下载日志已记录，仅供内部参考

全球 AI 零售龙头加速崛起：电子价签高增夯实基本盘，智慧门店打开长期空间

——汉朔科技首次覆盖报告

汉朔科技（301275. SZ）
其他电子 II

证券研究报告/公司深度报告

2026 年 10 月 13 日

评级： 买入（首次）

分析师：王芳

执业证书编号：S0740521120002

Email：wangfang02@zts.com.cn

分析师：郑澄怀

执业证书编号：S0740524040004

Email：zhengch@zts.com.cn

分析师：张骥

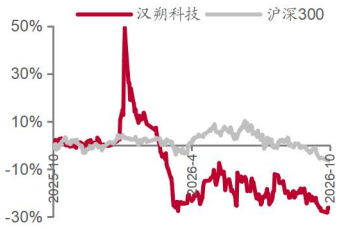
执业证书编号：S0740523060001

Email：zhangji01@zts.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	422.40
流通股本(百万股)	300.86
市价(元)	39.00
市值(百万元)	16,473.60
流通市值(百万元)	11,733.51

股价与行业-市场走势对比



相关报告

1、《海外线下零售的 AI 进展》2026-08-12

公司盈利预测及估值

指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	4,486	4,212	6,151	8,420	10,207
增长率 yoy%	19%	-6%	46%	37%	21%
归母净利润（百万元）	710	452	658	851	1,136
增长率 yoy%	5%	-36%	46%	29%	33%
每股收益（元）	1.68	1.07	1.56	2.01	2.69
每股现金流量	2.44	-0.39	11.70	4.14	4.86
净资产收益率	26%	11%	13%	15%	17%
P/E	23.2	36.5	25.0	19.4	14.5
P/B	6.1	4.0	3.4	2.9	2.4

备注：股价截止自2026 年 10 月 13 日收盘价，每股指标按照最新股本数全面摊薄

报告摘要

- **核心观点：公司正经历两个重要时期。第一，主业电子价签高增期，因北美市场渗透率快速提升和欧洲市场换新需求。第二，从电子价签厂商向智慧门店全场景解决方案提供商转型期。作为细分领域龙头公司，叠加 AI 快速落地的时代背景，汉朔科技迎来投资最佳窗口期。**

- **首次覆盖，给予“买入”评级。**我们预计，公司 26/27/28 年收入为 61.51/84.20/102.07 亿元，yoy+46%/+37%/+21%，不考虑汇率变动，预计归母净利润 6.58/8.51/11.36 亿元，yoy+46%/+29%/+33%，对应 PE 估值分别为 25.0/19.4/14.5 x，首次覆盖，给予“买入”评级。

- **全球电子价签龙头公司，海外业务为主。**汉朔科技主业为线下零售门店提供电子价签，电子价签是纸质价签的升级。随技术发展迭代以及 AI 在零售场景端落地，电子价签在未来有望将成为智慧门店基础设施。从门店运营的逻辑看，我们认为配备电子价签的逻辑是具备强门店管理+高人效要求。下游应用场景看，商超是重点赛道，但泛零售的赛道宽度远超商超。汉朔科技 21 至 25 年全球市占率稳定在 20%-30%之间，是全球龙头之一。公司的主要客户为海外（北美、欧洲、澳大利亚等）零售龙头公司，2025 年，境外市场占公司总营收比重为 91.68%

- **电子价签行业出货量保持高增，行业竞争格局进入重要观察期。**21-25 年，全球电子价签出货量从 1.67 亿片增长至 4.70 亿片，CAGR 30%。26H1，电子价签出货 2.7 亿片，同比增长 19.3%。全球前四大厂商为 Vusion、汉朔科技、SoluM、Pricer。其中，市占率最高的 Vusion 在 24、25 年充分受益北美 Walmart 门店部署电子价签的订单需求，收入高增。但 Walmart 订单在部署完毕后，Vusion 预计将面临较高基数压力。汉朔科技全球客户分布相对均衡，26 年已新签约英国排名第一零售客户 Tesco，未来贡献增量订单。行业竞争格局进入重要观察期，汉朔科技明后年出货量有望冲击全球第一。

- **汉朔 2.0 打开远期空间，建议重点关注智能购物车场景。**以电子价签为突破口，帮助门店构建数字零售门店，成为汉朔科技第二曲线的核心任务，也是目前电子价签行业发展趋势。我们认为，汉朔科技切入数字零售门店业务的核心优势是公司多年来积累的全球零售客户，以及 AI 战略和产品的持续快速落地。在产品方面，汉朔科技 2.0 软件端，提供智慧门店系统，提升 SaaS 类产品收入比重，使得公司收入结构更均衡可持续，也有助于提升公司整体毛利率。汉朔科技 2.0 硬件端是一篮子门店智慧终端，我们建议关注智能购物车。未来智能购物车的进化形态可能是个人线下购物的陪伴/导购机器人。26 年 1 月，汉朔科技与澳大利亚零售巨头 Woolworths 达成协议，预计向客户交付首期约 300 家门店 10800 套智能购物车。26 年 3 月，汉朔科技完成对西安超嗨网络科技的并表，后者是智能购物车领域重要企业，产品已在日本市场获得认可。

- **筹码结构看，因公司上市时间较短，上市前财务投资人所持股份尚未减持完毕，公司已回购 1.56%股份。**截至 26H1 期末，汉朔科技实控人侯世国先生及其一致行动人持股占比 28.8%（锁定期至 28 年 3 月 11 日）、持股 5%以上 IPO 前的财务投资人合计持股比例 24.3%，后续将按证监会《上市公司股东减持股份管理暂行办法》循序进行。其余股份已流通且经历较充分时间换手。25 年 10 月至 26 年 9 月，公司已回购总股本 1.56%股份，回购价格区间为 38.40 元/股—67.85 元/股，成交金额 3.0 亿元。

- 风险提示：关税变化的风险；汇率波动的风险；市占率测算偏差风险；研究报告中使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险。

下载日志已记录，仅供内部参考

内容目录

一、汉朔科技：以 AI 智慧门店方案，打开零售数字化增长空间 4
1.1 汉朔智慧门店方案：以“AI×数据”为核心，全方位赋能线下零售 4
1.2 汉朔 2.0 的硬件端重点：智能购物车 6
二、主业：电子价签，线下零售基础设施之一 8
2.1 电子价签，线下零售基础设施，应用场景不止商超 8
2.2 电子价签渗透率：渗透率较低但快速提升 11
2.3 汉朔科技：细分领域全球龙头之二，海外为主，格局有望迎来变化。 12
2.4 汉朔科技电子价签产销链：生产外协模式为主，销售直销为主 16
三、实控人与股权结构 18
3.1 实控人华为出身，为公司经营管理核心决策者 18
3.2 股权结构：整体股权结构趋于分散，上市前财务投资人仍存 18
四、财务：收入高增现金流充沛，汇率变动影响业绩 20
4.1 收入：电子价签占绝对收入核心，26 年收入、现金流高增 20
4.2 汇率变动对报表影响路径 21
五、盈利预测与估值 22
风险提示 25
关税变化的风险 25
汇率波动的风险 25
市占率测算偏差风险 25
研究报告中使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险 25

下载日志已记录，仅供内部参考

图表目录

图表 1：汉朔科技智慧门店解决方案全景图 5
图表 2：汉朔科技软件服务相关业务收入与毛利率情况 5
图表 3：全球智慧零售市场规模 2033 年预计 4507 亿美元 6
图表 4：西安超嗨智能购物车 7
图表 5：西安超嗨公司股权架构 7
图表 6：汉朔科技的 Nebular 系列电子价签 8
图表 7：汉朔科技的 Lumina 系列电子价签 8
图表 8：丝芙兰门店电子价签铺设前与铺设后对比 8
图表 9：汉朔科技电子价签赋能百果园门店 9
图表 10：头部商超公司比较，国内商超人均创收低于海外（单位：万元/每人每年）10
图表 11：支持 NFC 功能的电子价签 10
图表 12：全球电子价签出货量持续增长（单位：亿片） 11
图表 13：汉朔科技的全球市占率稳定在 20%-30% 12
图表 14：汉朔科技电子价签出货量持续增长 12
图表 15：汉朔科技收入以海外为主 12
图表 16：25 年汉朔科技电子价签出货量突破 1 亿片 13
图表 17：全球前四大电子价签厂商收入 14
图表 18：Walmart 门店的 Vusion 电子价签 14
图表 19：全球前四大电子价签厂商 26 年北美客户进展 15
图表 20：Vusion23-25 年收入按区域拆分 15
图表 21：Vusion26H1 新签订单金额同比下滑 16
图表 22：汉朔科技的外协模式 17
图表 23：汉朔科技的采购成本分布 17
图表 24：汉朔科技直销与经销模式的销售占比 17
图表 25：26Q2 期末汉朔科技前十大股东 19
图表 26：汉朔科技前十大股东持股比例逐步下降 19
图表 27：汉朔科技 5%以上股东 26 年 4 月 29 至 26 年 6 月 26 日减持信息 19
图表 28：汉朔科技电子价签终端产品收入占 90%以上 20
图表 29：汉朔科技的收入与归母净利润 20
图表 30：汉朔科技 26H1 经营净现金流高增 21
图表 31：汉朔科技 26H1 期末的外币货币性项目 21
图表 32：汇率变动体现在投资收益+公允价值变动+财务费用的影响（单位：万元）22
图表 33：汉朔科技收入拆分预测（单位：亿元） 23
图表 34：汉朔科技毛利率预测 23
图表 35：汉朔科技 26 年股权激励公司层面考核要求 24
图表 36：汉朔科技 26 年股权激励费用分摊（单位：万元） 24
图表 37：汉朔科技管理费用率、销售费用率、研发费用率预测 24
图表 38：汉朔科技财务费用预测 24
图表 39：汉朔科技与可比公司估值 25

下载日志已记录，仅供内部参考

一、汉朔科技：以 AI 智慧门店方案，打开零售数字化增长空间

公司深耕电子价签行业，服务的零售客户遍布全球，产品进入多个全球百强零售商在内的数万家门店。根据 25 年年报，汉朔科技全面启动“汉朔 2.0”战略，推动业务向综合解决方案转型。这一转型意味着汉朔科技从电子价签厂商向智慧门店全场景解决方案提供商转变，电子价签也将从过去的货架显示工具向 SKU 级数据入口转变。

