

电子行业 2026 年 7 月 13 日

公司基本数据

当前价格(元)	41.97
52 周价格区间(元)	37.77-83.68
总市值(亿元)	177
流通市值(亿元)	126
近 20 交易日日均成交额(亿元)	2.32
近 20 交易日日均换手率	7.93%
第一大股东	北京汉朔科技有限公司
公司网址	www.hanshow.com

一年期收益率比较



相关报告

分析师: 王鑫昶
执业证书编号: S0370526030001
邮箱: wangxy4@jyzq.cn

汉朔科技(301275)

—电子价签全球龙头, AI 驱动零售数字化平台升级

评级: 增持(首次)

盈利预测	2025A	2026E	2027E	2028E
主营收入(百万元)	4,212	5,178	6,610	8,188
主营收入增长率	-6%	23%	28%	24%
净利润(百万元)	452	654	877	1,112
净利润增长率	-36%	45%	34%	27%
每股收益(元/股)	1.07	1.55	2.08	2.63
PE	39.2	27.1	20.2	15.9
PB	4.3	3.8	3.3	2.8

资料来源: 金元证券研究所

投资要点

●全球零售数字化解决方案龙头, 构建“硬件+方案+平台”三层体系。

公司以电子价签为切入点, 构建“智能硬件—Nex 场景方案—X 数字孪生平台”三层产品体系。根据 DISCIEN 数据, 公司与 VusionGroup 合计占据全球 70% 以上市场份额, 国内市占率约 62%。

●传统 ESL 业务稳固, 全球化布局构筑客户壁垒与增长空间。公司长期深耕海外零售市场, 业务覆盖全球 80 余个国家和地区, 服务超过 500 家客户, 并与 Auchan、Aldi、Woolworths 等全球头部零售商建立深度合作。ESL 业务具备较高系统集成壁垒, 涉及硬件部署、通信协议适配及零售 IT 系统融合, 客户迁移成本较高。随着欧洲存量客户进入换新周期、北美市场加速渗透以及新兴市场数字化需求提升, 公司传统业务有望保持稳健增长。

●汉朔 2.0 平台化转型, 新品放量打开第二增长曲线。公司围绕“AI×数据”推进汉朔 2.0 战略, 通过 Nex 场景方案和 X 数字孪生平台提升客户价值, 实现从单一硬件供应商向“硬件+方案+SaaS”综合服务商升级。智能购物车已进入批量交付阶段, AI 相机、智能巡检机器人等产品持续落地, 同时软件 SaaS 及技术服务收入持续增长, 高毛利业务占比提升有望推动盈利结构优化。

●盈利预测及估值。我们预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 51.78/66.10/81.88 亿元, 同比增长 23.0%/27.6%/23.9%; 归母净利润分别为 6.54/8.77/11.12 亿元, 同比增长 44.7%/34.2%/26.8%。考虑公司全球 ESL 龙头地位稳固, 以及汉朔 2.0 平台化转型带来的长期成长空间, 首次覆盖给予“增持”评级。

