使公司始终处于行业技术的领先地位, 推动我国商用车深度智能网联化。

表 3: 公司智能网联化相关在研项目

在研项目	投入金额(万元)	阶段性成果
《基于车联网云服务平台的 V2X 工程车智能车载管理系统》重大科技专项	1760	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。
基于人工智能和机器学习的高级辅助驾驶系统	2000	右侧盲区 BSD 检测准确率超和驾驶行为 DMS 检测准确率明显提高。ADAS 产品通过多个检测机构审核并通过多地标准。
高级辅助驾驶系统	3000	已实现针对商用车专用的右侧盲区 BSD、驾驶行为 DMS 功能, 并开发了新的算法功能。
人工智能专项作业车智能感知系统	2000	已实现空重载感知、车厢密闭、介质识别、卷扬乱绳识别、搅拌罐转向识别、环卫清扫车作业检测等功能, 并新增多种专项作业车特殊场景应用的算法功能。
基于 5G 的汽车云脑驾驶决策系统	10000	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%。

资料来源: 公司年报, 天风证券研究所

2. 政策+降本+体验共同驱动智能/网联渗透加速, 未来空间广阔

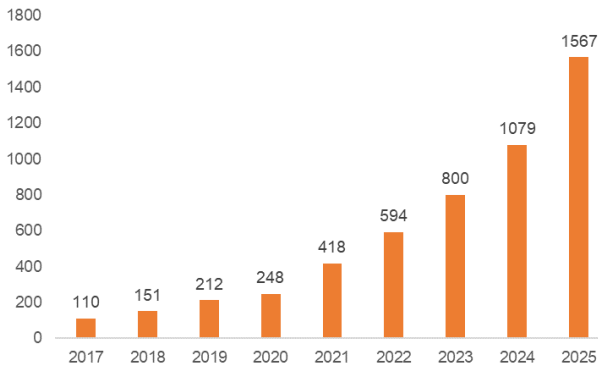
2.1. 物联网市场巨大, 车联网为主要细分应用

物联网市场快速发展, 体量巨大。全球移动通信系统协会(GSMA)所发布的《2020年移动经济》报告显示, 2019年, 全球物联网总连接数达到120亿, 预计到2025年, 全球物联网总连接数规模将达到246亿。根据statista的预测, 到2025年, 全球物联网市场规

模将超过 1.5 万亿美元。

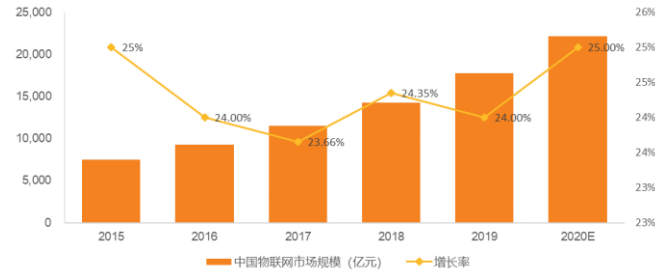
中国物联网正快速腾飞。根据中商情报网数据,2019 年中国物联网市场达到 1.77 万亿元,同比增长率达到了 24%,预计 2020 年同比增速为 25%,中国物联网市场发展快速。

图 12: 全球物联网市场规模 (十亿美元)



资料来源: statista, 天风证券研究所

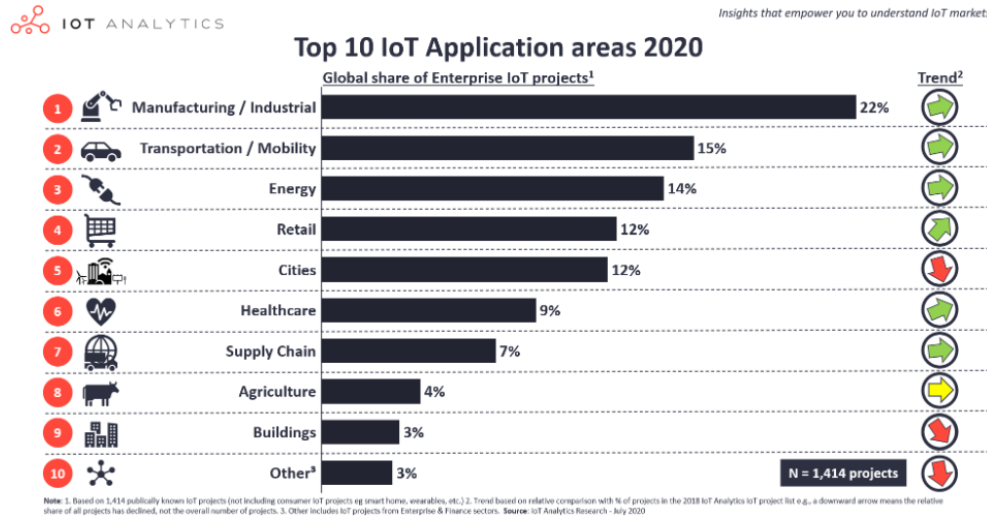
图 13: 中国物联网市场规模与增速



资料来源: 中商情报网, 天风证券研究所

车联网是物联网主要细分应用。物联网市场具有多个细分应用场景,根据 IoT Analytics,物联网市场中最大细分场景为工业制造,占比 22%,第二为车联网,占比 15%且趋势向上,预计未来占比仍将有所提升。

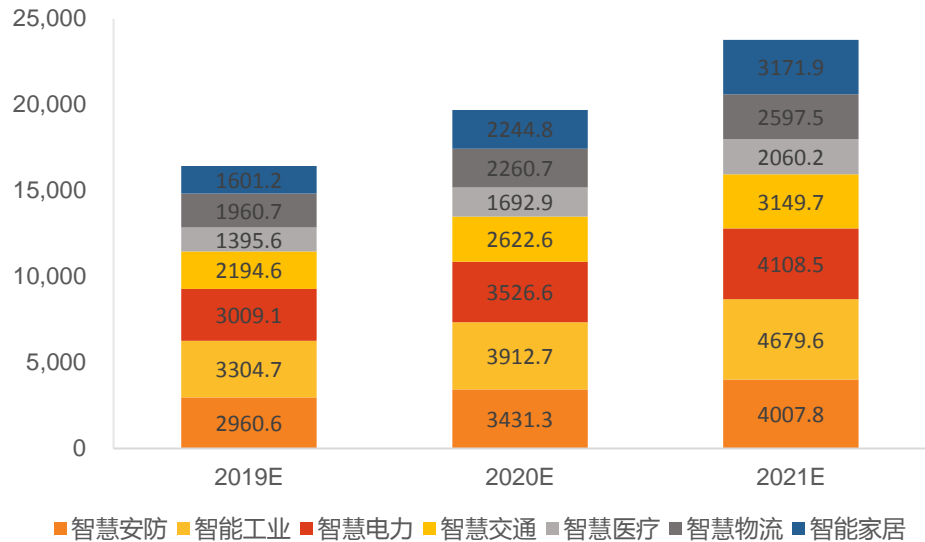
图 14: 车联网在全球物联网市场中占比



资料来源: IoT Analytics, 天风证券研究所

中国车联网市场占比不及全球市场占比, 提升空间较大。在整个中国物联网市场中具有细分领域包括智慧安防, 智慧工业, 智慧电力, 智慧交通等。其中占比份额前三的为智慧工业、智慧电力以及智慧安防, 而 2019 年预计智慧交通市场份额仅为 2194.6 亿元, 占物联网市场约 13%份额, 低于全球 15%占比, 具有较大的发展空间。

图 15: 中国物联网市场份额分布 (亿元)



资料来源：赛迪顾问，天风证券研究所

2.2. 政策频出，加速推动智能网联化发展

2.2.1. 推进车联网政策频出

政策频频出台表现对于发展车联网的重视。近年来，国家政府部门多次印发出台有关于推动车联网的政策，重视对于辅助驾驶、车载信息系统、网联设备以及低级自动驾驶和高级自动驾驶的发展应用。2020年又陆续出台《智能汽车创新发展战略》和《新能源汽车产业发展规划（2021—2035年）》，明确推动智能汽车的发展。

表 4：关于推动车联网的相关政策

时间	政策	印发部门	具体内容
2017.2	《关于印发“十三五”现代综合交通运输体系发展规划的通知》	国务院	要推广应用智能车载设备，提供网络接入、行驶引导和安全告警灯服务。
2017.7	《推进“互联网+”便捷交通促进智能交通发展的实施方案》	国家发改委、交通部	推动各种全球卫星导航系统在交通运输行业兼容与互操作。加强全天候、全天时、高精度的定位、导航、授时等服务对车联网、船联网以及自动驾驶等的基础支撑作用。
2017.12	《国家车联网产业标准体系建设指南(智能网联汽车)》	工信部、国家标准化管理委员会	到 2020 年，初步建立能够支撑驾驶辅助及低级别自动驾驶的智能网联汽车标准体系。到 2025 年，系统形成能够支撑高级别自动驾驶的智能网联汽车标准体系。
2018.1	《智能汽车创新发展战略》(征求意见稿)	国家发改委	到 2020 年，智能汽车新车占比达到 50%，大城市、高速公路的车用无线通信网络(LTE-V2X)覆盖率达到 90%，北斗高精度时空服务实现全覆盖；到 2035 年，中国标准智能汽车享誉全球，并率先建成智能汽车强国。
2018.6	《国家车联网产业标准体系建设指南(总体要求)》	工信部、国家标准化管理委员会	提出车联网产业的整体标准体系结构、建设内容，指导车联网产业标准化总体工作，推动逐步形成统一、协调的国家车联网产业标准体系架构。
2018.6	《国家车联网产业标准体系建设指南(电子产品和服务)》	工信部、国家标准化管理委员会	主要针对支撑车联网产业链的汽车电子产品、车载信息系统、车载信息服务和平台相关的标准化工作，明确车联网电子产品和车载信息服务的标准化发展方向。车联网电子产品与服务包括基础产品、终端、网络、平台与服务等，通过基础产品和终端采集并获取车辆的智能信息，感知并处理行车状态与环境，实现交通信息、导航服务、娱乐信息、安全行驶、在线商务、排放信息、远程控制等方面的车载信息服务。