1.1 汉朔智慧门店方案：以“AI×数据”为核心，全方位赋能线下零售

以电子价签为突破口，帮助门店构建数字零售门店，成为汉朔 2.0 的核心任务。根据公司 26 年半年报，汉朔科技推出的智能数字孪生系统是一个“可视、可预测、可控”的 AI 智能系统，以全门店 IoT 设备实时感知 + ERP 核心数据打通为基础，构建商品、供应链、门店运营、营销四大方向的专属 AI 智能体，实现“数据实时镜像、智能自主决策、全场景自动执行”的闭环运营。

智慧门店解决方案的底层来自于汉朔的智能硬件。包括：1.汉朔核心产品电子价签以及相关衍生、升级产品。2.汉朔科技智能购物车。3. 汉朔科技门店巡检机器人。4.其他。

硬件基础上，叠加门店运营相关的垂类数据。方案汇集多维度全域数据，包括门店侧数据、总部侧数据、第三方数据等，基于全域数据的汇聚与治理，数据湖可为上层应用提供统一数据服务，支撑销量预测、智能补货、客流分析、陈列优化、人员效能评估等业务场景，同时结合 3D 可视化引擎实现数据空间化呈现。

最上层是 AI 软件平台，汉朔智慧门店系统。2026 年 6 月，汉朔科技联合微软发布一站式门店实时智能执行平台 xPilot，平台包含四个大方向（商品、供应链、门店运营、营销）的 AI 智能体，各个 AI 智能体中有不同功能的 skills，服务于门店运营不同工作内容的生成。此外，xMedia 平台（专注于零售媒体网络运营）、xInsight 平台（专注于数据分析和变现）正在研发推进。

汉朔的智慧门店试点落地方面，至 26 年 8 月，公司的 xPilot 正与欧美、亚太地区多家头部零售客户开展 POC 试点验证。26 年 9 月，汉朔科技与天虹股份深圳沙河店试点的 AI 智慧门店开业。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 1：汉朔科技智慧门店解决方案全景图



来源：汉朔科技 26 年半年报，中泰证券研究所

- **收入结构更均衡可持续，智慧门店解决方案提升毛利率。**对报表端影响看，智慧门店解决方案的铺开将有助于提升汉朔科技 SaaS 类收入在总收入的比重。

图表 2：汉朔科技软件服务相关业务收入与毛利率情况

	2021	2022	2023	2024	2025	2026H1
软件、SaaS 及技术服务收入(亿元)	0.61	0.71	1.13	1.78	1.83	0.89
yoy		*16.4%*	*59.2%*	*57.5%*	*2.8%*	*4.5%*
软件、SaaS 及技术服务收入占总收入比重	3.8%	2.5%	3.0%	4.0%	4.3%	3.1%
软件、SaaS 及技术服务毛利率	60.51%	49.75%	65.66%	54.93%	54.94%	52.79%
公司综合毛利率	22.19%	19.46%	32.59%	34.80%	31.02%	33.07%

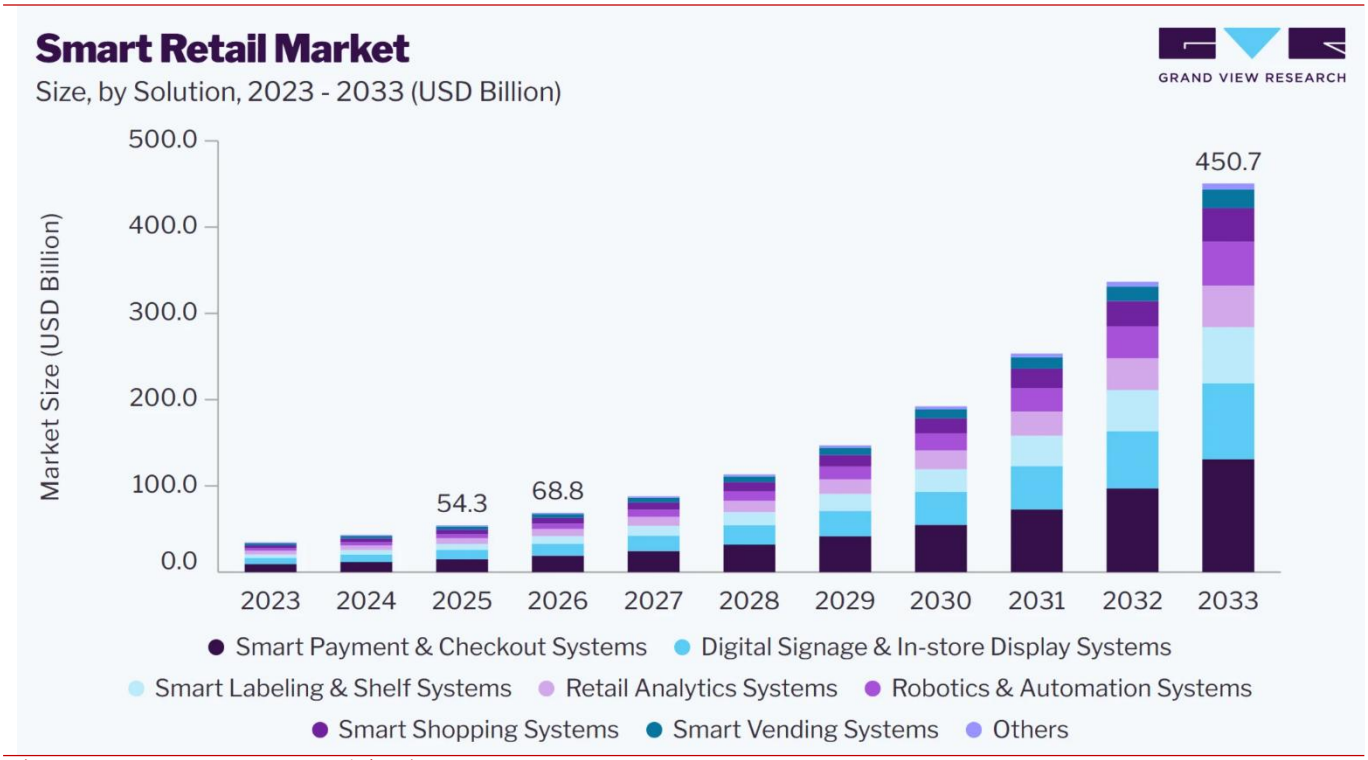
来源：汉朔科技年报，中泰证券研究所

- **在智慧门店领域，AI 将充分赋能线下零售。**我们在《海外线下零售的 AI 进展》报告里明确梳理了海外相关公司以及技术路线。整体看，智能购物车、门店巡检机器人、SaaS 平台、门店摄像头机器视觉、APP 端的 AI 购物助手等领域，在海外已出现较成熟的垂类公司。
我们判断，此次 AI 科技浪潮离不开线下终端场景，零售实体门店是较好的逻辑场景。线下零售的 AI 应用，未来有望不止于“节流”。对于零售商和技术方案提供商而言，未来主要增收途径已经逐步清晰：第一，广告媒体业务收入。第二，数据变现。

- **AI 零售市场规模远超电子价签，汉朔 2.0 有望进一步打开公司发展空间。**根据第三方机构 GRAND VIEW RESEARCH 报告，汉朔科技主业所在的电子价签市场，25 年市场规模 21 亿美元，至 33 年预计市场规模 73 亿美元，26 至 33 年的 CAGR 17.4%。另一方面，包含电子价签等智能终端的智慧零售市场，25 年市场规模 543 亿美元，至 33 年预计市场规模 4507 亿美元，26 至 33 年的 CAGR 30.8%。因此，汉朔 2.0 所在的智慧零售市场将是一个较电子价签赛道大数倍，且增速更快的市场。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 3：全球智慧零售市场规模 2033 年预计 4507 亿美元



来源：GRAND VIEW RESEARCH，中泰证券研究所

- **汉朔科技全球客户资源优势，更容易助力其智慧门店解决方案在全球落地。**我们认为，汉朔科技相较于其他竞争对手，较为重要的竞争优势是其在电子价签领域多年积累的全球客户资源，根据汉朔科技 26 年半年报，公司已服务全球超 500 家客户，坚持聚焦优质大客户战略，已与 Auchan、Ahold、Aldi、Woolworths、Leroy Merlin、Metcash、华润万家等零售巨头建立深度战略合作关系。这些零售巨头客户所带来的数字化门店需求，将在未来更容易变成汉朔科技智慧门店解决方案的订单。

1.2 汉朔 2.0 的硬件端重点：智能购物车

我们强调，在汉朔科技的硬件端：智能购物车是非常有看点的增量市场。未来智能购物车的进化形态可能是个人线下购物的陪伴/导购机器人。目前来看，已经有雏形产品在朝该方向演进。

我们在《海外线下零售的 AI 进展》报告里所表述，与传统购物车相比，智能购物车的门店购物场景主要有以下不同：1.生鲜产品可以在购物车内称重，无需单独称重结算。2.扫码与结算在购物车上完成，省去传统的离店结算步骤。3.车载显示屏可以实时显示智能购物车内的产品与价格信息。

26 年 3 月 31 日，汉朔科技完成对西安超嗨网络科技的并购，持股 57%，进一步丰富智能购物车供应链版图。西安超嗨是智能购物车研发供应商，智能购物车的合作领域主要是日本头部商超，包括日本 TRIAL 超市、日本 YOKUBENIMARU 超市等。

