仅供内部参考，请勿外传！

SCS HK Research

汉朔科技 (301275)：“汉朔2.0”打开AI零售空间，电子价签订单释放夯实增长

评级：买入

Analyst: Sally ZHANG
Tel: +852-3982 3213
M: zhangsally@dwzq.com.hk

2026.10.15

東吳證券(香港)
SOOCHOW SECURITIES (HONG KONG)

仅供内部参考，请勿外传！

免责声明

东吴證券(香港)
SOOCHOW SECURITIES (HONG KONG)

本报告仅供东吴证券国际经纪有限公司（以下简称“东吴证券国际”或“本公司”）的客户使用，本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。如任何司法管辖区的法例或条例禁止或限制东吴证券国际向收件人提供本报告，收件人并非本报告的目标发送对象。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。东吴证券国际可能在法律准许的情况下参与及投资本报告所述证券发行人之融资交易，也可能为有关发行人提供投资银行业务服务或招揽业务，及／或于有关发行人之证券或期权或其他有关投资中持仓或持有权益或其他重大权益或进行交易。阁下应考虑到东吴证券国际及/或其相关人员可能存在影响本报告及所载观点客观性的潜在利益冲突，请勿将本报告视为投资或其他决策的唯一信赖依据。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载资料及意见均获自或源于东吴证券国际可信之数据源，但东吴证券国际并不就其准确性或完整性作出任何形式的声明、陈述、担保及保证(不论明示或默示)，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。于法律及／或法规准许情况下，东吴证券国际概不会就本报告所载之资料引致之损失承担任何责任。本报告不应倚赖以取代独立判断。

本报告及其所载内容均属机密，仅限指定收件人阅览。本报告版权归东吴证券国际所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券国际同意，并注明出处为东吴证券国际，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券国际评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在15%以上；

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于5%与15%之间；

中性：预期未来 6个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间；

减持：预期未来 6个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持： 预期未来6个月内，行业指数相对强于大盘5%以上；

中性： 预期未来6个月内，行业指数相对大盘-5%与5%；

减持： 预期未来6个月内，行业指数相对弱于大盘5%以上

东吴证券国际经纪有限公司

Level 17, Three Pacific Place, 1 Queen's Road East, Hong Kong

香港皇后大道东1号太古广场3座17楼

Tel电话：(+852) 3983 0888（公司） (+852) 3983 0808（客户服务）

公司网址：http://www.dwzq.com.hk/

仅供内部参考，请勿外传！

投资亮点

- **2026H1业绩高增，电子价签基本盘扎实。**2026H1公司实现营收29.07亿元，同比+47.2%；归母净利润3.36亿元，同比+51.2%，上半年收入已达到2025年全年的约70%。其中Q2单季营收14.31亿元，归母净利润1.56亿元，利润同比增长超过100%。上半年经营性现金流净额达7.74亿元，回款质量明显改善。扣非利润增速相对较低，主要受汇率波动影响，剔除相关因素后主营经营表现仍较稳健。公司年初股权激励要求2026年收入同比增长不低于20%，目前来看全年目标完成确定性较高。
- **电子价签仍是未来业绩增长的核心支撑，北美放量、欧洲新增与换新共同提供订单增量。**2026H1全球电子价签出货量同比增长接近20%，行业仍处于稳步渗透阶段，汉朔与Vusion两家头部厂商合计占据约70%的市场份额。公司2026H1电子价签出货已接近去年全年水平，全年仍有望实现较快增长。区域看，北美头部客户进入持续交付期，未来2–3年订单有望逐步释放，并持续推进新的细分行业龙头客户；欧洲方面，公司新签Tesco约3000家门店项目，同时欧尚、Ahold等早期客户逐步进入换新周期，预计2027–2028年存量更新需求进一步释放。我们认为，新增客户、门店扩张和存量换新共同支撑电子价签业务较高的增长确定性。
- **AI 2.0已有产品和收入落地，第二增长曲线逐步清晰。**公司正从电子价签硬件供应商向门店数字孪生平台解决方案商延伸，以电子价签、智能购物车、AI相机、机器人等IoT设备作为数据入口，并在上层布局xPilot、xMedia和xInsight三大AI应用。首款AI Agent产品xPilot已进入全球头部客户POC验证阶段，主要解决缺货、陈列及门店运营效率等问题；xMedia和xInsight分别面向零售媒体和数据洞察，公司计划于2027Q1完成三大平台开发。与此同时，智能购物车已实现前期收入落地，万台级订单正在持续交付，成为2.0战略中率先商业化的产品之一。短期软件收入贡献仍有限，但随着POC验证及收费模式逐步明确，公司收入结构有望由硬件进一步向软件及数据服务延伸。
- **AI战略不仅打开软件业务空间，也有望反向拉动电子价签及IoT硬件需求。**公司AI应用需要持续、准确的线下门店数据作为基础，因此新一代电子价签在设计上增加了SKU位置、货架状态等更多数据维度，智能购物车、机器人等设备也进一步丰富门店数据来源。我们认为，即使未来部分零售商选择自研AI平台，或由第三方软件厂商提供相关能力，对高质量门店实时数据的需求仍将推动电子价签及其他IoT设备的部署。对于公司而言，电子价签为短期业绩提供较高确定性，AI软件平台则打开中长期成长空间，并反向增强硬件需求，公司兼具业绩增长确定性和AI估值弹性。
- **盈利预测与估值：**我们预计公司2026–2028年营业收入分别为52.34/66.09/81.70亿元，同比增长24.3%/26.3%/23.6%；归母净利润分别为6.39/8.92/11.57亿元。考虑电子价签业务的全球领先地位、海外大客户订单释放的业绩确定性，以及“汉朔2.0”带来的长期成长空间，我们采用P/E估值，给予公司2026年每股收益1.51元对应35x P/E，对应目标价52.98元，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：** 海外贸易及汇率波动风险；大客户订单交付不及预期；电子价签行业竞争加剧；原材料及供应链风险；AI产品POC及商业化进度不及预期；智能购物车及机器人等新业务拓展不及预期。

