

评级：增持（首次）

市场价格：9.53元

分析师：冯胜

执业证书编号：S0740519050004

Email: fengsheng@zts.com.cn

分析师：万欣怡

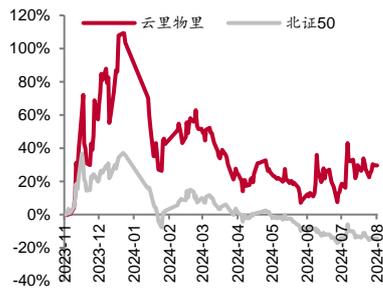
执业证书编号：S0740524070005

Email: wanxy@zts.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	81.52
流通股本(百万股)	29.22
市价(元)	9.53
市值(百万元)	776.87
流通市值(百万元)	278.42

股价与行业-市场走势对比



公司盈利预测及估值

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	156	189	240	303	377
营业收入增速(%)	-25%	21%	27%	26%	25%
净利润(百万元)	27	27	34	44	57
净利润增长率(%)	-41%	2%	27%	28%	28%
摊薄每股收益(元)	0.33	0.33	0.42	0.54	0.69
每股现金流量(元)	0.37	0.59	0.56	0.58	0.74
净资产收益率(%)	11%	11%	13%	15%	17%
P/E	29	29	23	18	14
P/B	3	3	3	3	2
PEG	-0.7	15.1	0.8	0.6	0.5

备注：股价取自2024年8月13日

报告摘要

■ 公司概况：

1) 深耕物联网设备十余载，产品矩阵丰富。蓝牙传感器与物联网模组为公司主要业务，2023年收入占比分别为75%/11%；2023年公司境外收入占比81%；目前公司凭借卓越的产品力已成为国家专精特新小巨人。近年来公司布局电子标签业务（2023年收入占比5%），打造第二增长曲线。

2) 业绩呈快速增长态势，盈利能力显著提升。2015-2023年公司营收CAGR达到33%，归母净利润CAGR达到51%，业绩呈快速增长态势；毛利率从39%提升至44%，归母净利率从4%提升至14%。

3) 实控人从业经验丰富，员工持股激发团队活力。公司实控人庄严、张敏、龙招喜三人均在电子行业有丰富的的工作经验，截至目前，实控人团队总持股比例为61%；2024年6月公司实施完成了员工持股计划，激发核心团队积极性。

■ 电子标签：

1) 市场概况：电子标签下游以零售业为主，蓝海市场前景广阔。全球电子标签市场规模从2017年的28亿元增长至2023年的169亿元，CAGR为35%。欧美起步较早，2023年法国/美国电子标签市场渗透率达60%/30%，我国渗透率仅15%，市场规模约57亿元，增长空间广阔。零售业为电子标签的主要应用领域，2021年其应用占比达87%，未来随着智慧零售、智慧医疗、智慧物流等新兴应用场景的发展，电子标签市场将持续扩容。

2) 公司亮点：技术与产品优势明显。技术方面，公司的电子标签采用电子墨水屏与低功耗蓝牙技术，前者相较于传统的纸张与液晶屏具有环保节能、护眼长效、反复刷新、画面持久的优势，后者相较于WiFi、ZigBee等短距离通信技术具有低功耗、传输安全、兼容性广等优势，共同高效赋能电子标签。产品方面，公司产品线丰富，涵盖标签、桌牌、门牌、工位牌等多样化产品，且支持个性化定制，同时在研数智物联电子标牌系列产品，进一步巩固竞争力。

■ 蓝牙传感器：

1) 市场概况：物联网产业蓬勃发展为蓝牙传感器带来新增长机遇。传感器为物联网采集数据的关键组件，蓝牙信标为物联网传感器的重要分支，通常与传感器深度融合，实现多场景定位与监测。全球物联网传感器市场规模有望从2020年的124亿美元增长至2030年的1418亿美元，CAGR为28%；全球低功耗蓝牙信标市场规模有望从2020年的13亿美元增长至2028年的294亿美元，CAGR

为 48%。多重因素推动市场容量扩张：①物联网产业普及；②人口红利消退；③蓝牙信标技术降本增效特性凸显。

2) 公司亮点：注重研发创新，客户资源优质。研发方面，目前公司将已有的低功耗蓝牙技术用于旗下所有传感器及信标产品，同时在研环境检测等传感器以进一步丰富产品线。**客户方面**，2019-2021 年公司 TOP5 客户多为国际知名客户，客户资源优质，助力公司产品与服务高附加值输出。

- **给予“增持”评级。**公司为蓝牙传感器领先企业，受益于物联网需求回暖及新产品推出，主业业绩高增确定性较强，同时拓展电子标签蓝海市场，有望贡献业绩增量。预计 2024-2026 年公司归母净利润为 3443、4413、5658 万元，据 2024 年 8 月 13 日股价，对应 PE 为 23、18、14X。首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示：**海外市场变化、市场竞争加剧、产品及技术创新、人才流失、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等风险

内容目录

1、蓝牙传感器小巨人，业绩快速增长	5 -
1.1、深耕物联网技术十余载，产品矩阵丰富	5 -
1.2、业绩呈快速增长态势，净利率稳步增长	7 -
1.3、实控人从业经验丰富，员工持股激发团队活力	10 -
2、布局电子标签蓝海市场，挖掘增长新机遇	12 -
2.1、市场概况：下游以零售行业为主，蓝海市场前景广阔	12 -
2.2、公司亮点：技术与产品优势明显，电子标签业绩表现亮眼	14 -
3、蓝牙传感器为基本盘，产业物联网驱动增长	17 -
3.1、市场概览：物联网赋能蓝牙传感器，新机遇即将到来	17 -
3.2、公司亮点：注重研发创新，深耕海外市场不断拓展新客户	19 -
4、盈利预测与估值	22 -
5、风险提示	24 -

图表目录

图表 1：公司发展历程	5 -
图表 2：公司主要产品	6 -
图表 3：公司营业总收入及 YOY	7 -
图表 4：公司归母净利润及 YOY	7 -
图表 5：公司营收分产品情况	8 -
图表 6：公司营收分市场情况	8 -
图表 7：公司毛利率分产品情况	8 -
图表 8：公司毛利率分市场情况	8 -
图表 9：公司毛利率与归母净利率	8 -
图表 10：公司期间费用率	8 -
图表 11：公司经营性现金流净额（百万元）	9 -
图表 12：公司存货及应收账款周转天数	9 -
图表 13：公司资产负债率和有息负债率	9 -
图表 14：公司剔除预收款后的资产负债率	9 -
图表 15：公司与可比公司毛利率、净利率和研发费用率对比	9 -
图表 16：公司股权结构图（截至 2024 年 8 月 8 日）	10 -
图表 17：公司管理层介绍	10 -
图表 18：员工持股计划考核目标	11 -
图表 19：电子价签市场产业链	12 -
图表 20：电子标签示意图	13 -

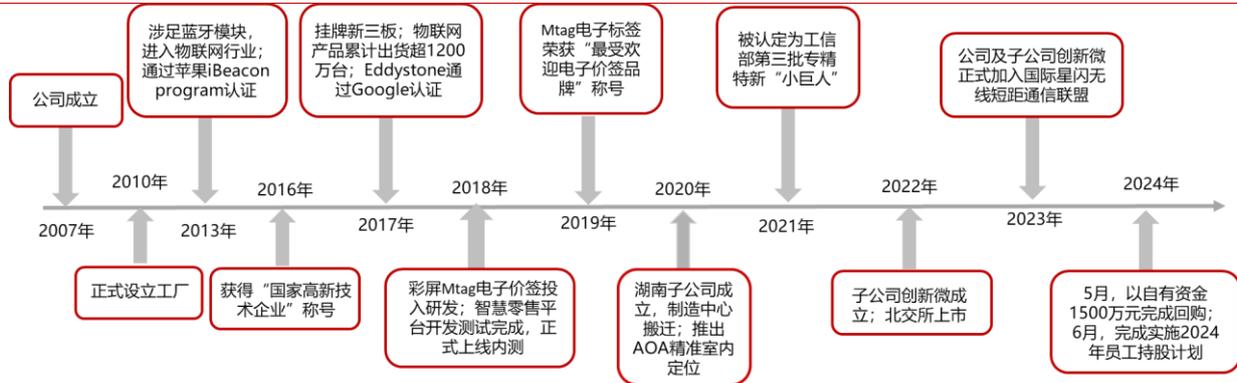
图表 21: 2021 年电子价签主要应用领域.....	- 13 -
图表 22: 全球电子价签市场规模及增速.....	- 13 -
图表 23: 2023 年部分国家电子价签市场渗透率对比.....	- 13 -
图表 24: 全球电子价签主要玩家收入 (亿元)、市场份额情况.....	- 14 -
图表 25: 全球电子价签主要玩家简介.....	- 14 -
图表 26: 主要短距离无线通信技术对比.....	- 15 -
图表 27: 墨水屏桌牌相较于传统的纸质和液晶桌牌具备显著优势.....	- 15 -
图表 28: 电子标签产品矩阵丰富.....	- 15 -
图表 29: 公司电子价签相关研发项目 (截止 2023 年).....	- 16 -
图表 30: 公司电子价签收入及增速.....	- 16 -
图表 31: 公司电子价签毛利率情况.....	- 16 -
图表 32: 全球物联网设备连接量.....	- 17 -
图表 33: 中国物联网设备连接量.....	- 17 -
图表 34: 蓝牙信标具有丰富的应用场景.....	- 18 -
图表 35: 全球低功耗蓝牙信标市场规模及增速.....	- 18 -
图表 36: 全球物联网传感器市场规模及增速.....	- 19 -
图表 37: 公司在智能硬件领域的主要竞争对手.....	- 19 -
图表 38: 公司传感器产品矩阵丰富.....	- 20 -
图表 39: 公司蓝牙信标产品矩阵丰富.....	- 20 -
图表 40: 云里物里蓝牙传感器相关在研项目 (截至 2023 年).....	- 21 -
图表 41: 公司蓝牙传感器收入及增速.....	- 21 -
图表 42: 公司蓝牙传感器毛利率情况.....	- 21 -
图表 43: 公司盈利预测.....	- 22 -
图表 44: 可比公司与估值.....	- 23 -
图表 45: 公司盈利预测模型.....	- 25 -