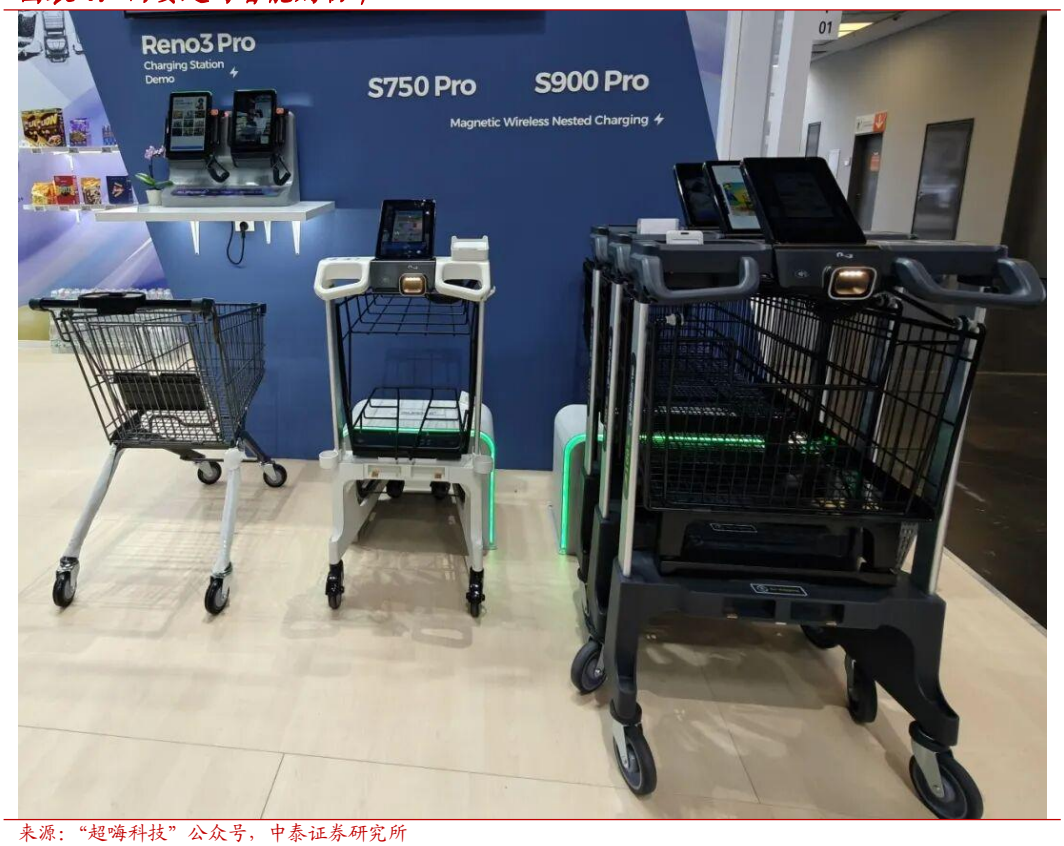
汉朔 2.0 智能购物车首批订单已落地。26 年 1 月，汉朔科技公告，与澳大利亚零售巨头 Woolworths 达成协议，预计向客户交付首期约 300 家门店 10800 套智能购物车。

国内方面，2026 年 9 月 4 日，sp@ce 天虹 3.0 深圳沙河店于焕新开业，是全国首家零售场景数字孪生门店。门店智能购物车为汉朔科技提供，搭载天

下载日志已记录，仅供内部参考

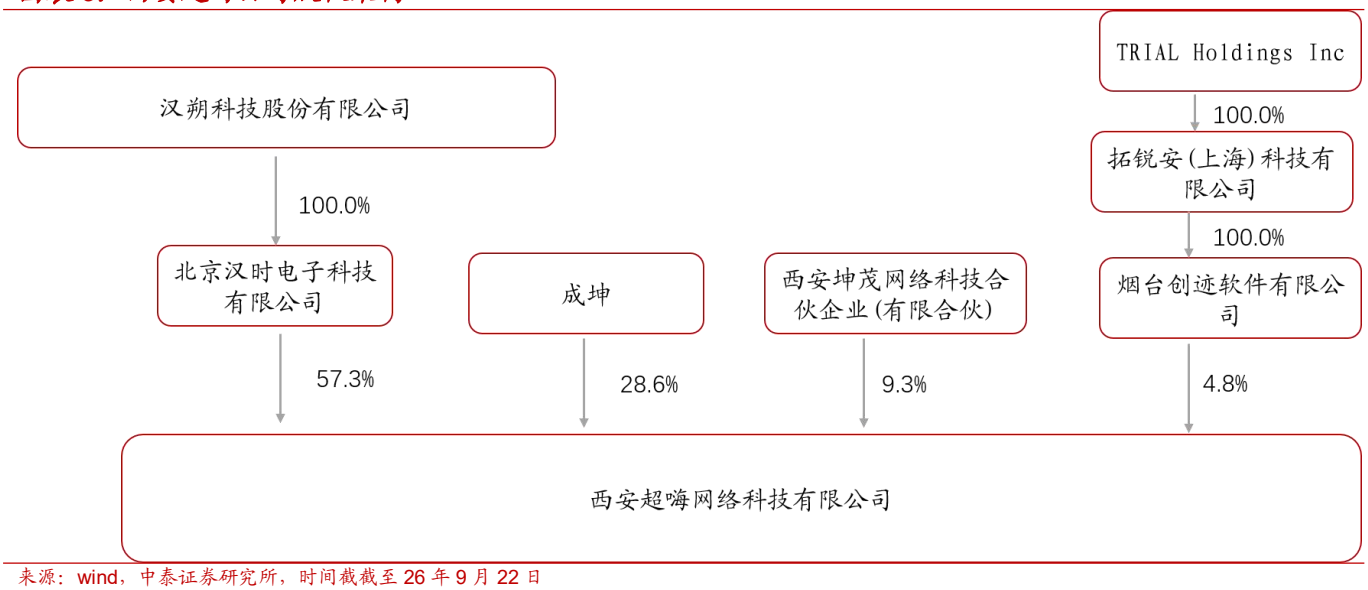
虹生态系统。顾客使用搭载 AI 导购的智能购物车，可基于会员画像获得个性化商品与营销推荐，一站式完成选购、积分、服务对接。

图表 4：西安超嗨智能购物车



来源：“超嗨科技”公众号，中泰证券研究所

图表 5：西安超嗨公司股权架构



来源：wind，中泰证券研究所，时间截截至 26 年 9 月 22 日

下载日志已记录，仅供内部参考

二、主业：电子价签，线下零售基础设施之一

2.1 电子价签，线下零售基础设施，应用场景不止商超

- **电子价签是传统纸质价签的升级。**传统线下零售门店 SKU 对应价格标注一般以纸质材料为主，当前电子价签正在迅速普及。**电子价签相较于纸质价签的优势主要体现在几个方面：第一，外观精美，不易损，提升购物体验。**目前电子价签已突破传统单个 SKU 显示的功能，从单 SKU 到货架电子屏，都是电子价签的落地场景，丰富购物体验和货架视觉效果。**第二，批量更改价格，便捷高效。**电子价签结合数字化系统，方便进行价格管理。中国中免 26 年半年报披露，公司在上海、首都机场免税店上线电子价签，商品变价效率由人均 2 小时压缩至 5 秒，实现价格、促销信息秒级同步。**第三，帮助一线员工从琐碎工作中释放，聚焦更核心工作。**Walmart 官网披露，电子价签帮助门店员工通过免除手动调整价格的繁琐工作，使其有更多时间用在服务客户。

图表 6：汉朔科技的 Nebular 系列电子价签



来源：汉朔科技官网，中泰证券研究所

图表 7：汉朔科技的 Lumina 系列电子价签



来源：汉朔科技官网，中泰证券研究所

图表 8：丝芙兰门店电子价签铺设前与铺设后对比



来源：“中国百货商业协会 CCAGM”公众号，中泰证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 9：汉朔科技电子价签赋能百果园门店



来源：汉朔科技官网，中泰证券研究所

- **从下游门店运营的逻辑看，我们认为配备电子价签的逻辑是具备强门店管理+高人效要求。**强门店管理意味着门店对人、货、场的要求较高，高人效要求意味着员工的精力聚焦在客户服务以及创收方面。**强门店管理+高人效要求的门店天然适配电子价签。**由此逻辑推演看，头部连锁门店，以及现在及未来新设门店或新迭代的门店场景（该类门店相对要求较高），电子价签将可能成为标配。
  目前产业情况看，海外因人工成本相对较高、人均创收较高（图 10 对比了海内外商超公司的人均创收，可以发现显著差异），**因此目前看电子价签的主要市场在海外。**

- **电子价签在未来将成为智慧门店基础设施。**目前较先进的电子价签硬件，已经由支持变价的显示模组升级为智能货架终端。例如，Vusion 的 EdgeSense 技术，将电子价签后的货架条升级为硬件，并可附加摄像头并进行门店信息采集、电子价签也可提供地理定位。例如，汉朔科技在 26 年 9 月开业的天虹超市深圳沙河店，落地支持 NFC 功能的电子价签。消费者用手机"碰一碰"电子价签，可从手机端获取商品的基本信息、溯源、挑选技巧、养护知识或优惠页面。此外，汉朔科技最新的 Nebular Ultra 电子价签产品具备厘米级货架定位功能，支持商品查找和店内导航等功能。

  我们认为，当前阶段，电子价签硬件提供商已逐步利用技术升级，以货架为智能载体，逐步发展为智慧门店的解决方案提供商。这一转变预计也将在汉朔科技的长期发展中得到验证。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 10：头部商超公司比较，国内商超人均创收低于海外（单位：万元/每人每年）



来源：公司官网，公司年报，中泰证券研究所。创收口径:公司营收/公司总人数，统一折算为人民币。收入折算汇率：美元兑人民币：6.7，欧元兑人民币：7.6，英镑兑人民币：8.9。海外商超公司采用 25 年财年，与 25 年日历年时间有出入。

图表 11：支持 NFC 功能的电子价签



来源：“天虹超市”公众号，中泰证券研究所

- **下游应用场景看，商超是重点赛道，但泛零售的赛道宽度远超商超。**我们认为因为商超门店 SKU 数量较多，在电子价签的下游应用中，是重点落地场景。如根据全球龙头公司 Vusion 的 22 年报披露，Vusion 与 Walmart 合作，首批 500 家门店共计部署 6000 万片数字价签，照此计算，如 Walmart 这类超大型商超零售门店，单店的电子价签价签需求量就达到 12 万片/店。如考虑较小规模门店，鸣鸣很忙的门店以 140-190 平总面积可以陈列不少于 1800 个 SKU。因此，商超零售门店具备品类多、货架铺设密集的特点，是电子价签下游应用的重点场景。

下载日志已记录，仅供内部参考

但除商超之外，我们认为只要有货架+价格展示需求的线下零售门店，都是电子价签的应用场景。如 3C 门店（电子产品货架+价格）、药店（药品货架+价格）、家居店（家居货架+价格）等等。根据汉朔科技官方公众号，与汉朔近几年新增的合作案例中，如鞋类零售商(匈牙利 Office Shoes)、图书馆(上海图书馆东馆)、DIY 家装零售（荷兰 Intergamma、法国 Leroy Merlin）等非商超零售类企业都实现与汉朔科技的合作。根据 Vusion 25、26H1 财报信息，非商超类客户包括德国药妆连锁 DM、土耳其美妆连锁 Gratis 等。