2018.12	《车联网(智能网联汽车)产业发展行动计划》	工信部	到 2020 年,实现车联网(智能网联汽车)产业跨行业融合取得突破,具备高级别自动驾驶功能的智能网联汽车实现特定场景规模应用,车联网综合应用体系基本构建,用户渗透率大幅提高,智能道路基础设施水平明显提升,适应产业发展的政策法规、标准规范和安全保障体系初步建立,开放融合、创新发展的产业生态基本形成,满足人民群众多样化、个性化、不断升级的消费需求。
2019.5	《2019 年智能网联汽车标准化工作要点》	工信部	2019 年将稳步推动先进驾驶辅助系统(ADAS)标准制定,全面开展自动驾驶相关标准研制,有序推进汽车信息安全标准制定,协同开展车联网相关标准制定,积极履行国际协调职责,加强标准交流与合作。
2020.2	《智能汽车创新发展战略》	国家发改委等部门	顺应新一轮科技革命和产业变革趋势,抓住产业智能化发展战略机遇,加快推进智能汽车创新发展
2020.10	《新能源汽车产业发展规划(2021—2035 年)》	国务院办公厅	突破车载智能计算平台、高精度地图与定位、车辆与车外其他设备间的无线通信(V2X)、线控执行系统等核心技术和产品。

资料来源:招股说明书,中国政府网,国家发改委,天风证券研究所

2.2.2. 排放政策完善加速 T-Box 渗透,新标准促进行车记录仪单价提升

国六标准推动智能增强驾驶系统快速渗透,蓝海打开。“国六”标准是“国家第六阶段机动车污染物排放标准”,2016 年生态环境部发布《轻型汽车污染物排放限值及测量方法(中国第六阶段)》以及 2018 年生态环境部和国家市场监督管理总局联合发布的《重型柴油车污染物排放限值及测量方法(中国第六阶段)》,对于汽车排放进行了限制。

表 5: 国六相关政策

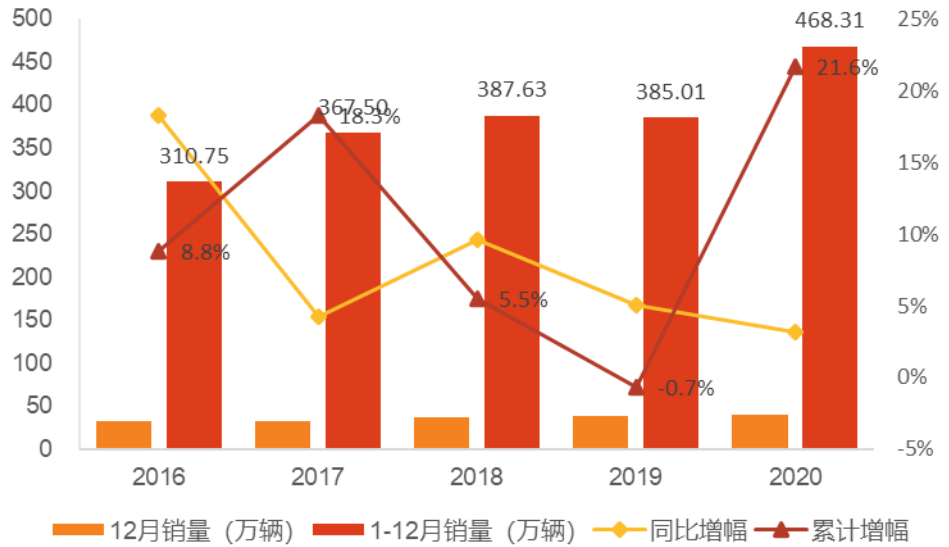
时间	颁发部门	政策条款	具体内容															
2016.12.23	生态环境部、国家质检总局	《轻型汽车污染物排放限值及测量方法(中国第六阶段)》	轻型车国六标准采用分步实施的方式,设置国六 a 和国六 b 两个排放限值方案,分别于 2020 年和 2023 年实施。同时,对大气环境管理有特殊需求的重点区域可提前实施国六排放限值。															
2018.6.22	生态环境部、国家市场监督管理总局	《重型柴油车污染物排放限值及测量方法(中国第六阶段)》	<table border="1"> <tr> <td>6a 阶段</td> <td>燃气车辆</td> <td>2019.7.1 实施</td> </tr> <tr> <td></td> <td>城市车辆</td> <td>2020.7.1 实施</td> </tr> <tr> <td></td> <td>所有车辆</td> <td>2021.7.1 实施</td> </tr> <tr> <td>6b 阶段</td> <td>燃气车辆</td> <td>2021.7.1 实施</td> </tr> <tr> <td></td> <td>所有车辆</td> <td>2023.7.1 实施</td> </tr> </table>	6a 阶段	燃气车辆	2019.7.1 实施		城市车辆	2020.7.1 实施		所有车辆	2021.7.1 实施	6b 阶段	燃气车辆	2021.7.1 实施		所有车辆	2023.7.1 实施
6a 阶段	燃气车辆	2019.7.1 实施																
	城市车辆	2020.7.1 实施																
	所有车辆	2021.7.1 实施																
6b 阶段	燃气车辆	2021.7.1 实施																
	所有车辆	2023.7.1 实施																
2020.5.13	生态环境部、工业和信息化部、商务部、海关总署	《关于调整轻型汽车国六排放标准实施有关要求的公告》	"自 2020 年 7 月 1 日起,全国范围实施轻型汽车国六排放标准,禁止生产国五排放标准轻型汽车,进口轻型汽车应符合国六排放标准。															

资料来源:生态环境部,天风证券研究所

根据国六政策要求对于卡车市场空间进行测算。首先对于卡车市场目前销量进行统计与预测。

2020 年卡车市场销售回暖。单月来看,2020 年 12 月份,国内卡车市场产销 44.7 万辆和 39.4 万辆,产量同比增长 3.2%,销量同比增长 3.1%。累计来看,2020 年 1-12 月份,卡车市场累计销售为 468.31 万辆,累积增幅达到 21.6%,从 2019 年的销量负增长扭转。2021 年 1-4 月,卡车市场累计销量 179.71 万辆,同比增长 46.92%,增长态势继续维持。

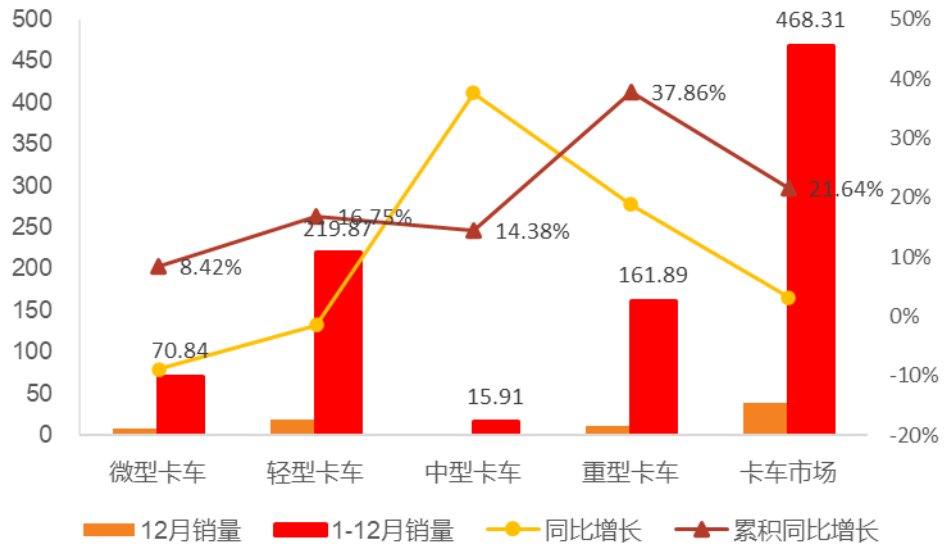
图 16：中国 2016-2020 年 1-12 月卡车销量与增速



资料来源：Wind，中汽协，天风证券研究所

分车型来看。2020 年 1-12 月份，重卡市场累计销售 161.89 万辆，同比累计增长 37.86%，中型卡车市场累计销售 15.91 万辆，同比累计增长 14.38%，累计增幅较前 10 月进一步扩大，轻卡则全年保持快速增长出货态势，1-12 月累积增长 16.75%。卡车市场各车型 2020 年前 12 月均实现销量正增长。

图 17：卡车市场销量与增幅细分



资料来源：第一商用车网，天风证券研究所

渗透率方面，重卡存量基本安装完成标准行车记录仪，销量增量市场为主要市场，渗透率 100%。

对重卡市场空间进行测算：

2020 年重卡市场销量为 161.89 万辆，2016-2020 年卡车销量复合增长率为 10.8%，在此假设未来每年维持 10% 增速，则 2021-2023 年销量分别为 178.08 万辆，195.89 万辆和 215.48 万辆。

根据公司招股说明书披露的智能增强驾驶终端价格，2016 年单价为 616.19 元，至 2019 年 1-6 月为 558.34 元，预计维持稳定，以 550 元单价计算。

2020 年至 2023 年，重卡智能增强驾驶终端市场规模为 8.90 亿元，9.79 亿元，10.77 亿元以及 11.85 亿元。

表 6：重卡智能增强驾驶终端市场测算

	2020E	2021E	2022E	2023E
重卡销量(万辆)	161.89	178.08	195.89	215.48
设备单价(元)	550	550	550	550
市场空间(亿元)	8.90	9.79	10.77	11.85

资料来源：招股说明书，第一商用车网，天风证券研究所

“国六”标准要求车辆安装车载自动诊断系统等智能网联终端设备来监控碳排放，显著提升了汽车智能网联化的需求，加速中轻卡网联设备的快速上量。

基于国六政策的实施计划，估算中轻卡网联设备市场规模：

对中轻卡市场空间进行测算：

2020 年中轻卡市场销量为 235.78 万辆，未来每年维持 5% 增速，则 2021-2023 年销量分别为 247.57 万辆，259.95 万辆和 272.94 万辆。而预计市场渗透率在 2020-2023 年分别达到 20%、40%、80% 和 100%。