●风险提示: 汉朔 2.0 新品放量不及预期; 海外经营及关税政策风险; 行业竞争加剧; 大客户依赖与订单波动。

目录

一、全球 ESL 双寡头，汉朔 2.0 驱动平台化转型 4

1. 以 ESL 为核心入口，构建“硬件+方案+平台”三层产品体系 4

2. 收入重回增长通道，盈利结构持续优化 5

二、存量客户壁垒稳固，汉朔 2.0 打开第二增长曲线 7

1. 全球化布局构筑客户护城河，多区域渗透打开增长空间 7

2. 从硬件入口到 AI 平台，汉朔 2.0 开启商业模式升级 9

三、财务分析与盈利预测 12

四、估值及投资评级 14

五、风险提示 14

图表目录

图表 1：公司产品矩阵 4

图表 2：2023-2026Q1 营业收入及增速 5

图表 3：2023-2026Q1 归母净利润及增速 5

图表 4：公司经营业务占比 6

图表 5：公司境内外收入结构对比 6

图表 6：2023-2026Q1 公司各费率变化 6

图表 7：2025 年全球 ESL 竞争格局图 7

图表 8：汉朔科技全球布局 8

图表 9：全球 ESL 市场出货量变化图 9

图表 10：汉朔 2.0 三层产品体系架构图 9

图表 11：软件 SaaS 及服务收入增长状况 10

图表 12：汉朔科技智能购物车产品图 11

图表 13：智能购物车零售媒体网络方案 11

图表 14：NexMate 智能机器人解决方案 11

图表 15：汉朔 2.0 其他新品功能与推广进展汇总 12

图表 16：公司主营业务拆分及预测（单位：百万元） 13

图表 17：可比公司估值分析表（单位：亿元） 14

一、全球 ESL 龙头，汉朔 2.0 驱动平台化转型

1. 以 ESL 为核心入口，构建“硬件+方案+平台”三层产品体系

汉朔科技成立于 2012 年，是全球领先的电子价签（ESL）与泛零售数字化门店综合解决方案提供商。公司以电子价签为切入点，构建“智能硬件、场景化解决方案（Nex）、数字孪生平台（X 软件平台）”三层产品体系，目前已构建 5 个 Nex 解决方案和 3 个 X 软件平台。公司核心产品包括 Nebular、Polaris、Lumina 系列电子价签、智能购物车及 All-Star SaaS 平台等，业务覆盖全球 80 多个国家和地区，服务超过 500 家客户、落地 55,000 余家门店。公司总部位于浙江嘉兴，在法国、德国、荷兰、美国、日本、澳大利亚等地设有 30 余家海外子公司。根据 DISCIEN（迪显咨询）数据，公司与 VusionGroup 位居全球前二，二者合计占据 70% 以上市场份额。

图表 1：公司产品矩阵

业务板块	产品名称	核心功能
电子价签	Nebular 系列	旗舰产品，搭载自研芯片，电池寿命达 15 年，更新速度最快 60,000 次/小时/基站，具备 1 秒亮灯快速定位功能；Nebular Ultra 系列拥有厘米级定位，是构建货架数字孪生的基础设施
	Polaris 系列	高屏占比多色产品，SiP 封装芯片，一体化设计架构，电池设计寿命达 10 年，具备突出性价比
	Lumina 系列	具备出众的视觉表现力，多用于零售空间营销内容展示；覆盖从 1.6 英寸到 9.7 英寸等多种尺寸
智能硬件	智能购物车	集成 AI 导购、自助结算、精准营销与会员运营，是构建零售媒体网络（RMN）的关键触点之一
	AI 相机与机器人	包括 N5 货架相机和 NexMate 智能机器人，通过高清摄像头与多传感器融合，实时监控货架陈列状态、识别缺货情况，自动执行清洁、巡检等任务
	通信与基站设备	依托 HiLPC 与蓝牙 5.4 深度融合的双模通信架构，既保留私有协议低功耗、高实时性能，又兼具标准协议开放特性；可安全驾驭亿级价签设备
	能源管理设备	包括 NexOptim 节能 IoT 设备及新能源设备，支持门店低碳运营与能源精细化管理
场景化方案（Nex）	NexShelf 智能货架	依托自研电子价签与 AI 视觉摄像头，实现价格实时同步、作业流程优化、陈列智能管控与缺货精准预警
	NexConnect 智	以智能购物车为载体，为消费者提供 AI 导购、室内导航、自助支付等沉浸

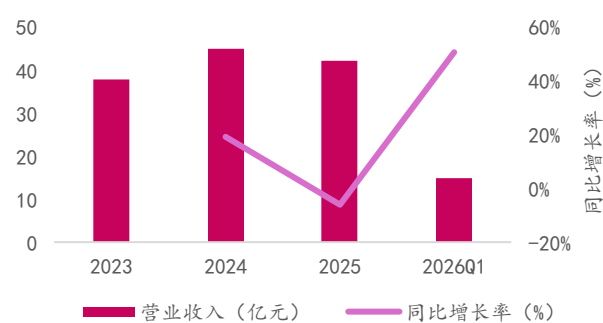
能购物车		式购物体验，打造店内零售媒体网络（RMN）营销阵地
NexMate 智能机器人	通过机器人构建“感知-分析-执行”的智能闭环，自动完成清洁、巡检、缺货识别等重复性工作	
NexOptim 门店设备节能	依托“云-管-边-端”一体化架构与专属 HiLPC 无线通信技术，对空调、照明、冷链等设备集中化与策略化管理，实现 15%-30%能耗节约	
NexGrid 智慧能源	集监控、优化、交易、运维于一体的云边协同能源管理平台，管理光伏、储能、充电桩等分布式能源资产，通过峰谷套利、参与电力市场交易将能源从成本中心转变为价值创造中心	
All-Star SaaS 平台	作为核心操作系统，搭载物联网安全芯片；作为一站式 IoT 平台，打破设备与应用壁垒，支持千万量级设备的高并发处理与跨地区高效协同	
数字孪生平台 (X 平台)	数据湖	负责全量数据存储与治理，为系统提供历史分析数据
	数字孪生 AI 智能体	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、运营、营销、库存四大专属 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