Source: SCS HK research

仅供内部参考，请勿外传！

目录

SCS HK research

1. 公司概况：全球AI零售龙头，零售数字化布局持续深化

2. 行业分析：渗透率提升与竞争壁垒共同支撑行业长期增长

3. 汉朔2.0：智能硬件与AI软件平台协同，拓展零售数字化成长空间

4. 核心业务：产品升级与海外大客户交付驱动业绩增长

5. 盈利预测：核心业务稳健增长，业务结构优化提升盈利能力

6. 风险提示

仅供内部参考，请勿外传！

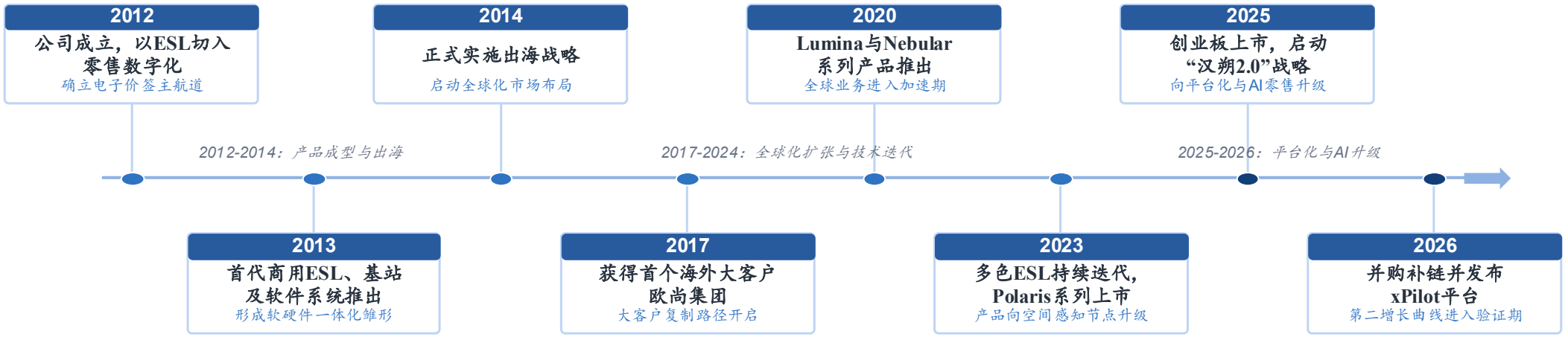
1.公司概况：全球AI零售龙头，零售数字化布局持续深化

仅供内部参考，请勿外传！

发展历程：深耕电子价签十余年，成长为全球零售数字化解决方案龙头

- **汉朔科技以电子价签为业务起点，已形成覆盖智能硬件、场景解决方案及软件平台的零售数字化产品体系。**公司成立于2012年，2013年推出首批电子价签、通信基站及单店管理软件，2014年开始拓展海外市场。经过十余年发展，公司产品已由电子价签延伸至智能购物车、巡检机器人等AIoT设备，并进一步布局Nex系列场景解决方案及X系列软件平台，服务范围覆盖商品价格管理、货架运营、门店履约、零售媒体及数据洞察等环节。
- **电子价签仍占公司收入主体，公司整体收入规模稳定在40亿元以上。**2023—2025年公司分别实现营业收入37.75亿元、44.86亿元和42.12亿元，同比变动12.9%、18.8%和-6.1%；2025年收入阶段性回落，主要受到美国关税扰动及部分大客户订单交付节奏影响；2025年电子价签收入达38.43亿元，占营业收入的91.24%，境外收入达38.61亿元，占比91.68%，欧洲、北美及亚太构成主要收入来源。22026H1，公司实现营业收入29.07亿元，同比增长47.2%，已达到2025年全年收入的约69%，收入重新回到快速增长通道。
- **电子价签全球龙头地位构成公司向零售AI平台延伸的客户与数据基础。**根据DISCIEN数据，汉朔科技与VusionGroup位居全球电子价签市场前二，二者合计市场份额超过70%；根据公司招股书援引数据，2023年汉朔科技全球电子价签市场份额约28%，中国市场份额约62%。公司依托Nebular、Polaris、Lumina等电子价签系列产品切入大型零售客户，并通过通信基站、管理软件及持续运维与客户门店系统深度连接，为智能购物车、门店数字孪生及AI应用的后续推广积累客户入口。