根据公司招股说明书披露的智能增强驾驶终端价格，2016 年单价为 616.19 元，至 2019 年 1-6 月为 558.34 元，预计维持稳定，以 550 元单价计算。

2020 至 2023 年中轻卡累计智能增强驾驶终端市场规模为 2.59 亿元，5.45 亿元，11.44 亿元以及 15.01 亿元。

表 7：中轻卡智能增强驾驶终端市场测算

	2020E	2021E	2022E	2023E
轻卡销量(万辆)	219.87	230.86	242.41	254.53
中卡销量(万辆)	15.91	16.71	17.54	18.42
渗透率	20%	40%	80%	100%
单价(元)	550	550	550	550
市场空间(亿元)	2.59	5.45	11.44	15.01

资料来源：招股说明书，第一商用车网，天风证券研究所

非道路移动机械国四标准促进 T-Box 渗透。2020 年 12 月，生态环境部与国家市场监督管理总局联合发布了《非道路移动机械用柴油机排气污染物排放限值及测量方法(中国第三、四阶段)》明确非道路机械车排放相关要求，有助于机械、柴油机及相关零部件企业做好产品规划和技术升级。新的政策对排放标准提高了要求，有助于 T-Box 产品在非道路移动机械上的加速渗透。

表 8：非道路移动机械国四标准

技术要求	具体内容
更加关注整机排放要求	新增车载法整机测试要求，对 37kW 以上机械实际使用过程的污染物排放使用便携式排放测试系统 (PEMS) 进行测量，规定 90% 以上有效功基窗口的 CO 和 NOX 的比排放量不应超过相应功率段限值的 2.5 倍。此外，参考欧标要求，增加了柴油机非标准循环工况的测试方法及限值要求。
新增颗粒物粒子数量限值要求	规定其排放必须小于等于 5×10^{12} 个/千瓦时，通用技术手段为加装柴油颗粒捕集器 (DPF)。标准不对技术路线进行固化和限制，鼓励企业使用更高效的污染排放控制技术。
提出远程监控及定位要求	为保证排放控制系统在实际使用过程中始终正常发挥作用，防止用户在使用过程中恶意破

坏拆除污染控制装置，参考欧 IV 法规提出排放控制系统远程监控要求，并向监管平台实时发送排放及定位相关数据。	
给出指定的劣化系数	给出指定的劣化系数，明确企业可采用指定的劣化系数代替耐久实测劣化系数，大幅降低企业的测试费用和研发成本。
将三轮汽车纳入非道路标准统一管理	本着减轻企业研发和试验负担的原则，将三轮汽车纳入非道路移动机械四阶段标准进行统一管理。
明确标准实施时间	本着推进行业技术升级与行业实际发展相适应的原则，在不影响非道路行业发展特别是保障农业生产的前提下，综合考虑行业技术升级准备时间，以及开展实验室扩项、型式检验、环保信息公开、农机补贴申请等相关后续工作所需时间，确定 2022 年 12 月全面实施。

资料来源：生态环境部，天风证券研究所

对非道路机械市场空间进行测算：

根据中国工程机械工业协会与农机工业网数据，2019 年我国工程机械销售量约为 100 万台，农业机械销售量约为 75 万台。

根据公司招股说明书披露的智能增强驾驶终端价格，2016 年单价为 616.19 元，至 2019 年 1-6 月为 558.34 元，预计维持稳定，以 550 元单价计算。

2020 至 2023 年非道路机械 T-Box 市场规模为 2.09 亿元，4.36 亿元，9.11 亿元以及 11.83 亿元。

表 9：非道路机械市场测算

	2020E	2021E	2022E	2023E
工程机械销售量 (万台)	105	110	115	120
农业机械销售量 (万台)	85	88	92	95
渗透率	20%	40%	80%	100%
单价	550	550	550	550
市场空间(亿元)	2.09	4.36	9.11	11.83

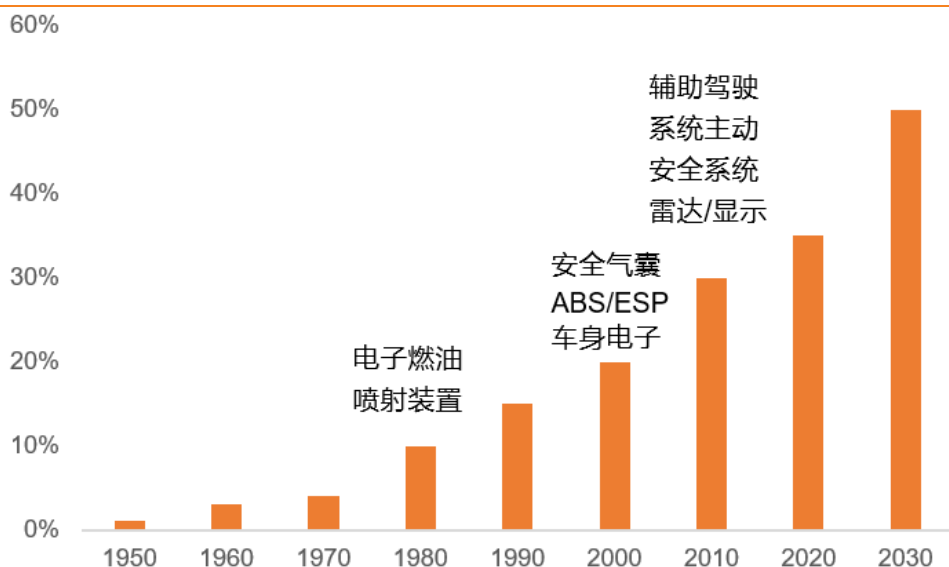
资料来源：中国产业信息网，中商情报网，前瞻产业研究院，天风证券研究所

此外《汽车行驶记录仪》新标准预计也将在今年落地实施，新标准将会对于行车记录仪性能提出更高要求，未来新国标加入驾驶监控，预计单价有望提升，显著提升单车的产品价值量。

2.3. 汽车电子协助降本显优势，车厂优选助力提升渗透率

汽车电子在整车中成本占比逐渐提升。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。汽车电子成本占比提升主要源于：1) 智能化浪潮下 ADAS 渗透率和自动化程度的不断提升，全面提升汽车电子化程度；2) 电动化浪潮下新能源汽车加速渗透，单车电子零部件成本占比相较传统汽车至少翻倍，电子装置在传统高级轿车中的成本占比约为 25%，在新能源车中则达到 45%-65%；3) 部分原用于中高端车型的汽车电子零部件如防抱死制动系统 (ABS)、电子稳定控制系统 (ESC)、倒车影像系统等加速向中低端车型渗透。

图 18: 汽车电子成本占比



资料来源: 公司招股说明书, PwC, 天风证券研究所

汽车电子将大幅降低车子运营成本。车联网设备能够对汽车从购车成本, 油耗, ETC 通行, 司机管理效率。维修成本以及商业险保费价格方面对汽车成本实行优化, 从单车价值角度看, 一辆重卡若配备车联网设备预计将比传统重卡**运营成本降低 11.8 万元, 刺激车厂对于车联网设备的需求。**

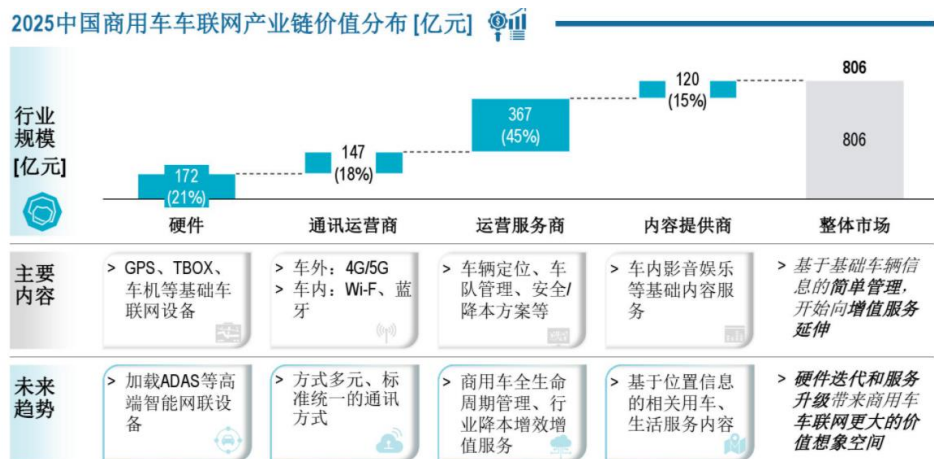
图 19: 汽车电子降低整车成本

	购车成本	能源成本	道路通行	管理成本	维保成本	保险金融	TCO合计	其他增值
<p>一辆从事干线运输, 满载49吨的重卡, 每年行驶10万公里, 百公里平均油耗38.3L</p>								
场景假设与成本测算	车辆总价 50万	油耗 38.3L/百公里	年高速公路数 7万	司机年薪 9.6万	年保养次数 10次	交强险 0.5万		借助智能调度等车联网相关功能, 提高货运效率, 增加货运收入
	+	*	*	*	*	+		
	车辆寿命 8年	年里程 10万公里	收费标准 2元/公里	单车司机 1.5人	单次保养费用 2千	商业险 1万		
		*	=		+			
	柴油单价 6.2元/L				年事故维修费 1万			借助车辆历史使用数据实现二手车精准定价, 提高二手车残值
	6.25万	23.7万	14万	14.4万	3万	1.5万	~62.9万	
车联网优化途径	> 基于历史车辆使用数据, 改进车辆设计, 降低研发成本, 进而降低终端用户的购车成本约15%	> 通过车联网智能辅助与提醒, 优化司机驾驶习惯, 降低油耗至百公里 31L ¹⁾	> 基于车联网的ETC设备, 享受通行95折	> 提升司机管理效率、车货匹配效率, 可降低单车配备司机数量至1人一车	> 配件价格透明化, 通过车联网管理系统提升日常保养, 降低事故率, 节省维修成本~20%	> 实现UBI保险, 通过大数据降低保险成本, 从而降低终端商业险保费价格, 可达~20%		主机厂服务站等通过车联网大数据实现选址优化, 降低相关成本
	车联网单车价值	▼ -15%	▼ -19%	▼ -5%	▼ -33%	▼ -20%	▼ -13%	▼ -19%
	0.9万	4.5万	0.7万	4.8万	0.6万	0.2万	~11.8万	

