

汉朔科技 (301275.SZ)

AI 零售龙头，打造数字孪生基础设施

优于大市

核心观点

公司是全球电子价签龙头，26Q1 收入已明显反弹。公司以电子价签业务起家，并逐步布局零售机器人、智能购物车等 AIoT 业务，成为领先的零售门店数字化解决方案提供商。公司以海外市场为主，已服务全球超过 80 个国家和地区的逾 500 家客户。2026 年 Q1，由于大客户本期大规模履约，公司实现收入 14.76 亿元 (+50.44%)。公司发布股权激励，业绩考核目标为以 2025 年业绩为基数，2026 年营业收入增长率不低于 20.00%；2026 年和 2027 年营业收入增长率合计不低于 50.00%，彰显公司增长信心。

电子价签是卡位 AI 零售关键，公司份额有望持续提升。电子价签提效降本价值显著，已成为零售数字化入口。根据 globalmarket insight 机构预测，2025 年全球电子价签市场为 22 亿美元，预计 2031 年达到 45 亿美元，25-31 年复合增速达到 12.67%。当前北美市场开始加速，国内市场渗透率仍低，欧洲市场进入存量替换阶段。公司以自研 HiLPC 通信协议为核心技术，实现价签并发量行业领先，产品竞争力突出。公司电子价签市场份额国内第一，与 Vusion 位居全球前二，二者合计占据 70% 以上的市场份额；公司当前持续加大美国、澳洲等市场开拓，份额有望持续提升。

AI 零售加速推进，公司开启 2.0 战略，创新业务开始取得突破。根据 Mordor Intelligence 数据，全球零售业 AI 应用市场规模预计将从 2025 年的 142 亿美元增长到 2031 年的 827 亿美元，年复合增长率达 34%。谷歌与沃尔玛合作，树立 AI 零售典范。AI 与零售媒体网络结合有望将传统“广告位”升级为零售业“操作系统”，RMN 市场有望成为零售数字化行业更广阔市场。公司全面启动“汉朔 2.0”战略，以“AI×数据”在多领域布局。公司与微软打造数字孪生门店，探索物理 AI 在零售业应用。公司智能购物车与澳大利亚零售巨头合作，实现了万台大单落地；发布 NexMate 智能机器人解决方案。同时，公司与合作伙伴联合打造的 NFC“碰一碰”货架交互方案，实现了 RMN 创新模式的突破性价值。

风险提示：下游 IT 开支收紧；行业竞争加剧；AIoT 等新业务进展不及预期。

投资建议：首次覆盖，给予“优于大市”评级。预计公司 2026-2028 年归母净利润 6.59/9.17/11.82 亿元，对应当前 PE 分别为 28/20/15 倍。考虑到公司 26 年重回业绩增长通道，叠加公司在 AI 零售、智能购物车、机器人等领域积极布局，公司有望加速成长。给予公司 26 年 36-39 倍 PE 估值，预计合理估值 56.16-60.84 元。首次覆盖，给予“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	4,486	4,212	5,133	6,409	7,699
(+/-%)	18.8%	-6.1%	21.9%	24.9%	20.1%
净利润(百万元)	710	452	659	917	1182
(+/-%)	4.8%	-36.4%	46.0%	39.0%	29.0%
每股收益(元)	1.68	1.07	1.56	2.17	2.80
EBIT Margin	18.5%	11.3%	12.7%	14.5%	16.1%
净资产收益率 (ROE)	26.2%	11.1%	14.2%	16.9%	18.3%
市盈率 (PE)	25.6	40.2	27.5	19.8	15.4
EV/EBITDA	24.5	43.3	32.8	24.3	19.2
市净率 (PB)	6.69	4.45	3.91	3.34	2.82

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

计算机·计算机设备

证券分析师：熊莉

021-61761067

xiongli1@guosen.com.cn

S0980519030002

证券分析师：库宏焱

021-60875168

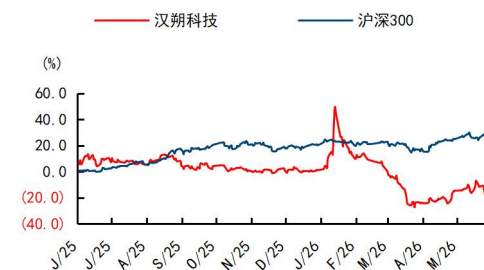
kuhongyao@guosen.com.cn

S0980520010001

基础数据

投资评级	优于大市(首次)
合理估值	
收盘价	43.03 元
总市值/流通市值	18176/12946 百万元
52 周最高价/最低价	83.68/37.77 元
近 3 个月日均成交额	305.58 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

汉朔科技—从全球电子价签龙头到 AI 零售入口，加速构建数字孪生底座

深耕电子价签领域，零售数据生态布局广泛

公司是全球电子价签龙头，是领先的零售门店数字化解决方案提供商。公司以电子价签终端产品为核心，并将业务拓展到配件及其他智能硬件以及软件及服务。公司于 2012 年成立，2014 年开启出海战略，逐渐在海外市场打响知名度。2020 年后先后推出 Lumina 和 Nebular 系列，与微软合作开发云平台服务，进一步实现零售数字化生态创新。2023 至今，公司产品持续迭代升级，先后推出 Nebular Pro、Polaris 等多色显示电子价签产品。2026 年初推出最新的 Nebular Ultra 系列，其拥有厘米级定位，是构建货架数字孪生的基础设施。同时智能购物车和巡检机器人投入使用，实现智能导购、巡店和自动结算功能，产品矩阵逐步扩张。

图1：公司发展历程



资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

公司以数字孪生为战略核心，打造 AI 零售智能体。公司构建了“智能硬件、解决方案、数字孪生平台及数据增值服务”的综合业务体系，帮助客户实现全面零售数字化。处于顶层的数字孪生平台是一个“可视、可预测、可控”的 AI 智能体操作系统，通过构建商品、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。

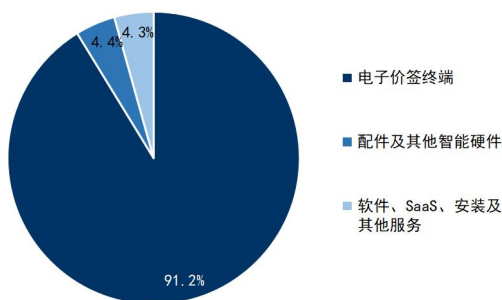
图2：公司主要产品与解决方案



资料来源：公司 2025 年报，国信证券经济研究所整理

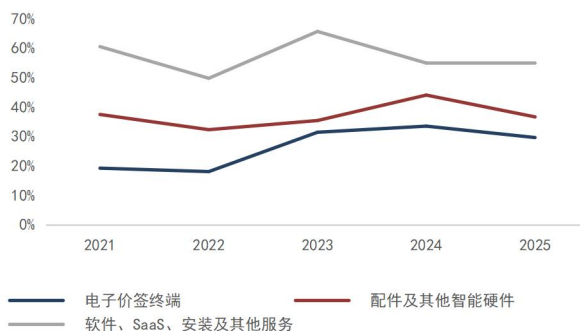
电子价签当前仍是公司的核心业务，毛利率受到美国关税影响。2025 年，电子价签收入 38.43 亿元，占比 91.24%，是公司绝对核心收入来源；配件和软件业务占比 25 年略有提升。公司整体业务毛利率略有下降，其中电子价签毛利率 29.61%，配件业务毛利率 36.63%，同比有所下降，主要系美国关税因素导致；软件业务毛利率保持稳定。