图：汉朔科技发展历程



数据来源： 公司招股书，公司公告，DISCIEN，公开新闻，东吴证券（香港）

Source: SCS HK research

仅供内部参考，请勿外传！

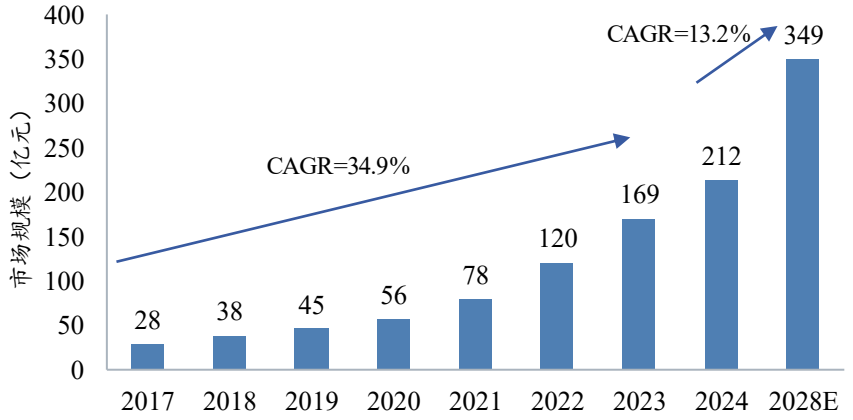
2. 行业分析：电子价签渗透率持续提升，竞争壁垒巩固龙头优势

仅供内部参考，请勿外传！

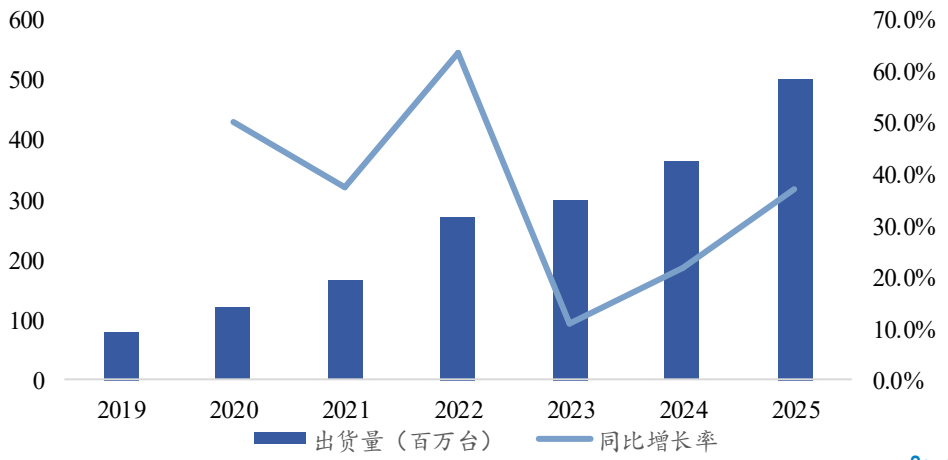
行业发展：降本增效驱动电子价签普及，数字化应用拓宽成长空间

- **全球电子价签市场仍处于渗透率提升阶段，行业规模有望保持双位数增长。**2017—2023年全球电子价签市场规模由28亿元增长至169亿元，复合增速达到34.9%；预计2028年市场规模进一步增至349亿元，2024—2028年复合增速约13.2%。随着行业基数扩大，电子价签需求将由少数头部零售商试点逐步转向多区域、多业态规模部署。
- **全球电子价签渗透率约为15%，北美、亚太及中国市场仍具备较大提升空间。**电子价签全球渗透率由2017年的约1%提升至2023年的约15%，其中法国等成熟市场渗透率已超过30%，中国大陆市场渗透率约为4%；美国、日本及东南亚等市场仍处于加速导入阶段，区域渗透率差异为行业中长期增长提供空间。
- **人工成本上升与高频调价需求强化电子价签的投入回报，连锁零售商具备更强部署动力。**ESL系统可将总部商品及价格信息同步至门店，减少人工更换纸质标签的工作量，并降低货架价格与收银系统价格不一致的风险；同时支持促销信息更新、库存提示和线上线下一体化运营，有助于提升门店标准化管理能力。公司公开案例显示，部分客户的标签管理时间可由约30分钟缩短至5分钟，降本增效价值具备量化基础。
- **电子价签的功能边界持续延伸，货架端数据入口属性提升其门店基础设施价值。**新一代电子价签逐步集成多色显示、定位、交互及无线连接能力，可与门店ERP、库存系统、拣货系统和零售媒体平台协同，为缺货识别、商品定位、动态促销及运营分析提供实时数据。ESL覆盖率提升有望同步带动基站、软件平台及其他AIoT终端需求，推动行业价值量由单一ESL解决方案向综合解决方案延伸。

图：全球电子价签市场规模及增长趋势（2017—2028E）



图：全球电子价签出货量及同比增速（2019—2025年）



数据来源： 公司招股书，公司公告，公司财报，公开新闻，东吴证券（香港）

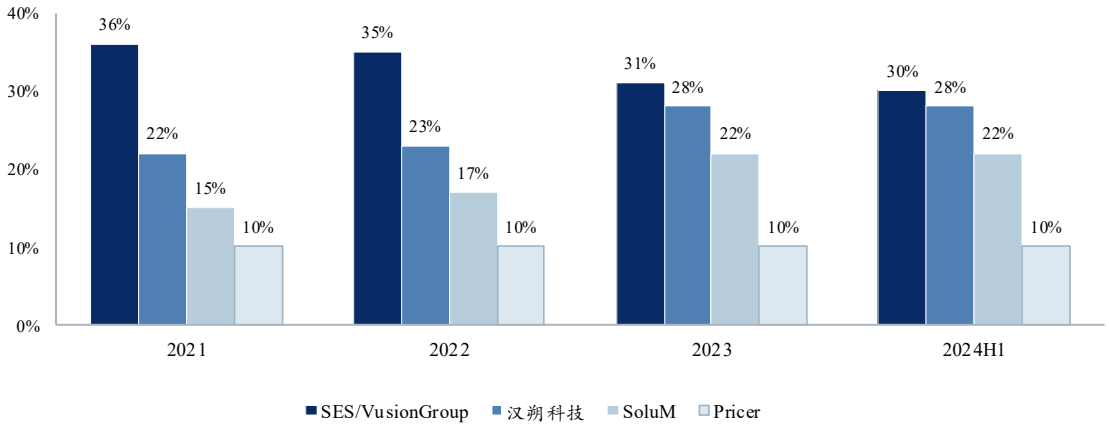
Source: SCS HK research

仅供内部参考，请勿外传！

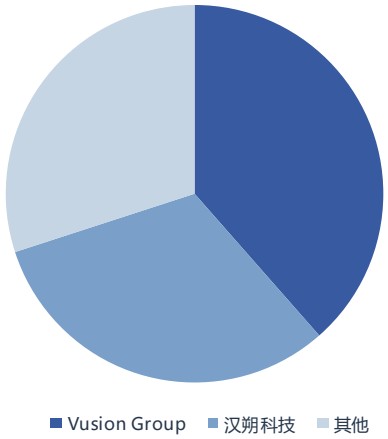
竞争格局：全球电子价签市场高度集中，技术与客户壁垒巩固龙头优势

- **全球电子价签市场呈现高度集中的竞争格局，头部四家厂商合计占据约九成出货量。**按2023年全球电子价签出货量计算，SES（现VusionGroup）、汉朔科技、SoluM和Pricer市场份额分别约为31%、28%、22%和10%，CR4达到约91%。头部企业凭借规模交付经验、持续研发投入及全球客户资源保持领先，行业格局整体相对稳定。
- **通信性能与系统稳定性构成电子价签厂商的核心技术门槛。**大型门店通常部署数万片电子价签，供应商需要同时满足高并发通信、低功耗运行、快速刷新、抗干扰、数据安全及多设备协同等要求；单店覆盖规模提升后，通信协议、基站性能及软件调度能力将直接影响系统运行效率，长期技术积累形成较高进入壁垒。
- **头部零售商认证及规模部署周期较长，成功交付后客户黏性相对较强。**新供应商通常需要经历产品测试、门店POC、系统对接及小范围部署等环节，根据我们估算，传统ESL项目的POC周期通常约为3—6个月；通过验证后，客户还需按区域和门店分批铺设，完整项目交付周期可持续2—3年。供应商在客户ERP、商品管理及门店运营系统中完成深度集成后，切换供应商将产生额外测试和迁移成本。
- **全球交付与本地化服务能力决定厂商承接跨区域大客户订单的上限。**国际零售集团通常要求供应商提供售前方案设计、门店安装、系统集成、运维响应及持续升级等全流程服务，并满足不同区域的无线通信、数据合规和产品认证要求。头部客户通常引入2—3家供应商保障供应安全，但规模交付仍主要集中于第一供应商，领先厂商有望获得更高的实际订单份额。