数据来源：汉朔科技定期报告，金元证券研究所整理

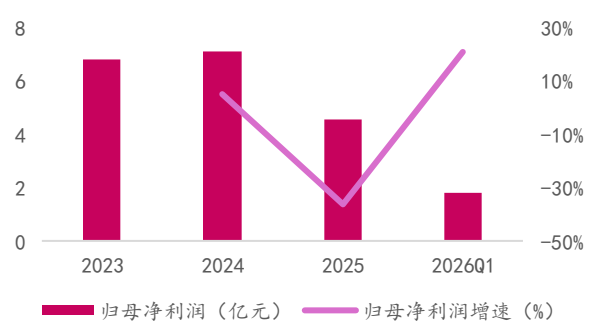
2. 收入重回增长通道，盈利结构持续优化

2023-2025 年，公司营业收入经历高速增长后短期调整，2026 年 Q1 重回快速增长。2023-2025 年营业收入分别为 37.75 亿元、44.86 亿元、42.12 亿元，同比分别变动+12.88%、+18.84%、-6.12%。2026Q1，受客户大规模履约影响，公司实现营业收入 14.76 亿元，同比增长 50.44%。

图表 2：2023-2026Q1 营业收入及增速



图表 3：2023-2026Q1 归母净利润及增速



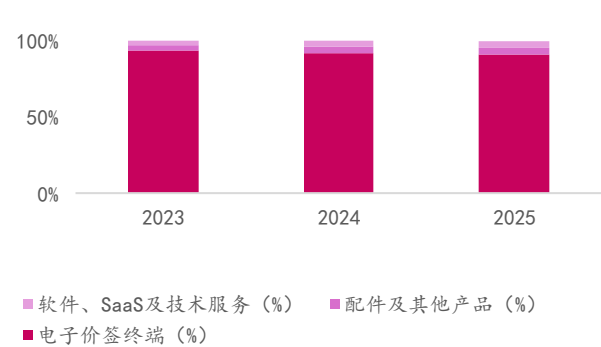
数据来源：iFind，金元证券研究所整理

境外收入为基本盘，国内业务加速增长。2023-2025 年境外收入分别为 36.13 亿元、42.22 亿元、38.61 亿元，占比由 95.72%逐步降至 91.68%，深度绑定欧洲、澳洲等成熟市场头部零售商；境内收入分别

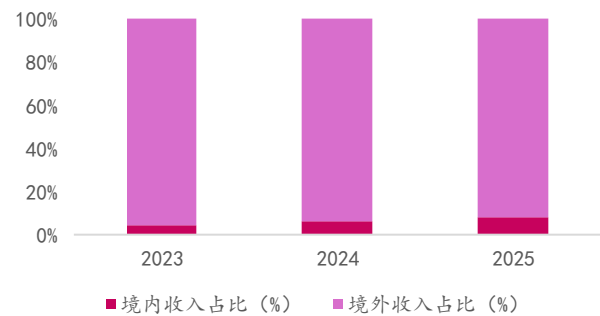
为 1.62 亿元、2.65 亿元、3.50 亿元，连续两年高速增长（+63.58%、+32.42%），占比由 4.28%持续提升至 8.32%，国内市场正加速贡献增量。

2023-2025 年综合毛利率分别为 32.59%、34.80%、31.02%，呈先升后降走势。分产品看，电子价签终端毛利率由 33.49%降至 29.61%，下降 3.88 个百分点，是综合毛利率下行的主因。软件 SaaS 及技术服务毛利率显著高于硬件业务，随着汉朔 2.0 战略推进和数字孪生平台商业化落地，高毛利 SaaS 收入占比提升有望系统性改善综合毛利率。

图表 4：公司经营业务占比



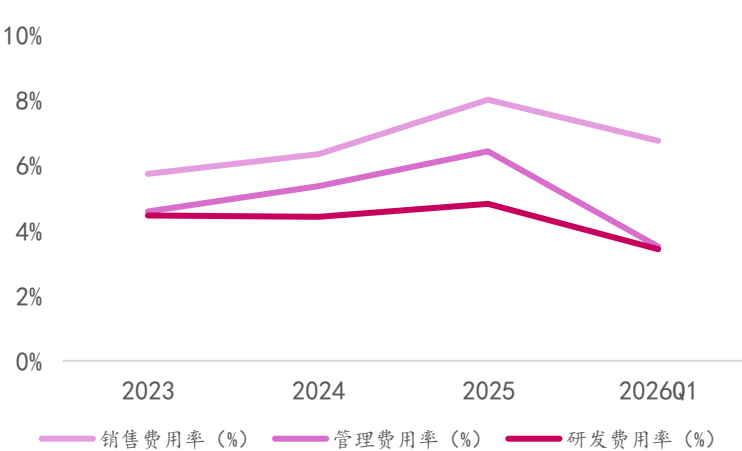
图表 5：公司境内外收入结构对比



数据来源：iFind，金元证券研究所整理

2023-2025 年，公司费用端整体呈扩张态势。近年来，公司持续加大海外市场拓展，销售费用率从 2023 年 5.73%升至 2024 年 6.32%、2025 年 8%；管理费用率从 4.59%分别升至 2024 和 2025 年的 5.36%、6.42%；研发费用率保持相对稳定，2025 年研发投入 2.03 亿元，占营收 4.81%。