图3: 公司 2025 各种业务收入分布



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图4: 公司三类业务毛利率

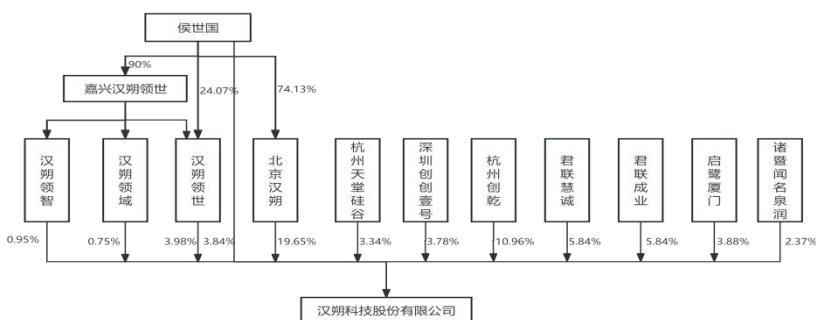


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

股权结构稳定，激励彰显发展信心

侯世国先生为公司实际控制人。侯世国通过直接和间接持股嘉兴汉领、北京汉朔、汉朔领世等企业，合计控制超过 20% 股份，处于绝对控股地位，保障公司战略决策的稳定性与连续性。君联资本（合计 11.68%）、杭州创乾（10.96%）、硅谷合创、创创壹号、启鹭等知名机构为主要外部股东。同时，公司还拥有多家境内外控股子公司，如美国汉朔、法国汉朔等。

图5: 公司股权结构



资料来源: 公司 2025 年报, 国信证券经济研究所整理

团队技术背景深厚，股权激励彰显发展信心。公司总经理侯世国先生和副总经理李良衍先生均来自华为，其他多名核心高管团队均在通信、物联网领域也有深厚的技术和行业积累。2026 年公司发布股权激励，计划向 295 名激励对象授予限制性股票数量不超过 980.00 万股，约占公告时公司总股本的 2.32%，授予价格为

20.51 元/股。公司制定了较高的业绩考核目标：以 2025 年业绩为基数，2026 年营业收入增长率不低于 20.00%；2026 年和 2027 年营业收入增长率合计不低于 50.00%。公司 26-27 年有望保持较快增长。

表1: 公司主要高管和核心人员

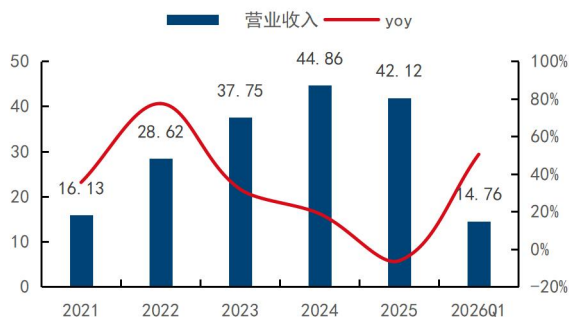
高管及核心员工	职务	个人简介
侯世国	董事长、总经理	毕业于北京航空航天大学。曾任职于华为技术有限公司，任开发代表；2020 年 12 月至今，任公司董事长、总经理。
林长华	副总经理，董事会秘书	硕士学历。曾任职于长城证券股份有限公司，任投资银行事业部职员；2020 年 12 月至今，任公司副总经理、董事会秘书。
张力	副总经理	硕士学历。曾任职于深圳市九洲远景商业顾问有限公司，任业务总监；2020 年 12 月至今，任公司副总经理。
李良衍	董事、副总经理	本科学历。曾任职于华为技术有限公司，任北京研究所工程师；2020 年至今，任公司董事、副总经理、销售体系负责人。
李峰	董事、财务负责人	毕业于北京航空航天大学，注册税务师、中级会计师。曾任职于北京洪恩教育科技股份有限公司，任财务副总监；2020 年 12 月至今，任公司董事、财务负责人。
梁敏	首席技术官	硕士学历。曾任职于北京信威通信技术股份有限公司，任终端事业部副总经理；2017 年 12 月至今，任公司首席技术官。
申明	电子价签产品线负责人	硕士学历。长期从事通信与电子研发，历任研发总监，现负责电子价签产品线整体管理
赵建国	智慧零售事业部总经理	硕士学历。曾任职航天、信威等企业，深耕芯片与物联网，现负责智慧零售业务及公司监督

资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

26 年已逐步恢复高增长，海外市场持续拓展

25 年业绩承压, 26Q1 已明显反弹。公司 2025 年实现营业收入 42.12 亿元(-6.11%)；归母净利润 4.52 亿元(-36.40%)，扣非归母净利润 4.77 亿元(-28.81%)。25 年公司收入由于订单实施节奏略有下降，同时毛利率降低以及运营费用率增加等影响，导致利润下降较大。2026 年 Q1，由于大客户本期大规模履约，公司实现收入 14.76 亿元(+50.44%)，归母净利润 1.81 亿元(+20.68%)，扣非归母净利润 1.57 亿元(-4.64%)。扣非归母净利润下降主要系美国关税提升，公司与客户共同协商承担关税成本，对利润造成影响；同时外汇波动也产生一定影响。公司已经采取长期套保、申请退税等措施，积极应对外部影响。

图6: 公司近年来营收增长表现 (亿元)



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

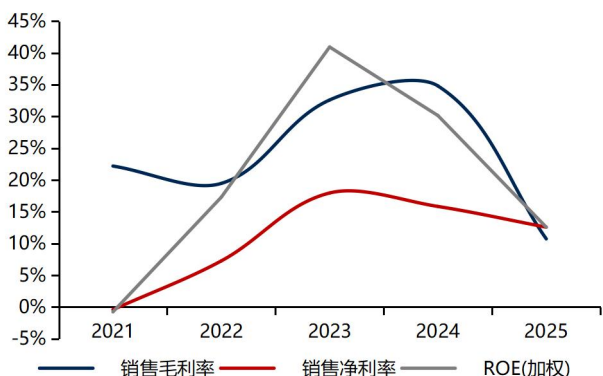
图7: 公司近年来扣非归母净利润增长表现 (亿元)



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

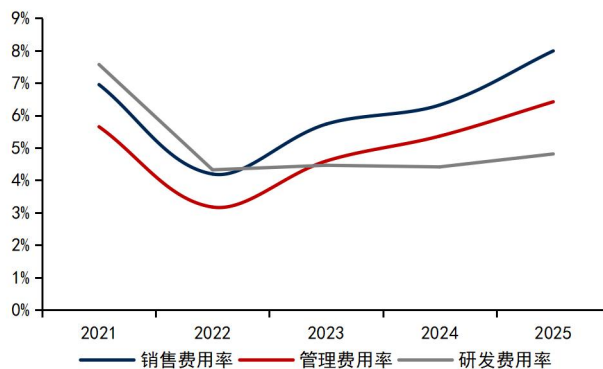
25年毛利率有所下降，近年来费用率持续提升。公司2022年至2024年毛利率持续上升，25年由于美国关税因素影响，毛利率下降至31.02%，净利率和ROE也下降较多。近年来公司费用率持续提升，尤其25年收入下降导致费用率提升明显。其中销售费用率提升较快，主要系公司海外市场拓展，职工薪酬及销售佣金增加，管理费用率同步提升；研发费用率整体保持平稳。