资料来源: 罗兰贝格, 天风证券研究所

未来提供降本增值服务将是未来行业核心价值。商用车车联网市场规模将不断增大, 而在车联网产业链中, 产业链将逐步向增值服务延伸, 为商用车带来降本增值服务, 带来车联网更大价值想象空间。

图 20：中国商用车车联网产业链价值分布（亿元）



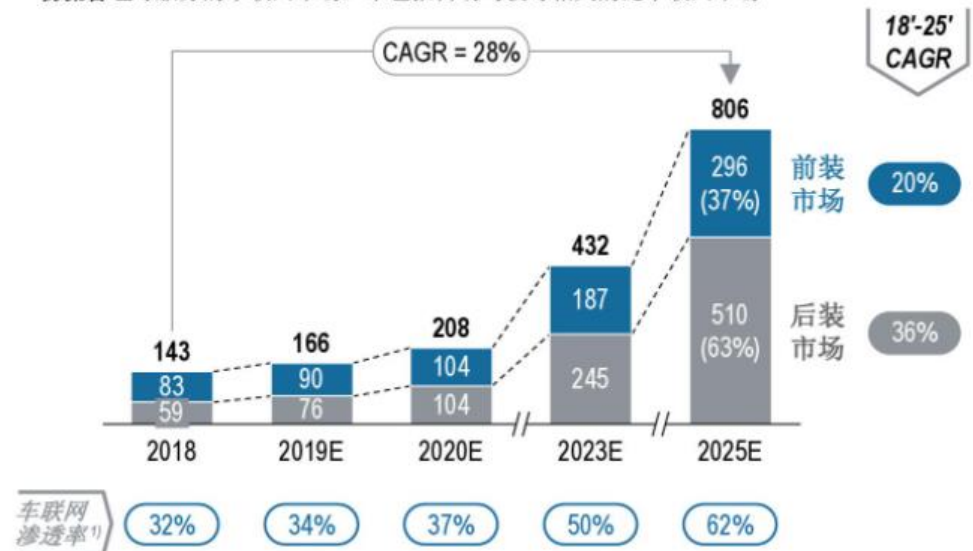
资料来源：IHS，案头研究，专家访谈；罗兰贝格

资料来源：IHS，罗兰贝格，天风证券研究所

渗透率不断提升下中国车联网市场快速增长。车联网市场分为前装市场与后装市场，前装市场包括政策法规，汽车电子升级以及主机厂产品升级需求。而后装市场则包括下游客户结构变化，下游客户需求升级。在政策不断推动，车厂对于汽车电子提升需求的背景下，根据中国汽车与罗兰贝格的报告预测，2018 至 2025 年商用车车联网渗透率将从 32%提升至 62%。前装市场与后装市场的复合增长率将分别达到 20%和 36%。

图 21：中国车联网市场规模与渗透率预计

> 此处车联网仅包括基于前装、后装的车联网硬件提供车辆全生命周期管理和车队、物流管理等服务的车联网市场，未包括自动驾驶等相关的泛车联网市场

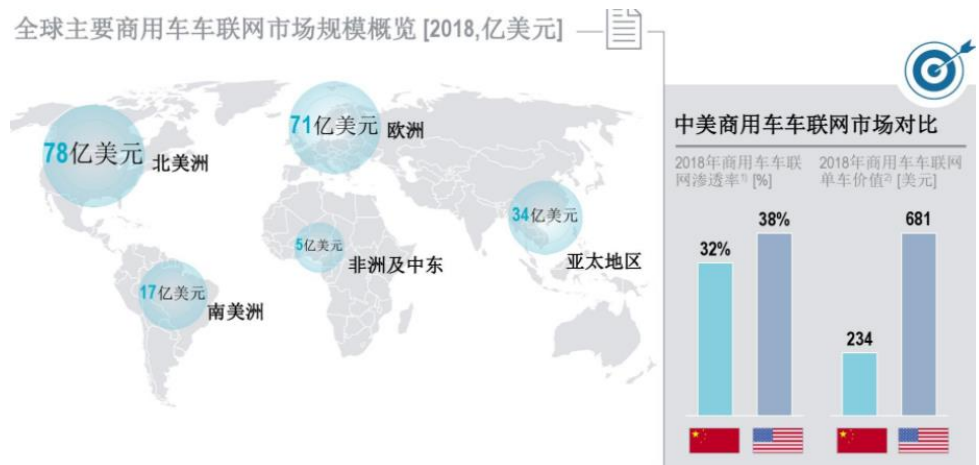


资料来源：罗兰贝格，天风证券研究所

中美车联网市场差距较大，发展潜力充沛。目前全球主要商用车车联网市场集中在北美洲与欧洲，亚太地区市场规模仍较小。而对比中美商用车车联网，2018 年中国商用车车联网渗透率为 32%，美国为 38%，存在一定差距；而单车价值中国却仅为美国的约 1/3，差距明显。随着政策推动车联网渗透持续提升，以及对排放检测、行驶记录等要求更加严格预计提升车联网设备单价，中国商用车车联网市场渗透率与单车价值均具备可观的上升空间，

发展潜力充沛。

图 22：中美车联网市场差距大

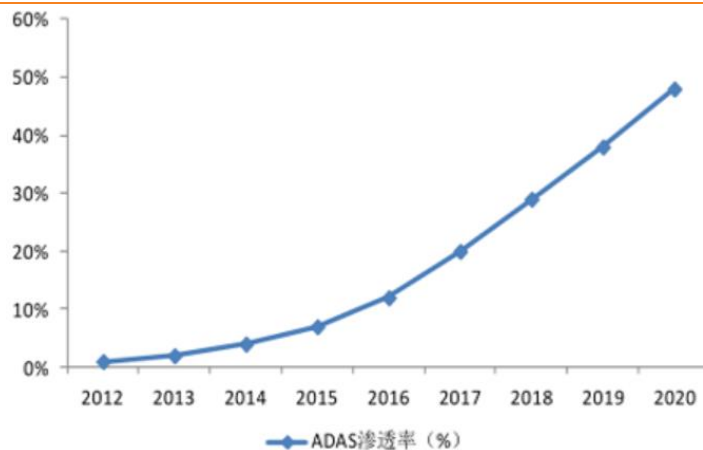


资料来源：罗兰贝格，天风证券研究所

2.4. ADAS 低渗透率潜力十足，安全保障提升需求

全球 ADAS 渗透率仍处于较低水平。目前全球市场 ADAS 渗透率较低，根据罗兰贝格(Roland Berger)公司的统计数据、前瞻产业研究显示，2020 年，中国辅助驾驶系统(ADAS)的市场渗透率较低，仍以无自动驾驶(L0 级)为主，占比过半，且国内 L2 及 L2+ 级别 ADAS 渗透率仅为 9%左右，我们认为未来具有广阔的发展空间。而根据中国《智能汽车创新发展战略》提出的发展目标，2020 年汽车 DA、PA、CA 系统新车装配率超过 50%，网联式驾驶辅助系统装配率达到 10%；2025 年汽车 DA、PA、CA 新车装配率达 80%，其中 PA、CA 级新车装配率达 25%，高度和完全自动驾驶汽车开始进入市场；2030 年汽车 DA 及以上级别的智能驾驶系统成为新车标配，汽车联网率接近 100%，HA/FA 级自动驾驶新车装配率达到 10%。辅助驾驶系统预计未来渗透率将快速提升。

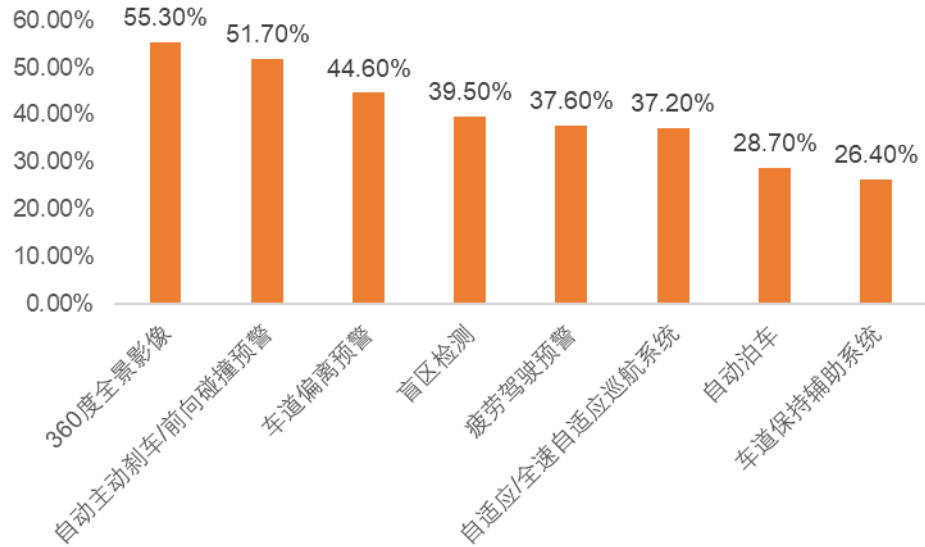
图 23：全球 ADAS 渗透率



资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所

目前我国汽车 ADAS 系统标配率低，发展空间大。目前国内在售车型中 ADAS 系统标配率仅以视觉技术为基础的 ADAS 功能市场渗透率相对较高超过 50%，其他如车道保持辅助系统、自动泊车等 ADAS 功能市场标配率不足 30%，具备较大发展空间。

