

电子价签解决方案龙头厂商，助力新零售数字化转型

汉朔科技(301275)

国内电子价签解决方案龙头厂商

公司成立于 2012 年，2025 年于深交所上市。公司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，助力客户实现“人、货、场”全要素数字化升级。

零售数字化提速，电子价签迎来黄金发展期

线下零售数字化趋势明确，电子价签有望实现加速渗透。据招股说明书数据，全球市场渗透率达 15%左右，发展相对成熟的法国渗透率已达 30%以上。目前，国内永辉超市、物美、京客隆、大润发等领先的零售商已开始逐渐采用电子价签，但仍处于初步发展阶段，市场渗透率较低。未来随着人力成本上升、技术进步及门店数字化的需求推动，电子价签作为降低零售门店运营成本的重要工具，有望实现加速渗透。据 CINNO 预测，2028 年全球电子价签的市场规模将达到 349 亿元，2024-28 年 CAGR 为 13.2%。

技术+产品+供应链+客户优势，构建核心竞争力

技术优势：公司自主研发 HiLPC 通信协议，集成动态唤醒、协同跳频、精准定位等智能算法，构建可动态伸缩、实时调度的网络架构，实现抗干扰和吞吐能力强、并发量大、低功耗等优势，可保证通信系统运行更加流畅、稳定。公司最新一代 HiLPC 协议可实现单门店承载数百台蜂窝网络基站设备，单基站每小时更新 60,000 片次电子价签设备，在并发量上达到行业先进水平。

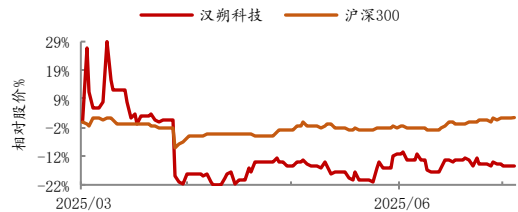
产品优势：1) 硬件方面：公司自 2013 年以来，已发布多个系列超过 40 余款电子价签产品，系统软件迭代版本超过 20 次，产品在芯片封装、电池工艺、显示厚度、变价速度、防护等级等方面持续优化升级，各项指标均处于行业第一梯队。2) 软件方面：公司自主研发 PriSmart 电子价签管理系统和 ALL-Star 物联网数字化平台，为客户提供一站式解决方案。除此之外，公司不断进行资源整合与协同创新，依托微软 Azure 云服务平台所提供的底层技术支持及 Azure OpenAI 大模型能力，研发出针对零售 B 端、C 端的门店数字化解决方案，引领行业加速智能化转型。

成本优势：公司统筹管理本土供应链，并积极推动芯片国产替代，进而打造成本优势，2023 年以来毛利率持续领先全球同业。

客户优势：公司深入推进全球化布局，与头部客户达成深度合作。目前，公司已在法国、德国、荷兰、澳大利亚、日本、美国、新西兰、新加坡、英国、瑞典、加拿大、越南、波兰、西班牙、马来西亚等国家设立下属公司。截至 2024 年底，公司已覆盖全球超过 70 个国家和地区的 500 余家客户，并与 Auchan、Aldi、Ahold、Woolworths、Leroy Merlin、华润万家、多点集

评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	首次覆盖
目标价格：	
最新收盘价：	56.47
股票代码：	301275
52 周最高价/最低价：	86.96/45.38
总市值(亿)	238.53
自由流通市值(亿)	17.94
自由流通股数(百万)	31.76



分析师：单慧伟

邮箱：shanhw@hx168.com.cn

SAC NO: S1120524120004

联系电话：

分析师：陈天然

邮箱：chentnr1@hx168.com.cn

SAC NO: S1120525060001

联系电话：

相关研究

团等全球零售头部企业开展合作，持续提供业绩增长。

投资建议

我们预计公司 2025-27 年营业收入分别为 49.82、61.14、75.40 亿元，同比+11.04%、+22.73%、+23.32%；归母净利润分别为 8.02、10.33、13.01 亿元，同比+12.97%、+28.80%、+25.88%；EPS 分别为 1.90、2.45、3.08 元。2025 年 7 月 14 日收盘价为 56.47 元，对应 PE 分别为 29.73x、23.08x、18.34x。考虑到公司在电子价签领域有望持续扩大市场份额，引领行业技术创新，故给予一定的估值溢价。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

下游需求不及预期，新品推出不及预期，贸易风险加剧

盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	3,775	4,486	4,982	6,114	7,540
YoY (%)	31.9%	18.8%	11.0%	22.7%	23.3%
归母净利润(百万元)	678	710	802	1,033	1,301
YoY (%)	226.2%	4.8%	13.0%	28.8%	25.9%
毛利率 (%)	32.6%	34.8%	35.3%	35.9%	36.5%
每股收益 (元)	1.78	1.87	1.90	2.45	3.08
ROE	33.9%	26.2%	17.8%	19.0%	19.6%
市盈率	31.72	30.20	29.73	23.08	18.34

资料来源：Wind，华西证券研究所

正文目录

1. 汉朔科技：全球智能 IoT 硬件与数字化解决方案领军者	5
1.1. 公司概况：深耕零售数字化，电子价签解决方案龙头厂商	5
1.2. 股权结构：股权结构集中，核心团队技术经验丰富	5
1.3. 产品布局：构建智慧零售综合解决方案，赋能零售场景升级	7
1.4. 财务分析：全球化战略成效显著，业绩增长强劲	8
1.5. 募集资金：加码数字化产能，强化 AIoT 技术壁垒	10
2. 行业：零售数字化提速，电子价签迎来黄金发展期	11
2.1. 电子价签：新零售浪潮推动数字化转型，多场景加速落地	11
2.2. 市场规模：电子价签优势突出，有望实现加速渗透	12
2.3. 竞争格局：头部企业优势凸显，汉朔全球市占率居前	13
3. 公司：技术+产品+供应链+客户优势，赋能长期增长	14
3.1. 技术优势：自研 HiLPC 通信协议，构筑核心护城河	14
3.2. 产品优势：软硬协同，提供全场景一站式解决方案	14
3.3. 成本优势：依托本土供应链，产品成本优势凸显	18
3.4. 客户优势：深入推进全球化布局，绑定全球龙头客户	18
4. 盈利预测与估值	20
4.1. 盈利预测	20
4.2. 相对估值	21
5. 风险提示	21

图表目录

图 1 公司发展历程	5
图 2 公司股权结构图（截至 2025 年一季度）	6
图 3 公司智慧零售综合解决方案体系	7
图 4 公司营业收入及同比增速（百万元，%）	8
图 5 公司归母净利润及同比增速（百万元，%）	8
图 6 公司分产品营业收入（百万元）	9
图 7 公司分产品营业收入占比（%）	9
图 8 电子价签分产品线营业收入（百万元）	9
图 9 电子价签分产品线营业收入占比（%）	9
图 10 公司毛利率和净利率（%）	10
图 11 公司分产品毛利率（%）	10
图 12 公司期间费用率（%）	10
图 13 公司研发费用及研发费用率（百万元，%）	10
图 14 电子价签系统构成	11
图 15 中国电子价签应用领域分布	12
图 16 中国电子价签零售领域业态分类	12
图 17 全球零售行业市场规模及增速（万亿元，%）	12
图 18 全球实体零售业规模及增速（万亿美元，%）	12
图 19 全球电子价签市场规模（亿元）	13
图 20 全球电子价签市场主要参与者出货量市占率	13
图 21 汉朔科技 HiLPC 通信协议	14
图 22 公司智慧零售综合解决方案	16
图 23 公司提供数字化门店全场景解决方案	17
图 24 公司获得“Microsoft Partner——微软具有认证软件的解决方案合作伙伴”称号	17
图 25 公司与国际同行业可比公司毛利率对比	18

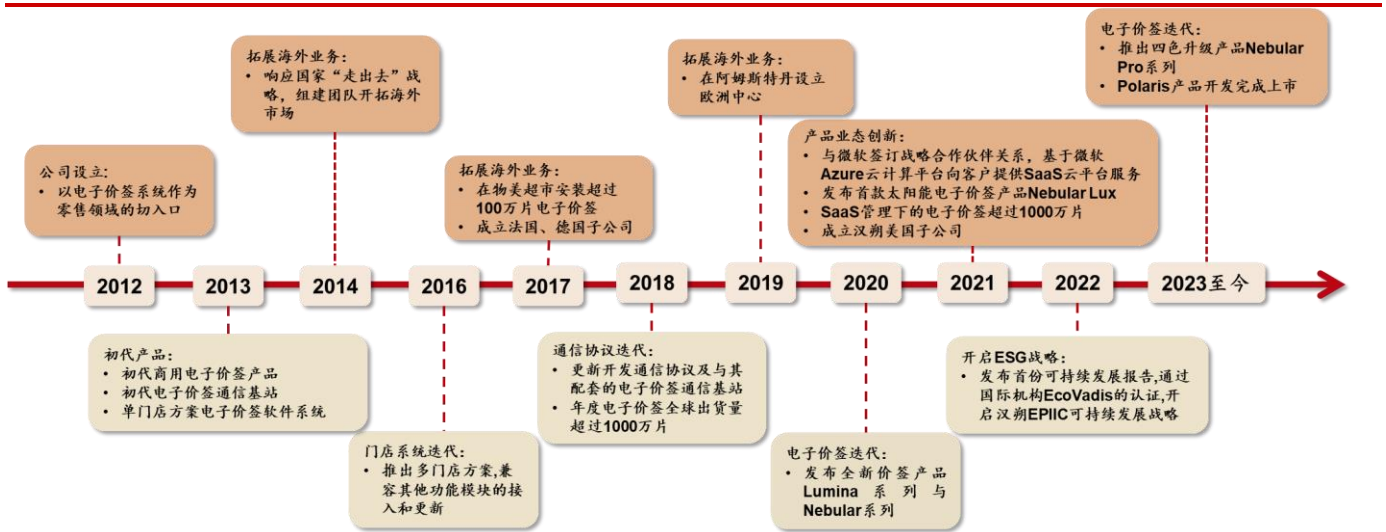
表 1 核心管理团队介绍	6
表 2 公司智慧零售综合解决方案主要产品构成及功能定位	8
表 3 公司 IPO 募投项目概况	11
表 4 电子价签赋能的核心领域和用途	11
表 5 公司电子纸 (EPD) 显示价签产品谱系	15
表 6 公司液晶显示价签以 Lumina Aqua 为主	15
表 7 公司在产品主要性能指标上与同行业的对比	16
表 8 公司境内外主要核心客户	19
表 9 公司主营业务拆分	20
表 10 可比公司估值	21