1、蓝牙传感器小巨人，业绩快速增长

1.1、深耕物联网技术十余载，产品矩阵丰富

- **成长步履稳健的蓝牙传感器小巨人。**公司于2007年成立，目前主业涵盖蓝牙传感器、物联网模组、物联网网关、电子标签等智能硬件产品，及搭载物联网云平台系统的软件产品，产品广泛应用于智慧仓储、智慧楼宇、智慧医疗、智慧零售、智慧场馆等的产业物联网领域。公司以境外客户为主，主要包括从事各大物联网应用领域的生产企业、物联网综合方案提供商以及终端企业用户。2013年公司进军蓝牙模块市场，并率先引入苹果 iBeacon 协议；2017年物联网产品累计出货超1200万台，Eddystone通过Google认证；2018年开始研发彩屏 Mtag 电子价签；2020年推出 AOA 精准室内定位；2022年子公司创新微成立，北交所上市；2023年加入星闪联盟，有助于推动技术、产品创新与市场推广；2024年实施员工持股计划，激发团队积极性。

图表 1：公司发展历程



来源：公司官网、公司公告，中泰证券研究所

- 公司主要产品为蓝牙传感器、物联网网关、物联网模组和电子标签。

①**蓝牙传感器**包括信标传感器、温湿度传感器、门磁传感器等产品，可实现位置信号传输功能、环境状态信息推送功能以及多场景应用功能，具有数据的传输功耗低、连接速度快、安全性高等特点，能够综合解决终端客户在人员定位追踪管理、导航定位、信息推送、资产管理及环境监控等管理应用方面的需求，广泛应用于仓储、园区厂区、医疗、零售等场景中。

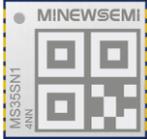
②**物联网网关**主要包括蓝牙网关，其向下通过蓝牙连接控制蓝牙设备并且监测接收其蓝牙信号，向上通过网络接口将 BLE（Bluetooth Low Energy，低功耗蓝牙）设备的数据进行解析识别并上传到物联网云平台。

③**物联网模组**主要包括蓝牙模组，赋能传统制造行业或消费电子行业，使其产品快速实现智能化连接与控制，具有低功耗、抗干扰、尺寸小、距离远、成本低等特点，应用于环境监控与管理、工业、电源管理、医疗健身、照明、消费电子等领域中；此外，公司根据客户需求提供模组

加工服务，主要包括 4G 模组、WiFi 模组等物联网模组，应用于共享充电宝相关产品。

④**电子标签**包括 MTag 系列电子标签等，采用电子纸显示屏和蓝牙芯片，运用 BLE5.0 与私有 2.4GHz 无线协议相结合技术，与网关、云平台搭配，形成面向各大企业级终端客户的系统解决方案，具有**功耗低、刷新速度快、稳定性高、传输安全、显示内容可自由定义以及可视范围广**等特点，适用于零售、仓储、办公、医疗等场景。

图表 2：公司主要产品

主要产品类型	主要分类	主要产品简介	主要产品图例
蓝牙传感器	便携式信标	便携式信标，可配置按键或 LED 指示灯，卡片或小方块形状、挂孔的设计方便佩戴或携带，电池寿命长，用于人员的接触追踪、物品追踪管理。	
	医用手环信标	医用型手环是为医院患者等用户群体研发的一款定位手环，该设备支持 BLE 5.0 技术，通过室内定位技术可快速地检测佩戴者的活动轨迹和状态，帮助工作人员更好地管理佩戴者位置，第一时间为佩戴者提供帮助。	
	温湿度传感器	该产品将环境温湿度转换为相应的数字信号，通过连接无线网络，将温湿度数据上传到手机/服务器，具有长期稳定性、低延滞性、以及抗化学污染性。	
物联网网关	蓝牙智能网关	蓝牙智能网关是公司自主研发的蓝牙设备控制中心，向下通过蓝牙连接控制蓝牙设备并且监测接收其蓝牙信号；向上通过网络接口将 BLE 蓝牙设备的数据进行解析识别并上传到物联网云平台。	
物联网模组	蓝牙模块	以 MS45SF11 为例，它是采用 Nordic nRF5340 设计的贴片蓝牙 5.4 模块，同时是一款高性能、低功耗、双内核的片上系统 (Soc) 解决方案，适合蓝牙低功耗的应用及蓝牙高端应用。	
	GNSS 模块	以 MS35SN1 为例，它是一款多星系、并发、五星十频 L1+L5 定位的 GNSS 模块。内置 MTK 先进制程 GNSS Soc 芯片，集成主频高达 530MHz ARM Cortex-M4 FPU and MPU，模块支持多卫星系统，具备出色的定位性能，同时保持低功耗。	
	LoRa 模块	以 MS23SF14 为例，它是一款低功耗、超远距离、易用小巧，具有多接口支持，更大的传输功率，更高的接收灵敏度，支持 LoRaWAN® 标准规范的物理层协议，还支持快速的建立私有的远距离传输网络协议。	
	UWB 模块	以 MS01SF17 为例，它基于 Nordic nRF52833 芯片做为主控，Decawave 最新 DW3120 芯片做 UWB 测距，且带有加速度传感器，可满足工业智能，安全生产，仓储物流，智慧城市，公检法司等场景需求。	

电子标签

MTag 系列电子标签

MTag 系列电子标签是公司自主研发生产的第一代电子标签系列产品，具有功耗低、刷新速度快、稳定性好、传输安全等特点，屏幕采用电子纸显示屏，显示内容可自由定义，近 180° 观看视角，可视范围大。作为一种电子显示装置，其不仅能够展示商品名称、产地、价格以及图片和二维码等多种信息，还可以自定义编辑显示信息，已应用在零售、仓储、医疗，办公等多个领域。



来源：公司公告、创新微官网，中泰证券研究所

1.2、业绩呈快速增长态势，净利率稳步增长

- **业绩整体呈快速增长态势。**公司营收从 2015 年的 1898 万元增长至 2023 年的 1.89 亿元，CAGR 为 33%，呈高速增长态势；归母净利润从 2015 年的 72 万元增至 2023 年的 2711 万元，CAGR 为 57%。2022 年业绩下降主要原因为：境外疫情管控措施整体放宽，与防疫管控相关的蓝牙传感器需求下行较快；经济下行、国内疫情反复及地区封控等多重因素对公司业务开展及销售发货均产生不利影响。2024Q1 营收为 5793 万元，同比+52%，归母净利润为 847 万元，同比+24%，主要受益于大客户订单释放，业绩实现高增。

图表 3：公司营业总收入及 YOY



来源：Wind，中泰证券研究所

图表 4：公司归母净利润及 YOY



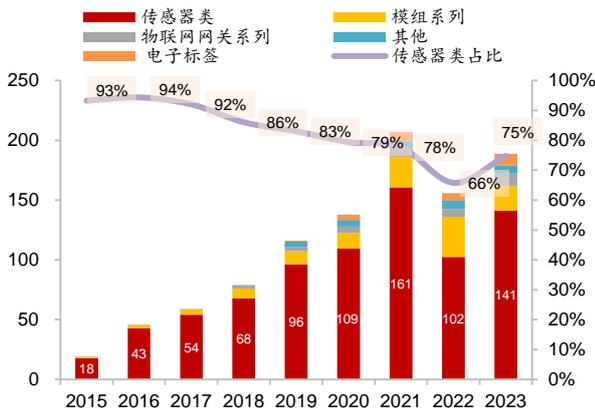
来源：Wind，中泰证券研究所

- **收入来源：蓝牙传感器、境外市场贡献主要收入。**

分产品看，蓝牙传感器为主要收入来源，2023 年其收入为 1.41 亿元，占比 75%，收入占比由 2015 年的 93% 变动至 2023 年的 75%；2023 年模组收入 2063 万元，收入占比从 2015 年的 6% 变动至 2023 年的 11%；2024Q1 蓝牙传感器收入同比+1385 万元，物联网网关收入同比+514 万元。物联网网关系列产品毛利率领先于其他品类，2019 年以来保持在 50% 以上，其次是传感器类产品，2019 年以来毛利率保持在 40% 以上，电子标签毛利率从 2019 年的 25% 提升至 2023 年的 34%。

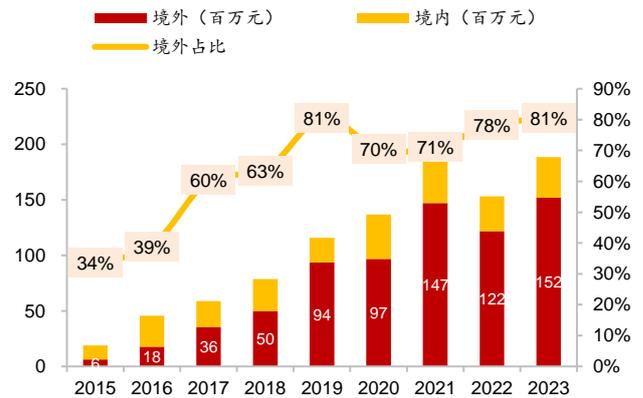
分市场看，境外市场为主要营收来源，2023 年境外市场收入 1.52 亿元，占比 81%，境外收入占比从 2015 年的 34% 变动至 2023 年的 81%。2015 年以来，境外市场毛利率均高于境内市场，维持在 40% 以上。