图8: 公司近年来毛利率、净利率、ROE表现



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

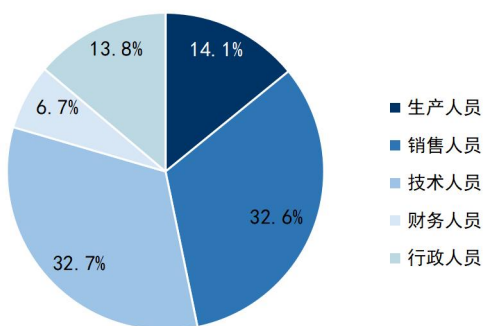
图9: 公司近年来三费表现



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

技术与销售员工占比高，人效保持较高水平。2025年公司员工总人数1005人，人员增速有所放缓，主要以技术和销售人员为主，合计超过65%。公司人均创收保持较高水平，近两年有所下滑，25年达到419万；人均薪酬保持平稳增长。

图10: 2025年公司员工组成



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

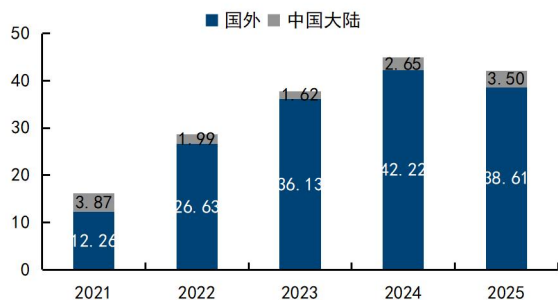
图11: 公司人员增长及人均指标 (个, 万元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

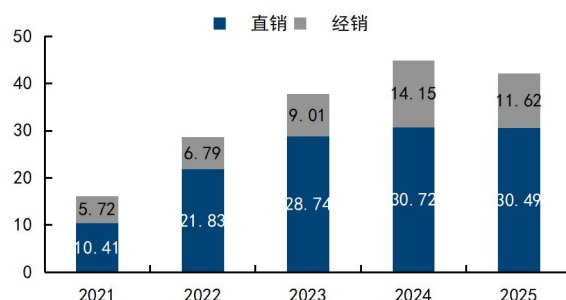
公司业务以海外市场为主，大客户直销是主要商业模式。公司2025年国外收入38.61亿，中国大陆收入3.50亿，境外收入长期占90%以上，中国大陆收入增速较慢。这主要因为海外商超、连锁零售数字化起步更早，电子价签渗透速度显著快于国内；而国内人力成本低，业务进展相对较慢。公司积极拓展海外大型商超客户，并以直销为主。2025年直销收入30.49亿，经销收入11.62亿，直销占比长期稳定在70%左右。

图12: 公司境内境外收入 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所

图13: 公司直销和经销收入 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所

公司在海外布局已久,持续拓展新大客户。公司于2017年在法国设立欧洲子公司,此后又在德国设立子公司;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、应用与服务的本地化;2021年至今,公司加速拓展全球范围内其他区域的市场机会,积极在澳洲和美国布局。公司前五大客户收入占比始终稳定在55%—56%区间,核心客户Netto、Woolworths、Aldi等长期深度合作、稳居前列,同时持续拓展Ishida、Auchan、Hussmann等优质海外客户。

表2: 公司历年前五大客户

2024年1-6月						
序号	客户名称	销售模式	地区	销售内容	收入金额	占比
1	Ishida	经销	日本	电子价签系统	29,366.07	13.87%
2	Woolworths	直销	澳大利亚	电子价签系统、SaaS云平台服务	28,469.61	13.45%
3	Auchan	直销	法国	电子价签系统	20,674.38	9.77%
4	Netto	直销	德国	电子价签系统	20,627.85	9.74%
5	Hussmann	经销	美国	电子价签系统、SaaS云平台服务	17,457.50	8.25%
合计					116,595.41	55.08%
2023年度						
序号	客户名称	销售模式	地区	销售内容	收入金额	占比
1	Aldi	直销	德国	电子价签系统、SaaS云平台服务	68,193.19	18.06%
2	Netto	直销	德国	电子价签系统	52,266.70	13.85%
3	Woolworths	直销	澳大利亚	电子价签系统、SaaS云平台服务	38,846.48	10.29%
4	LeroyMerlin	直销	法国	电子价签系统、SaaS云平台服务	25,059.79	6.64%
5	Jumbo	直销	荷兰	电子价签系统、SaaS云平台服务	23,781.44	6.30%
合计					208,147.60	55.14%
2022年度						
序号	客户名称	销售模式	地区	销售内容	收入金额	占比
1	Aldi	直销	德国	电子价签系统、SaaS云平台服务	49,514.41	17.30%
2	Netto	直销	德国	电子价签系统	48,799.43	17.05%
3	Woolworths	直销	澳大利亚	电子价签系统、SaaS云平台服务	26,875.58	9.39%
4	Ishida	经销	日本	电子价签系统	21,392.36	7.47%
合计					161,332.13	56.37%

资料来源: 公司招股说明书, 国信证券经济研究所整理

电子价签卡位 AI 零售关键，市场空间广阔

电子价签提效降本价值显著，成为零售数字化入口

电子价签功能和应用场景丰富，成为零售数字化标配。电子价签是具备信息收发功能的电子显示装置，由通信模块与显示模块构成，广泛应用于日用百货商超、生鲜零售、服装、家装等多元零售业态。可以实现大规模实时变价，避免传统纸质价签繁琐的人工更换；高精度定位，结合算法规划最优拣货路线；显示二维码、条形码、促销信息等，支持扫码支付与折扣核销。电子纸价签适用于价格、参数等数据展示，适配货架、便利店等场景；液晶显示价签则以全彩高分辨率显示为核心，更适合生鲜商超、商超入口等需要强化营销效果的场景。

图14: 电子价签示例



资料来源：汉朔科技公司官网，国信证券经济研究所整理

相比传统人力，电子价签提效降本价值显著。相较于传统纸质价签，电子价签在运营成本控制方面优势突出：根据实际案例，通过应用电子价签系统，一家经营商品品类在 2 万个左右的超市，一年人工和打印纸两项就可节省下费用超过 45 万元；另外电子价签使用寿命可达 5-15 年，重复使用每年可减少纸质标签、打印机、墨水等耗材支出；在快速调整价格，提高响应速度的同时避免人工导致的误差，减少客诉损失。

图15: 电子价签价值显著



资料来源：汉朔科技公司官网，国信证券经济研究所整理

电子价签主要成本是显示模组和外协加工。电子价签成本以显示模组为主，整机外协加工费、电池、芯片等也占比较高，单个电子价签总成本长期稳定在 30 元左右。公司是同行业上市公司中唯一拥有自有模组生产线的企业，将通过供应链优化、新技术应用等方式持续推进降本增效。