图表 6：2023-2026Q1 公司各费率变化



数据来源：iFind，金元证券研究所整理

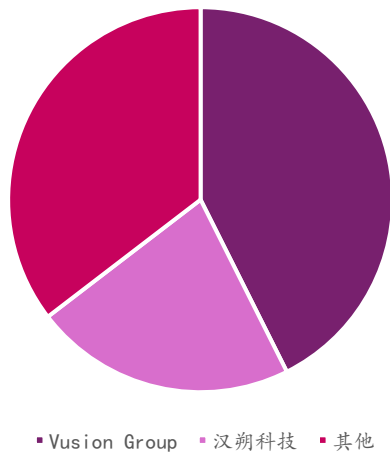
二、存量客户壁垒稳固，汉朔 2.0 打开第二增长曲线

1. 全球化布局构筑客户护城河，多区域渗透打开增长空间

汉朔科技的核心护城河来自“系统集成驱动的高切换成本+全球客户长期绑定”所形成的复合壁垒。ESL 业务本质为“硬件+通信网络+零售 IT 系统+持续运维”的一体化解决方案，涉及门店基站部署、通信协议适配及与客户 ERP/价格系统的深度集成。一旦完成规模化部署，后续扩容与升级均在既有体系内延续，更换供应商需同步重构硬件、系统接口及门店流程，迁移成本极高，从而形成显著路径依赖与客户粘性。

存量锁定方面，全球 ESL 市场集中度较高，头部效应显著。根据 DISCIEN（迪显咨询）数据，Vusion 与汉朔位居全球前二，二者合计占据 70%以上的市场份额。公司坚持聚焦优质大客户战略，深度绑定 Auchan、Ahold、Aldi、Woolworths、Leroy Merlin、Metcash、华润万家等全球百强零售商中多家，与多家全球零售巨头建立联合创新机制，多次荣获客户“最佳合作伙伴”奖项。

图表 7：2025 年全球 ESL 竞争格局图



数据来源：洛图科技，金元证券研究所整理

增量突破方面，三大市场形成共振。北美市场迅速崛起，公司积极应对美国关税影响，北美市场销售规模快速增长；欧洲部分存量客户进入换新周期，将带动行业持续稳定增长；公司亦积极布局东南亚、中亚等新兴市场数字化需求，培育新的增长点。国内市场方面，境内收入从 2023 年 1.62 亿元快速增长至 2025 年 3.50 亿元，

占比由 4.28%提升至 8.32%，公司在国内电子价签市场约 62%的份额稳居龙头地位，国内市场正加速贡献增量。

图表 8：汉朔科技全球布局

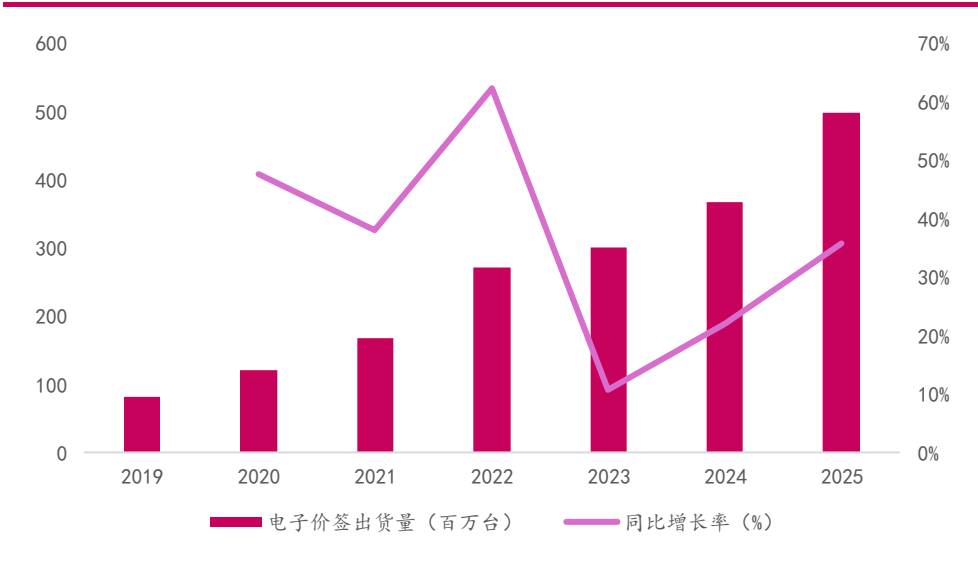


数据来源：汉朔科技官网，金元证券研究所整理

全球市场：根据 ePaper Insight 数据，2025 年全球电子价签出货量约 5.0 亿片，2019-2025 年复合增长率约 35%，行业高景气为公司全球化扩张提供坚实基础。核心驱动力来自全球头部零售商的规模化部署——沃尔玛已宣布计划在 2026 年前在全球 2,300 家门店全面部署 ESL 替代传统纸质价签，2025 年 Q2 起迎来集中出货高峰。从区域渗透率看，法国等成熟市场已超过 30%，亚洲市场整体仍处较低水平，渗透率提升空间广阔。