图表 5：公司营收分产品情况



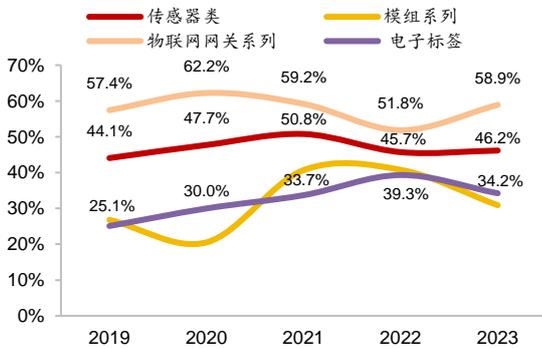
来源：Wind，中泰证券研究所

图表 6：公司营收分市场情况



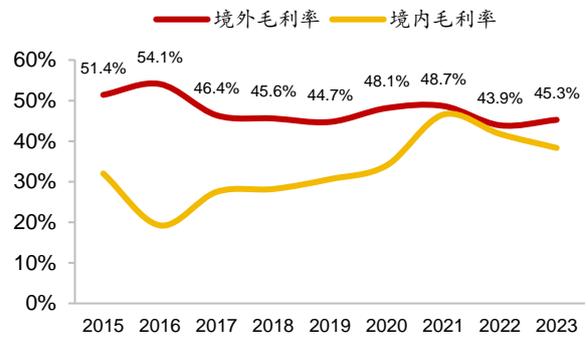
来源：Wind，中泰证券研究所

图表 7：公司毛利率分产品情况



来源：Wind，中泰证券研究所

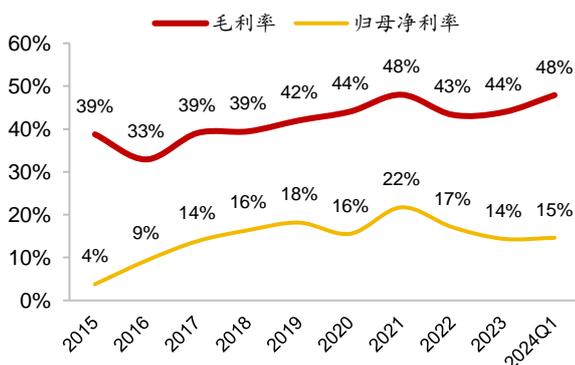
图表 8：公司毛利率分市场情况



来源：Wind，中泰证券研究所

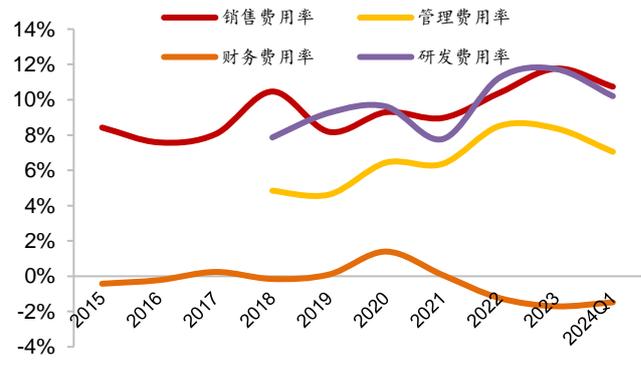
- **盈利能力分析：**2015-2023 年，公司的毛利率从 39% 提升至 44%，归母净利润率从 4% 提升至 14%，盈利能力显著提升。2024Q1 公司毛利率与归母净利润率分别为 47.89%、14.62%，分别同比 +6.02pp、-3.31pp。
- **费用率分析：**2018 年以来，研发费用率保持在 7% 以上，销售管理费用率和管理费用率呈上升趋势，财务费用率呈下降趋势。2024Q1 销售/管理/研发/财务费用率分别为 10.74%/7.05%/10.20%/-1.48%，分别同比 -0.68pp/-2.71pp/-2.56pp/-0.09pp。

图表 9：公司毛利率与归母净利润率



来源：Wind，中泰证券研究所

图表 10：公司期间费用率

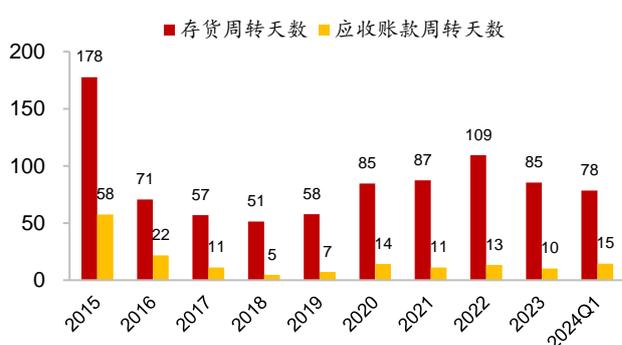


来源：Wind，中泰证券研究所

- **公司经营净现金流充沛。**2016-2023 年，公司经营净现金流始终为正，现金流充沛。2024Q1 公司经营性现金流为-233 万元，主要原因是政府补助减少，以及购买商品流出增加与支付职工现金增加。2016 年以来，公司存货周转天数在 51~109 天之间波动，应收账款周转天数在 5~22 天之间波动。

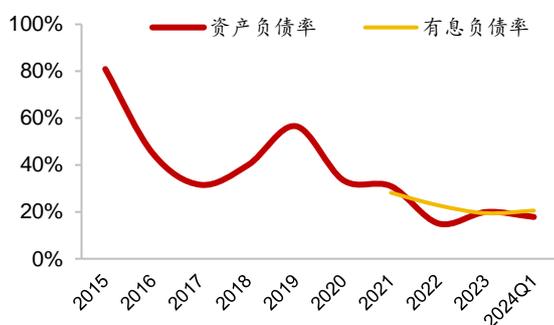
图表 11：公司经营性现金流净额（百万元）


来源：Wind，中泰证券研究所

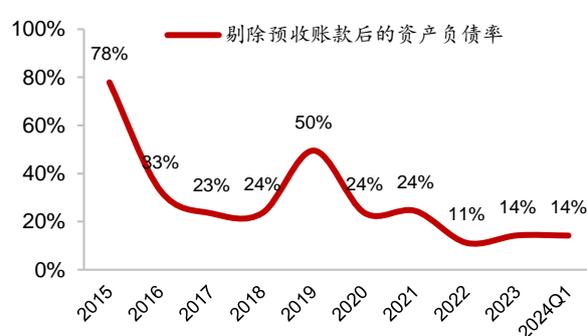
图表 12：公司存货及应收账款周转天数


来源：Wind，中泰证券研究所

- **偿债能力分析：**2015 年以来，公司的资产负债率、有息负债率及剔除预收账款后的资产负债率呈现显著的下降态势，2024Q1 资产负债率、有息负债率及剔除预收款后的资产负债率分别为 18%、21%、14%，处于较低水平，偿债能力良好。

图表 13：公司资产负债率和有息负债率


来源：Wind，中泰证券研究所

图表 14：公司剔除预收款后的资产负债率


来源：Wind，中泰证券研究所

- **可比公司对比：**选取以传感器为主业的柯力传感、森霸传感、汉威科技作为云里物里的可比公司，2021-2024Q1 公司的毛利率显著高于业内均值；2020-2023 年公司净利率低于业内均值；2020-2024Q1 公司的研发费用率高于业内均值。

图表 15：公司与可比公司毛利率、净利率和研发费用率对比

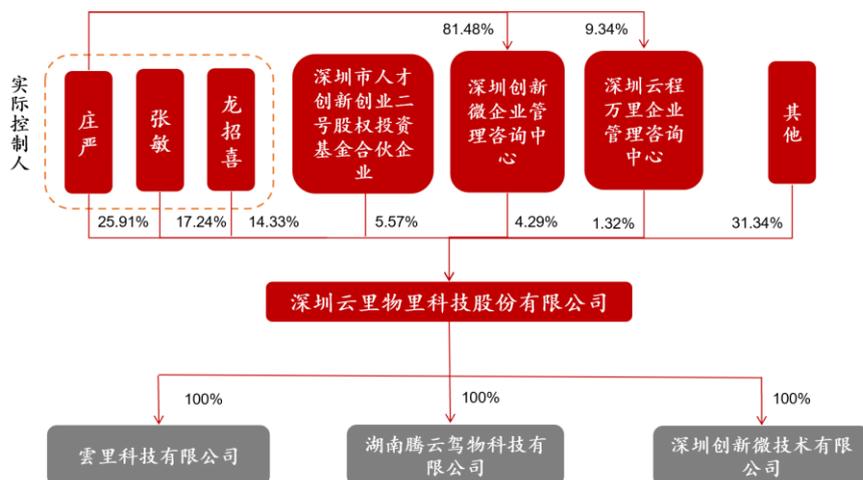
对比项目	公司简称	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024Q1
毛利率	柯力传感	41.14%	38.31%	40.24%	43.05%	43.36%
	森霸传感	59.09%	49.71%	37.72%	38.26%	34.87%
	汉威科技	33.47%	33.47%	28.37%	30.22%	23.59%
	平均值	44.57%	40.50%	35.44%	37.17%	33.94%