2.2 电子价签渗透率：渗透率较低但快速提升

- **目前预计，26 年电子价签全球渗透率在 20%左右，每年出货量持续增长。关于电子价签渗透率的问题，有几条线索交叉印证：**

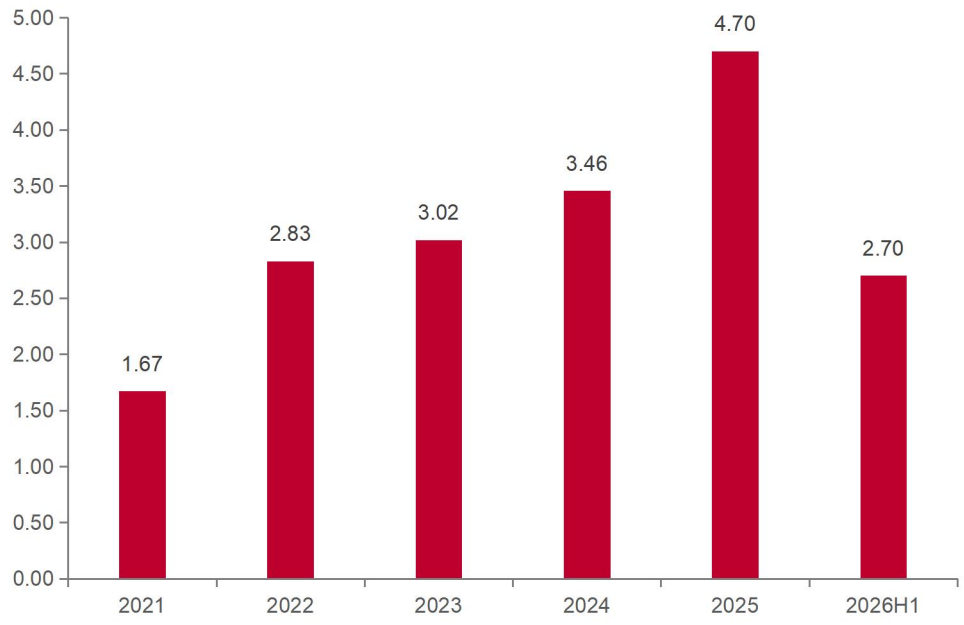
线索一，截至 25 年末全球渗透率 18%。根据 22 年 Vusion 发布的《VUSION'27: A VUSION for the Future》报告，预计全球有 100 亿个电子价签点位，而至 22 年已部署 7 亿个点位。根据汉朔科技的年报，25 年全球电子价签出货 4.7 亿片，同比增 36%，汉朔科技曾披露 23 年全球电子价签出货约 3 亿片，则 25 年末，全球已部署约 18 亿片，渗透率 18%。此结论尚未考虑 22 年之后新增门店需求以及旧电子价签的替换需求。

线索二，截至 23 年底渗透率 15%左右。根据汉朔科技公司招股书，至 23 年底全球市场渗透率达到 15%左右。全球范围内，欧洲在 1993 年首次推出电子价签，沃尔玛于 2011 年率先在中国开始货架标签电子化的尝试。发展相对成熟的法国渗透率已经达到 30%以上，国内电子价签渗透率仍然较低。

- **电子价签每年的出货量持续增长，21-25 年全球出货量 CAGR 30%。**

根据汉朔科技披露的信息，21 年全球电子价签出货量为 1.67 亿片，25 年增长至 4.70 亿片，CAGR 30%。根据汉朔科技 26 年半年报，2026 年上半年电子价签出货 2.7 亿片，同比增长 19.3%，2026 年全年出货量预计超过 5 亿片。

图表 12：全球电子价签出货量持续增长（单位：亿片）



来源：汉朔科技公告，中泰证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

2.3 汉朔科技：细分领域全球龙头之二，海外为主，格局有望迎来变化。

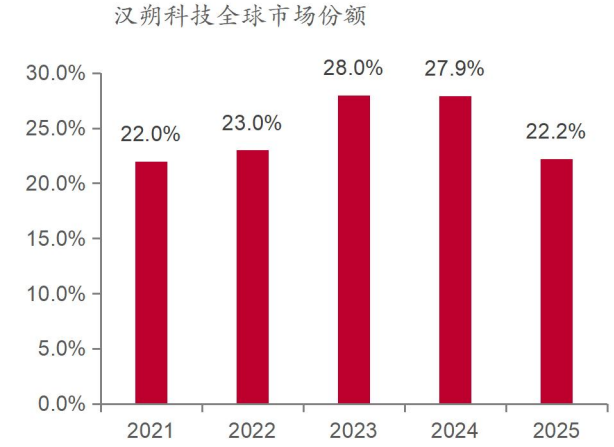
■ **按出货量统计，汉朔科技是全球龙头之二，以外销为主。**

按出货量（销售口径）统计，21 年—25 年，公司的全球市占率稳定在 20%-30%之间。根据汉朔科技 25 年年报，按营收规模看，公司 2024 、2025 年度均位列全球同行业上市公司第二。

从发展节奏看，汉朔科技 2013 年发布第一代商用电子价签产品，2018 年公司电子价签出货量突破 1000 万片，2025 年公司电子价签出货量突破 1 亿片。

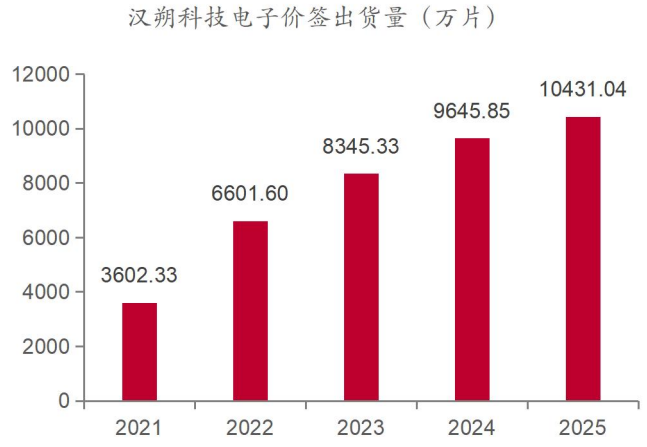
从收入构成看，公司绝大多数收入来自海外，25 年，境外市场（中国大陆以外的市场）占公司总营收比重为 91.68%。

图表 13：汉朔科技的全球市占率稳定在 20%-30%



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 14：汉朔科技电子价签出货量持续增长



来源：公司公告，中泰证券研究所

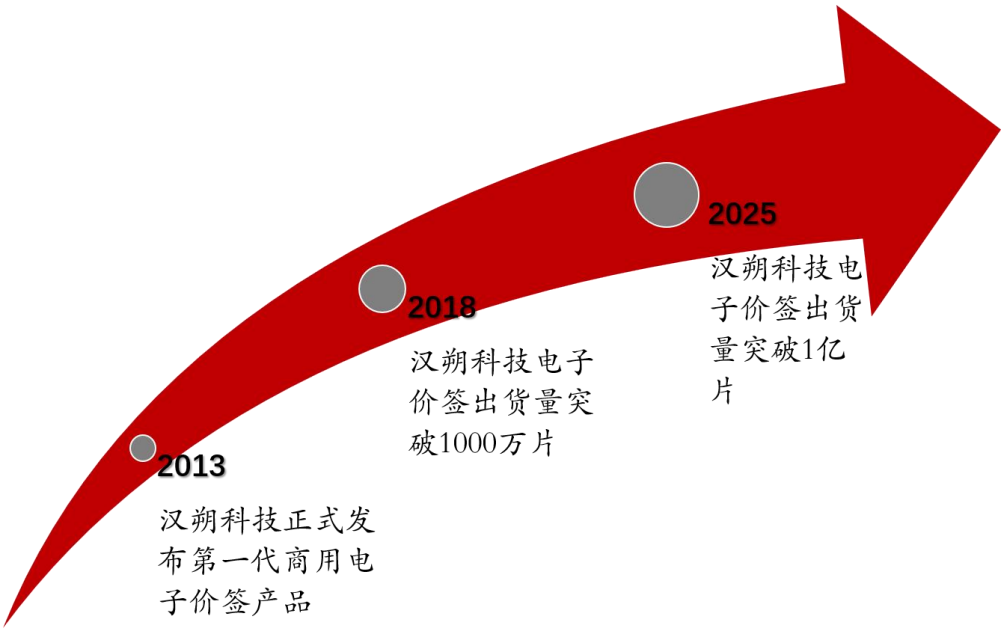
图表 15：汉朔科技收入以海外为主

	2021	2022	2023	2024	2025
境外地区销售收入占比	76.04%	93.05%	95.72%	94.10%	91.68%

来源：汉朔科技公告，中泰证券研究所，“境外”指除中国大陆以外的地区

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 16：25 年汉朔科技电子价签出货量突破 1 亿片



来源：汉朔科技官网、汉朔科技年报，中泰证券研究所

■ **全球格局看，Vusion 全球第一，汉朔科技紧随其后，竞争格局即将进入重要观察期**

从竞争格局看，全球市场正向龙头公司集中，汉朔科技市占率提升。根据汉朔科技招股书，2023 年全球前四厂商分别为 **Vusion/汉朔科技/SoluM/Pricer**，按出货量统计，市场份额分别为 31%/28%/22%/10%，全球 CR4 达到 91%。

23 年之后，公开资料无相关信息披露全球市占率的演变。但若从收入角度看，23 年之后，龙一 Vusion 持续保持收入两位数高增，收入增速甩开其他竞争对手。我们认为主要因北美核心客户 Walmart 的订单持续放量。

Vusion 这两年的高增一定程度上源自 Walmart 的电子价签部署需求集中释放。根据产业链信息，“深圳商用显示屏技术展”公众号在 26 年 1 月转述元太科技业务中心副总经理的表述，Walmart 于 24 年开始部署电子价签，总量为 4.5 亿片，26 年还剩最后 1 亿片的部署需求。

根据 26H1 最新各家财报数据，若简单假设电子价签的片单价不变，使用收入口径进行 26H1/23 折算，我们发现，Vusion/汉朔科技/SoluM/Pricer 分别为 104%/77%/47%/36%。整体看，Vusion 全球第一，汉朔科技紧随其后。尽管全球 CR4 占据核心份额，但 CR4 中，市场份额仍然向头部两家集中。