表3: 电子价签成本构成

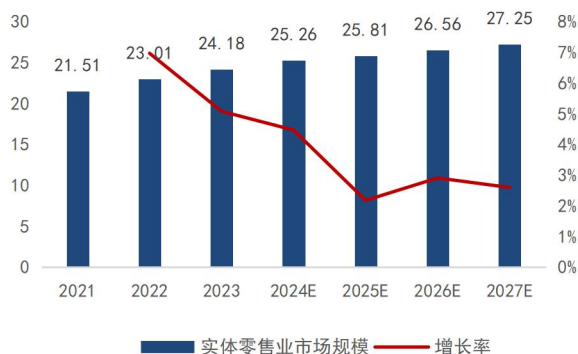
项目	2024 年 1-6 月		2023 年度		2022 年度		2021 年度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
显示模组	50,004.36	47.43%	127,822.82	53.73%	149,424.79	56.81%	71,044.60	54.44%
整机外协加工费	23,402.52	22.20%	44,995.00	18.91%	36,964.44	14.05%	28,888.86	22.14%
电池	10,947.70	10.38%	23,822.22	10.01%	16,020.93	6.09%	3,477.54	2.66%
芯片	10,488.90	9.95%	19,106.61	8.03%	16,862.47	6.41%	10,828.07	8.30%
电子料	2,779.96	2.64%	6,573.48	2.76%	10,504.63	3.99%	5,069.04	3.88%
结构料	967.33	0.92%	2,013.10	0.85%	6,623.88	2.52%	3,328.51	2.55%
其他	6,840.07	6.49%	13,554.69	5.70%	26,607.98	10.12%	7,862.72	6.03%
合计	105,430.84	100.00%	237,887.93	100.00%	263,009.12	100.00%	130,499.34	100.00%

资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

全球实体零售业稳健增长，电子价签市场空间广阔。自 2020 年以来，全球线下零售规模逐步回暖，根据 eMarketer 数据进行测算，预计 2023-2027 年间复合增长率约 3%，27 年达到 27.25 万亿美元规模。实体零售业的稳定增长，为电子价签得快速普及打下基础。根据 globalmarketinsight 机构预测，2025 年全球电子价签市场为 22 亿美元，预计 2026 年达到 25 亿美元，2031 年达到 45 亿美元，25-31 年复合增速达到 12.67%。从出货量来看，根据 DISCIEN 数据，2025 年电子货架标签 (ESL) 终端出货 4.7 亿片，同比增长 36%。

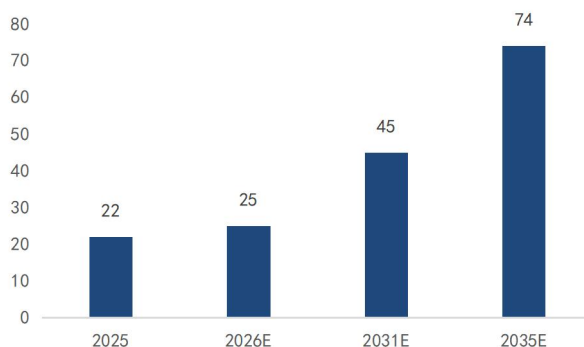
北美市场开始加速，国内市场渗透率仍低，欧洲市场进入存量替换阶段。从区域分布看，北美地区 ESL 出货占比 47%，欧洲占比 40%以上，亚太地区渗透率持续提升，占比达 8%。欧洲仍是全球主要市场；北美市场在沃尔玛需求快速推动下，也进入了快速增长阶段；亚太地区门店数字化渗透率相对较低，国内市场仍是一片蓝海。当前欧洲部分存量客户进入换新周期，根据 DISCIEN 数据，2026 年全球出货量中，存量更新需求将达到 20%，2027 年这一比例将提升至 28%。2025 年，四色及多色电子价签成为主流产品。彩色化不仅提升了零售商的营销展示效果，也刺激了存量换新需求的提升。

图16: 2021-2027 年全球实体零售业市场规模 (万亿美元)



资料来源：eMarketer，国信证券经济研究所整理

图17: 全球电子价签市场规模及预测 (单位: 亿美元)



资料来源：globalmarketinsight，国信证券经济研究所整理

公司是电子价签龙头，份额有望持续提升

公司以电子价签产品起家，产品迭代迅速。公司自 2013 年以来，已经推出多个系列合计超过 40 款电子价签产品，系统软件迭代版本超过 20 次。按显示类型不同，公司的电子价签主要可分为电子纸（EPD）显示价签与液晶（LCD）显示价签两种。电子纸显示价签以 3 色为主，适用于商品价格、产品参数、库存信息、简易图片等数据显示量较少的应用场景。LCD 价签实现全彩高分辨率显示屏，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。公司始终保持产品的持续快速创新，当前主要以 Nebular、Polaris、Lumina 三大系列产品为主，最新的 Nebular Ultra 电子价签产品具备厘米级货架定位功能，具备较高产品竞争力。

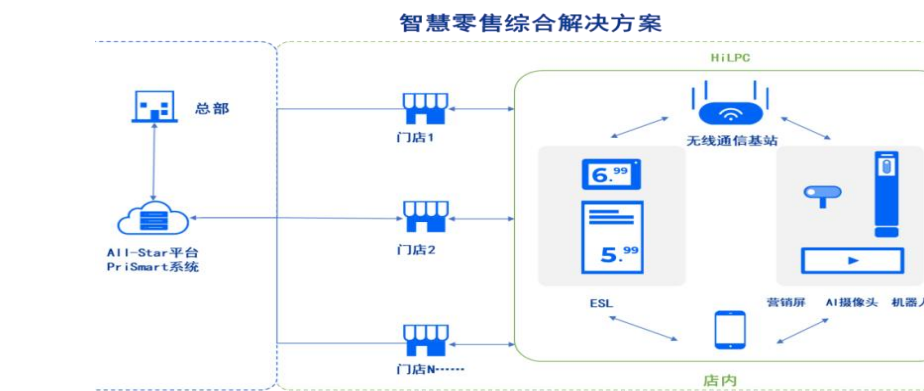
图18: 公司当前电子价签主要三大系列产品

系列名称	Nebular 系列	Polaris 系列	Lumina 系列
产品图片			
产品说明	作为旗舰产品，搭载自研芯片，实现性能与功耗的极致平衡，最长电池寿命达 15 年；该系列更新速度最快可达 60000 次/小时/基站，具备 1 秒亮灯快速定位功能。其中最新的 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。	高屏占比，多色产品；轻薄、具有高清视觉效果；SiP 封装芯片，一体化设计架构；工业级软包电池或纽扣电池，电池设计寿命高达 10 年；具备突出性价比。	具备出众的视觉表现力，多用于零售空间营销内容展示。电子价签产品覆盖从 1.6 英寸到 9.7 英寸等多种尺寸，满足不同场景需求。

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

自研 HiLPC 通信协议是公司核心技术，实现价签并发量行业领先。HiLPC 是公司依托物联网无线通信技术自主研发的高密度低功耗蜂窝无线通信协议，有超强抗干扰、高并发量、低功耗等核心优势，可实现单基站数万级电子价签高效稳定传输，同时兼容宽窄带终端、高精度定位与大数据实时调度。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。同时，公司在 HiLPC 基础上，创新性地融合了蓝牙 5.4 技术，构建了灵活、可靠且面向未来的双模通信能力。HiLPC 协议已成为公司零售数字化运营的基石。