	云里物里	44.06%	48.00%	43.31%	43.91%	47.89%
净利率	柯力传感	26.77%	24.84%	25.99%	31.27%	20.30%
	森霸传感	46.81%	40.33%	17.20%	19.14%	13.56%
	汉威科技	12.86%	14.04%	11.53%	5.81%	1.74%
	平均值	28.81%	26.41%	18.24%	18.74%	11.87%
	云里物里	15.56%	21.72%	17.08%	14.38%	14.62%
研发费用率	柯力传感	5.61%	5.78%	8.01%	9.13%	8.78%
	森霸传感	3.51%	4.21%	5.78%	6.65%	7.69%
	汉威科技	6.62%	6.82%	7.53%	8.36%	8.39%
	平均值	5.25%	5.60%	7.11%	8.05%	8.29%
	云里物里	9.62%	7.77%	11.25%	11.74%	10.20%

来源：公司公告、Wind，中泰证券研究所

1.3、实控人从业经验丰富，员工持股激发团队活力

- **股权结构较为集中，实控人从业经验丰富。**公司实控人为庄严、张敏、龙招喜，庄严先生为公司董事长，张敏先生为公司总经理，龙招喜先生为副总经理。截至2024年8月8日，庄严持有公司29.53%的股份，其中直接持股25.91%，间接持股3.62%，张敏持有公司17.24%的股份，全为直接持股，龙招喜持有公司14.33%的股份，全为直接持股。实控人庄严、张敏、龙招喜三人在电子行业具备丰富的工作经验。

图表 16：公司股权结构图（截至2024年8月8日）


来源：Wind，中泰证券研究所

图表 17：公司管理层介绍

姓名	年龄	职位	简介
庄严	44	董事长、董事	男，1980年4月生，毕业于新加坡国立大学，硕士学历。2000年7月至2000年12月，任职于赛格电子市场，担任电脑技术员；2001年1月至2002年5月，任职于深圳记忆科技有限公司，担任品管组长；2002年6月至2004年3月，任职于深圳同洲电子股份有限公司，担任生产主管；2004年4月至2008年2月，任职于深圳市动力时代科技有限公司，担任总经理；2008年3月至2017年6月，任有限公司执行董事、总经理；2017年6月至2023年5月，担任股份公司董事长、总经理；2023年5月至今担任股份公司董事长。
张敏	44	总经理、董事	男，1980年7月生，2007年6月毕业于中山大学，本科学历。2003年7月至2006年6月，任职于华为技术有限公司，担任测试工程师；2006年7月至2008年4月，任职于新加坡蓝筹技术有限公司深圳办事处，担任办事处负责人；2008年6月至2017年6月，任有限公司国外业务部销售总监；2017年6月至2023年5月，担任股份公司董事、副总经理；2023年5月至今担任股份公司董事、总经理。

龙招喜	45	副总经理、董事	男，1979年12月生，毕业于湘潭大学，本科学历。2000年6月至2001年3月，任职于坪山竹坑振升制品厂，担任电子工程师；2001年4月至2004年7月，任职于汕头市华星电子科技有限公司深圳办事处，担任开发工程师；2004年8月至2008年7月，任职于深圳市世耀科技有限公司，担任销售经理；2008年8月至2009年12月，任职于芯科实验室有限公司，担任销售工程师；2010年1月至2017年6月，担任有限公司国内业务部销售总监（2008年3月至2017年6月，担任有限公司监事）；2017年6月至今，担任股份公司董事、副总经理。
席洋	32	董事会秘书	男，1992年2月出生，中国国籍，无境外永久居留权，本科学历，曾任广东好太太科技集团股份有限公司证券事务专员、天马微电子股份有限公司证券事务高级专员；2020年10月加入深圳云里物里科技股份有限公司，现任深圳云里物里科技股份有限公司董事、董事会秘书。
姚素琴	34	财务负责人	女，1990年出生，中国国籍，无境外永久居留权，山东大学本科学历，税务师（非执业）、中级会计师、中级审计师。2011年7月至2015年6月，就职于长园集团股份有限公司，曾任内审专员、内审主管；2015年9月至2017年8月，深圳市凯恩应用化学技术有限公司，任财务部副经理；2017年12月至2019年5月，就职于华大基因科技有限公司，任财务报告主管；2019年5月至2020年5月，就职于恒大高科技集团有限公司，任审计管理；2020年7月至今，就职于深圳云里物里科技股份有限公司，现任深圳云里物里科技股份有限公司财务负责人。

来源：公司公告、Wind，中泰证券研究所

- **员工持股激发团队活力。**公司于2024年4月发布员工持股计划，共投入不超过674万元，为不超过73名员工（占员工总数的16.98%）提供股权激励，业绩考核目标为：以2023年业绩为基数，2024-2026年营收增速不低于20%、44%、72%。

图表 18：员工持股计划考核目标

解锁期	公司层面业绩考核要求
第一个解锁期	以2023年业绩为基数，2024年营业收入比业绩基数增长率不低于20%
第二个解锁期	以2023年业绩为基数，2025年营业收入比业绩基数增长率不低于44%
第三个解锁期	以2023年业绩为基数，2026年营业收入比业绩基数增长率不低于72%

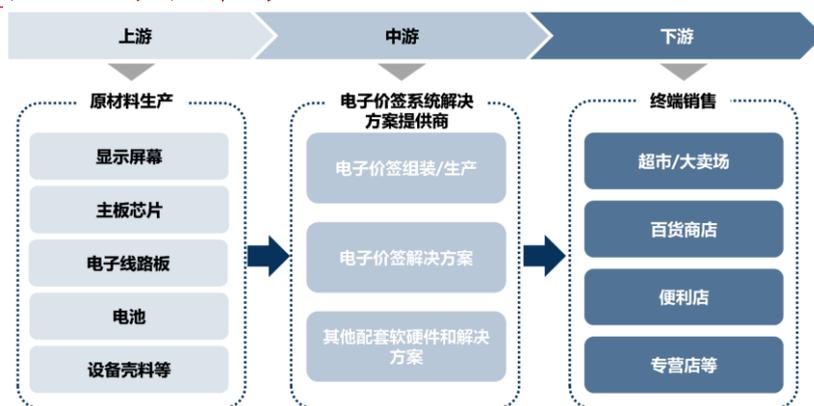
来源：公司公告、Wind，中泰证券研究所

2、布局电子标签蓝海市场，挖掘增长新机遇

2.1、市场概况：下游以零售行业为主，蓝海市场前景广阔

- **电子标签简介：**电子标签（又名电子价签、电子货架标签，Electronic Shelf Label，简称 ESL）是一种放置在货架上，可替代传统纸质标签的电子显示装置。其主要分为黑白标签、红黑白价签与七色价签等类型。与传统纸质价签相比，电子标签在节约经营成本、提高管理效率、提升用户体验、创新营销模式等方面具备显著优势。
- **产业链：**上游原材料包含显示屏幕、电子线路板、主板芯片、电池、设备壳料等，显示屏幕是最主要的原材料，其中以电子纸显示器居多，电子纸显示器的显示介质是电子墨水，其他原材料还有液晶显示器等。中游主要是系统解决方案提供商。下游以超市/大卖场、百货商店、便利店、专营店为主要应用，也可应用于工业化场景，如工厂仓储和生产管理等场景。

图表 19：电子价签市场产业链



来源：沙利文，中泰证券研究所

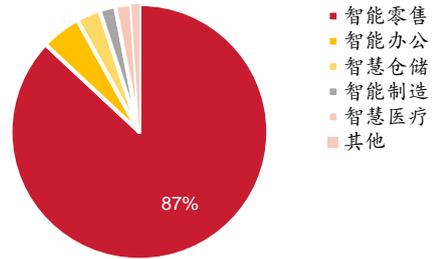
- **应用端：**在零售领域，电子标签放置在货架上，用以显示价格等商品信息，通过有线或无线网络与商品信息数据库相连，形成完整的电子标签系统。在仓储领域，其具有的显示功能和定位功能，能解决仓库纸质标签容易脱落和线上信息没有同步、更新慢及库存商品定位困难的问题；在办公领域，通过使用电子桌牌，省去了纸质桌牌的打印、更换等流程，提升了客户体验；在医疗领域，主要用作信息看板、床头卡、医生随身病历、药盒标签和医院药房等，通过线上和线下信息的连接，提高医院的运营效率。据洛图科技，电子价签主要应用于零售领域，2021年占比达87%。

图表 20：电子标签示意图



来源：公司官网，中泰证券研究所

图表 21：2021 年电子价签主要应用领域



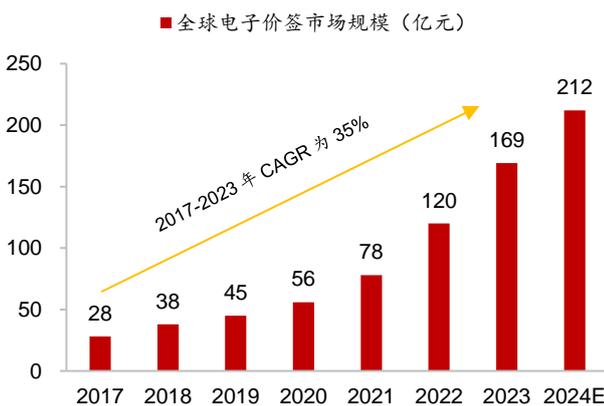
来源：洛图科技，中泰证券研究所

■ 从发展历史看，电子价签主要受实体零售商的追捧。

1) 国外起步早，法国最为领先。1990s，电子标签在欧洲诞生，随着欧洲人工成本的上升及电子标签技术降本增效特性突显，而被广泛运用在零售商的各大门店。据观研天下，当前全球电子价签市场增量主要集中在欧美地区，其中 2023 年法国市场渗透率达 60%，处于全球领先水平。据 CINNO，全球电子价签市场规模从 2017 年的 28 亿元增长至 2023 年的 169 亿元，CAGR 为 35%，2024 年有望达 212 亿元。