图：全球主要电子价签厂商市场份额变化（2021—2024H1）



图：2025 年全球 ESL竞争格局图



数据来源： 公司招股书，公司公告，公司财报，公开新闻，东吴证券（香港）

Source: SCS HK research

仅供内部参考，请勿外传！

3. 汉朔2.0：智能硬件与AI平台协同，拓展零售数字化应用场景

仅供内部参考，请勿外传！

“汉朔2.0”战略：构建“智能硬件+场景方案+AI软件平台”三层产品体系

- **“汉朔2.0”围绕智能硬件、Nex场景方案和X软件平台构建三层产品体系。**智能硬件层以电子价签为核心，并覆盖智能购物车、巡检机器人、AI摄像头等终端；Nex解决方案面向货架管理、门店履约及设备运维等具体场景；X软件平台则通过xPilot、xMedia和xInsight承接AI运营、零售媒体及数据洞察功能。三层产品体系共同推动公司由设备交付向软硬件协同服务延伸，并为后续SaaS订阅、AI模型使用及数据服务等收入模式创造基础。
- **募投项目调整与产业并购反映公司资源投入正在向AIoT及门店数据能力倾斜。**公司于2026年调整门店数字化解决方案产业化项目，将建设内容扩展为年产2,000万只电子价签、300万套智能导轨，并新增智能购物车和机器人两条AIoT生产线。2026年4月，公司完成对哈步数据的全资收购，补充门店数据治理与分析能力；同时取得西安超嗨控制权，将智能购物车纳入核心产品体系，进一步完善门店数据采集、处理及终端执行能力。
- **智能购物车已由产品验证进入万台级交付，成为汉朔2.0率先贡献收入的新产品。**公司2026年在手订单达到10,800台，覆盖约300家门店、单店配置36台，目前按季度稳定交付，相关硬件收入有望贡献约7,000万元收入，预计全部于2026年确认；收入占比仍较低，但已验证产品批量制造和跨门店交付能力。
- **ESL及智能购物车硬件部署有望带动软件服务收入，并为2027年订单增长提供基础。**公司围绕ESL和智能购物车提供配套SaaS订阅、AI防损模型及屏幕内容运营等服务，相关软件及服务收入合计约相当于对应硬件收入的4%。管理层预计现有客户2027年订单规模将超过2026年，希腊头部商超客户也已接近签约，后续放量重点关注设备利用率、防损效果、消费者接受度及客户投资回报。

图：汉朔科技“数字孪生+AI智能体”驱动的门店数字化解决方案架构



表：“汉朔2.0”战略产品架构

层级	核心产品/方案	功能定位
智能硬件层	电子价签、AI相机、智能购物车巡检机器人、清洁机器人、传感器、新能源设备	获取人、货、场及设备的实时数据，构成门店数字化入口
场景方案层	NexShelf、NexConnect、NexMate、NexOptim、NexGrid	将终端及平台能力封装为标准化方案，覆盖货架、消费者交互、门店作业及能源管理
平台中台层	All-Star、PriSmart、ESL-Working、数据湖	统一连接与调度门店设备，完成数据汇聚、系统集成及可视化管理
AI应用层	xPilot、xMedia、xInsight	门店智能执行、零售媒体运营及经营数据分析与价值转化

数据来源： 公司招股书，公司公告，公司财报，公开新闻，东吴证券（香港）

Source: SCS HK research

仅供内部参考，请勿外传！

技术与数据底座：打通设备连接、系统管理与多源数据汇聚

- **HiLPC与基站网络构成大规模门店设备连接的通信底座。**公司自研HiLPC协议具备高并发、低功耗、抗干扰及精准定位能力，单基站每小时最高可更新约60,000片次电子价签，并支持单门店数百台基站协同运行。基站网络进一步集成自动蜂窝组网、心跳接收、背景噪声扫描及动态唤醒等功能，提升高密度设备环境下的连接稳定性；2025年后，HiLPC与蓝牙5.4融合，增强AI相机、智能购物车及机器人等终端的开放接入能力。
- **PriSmart与ESL-Working将底层设备连接转化为集团化系统管理能力。**PriSmart负责连接客户ERP、生成价签更新任务并调度电子价签和通信基站；ESL-Working支持多门店集中变价、设备状态监控、故障定位及固件升级，为大型零售集团跨区域部署提供标准化管理工具，并为上层平台汇聚设备数据提供统一接口。
- **All-Star整合不同产品后台，形成多设备统一接入和调度平台。**平台将PriSmart、Handy、VCS和Templater等系统工具统一至模块化架构，可连接电子价签、AI相机、智能购物车、机器人及其他IoT设备，支持用户权限管理、设备调度、实时数据交互与第三方系统集成。All-Star同时支持SaaS和私有化部署，可适配不同客户的数据合规要求及IT架构。
- **数据湖汇聚门店、总部与外部数据，为数字孪生及AI应用提供统一输入。**第一方数据来自电子价签、相机、购物车及机器人等门店终端，企业经营数据覆盖交易、会员、商品、库存及供应链，外部数据可包括天气、节假日和行业信息。多类数据经清洗、关联及标准化处理后，可用于构建门店数字映射、识别运营异常并判断任务优先级。