1. 汉朔科技：全球智能 IoT 硬件与数字化解决方案领军者

1.1. 公司概况：深耕零售数字化，电子价签解决方案龙头厂商

汉朔科技：全球领先的智能 IoT 硬件及行业数字化解决方案提供商。公司成立于 2012 年，2025 年于深交所上市。公司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，助力客户实现“人、货、场”全要素数字化升级。目前公司已在法国、德国、荷兰、澳大利亚、日本、美国、新西兰、新加坡、英国、瑞典、加拿大、越南、波兰、西班牙、马来西亚等国家设立下属公司，服务全球超过 70 个国家和地区的逾 500 家客户。

图 1 公司发展历程



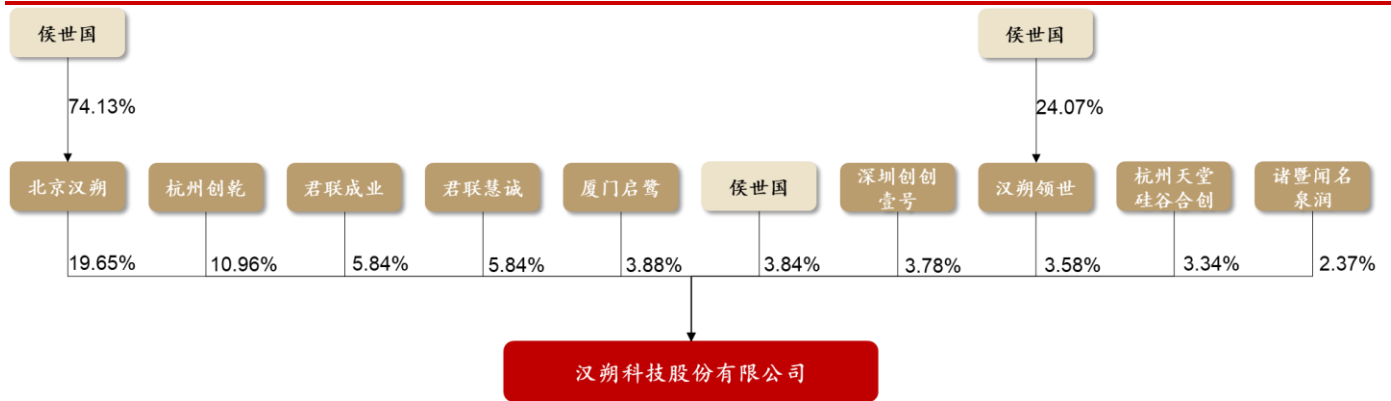
资料来源：汉朔科技招股说明书，汉朔科技公司官网，华西证券研究所

1.2. 股权结构：股权结构集中，核心团队技术经验丰富

股权结构集中稳定，董事长为实际控制人。截至 25Q1，董事长兼总经理侯世国直接持有公司 3.84% 股份，并通过持股平台北京汉朔、汉朔领世间接持有公司 15.43% 股份，合计持有公司 19.27% 股份，为公司的实际控制人。

核心团队深耕行业多年，技术经验丰富。董事长兼总经理侯世国曾任华为开发代表、飞杰科思研发总监；董事兼副总经理李良衍曾任比特联创电子工程师、华为北京研究所工程师、飞杰科思工程师、简约纳工程师；智慧零售事业部总经理赵建国曾任中国航天科工集团工程师、信威通信硬件经理、简约纳无线通信芯片生产研发总监、致象尔微芯片研发总监；首席技术官梁敏女士曾任信威通信终端事业部副总经理、简约纳系统工程总监 & 首席技术官、蓝牙技术联盟 ESL Working Group 主席。

图 2 公司股权结构图（截至 2025 年一季报）



资料来源：Wind，汉朔科技 2025 年第一季度报告，华西证券研究所

表 1 核心管理团队介绍

姓名	职务	履历
侯世国	董事长、总经理	2000 年 4 月至 2007 年 3 月，任华为技术有限公司开发代表； 2007 年 4 月至 2008 年 3 月，任飞杰科思科技（北京）有限公司研发总监； 2008 年 4 月至 2012 年 3 月，任北京简约纳电子有限公司副总经理； 2011 年 2 月至 2021 年 3 月，任北京汉朔总经理； 2011 年 2 月至今，任北京汉朔执行董事； 2014 年 2 月至今，任北京汉朔执行董事兼总经理；
李良行	董事、副总经理、销售体系负责人	2002 年 8 月至 2005 年 12 月，任比特联创电子（北京）有限公司工程师； 2006 年 1 月至 2007 年 5 月，任华为技术有限公司北京研究所工程师； 2007 年 6 月至 2008 年 3 月，任飞杰科思科技（北京）有限公司工程师； 2008 年 4 月至 2012 年 3 月，任北京简约纳电子有限公司工程师； 2012 年 4 月至 2012 年 9 月，任北京汉朔员工； 2012 年 10 月至 2020 年 12 月，任汉朔有限海外事业部总经理； 2020 年 12 月至今，任汉朔科技董事、副总经理、销售体系负责人。
赵建国	监事会主席、智慧零售事业部总经理	1998 年 7 月至 2001 年 8 月，任中国航天科工集团有限公司工程师； 2004 年 5 月至 2008 年 7 月，任北京信威通信技术股份有限公司硬件经理； 2008 年 8 月至 2014 年 12 月，任北京简约纳电子有限公司无线通信芯片生产研发总监； 2015 年 1 月至 2016 年 4 月，任致象尔微电子科技（上海）有限公司芯片研发总监； 2016 年 5 月至 2019 年 10 月，任汉朔有限总监； 2019 年 11 月至 2020 年 12 月，任汉朔有限高级总监； 2020 年 12 月至 2022 年 12 月，任汉朔科技高级总监； 2023 年 1 月至今，任汉朔科技智慧零售事业部总经理；
梁敏	首席技术官	1998 年 7 月至 1999 年 7 月，任四川省邮电学校专业课教师； 2002 年 5 月至 2007 年 4 月，任北京信威通信技术股份有限公司终端事业部副总经理； 2007 年 5 月至 2017 年 11 月，任北京简约纳电子有限公司系统工程总监、首席技术官； 2024 年 2 月至今，任 Bluetooth SIG 组织（蓝牙技术联盟，全名为 Bluetooth Special Interest Group）ESL Working Group 主席； 2017 年 12 月至 2020 年 12 月，任汉朔有限首席技术官； 2020 年 12 月至今，任汉朔科技首席技术官。
申明	电子价签产品线负责人	2005 年 3 月至 2007 年 9 月，任北京信威通信技术股份有限公司高级硬件工程师； 2007 年 10 月至 2012 年 5 月，任北京简约纳电子有限公司高级工程师； 2012 年 10 月至 2015 年 2 月任北京简约纳电子有限公司技术市场总监； 2015 年 3 月至 2020 年 12 月，任汉朔有限研发总监； 2020 年 12 月至 2022 年 12 月，任汉朔科技研发总监； 2023 年 1 月至 2023 年 9 月，任汉朔科技服务和解决方案部负责人； 2023 年 9 月至今，任汉朔科技电子价签产品线负责人。

资料来源：汉朔科技招股说明书，华西证券研究所

1.3. 产品布局:构建智慧零售综合解决方案, 赋能零售场景升级

“智能终端+通信协议+管理软件+SaaS 云平台”四层垂直架构, 全面赋能零售场景升级。公司聚焦线下零售场景的数字化需求, 围绕电子价签系统构建智慧零售综合解决方案体系, 帮助客户实现数字化、精细化运营。