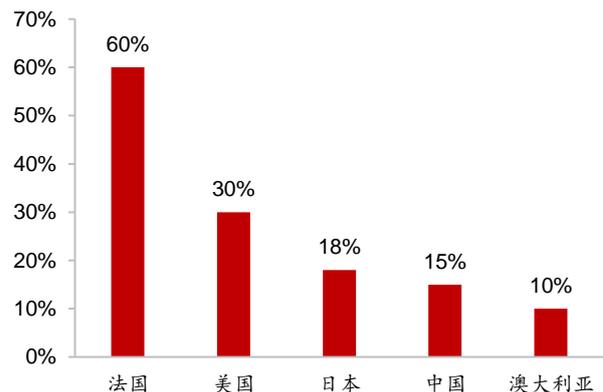
2) 国内渗透率低，成长空间广阔。在中国市场，沃尔玛于 2011 年率先在中国开始了货架标签电子化的尝试，但由于成本较高，下游市场接受度处于缓慢发展的阶段。2016 年“新零售”开始日益流行，随着电子价签的技术与应用价值不断丰富，电子价签成为门店数字化的必备手段，永辉超市、物美、京客隆、大润发等国内领先的零售商均逐渐采用电子价签。据观研天下，2023 年我国电子价签市场渗透率仅为 15%，行业仍处于发展初期。据 CINNO 及汉朔科技公告测算，2023 年我国电子价签市场规模约 57 亿元，未来仍有广阔成长空间。

图表 22：全球电子价签市场规模及增速



来源：CINNO，中泰证券研究所

图表 23：2023 年部分国家电子价签市场渗透率对比



来源：观研天下，中泰证券研究所

■ 行业竞争格局：以外资主导，行业集中度较高。据 CINNO，2023 年全球电子价签市场 CR4 为 91%，前四大公司为 SES、汉朔科技、SoluM、Pricer，市场份额（出货量口径）分别为 31%、28%、22%、10%，收入分别为 61、38、44、18 亿元。汉朔科技为国内龙头，其余市场份额大多被外资占据，国产替代空间较为广阔。

图表 24：全球电子价签主要玩家收入（亿元）、市场份额情况

排名	公司名称	国家	2021 年收入	2022 年收入	2023 年收入	2023 年全球市场份额（出货量口径）
1	SES	法国	32.26	43.91	61.29	31%
2	汉朔科技	中国	16.13	28.58	37.75	28%
3	SoluM	韩国	11.49	17.58	43.68	22%
4	Pricer	瑞典	13.27	15.07	17.85	10%

来源：汉朔科技公告，中泰证券研究所

图表 25：全球电子价签主要玩家简介

公司名称	证券简称/代码	可比业务	公司情况
SES	VU (ENXTPA)	电子价签系统、SaaS 云服务、智能营销屏	SES 于 1992 年在法国成立，已在法国 Euronext 证券交易所上市，是全球领先的电子价签、数字货架等零售物联网数字化解决方案提供商。SES 提供包括电子价签、数字货架屏、WiFi 转换器等零售物联网硬件，以及云平台解决方案，可提供数字货架效率提升、消费者交互、门店数据分析等功能。SES 服务全球超 60 个国家的约 350 家客户，已累计在约 4 万家门店安装约 4 亿片电子价签。
Pricer	PRICB (OM)	电子价签系统	Pricer 于 1991 年在瑞典成立，已在瑞典斯德哥尔摩证券交易所上市，是针对零售客户提供电子货架解决方案的国际领先供应商。Pricer 已累计出货超过 2.8 亿片电子价签，安装在全球超过 70 个国家的 2.5 万个门店。
SoluM	A248070 (KOSE)	电子价签系统	SoluM 于 2015 年在韩国成立，分拆自韩国三星公司，主营业务为向韩国及全球零售商提供包括电子价签在内的零售解决方案，目前已向全球超过 35 个国家的 8000 家门店累计出货超过 1 亿只电子价签产品，客户覆盖美国 Lowe's、德国 ALDI 南、西班牙 BonPreu、法国家乐福、麦德龙、梅西百货、英国 TESCO、韩国乐天玛特等零售商。
汉朔科技	未上市	电子价签	汉朔科技成立于 2012 年，围绕零售门店数字化领域，构建了以电子价签系统、SaaS 云平台服务等软硬件产品及服务为核心的业务体系。
云里物里	872374.BJ	电子价签	公司于 2007 年成立，目前主业涵盖蓝牙传感器、物联网模组、物联网网关、电子标签等智能硬件产品，及搭载物联网云平台系统的软件产品。

来源：Wind、汉朔科技公告，中泰证券研究所

2.2、公司亮点：技术与产品优势明显，电子标签业绩表现亮眼

- 依托电子墨水屏与低功耗蓝牙技术，自主研发多系列 ESL 电子标签，助力各行业数字化转型。
- 技术优势：低功耗蓝牙技术与电子墨水屏。公司的电子标签采用 BLE 5.0、私有 2.4GHz 无线协议技术以及电子墨水屏，能够与公司物联网传感器兼容，可实现自定义编辑、云端操作改价或支付等多种功能。电子墨水屏又称为电子纸，显示效果接近于自然纸张，公司较好地利用了电子墨水屏的特点，打造具有功耗低、刷新快、寿命长、断电显示、全彩显示等优势的 ESL 电子标签。目前，在短距离物联网通信中，主要有蓝牙、WiFi、Zigbee 等近场通信技术，属于中速率传输，速度一般小于 1Mbps。公司主要采用以蓝牙为代表的短距离中速率无线通信技术进行产品研发，蓝牙传输速度和距离相对有限，但具备低功耗、高性能、低成本、传输稳定、兼容性广等优势。

图表 26：主要短距离无线通信技术对比

名称	频段	使用距离	传输速率	功耗	应用领域
蓝牙	2.4GHz	≤10m(经典蓝牙), ≤300m(低功耗蓝牙)	≤24Mbps(经典蓝牙), ≤2Mbps(低功耗蓝牙)	较低	音频传输、数据的传输、位置服务和设备网络等
WiFi	2.4GHz	100m	11-54Mbps	高	室内通信、智能家居等
ZigBee	2.4GHz/868MHz/915MHz	10-75m	250kbps	低	传感、医疗等
NFC	13.56MHz	≤0.1m	106-424kbps	低	无线支付等
UWB	3.1~10.6GHz	10m	数百 Mbps-数 Gbps	低	高精度定位等

来源：公司公告，中泰证券研究所

- 电子墨水屏桌牌具有环保节能、绿色护眼的特点，可重复刷新，画面能够长久持续显示而不消失、不耗电。**相比之下，传统液晶桌牌则存在四大问题：①动态显示亮度太高，过于显眼，拍照时容易闪屏；②需要持续提供电源，断电后无法正常显示；③会议期间全部液晶桌牌亮起，会造成光污染，导致会后视觉疲劳；④频繁充电存在安全隐患，电池待机时长大大降低。电子桌牌的使用，解决了这些问题，为会议提供了更加环保和高效的解决方案。

图表 27：墨水屏桌牌相较于传统的纸质和液晶桌牌具备显著优势

桌牌类型	墨水屏会议桌牌	纸质会议桌牌	液晶会议桌牌
示意图			
显示效果	显示清晰，不闪屏	显示效果不够高端	液晶显示容易闪烁，使用时太抢镜
功能优势	丰富的模板自定义	显示单一	显示内容自定义
使用功率	无线操作，可批量传输到多个会议牌	每次打印、裁剪修改很麻烦	通过后台实现传输使用方便
使用成本	可重复使用	不可重复利用成本并不便宜	可重复使用
节能	电子墨水屏功耗极低，断电可正常显示	无需电池	需要持续提供电池，断电无法显示
环保	减少纸张的浪费，减少污染	一次性使用，用完废弃，不环保	减少纸张的浪费但功耗高
产品档次	类似纸张效果，108° 视角，清晰显示，提升企业形象	档次不够高大上	拍照时屏幕会出现条纹，当摄像时屏幕会闪烁影响照片

来源：公司公众号，中泰证券研究所

- 产品优势：产品矩阵丰富，支持个性化定制。**公司电子标签产品包含 ESL 电子价签、电子桌牌、电子门牌、电子工位牌等，产品系列丰富，尺寸选择涵盖从 1.54"至 31.2"的广泛屏幕尺寸，广泛适用于智慧零售、智能仓储、无纸化办公、数字教育医疗等领域，公司还可根据客户需求进行个性化定制服务。

图表 28：电子标签产品矩阵丰富

产品系列	代表产品名称	适用场景	示意图
ESL 电子标签	七彩款单面屏电子标签	零售商超、工业仓储、无纸化办公、教育医疗；货架电子价签、电子门牌、电子座位牌等	
桌牌	V 型智能电子桌牌 (七色)	无纸化办公、医疗教育；电子桌牌、电子席位卡、电子会议桌牌、导诊牌等	
DS 纤薄系列	DS116 (11.6 英寸纤薄款电子标签)	零售商超、工业仓储，无纸化办公，教育医疗；电子价签、货架电子标签、电子门牌、电子座位牌等	
STag 系列	STag116 (11.6 英寸大屏电子标签)	零售商超、工业仓储，无纸化办公，教育医疗；电子价签、货架电子标签、电子门牌、电子座位牌等	