中国市场：国内 ESL 市场起步于 2011 年沃尔玛首次引入，2016 年"新零售"概念驱动规模化应用。根据 CINNO 数据，2023 年公司国内电子价签市场份额约 62%，持续多年稳居行业第一。当前中国 ESL 渗透率约 15%，远低于法国 40%以上的成熟水平，在国内商超连锁数字化和降本增效需求驱动下，渗透率提升空间巨大。公司境内收入从 2023 年 1.62 亿元增长至 2025 年 3.50 亿元，占比由 4.28%提升至 8.32%，境内市场正加速贡献增量。

图表 9：全球 ESL 市场出货量变化图



数据来源：ePaper Insight，金元证券研究所整理

2. 从硬件入口到 AI 平台，汉朔 2.0 开启商业模式升级

公司全面推进“汉朔 2.0”战略，以“AI×数据”为核心驱动、数字孪生战略为核心支撑，构建“智能硬件到 Nex 场景化方案到 X 数字孪生平台”三层递进体系。

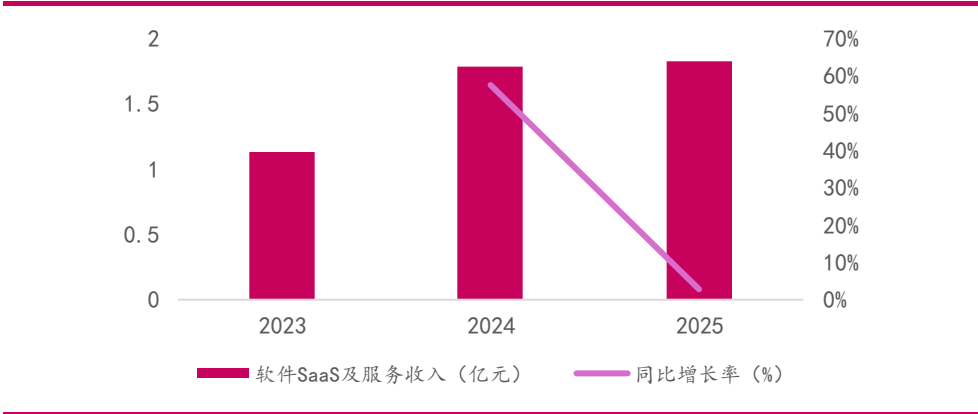
图表 10：汉朔 2.0 三层产品体系架构图



数据来源：汉朔科技定期报告，金元证券研究所整理

底层硬件是获客入口，中间层 Nex 方案提升客单价与客户粘性，顶层 X 平台打开高毛利 SaaS 订阅收入空间。技术层面，公司自研 HiLPC 无线通信协议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。截至 2025 年末，公司累计获得知识产权 830 项，研发人员 329 人占员工总数 32.74%，自建电子纸模组产线向上游延伸。AI 层面，公司以 All-Star SaaS 平台和数据湖为双底座，构建商品、运营、营销、库存四大 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。公司与微软 Azure 建立深度合作，依托 Azure OpenAI 大模型能力研发面向零售 B 端与 C 端的门店数字化方案，公司是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，汉朔应用软件已进驻微软全球云市场，形成"底层云基础设施+行业 AI 应用"的能力互补。

图表 11：软件 SaaS 及服务收入增长状况



数据来源：汉朔科技定期报告，金元证券研究所整理

智能购物车：控股西安超嗨，全球出货规模跃升。公司将智能购物车定位为集"购物助手、数据终端、营销载体"于一体的零售数字化核心交互触点。2026 年，公司完成对西安超嗨的战略控股。西安超嗨累计出货约 3 万台，叠加公司自身超 1 万台订单储备，AI 智能购物车全球累计出货与储备规模突破 4 万台。控股后双方在技术研发、供应链与全球化服务能力上深度互补，智能购物车从批量出货进入规模化落地阶段。海外方面，公司与澳洲头部商超 Woolworths 达成深度合作，首期向约 300 家门店交付超 1 万套智能购物车系统；在 2026 年 CGF 全球峰会上，公司联合 shopreme、Lucky Cart 等生态伙伴推出智能购物车零售媒体网络方案，将线上精准投放能力带入实体门店。国内方面，智能购物车已在北京新奥天虹超市正式上线，支持边逛边扫、即时结算后直接离场。