- **智能终端:** 公司以电子价签为核心, 横向拓展智能摄像头、智能购物车等智慧零售产品, 实现商品管理、客流分析、自助结账等场景全覆盖; 此外, 还为客户提供数字能源应用解决方案, 满足线下门店降低能源成本的需求。
- **通信协议:** 公司自主研发的广泛适用于各产品条线通信及数据传输的 HiLPC 协议, 集成动态唤醒、协同跳频、精准定位等智能算法, 构建可动态伸缩、实时调度的网络架构, 实现抗干扰和吞吐能力强、并发量大、低功耗等优势, 可保证通信系统运行更加流畅、稳定。
- **管理软件:** 公司自主研发出集群化的后台通信控制软件 ESL-Working 和电子价签管理平台 PriSmart 系统, 从而实现对电子价签设备与通信基站的集中统一管理。与此同时, 公司还研发了 PDA 应用 Handy、监控系统 VCS、电子价签显示模板设计工具 Templater 等应用模块接入 PriSmart 系统, 并进一步开发了 All-Star 物联网数字化平台, 不断完善软件平台对电子价签系统功能的支撑。
- **SaaS 云平台服务:** 结合全球大型集团客户对门店数字化解决方案快速、灵活的一体化部署需求, 公司进一步推出电子价签系统的云部署架构。基于 PriSmart 系统, 结合 Azure 云计算平台提供的物联网管理、托管服务、负载均衡、数据库等服务, 公司开发出高可靠性、分布式、高性能的 SaaS 平台, 目前可支持大规模电子价签等设备同时接入。通过 SaaS 云架构, 公司可以实现电子价签等设备的大规模快速部署、灵活扩容和按需使用, 同时可有效避免客户前期大量的 IT 基础设施投入, 以及相应的人员培训、设备管理、系统运维和长期人力投入。

图 3 公司智慧零售综合解决方案体系



资料来源: 汉朔科技招股说明书, 华西证券研究所

表 2 公司智慧零售综合解决方案主要产品构成及功能定位

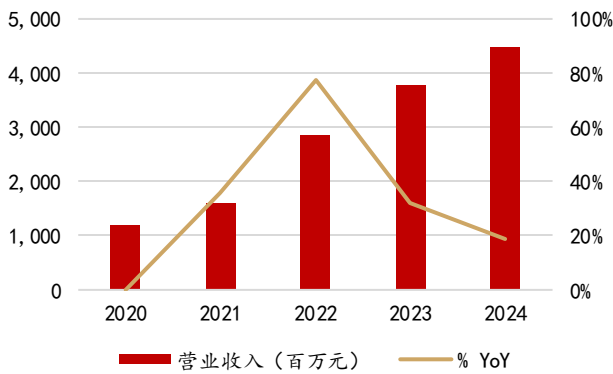
数字化方案层级	对应软硬件产品	功能定位
智能设备层	EPD 电子价签	门店数字化方案最广泛的触点，具备价格显示、温度采集、高精度定位、近场通信等功能，完成“货”（即商品）与“场”（即门店物理环境）之间的连接
	LCD 液晶价签、数字商显屏	在电子价签基础上大大丰富显示内容，融合后台算法进行智能推送，实现精准营销、客流引导等功能，提升与消费者之间的交互水平，实现“货”、“场”与人的结合
	AI 摄像头、AI 机器人等	将机器视觉、大数据分析等人工智能技术与门店数字化场景相结合，推出货架管理、机器人巡检、客流分析等数字化方案，为客户进一步构建门店对商品、客户、门店运营状态的感知能力
网络通讯层	无线通信基站	无线通信协议的载体，可接收、解析并转发来自服务端的控制指令和数据，并对多个电子价签设备进行调度和控制
	HiLPC 通信协议	无线通信传输的底层技术，具备抗干扰和吞吐能力强、并发量大、低功耗等特点，融合宽窄带终端应用，既能满足电子价签高并发传输、高精度定位和节约功耗的需求，又能支持商显屏等宽带设备的动态调度，保证大数据量传输的实时性与准确性
系统平台层	控制软件 PriSmart/ESL-working	PriSmart 对接客户 ERP 系统数据，将需变动的商品数据转换为绑定价签的更新任务，负责电子价签硬件和通信基站的管理和调度
	All-Star 物联网平台	将不同产品线后台软件功能进行整合，可对各应用系统的功能权限、用户信息以及界面进行注册管理
系统平台层/解决方案层	SaaS 云服务解决方案	基于 Azure 云平台架构，为客户提供 SaaS 级系统运维和技术支持全周期服务
	其他应用软件	PDA 嵌入式软件 Handy、监控系统 VCS、电子价签显示模板设计工具等应用

资料来源：汉朔科技招股说明书，华西证券研究所

1.4. 财务分析：全球化战略成效显著，业绩增长强劲

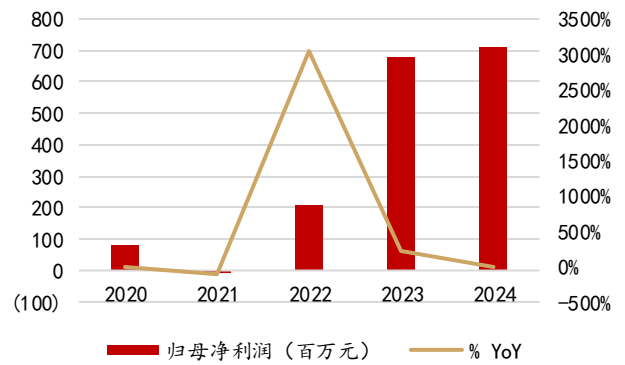
业绩增长强劲。2024 年公司实现营业收入 44.86 亿元，同比+18.84%，2020-24 年 CAGR 为 39.33%；归母净利润 7.10 亿元，同比+4.81%，2020-24 年 CAGR 为 71.30%。公司业绩持续提升主要得益于海外市场拓展、新客户导入、及新产品落地放量。

图 4 公司营业收入及同比增速（百万元，%）



资料来源：Wind，华西证券研究所

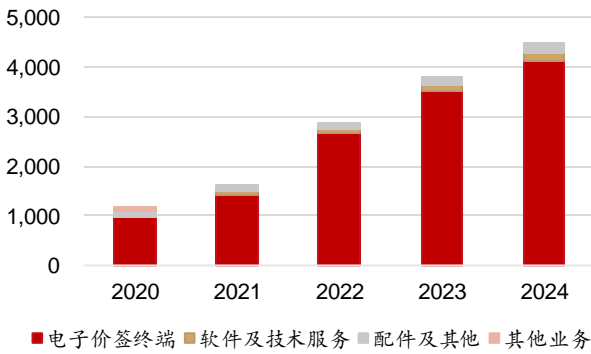
图 5 公司归母净利润及同比增速（百万元，%）



资料来源：Wind，华西证券研究所

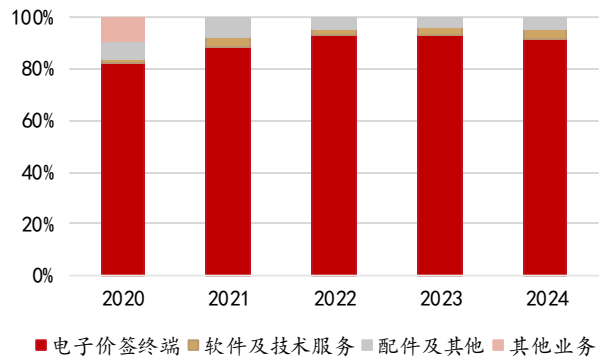
分产品看，电子价签终端业务驱动营收增长。2024 年电子价签终端、软件及技术服务、配件及其他营业收入分别为 41.13 亿、1.78 亿、1.96 亿元，占比分别为 91.67%、3.97%、4.36%。

图 6 公司分产品营业收入（百万元）



资料来源：Wind，华西证券研究所

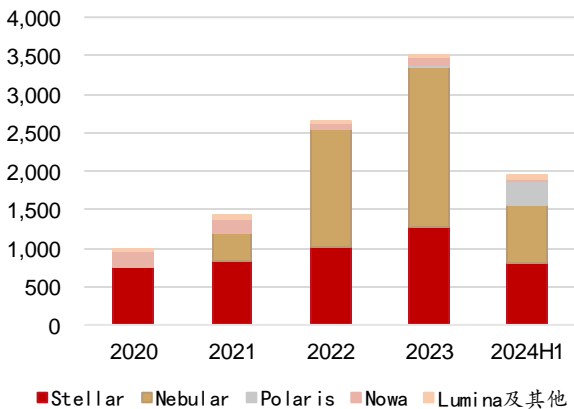
图 7 公司分产品营业收入占比（%）



资料来源：Wind，华西证券研究所

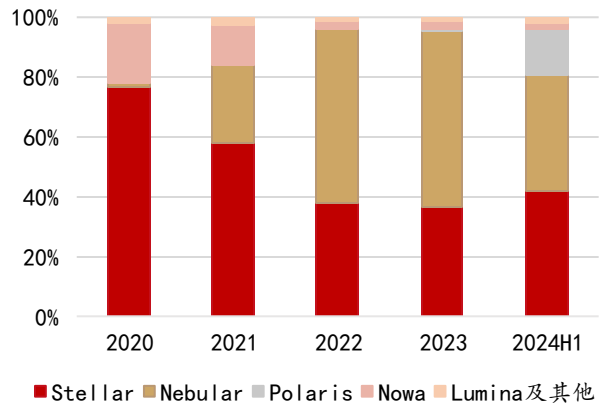
分产品线看，公司电子价签终端产品主要包括 Nebular、Stellar、Nowa、Polaris 和 Lumina 五大系列。其中，1) Nebular：公司积极推广高端产品线 Nebular，其产品销量快速提升，2023 年在电子价签收入中占比 59.21%。2) Stellar：公司经典产品线 Stellar 保持稳定增长，2023 年在电子价签收入中占比 36.29%。3) Polaris：2023 年公司推出新产品系列 Polaris，24 年销售规模快速增长，成为主流产品型号，24H1 在电子价签收入中占比 15.54%。