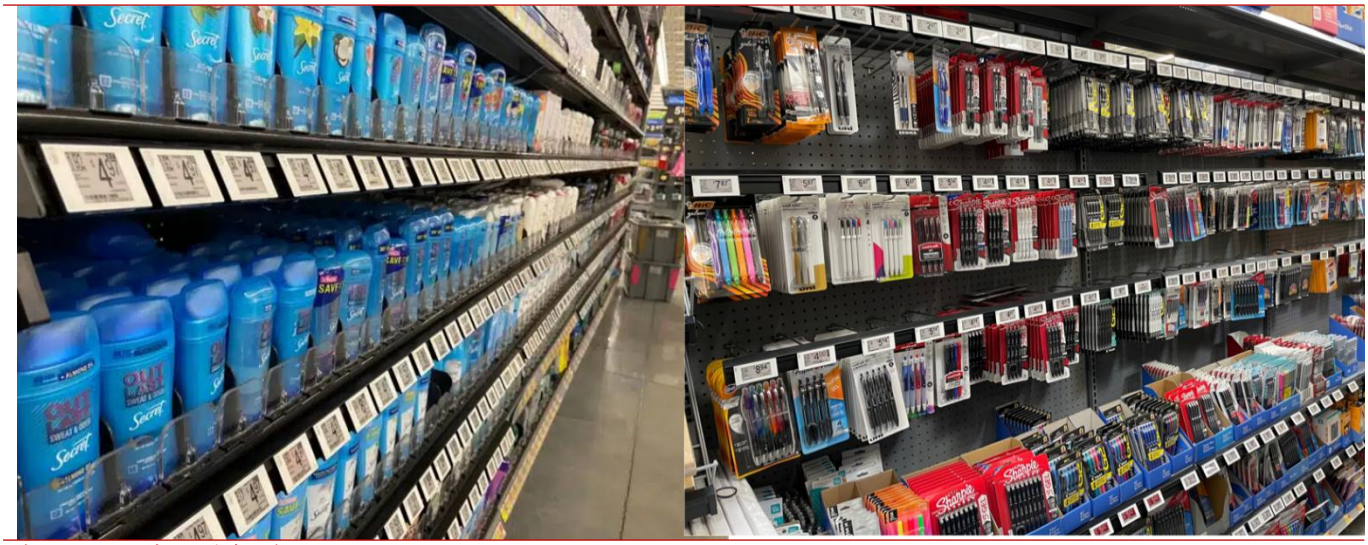
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 17：全球前四大电子价签厂商收入

	2023	2024	2025	2026H1	2026H1/2023
Vusion（亿欧元）	8.06	10.11	15.27	8.39	**104%**
yoy		*25%*	*51%*	*29%*	
汉朔科技（亿人民币）	37.75	44.86	42.12	29.07	**77%**
yoy		*19%*	*-6%*	*47%*	
SoluM-ICT 事业部（亿韩元）	8238.02	4457.68	5750.94	3858.96	**47%**
yoy		*-46%*	*29%*	*50%*	
PRICER（亿瑞典克朗）	26.81	25.58	21.48	9.74	**36%**
yoy		*-5%*	*-16%*	*0%*	

来源：公司年报、半年报，中泰证券研究所

图表 18：Walmart 门店的 Vusion 电子价签



来源：Vusion 官网，中泰证券研究所

- **从行业整体角度看，26H1，**Vusion、汉朔科技、SoluM、Pricer 全部实现收入增速不降（持平或正增），我们认为有以下几个因素：**1.**北美客户快速上量，头部零售公司 Walmart 的部署在行业内起到较好的示范作用，有助于快速提升北美渗透率。**2.欧洲客户存量换新需求以及新一代电子价签更新需求，**如 26 年 2 月，Vusion 与 Carrefour 签署战略合作伙伴关系，在 Carrefour 门店部署 Vusion 的最新电子标签、智能轨道和 AI 驱动摄像头。**3.** 产业认知迭代，AI 相关技术的应用在零售门店落地，电子价签企业的硬件终端是线下门店的基础设施。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 19：全球前四大电子价签厂商 26 年北美客户进展

公司	26 年北美客户进展
Vusion	26 年 3 月，Vusion 官宣在北美与 Walmart 扩大合作，预计在墨西哥全面部署公司的 EdgeSense 技术，标志着该平台在拉丁美洲的首次大规模推广。首批部署门店为墨西哥的 Walmart Express 门店，预计超 170 万个电子价签和超 18 万个 EdgeSense 智能导轨
汉朔科技	2026 年，公司将在北美 Top 100 客户中新增 2 至 3 家签约客户，北美市场增长势头强劲，将成为未来销售额大幅提升的重要保障。
Solum	26 年北美新增客户 Staples、Amazon Whole Foods 拉动收入增长
Pricer	26 年 2 月，IBM 宣布中标美国国防均需超市(Defense Commissary Agency's store)电子价签升级与部署项目，由 PRICER 提供电子价签。整个项目合同期限 5 年，金额 1.12 亿美元。 26 年 4 月，PRICER 与加拿大领先的连锁超市 Sobeys 签署协议，自 26 年 5 月开始在 300 至 350 家门店部署电子价签和云平台 Pricer Plaza，部署周期 18 个月，硬件和基础设施订单总价值约 0.51 亿美元

来源：公司官网、公司公告，中泰证券研究所

- **竞争格局即将进入重要观察期，Vusion 份额是否持续扩张存疑，汉朔科技全球份额有望显著提升。**

过去两年，全球龙头公司 Vusion 的高速成长一定程度上来自于北美 Walmart 的订单拉动。**根据 Vusion 公司披露的收入区域拆分，北美客户在持续拉高收入的同时，非北美客户持续收缩。**24、25 年，EMEA 地区（除法国外）的收入连续两年下滑，25 年法国地区收入下滑，但美洲、亚洲地区收入持续两年翻倍增长。根据 26H1 公司口径，Vusion 进入 26 年整体收入增速已放缓，26H1，EMEA 地区收入 yoy+6%，美洲亚洲地区收入 yoy+39%。

考虑到 Walmart 的订单即将部署完毕，我们认为，27 年后没有重大订单贡献情况下，高基数下 Vusion 的增速和全球市场份额将面临挑战。从新签订单（Order Entries）的角度看，Vusion 的新签订单增速在 23、24 年保持高速增长，25 年新签订单增速回落至 5%，26H1 新签订单增速同比降 22%。

- 反观汉朔科技，全球布局相对均衡。2025 年以来，公司新增 9 家全球零售 Top 100 客户，逐渐进入交付阶段。2026 年预计在北美 Top 100 客户中新增 2 至 3 家签约客户，欧洲方面，公司 26 年已新签约英国排名第一零售客户 Tesco，未来贡献增量订单，预计仍将保持较高收入增速。综合看，头部两家公司的竞争格局在 27 年将进入重要观察期。

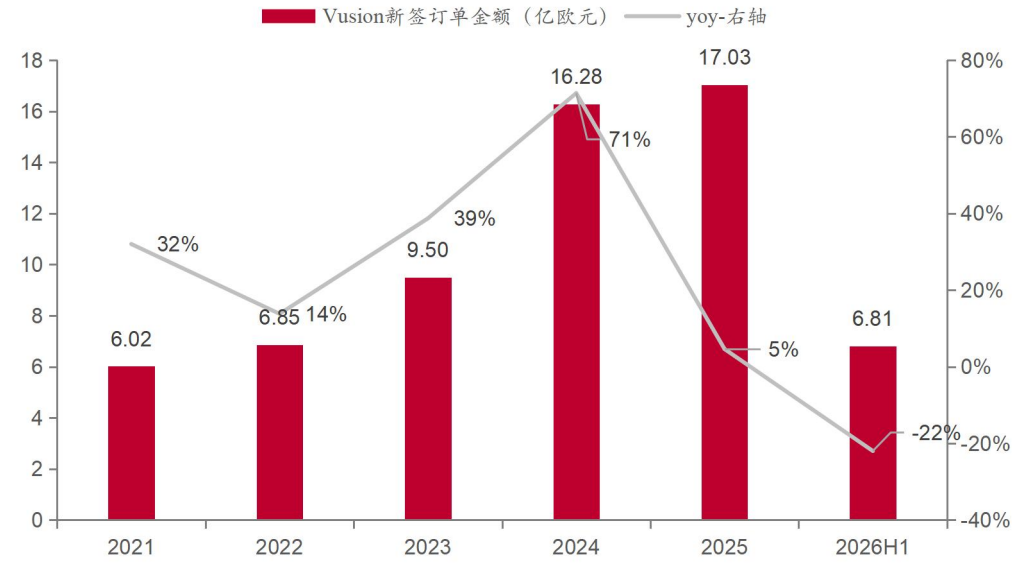
图表 20：Vusion23-25 年收入按区域拆分

	2023	2024	2025
法国（单位：亿欧元）	0.71	1.07	0.76
yoy		*51%*	*-29%*
EMEA(除法国，单位：亿欧元)	5.72	3.86	3.39
yoy		*-33%*	*-12%*
美洲、亚洲（单位：亿欧元）	1.60	4.62	10.57
yoy		*189%*	*129%*

来源：Vusion 年报，中泰证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 21：Vusion26H1 新签订单金额同比下滑



来源：Vusion 官网，中泰证券研究所

2.4 汉朔科技电子价签产销链：生产外协模式为主，销售直销为主

■ **生产端：外协模式为主，自研通信协议。**

从供应链角度看，公司电子价签主要以外协加工为主。根据公司招股书，21/22/23/24H1，公司电子价签按片数计算，外协加工占比分别为85.6%/99.2%/99.8%/99.9%。