Mtag 系列	MTag75 (7.5 英寸经典款电子标签)	零售商超, 工业仓储, 无纸化办公, 教育医疗, 酒店机房; 电子价签、货架电子标签、电子门牌、电子座位牌等	
---------	------------------------	--	---

来源: 公司官网, 中泰证券研究所

图表 29: 公司电子价签相关研发项目 (截止 2023 年)

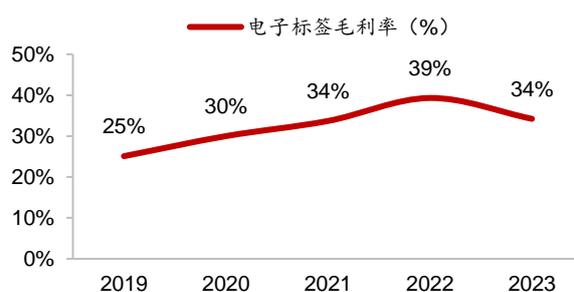
研发项目名称	项目目的	拟达到目标	预计对公司未来发展的影响
数智物联电子标牌系列产品	研发适用于商超、仓储、办公、物流场景等细分场景所用的标牌及管理设备, 解决该细分场景的痛点。	针对商超、仓储、办公、物流等细分场景, 研发完成多款电子标牌产品及相关配件, 并实现平台对接。	完善公司产品布局, 提升市场占有率, 助力公司在电子标牌领域有更大发展。

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- 公司电子价签业务的业绩表现亮眼。**公司电子价签产品营收从 2019 年的 85 万元增长至 2023 年的 955 万元, CAGR 为 83%, 毛利率从 2019 年的 25% 增长至 34%, 我们认为该业务快速发展主要得益于公司不断开发新技术, 对电子价签商品进行迭代升级, 在深耕国外高附加值市场的同时, 开拓国内低渗透率蓝海市场, 实现业绩快速增长。

图表 30: 公司电子价签收入及增速


来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 31: 公司电子价签毛利率情况


来源: Wind, 中泰证券研究所

3、蓝牙传感器为基本盘，产业物联网驱动增长

3.1、市场概览：物联网赋能蓝牙传感器，新机遇即将到来

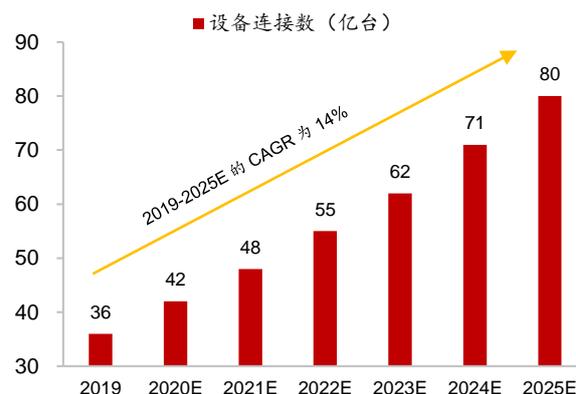
- 物联网**是利用各种信息传感设备把任何物品与互联网相连接，进行信息交换和通信，以实现智能化识别、定位、跟踪、监控和管理的一种网络。物联网产业分为四个层级，包括感知层、传输层、平台层和应用层。公司的蓝牙传感器、物联网模组及电子标签产品属于感知层环节；物联网网关属于传输层环节；自主研发的 Domore 智慧云平台系统属于平台层环节；主营产品应用领域智慧仓储、智慧楼宇、智慧医疗、智慧零售、智慧场馆与物联网应用层深度契合。可见公司产品生态链与物联网行业紧密相关。
- 物联网设备市场规模庞大，呈现快速增长态势。**据 IOT Analytics，全球物联网设备连接量从 2015 年的 36 亿台增长至 2020 年的 113 亿台，CAGR 为 26%，预计 2021-2025 年的 CAGR 为 22%，2025 年全球连接量将达到 271 亿台。据中国信通院，2019 年我国物联网设备连接量达到 36 亿台，预计 2025 年达 80 亿台，2021-2025 年 CAGR 为 14%。

图表 32：全球物联网设备连接量



来源：IOT Analytics，中泰证券研究所

图表 33：中国物联网设备连接量



来源：GSMA、中国信通院，中泰证券研究所

- 蓝牙信标技术融合传感器，实现多场景定位与监测。**传感器作为检测装置，能将测量信息转化为电信号或所需形式输出。随着行业技术的发展，传感器与信标已深度融合，通常会在蓝牙信标中添加用于跟踪参数（例如加速度、温度、光线等）的传感器，使其整体成为跟踪和遥感结合使用的传感设备，从而在各场景中实现导航定位、环境状态信息监测等功能。
- 蓝牙信标技术**即信标通过低功耗蓝牙（BLE）向周围进行连续性广播，进而与终端设备进行交互，实现信息的获取与资产的标记，是物联网技术的分支之一，通常被用于资产定位、室内导航、客户营销等场景。尤其在服务行业，蓝牙信标为企业商家提供了低成本的定位与营销的优选方案。相较于其他定位技术，蓝牙信标具有易部署、成本低、精度高、范围广的优势。

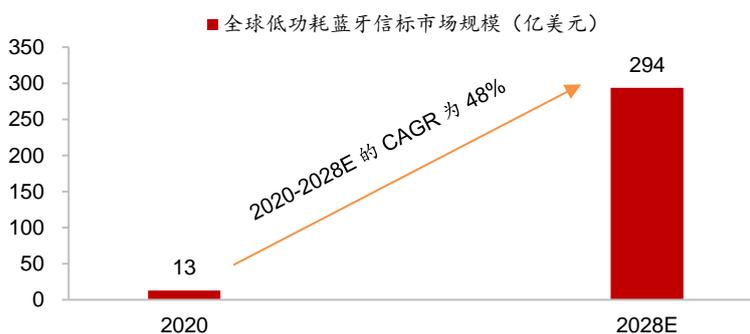
图表 34：蓝牙信标具有丰富的应用场景



来源：公司公告，中泰证券研究所

- **蓝牙信标技术起源于2013年**，苹果公司基于新一代的低功耗蓝牙标准，推出了 iBeacon 技术，由于其具有低成本、低功耗、部署简单及快速连接的特点，迅速成为室内位置服务的主流技术之一。2015 年，谷歌发布 Eddystone beacon，相较于苹果的 iBeacon，其是一种开源的、可以多平台使用的低功耗蓝牙 Beacon 技术，是苹果 iBeacon 的一种扩展。不仅能用在安卓系统上，iOS 通过链接库文件也可以使用，支持多框架协议。
- **需求端来看**，蓝牙信标产业最早兴起于欧美市场，主要是由于欧美国家面临着较高的人工成本、物联网产业普及及范围广以及蓝牙信标技术降本增效特性突显而被广泛运用。据 Data Insights Partner，2020 年全球低功耗蓝牙信标市场规模达 12.9 亿美元，预计 2028 年全球市场规模将达到 293.8 亿美元，2020-2028 年平均复合增长率为 48%。中国市场方面，由于国内市场人工成本较低，较多用户对软件付费意愿不高，另外下游应用领域开发不充分，使得蓝牙信标产业发展较为滞后。目前随着国内人口红利的消失，我国对蓝牙信标的需求有望快速增长。

图表 35：全球低功耗蓝牙信标市场规模及增速

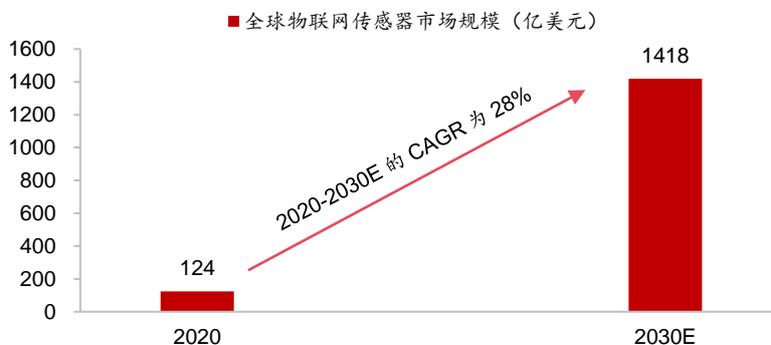


来源：Data Insights Partner，中泰证券研究所

- **物联网产业发展为传感器带来新的增长机遇**。近年来，传感器被广泛应用在各类下游市场，成为物联网采集数据的关键组件，扮演着不可或缺的角色。例如在工业 4.0 时代，传感器被用来监视和控制生产过程中的参数，使设备保持正常的工作状态。在智能制造业的未来，对人机交互技术、机器视觉技术都有更高的要求，这些都必须依靠传感

器技术来实现。随着全球物联网产业的深化推进，传感器在各大领域的作用越来越明显。据 Allied Market Research，2020 年全球物联网传感器的市场规模达 124 亿美元，预计 2030 年达到 1418 亿美元，2020-2030 年 CAGR 为 28%，增长空间显著。

图表 36：全球物联网传感器市场规模及增速



来源：Allied Market Research，中泰证券研究所

- 竞争格局：**在蓝牙传感器与蓝牙信标领域，国外企业代表为 Estimote、Gimbal，我国部分传感器企业可自主研发设计出高端传感器产品，通过自主制造和完善的服务，实现快速灵活的需求响应，并以较低成本的比较优势参与国际市场竞争，代表性企业包含云里物里、博联科技、微能科技和华创恒达等。