图19: 汉朔科技智慧零售解决方案



资料来源：招股说明书，国信证券经济研究所整理

公司电子价签产品竞争力突出。公司 HS-Nebular 电子价签在核心性能上多方面领先竞品：三代系统并发量达 1.8 万片/小时/AP，四代系统更是高达 6 万片/小时/AP，远超 SES、Pricer、SoluM。电池寿命上限 15 年为行业最高，大规模更新速度仅 0.06 秒，价签商品匹配时间 5-10 秒更短；同时具备智能跳频系统与高精度动态定位功能，综合通信效率、续航、运维便捷性等维度优势显著。

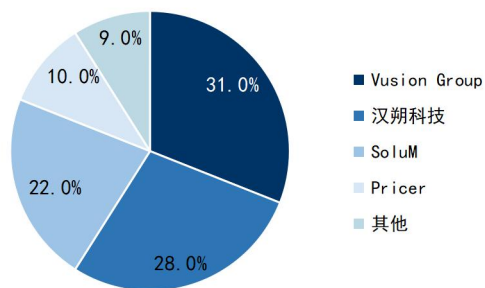
表4: 公司产品与同行业主要竞争对手对比

性能指标	电子价签产品				指标含义
	HS-Nebular	SES-Vusion	Pricer-SmartTAG	SoluM-Newton	
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（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：公司招股书，国信证券经济研究所整理

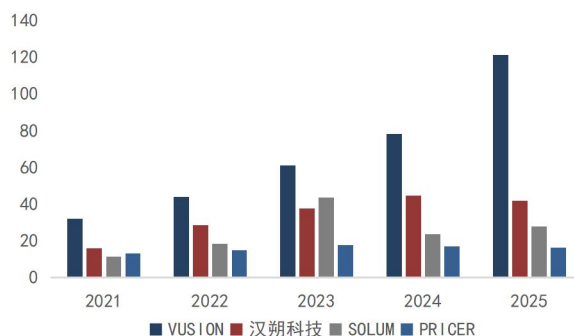
公司电子价签市场份额国内第一，全球第二。根据 CINNO 统计，2023 年公司在国内电子价签市场占有率约 62%，全球市场份额约 28%。近年来全球零售门店数字化市场进一步向头部市场集中，根据 DISCIEN 数据，Vusion 与汉朔位居全球前二，二者合计占据 70%以上的市场份额。2025 年 Vusion 由于和沃尔玛在美国市场的合作，其收入实现了快速增长；而第三、四名厂商已与前两名形成了较大的差距。公司持续加大海外市场开拓，目前已服务全球超过 80 个国家和地区的逾 500 家客户，业务覆盖德国、澳大利亚、法国、日本、美国等全球主要零售市场，份额有望持续提升。

图20: 2023 年全球市场份额按出货量口径测算



资料来源：公司招股书，国信证券经济研究所整理

图21: 同类型公司 ESL 业务年度收入（单位：亿元）



资料来源：各公司年报，国信证券经济研究所整理

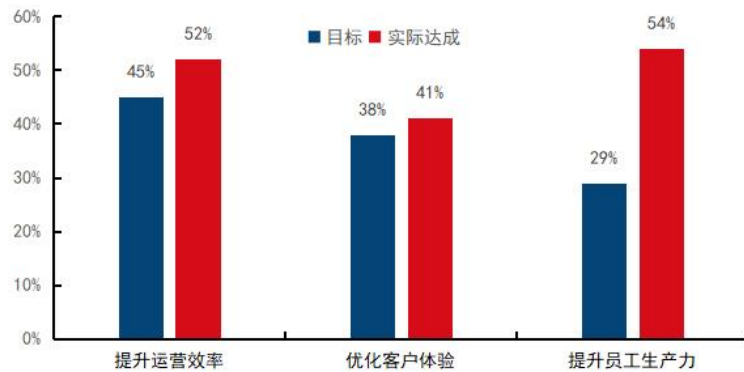
AI 零售加速推进，公司开启 2.0 战略

AI 零售规模化提速，巨头合作重构消费链路

零售行业 AI 进展超预期，行业渗透率与投资力度持续上升。根据 NVIDIA 《State of AI in Retail and Consumer Package Goods: 2026 Trends》，AI 已在零售与快消行业实现全面普及，91%的企业已接入 AI 应用，其中 58%正主动部署，行业从试点探索进入规模化落地阶段。从提高运营效率、改善客户体验、提高员工生产力三个方面，AI 实际效果均超出原来预期。AI 带来的降本效益也得到广泛验证，95%的企业通过 AI 实现成本下降，切实的商业价值推动超 90%企业计划在 2026 年加大 AI 投入，且 58%的企业投入增幅将超过 10%，形成“应用落地—价值显现—持续加码”的良性循环。根据 Mordor Intelligence 数据，全球零售业 AI 应用市场规模预计将从 2025 年的 142 亿美元增长到 2031 年的 827 亿美元，年复合增长率达 34%。

谷歌与沃尔玛合作，树立 AI 零售典范。2026 年初谷歌与沃尔玛深度合作，将 Gemini 大模型与沃尔玛零售网络整合，依托通用商业协议打通底层数据，用户可通过 Gemini 对话完成商品咨询、比价、加购与支付，推动电商由搜索驱动转向 AI 代理驱动。用户无需切换 APP 即可完成选购下单，权益与支付信息自动适配；沃尔玛依托美国超 5000 家线下门店及即时配送，Gemini 推荐的本地化商品最快 30 分钟、3 小时内送达，缺货率降低 35%。传统购物平均耗时超 18 分钟，AI 模式下单时间缩短至 7 分钟以内，效率提升超 60%。

图22: AI 在零售业效果超预期

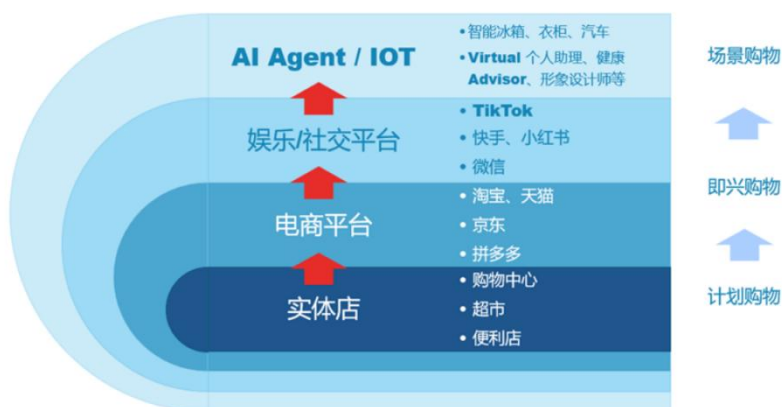


资料来源：英伟达，国信证券经济研究所整理

AI 与零售媒体网络结合有望将传统“广告位”升级为零售业“操作系统”。零售媒体网络 RMN 是一种广告基础设施，零售商依托自有第一方消费数据、线上平台与线下实体店搭建的全链路数字化广告系统。RMN 的目标是通过精准近场广告展示，帮助品牌方投放广告转化更有效且可回溯，AI 的快速发展提供了精细化和智能化的运营手段，有望推动 RMN 市场快速增长。AI 可以打通广告、电商、供应链与会员体系数据，使各系统协同运作。AI 可根据实时竞拍、库存、利润等信号。利用线上线下等多渠道广告位，自动调整投放策略。AI 也重塑了搜索与广告投放，生成式引擎优化 (GEO) 的快速发展成为品牌方必争之地。AI 与 RMN 的结合有望成为消费者、品牌方、零售商价值链接的重要突破。