外协加工模式下，公司电子价签终端的各零部件由外协加工厂进行组装，包括贴片、产品组装、功能测试和包装出货等生产环节，出货后公司向外协加工厂采购代工产成品。

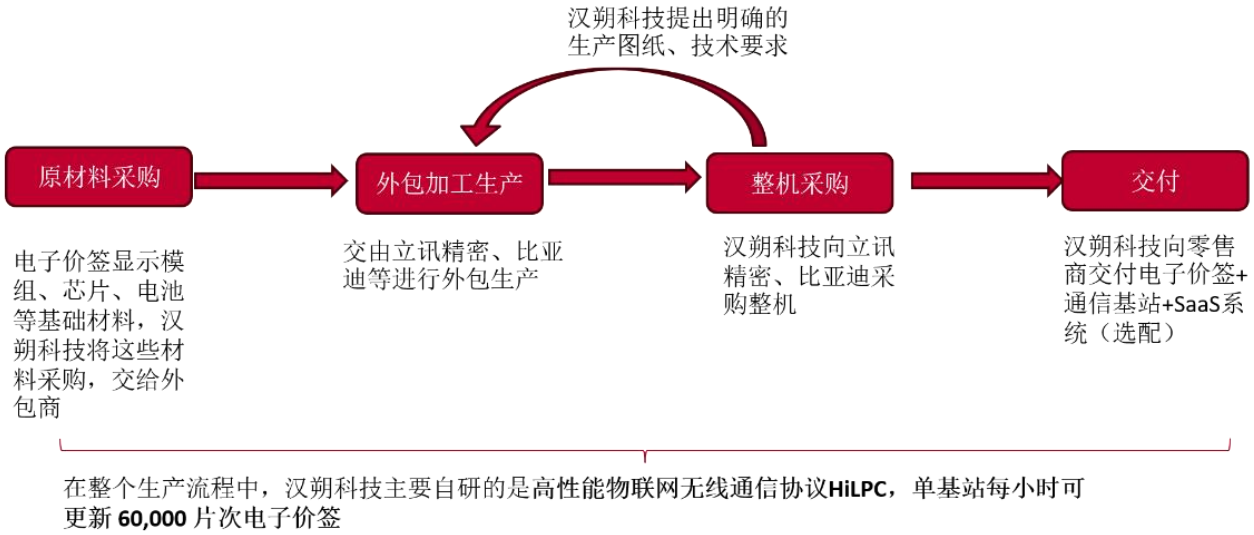
对于电子价签的原材料，主要由公司自行采购并提供至外协加工厂；对于部分电子料与结构件等价值较低的辅材，公司委托外协加工厂向通过公司验证进入白名单的供应商采购并进行加工。

从生产端的价值量分布看，汉朔科技的采购成本主要来自于显示模组+外协加工费。根据公司招股书，21/22/23/24H1，显示模组+外协加工费占整个采购成本的 76.6%/70.9%/72.6%/69.6%。

从交付角度，公司交付电子价签智能终端、通信基站以及相应的 SaaS 系统。**根据公司 26 年半年报，公司自主研发的 HiLPC 无线通信协议，支持构建可动态伸缩、实时调度的多基站同步网络，单基站每小时可更新 60,000 片次电子价签，在并发量上达到行业先进水平。此外，创新性地融合蓝牙 5.4 技术，构建双模通信能力，既保留了私有协议的性能，同时兼具标准协议的开放特性。**

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 22：汉朔科技的外协模式



来源：汉朔科技招股书，中泰证券研究所

图表 23：汉朔科技的采购成本分布

项目	2021 年度		2022 年度		2023 年度		2024 年 1-6 月	
	金额(亿元)	占比	金额(亿元)	占比	金额(亿元)	占比	金额(亿元)	占比
显示模组	7.10	54.44%	14.94	56.81%	12.78	53.73%	5.00	47.43%
整机外协加工费	2.89	22.14%	3.70	14.05%	4.50	18.91%	2.34	22.20%
电池	0.35	2.66%	1.60	6.09%	2.38	10.01%	1.09	10.38%
芯片	1.08	8.30%	1.69	6.41%	1.91	8.03%	1.05	9.95%
电子料	0.51	3.88%	1.05	3.99%	0.66	2.76%	0.28	2.64%
结构料	0.33	2.55%	0.66	2.52%	0.20	0.85%	0.10	0.92%
其他	0.79	6.03%	2.66	10.12%	1.36	5.70%	0.68	6.49%
合计	13.05	100.00%	26.30	100.00%	23.79	100.00%	10.54	100.00%

来源：汉朔科技招股书，中泰证券研究所

- **销售端：直销+经销，直销为主。**

汉朔科技从销售端看，采用直销为主、经销为辅的销售模式，并通过设立全球销售体系来负责产品销售。根据招股书，直销模式下，重点客户如 Aldi、Netto、Auchan、Ahold 和 Woolworths 等大型零售商，公司设立大客户销售小组，实时相应需求。经销模式下，汉朔科技与经销商一般会签订框架协议并采取卖断式的合作模式，公司在框架协议下根据经销商下达的订单安排生产，对境外经销商，公司会部分采取返利政策。

图表 24：汉朔科技直销与经销模式的销售占比

	2021	2022	2023	2024	2025
直销模式	64.56%	76.28%	76.13%	68.47%	72.41%
经销模式	35.44%	23.72%	23.87%	31.53%	27.59%

来源：汉朔科技招股书、汉朔科技年报，中泰证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

三、实控人与股权结构

3.1 实控人华为出身，为公司经营管理核心决策者

公司实际控人为侯世国先生，2000 年至 2007 年曾任华为技术有限公司开发代表。2012 年，侯世国先生结合自身在芯片领域多年积累的经验成立汉朔科技。根据公司 25 年年报，侯世国先生自 2020 年 12 月开始，任公司董事长兼总经理，为公司核心决策者。

3.2 股权结构：整体股权结构趋于分散，上市前财务投资人仍存

- **26Q2 期末，前十大股东中，公司实际控制人+一致行动人持股 27.1%。**公司一致行动人侯世国先生及其一致行动人北京汉朔科技有限公司、嘉兴市汉朔领世企业管理合伙企业（有限合伙），26Q2 期末共计持股 27.1%。实际控制人+一致行动人的股份锁定期为三年，解禁日期为 28 年 3 月 11 日。

  此外，26Q2 期末前十大股东中，其他股东全部为上市前的重要财务投资人，且解禁日期为 **26 年 3 月 11 日。**

  根据公司 26 年半年报，公司前十大股东持股比例逐步下降，至 26Q2 期末，前十大股东持股比例为 56.1%。

- **5%以上股东已经历一轮减持。**26 年 4 月，公司公告 5%以上股东（上市前的重要财务投资人）减持计划，公告后 15 个交易日后的 60 天内，杭州创乾、君联慧诚+君联成业（一致行动关系）、硅谷合创+硅谷领新+硅谷安创+硅谷新弈（一致行动关系），分别进行一轮减持，减持均价在 44.16-45.47 元/股。

- **25 年 10 月 14 日至 26 年 9 月 24 日，公司已回购总股本 1.56%股份。**根据汉朔科技 26 年 9 月公告，公司已回购 660.24 万股，回购价格区间为 38.40 元/股—67.85 元/股，成交金额 3.0 亿元，回购股份股份占总股本 1.56%，回购股份将用于员工持股计划或股权激励。

- **筹码结构总结：**

  公司 IPO 上市之初：实控人侯世国先生及其一致行动人持股占比 28.8%、IPO 公开募资股份 8.0%、IPO 战略配售股份 2.0%（汉朔科技员工资管计划、蓝思科技、惠科股份、元太科技等产业链投资人）、其余 61.2%主要为 IPO 前财务投资人。IPO 前的财务投资人中，占总股份 5%以上的股东为杭州创乾、君联慧诚+君联成业（一致行动关系）、硅谷合创+硅谷领新+硅谷安创+硅谷新弈（一致行动关系），合计持股 29.3%。

  至 26 年 H1 期末：实控人侯世国先生及其一致行动人持股占比 28.8%（锁定期至 28 年 3 月 11 日）、持股 5%以上 IPO 前的财务投资人合计持股比例降至 24.3%，后续将按证监会《上市公司股东减持股份管理暂行办法》循序进行。其余股份已流通且经历较充分时间换手。

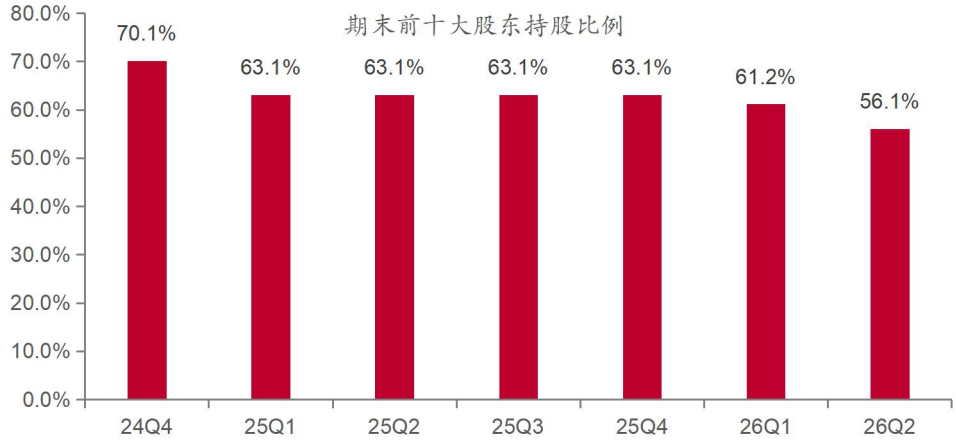
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 25：26Q2 期末汉朔科技前十大股东

股东名称	占总股本比例(%)	期末参考市值(亿元)
北京汉朔科技有限公司	19.65	37.28
杭州创乾投资合伙企业(有限合伙)	9.26	17.56
北京君联成业股权投资合伙企业(有限合伙)	5.00	9.48
北京君联慧诚股权投资合伙企业(有限合伙)	5.00	9.48
侯世国	3.84	7.28
嘉兴市汉朔领世企业管理合伙企业(有限合伙)	3.58	6.79
启鹭(厦门)股权投资合伙企业(有限合伙)	2.88	5.47
杭州天堂硅谷合创股权投资合伙企业(有限合伙)	2.50	4.74
诸暨闻名泉润创业投资合伙企业(有限合伙)	2.37	4.49
深圳长润专项一期投资企业(有限合伙)	1.98	3.75
合　　计	56.06	106.32

来源：wind，中泰证券研究所，杭州创乾投资合伙企业(有限合伙)即研报中“杭州创乾”，北京君联成业股权投资合伙企业(有限合伙)即研报中“君联成业”，北京君联慧诚股权投资合伙企业(有限合伙)即研报中“君联慧诚”，杭州天堂硅谷合创股权投资合伙企业(有限合伙)即研报中“硅谷合创”。