图表 12：汉朔科技智能购物车产品图



图表 13：智能购物车零售媒体网络方案



数据来源：汉朔科技官网，汉朔科技公众号，金元证券研究所整理

智能机器人：发布 NexMate 方案，构建感知-决策-执行闭环。2026 年 4 月，公司在第二十六届中国零售业博览会（CHINASHOP）上正式发布 NexMate 智能机器人解决方案。该方案以数字孪生智能平台为决策中枢、机器人管理平台为调度核心，形成“实时感知—智能中枢—调度平台—终端执行”的技术架构。两款核心产品中，SPatrol 智能巡检机器人搭载端侧边缘 AI 运算模块，完成 500 个货架全量巡检仅需 2 小时，结合电子价签实现货架缺货及陈列合规识别准确率达 95%，可执行缺货检测、陈列核检、价签核查及远程视频协作。Spure 智能清洁机器人专为零售场景设计，采用多传感器融合导航技术，可在客流密集环境中实时重算路径并智能避障。公司正持续加大对智能巡检及清洁机器人的研发投入。

图表 14：NexMate 智能机器人解决方案



数据来源：汉朔科技官网，金元证券研究所整理

其他新品布局：Nex 方案矩阵与核心客户规模化落地。公司五大 Nex 解决方案持续拓展。基于 AI 视觉技术的新一代 NexShelf 智能货架方案已在亚太头部客户规模落地；NexOptim 门店设备节能方案入选 CCFA《2026 连锁便利店创新案例集》，覆盖设备能耗数据化与运营 SOP 自动化。新一代 Nebular Ultra 系列电子价签内置厘米级高精度货架感知能力，已与希腊零售龙头 Sklavenitis 达成全国门店合作，并与英国 Tesco 签署多年战略协议，将分阶段覆盖约 3,000 家门店。软件层面，公司于 2026 年 NRF APAC 发布一站式门店实时智能执行平台 xPilot，以 AI 为核心、数字孪生为底座，实现从实时感知、智能决策到精准执行的完整闭环。公司全球零售 Top 100 客户中已签约 30 余家，汉朔 2.0 方案正逐步在全球头部客户规模化落地。软件 SaaS 收入从 2023 年 1.13 亿元增至 2024 年 1.78 亿元，2025 年进一步增至 1.83 亿元。随着新品矩阵放量，公司从纯硬件出货向“硬件+方案+SaaS”的盈利模式升级已进入兑现期。

图表 15：汉朔 2.0 其他新品功能与推广进展汇总

新品	核心功能	推广进展
Nebular Ultra 电子价签	厘米级高精度货架感应、实时价格管控	Sklavenitis(希腊全国门店)、Tesco(英国约 3,000 家门店，两年分阶段部署)
NexShelf 智能货架	AI 视觉+电子价签+全场景定位	亚太头部客户规模落地
NexOptim 门店设备节能	设备能耗数据化、运营 SOP 自动化	入选 CCFA《2026 连锁便利店创新案例集》
xPilot 智能执行平台	实时 3D 数字孪生、AI Agent 对话驱动、智能任务派发与闭环验证	2026 年 NRF APAC 全球发布

数据来源：汉朔科技官网，汉朔科技定期报告，投资者关系活动记录表，金元证券研究所整理

三、财务分析与盈利预测

1. 电子价签终端：换新周期驱动稳步增长

我们预计电子价签终端 2026-2028 年收入分别为 46.80 亿元、58.59 亿元、70.39 亿元，对应增速 21.80%、25.20%、20.13%。增长逻辑如下：一是 2025 年低基数叠加 2026 年递延订单集中释放，2026Q1 营收+50.44%已验证恢复；二是北美市场迅速崛起叠加欧洲 2027-2028 年换新周期启动，提供中期确定性增量。预计 2026-2028 年毛利率均为 30.50%，维持稳定。

2. 配件及其他产品：智能购物车放量

我们预计配件及其他产品 2026-2028 年收入分别为 2.61 亿元、4.04 亿元、6.43 亿元，对应增速 40%、55%、59%。核心驱动为智能购物车从批量出货向规模化放量跃迁，Woolworths 首期万套级交付为起点，控股西安超嗨后出货规模跃升，2027-2028 年向多客户复制。预计 2026-2028 年毛利率分别为 30%、30%、32.5%，初期产线摊销压制毛利率，规模化后成本摊薄驱动回升。