表：汉朔科技AI底座的核心技术

技术/平台层级	核心能力	关键数据/特征	对数字孪生与物理AI的意义
HiLPC通信协议	高密度连接、低功耗传输及抗干扰	单基站每小时更新60,000片次；单门店承载数百台基站	搭建门店实时感知与通信网络，支持价签、相机、购物车及机器人协同运行
基站与网络控制	自动蜂窝组网、噪声扫描	支持批量价签终端便捷部署与统一管理	提升大规模门店设备连接的稳定性，减少通信异常及系统运行故障
PriSmart/ESL-Working	设备管理、统一变价及远程运维	集中管理电子价签和基站，可视化运维	将设备连接延伸至统一系统管理，为上层数据汇聚提供标准化接口
All-Star SaaS平台	多设备接入、系统集成及实时数据交互	支持SaaS与私有化部署、第三方应用接入及千万级设备高并发	作为门店数字孪生的系统中枢，推动物理空间与数字系统持续同步
数据湖/数据仓库	门店、总部及外部数据的统一汇聚与治理	覆盖设备、交易、会员及第三方数据，支持销量预测、智能补货、客流和陈列分析	为AI智能体训练、分析及任务决策提供统一数据输入，提升识别与执行效率

数据来源： 公司招股书，公司公告，东吴证券（香港）

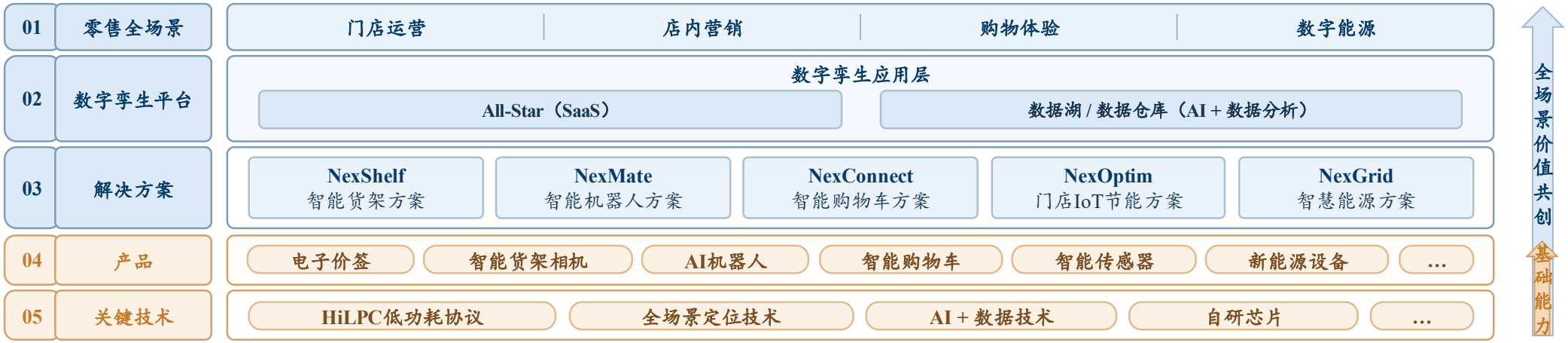
Source: SCS HK research

仅供内部参考，请勿外传！

数字孪生平台：把线下门店转化为“可视、可预测、可控”的AI操作系统

- **All-Star与数据湖共同将物理门店映射为可视、可预测、可调度的数字系统。**平台可持续呈现货架、商品、设备、人员及任务状态，对缺货、陈列异常、价签离线和温度异常进行自动标记，并结合销售、库存、促销及门店实时数据识别问题成因和业务影响，推动门店管理由周期性复盘延伸至运营过程干预。
- **五大Nex方案将数字孪生能力转化为货架、消费者、门店执行及能源管理应用。**NexShelf覆盖货架定位、缺货识别和陈列管理，NexConnect连接智能购物车、消费者交互及零售媒体，NexMate承担巡检和清洁等现场任务，NexOptim与NexGrid分别覆盖门店设备节能及分布式能源管理，形成从状态感知到物理执行的场景出口。
- **现有项目已初步验证Nex体系的运营价值，智能购物车率先进入规模交付阶段。** NexShelf由Nebular Ultra电子价签、N5 AI智能相机及HiLPC+蓝牙双模架构构成，可实现厘米级空间定位和商品—价签自动绑定，缺货识别率超过95%，最高可节省约60%的相关人工投入，并将拣货效率提升超过60%、准确率提升至98%以上；NexConnect通过智能购物车连接购物导航、自助结算、AI防损及零售媒体场景，首期10,800台订单覆盖约300家门店，西安超嗨全球累计部署量已超过30,000台，叠加在手订单后累计部署及储备规模超过40,000台；NexMate以机器人承担巡检及清洁任务，其中SPatrol完成约500个货架的全量巡检仅需2小时，缺货及陈列合规识别准确率约95%，推动AI识别、任务生成与现场执行形成闭环。

图：汉朔科技AI场景解决方案



数据来源： 公司招股书，公司公告，东吴证券（香港）

Source: SCS HK research

仅供内部参考，请勿外传！

AI应用平台：三大X产品推动公司由设备交付向持续性软件服务延伸

- **xPilot率先完成产品发布，推动门店数字孪生由状态识别延伸至任务执行。**公司于2026年6月联合微软发布xPilot，定位为一站式门店实时智能执行平台，可识别缺货、陈列异常、价签离线及温度异常，并结合业务影响、员工位置和工作负荷生成任务、跟踪进度及验证结果。平台采用零售专用模型与通用大模型协同架构，覆盖数据感知、智能决策、任务执行和结果验证等环节。
- **xMedia与xInsight分别拓展零售媒体和经营数据服务，三大X平台预计于2027Q1完成开发。**xMedia围绕电子价签、Lumina数字屏及智能购物车屏幕等触点，为零售商和品牌方提供广告内容运营及投放效果反馈；xInsight面向零售集团总部与品牌商，提供经营分析、数据复盘和ROI评估。两款产品仍处于开发阶段，未来客户范围有望由零售商延伸至品牌方及广告代理商。
- **三大X平台有望推动商业模式由“设备销售—效率提升—决策服务”逐步升级。**电子价签贡献硬件收入与客户入口，Nex方案通过跨设备协同提升货架、履约及消费者运营效率，X平台进一步将实时数据和零售运营能力转化为软件服务。公司正探索SaaS订阅、按Token或调用量收费及广告分成等模式；若POC转化及客户付费模式得到验证，高毛利软件与数据服务占比提升有望优化收入持续性和整体盈利结构。