图表 26：汉朔科技前十大股东持股比例逐步下降



来源：wind，中泰证券研究所

图表 27：汉朔科技 5%以上股东 26 年 4 月 29 至 26 年 6 月 26 日减持信息

股东	减持前持股比例	减持均价（元/股）	减持后持股比例
杭州创乾	10.96%	44.63（竞价交易） 44.16（大宗）	9.33%
君联慧诚+君联成业（一致行动）	11.69%	44.72（竞价交易） 45.47（大宗）	10.00%
硅谷合创+硅谷领新+硅谷安创+硅谷新弈（一致行动）	6.68%	44.20（竞价交易）	5.00%

来源：汉朔科技公告，中泰证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

四、财务：收入高增现金流充沛，汇率变动影响业绩

4.1 收入：电子价签占绝对收入核心，26 年收入、现金流高增

■ **从公司收入构成看，电子价签依然占据收入绝对核心。**22 年以来公司收入中 90%以上都是电子价签终端。从零售端交付结果看，公司给电子价签客户的交付产品包括：电子价签终端、通信基站、SaaS 系统，分别对应公司三类不同收入。除此之外，汉朔第二曲线收入主要体现在配件收入以及软件服务相关收入。

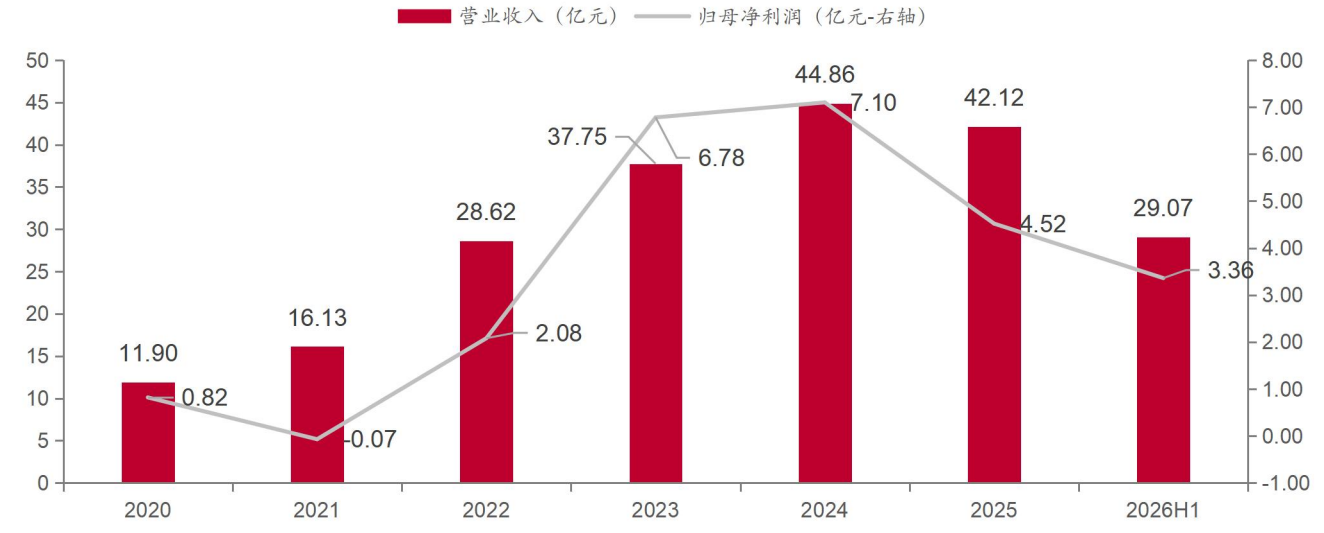
图表 28：汉朔科技电子价签终端产品收入占 90%以上

产品类别	2022		2023		2024		2025		2026H1	
	金额（亿元）	比例	金额（亿元）	比例	金额（亿元）	比例	金额（亿元）	比例	金额（亿元）	比例
电子价签终端	26.64	93.1%	35.18	93.2%	41.13	91.7%	38.43	91.2%	26.84	92.3%
配件及其他产品	1.27	4.4%	1.44	3.8%	1.96	4.4%	1.86	4.4%	1.34	4.6%
软件、SaaS 及技术服务	0.71	2.5%	1.13	3.0%	1.78	4.0%	1.83	4.3%	0.89	3.1%
合计	28.62		37.75		44.87		42.12		29.07	

来源：公司公告，中泰证券研究所

■ **从公司收入节奏看，公司营收 20 年—25 年 CAGR 28.8%。**但 25 年收入略降，主要因 25Q2/25Q3，受中美关税因素扰动，收入端分别 yoy-13%/-20%。26H1，公司收入 29.07 亿元，yoy+47.2%，恢复高增。

图表 29：汉朔科技的收入与归母净利润

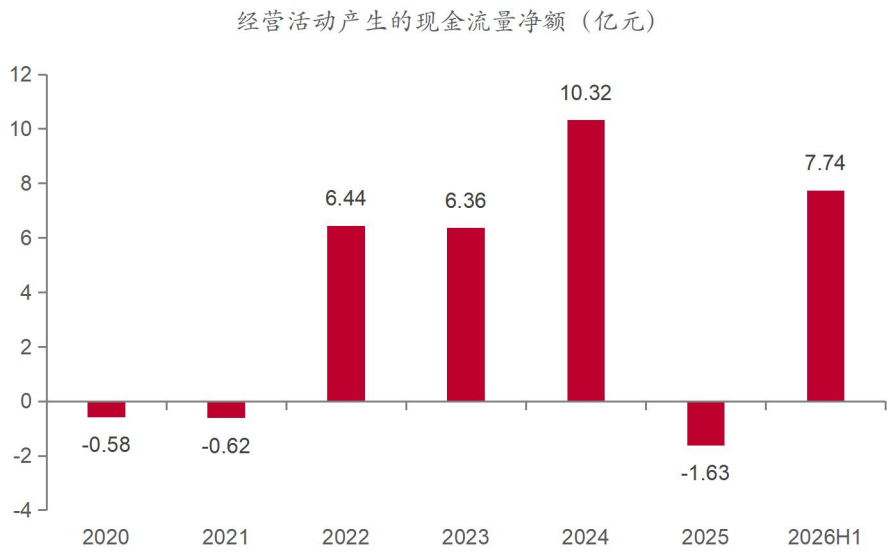


来源：wind，中泰证券研究所

■ **26H1，公司经营净现金流 7.74 亿元，25H1 仅 0.56 亿元，同比大幅增长，现金流高增主要受益于收入强增长。**

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 30：汉朔科技 26H1 经营净现金流高增



来源：wind，中泰证券研究所

4.2 汇率变动对报表影响路径

- **因公司核心客户为海外，因此人民币汇率对报表端有一定影响。**根据本研报前文图表 16，22-25 年，公司 90%以上收入来自于海外地区。根据公司招股书，汉朔科技的境外销售主要以欧元、美元等币种定价结算，因此汇率变动主要产生两类影响。

  第一，非直观影响：因电子价签销售定价为外币计价，成本端部分为人民币计价，故影响毛利率。人民币兑主要外币升值，将带来公司毛利率承压，反之有助于毛利率提升。

  第二，**直观影响：影响利润表的投资收益+公允价值变动+财务费用相关科目。**

- **资产负债表看，外币货币性项目主要体现为期末货币资金和应收账款。**26H1 期末，公司持有美元+欧元货币资金，折合人民币约 9.4 亿元。美元+欧元应收账款，折合人民币约 12.1 亿元。

图表 31：汉朔科技 26H1 期末的外币货币性项目

资产负债表科目	币种	外币金额（亿元）	折算汇率	人民币金额（亿元）
货币资金	美元	0.707	6.81	4.814
	欧元	0.589	7.77	4.578
应收账款	美元	0.996	6.81	6.782
	欧元	0.684	7.77	5.311

来源：汉朔科技 26 年半年报，中泰证券研究所

- **外汇对利润表直观影响路径：投资收益+公允价值变动+财务费用**

一方面，公司因对冲汇率变动而开展外汇套期保值交易业务。该项业务影响公允价值变动+投资收益，该业务部分计入非经常损益。另一方面，财务费用的汇兑损益，主要源自资产负债表的外币货币性项目的期末重估。

下载日志已记录，仅供内部参考

26H1，公司套期保值交易业务，影响投资收益 2351 万元，公允价值变动 141 万元。此外财务费用中的汇兑损失 14434 万元，汇率变动合计对利润表带来影响-1.19 亿元。

根据公司招股书，锁汇产生的投资损益与财务费用中的汇兑损益方向相反，有助于公司控制外汇风险敞口，减小汇率波动产生的损益净额，提升经营业绩的稳定性。根据 24、25 年的数据，公司通过锁汇，基本平滑了汇率波动的风险，如 24 年，投资收益+公允价值变动+财务费用相关影响总和为 158.35 万元，整体数值对净利润影响较小。25 年相关数据为-51.51 万元，也影响较小。

2025H1/2026H1，汉朔科技因汇率变动带来的投资收益+公允价值变动+财务费用，合计分别为 3870.98/-11941.52 万元。26H1 汇率变动对公司利润产生较大负向影响。

图表 32：汇率变动体现在投资收益+公允价值变动+财务费用的影响（单位：万元）

	2024	2025	2025H1	2026H1
投资收益	1689.23	-6806.47	-2681.50	2,351.45
公允价值变动	728.85	93.03	-6316.62	140.66
财务费用中汇兑损益（损失为负值）	-2259.73	6661.93	12869.10	-14,433.63
合计	158.35	-51.51	3870.98	-11941.52

来源：汉朔科技年报、半年报，中泰证券研究所

五、盈利预测与估值

- **预计 26/27/28 年公司的营业收入为分别为 61.51/84.20/102.07 亿元，yoy+46%/+37%/+21%。**

因汇率预测超出本研报范畴，我们对公司的盈利预测不考虑汇率变动。因此我们假设，公司通过锁汇，汇率波动产生的投资收益+公允价值变动+财务费用合计为 0。

收入方面，考虑到公司目前全球较为均衡的客户情况，北美地区订单持续放量，以及 26 年已新签约英国排名第一零售客户 Tesco。**我们预计，电子价签终端** 26/27/28 年收入分别为 56.51/77.30/93.50 亿元，yoy+47%/+37%/21%，整体保持较好的收入增长，26 年收入增速较高，有部分归因为 25 年基数较低所致。

配件及其他产品收入增速与电子价签终端增速保持基本一致。软件、SaaS 及技术服务业务，因汉朔智慧门店方案未来将逐步落地，预计该业务 27、28 年收入增速超过电子价签、配件收入增速。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 33：汉朔科技收入拆分预测（单位：亿元）