图 8 电子价签分产品线营业收入（百万元）



资料来源：Wind，华西证券研究所

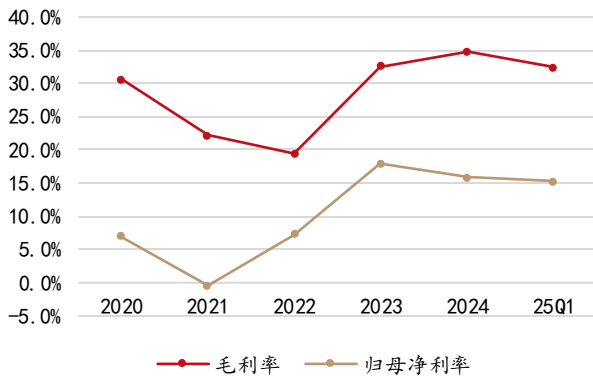
图 9 电子价签分产品线营业收入占比（%）



资料来源：Wind，华西证券研究所

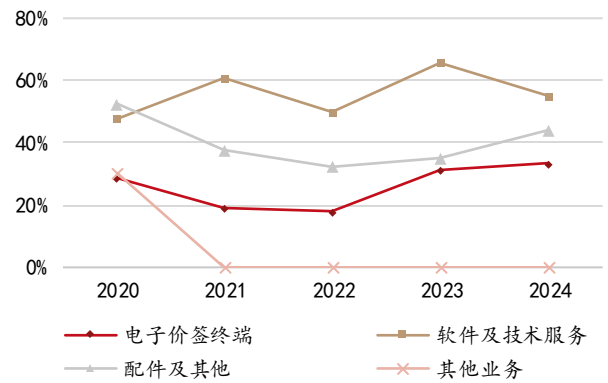
盈利能力实现修复。2022 年公司毛利率同比下滑 2.73pct，主要系：1) 电子价签终端：新产品线 Nebular 推广初期毛利率较低导致电子价签毛利率下滑；2) 配件及其他产品：毛利率较高的基站收入占比下滑。3) 主要外销货币欧元兑人民币汇率下跌，导致销售价格下滑。2024 年公司毛利率为 34.80%，同比+2.21pct，主要系：1) 电子价签终端主要材料中显示模组、芯片等的采购价格降低，且显示模组自产比例提升，带动单位成本下降。2) 欧元、美元对人民币汇率回升，带动销售价格回升。

图 10 公司毛利率和净利率 (%)



资料来源: Wind, 华西证券研究所

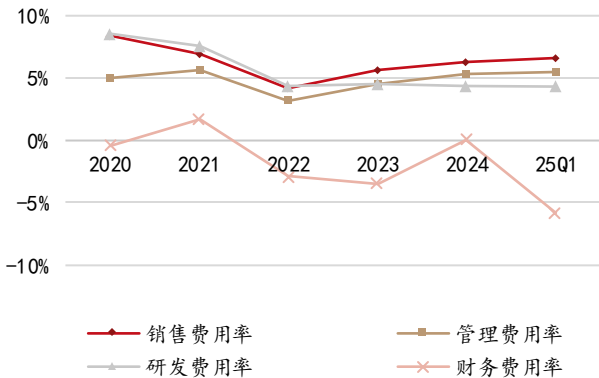
图 11 公司分产品毛利率 (%)



资料来源: Wind, 华西证券研究所

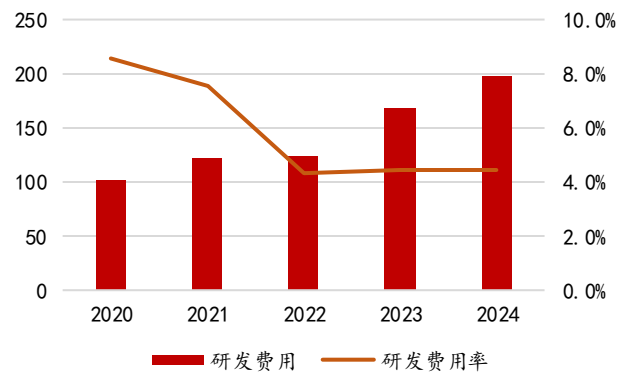
期间费用相对稳定, 高度重视研发投入。2024 年期间费用率为 16.15%, 同比 +4.85pct。其中, 销售、管理、研发、财务费用率分别为 6.32%、5.35%、4.41%、0.07%, 同比+0.59、+0.77、-0.06、+3.55pct。公司不断加大研发投入和知识产权布局, 截至 2024 年年末公司累计获得知识产权 548 项, 同比增长 56.13%。2024 年公司研发费用为 1.98 亿元, 同比+17.34%。

图 12 公司期间费用率 (%)



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 13 公司研发费用及研发费用率 (百万元, %)



资料来源: Wind, 华西证券研究所

1.5. 募集资金: 加码数字化产能, 强化 AIoT 技术壁垒

公司拟募集资金 11.82 亿元, 用于产能扩张和研发投入。其中, 5.40 亿元用于“门店数字化解决方案产业化项目”; 2.92 亿元用于“AIoT 研发中心及信息化建设项目”; 3.50 亿元用于“补充流动资金”。

- **门店数字化解决方案产业化项目:** 该项目通过扩大电子价签设备生产能力, 能够进一步提升公司对核心产品生产环节的控制, 有利于保障公司稳定的交付能力, 更有效地应对电子价签市场需求量的快速增长。
- **AIoT 研发中心及信息化建设项目:** 该项目将新成立 AIoT 研发中心, 针对公司产品所需的底层技术以及核心元件进行研发, 包括无线系统与商品定位、节能技术、视觉智能算法与系统等基础技术, 以及数字货架、防损秤等智能终端, 完

善公司产品服务体系。除此之外，该项目可进一步完善公司信息化建设，针对公司运营管理的需要，加强信息化系统平台的数据收集、管理与分析能力。

表 3 公司 IPO 募投项目概况

序号	项目名称	预计总投资额 (万元)	预计募集资金投资额 (万元)	建设期
1	门店数字化解决方案产业化项目	53,961.61	53,961.61	3 年
2	AIoT 研发中心及信息化建设项目	29,216.83	29,216.83	3 年
3	补充流动资金	35,000.00	35,000.00	不适用
	合计	118,178.44	118,178.44	

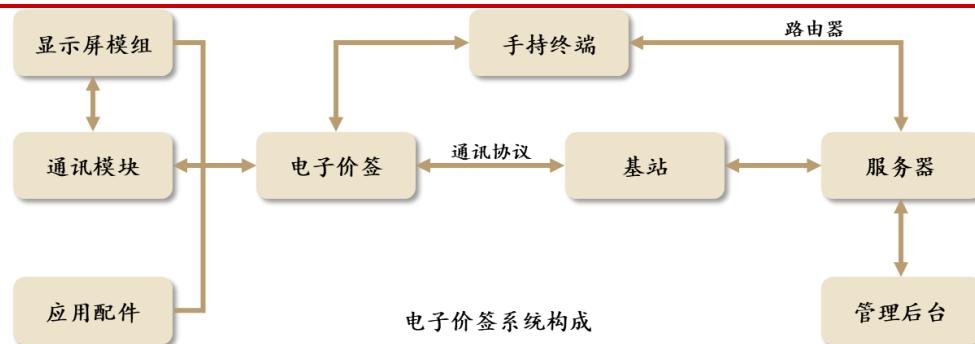
资料来源：汉朔科技招股说明书，华西证券研究所

2. 行业：零售数字化提速，电子价签迎来黄金发展期

2.1. 电子价签：新零售浪潮推动数字化转型，多场景加速落地

电子货架标签，又名电子价签(Electronic Shelf Label, ESL)，是一种被称为当下零售门店“标配”的电子显示装置。它们主要出现在超市、便利店、药房、3C 卖场等商品款式众多且价格种类不一、变价频率较高的零售场景，外观类似一块小小的屏幕，能够向顾客展示该款产品的名称、产地、价格等信息。传统意义上来讲，放有静态纸质价签的货架仅发挥了向顾客告知商品价格的作用，大型商家一周可能会花费大量的时间和资源来更换价签，但这项任务可以轻松地通过电子标签高效方便的实现，节省大量人力物力成本。相对于传统价签，电子价签置于货架上的产品一侧，成为接触线下商品的最广泛触点，可在多方面为零售行业客户赋能。