3. 软件、SaaS 及技术服务：汉朔 2.0 打开加速通道

我们预计软件、SaaS 及技术服务 2026-2028 年收入分别为 2.37 亿元、3.46 亿元、5.06 亿元，对应增速 30%、46%、46%。增长逻辑如下：一是汉朔 2.0 落地带动 Nex 方案软件许可恢复增长，哈步数据收购贡献小幅增量；二是 2027-2028 年 All-Star SaaS 平台与 AI 智能体从试点转向规模化，SaaS 订阅模式存量叠加增量推动加速。预计 2026-2028 年毛利率稳定于 55%。

图表 16：公司主营业务拆分及预测（单位：百万元）

产品类型	业务分类	2025A	2026E	2027E	2028E
电子价签终端	收入	3,842.67	4,680.25	5,859.44	7,039.02
	YoY	-6.56%	21.80%	25.20%	20.13%
	毛利率	29.61%	30.50%	30.50%	30.50%
配件及其他产品	收入	186.34	260.88	404.36	642.93
	YoY	-4.78%	40.00%	55.00%	59.00%
	毛利率	36.63%	30.00%	30.00%	32.50%
软件、SaaS 及技术服务	收入	2.52%	237.28	346.43	505.78
	YoY	82.25	30.00%	46.00%	46.00%
	毛利率	54.94%	55.00%	55.00%	55.00%
合计	收入	4,211.53	5,178.41	6,610.23	8,187.73
	YoY	-6.12%	22.96%	27.65%	23.86%
	毛利率	31.02%	31.60%	31.75%	32.17%

数据来源：iFinD，金元证券研究所整理

四、估值及投资评级

我们选取亿联网络、天德钰、乐鑫科技作为可比公司。亿联网络作为通信终端领域 B2B 出海龙头，其由 SIP 话机向视频会议及云服务拓展的路径，与汉朔科技“硬件入口—场景方案—平台服务”的三层递进升级逻辑具有较高可比性；天德钰为电子纸显示驱动芯片领域代表企业，与汉朔同处电子纸产业链核心环节；乐鑫科技为物联网 Wi-Fi MCU 芯片龙头，与汉朔同属 IoT 硬件出海赛道。

三家可比公司 2026-2028 年平均 PE 分别为 38 倍、29 倍、22 倍。汉朔科技当前市值 177 亿元（截至 2026 年 7 月 10 日收盘），基于盈利预测对应 2026-2028 年 PE 分别为 26 倍、20 倍、16 倍。考虑公司全球 ESL 龙头地位稳固，以及汉朔 2.0 平台化转型带来的长期成长空间，首次覆盖给予“增持”评级。

图表 17：可比公司估值分析表（单位：亿元）

代码	证券简称	股价	市值	归母净利润				PE			
				2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E
300628	亿联网络	34.4	436.2	26.0	29.9	34.4	40.4	16.8	14.6	12.7	10.8
688252	天德钰	22.2	90.7	2.3	3.3	4.3	5.4	38.8	27.8	21.1	16.8
688018	乐鑫科技	123.8	290.1	5.0	6.6	8.7	11.2	58.3	44.1	33.4	25.8
平均值								38.0	28.8	22.4	17.8
301275	汉朔科技	42.0	177.3	4.5	6.5	8.8	11.1	38	26	20	16

数据来源：iFinD，金元证券研究所整理

注：亿联网络、天德钰、乐鑫科技数据来自 iFinD 一致预期，数据汇总时间为 2026 年 7 月 10 日。

五、风险提示

- 1. 汉朔 2.0 新品放量不及预期风险。公司智能购物车、巡检机器人及 X 平台尚处商业化早期，2025 年智能购物车方进入批量出货。若头部客户推广进度低于预期或用户付费转化不及预期，将影响战略推进节奏及收入结构改善。
- 2. 海外经营及关税政策风险。公司大部分收入来自境外，以欧洲、澳

洲、北美为主要区域。若主要市场所在国调整关税政策或地缘政治因素影响海外客户采购意愿，将对公司收入增速及利润水平造成不利影响。

3. 行业竞争加剧风险。全球 ESL 市场呈双寡头格局，VusionGroup 以约 31%份额领先，行业高景气可能吸引新进入者。若竞争对手发起价格战或头部客户转向多供应商分散采购，可能削弱公司产品定价能力及毛利率空间。

4. 大客户依赖与订单波动风险。公司聚焦优质大客户战略，前五大客户收入占比较高。2025 年营收下滑即部分源于大客户订单节奏错配。若核心客户缩减采购或新客拓展不及预期，将导致收入阶段性波动。