产品类别	2024	2025	2026E	2027E	2028E
电子价签终端	41.13	38.43	56.51	77.30	93.50
yoy		*-7%*	*47%*	*37%*	*21%*
配件及其他产品	1.96	1.86	2.65	3.55	4.32
yoy		*-5%*	*42%*	*34%*	*22%*
软件、SaaS 及技术服务	1.78	1.83	2.35	3.35	4.25
yoy		*3%*	*28%*	*43%*	*27%*
合计	44.87	42.12	61.51	84.20	102.07
yoy		*-6%*	*46%*	*37%*	*21%*

来源：公司年报，中泰证券研究所

毛利率方面，预计整体毛利率维持平稳，26-28 年逐年略降，主要因上游原材料可能的涨价带来影响。预计 26/27/28 年，公司综合毛利率分别为 31.79%/31.13%/31.08%。

图表 34：汉朔科技毛利率预测

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
电子价签终端	33.49%	29.61%	30.20%	29.50%	29.30%
配件及其他产品	44.05%	36.63%	47.00%	45.00%	46.00%
软件、SaaS 及技术服务	54.93%	54.94%	53.00%	54.00%	55.00%
综合毛利率	34.80%	31.02%	31.79%	31.13%	31.08%

来源：wind，中泰证券研究所

费用率方面，管理费用和研发费用预计都出现一定刚性，费用率预计随收入增长而下降。销售费用较为特殊，根据招股书，汉朔科技对经销商有返利政策。例如，公司与美国经销商于 2023 年约定针对终端客户的返利，美国经销商每完成 20 家终端门店的安装，公司按照平均单店电子价签收入给予返利（即 20 家返 1 家），另于 2024 年约定了针对部分 3C 领域终端客户给予 3%的返利。

此外，我们在也考虑了 26 年股权激励对费用端影响，根据公司层面考核要求，我们认为股权激励目标实现概率较高。截至 26 年 9 月末，此次股权激励已落地首次授予 938 万股+预留授予 18.5 万股。相关费用分摊在 26-28 年，费用开支分别为 0.95/1.02/0.23 亿元。相关费用将分摊至公司的销售、管理、研发费用。

预计 26/27/28 年，销售费用率分别为 8.8%/8.8%/8.3%；管理费用率分别为 5.8%/5.7%/5.1%；研发费用率分别为 4.6%/4.7%/4.5%。

财务费用方面，剔除财务费用中的汇兑影响，预计保持平稳，预计 26/27/28 年，财务费用分别为-4700/-4900/-5100 万元。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 35：汉朔科技 26 年股权激励公司层面考核要求

归属期	业绩考核指标
第一个归属期	以 2025 年业绩为基数，2026 年营业收入增长率不低于 20.00%。
第二个归属期	以 2025 年业绩为基数，2026 年和 2027 年营业收入增长率合计不低于 50.00%。

来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 36：汉朔科技 26 年股权激励费用分摊（单位：万元）

项目	总激励成本	2026	2027	2028
首次授予 938 万股	21,602.13	9,414.00	9,911.53	2,276.60
预留已授予 18.5 万股	421.15	110.04	241.73	69.38
合计	22,023.28	9,524.04	10,153.26	2,345.98

来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 37：汉朔科技管理费用率、销售费用率、研发费用率预测

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
销售费用率	6.3%	8.0%	8.8%	8.8%	8.3%
管理费用率	5.4%	6.4%	5.8%	5.7%	5.1%
研发费用率	4.4%	4.8%	4.6%	4.7%	4.5%

来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 38：汉朔科技财务费用预测

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
剔除汇兑损益的财务费用（单位：万元）	-1935.33	-4507.50	-4700	-4900	-5100

来源：公司公告，中泰证券研究所

- **综上，预计 26/27/28 年公司的归母净利润分别为 6.58/8.51/11.36 亿元，yoy+46%/+29%/+33%。**

- **首次覆盖，给予“买入”评级。**如本研报前文所述，全球电子价签领域的主要企业为 Vusion、汉朔科技、SoluM、Pricer。若从盈利预测、估值的角度选取可比公司，参考汉朔科技《首次公开发行股票并在创业板上市发行公告》，可比公司为美格智能、广和通、移远通信，此外我们加入港股 AI 零售解决方案提供商多点数智。以上几个可比公司 26/27/28 年 PE 估值均值为 34.9/24.4/18.3 倍，汉朔科技 26/27/28 年 PE 估值为 25.0/19.4/14.5 倍，低于可比公司均值。首次覆盖，给予“买入”评级。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 39：汉朔科技与可比公司估值

可比公司估值								
代码	简称	总市值（亿元）	归母净利润（2026E,亿元）	归母净利润（2027E,亿元）	归母净利润（2028E,亿元）	PE（2026）	PE（2027）	PE（2028）
002881.SZ	美格智能	101.43	2.11	3.26	4.45	48.07	31.12	22.79
300638.SZ	广和通	142.22	4.27	6.01	7.83	33.31	23.66	18.16
603236.SH	移远通信	286.04	11.76	15.05	20.39	24.32	19.01	14.03
2586.HK	多点数智	80.22	2.36	3.37	4.42	34.03	23.83	18.17
	平均					34.93	24.40	18.29
301275.SZ	汉朔科技	164.74	6.58	8.51	11.36	25.04	19.36	14.50

来源：wind，中泰证券研究所，市值数据为 2026 年 10 月 13 日收盘价，可比公司盈利预测来自 wind 一致预期。

风险提示

关税变化的风险

- 公司以海外业务为主，若出现关税变化，则会对公司电子价签出货带来影响，影响公司收入业绩。

汇率波动的风险

- 本研报已明确指出，汇率波动会对公司毛利率以及投资收益、公允价值变动、财务费用等相关科目产生影响。

市占率测算偏差风险

- AI 零售行业、电子价签行业处于动态变化，研报的市占率测算以及预期可能存在偏差。

研究报告中使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险

下载日志已记录，仅供内部参考

盈利预测表

资产负债表 单位：百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	2,391	7,091	8,585	10,364
应收票据	0	1	1	0
应收账款	1,618	764	1,046	1,285
预付账款	17	155	215	260
存货	1,108	83	57	69
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	973	441	493	534
流动资产合计	6,107	8,535	10,397	12,513
其他长期投资	0	0	0	0
长期股权投资	9	9	9	9
固定资产	388	370	353	338
在建工程	36	36	36	36
无形资产	20	27	29	35
其他非流动资产	530	682	862	1,011
非流动资产合计	983	1,124	1,289	1,430
资产合计	**7,089**	**9,659**	**11,686**	**13,942**
短期借款	306	100	100	100
应付票据	912	1,772	2,164	2,658
应付账款	1,287	1,342	1,873	2,293
预收款项	0	31	11	16
合同负债	62	849	1,162	1,409
其他应付款	58	58	58	58
一年内到期的非流动负债	27	27	27	27
其他流动负债	203	258	298	312
流动负债合计	2,854	4,437	5,692	6,873
长期借款	54	54	54	54
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	104	259	264	269
非流动负债合计	158	313	318	323
负债合计	**3,012**	**4,750**	**6,010**	**7,196**
归属母公司所有者权益	4,077	4,909	5,675	6,746
少数股东权益	0	0	0	0
所有者权益合计	**4,077**	**4,909**	**5,675**	**6,746**
负债和股东权益	**7,089**	**9,659**	**11,686**	**13,942**

现金流量表 单位：百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	**-163**	**4,943**	**1,748**	**2,051**
现金收益	369	640	858	1,171
存货影响	-360	1,025	26	-12
经营性应收影响	-585	725	-336	-279
经营性应付影响	73	947	902	920
其他影响	340	1,607	299	251
投资活动现金流	**-1,215**	**1**	**-219**	**-239**
资本支出	-406	-17	-42	-77
股权投资	1	0	0	0
其他长期资产变化	-810	18	-177	-162
融资活动现金流	**1,244**	**-243**	**-35**	**-33**
借款增加	364	-206	0	0
股利及利息支付	-64	-538	-688	-916
股东融资	1,074	0	0	0
其他影响	-130	501	653	883

利润表 单位：百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	**4,212**	**6,151**	**8,420**	**10,207**
营业成本	2,905	4,195	5,799	7,035
税金及附加	22	37	51	61
销售费用	337	541	741	847
管理费用	270	357	480	521
研发费用	203	283	396	459
财务费用	-112	-47	-49	-51
信用减值损失	-35	-20	-15	-8
资产减值损失	-20	-10	-5	-5
公允价值变动收益	2	0	0	0
投资收益	-56	0	0	0
其他收益	19	18	16	13
营业利润	**496**	**773**	**1,000**	**1,335**
营业外收入	0	2	3	2
营业外支出	1	1	2	1
利润总额	**495**	**774**	**1,001**	**1,336**
所得税	43	116	150	200
净利润	**452**	**658**	**851**	**1,136**
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	**452**	**658**	**851**	**1,136**
NOPLAT	350	618	809	1,092
EPS（摊薄）	1.07	1.56	2.01	2.69

主要财务比率

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力				
营业收入增长率	-6.1%	46.1%	36.9%	21.2%
EBIT 增长率	-53.8%	89.8%	30.9%	35.0%
归母公司净利润增长率	-36.4%	45.7%	29.3%	33.4%
获利能力				
毛利率	31.0%	31.8%	31.1%	31.1%
净利率	10.7%	10.7%	10.1%	11.1%
ROE	11.1%	13.4%	15.0%	16.8%
ROIC	10.8%	16.2%	18.3%	20.5%
偿债能力				
资产负债率	42.5%	49.2%	51.4%	51.6%
债务权益比	12.1%	9.0%	7.8%	6.7%
流动比率	2.1	1.9	1.8	1.8
速动比率	1.8	1.9	1.8	1.8
营运能力				
总资产周转率	0.6	0.6	0.7	0.7
应收账款周转天数	112	70	39	41
应付账款周转天数	138	113	100	107
存货周转天数	0	0	0	0
每股指标（元）				
每股收益	1.07	1.56	2.01	2.69
每股经营现金流	-0.39	11.70	4.14	4.86
每股净资产	9.65	11.62	13.44	15.97
估值比率				
P/E	36	25	19	15
P/B	2	3	3	2
EV/EBITDA	121	66	50	36

来源：WIND，中泰证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

投资评级说明

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

中泰证券股份有限公司 事先未经本公司书面授权
行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。