图 14 电子价签系统构成



资料来源：物联传媒《2020 年中国新零售市场电子价签产业研究报告》，华西证券研究所

表 4 电子价签赋能的核心领域和用途

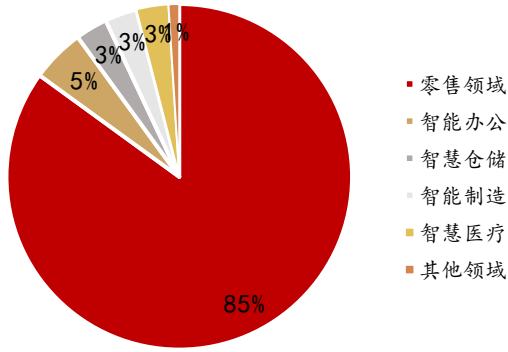
主要赋能领域	电子价签可在以下方面为零售行业客户赋能
节约经营成本	电子价签的应用使传统的人工申请、调价、打印、营业员去货架前端更换等变价流程均可省略，所有门店的价格由后台统一管理，商家可以一键变价，节省人工成本；此外，电子价签可以长时间重复使用，更为绿色环保，节省了大量的纸质标签、打印机、墨水、电力等物力成本。
提高管理效率	电子价签控制器在接收电子价签系统信号后，可以实现快速大规模变价，提高变价效率；同时由于电子价签拥有快速定位功能，并通过系统计算出距离最近、最科学的拣货路线，可提高拣货、补货效率。
提升用户体验	电子价签拥有统一的外观和规格大小，外观上更加美观整洁，并可以根据消费者的购物习惯进行实时调整，满足消费者的差异化需求；同时，电子价签能显示二维码、条形码、图片等各种形式的信息，消费者可以通过扫码的方式直接支付，并显示消费券等消费折扣，增强与消费者的动态交互体验。
创新营销模式	电子价签可和后台的数据分析平台关联，实现线上线下联动，线上做营销活动时，线下门店可以实时与线上配合，实现线上线下促销同步；此外，线下用户向线上转化，利于品牌商的数字化营销；智能营销硬件可以对消费者进行多维度行为数据收集，实现精准营销。

资料来源：汉朔科技招股说明书，华西证券研究所

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

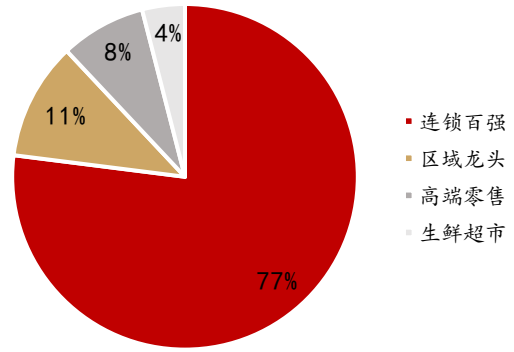
电子价签下游应用领域广泛，涵盖零售领域、智能办公、智慧仓储、智能制造、智慧医疗和其他领域。其中，零售领域是电子价签的主要应用领域，据物联传媒数据，电子价签下游应用中零售领域占比超过 80%。目前，上线电子价签系统的主要是连锁百强企业内的部分企业的部分店面，且生鲜品类是上线重点区域，其次是区域龙头零售企业、高端零售店和主打生鲜品类的生鲜超市。展望未来，电子价签有望向会议服务、仓储、制造、医疗行业等加速拓展。

图 15 中国电子价签应用领域分布



资料来源：物联传媒《2020 年中国新零售市场电子价签产业研究报告》，华西证券研究所

图 16 中国电子价签零售领域业态分类

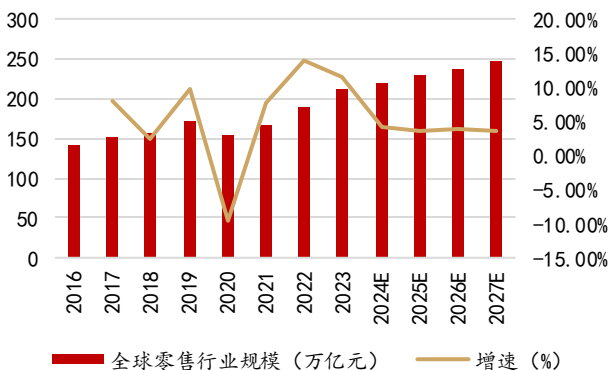


资料来源：物联传媒《2020 年中国新零售市场电子价签产业研究报告》，华西证券研究所

2.2. 市场规模：电子价签优势突出，有望实现加速渗透

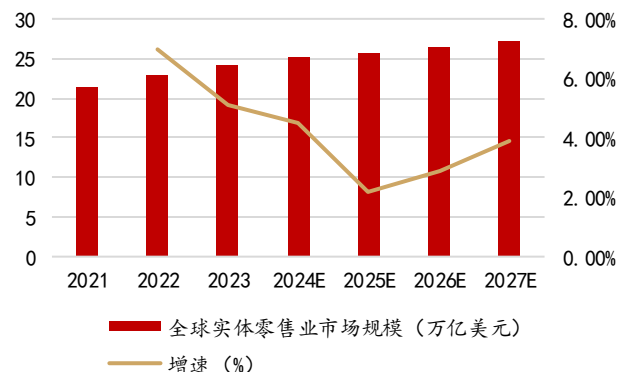
全球零售行业规模持续扩大，线下零售市场迎来复苏。随着全球人口数量的不断增加，经济实力的整体提升，人们的消费活动也日益频繁，带动全球零售行业规模持续扩大。据 eMarketer 数据，全球零售总体规模保持稳步增长，2023 年全球零售总额约为 211.54 万亿元，预计 2027 年增长至 246.42 万亿元，2023-27 年 CAGR 为 3.89%。从线下零售市场规模来看，2020 年以来全球消费者线上购买倾向渐趋稳定，实体店消费迎来逐步复苏。据 eMarketer 数据，2023 年全球线下零售规模约为 24.18 万亿美元，预计 2027 年增长至 27.25 万亿美元，2023-27 年 CAGR 为 3.03%。

图 17 全球零售行业市场规模及增速（万亿元，%）



资料来源：eMarketer，汉朔科技招股说明书，华西证券研究所

图 18 全球实体零售业规模及增速（万亿美元，%）

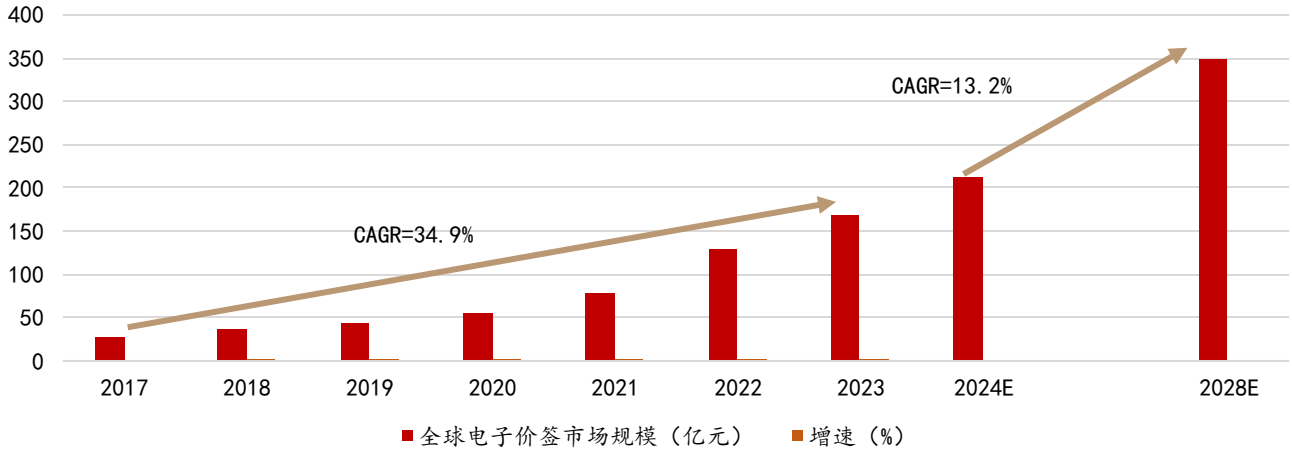


资料来源：eMarketer，汉朔科技招股说明书，华西证券研究所

随着发达国家人力成本的持续上升，电子价签作为降低门店运营成本的重要措施，逐渐被应用在零售商的各大门店。据招股说明书数据，全球市场渗透率达 15% 左

右，发展相对成熟的法国渗透率已达 30%以上。目前，国内永辉超市、物美、京客隆、大润发等领先的零售商已开始逐渐采用电子价签，但仍处于初步发展阶段，市场渗透率较低。受益人力成本上升、技术进步及门店数字化的需求推动，电子价签作为降低零售门店运营成本的重要工具，有望在全球及中国市场实现加速渗透。据 CINNO 数据，2023 年全球电子价签市场规模为 169 亿元，2017-23 年 CAGR 为 34.9%，预计 2028 年市场规模将达到 349 亿元，2024-28 年 CAGR 为 13.2%。

图 19 全球电子价签市场规模（亿元）

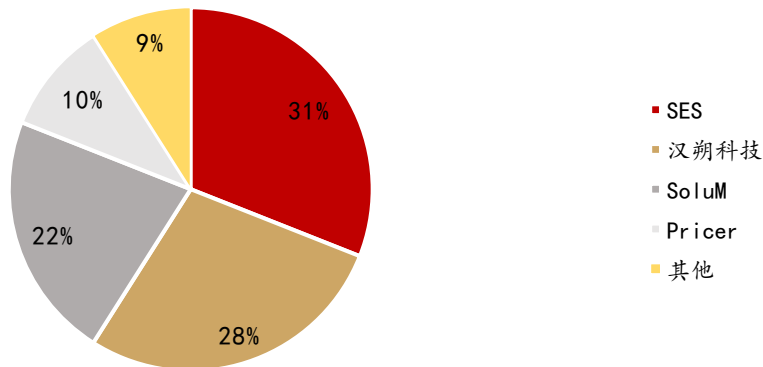


资料来源：CINNO，汉朔科技招股说明书，华西证券研究所

2.3. 竞争格局：头部企业优势凸显，汉朔全球市占率居前

电子价签行业市场份额较为集中。全球电子价签行业的主要参与者包括 SES (VusionGroup)、Pricer、SoluM、汉朔科技等。据 CINNO 数据，按出货量计算，2023 年 SES、汉朔科技、SoluM、Pricer 全球电子价签市场市占率分别为 31%、28%、22%、10%，汉朔科技排名全球第二；与此同时，据 CINNO 数据，2023 年汉朔科技在国内电子价签市场占有率约 62%，排名第一。随着零售商及品牌商在数字化方面的不断投入，对于数字化解决方案系统的要求日益提高，头部服务商更能满足大客户的需求，电子价签行业竞争格局有望延续向头部服务商集中的趋势。