图：汉朔科技xPilot 平台应用场景



图：汉朔科技智慧零售解决方案展示



数据来源： 公司招股书，公司公告，东吴证券（香港）

Source: SCS HK research

仅供内部参考，请勿外传！

4. 核心业务：电子价签产品持续升级，海外订单支撑业绩增长

仅供内部参考，请勿外传！

产品升级：电子价签功能持续拓展，AI协同能力强化产品竞争力

- **持续产品迭代形成完整电子价签矩阵，可覆盖不同业态、尺寸及应用场景。**公司累计推出超过40款电子价签产品及20余个系统版本，产品由早期基础显示功能逐步拓展至多色显示、LED交互、NFC、商品定位及低功耗应用。Nebular、Polaris和Lumina系列分别覆盖商超、便利店、服装、美妆及零售媒体等场景，2026年进一步推出Nebular Ultra等新一代产品。
- **产品升级重点聚焦数据维度和AI应用协同，终端定价预计总体稳定。**根据我们估算，公司2026年全年电子价签出货量预计达到1.6亿至1.8亿片，较2025年9,000多万片增长约70%至接近100%，出货规模提升仍是收入增长的核心驱动力。当前电子价签平均价格约40元/片，四色产品预计不会显著提价；公司更关注定位、NFC、多色显示及交互能力升级，在维持合理毛利率的同时增强产品差异化，并为数字孪生和AI平台积累门店数据。

表：汉朔电子价签主要系列迭代对比

系列	上市时间	产品定位	快闪响应时间	变价速度	电池设计寿命	主要特点
Stellar	2015年	基础型电子价签	3秒	18,000片/小时	5年	采用外购芯片和纽扣电池，满足基础信息展示需求。
Nowa	2018年	无镜片设计电子价签	3秒	18,000片/小时	5年	无镜片设计减少反光，提升阅读清晰度
Nebular	2020年	高性能旗舰系列	1秒	最高60,000片/小时	15年	采用SiP集成与超薄一体化设计，部分型号支持IP68。
Polaris	2023年	高屏占比、多色显示系列	1秒	最高60,000片/小时	10年	高屏占比、多色显示及可更换电池设计强化促销展示。
Lumina	2020年后持续迭代	全彩LCD货架与营销终端	/	依赖HiLPC宽带传输	/	采用全彩LCD，Aqua系列支持IP65，适配生鲜标价与店内营销。
Nebular Ultra	2026年初	智能货架与数字孪生终端	/	/	最长电池寿命15年 口径延续旗舰属性	具备厘米级定位并协同AI相机，支持缺货识别、陈列核验及货架数字映射。