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2025A	2026E	2027E	2028E	单位:百万元	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	2,391	2,922	3,706	4,514	营业收入	4,212	5,178	6,610	8,188
应收票据及账款	1,618	1,711	1,872	2,165	营业成本	2,905	3,542	4,511	5,554
预付账款	17	53	68	83	税金及附加	22	14	21	28
存货	1,108	1,148	1,340	1,549	销售费用	337	404	509	614
合同资产	0	0	0	0	管理费用	270	311	377	450
其他流动资产	973	458	498	573	研发费用	203	259	344	450
流动资产合计	6,107	6,293	7,483	8,884	财务费用	-112	-72	-102	-109
长期股权投资	9	9	9	9	信用减值损失	-35	32	37	41
固定资产	388	478	583	703	资产减值损失	-20	-21	-23	-25
在建工程	36	46	56	66	公允价值变动收益	2	2	4	3
无形资产	20	26	30	36	投资收益	-56	-35	-25	-20
商誉	0	0	0	0	其他收益	19	19	19	19
其他非流动资产	530	538	546	553	营业利润	496	717	962	1,219
非流动资产合计	983	1,097	1,224	1,368	营业外收入	0	0	0	0
资产合计	7,089	7,389	8,707	10,252	营业外支出	1	1	1	1
短期借款	306	0	0	0	利润总额	495	716	961	1,218
应付票据及账款	2,198	2,196	2,720	3,254	所得税	43	62	84	106
预收款项	0	0	0	0	净利润	452	654	877	1,112
合同负债	62	62	66	82	少数股东损益	0	0	0	0
其他应付款	58	58	58	58	归属母公司净利润	452	654	877	1,112
其他流动负债	230	239	254	271	EPS (按最新股本摊薄)	1.07	1.55	2.08	2.63
流动负债合计	2,854	2,555	3,098	3,665					
长期借款	54	54	54	54					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	104	104	104	104					
非流动负债合计	158	158	158	158					
负债合计	3,012	2,713	3,256	3,823					
归属母公司所有者权益	4,077	4,676	5,451	6,429					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	4,077	4,676	5,451	6,429					
负债和股东权益	7,089	7,389	8,707	10,252					
现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	-163	868	994	1,096	成长能力				
现金收益	369	611	811	1,046	营业收入增长率	-6.1%	23.0%	27.6%	23.9%
存货影响	-360	-40	-192	-210	EBIT 增长率	-53.8%	68.2%	33.3%	29.1%
经营性应收影响	-585	-109	-151	-284	归母公司净利润增长率	-36.4%	44.7%	34.2%	26.8%
经营性应付影响	73	-2	524	534	获利能力				
其他影响	340	407	2	10	毛利率	31.0%	31.6%	31.8%	32.2%
投资活动现金流	-1,215	-61	-210	-264	净利率	10.7%	12.6%	13.3%	13.6%
资本支出	-406	-135	-156	-180	ROE	11.1%	14.0%	16.1%	17.3%
股权投资	1	0	0	0	ROIC	10.8%	16.3%	18.3%	19.7%
其他长期资产变化	-810	74	-54	-84	偿债能力				
融资活动现金流	1,244	-276	0	-24	资产负债率	42.5%	36.7%	37.4%	37.3%
借款增加	364	-306	0	0	流动比率	2.1	2.5	2.4	2.4
股利及利息支付	-64	-112	-137	-167	速动比率	1.8	2.0	2.0	2.0
股东融资	1,074	0	0	0	营运能力				
其他影响	-130	142	137	143	总资产周转率	0.6	0.7	0.8	0.8
					应收账款周转天数	112	116	98	89
					存货周转天数	115	115	99	94
					每股指标 (元)				
					每股收益	1.07	1.55	2.08	2.63
					每股经营现金流	-0.39	2.05	2.35	2.59
					每股净资产	9.65	11.07	12.90	15.22
					估值比率				
					P/E	39	27	20	16
					P/B	4	4	3	3
					EV/EBITDA	196	120	90	70

数据来源: 公司报告、金元证券研究所

金元证券股票投资评级标准：

买入：预期未来 6 个月内股价收益率超越沪深 300 指数的涨跌幅 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月内股价收益率超越沪深 300 指数的涨跌幅 5%~15%；

中性：预期未来 6 个月内股价收益率相对沪深 300 指数涨跌幅差异在-5%~+5%之间；

减持：预期未来 6 个月内股价收益率弱于沪深 300 指数的涨跌幅 5% 以上。

金元证券行业投资评级标准：

强于大市：预期行业相关指数在未来 6 个月内超越沪深 300 指数表现；

中性：预期行业相关指数在未来 6 个月内基本与沪深 300 指数表现持平；

弱于大市：预期行业相关指数在未来 6 个月内明显弱于沪深 300 指数表现。

金元证券机构销售负责人：詹宝强

电子邮件：zhanbq@jyzq.cn

免责声明

本报告由金元证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所载资料的来源及观点的出处皆被金元证券认为可靠，但金元证券不保证其准确性或完整性。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，金元证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，金元证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

金元证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。金元证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。金元证券的自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

在法律许可的情况下，金元证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到金元证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权仅为金元证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。