图 20 全球电子价签市场主要参与者出货量市占率



资料来源：汉朔科技招股说明书，CINNO，华西证券研究所

3. 公司：技术+产品+供应链+客户优势，赋能长期增长

3.1. 技术优势：自研 HiLPC 通信协议，构筑核心护城河

零售数字化解决方案针对的客户场景具有设备与商品数量多、门店分布广、通信干扰严重以及物理环境复杂等特点，需要全面的核心技术体系作为支撑。公司自主研发广泛适用于各产品条线通信及数据传输的 HiLPC 协议，集成动态唤醒、协同跳频、精准定位等智能算法，构建可动态伸缩、实时调度的网络架构，实现抗干扰和吞吐能力强、并发量大、低功耗等优势，可保证通信系统运行更加流畅、稳定。据公司招股说明书，公司最新一代 HiLPC 协议可实现单门店承载数百台蜂窝网络基站设备，单基站每小时更新 60,000 片次电子价签设备，在并发量上达到行业先进水平。

图 21 汉朔科技 HiLPC 通信协议







资料来源：汉朔科技公司官网，华西证券研究所

3.2. 产品优势：软硬协同，提供全场景一站式解决方案

3.2.1. 硬件：产品加速迭代升级，构建多元化产品矩阵

构建多元化电子价签产品矩阵。自 2013 年以来，公司先后发布 Stellar（2015 年）、Nowa（2018 年）、Nebular（2020 年）和 Polaris（2023 年）四个系列超过 40 余款电子价签产品，系统软件迭代版本超过 20 次，产品在芯片封装、电池工艺、显示厚度、变价速度、防护等级等方面持续优化升级，可覆盖不同市场需求。




表 5 公司电子纸 (EPD) 显示价签产品谱系

系列	Stellar	Nowa	Nebular	Polaris
图示				
上市时间	2015 年	2018 年	2020 年	2023 年
产品定位	经典产品, 高性价比	创新产品, 无镜片设计	高端产品, 性能突出	高屏占比、多色产品, 显示效果更优
芯片工艺	外购芯片 分离式 IC 架构	外购芯片 分离式 IC 架构	SiP 封装芯片 一体化设计架构	SiP 封装芯片 一体化设计架构
电池工艺	纽扣电池	纽扣电池	工业级软包电池、纽扣电池	工业级软包电池、纽扣电池
价签厚度	13.1 毫米	12.0 毫米	7.8 毫米	9.5 毫米
快闪响应时间	3 秒	3 秒	1 秒	1 秒
变价速度	18,000 片/小时	18,000 片/小时	最高 60,000 片/小时	最高 60,000 片/小时
屏幕显示	PC 镜片防护, 屏幕硬度 HB	无镜片防反光设计, 拥有纸一般的阅读体验	PMMA(亚克力) 镜片防护, 镜片硬度 3H, 支持高分辨率屏幕	多色显示模组, 双色注塑镜片, 镜片硬度 3H, 高屏占比屏幕设计
防水防尘设计	防水防尘设计, 通过 IP54 认证或 IP65 认证	防水防尘设计, 达到 IP50 级别	防水防尘设计, 通过最高等级 IP68 认证	防水防尘设计, 达到 IP54 级别
电池设计寿命	5 年	5 年	15 年	10 年

资料来源: 汉朔科技招股说明书, 华西证券研究所

在电子纸显示价签基础上, 公司还推出全彩 LCD 显示的 Lumina 系列。相较于 Stellar、Nowa、Nebular 和 Polaris, Lumina 搭载 LCD 全彩高分辨率显示屏, 采用一屏多显、双面异显、多屏联动等特别设计, 在商品信息显示外可实现广告智能投放、消费者交互、线上线下促销关联等功能, 充分满足客户各类创意营销需求。此外, 为适应更多零售业态和场景的营销特点, Lumina 进一步拓展至大屏显示系列, 零售商与品牌商可将其部署在商超入口、主通道等位置, 并通过广告投放、地图导航、促销信息显示等丰富功能, 在增加营销触点的同时提升门店运营效能。

表 6 公司液晶显示价签以 Lumina Aqua 为主

产品名称	产品图片	产品主要特点及应用场景
Lumina Aqua	R 系列: 	1、屏幕类型: R 系列 LCD TN/IPS 屏, X/D 系列 LCD 全视角全彩 IPS 屏 2、应用场景: 结合吊轨等配件悬挂于生鲜堆头、冷柜上方, 主要用于商品信息全彩显示, 支持宽低温 (0°C-50°C)、高湿度 (0%-95%RH) 环境运行 3、通信协议: HiLPC 通信协议 4、防护等级: R/X 系列支持防尘防水级别 IP65, 3H 硬度镜片; D 系列支持喷雾环境 5、特别功能/设计: 双面产品一芯两面、双面异显, 供电导轨、支架一体化设计
	X 系列: 	
	D 系列: 	

资料来源: 汉朔科技招股说明书, 华西证券研究所

通过快速的产品迭代升级, 公司在通信效率、稳定性、功耗等方面构建了较深的护城河, 各项指标均处于行业第一梯队。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

表 7 公司在产品主要性能指标上与同行业的对比

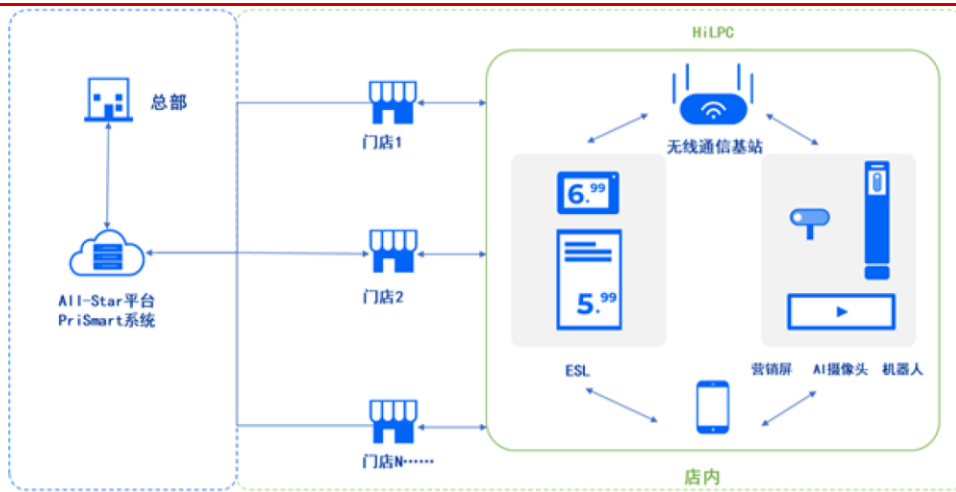
电子价签产品					
性能指标	HS Nebular	SES Vusion	Pricer SmartTAG	SoluM Newton	指标含义
并发量 (越大越好)	18,000 片/小时/AP (三代系统) 60,000 片/小时/AP (四代系统)	10,000 片/小时/AP	30,000 片/小时 (非单 AP)	50,000 片/小时/AP	一个小时内可完成变价的最大电子价签数量, 电子价签行业内用来衡量通信系统效率的重要指标, 越大性能越优
功耗 (电池寿命上限, 越长越好)	15 年	13 年	10 年或 15 年 (battery+)	10 年	电子价签电池设计寿命, 越长性能越优
自动跳频	智能跳频系统, 自动分配信道	/	/	支持信道自动选择	在干扰复杂的使用环境下, 是否拥有智能算法支持电子价签自主选择通信条件更好的通信频道
价签商品匹配时间 (越短越好)	5-10 秒	/	/	6-10 秒	通过 PDA 扫码或 NFC 点触完成价签与商品绑定的时间, 越短性能越优
大规模更新速度 (越短越好)	0.06 秒	0.36 秒	0.12 秒	0.1 秒	在并发使用环境下, 对单一电子价签进行变价所需时间, 越快性能越优
定位价签功能	支持 (支持高精度动态定位)	支持	支持 (支持高精度动态定位)	支持	是否定位功能, 公司拥有自主定位算法, 支持电子价签根据彼此距离感应实现室内精准定位