图：汉朔科技Nebular系列产品



图：汉朔科技Polaris Pro系列产品



图：汉朔科技Lumina Aqua系列产品



数据来源： 公司招股书，公司公告，公司财报，公开新闻，东吴证券（香港）

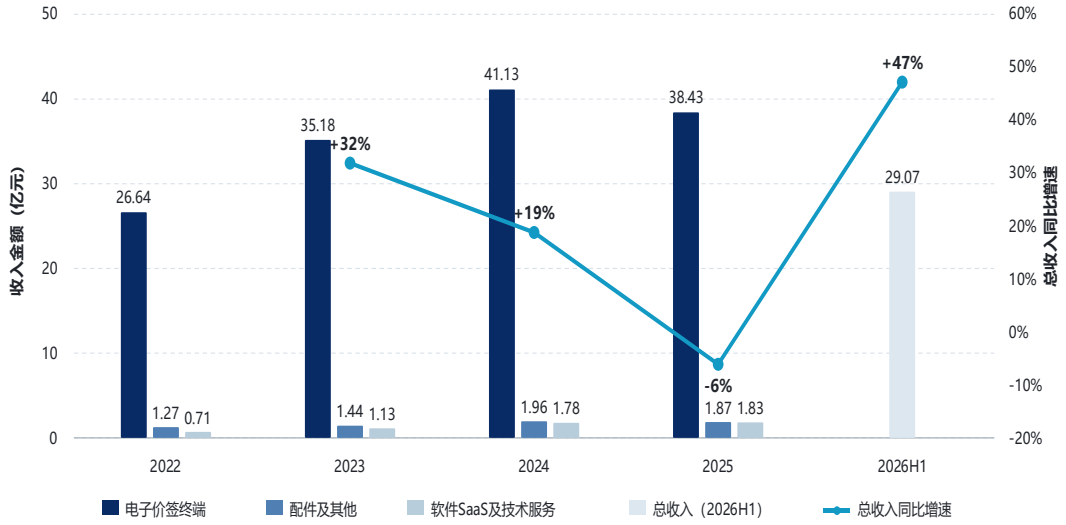
Source: SCS HK research

仅供内部参考，请勿外传！

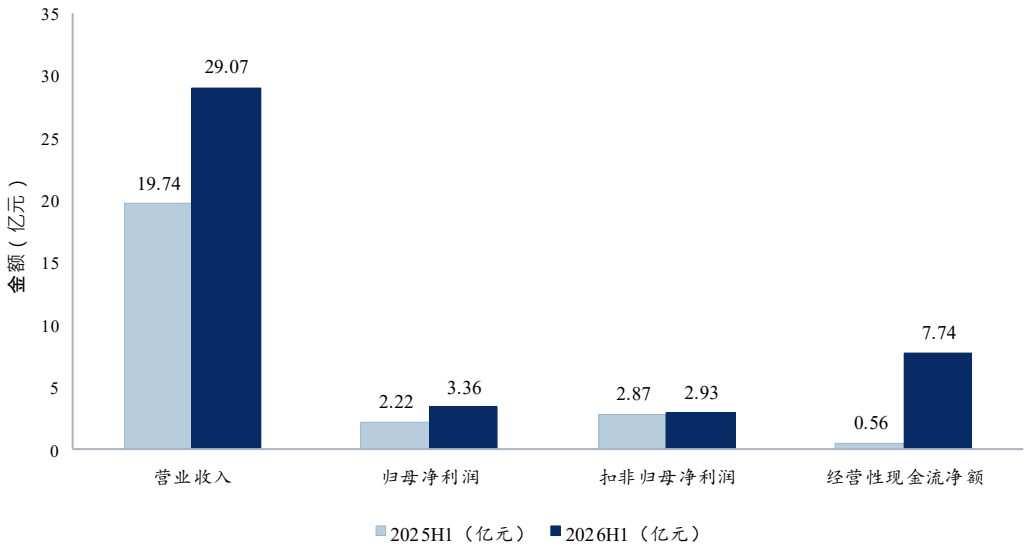
2026H1业绩：ESL出货放量推动收入、利润与现金流同步改善

- **2026年上半年收入与归母净利润同步高速增长，公司经营由2025年调整期重新进入增长通道。** 2026H1公司实现营业收入29.07亿元，同比增长47.23%；实现归母净利润3.36亿元，同比增长51.22%，归母净利润增速高于收入增速。同期公司实现扣非归母净利润2.93亿元，同比增长1.99%，扣非增速相对较低主要受到汇率波动及衍生品会计处理影响，主营业务经营情况好于扣非利润表观增速。
- **Q1和Q2收入均维持在14亿元以上，订单释放呈现较强延续性。**2026Q1公司实现营业收入14.76亿元，同比增长50.44%，归母净利润1.81亿元，同比增长20.68%；2026Q2实现营业收入14.31亿元，同比增长约44%，归母净利润1.56亿元，同比增长超过100%。自2025Q4收入回升至14.02亿元以来，公司已连续三个季度保持较高收入水平，北美大客户订单逐步进入稳定交付阶段，单季度经营修复已得到半年度业绩进一步验证。
- **2025年业绩低点已经度过，2026H1收入达到上年全年的约69%。**2025年公司实现营业收入42.12亿元，同比下降6.12%；实现归母净利润4.52亿元，同比下降36.40%，主要受到美国关税、客户订单交付延后及费用率上升等因素影响。2026H1收入相当于2025年全年的约69%，归母净利润相当于2025年全年的约74%，订单交付恢复及外部扰动缓解推动经营表现明显改善。

图：汉朔科技分业务收入及总收入同比增速（2022—2026H1）



图：2026H1收入、利润与经营性现金流同步改善



数据来源： 公司招股书，公司公告，公司财报，公开新闻，东吴证券（香港）

Source: SCS HK research

仅供内部参考，请勿外传！

区域增长：北美订单进入释放期，欧洲新签与换新支撑中期增长

- **全球化客户及服务网络已具备较大规模，头部零售客户成为公司业务扩张的重要基础。**截至2026年H1，公司业务覆盖全球80多个国家和地区，服务超过500家客户，产品及解决方案已落地超过55,000家门店，并在法国、德国、荷兰、美国、日本、澳大利亚等市场设立30余家分支机构。公司已与全球零售Top 100中的30余家客户建立合作，客户涵盖Auchan、Ahold、Aldi、Woolworths、Tesco及7-Eleven等零售集团，形成覆盖欧洲、北美和亚太的客户结构。
- **北美已签客户对应订单规模超25亿元，新增客户储备进一步支撑2027—2028年增长。**2025Q2&Q3，美国关税政策不确定性一度影响客户下单与项目交付，随着应对方案逐步明确，客户自2025Q4起恢复下单，部分积压订单顺延至2026年释放；此外，北美两个在手大客户预计在2026年和2027年每年贡献约20亿元订单规模，构成北美收入增长的主要支撑。公司目前已签约3家北美客户，包括订单规模约5亿元的服装龙头、约10亿元的美国7-Eleven及约11亿元的超市客户H-E-B。
- **欧洲市场兼具新增客户部署和存量设备换新需求，继续承担收入基本盘作用。**公司新签英国商超龙头Tesco，计划在两年内完成约3,000家门店的电子价签铺设，对应整体订单规模约10亿至15亿元；项目自2026H2开始贡献收入，交付高峰预计出现在2027年至2028H1。与此同时，公司2017—2018年获取的部分欧洲客户逐步进入设备更新周期，预计2027—2028年存量换新需求将进一步增加，为欧洲业务提供新增订单支撑。

图：全球客户与服务网络已形成规模化覆盖



数据来源： 公司招股书，公司公告，公司财报，公开新闻，东吴证券（香港）

Source: SCS HK research

仅供内部参考，请勿外传！

5. 盈利预测与估值

仅供内部参考，请勿外传！

盈利预测与估值

- **电子价签订单持续释放，AIoT硬件与软件服务共同拓展收入增量。** 我们预计公司2026—2028年营业收入分别为52.34/66.09/81.70亿元，同比增长24.3%/26.3%/23.6%。其中，电子价签收入预计分别达到47.26/58.61/70.91亿元，继续构成收入基本盘；智能购物车等配件及其他产品收入预计由2.60亿元增至5.66亿元，软件、SaaS及技术服务收入预计由2.47亿元增至5.12亿元。
- **规模效应与业务结构优化有望推动利润增速高于收入增速。**随着北美大客户、Tesco等项目进入交付期，产能及供应链利用效率有望提升，软件和技术服务收入占比增长也将改善整体盈利结构。我们预计公司2026—2028年综合毛利率分别为32.6%/32.9%/33.1%，归母净利润分别为6.39/8.92/11.57亿元，同比增长41.5%/39.4%/29.8%，对应EPS分别为1.51/2.11/2.74元。

人民币百万元	2025A	2026E	2027E	2028E
电子价签终端	3,843	4,726	5,861	7,091
同比增速（%）	*-6.6%*	*23.0%*	*24.0%*	*21.0%*
配件及其他产品	186	260	391	566
同比增速（%）	*-4.8%*	*40.0%*	*50.0%*	*45.0%*
软件、SaaS及技术服务	183	247	358	512
同比增速（%）	*2.5%*	*35.0%*	*45.0%*	*43.0%*
总收入	**4,212**	**5,234**	**6,609**	**8,170**
同比增速（%）	*-6.1%*	*24.3%*	*26.3%*	*23.6%*
毛利	**1,306**	**1,707**	**2,174**	**2,707**
毛利率（%）	*31.0%*	*32.6%*	*32.9%*	*33.1%*
归母净利润	**452**	**639**	**892**	**1,157**
净利率（%）	*10.73%*	*12.21%*	*13.50%*	*14.16%*