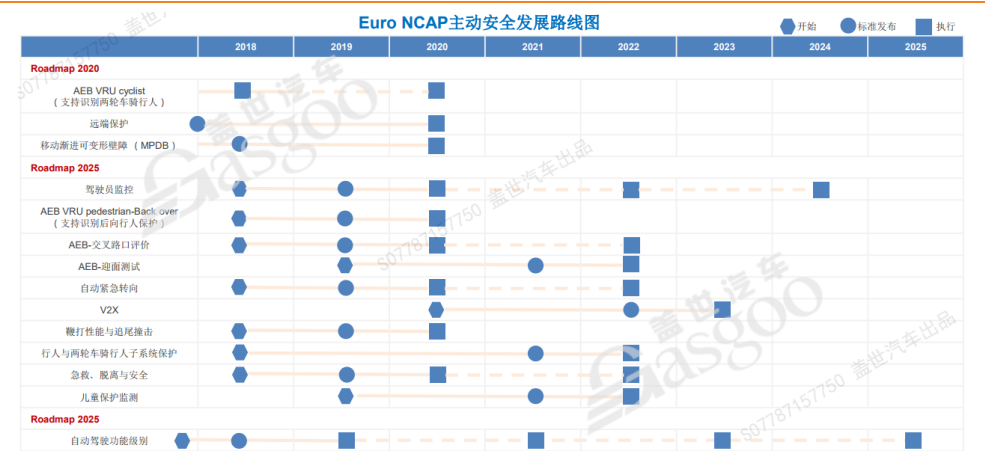
图 24：2019 在售车型主流 ADAS 功能市场标配率



资料来源：盖世汽车研究院，天风证券研究所

欧盟国家不断扩充主动安全技术性能测试，有望加速 ADAS 产品渗透，进入市场。根据 Euro NCAP 整体星级评级，主动安全技术不断被扩充，并制定了智能驾驶系列的发展路线图，将助推 ADAS 产品快速渗透。

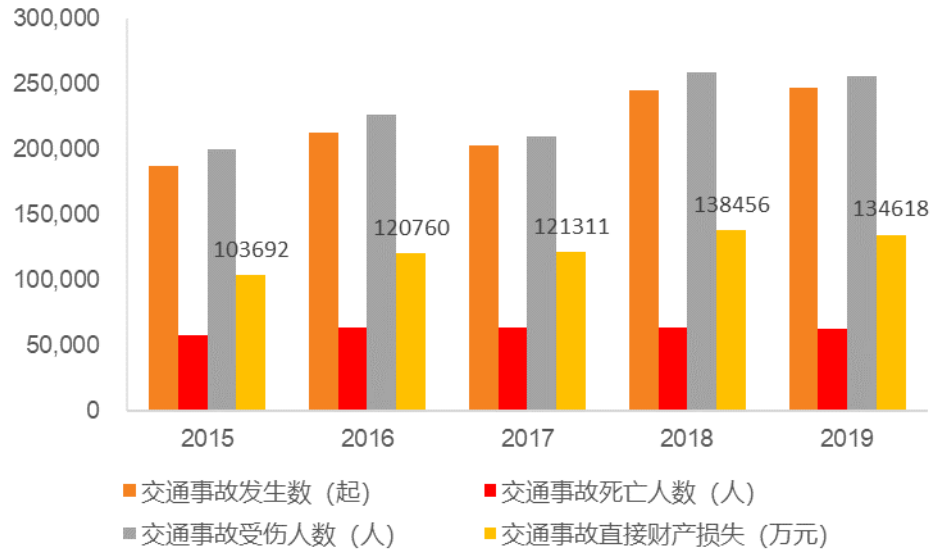
图 25：Euro NCAP 主动安全发展路线图



资料来源：Euro NCAP，盖世汽车研究院，天风证券研究所

交通事故震荡增长，安全需求提升。我国交通事故发生数，受伤人数以及死亡人数近年均震荡上行，行驶安全已经越来越成为政府以及车辆购买者的考虑因素。随着汽车保有量的不断增加，拥堵或更加平常，增加交通事故发生概率，而汽车驾驶的安全性也愈发成为重点关注因素。

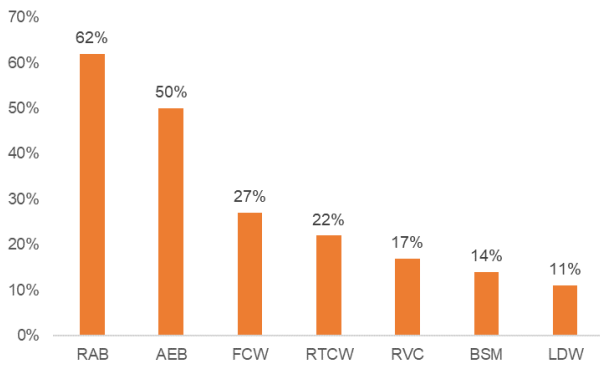
图 26：我国交通事故情况统计



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

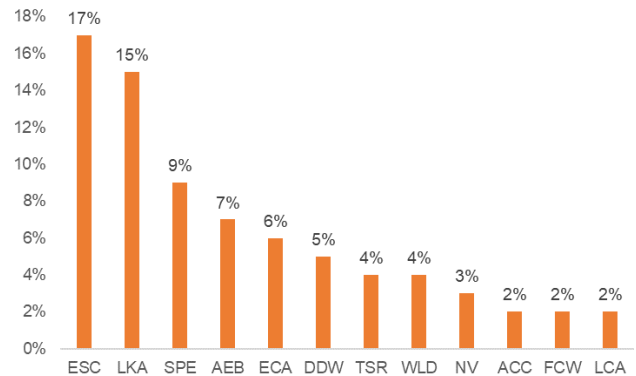
ADAS 能有效降低交通事故发生率与死亡率。汽车配备 ADAS 系统，能够减少交通事故发生百分比，配备 RAB 后方自动刹车辅助以及 AEB 自动紧急刹车辅助的汽车将能够至少减少 50% 的交通事故发生率。而在 100% 渗透率下，ADAS 系统对于降低交通事故死亡率也有很好成效。ADAS 系统能够一定程度保证驾驶的安全性。

图 27：ADAS 系统功能减少事故百分比估测



资料来源：盖世汽车研究院，天风证券研究所

图 28：ADAS 系统降低交通事故死亡率（100% 渗透率下）



资料来源：盖世汽车研究院，天风证券研究所

3. 公司先发、技术、市场优势明显，行业高景气下持续品类扩张+客户拓展

技术/产品方面，鸿泉物联产品具备高成长和高毛利率，显著高于同行业竞争对手，主要原因在于技术优势和技术团队竞争力强。公司的核心产品市占率领先，在市场开拓与市场抢占方面公司具备较强的竞争优势。

市场方面，持续拓展新客户。公司深度绑定大客户，与重卡前五大销售商中的四家保持客户关系，北汽与陕汽更是第一大供应商。与大客户建立的良好业务关系能够保证公司每年的产品需求。同时公司持续拓展新客户，2020 年新增如中国重汽、徐工集团等客户。在客户纷纷实行国六计划时，公司有望在网联产品上快速起量，推动收入高增长。

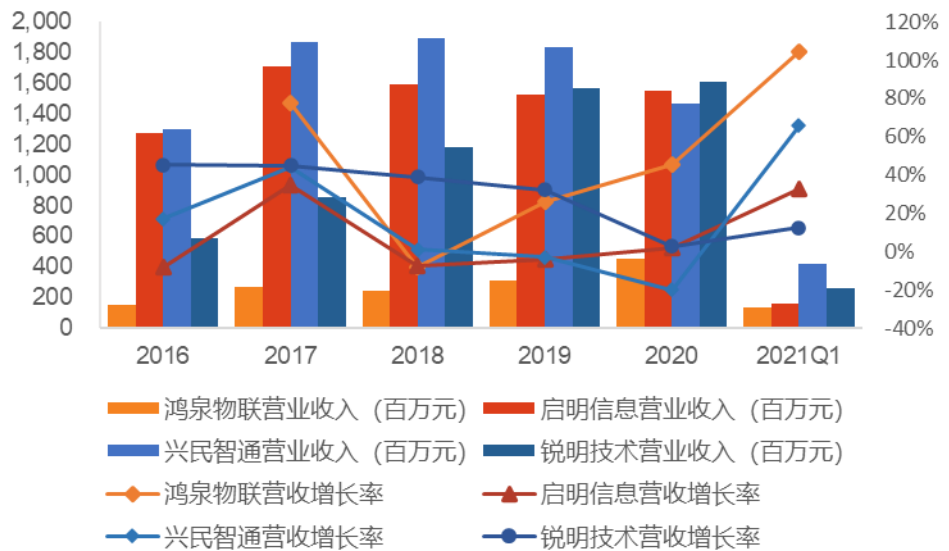
业务方面，公司积极开拓业务，扩张品类，打开新空间。公司在高级辅助驾驶系统方面具有先发优势，是较早进入该领域的公司，同时积极寻求切入前装的机会，2020 年在陕汽、

三一、华菱等主机厂的部分车型上打开了批量前装的序幕。公司在现有智能网联业务外，积极完善并丰富产品，将针对商用车特有开发特殊算法功能及硬件终端，将向汽车控制器方向延伸，针对商用车现阶段的实用性需求，开发并提供如 DCM、BCM、TPMS、座椅控制器、网关等产品。

3.1. 技术产品为基础，营收规模迅速扩张同时保持强劲盈利能力

营业收入规模奋勇直追。目前公司对比行业内其他竞争对手营业收入体量仍较小，但营业收入增速迅猛，2020 年在疫情影响下仍实现 45.64% 的收入增速，显著高于竞争对手启明信息（2.00%）、兴民智通（-20.03%）以及锐明技术（2.90%），2021 年 Q1 增速再度提升，公司业绩情况较竞争对手上升势头更加猛烈。