沃尔玛 RMN 发展迅速，助力品牌全域增长。沃尔玛 RMN 业务 Connect 在 25 年收入达到 64 亿美元，同比增长 46%，已成为仅次于亚马逊的全球第二大零售媒体网络。沃尔玛与谷歌、OpenAI 积极合作，收购智能电视制造商 Vizio，持续将 AI 和 RMN 结合，已产生卓越效果。以美国头部房车露营品牌 Camco 为例，其借助 BTRMedia 基于沃尔玛 RMN 重构的全漏斗投放策略，通过广告分层、多产品组合及 DSS 精准定向，显著提升投放效率与全域转化。在广告投入仅增长 26% 的情况下，实现广告归因营收同比大增 93%，ROAS 大幅提升 53%，并带动线下门店归因销售额同步增长 103%。随着 AI 在 RMN 中融合愈发深入，其回报价值未来有望进一步提升。

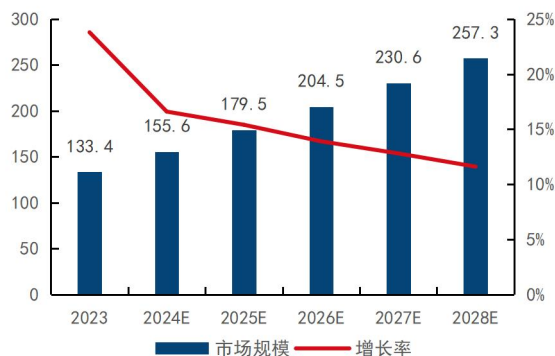
图23: 零售媒体网络与 AI 结合



资料来源：中国连锁经营协会，国信证券经济研究所整理

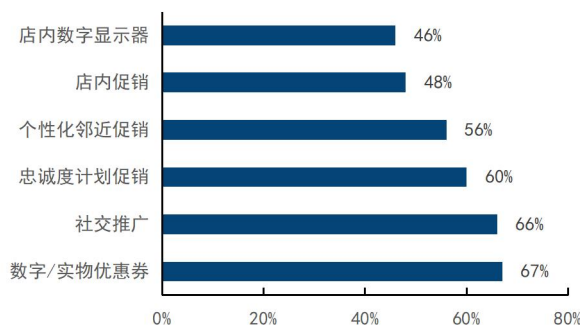
RMN 市场保持快速增长，AI 和显示结合应用可期。从行业发展来看，全球零售媒体市场正处于快速扩容阶段，2023 年市场规模达 1334 亿美元，预计 2028 年将攀升至 2573 亿美元，年复合增长率约 14%。这一增长趋势的核心支撑，在于零售媒体网络精准匹配了品牌广告商的营销需求：从品牌青睐的促销工具来看，数字/实物优惠券、社交推广、忠诚度计划促销、个性化邻近促销及店内数字媒体投放均具备较高偏好度，RMN 可将上述营销手段深度整合，为品牌提供可量化、可优化的效果营销解决方案。当前 AI 在零售端的发展建立在数字化基础上，而以电子价签为代表的各类显示将成为必要载体。

图24: 全球零售媒体市场规模（单位：十亿美元）



资料来源：core sight research，国信证券经济研究所整理

图25: 品牌广告商青睐的促销工具



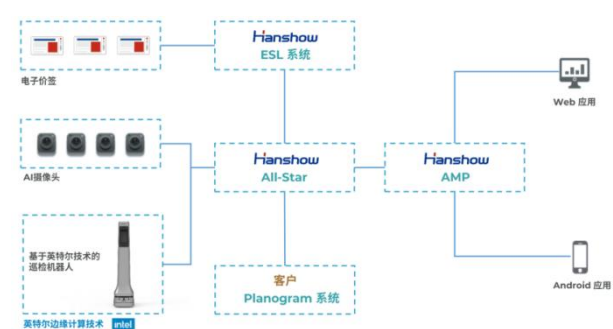
资料来源：core sight research，国信证券经济研究所整理

公司开启 2.0 战略深入 AI 零售，智能购物车业务实现突破

公司全面启动“汉朔 2.0”战略，以“AI×数据”在多领域布局。新战略中，公司将 AI 能力融入门店运营各环节（如智能货架、智能营销、供应链优化、门店数字孪生等），以提升客户粘性与单客户价值，打开更大的价值创新空间。以 Nebular Ultra 为例，其内置的厘米级高精度货架感知能力，成为构建数字孪生门店不可或缺的神神经末梢。除此之外，公司也发布了智能相机、智能购物车及机器人等多类 AIoT 终端，同时与 AI 巨头深度合作，有望开启新增长曲线。

公司与微软打造数字孪生门店，探索物理 AI 在零售业应用。公司早在 2021 年即已与微软达成全球战略合作协议，早期以云计算 SaaS 为主。2026 年公司与微软合作进一步深化，共同探索并构建下一代数字孪生门店的未来框架，公司已成为微软中国区首家零售 AI 认证合作伙伴。公司通过各类 AIoT 设备汇聚“人、货、场”数据，微软为数字孪生提供核心云端能力支撑，实现可扩展的数字孪生建模，并提供强大的数据分析及 AI 能力。公司与 Intel、微软也联合发布白皮书《汉朔携手英特尔与微软加速智慧零售创新》，公司 AI 零售能力已在物理实体门店产生积极应用价值。

图26: 公司 AI 门店数字化架构



资料来源：汉朔与微软智慧零售白皮书，国信证券经济研究所整理

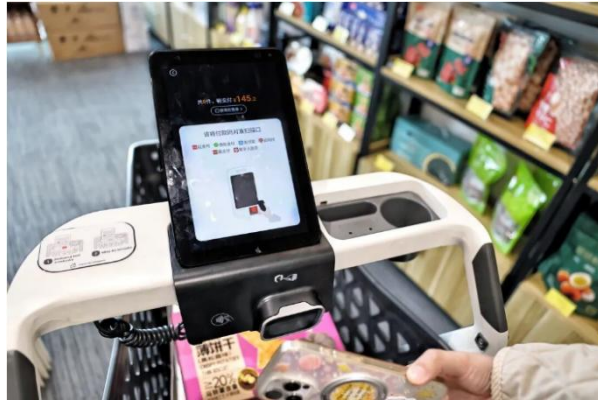
图27: 基于 AI 的商品识别场景



资料来源：汉朔与微软智慧零售白皮书，国信证券经济研究所整理

公司创新业务已开始收获，智能购物车万台大单落地。2026 年 1 月汉朔科技与澳大利亚零售巨头伍尔沃斯达成 AI 驱动智能购物车系统合作，首期向其约 300 家门店交付 10,800 套智能购物车系统，双方围绕 AI 驱动的智能购物车与摄像头融合解决方案持续推进规模化落地。国内也同步落地，公司携手天虹数科在北京新奥天虹超市上线了智能购物车解决方案。智能购物车作为全场景零售数字化体系的核心交互触点，与电子价签、AI 视觉、门店营销系统形成深度联动，帮助消费者实现边逛边扫、即时结算，并在结算完成后直接离场，大幅提升购物效率与购物体验。2026 年 4 月，公司控股了全球出货量最大 AI 智能购物车公司西安超嗨，持股达到 57.13%，西安超嗨已在全球部署超 30000 台智能购物车。