图表 37：公司在智能硬件领域的主要竞争对手

公司名称	产品介绍	细分市场
Estimote	专注于低功耗物联网设备的制造，产品涵盖传感器、蓝牙信标等，并提供 BLE、UWB 和 LTE/NB-IoT 连接的可编程物联网堆栈的人员/资产定位和临近解决方案	智慧场馆、智能家居
Gimbal	主要技术是蓝牙，可提供硬件和综合解决方案；产品线中软件平台包括 Ad platform、location platform 等；硬件产品包含 beacon、USB dongle、beacon 套件等	智慧零售、智慧场馆、智慧楼宇
博联科技	主要产品包含蓝牙信标、蓝牙网关	智慧零售、智慧工厂、智慧医疗、智慧照明
微能科技	主要产品包括基于 BLE 和 UWB 的定位引擎、BLE 智能网关、定位手环、资产标签、信标、防拆手表、UWB 基站、工卡、资产标签、防拆手表及相关 PCBA 等	智慧医疗、智慧养老、智慧场馆、停车场、工地矿山、化工、司法监狱
华创恒达	主要产品包括 Beacon 硬件、蓝牙模块、BLE Wifi 网关、Lora Wan 传感器硬件及网关、智能家居传感器、智能插座/智能开关、智能手环等，可提供包括设计、开发、生产和售后的一站式服务	智慧医疗、智慧仓储物流、智慧农业、智慧楼宇、智能家居、智慧零售
云里物里	主要产品包含蓝牙传感器、网关、物联网模组等智能硬件以及搭载物联网云平台系统的电子标签	智慧仓储、智慧楼宇、智慧医疗、智慧零售、智慧场馆

来源：公司官网、天眼查、Espacenet，中泰证券研究所

3.2、公司亮点：注重研发创新，深耕海外市场不断拓展新客户

- 注重技术创新提升核心竞争力，产品矩阵丰富。**
- 在物联网传感器技术方面，公司已掌握了较为成熟的低功耗蓝牙连接技术，旗下所有传感器、蓝牙模组产品皆应用低功耗蓝牙技术，且睡眠功耗小于 1uA。相比传统的蓝牙连接技术，低功耗蓝牙具有待机功耗低、快速连接、峰值功耗较低的显著特点，经过多年的研发积累，公司基于 BLE5.X 低功耗无线技术结合室内定位技术，研发了不同用途的物联网传感器设备，既可实现温湿度、光线、震动等多种环境变**

化数据的采集以及人员定位、轨迹跟踪等功能输出，又可在高温、低温、粉尘、水浸、防爆等恶劣环境中实现长时间稳定工作，提供精准的数据服务。

图表 38：公司传感器产品矩阵丰富

产品名称	产品简介	示意图
MSR01 毫米波雷达传感器	高精度，多功能，敏感智能；人体存在性检测、人流量统计；支持自学习，排除干扰源；可靠通信，轻松管理空间；磁吸部署，360°旋转调角	
MST01 工业温湿度传感器	多种探头可选；-40°C~125°C 工业级宽温检测；0.5°C 高精度检测；两万条以上本地数据存储；多种显示模式可切换	
MSP01 人体红外传感器	远程监控、快速响应；人体检测报警、红灯提示；探测范围广；环境温湿度和光照检测；内置加速度传感器；自定义探测时间段和报警时间	
S1 温湿度传感器	具有多种探头组合；监测温度区间：-20°C~60°C（无探头） / -40°C~85°C（长探头）；可换电池，延长使用寿命；采用高精度数字温湿度计；实时监测，可设置阈值报警	

来源：公司官网，中泰证券研究所

- 在基于 BLE 开发的信标产品中，公司实现了同时多帧广播的技术，并通过传感器数据采集技术与信标产品相结合，叠加成熟的算法处理，信标传感器可通过广播的方式向外告知实时数据，也可通过手机或网关将历史传感器数据导出。此外，公司亦成功研发出其他技术来进一步提升产品竞争力。基于低功耗蓝牙设备的连接认证技术，提供了一种数字证书的存储及读取方法，进一步提高了设备连接的安全性、准确性；基于 BLE 的双边测距技术，不直接根据信号强度测算距离，通过算法实现了节点设备距离的探测，提升了距离测算的精度和稳定性；基于 BLE 的防拆报警方法，将传感器与 BLE 技术相结合，通过传感器检测物体的状态，不仅节省了功耗，也提升了报警速度。

图表 39：公司蓝牙信标产品矩阵丰富

产品分类	具体产品及示意图
导航定位信标	   
人员定位标签	   
资产管理标签	   

来源：公司官网，中泰证券研究所

- 在产品结构设计方面，公司开发了多种不同的快捷开机技术，如拔绝缘片开机、霍尔传感器磁铁开机，解决了产品寿命不符合客户实际要求的痛点，同时基于如粉尘，滴水，水浸等恶劣环境下物联网产品部署的需要，公司根据不同产品的设计要求掌握了超声波焊接防水、胶

圈防水、打胶防水等多种防尘防水技术。截至2023年，公司传感器方面的在研项目为环境检测传感器，有望进一步丰富产品系列，扩大市场占有率。

图表 40：云里物里蓝牙传感器相关在研项目（截至2023年）

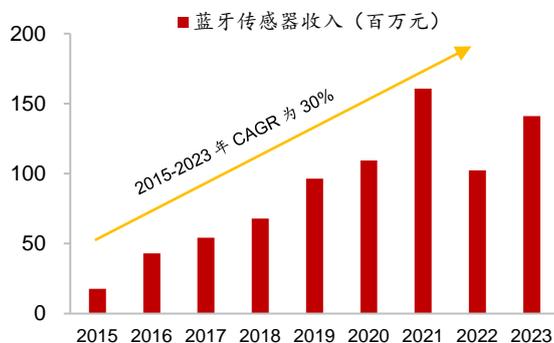
研发项目名称	项目目的	拟达到目标	预计对公司未来发展的影响
环境检测传感器	研发系列环境检测传感器，满足市场需求，解决客户痛点	应用于智慧建筑、智慧办公、智慧医疗、智慧园区、智慧仓储、冷链运输、智慧商超等场景，研发完成多款符合公司统一协议的环境检测传感器产品	丰富传感器产品系列，持续进行产品创新，保持产品竞争力，扩大市场占有率

来源：公司公告，中泰证券研究所

■ **深耕海外市场，客户资源优质。**2019-2021年，公司TOP5客户占比在20-45%之间，以境外客户为主，公司的蓝牙技术在境外的普及度和应用场景较境内更为广泛，随着多年发展，海外市场已建立了较好的口碑，产品质量等得到客户的广泛认可。随着我国物联网行业快速发展并成为全球物联网产业中的重要组成部分，公司在巩固并进一步发展海外市场的同时，将积极把握国内产业数字化和智能化的发展趋势，拓展境内客户。

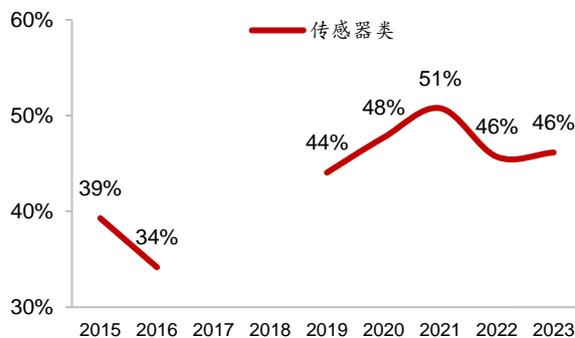
■ **公司蓝牙传感业绩呈现高增态势。**公司的蓝牙传感器收入从2015年的1770万元增长至2023年的1.41亿元，CAGR为30%，毛利率从39%提升至46%。

图表 41：公司蓝牙传感器收入及增速



来源：Wind，中泰证券研究所

图表 42：公司蓝牙传感器毛利率情况



来源：Wind，中泰证券研究所，注：2017-2018年数据缺失

4、盈利预测与估值

■ 各项业务关键假设：

①**蓝牙传感器**：收入端，未来全球物联网传感器行业规模将快速增长，增量上涨空间显著，预计未来三年该业务收入快速增长；**利润端**，蓝牙传感器业务常年保持较高毛利率，主要销往海外市场，相对内销盈利水平较高，同时公司在室内定位领域具有领先优势，议价能力显著，因此预计该业务未来三年毛利率处于较高水平且逐年小幅提升。

②**物联网模组**：考虑到2024年初以来物联网行业需求回暖，预计未来三年模组业务的营收恢复较快增长态势，毛利率维持在30%的水平。

③**物联网网关**：网关常与传感器配套使用，且全球物联网网关行业未来有望呈现快速增长态势，预计未来三年该业务收入快速增长；网关业务历史毛利率较高，预计未来三年毛利率仍保持较高水平。

④**电子标签**：全球电子标签行业规模有望保持快速增长，中国市场渗透率低，且目前公司该业务基数小，因此预计未来三年收入将快速增长；毛利率与历史值相近，且未来三年逐年小幅提升。

⑤**其他**：其他业务基数小，不构成重大影响，预计未来三年收入稳健增长，毛利率为前三年均值。

■ **期间费用率关键假设**：随着公司拓展新业务及深耕传统业务，预计未来三年销售费用率小幅上升；管理费用率随着公司规模效应的体现，预计未来三年呈现逐步下降态势；预计未来三年研发费用率稳定在较高水平。