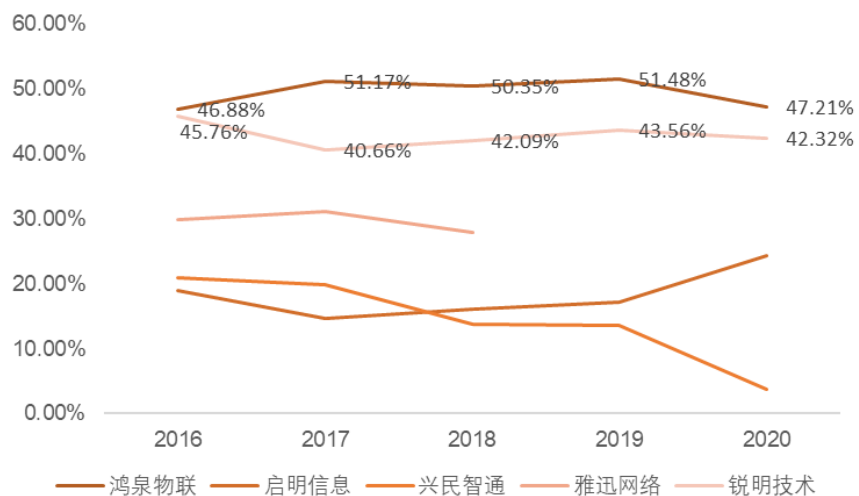
图 29：行业公司营业收入与增速对比



资料来源：wind，天风证券研究所

技术壁垒铸就高毛利。公司作为行业先行者，处于行业领先地位，技术优势明显，核心经营团队和技术团队竞争力强。对比其他竞争对手，公司毛利率常年领先，保证核心竞争力。

图 30：行业公司毛利率对比

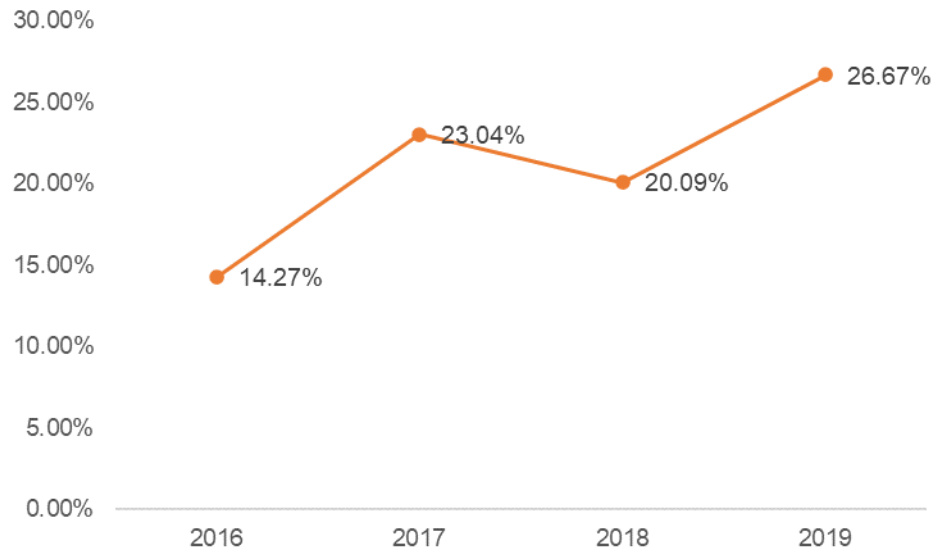


注：雅讯网络 IPO 终止，财务数据仅披露至 2018 年

资料来源：wind，天风证券研究所

公司市场占有率领先。公司凭借技术优势，在主要产品市场中占据领先地位，2019 年度公司智能行驶记录仪的市场占有率约为 26.67%，而由于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，且渣土车市场总量没有权威统计数据来源，以公司参与开拓城市数量与实施城市数量比重计量公司市场占有率，全国累计实施渣土车管理的城市有 67 个，其中有 43 个城市开始落地供应车载终端产品，公司主导和参与了其中的 35 个城市终端供货。公司两项主要产品的市场占有率均领先行业。

图 31：智能驾驶系统市场占有率



资料来源：公司年报，天风证券研究所

3.2. 深度绑定大客户保障业绩，持续开拓新客户打开新空间

陕汽车联网系统打造者。2011 年 3 月，公司与陕汽重卡开展合作，将客运行业的部分成功管理经验复制到货运行业，实施重卡智能运营管理——陕汽天行健车联网服务系统。该系统从 2011 年 12 月正式发布，成为重卡行业率先使用车联网技术的公司。该系统由终端+管理平台组成，终端的功能包括了 GPS 行车记录仪的所有功能，并集成了收音机、电影播放、智能配货、天气预报、行车导航等功能，并在管理平台的网站上可以实现不规范驾驶报警、实时监控、油耗分析等功能。

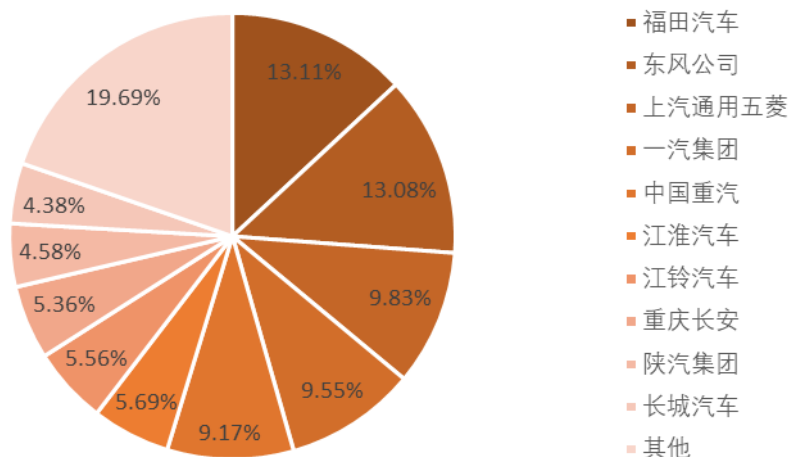
图 32：公司为陕汽打造“天行健”车联网系统



资料来源：公司公众号，天风证券研究所

2020 年公司主要客户商用车市场占有率存在明显优势。根据第一商用车网的数据，2020 年，商用车市场累计销售 513.33 万辆，同比累计增长 19%，而福田汽车，东风公司，上汽通用五菱名列商用车市场份额前三，前十公司累计占比高达 80%。而在前十份额公司中，包括福田汽车，东风公司，中国重汽，陕汽集团等均为公司的大客户，大客户的良好销量态势为公司出货与收入提供保障。

图 33：2020 年商用车市场份额占比

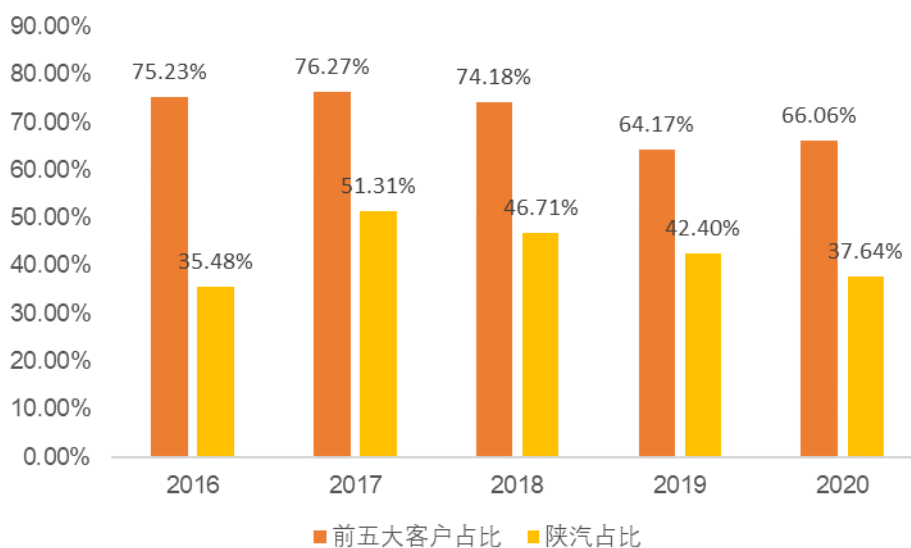


资料来源：第一商用车网，天风证券研究所

公司前五大客户占比较高，客户稳定。公司与国内领先整车厂商均保持稳定的合作，收入确定性强。同时，2020 年公司第一大客户陕汽收入占比首次降到 40%以下，说明公司在其他客户拓展方面取得了长足的进步。

2020 年，公司开始与徐工集团合作，为其提供平台开发和终端业务。目前已开始向其小批量供应 T-BOX 产品，后续有望开展更多的合作。公司还与上汽依维柯红岩、南京依维柯达成合作关系；向沃尔沃商用车供应网联化终端设备。

图 34：公司前五大客户与陕汽收入占比



资料来源：公司年报，天风证券研究所

3.3. 主要客户国六进行时，公司深度受益

客户国六进展快速，助公司上量腾飞。目前公司主要客户均针对国六政策推出了新产品，国六进程进展良好，大客户纷纷推出符合国六标准的重卡，中轻卡，专用车等，大客户对于国六的不断推进也标志着公司的国六进展良好，产品销量有望快速提升。