资料来源: 汉朔科技招股说明书, 华西证券研究所

3.2.2. 软件: 自研 PriSmart 系统和 ALL-Star 物联网数字化平台

公司基于 HiLPC 协议研发出 PriSmart 电子价签管理系统。该系统采用高可用负载均衡集群技术, 可将密集区域电子价签均匀分散注册在周围数个基站, 实现密集区域多基站同步更新, 不仅充分加强了系统稳定性、可靠性, 还大大提升电子价签响应与更新效率, 从而实现对电子价签设备与通信基站的集中统一管理。面对差异化的下游应用需求与不同系统之间的信息孤岛问题, 公司还研发了 PDA 应用 Handy、监控系统 VCS、电子价签显示模板设计工具 Templater 等应用模块, 并将其接入 PriSmart 系统, 进一步开发了 All-Star 物联网数字化平台。通过灵活的模块化集成方式赋予零售客户快速建立物联网设备的管理能力, 为客户提供从物联网设备管理到数字化运营的一站式解决方案, 进一步提升数字化门店的运营效率。

图 22 公司智慧零售综合解决方案



资料来源: 汉朔科技招股说明书, 华西证券研究所

3.2.3. 软硬协同：全产业链资源整合，积极布局人工智能解决方案

公司具备自主研发、软硬件方案集成及全产业链资源整合的能力。多年来，汉朔不断创新，凭借卓越的物联网、人工智能和大数据技术实力，为全球 50 多个国家和地区的数万家门店商户提供了优质的数字化解决方案。这些解决方案涵盖门店运营优化、购物体验提升、店内数字营销和数字能源管理等全方位的功能，为客户带来了显著的业务效益和竞争优势。

图 23 公司提供数字化门店全场景解决方案



资料来源：汉朔公众号，华西证券研究所

积极布局人工智能解决方案，加速行业智能化转型。作为微软中国区首家获得“零售行业人工智能软件解决方案认证”的 ISV 合作伙伴，公司不断进行资源整合与协同创新。依托微软 Azure 云服务平台所提供的底层技术支持及 Azure OpenAI (AOAI) 大模型能力，研发出针对零售 B 端、C 端的门店数字化解决方案。2025 年 4 月 23 日，公司荣获“FY25 Microsoft Certified Solution Designation”（2025 财年微软认证解决方案）证书，以及“Microsoft Partner——微软具有认证软件的解决方案合作伙伴”称号。展望未来，公司将依托微软智能云的全栈服务能力，提高零售场景新技术的研发效率，引领行业加速智能化转型。

图 24 公司获得“Microsoft Partner——微软具有认证软件的解决方案合作伙伴”称号

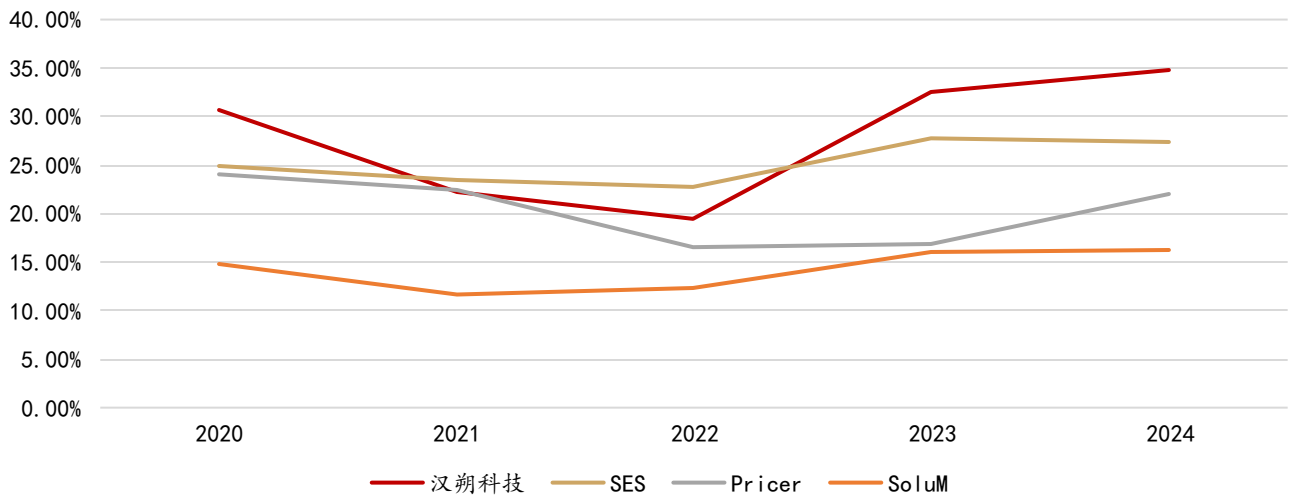


资料来源：公司官网，华西证券研究所

3.3. 成本优势：依托本土供应链，产品成本优势凸显

公司依托国内成熟产业链打造成本优势，2023 年以来毛利率持续领先全球同业。公司毛利率处于行业第一梯队，主要系自产显示模组及芯片国产替代。一方面，公司 22 年通过子公司自产显示模组，23 年开始批量生产，有助于公司获取产业链洞察，了解产业链的实际成本，在显示模组采购中获得更好的议价能力。另一方面，境外可比公司通常采用境外品牌的芯片，例如高通、芯科科技、Nordic 等，据公司招股说明书，公司采购的进口芯片（主芯片与 NFC 芯片）的价格比国产芯片高出 1.9-3 倍。因此，公司更加积极开展国产替代和降本开发，在研发中积极选配国产芯片测试适配性，同时联合国内芯片厂商研发成本更低的 SiP 封装解决方案，在不影响产品性能的情况下持续降低成本。据公司招股说明书，公司采购芯片中国产芯片占比达 90%以上。

图 25 公司与国际同行业可比公司毛利率对比



资料来源：Wind, S&P Global Market Intelligence, 华西证券研究所

3.4. 客户优势：深入推进全球化布局，绑定全球龙头客户

深入推进全球化布局，快速响应增强客户粘性。公司于 2017 年在法国设立欧洲子公司，并与零售业巨头欧尚（Auchan）集团达成独家战略合作关系，此后又在德国设立子公司以辐射北欧与东欧市场；2019 年，公司将欧洲总部与创新中心设在荷兰，大力推动产品技术研发、应用与服务本地化，旨在通过与本地客户进行联合创新，提升公司在当地市场的技术能力和服务水平；2021 年至今，在已经具备一定市场规模的欧洲、亚太地区基础上，公司进一步拓展北美业务，并在 2022 年美国零售业联盟展上发布首款光能电子价签，完成绿色科技应用出海。目前，公司已在法国、德国、荷兰、澳大利亚、日本、美国、新西兰、新加坡、英国、瑞典、加拿大、越南、波兰、西班牙、马来西亚等国家设立下属公司。截至 2024 年底，已覆盖全球超过 70 个国家和地区 500 余家客户。通过本地化团队建设和技术支持，公司能够快速响应全球客户需求，提供定制化解决方案，增强客户粘性，为业务持续增长奠定坚实基础。

绑定全球龙头客户，确保市场份额稳定增长。公司目前已与 Auchan、Aldi、Ahold、Woolworths、Leroy Merlin、Metcash、华润万家、多点集团等国内外零售头部企业开展合作，其中法国六大零售商公司已正式服务 Auchan、E.Leclerc、Systeme U 和 ITM 四家，荷兰最大的日用零售商 Ahold、德国最大的连锁零售超市 Aldi、澳洲最大零售商 Woolworths、全球建筑装修零售龙头 Leroy Merlin、全球食品与日用品零售巨头 Metcash 分别于 2018 年、2020 年、2020 年、2021 年与 2022 年开始与公司合作。由于行业头部企业均为数字化转型升级的引领者并具备高确定性的数字化部署需求，因此与头部大客户深度绑定，使公司可以提前掌握下游对技术和产品的变革动向，基本锁定其未来增量业务机会；此外大型零售客户抗风险能力较强，有助于公司降低特定市场波动导致的不利影响，确保公司市场份额稳定增长。

表 8 公司境内外主要核心客户

序号	公司名称	注册地址	境内/境外	行业地位	门店数量
1	多点集团	北京	境内	中国及亚洲最大的云解决方案数字零售服务商	覆盖门店数量突破 15,000 家,注册用户超过 1.8 亿
2	华润万家	广东深圳	境内	中国连锁超市龙头,2019 销售额排名第一	超过 3,000 家
3	阿霍德·德尔海兹 (Ahold)	荷兰	境外	世界领先的食品零售集团之一,德勤《2023 全球零售力量》排名欧洲第三	本地门店超过 7,000 家
4	奥乐齐 (Aldi)	德国	境外	世界食品零售龙头企业,德国最大的连锁超市,德勤《2023 全球零售力量》排名欧洲第二	全球范围内 6,700 家门店
5	欧尚 (Auchan)	法国	境外	法国头部零售集团,德勤《2023 全球零售力量》排名法国前五	超过 2,000 家门店
6	ITM	法国	境外	法国第三大连锁超市,德勤《2023 全球零售力量》排名法国第三	超过 1,800 家门店
7	Netto	德国	境外	德国廉价连锁超市龙头	超过 4,000 家门店
8	Nicolis	意大利	境外	意大利主要电子价签供应商	意大利经销商
9	Jumbo	荷兰	境外	荷兰第二大连锁超市	超过 700 家门店
10	Leroy Merlin	法国	境外	安达屋集团下属企业,全球建筑装修零售龙头	在法国拥有超过 140 家门店,在西班牙拥有超过 130 家门店,全球范围内超过 400 家门店
11	Metcash	澳大利亚	境外	全球食品与日用品零售巨头,澳洲最大专业工具零售商	名下各品牌门店总数约 6,500 家
12	Intergamma	荷兰	境外	荷兰最大的 DIY 建材超市集团	接近 400 家门店
13	Woolworths	澳大利亚	境外	澳大利亚最大的食品零售商以及连锁超市,德勤《2023 全球零售力量》排名澳大利亚第一	超过 2,000 家超市门店 (包含旗下品牌)
14	Ishida	日本	境外	日本领先的零售运营解决方案及专业设备供应商	日本经销商
15	Husmann	美国	境外	全球领先的食品零售领域显示及制冷设备智能解决方案供应商	美国经销商