图28: 汉朔在天虹投入使用的智能购物车



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

公司布局门店巡检机器人, 发布 NexMate 智能机器人解决方案。公司巡检机器人可完成缺货检测、陈列核检、价签检测、Talker 核查、远程视频协作、智能导购等功能, 通过迅速的数据收集和分析, 助力门店运营效率和质量持续提升。2026年4月, 公司正式发布新 NexMate 智能机器人解决方案, 将促进以 AI 驱动的门店物理 AI 解决方案落地。该方案以 Nexmate 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-终端执行的完整架构, 与汉朔数字孪生门店体系无缝打通。该方案包括 SPatrol 智能巡检机器人、Spure 智能清洁机器人, 已形成可复制、可规模化落地的标准化能力。

图29: 公司巡检机器人



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

公司荣获 Reta Awards “最佳供应商”, RMN 市场持续突破。2026年2月, 汉朔科技联合华润万家、三得利与支付宝打造的 NFC “碰一碰” 货架交互方案, 斩获欧洲 RetaAwards “顾客体验” 奖。该方案将电子价签升级为 NFC 交互触点, 消费者轻触即可领券、查信息并自动核销, 实现 “触达-核销” 全链路数据闭环, 构建起轻量化、高转化的 RMN 新触点。试点数据显示, 优惠券兑换率达 24%, 显著高于传统渠道, 凸显了该 RMN 创新模式的突破性价值。

图30: 公司荣获 Reta Awards “最佳供应商”



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

盈利预测和投资建议

盈利预测

假设前提

电子价签：订单进入交付期，26Q1 已实现反弹。电子价签是公司主要收入来源，当前仍是零售门店数字化必备产品。根据公司招股书，2023 年全球电子价签渗透率约为 15%；相对成熟的法国市场渗透率约为 30%，近年来行业仍在持续发展，市场仍有广阔空间。一方面欧洲部分客户已经进入替换周期；另一方面，公司在 25 年持续开拓美国新客户，大客户交付在 26 年开始，保证未来几年的增长。2026 年 Q1，由于大客户本期大规模履约，公司实现收入 14.76 亿元（+50.44%）。随着订单陆续交付，公司 26-28 年收入有望保持较快增长，预期 2026-2028 年收入增速分别为 22%/25%/20%，毛利率略有提升。

软件及技术服务：AI 零售进展有望加速，零售媒体网络市场可期。AI 在零售业领域的应用已开始普及，公司全面启动“汉朔 2.0”战略，以“AI×数据”为核心打造数字孪生平台，构建商品、运营、营销、库存四大专属 AI 智能体。公司与微软共同探索并构建下一代数字孪生门店的未来框架，随着零售门店 AI 应用普及，将持续带动软件业务的增长。同时，公司积极探索零售媒体网络市场，当前也取得了较好的试点效果，该市场未来可期。预期 2026-2028 年收入增速分别为 20%/25%/23%，毛利率保持平稳。

配件及其他：随电子价签业务增长，创新业务有望突破。配件等产品有望随着电子价签等主业而恢复增长。同时，公司积极布局智能购物车、机器人、AI 相机等创新产品，打造基于物理 AI 的零售解决方案。2026 年公司已率先实现了智能购物车的万台订单交付，同时并购西安超嗨，进一步增厚购物车业务收入。公司机器人等业务也有望在未来取得突破。因此预期 2026-2028 年收入增速分别为 21%/22%/20%，毛利率保持平稳。

表5: 公司业务拆分和预测 (亿元)

	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
电子价签	26.64	35.18	41.13	38.43	46.89	58.61	70.33
yoy	87%	32%	17%	-7%	22%	25%	20%
毛利率	18.04%	31.41%	33.49%	29.61%	30.00%	31.00%	32.00%
软件及技术服务	0.71	1.13	1.78	1.82	2.19	2.74	3.37
yoy	16%	59%	58%	3%	20%	25%	23%
毛利率	43.56%	47.47%	44.24%	54.94%	54.00%	54.00%	54.00%
配件及其他	1.27	1.44	1.96	1.87	2.26	2.76	3.31
yoy	2%	13%	36%	-5%	21%	22%	20%
毛利率	32.28%	35.40%	44.05%	36.63%	37.00%	38.00%	38.00%

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

随着收入恢复增长,费用率有望逐步下降。25年公司人员增长约4.69%,人员增速放缓。同时预期26年开始公司收入有望重回较高增长水平,费用率将逐步下降。预期销售费用率26-28年分别为7.9%/7.5%/7.3%;管理费用率26-28年分别为5.6%/5.4%/5.2%。研发费用率26-28年分别为4.6%/4.3%/4.1%。随着公司预期盈利反弹,以及在AI领域持续投入,公司税率26-28年预期为10%/12%/14%。

综上所述,预计未来3年营收51.33/64.09/76.99亿元,同比增长21.9%、24.9%、20.1%。归母净利润6.59/9.17/11.82亿元,每股收益分别为1.56/2.17/2.80元。

表6: 未来3年盈利预测表

利润表 (百万元)	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	4212	5133	6409	7699
营业成本	2905	3524	4340	5141
销售费用	337	405	481	562
管理费用	270	288	347	401
研发费用	203	236	276	316
财务费用	(112)	(76)	(105)	(129)
营业利润	496	732	1041	1374
利润总额	495	733	1042	1375
归属于母公司净利润	452	659	917	1182

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议

相对估值

公司核心业务是以电子价签为主要收入的零售门店数字化,同时积极布局AI零售、智能购物车、机器人等AIoT业务。目前市场并没有完全可以对标公司,因此选择业务类似,或者上下游、同行业等公司作为对标。萤石网络以BC两端摄像头业务为主,持续拓展AI终端,零售门店数字化是公司产品重要应用场景之一。天德钰主要业务为显示驱动芯片,是汉朔科技的上游供应商之一。乐鑫科技是全球Wi-Fi MCU芯片龙头,也是物联网领域标志性企业。石基信息是酒店信息化龙头厂商,与公司同处于消费行业的信息化领域。因此,从业务和行业相关性来看,这四家公司是汉朔科技可以选择对标参考的企业。

预计公司2026-2028年归母净利润为6.59/9.17/11.82亿元,对应当前PE分别为28/20/15倍。我们采用PE相对估值方法,参考选择的4家对标公司,26年平均

估值约为 37 倍，由于石基信息盈利预期较低，PE 已失去参考性，所以平均值剔除了石基信息。我们预期汉朔科技 26 年重回业绩增长通道，叠加公司在 AI 零售、智能购物车、机器人等领域积极布局，公司有望加速成长。我们给予公司 26 年 36-39 倍 PE 估值，预计合理估值 56.16-60.84 元。首次覆盖，给予“优于大市”评级。

表7: 可比公司 PE 估值

代码	公司简称	股价	总市值	EPS (26-28 年为 wind 一致预期)								PE
				2026/5/27	亿元	25A	2026E	2027E	2028E	25A	2026E	
688475.SH	萤石网络	29.99	236.17	0.72	0.87	1.02	1.17	41.65	34.47	29.40	25.63	
688252.SH	天德钰	23.80	97.35	0.57	0.82	1.1	1.39	41.75	29.02	21.64	17.12	
688018.SH	乐鑫科技	181.08	303.17	2.98	3.86	5.16	6.91	60.77	46.91	35.09	26.21	
002153.SZ	石基信息	8.30	226.52	-0.06	0.03	0.06	0.08	-138.33	276.67	138.33	103.75	
公司平均 (剔除石基信息)									36.80	28.71	22.99	