表 10：公司主要客户应对国六措施

厂商	国六措施
东风汽车	新一代东风天锦 KR 中卡：搭载了满足欧六技术排放标准的发动机，变速箱及后桥均为全新设计，更加节油。EECU 可升级搭载国六控制系统，满足更高法规排放需求
	东风途逸国六 B：深圳推出，为用户提供了一款更高效、节能、环保的产品，也标志着东风轻卡正式开始布局国六产品，抢占国六小卡市场
	东风标致新一代 508L：搭载国六 B 汽油发动机，作为东风标致品牌轿车旗舰车型，全新 508L 兼具美感、质感、动感，加上适配国六 B 汽油发动机的强力加持，对于东风标致“重回赛道”具有重要意义。它的面世，标志着东风标致抢先布局国六 B 轿车市场。
	东风康明斯：东风康明斯 D 系列 4.0L 排量、4.5L 排量、6.7L 排量的三款发动机完成工信部装备中心的所有审核，国六公告入库
	国六版风行 T5：搭载全新动力组合，由国五 1.5T/CVT 动力升级为国六 1.5T/6AT 动力
陕汽重卡	中国专改市场 2019 高峰论坛展出了 41 款国六改装车底盘并成功签下 5000 辆国六专用车底盘的超级订单
	陕汽德龙新 M3000 LNG 国六牵引车：技术领先、清洁环保、动力性好、经济性好、成熟可靠、安全性高，六位一体的国六天然气产品。
	牵引车 X5000+X3000+新 M3000+L3000：动力升级满足客户需求，电控化+智能化，产品节能 10%
	自卸车 X3000+新 M3000+L3000：动力升级至 580ps，联合改装企业自重降低 300kg
北汽福田	载货车 X3000+新 M3000+L3000：动力涵盖 180ps—580ps，产品性能全面提升
	专用车：改装适应性提升 15%，与 60 多家主力改装企业达成合作，开发 11 类超过 300 款车型
	欧曼：搭载福田康明斯与采埃孚组成的超级动力链，整车扭矩高达 2600N·m，传动效率高达 99.7%，动力足，更节油。欧曼针对不同细分市场为用户提供定制一体化解决方案，高效满足不同用户需求。
	"欧航、欧马可：欧航搭载康明斯为其量身定制的 F4.5L 国六 b 发动机，功率大、扭矩足，动力充足，充分保障货物运输过程中的高效性。
	欧马可 S1 联合康明斯 ISF2.8 超能动力、采埃孚变速器、WABCO、大陆电子等供应商体系，历经高温、高寒、高原等极限测试，整车可靠耐久性能提升 50%。
图雅诺	欧马可 S3 历经 160 万公里可靠性验证，油耗降低 10%，货运效率提升 30%，可靠性提升 50%，率先通过欧洲严苛的测试及安全认证。"
	奥铃：奥铃新捷运；奥铃大黄蜂；奥铃速运集成德美日中 4 国科技，从发动机到整车全面节油，搭配 T-BOX 智能车联网，专为城市物流 10+场景量身定制；奥铃 CTS
	祥菱：祥菱 M、祥菱 V
	瑞沃：瑞沃 ES3 整车采用潍柴 WP4.6N 发动机+法士特十挡变速箱，黄金动力搭配，动力强劲。
	图雅诺·图雅诺客运、图雅诺货运、图雅诺风景 G5\G7\G9

资料来源：公司官网，公司公众号，天风证券研究所

客户国六进展将提升公司产品需求。公司智能增强驾驶系统主要包括硬件设备（包括 T-BOX、行驶记录仪等）、智能增强驾驶模块和大数据云平台等。基于硬件设备采集传输的数据，通过内含驾驶行为专家库和不良驾驶模型的嵌入式软件模块（可以通过 OTA 的方式进行远程升级维护）分析处理，以智能增强驾驶软件平台呈现的形式，向使用者提供包括驾驶行为分析、最优驾驶指导（如油气耗管理）、全生命周期管理、“汽车后市场”服务（如商用车车险、车贷、物流等）、整车厂管理（如设计、研发、采购、生产、销售及售后等环节）等功能。

图 35：公司智能增强驾驶系统架构



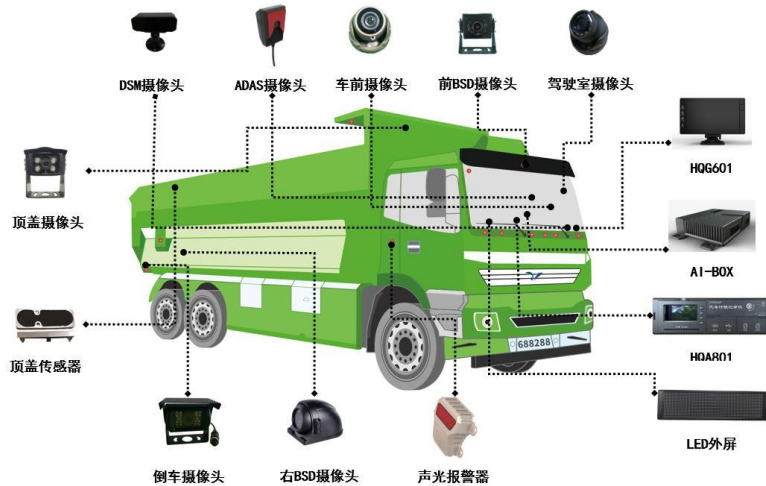
资料来源：公司年报，天风证券研究所

3.4. 高级辅助系统先发优势，拓展前装市场新机会

公司是国内较早研发、应用渣土车高级辅助驾驶系统的企业。公司高级辅助驾驶系统主要面向渣土车后装市场，于 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，截止 2020 年，公司在 43 个开始落地供应车载终端产品的城市中深度参与了其中 35 个城市，具备先发优势与领先的市占率。

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。基于车载终端、智能摄像头、智能传感器的采集传输的数据，通过公司自主设计的深度学习框架 HQNN 为基础开发的人工智能模块分析处理，对专项作业车、重卡等驾驶运营中存在的安全隐患，实现车辆状态识别、车道偏离识别(LDW)、介质识别、驾驶员身份及分神识别(DMS)、盲区行人车辆识别(BSD)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。同时，可通过对接政府监管平台或自主开发平台，呈现在线车辆的状况和运行数据，用于分析管理。

图 36：公司高级辅助驾驶系统架构



资料来源：公司年报，天风证券研究所

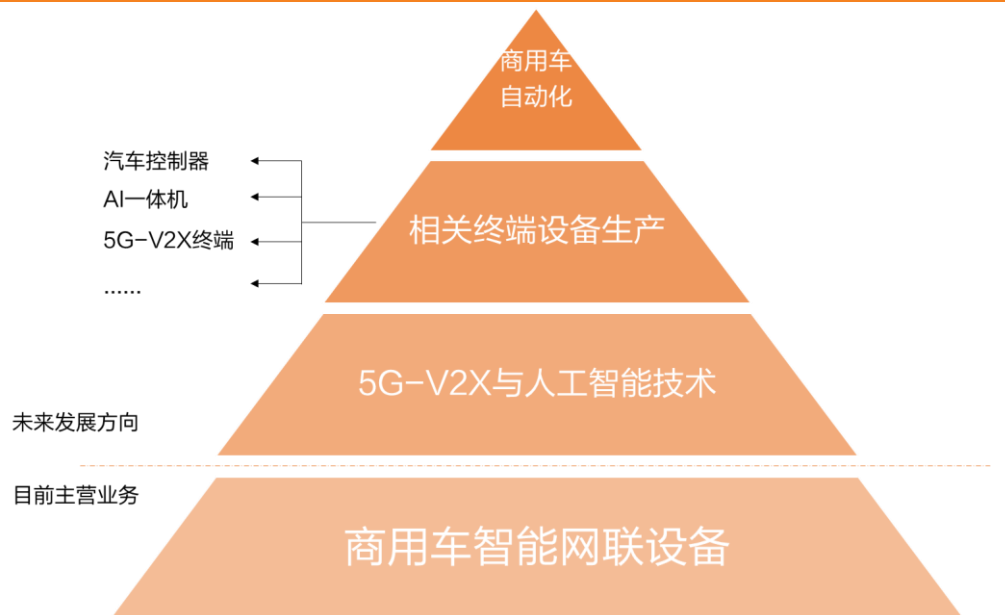
高级辅助驾驶系统切入前装整车厂。2020 年公司成功将高级辅助驾驶系统真正落地安装到存量水泥搅拌车，在安徽和浙江两个省份的部分城市实现批量应用；**公司的高级辅助驾驶系统实现前装零突破**，目前已有三一、华菱和陕汽的水泥搅拌车、工程自卸车、危化品车等车型开始批量安装高级辅助驾驶系统，为公司进一步稳固前装客户群优势奠定了基础，同时也探索了丰富产品线的可行性。

3.5. 积极布局新技术新产品，打开更大成长空间

公司目前主营业务是商用车智能网联设备，未来公司将不断拓展产品品类，不断完善产品功能和质量，通过优化产品方案，多传感器融合，在保证算法性能和效果提升的前提下降低成本，提升产品的竞争力和毛利水平。

根据公司年报披露，未来公司还将针对商用车特有开发特殊算法功能及硬件终端，如电子地平线、车载称重、AI 一体机、AEB 等产品。此外，公司还将向汽车控制器方向延伸，针对商用车现阶段的实用性需求，开发并提供如 DCM、BCM、TPMS、座椅控制器、网关等产品，其中 DCM 已与部分主机厂签订了开发协议。

图 37：公司产品品类规划



资料来源：公司年报，天风证券研究所

4. 盈利预测与估值

4.1. 盈利预测

业务基本假设：

智能增强驾驶系统 2021-2023 年收入增速分别为 60%、50%和 35%；毛利率分别为 46%、45.5%和 45%；

高级辅助驾驶系统 2021-2023 年收入增速分别为 60%、50%和 40%；毛利率分别为 40%、43%和 45%；

人机交互终端 2021-2023 年收入增速分别为 30%、25%和 20%；毛利率分别为 48%、48%和 48%；

智慧城市业务 2021-2023 年收入增速分别为 20%、20%和 20%；毛利率分别为 75%、75%和 75%；

车载联网终端 2021-2023 年收入增速分别为 30%、25%和 20%；毛利率分别为 42%、41%和 40%；

其他主营业务 2021-2023 年收入增速分别为 20%、20%和 20%；毛利率分别为 60%、60%和 60%。

表 11：公司业务拆分预测（单位：百万元）

		2020	2021E	2022E	2023E
智能增强驾驶系统	业务收入	253.71	405.94	608.91	822.03
	同比增长率	42.39%	60.00%	50.00%	35.00%
	业务成本	137.61	219.21	331.86	452.12
	毛利率	45.76%	46.00%	45.50%	45.00%
高级辅助驾驶系统	业务收入	70.79	113.26	169.89	237.85
	同比增长率	17.13%	60.00%	50.00%	40.00%
	业务成本	43.32	67.96	96.84	130.82
	毛利率	38.81%	40.00%	43.00%	45.00%
人机交互终端	业务收入	37.44	48.68	60.85	73.02
	同比增长率	5.03%	30.00%	25.00%	20.00%
	业务成本	18.98	25.31	31.64	37.97
	毛利率	49.32%	48.00%	48.00%	48.00%
智慧城市业务	业务收入	27.32	32.79	39.34	47.21
	同比增长率	36.55%	20.00%	20.00%	20.00%
	业务成本	6.13	8.20	9.84	11.80
	毛利率	77.56%	75.00%	75.00%	75.00%
车载联网终端	业务收入	57.95	75.34	94.17	113.01
	同比增长率	324.43%	30.00%	25.00%	20.00%
	业务成本	33.00	43.70	55.56	67.80
	毛利率	43.06%	42.00%	41.00%	40.00%
其他主营业务	业务收入	8.54	10.25	12.30	14.76
	同比增长率	61.94%	20.00%	20.00%	20.00%
	业务成本	1.66	4.10	4.92	5.91
	毛利率	80.57%	60.00%	60.00%	60.00%
主营业务合计	业务收入	455.76	686.26	985.47	1307.88
	同比增长率	45.52%	50.57%	43.60%	32.72%
	业务成本	240.70	368.47	530.65	706.41
	毛利率	47.19%	46.31%	46.15%	45.99%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