资料来源：汉朔科技招股说明书，华西证券研究所

4. 盈利预测与估值

4.1. 盈利预测

基本假设：

1、电子价签终端：公司目前为全球排名第二出货量的电子价签厂商，并且持续推进全球化布局，已覆盖全球超过 70 个国家和地区的 500 余家客户，并与 Auchan、Aldi、Ahold、Woolworths、Leroy Merlin、Metcash、华润万家、多点集团等国内外零售头部企业开展合作。我们认为，随着海外实体零售行业的稳定增长以及全球零售业数字化转型加速，公司有望进一步扩大其市场份额，实现稳定增长。因此，我们假设公司 2025-27 年该板块营业收入分别为 44.42、53.30、63.96 亿元，同比+8.00%、+20.00%、+20.00%。与此同时，随着产品结构优化和成本管控能力提升，公司该板块毛利率有望实现小幅提升。因此我们假设公司 2025-27 年该板块毛利率分别为 33.50%、33.80%、34.00%。

2、软件及技术服务：零售数字化解决方案针对的客户场景具有设备与商品数量多、门店分布广、通信干扰严重以及物理环境复杂等特点，需要全面的核心技术体系作为支撑。公司自主研发 HiLPC 通信协议及 ALL-Star 物联网数字化平台，为客户提供一站式解决方案。随着电子价签出货量上升，落地门店数量增多，公司该板块收入有望保持持续提升。因此，我们假设公司 2025-27 年该板块营业收入分别为 2.76、4.28、6.63 亿元，同比+55.00%、+55.00%、+55.00%。与此同时，考虑到软件系统和 SaaS 服务成本相对刚性，公司该板块毛利率有望保持相对稳定。因此我们假设公司 2025-27 年该板块毛利率分别为 55.00%、55.00%、55.00%。

3、配件及其他：公司以电子价签为核心，横向拓展智能摄像头、智能购物车等智慧零售产品，实现商品管理、客流分析、自助结账等场景全覆盖；此外，还为客户提供数字能源应用解决方案，满足线下门店降低能源成本的需求。随着产品的持续拓展和应用场景的持续覆盖，公司该板块收入有望保持持续提升。因此，我们假设公司 2025-27 年该板块营业收入分别为 2.64、3.57、4.81 亿元，同比+35.00%、+35.00%、+35.00%。与此同时，随着新品的持续拓展，公司该板块毛利率有望实现小幅提升。因此我们假设公司 2025-27 年该板块毛利率分别为 44.50%、44.80%、45.00%。

综上所述，我们预计公司 2025-27 年营业收入分别为 49.82、61.14、75.40 亿元，同比+11.04%、+22.73%、+23.32%；毛利率分别为 35.27%、35.92%、36.55%。

表 9 公司主营业务拆分

百万元	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	1190.28	1612.86	2861.89	3775.06	4486.29	4981.71	6114.26	7540.30
yoy		35.50%	77.44%	31.91%	18.84%	11.04%	22.73%	23.32%
毛利率	30.66%	22.19%	19.46%	32.59%	34.80%	35.27%	35.92%	36.55%
电子价签终端	976.80	1427.02	2663.52	3518.27	4112.57	4441.58	5329.89	6395.87
yoy		46.09%	86.65%	32.09%	16.89%	8.00%	20.00%	20.00%
毛利率	28.51%	19.21%	18.04%	31.41%	33.49%	33.50%	33.80%	34.00%
软件及技术服务	17.50	61.34	71.38	113.17	178.03	275.95	427.72	662.96
yoy		250.56%	16.37%	58.55%	57.31%	55.00%	55.00%	55.00%
毛利率	47.68%	60.51%	49.75%	65.66%	54.93%	55.00%	55.00%	55.00%
配件及其他	84.10	124.50	126.99	143.62	195.69	264.18	356.65	481.48
yoy		48.04%	2.00%	13.09%	36.26%	35.00%	35.00%	35.00%
毛利率	52.58%	37.45%	32.28%	35.40%	44.05%	44.50%	44.80%	45.00%

资料来源：Wind，华西证券研究所

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

4.2. 相对估值

我们选取电子价签相关公司 Zebra、SES (VusionGroup) 作为可比公司。2025 年可比公司 PE 为 30.80x。我们预计公司 2025-27 年营业收入分别为 49.82、61.14、75.40 亿元，同比+11.04%、+22.73%、+23.32%；归母净利润分别为 8.02、10.33、13.01 亿元，同比+12.97%、+28.80%、+25.88%；EPS 分别为 1.90、2.45、3.08 元。2025 年 7 月 14 日收盘价为 56.47 元，对应 PE 分别为 29.73x、23.08x、18.34x。考虑到公司在电子价签领域有望持续扩大市场份额，引领行业技术创新，故给予一定的估值溢价。首次覆盖，给予“买入”评级。

表 10 可比公司估值

公司	代码	股价 (美元/元)	EPS (美元/元)			PE (倍)		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
ZBRA	ZBRA.O	322.83	14.57	16.61	19.11	22.16	19.43	16.90
VUSION	VU.PA	255.00	6.51	10.77	16.91	39.20	23.68	15.08
平均						30.68	21.56	15.99
汉朔科技	301275.SZ	56.47	1.90	2.45	3.08	29.73	23.08	18.34

资料来源: Wind, 彭博, 华西证券研究所

注: 可比公司数据为彭博一致预期, 股价截至 2025 年 7 月 14 日

5. 风险提示

下游需求不及预期, 新品退出不及预期, 贸易风险加剧等

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	4,486	4,982	6,114	7,540	净利润	710	802	1,033	1,301
YoY (%)	18.8%	11.0%	22.7%	23.3%	折旧和摊销	53	44	44	27
营业成本	2,925	3,224	3,918	4,784	营运资金变动	250	-123	135	120
营业税金及附加	11	9	13	16	经营活动现金流	1,032	790	1,291	1,555
销售费用	283	324	397	490	资本开支	-77	-1	-1	-1
管理费用	240	269	318	392	投资	0	0	0	0
财务费用	3	-23	-39	-50	投资活动现金流	54	-175	-25	-53
研发费用	198	219	269	332	股权募资	0	1,023	0	0
资产减值损失	-15	-20	-20	-20	债务募资	0	5	0	0
投资收益	18	-20	-24	-53	筹资活动现金流	-39	958	-97	-121
营业利润	827	911	1,191	1,496	现金净流量	1,043	1,610	1,168	1,381
营业外收支	0	-1	-1	-1	主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
利润总额	826	910	1,190	1,496	成长能力				
所得税	116	108	156	195	营业收入增长率	18.8%	11.0%	22.7%	23.3%
净利润	710	802	1,033	1,301	净利润增长率	4.8%	13.0%	28.8%	25.9%
归属于母公司净利润	710	802	1,033	1,301	盈利能力				
YoY (%)	4.8%	13.0%	28.8%	25.9%	毛利率	34.8%	35.3%	35.9%	36.5%
每股收益	1.87	1.90	2.45	3.08	净利率	15.8%	16.1%	16.9%	17.3%
资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	总资产收益率 ROA	15.9%	12.9%	13.1%	13.6%
货币资金	2,638	4,247	5,416	6,796	净资产收益率 ROE	26.2%	17.8%	19.0%	19.6%
预付款项	17	17	21	26	偿债能力				
存货	748	1,012	1,121	1,331	流动比率	1.97	2.51	2.66	2.63
其他流动资产	1,229	1,323	1,380	1,800	速动比率	1.58	2.06	2.22	2.23
流动资产合计	4,632	6,600	7,938	9,954	现金比率	1.12	1.62	1.82	1.79
长期股权投资	10	10	10	10	资产负债率	47.6%	37.9%	36.3%	37.1%
固定资产	56	45	33	22	经营效率				
无形资产	10	10	10	10	总资产周转率	1.00	0.80	0.77	0.79
非流动资产合计	547	654	611	584	每股指标 (元)				
资产合计	5,179	7,255	8,549	10,537	每股收益	1.87	1.90	2.45	3.08
短期借款	0	0	0	0	每股净资产	7.14	10.67	12.90	15.70
应付账款及票据	2,121	2,345	2,629	3,386	每股经营现金流	2.71	1.87	3.06	3.68
其他流动负债	228	283	353	401	每股股利	0.15	0.17	0.22	0.28
流动负债合计	2,348	2,628	2,982	3,787	估值分析				
长期借款	0	0	0	0	PE	30.20	29.73	23.08	18.34
其他长期负债	115	118	118	118	PB	0.00	5.29	4.38	3.60
非流动负债合计	115	118	118	118					
负债合计	2,463	2,746	3,100	3,905					
股本	380	422	422	422					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	2,716	4,508	5,449	6,632					
负债和股东权益合计	5,179	7,255	8,549	10,537					

资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。