资料来源: Wind 一致预期、国信证券经济研究所整理

风险提示

估值的风险

我们采取相对估值方法得出公司合理估值在 56.16-60.84 元之间，但该估值是建立在相关假设前提基础上的，特别是对公司未来几年的业绩表现和可比公司的估值参数的选定，都融入了很多个人判断，进而导致估值出现偏差的风险，具体来说：

可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长率估计偏乐观，导致未来 1-3 年收入和利润预期较高，从而导致业绩偏乐观的风险。

我们假定未来 1-3 年公司所处行业有较快发展，但实际可能因为创新发展节奏、政策支持发生波动或不利变化，公司持续成长性实际很低或出现负增长，从而导致公司估值高估的风险。

相对估值方面，我们选取了与公司业务相近或相同的 4 家公司等的相对估值指标进行比较，选取了可比公司 2025-2028E PE 作为相对估值的参考，同时考虑 AI 产业保持快速发展，公司布局新业务有望充分受益，给予公司 2026 年 36-39 倍 PE 估值，可能并未充分考虑市场及该行业整体估值偏高的风险。

盈利预测的风险

我们预计未来 3 年营收 51.33/64.09/76.99 亿元，同比增长 21.9%、24.9%、20.1%。归母净利润 6.59/9.17/11.82 亿元。可能存在对公司各项业务预期偏乐观，进而高估未来三年业绩的风险。

我们对公司未来 3 年毛利的预测也可能存在对公司成本估计偏低、毛利高估，从而导致对公司未来 3 年盈利预测值高于实际值的风险。

经营风险

外部环境不确定性风险。全球主要经济体贸易政策变动、国际地缘政治冲突加剧、国

际贸易物流及供应链扰动等外部因素，加剧全球经济波动，可能影响全球零售行业客户需求节奏，导致市场拓展受阻。

核心技术人才可能流失。行业高端专业人才的需求与日俱增，如果公司不能对核心技术人员实行有效的激励和约束，核心技术人员可能发生较大规模的流失，将对公司经营造成不利影响。

行业竞争加剧风险。全球零售数字化解决方案市场竞争日趋激烈，若公司未能持续优化产品体系、提升服务质量，或未能有效应对市场竞争格局的变化，可能对公司业绩增长以及盈利水平产生不利影响，并导致公司市场份额或占有率出现波动。

技术风险。AI 产业技术变化较快，如果公司对于技术、产品和市场的发展趋势判断失误，公司存在不能跟进技术迭代更新的风险，以及研发失败风险，或者研发成果得不到市场和客户的足够认可、不能较好地实现产业化或形成最终销售，导致研发成果的经济效益与预期收益存在较大差距，可能会对公司的财务状况、经营成果产生负面的影响，降低公司的市场竞争力。

财务风险

汇率波动风险：受全球经济形势、国际地缘政治冲突等因素影响，人民币与欧元、美元、澳元等外币间的汇率波动性较大，如未来欧元、美元、澳元等公司出口主要结算货币产生较大波动，将可能导致公司以人民币计算的销售价格波动，以人民币计算的营业成本波动等。

其他风险

法律风险：随着数据安全和隐私保护意识的提高，公司需要确保其产品和服务符合相关法律法规，避免因数据泄露等问题而受到法律制裁或失去客户信任。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2024	2025	2026E	2027E	2028E		2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	2638	2391	3886	4734	5797	营业收入	4486	4212	5133	6409	7699
应收款项	1073	1755	2138	2670	3207	营业成本	2925	2905	3524	4340	5141
存货净额	748	1108	1333	1643	1948	营业税金及附加	11	22	27	34	41
其他流动资产	167	332	405	505	607	销售费用	283	337	405	481	562
流动资产合计	4632	6107	8283	10073	12081	管理费用	240	270	288	347	401
固定资产	57	424	453	474	492	研发费用	198	203	236	276	316
无形资产及其他	10	20	20	20	20	财务费用	3	(112)	(76)	(105)	(129)
投资性房地产	471	530	530	530	530	投资收益	18	(56)	(20)	(20)	(20)
长期股权投资	10	9	8	7	6	资产减值及公允价值变动	22	22	5	2	2
资产总计	5179	7089	9294	11105	13129	其他收入	(236)	(260)	(216)	(254)	(291)
短期借款及交易性金融负债	23	333	0	0	0	营业利润	827	496	732	1041	1374
应付款项	2121	2198	2403	2962	3513	营业外净收支	(0)	(1)	1	1	1
其他流动负债	205	323	2100	2576	3045	利润总额	826	495	733	1042	1375
流动负债合计	2348	2854	4503	5538	6558	所得税费用	116	43	73	125	192
长期借款及应付债券	0	54	54	54	54	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	115	104	94	84	74	归属于母公司净利润	710	452	659	917	1182
长期负债合计	115	158	148	138	128	现金流量表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
负债合计	2463	3012	4651	5676	6686	净利润	710	452	659	917	1182
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	6	5	3	1	1
股东权益	2716	4077	4643	5429	6443	折旧摊销	12	14	45	50	54
负债和股东权益总计	5179	7089	9294	11105	13129	公允价值变动损失	(22)	(22)	(5)	(2)	(2)
						财务费用	3	(112)	(76)	(105)	(129)
关键财务与估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E	营运资本变动	191	(1075)	1293	83	67
每股收益	1.68	1.07	1.56	2.17	2.80	其它	(6)	(5)	(3)	(1)	(1)
每股红利	0.00	0.15	0.22	0.31	0.40	经营活动现金流	891	(632)	1992	1048	1301
每股净资产	6.44	9.66	11.00	12.87	15.27	资本开支	0	(406)	(71)	(71)	(71)
ROIC	30.12%	16.15%	19%	33%	41%	其它投资现金流	18	(516)	0	0	0
ROE	26.15%	11.08%	14%	17%	18%	投资活动现金流	18	(921)	(70)	(70)	(70)
毛利率	35%	31%	31%	32%	33%	权益性融资	(3)	1074	0	0	0
EBIT Margin	18%	11%	13%	15%	16%	负债净变化	0	54	0	0	0
EBITDA Margin	19%	12%	14%	15%	17%	支付股利、利息	0	(64)	(94)	(130)	(168)
收入增长	19%	-6%	22%	25%	20%	其它融资现金流	(1)	253	(333)	0	0
净利润增长率	5%	-36%	46%	39%	29%	融资活动现金流	(4)	1306	(427)	(130)	(168)
资产负债率	48%	42%	50%	51%	51%	现金净变动	905	(247)	1495	847	1063
股息率	0.0%	0.4%	0.5%	0.7%	0.9%	货币资金的期初余额	1733	2638	2391	3886	4734
P/E	25.6	40.2	27.5	19.8	15.4	货币资金的期末余额	2638	2391	3886	4734	5797
P/B	6.7	4.5	3.9	3.3	2.8	企业自由现金流	0	(1034)	1853	882	1115
EV/EBITDA	24.5	43.3	32.8	24.3	19.2	权益自由现金流	0	(728)	1588	974	1225

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032