4.2. 估值比较

受益商用车智能网联快速渗透，单车智能网联价值量也大幅提升，鸿泉物联作为行业龙头竞争优势明显，将充分享受行业红利，同时公司在新产品新客户拓展顺利，进入收获期之后将驱动公司持续高增长。我们预计鸿泉物联 2021-2023 年归母净利润为 1.33 亿元 (+51%)、1.97 亿元 (+48%) 和 2.6 亿元 (+32%)，对应 PE 分别为 27x、18x 和 14x，首次覆盖，给予“买入”评级。

我们选取主营汽车智能网联业务的德赛西威、锐明技术和均胜电子进行估值对比分析（选取 WIND 一致盈利预测数据）。以上三家公司 2021-2023 年的平均 PE 估值分别为 41x，31x 和 25x，我们认为鸿泉物联在未来 3 年业绩成长性上面好于以上可比公司，可将其平均估值水平（即 2021 年平均 PE 为 41x）作为参考，同时考虑鸿泉物联的智能网联业务都是商用车市场（相对乘用车市场空间要小），因此认为鸿泉物联 2021 年可合理 PE 估值水平在 35-41 区间，相对应的目标股价为 46.6 元~54.5 元/股。

表 12：鸿泉物联可比公司估值

公司	EPS				PE			
	2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
鸿泉物联	0.88	1.33	1.81	2.62	43.41	27.00	18.00	14.00
德赛西威	0.94	1.38	1.79	2.29	89.31	77.00	60.00	47.00
均胜电子	0.45	0.84	1.18	1.42	56.31	20.00	15.00	12.00
锐明技术	1.36	1.62	2.14	2.54	39.00	25.00	19.00	16.00

资料来源：wind，天风证券研究所

（可比公司参考 WIND 一致盈利预测数据，截至 2021 年 5 月 26 日）

5. 风险提示：

- 1、相关政策推进不及预期；** 车联网的发展离不开政策支持，政策推出将加快车联网设备的应用与普及，相关政策推进不及预期将影响公司产品的出货渗透，进而影响公司未来营业收入规模。
- 2、新客户拓展到订单放量进度不及预期；** 公司营业收入与客户开拓与订单签订关系紧密，公司 2020 年营业收入维持快速增长原因在于拓展包括中国重汽、徐工集团等大客户，订单增长。新客户拓展到订单放量的进度将影响公司的营业收入规模。
- 3、行业竞争加剧影响毛利率水平；** 公司所处行业目前仍处于较早期发展阶段，公司是行业的开拓者之一，未来随着行业不断成熟，竞争者涌现。市场开拓可能需要通过降低价格，而这将会影响公司产品价格，进而影响公司毛利率水平。
- 4、中轻卡智能增强驾驶终端渗透缓于预期；** 国六政策将帮助智能增强驾驶终端在中轻卡快速渗透，预计 2023 年达到 100%渗透，市场空间完全打开。在政策实施过程中渗透率提升或缓于预期，影响公司智能增强驾驶终端出货量，进而对公司营业收入规模快速提升造成不利影响。
- 5、V2X 等新技术新产品研发进度不及预期。** 公司研发投入占营业收入比重持续提升，公司依靠持续拓展产品品类打开未来成长边界，同时 V2X 为目前车联网行业主要发展方向，公司 V2X 产品研发不及预期将影响公司抢占赛道，错失先发优势。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	602.99	354.33	262.97	269.99	380.28
应收票据及应收账款	195.21	276.65	372.05	559.49	676.81
预付账款	2.18	4.75	8.94	8.21	14.93
存货	38.61	62.11	98.05	133.79	173.57
其他	23.07	225.70	234.18	237.55	238.37
流动资产合计	862.05	923.53	976.19	1,209.03	1,483.96
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	68.14	51.69	87.08	135.31	178.24
在建工程	1.87	42.10	61.26	84.75	80.85
无形资产	22.51	18.28	15.72	13.15	10.59
其他	10.84	98.80	99.57	98.58	97.59
非流动资产合计	103.37	210.87	263.63	331.79	367.27
资产总计	965.42	1,134.40	1,239.82	1,540.82	1,851.22
短期借款	5.01	55.07	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	77.87	116.06	133.34	251.54	268.43
其他	27.47	36.81	47.31	34.02	67.29
流动负债合计	110.35	207.95	180.65	285.56	335.72
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	6.51	9.42	9.00	8.31	8.91
非流动负债合计	6.51	9.42	9.00	8.31	8.91
负债合计	116.86	217.37	189.65	293.87	344.63
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
资本公积	642.39	652.55	652.55	652.55	652.55
留存收益	748.56	817.03	950.17	1,146.95	1,406.60
其他	(642.39)	(652.55)	(652.55)	(652.55)	(652.55)
股东权益合计	848.56	917.03	1,050.17	1,246.95	1,506.60
负债和股东权益总计	965.42	1,134.40	1,239.82	1,540.82	1,851.22

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	69.69	88.31	133.14	196.78	259.65
折旧摊销	5.94	10.85	8.01	10.84	13.54
财务费用	0.27	0.84	(11.38)	(7.04)	(8.59)
投资损失	(0.36)	(1.95)	(2.00)	(2.00)	(2.00)
营运资金变动	(29.48)	(314.52)	(117.44)	(120.60)	(112.89)
其它	16.14	255.82	0.00	(0.00)	0.00
经营活动现金流	62.20	39.35	10.33	77.98	149.70
资本支出	68.19	26.97	60.42	80.69	49.40
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(129.50)	(333.83)	(118.42)	(158.69)	(97.40)
投资活动现金流	(61.30)	(306.86)	(58.00)	(78.00)	(48.00)
债权融资	5.01	55.07	0.00	0.00	0.00
股权融资	585.65	51.88	41.38	37.04	38.59
其他	(66.55)	(87.72)	(85.07)	(30.00)	(30.00)
筹资活动现金流	524.11	19.22	(43.69)	7.04	8.59
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	525.01	(248.28)	(91.36)	7.02	110.29

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	313.20	456.16	686.86	986.33	1,309.02
营业成本	151.98	240.81	368.79	531.12	707.03
营业税金及附加	2.49	3.33	4.81	6.90	9.16
营业费用	24.76	29.54	37.78	54.25	72.00
管理费用	26.50	34.66	49.80	64.11	78.54
研发费用	52.70	83.41	113.33	147.95	196.35
财务费用	(2.71)	(11.71)	(11.38)	(7.04)	(8.59)
资产减值损失	(1.35)	(1.10)	(1.00)	(1.00)	(1.00)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.36	1.95	2.00	2.00	2.00
其他	(16.20)	(17.32)	(15.00)	(15.00)	(15.00)
营业利润	74.68	92.61	137.73	203.04	268.52
营业外收入	0.02	0.07	1.00	2.00	2.00
营业外支出	0.05	0.08	0.04	0.06	0.06
利润总额	74.65	92.60	138.69	204.98	270.46
所得税	4.96	4.29	5.55	8.20	10.82
净利润	69.69	88.31	133.14	196.78	259.65
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	69.69	88.31	133.14	196.78	259.65
每股收益(元)	0.70	0.88	1.33	1.97	2.60

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	26.34%	45.64%	50.57%	43.60%	32.72%
营业利润	19.20%	24.01%	48.73%	47.42%	32.25%
归属于母公司净利润	22.01%	26.72%	50.77%	47.80%	31.95%
获利能力					
毛利率	51.48%	47.21%	46.31%	46.15%	45.99%
净利率	22.25%	19.36%	19.38%	19.95%	19.84%
ROE	8.21%	9.63%	12.68%	15.78%	17.23%
ROIC	39.26%	31.06%	22.99%	27.03%	28.13%
偿债能力					
资产负债率	12.10%	19.16%	15.30%	19.07%	18.62%
净负债率	-70.47%	-32.63%	-25.04%	-21.65%	-25.24%
流动比率	7.81	4.44	5.40	4.23	4.42
速动比率	7.46	4.14	4.86	3.77	3.90
营运能力					
应收账款周转率	1.82	1.93	2.12	2.12	2.12
存货周转率	9.02	9.06	8.58	8.51	8.52
总资产周转率	0.49	0.43	0.58	0.71	0.77
每股指标(元)					
每股收益	0.70	0.88	1.33	1.97	2.60
每股经营现金流	0.62	0.39	0.10	0.78	1.50
每股净资产	8.49	9.17	10.50	12.47	15.07
估值比率					
市盈率	50.91	40.18	26.65	18.03	13.66
市净率	4.18	3.87	3.38	2.85	2.35
EV/EBITDA	22.87	21.36	25.89	16.28	11.73
EV/EBIT	24.01	22.82	27.69	17.23	12.37

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风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。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风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。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com