图表 43：公司盈利预测

单位：百万元	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
蓝牙传感器								
营业收入	96.3	109.34	160.66	102.44	141.15	180.67	229.45	289.11
YOY		13.54%	46.94%	-36.24%	37.79%	28.00%	27.00%	26.00%
占比	83.00%	79.40%	77.69%	65.77%	74.84%	75.26%	75.84%	76.70%
毛利率	44.05%	47.71%	50.77%	45.70%	46.15%	46.00%	47.00%	48.00%
物联网模组								
营业收入	10.97	13.18	25.54	33.62	20.63	24.76	29.21	33.59
YOY		20.15%	93.78%	31.64%	-38.64%	20.00%	18.00%	15.00%
占比	9.45%	9.57%	12.35%	21.58%	10.94%	10.31%	9.66%	8.91%
毛利率	26.78%	20.52%	40.68%	40.77%	30.90%	30.00%	30.00%	30.00%
物联网网关								
营业收入	3.84	5.34	6.78	6.4	10.41	13.01	16.01	19.21
YOY		39.06%	26.97%	-5.60%	62.66%	25.00%	23.00%	20.00%
占比	3.31%	3.88%	3.28%	4.11%	5.52%	5.42%	5.29%	5.10%
毛利率	57.43%	62.23%	59.18%	51.83%	58.91%	59.00%	59.00%	59.00%
电子标签								
营业收入	0.85	4.21	7.43	5.79	9.55	13.37	18.05	23.46
YOY		395.29%	76.48%	-22.07%	64.94%	40.00%	35.00%	30.00%
占比	0.73%	3.06%	3.59%	3.72%	5.06%	5.57%	5.97%	6.22%
毛利率	25.09%	29.99%	33.69%	39.31%	34.22%	35.00%	36.00%	37.00%
其它								
营业收入	4.09	5.66	6.38	7.51	6.87	8.24	9.81	11.58

YOY		38.39%	12.72%	17.71%	-8.52%	20.00%	19.00%	18.00%
占比	3.52%	4.11%	3.09%	4.82%	3.64%	3.43%	3.24%	3.07%
毛利率	23.56%	21.62%	12.26%	17.92%	27.72%	19.30%	21.65%	22.89%
合计								
营业收入	116.03	137.71	206.80	155.76	188.60	240.05	302.53	376.95
YOY		18.68%	50.17%	-24.68%	21.08%	27.28%	26.03%	24.60%
毛利率	42.01%	44.06%	48.00%	43.31%	43.91%	43.53%	44.51%	45.50%
归母净利润	21.07	21.43	44.92	26.61	27.11	34.43	44.13	56.58
YOY		1.69%	109.61%	-40.77%	1.90%	27.00%	28.15%	28.22%

来源：公司公告，中泰证券研究所

- 给予“增持”评级。公司为蓝牙传感器领先企业，受益于物联网需求回暖及新产品迭出，主业业绩高增确定性较强，同时拓展电子价签蓝海市场，有望贡献业绩增量。预计 2024-2026 年公司归母净利润分别 3443、4413、5658 万元，未来 3 年收入 CAGR 为 25%，归母净利润 CAGR 为 28%。考虑到汉威科技、森霸传感、柯力传感、高华科技的业务均涵盖传感器，与云里物里的业务较为相似，因此将前述四家企业作为可比公司进行估值对比分析。根据 2024 年 8 月 13 日股价，2024-2026 年可比公司 PE 均值为 22.07、17.32、17.28，云里物里 PE 为 22.56、17.61、13.73。看好公司未来成长性，首次覆盖，给予“增持”评级。

图表 44：可比公司与估值

公司	代码	2024/8/13	EPS (元)				PE (倍)				数据来源
		股价 (元)	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	
汉威科技	300007.SZ	12.95	0.40	1.00	1.35	0.00	32.38	12.97	9.57	-	Wind 一致预期
森霸传感	300701.SZ	7.72	0.21	-	-	-	36.76	-	-	-	Wind 一致预期
柯力传感	603662.SH	24.11	1.10	1.30	1.55	1.81	21.92	18.58	15.53	13.29	Wind 一致预期
高华科技	688539.SH	24.14	0.79	0.70	0.90	1.13	30.56	34.67	26.86	21.27	Wind 一致预期
均值							30.40	22.07	17.32	17.28	-
云里物里	872374.BJ	9.53	0.33	0.42	0.54	0.69	28.88	22.56	17.61	13.73	本文预测数据

来源：Wind，中泰证券研究所

5、风险提示

- **海外市场变化风险：**若未来中美贸易摩擦恶化，可能会对公司产品销售产生一定不利影响，进而影响到公司未来经营业绩。另外，公司产品的部分关键核心芯片主要向国际厂商采购，如果海外厂商产能不足、或受出口国贸易禁运及管制等措施影响，将导致公司无法按需及时采购，从而对公司的生产经营产生不利影响。
- **市场竞争加剧风险：**公司主要从事蓝牙传感器、物联网模组、物联网网关等智能硬件产品以及搭载物联网云平台系统的电子标签产品的研发、生产和销售，广泛应用于包括智慧仓储、智慧楼宇、智慧医疗、智慧零售、智慧场馆等在内的产业物联网领域。近年来，物联网市场发展迅速、市场需求快速增长，倘若行业内竞争对手进一步加大投入或新进入行业的竞争企业增加，将使得公司面临市场竞争加剧的风险。
- **产品及技术创新风险：**公司物联网智能产品及相关系统解决方案，可应用于下游不同的行业领域，满足多层次的客户需求。公司把握各个行业客户需求特点，并针对性地开发出相应形态、性能配置的产品或形成完整的系统平台方案，若公司不能准确把握技术及市场的发展趋势，不能及时实现研发技术创新，或者新技术未能形成符合市场需求的产品，均会使公司面临丧失竞争优势、研发失败的风险。
- **人才流失风险：**物联网领域作为技术密集型与高人力资本需求的行业，其核心技术人员是企业创新引擎与增长基石。人才流失，尤其是关键技术人员的离任，将直接威胁到公司产品研发进度、技术创新能力和市场竞争优势。因此，有效的人才保留策略对于该行业企业的长远发展至关重要。
- **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。**

图表 45：公司盈利预测模型

资产负债表					利润表				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	193	272	312	375	营业收入	189	240	303	377
应收票据	0	1	1	1	营业成本	106	136	168	205
应收账款	5	7	8	10	税金及附加	2	2	2	3
预付账款	4	5	6	7	销售费用	22	29	36	46
存货	26	23	29	35	管理费用	16	20	24	29
合同资产	0	0	0	0	研发费用	22	28	36	44
其他流动资产	56	54	55	56	财务费用	-3	-3	-3	-3
流动资产合计	284	361	410	484	信用减值损失	0	0	0	0
其他长期投资	0	0	0	0	资产减值损失	-2	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	公允价值变动收益	1	1	1	1
固定资产	9	7	5	4	投资收益	0	0	0	0
在建工程	0	4	8	12	其他收益	5	6	6	6
无形资产	2	2	2	2	营业利润	29	36	47	60
其他非流动资产	16	16	16	16	营业外收入	0	1	0	0
非流动资产合计	27	29	31	35	营业外支出	0	0	0	0
资产合计	311	390	442	519	利润总额	29	37	47	60
短期借款	0	50	60	80	所得税	2	3	3	3
应付票据	0	0	0	0	净利润	27	34	44	57
应付账款	14	17	22	27	少数股东损益	0	0	0	0
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	27	34	44	57
合同负债	21	26	33	41	NOPLAT	24	32	41	53
其他应付款	2	2	2	2	EPS（按最新股本摊薄）	0.33	0.42	0.54	0.69
一年内到期的非流动负债	6	6	6	6					
其他流动负债	11	14	17	20	主要财务比率				
流动负债合计	54	115	139	176	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
长期借款	0	0	0	0	成长能力				
应付债券	0	0	0	0	营业收入增长率	21.1%	27.3%	26.0%	24.6%
其他非流动负债	8	8	8	8	EBIT增长率	-4.3%	31.0%	30.2%	29.9%
非流动负债合计	8	8	8	8	归母公司净利润增长率	1.9%	27.0%	28.1%	28.2%
负债合计	62	123	147	184	获利能力				
归属母公司所有者权益	249	267	295	335	毛利率	43.9%	43.5%	44.5%	45.5%
少数股东权益	0	0	0	0	净利率	14.4%	14.3%	14.6%	15.0%
所有者权益合计	249	267	295	335	ROE	10.9%	12.9%	15.0%	16.9%
负债和股东权益	311	390	442	519	ROIC	12.9%	12.6%	14.3%	15.5%
					偿债能力				
现金流量表					资产负债率	19.9%	31.6%	33.3%	35.5%
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	债务权益比	5.5%	23.9%	25.0%	28.0%
经营活动现金流	48	46	47	60	流动比率	5.3	3.1	2.9	2.8
现金收益	27	34	43	55	速动比率	4.8	2.9	2.7	2.6
存货影响	-1	2	-6	-6	营运能力				
经营性应收影响	1	-3	-3	-3	总资产周转率	0.6	0.6	0.7	0.7
经营性应付影响	4	3	4	5	应收账款周转天数	10	9	9	9
其他影响	17	10	8	10	应付账款周转天数	43	42	42	43
投资活动现金流	-42	-4	-4	-4	存货周转天数	85	65	56	56
资本支出	-5	-5	-5	-5	每股指标（元）				
股权投资	0	0	0	0	每股收益	0.33	0.42	0.54	0.69
其他长期资产变化	-37	1	1	1	每股经营现金流	0.59	0.56	0.58	0.74
融资活动现金流	-23	37	-3	7	每股净资产	3.05	3.27	3.61	4.11
借款增加	0	50	10	20	估值比率				
股利及利息支付	-9	-17	-17	-17	P/E	29	23	18	14
股东融资	0	0	0	0	P/B	3	3	3	2
其他影响	-14	4	4	4	EV/EBITDA	101	80	63	50

来源：Wind，中泰证券研究所

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。本报告仅供本公司的客户使用。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。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、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。