Source: SCS HK research

仅供内部参考，请勿外传！

盈利预测与估值

- **估值方法：**我们预计公司2026–2028年营业收入分别为52.34/66.09/81.70亿元，同比增长24.3%/26.3%/23.6%；经调整归母净利润分别为6.50/9.05/11.74亿元。公司电子价签业务已实现稳定盈利，海外订单释放有望推动利润持续增长，因此采用2026年经调整净利润及P/E进行估值。
- **可比公司：**萤石网络、天德钰及虹软科技分别代表智能硬件与物联网云平台、电子价签上游芯片及视觉AI软件商业模式。按2026年10月14日市值及2026年一致预期归母净利润测算，三家公司分别对应2026E P/E约30.2/23.2/38.9倍，平均约30.7倍。
- **估值：**我们认为，公司在全球电子价签市场具备领先份额，北美大客户订单及欧洲新增与换新需求支撑中期增长，“汉朔2.0”进一步拓展AIoT及软件服务空间；另一方面，现阶段收入仍以电子价签硬件为主，xPilot等AI产品尚处POC阶段。综合考虑公司行业地位、业绩增长确定性及AI业务商业化进度，我们给予公司2026年35x P/E，对应目标市值约224亿元及目标价52.98元。

代码	公司	核心业务	市值（亿元）	2026E归母净利润（亿元）	2026E P/E
688475.SH	萤石网络	智能硬件、视觉物联网及云平台服务	219.24	7.27	30.0x
688252.SH	天德钰	显示驱动芯片及电子价签相关芯片	75.78	3.26	23.2x
688088.SH	虹软科技	视觉AI算法及智能终端软件授权	114.01	2.93	38.9x
301275.SZ	汉朔科技	电子价签、AIoT终端及零售数字化平台	161.40	6.39	25.2x

Source: SCS HK research

仅供内部参考，请勿外传！

盈利预测与估值

资产负债表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	2,391	3,411	3,823	4,590
交易性金融资产	299	150	180	200
应收票据及账款	1,618	1,434	1,811	2,126
预付款及其他应收款	153	157	185	212
存货	1,108	1,305	1,519	1,721
其他流动资产	538	366	397	409
流动资产合计	**6,107**	**6,823**	**7,914**	**9,259**
固定资产及在建工程	424	369	525	708
使用权资产	69	80	75	70
无形资产及商誉	20	130	135	140
长期投资及非流动金融资产	9	40	40	40
其他非流动资产	461	419	496	572
非流动资产合计	**983**	**1,038**	**1,270**	**1,530**
资产总计	**7,089**	**7,861**	**9,184**	**10,789**
短期借款及一年内到期债务	333	250	200	150
应付票据及账款	2,198	2,512	2,977	3,443
合同负债	62	52	66	82
职工薪酬、税费及其他应付款	259	236	284	335
其他流动负债	2	2	2	2
流动负债合计	**2,854**	**3,052**	**3,530**	**4,011**
长期借款	54	120	80	50
租赁负债	47	50	45	40
预计负债及递延项目	57	80	75	70
非流动负债合计	**158**	**250**	**200**	**160**
负债合计	**3,012**	**3,302**	**3,730**	**4,171**
少数股东权益	0	0	0	0
所有者权益合计	**4,077**	**4,558**	**5,455**	**6,617**
负债和所有者权益总计	**7,089**	**7,861**	**9,184**	**10,789**

现金流量表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	-163	1,218	923	1,331
投资活动现金流	-1,215	-107	-310	-305
筹资活动现金流	1,244	-223	-229	-293
现金净增加额	-88	1,020	412	767

利润表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
销售收入	**4,212**	**5,234**	**6,609**	**8,170**
电子价签终端	3,843	4,726	5,861	7,091
配件及其他产品	186	260	391	566
软件、SaaS及技术服务	183	247	358	512
销售成本	-2,905	-3,527	-4,435	-5,463
毛利	1,306	1,707	2,174	2,707
税金及附加	-22	-21	-26	-33
销售费用	-337	-403	-489	-588
管理费用	-270	-304	-364	-433
研发费用	-203	-246	-311	-376
其他收益	19	16	20	25
信用及资产减值损失	-56	-26	-33	-41
经营利润	**438**	**723**	**971**	**1,261**
财务收入/（费用）	112	26	33	41
投资、公允价值及处置收益	-54	-52	-33	-41
营业外净收入/（支出）	-1	-2	-2	-2
利润总额	**495**	**695**	**969**	**1,258**
所得税费用	-43	-56	-78	-101
净利润	**452**	**639**	**892**	**1,157**
少数股东损益	0	0	0	0
归母净利润	**452**	**639**	**892**	**1,157**
扣非归母净利润	**477**	**650**	**905**	**1,174**

重要财务与估值指标	2025A	2026E	2027E	2028E
每股收益(元)	1.10	1.51	2.11	2.74
每股净资产(元)	9.65	10.79	12.91	15.67
每股经营现金流(元)	-0.39	2.88	2.18	3.15
ROE (%)	13.30	14.81	17.81	19.18
销售毛利率(%)	31.02	32.61	32.89	33.13
销售净利率(%)	11.32	12.42	13.69	14.37
资产负债率(%)	42.49	42.01	40.61	38.66
收入增长率(%)	-6.10	24.27	26.29	23.61
利润增长率(%)	-36.40	41.54	39.43	29.83
P/E	34.74	25.24	18.10	13.94
P/B	3.96	3.54	2.96	2.44
P/S	3.83	3.08	2.44	1.98

数据来源：iFinD，东吴证券（香港），如无特殊注明，相关数据的货币单位均为港元，预测均为东吴证券（香港）预测。

Source: SCS HK research

仅供内部参考，请勿外传！

风险提示

- **海外贸易及汇率波动风险：**公司境外收入占比较高，关税政策、贸易摩擦及主要结算货币汇率波动可能影响订单交付、毛利率及汇兑损益。
- **大客户订单交付及供应链风险：**若客户部署计划延后，或电子纸模组、芯片等原材料出现涨价和供应短缺，可能导致收入确认及盈利表现低于预期。
- **电子价签行业竞争加剧风险：**若主要厂商加大价格竞争及市场投入，可能对公司市场份额、产品售价及毛利率产生不利影响。
- **AI及新业务拓展不及预期风险：**若AI产品POC转化及商业化进度较慢，或智能购物车、机器人等新产品客户拓展不及预期，可能延缓第二增长曲线形成。

仅供内部参考，请勿外传！

東吳證券(香港)
SOOCHOW SECURITIES (HONG KONG)

www.dwzq.com.hk

SCS HK research