

25Q1 增速亮眼，战略新品成长性 及多维布局稳定性凸显

绿联科技 (301606.SZ)

核心观点

2024 年营收 61.70 亿元，同比+28.46%，归母净利润 4.62 亿元，同比+19.29%；2025Q1 营收 18.24 亿元，同比+41.99%，归母净利润 1.50 亿元，同比+47.18%。公司 25Q1 增速环比提升，核心品类优势稳固，充电类收入占比和境外收入占比提升明显，主要品类推出较多优质新品，营销持续优化；预计随着战略新品类有望打开新成长空间，逐步完善产品创新和研发体系，同时公司多渠道、多平台、多区域布局可较好应对贸易新格局下挑战。

事件

公司发布 2024 年报及 2025 一季报。2024 年实现营收 61.70 亿元，同比+28.46%，实现归母净利润 4.62 亿元，同比+19.29%；2025Q1 实现营收 18.24 亿元，同比+41.99%，实现归母净利润 1.50 亿元，同比+47.18%。

简评

25Q1 增速环比提升，核心品类优势稳固

公司单 24Q4 实现营收 18.64 亿元，同比+28.5%，实现归母净利润 1.41 亿元，同比+1.8%。毛利率 36.6%，同比-0.3pct。期间费用率 27.8%，同比+2.1pct；25Q1 收入和业绩增速均环比明显提升，收入增速高于 2024 年各季度，达到 41.99%。25Q1 毛利率 38.0%，同比-1.6pct。期间费用率 27.5%，同比-1.8pct，管理、研发、财务费用率占比均有下降。25Q1 经营性现金流净额-3186.83 万元，同比-127.25%，主要系各类经营采购、职工薪酬、税费缴纳支付的现金较同期增加。25Q1 末应收账款余额 1.85 亿元，较 2024 年末+87.63%，系营收增长所致。预付款项余额 5403.38 万元，较 2024 年末+62.06%，系预付推广费增加所致；2024 全年公司毛利率 37.4%，同比-0.2pct。期间费用率 28.5%，同比+0.7pct。经营性现金流净额 6.24 亿元，同比+259.8%，现金流优质；

2024 年拆分收入看，充电类营收占比 38.1%，+5.7pct，核心品类占比提升明显，收入同比+50.9%，毛利率 36.6%，同比-0.21pct；传输类营收占比 28.4%，-1.7pct，收入同比+21.3%，毛利率 39.8%，同比+0.4pct；音视频类营收占比 17.2%，-2.6pct，收入同比+11.6%，毛利率 41.2%，同比+0.3pct；存储类营收占比 6.3%，-0.5pct，收入同比+19.3%，毛利率 26.2%，同比-1.2pct；分渠道看，2024 线

维持

增持

刘乐文

liulewen@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521080003

SFC 编号:BPC301

陈如练

chenrulian@csc.com.cn

SAC 编号:S1440520070008

SFC 编号:BRV097

马王杰

mawangjie@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521070002

发布日期：2025 年 04 月 30 日

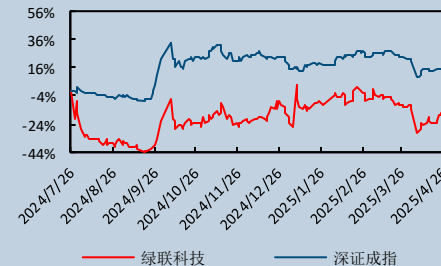
当前股价：38.30 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-4.11/-2.18	-5.90/-7.01	/
12 月最高/最低价 (元)	47.00/25.67	
总股本 (万股)	41,490.98	
流通 A 股 (万股)	3,320.19	
总市值 (亿元)	158.91	
流通市值 (亿元)	12.72	
近 3 月日均成交量 (万)	330.68	
主要股东		
张清森	45.27%	

股价表现



相关研究报告

上占比 75.1%，同比+0.3pct，线上收入+29.0%，线下收入+26.8%。其中亚马逊占比 35.0%，同比+2.3pct 提升明显，速卖通占比+0.2pct，Lazada+0.1pct，Shopee+0.3pct，而京东、天猫占比下降。故而对应到境内收入占比 42.5%，同比-7.1pct，下降明显，境外占比持续提升。公司重点加大在 NAS 私有云存储、耳机声学、充电续航等产品及技术领域的研发力度，2024 年，公司推出了多款移动电源、新型排插、多种功率的氮化镓充电器、多合一无线充、大功率车充等创新产品；音视频领域，2024 年 5 月发布 H6Pro，首款半入耳式自适应降噪 TWS 耳机，以及 Max5c，首款自适应降噪头戴式耳机。2024 年下半年公司推出 S 系列开放式耳机，12 月发布 Magic 系列带屏操控 TWS；2024 年 5 月公司推出 NAS 私有云 DXP 系列新品，涵盖双盘位到八盘位的多种配置，搭载自主研发 UGOS Pro 系统，且在年内不断迭代系统性能和体验。品牌营销端，采用更具本地化和全链条品牌势能的整合营销活动，例如参加各类国际性的展会和赛事活动、IP 联名活动，与行业 top 级 KOL 等测评合作等提升能力。

战略新品类有望逐步接力成长，多维度布局稳定性高

2025 年公司规划强化核心人才团队建设，打造存储类、音视频类、充电类产品研发实验室及产品测试中心，持续夯实核心竞争力；持续优化渠道布局，关注新兴平台，线下继续深耕中欧美日成熟市场，同时重点突破东南亚、拉美、中东等新兴市场，通过建立本地化服务子公司。优化供应链布局，公司在东南亚产能布局以及相关品类的转移预计持续推进；产品端，充电品类中无线充等差异化品类支撑较高增速。2025 年正规划和部署 AI 智能耳机项目，以期实现与人工智能相关的功能并计划于 2025 年中期正式推出。2025 年初 CES 展会上公司推出了全球首款内置大型语言模型（LLM）的 AINAS 产品——iDX 系列，预计年内有望逐步达量产条件。今年初 NAS 产品进行日本众筹并取得较好反馈，后续将持续拓展各市场心智，有望迎来放量发展。预计随着战略新品类技术、功能体验等持续迭代完善，有望打开新成长空间，逐步完善产品创新孵化和研发体系，同时公司多渠道、多平台、多区域深耕布局和产能完善能较好应对贸易新格局下挑战，实现稳定发展。

投资建议：预计 2025~2027 年实现归母净利润 5.92 亿元、7.84 亿元、9.38 亿元，维持“增持”评级。

图 1:盈利预测

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	2,251.10	3,353.61	3,863.78	4,473.32	5,163.72	营业收入	4,802.65	6,169.67	8,139.74	9,887.09	11,709.15
现金	992.31	1,142.74	1,089.99	1,262.48	1,507.66	营业成本	2,997.50	3,863.70	5,182.05	6,251.73	7,387.23
应收票据及应收账款合计	137.34	99.65	165.10	200.28	229.01	营业税金及附加	14.38	16.44	23.86	28.21	33.35
其他应收款	17.05	20.95	28.06	33.91	40.23	销售费用	911.82	1,204.83	1,568.02	1,862.33	2,192.72
预付账款	34.92	33.34	49.06	57.53	68.95	管理费用	211.39	259.13	299.54	350.00	414.50
存货	995.85	1,234.64	1,667.46	2,017.91	2,377.98	研发费用	215.89	304.12	368.73	466.67	569.06
其他流动资产	73.62	822.29	864.11	901.21	939.89	财务费用	-3.43	-7.61	0.34	-0.68	-2.28
非流动资产	202.06	541.33	552.27	560.80	566.91	资产减值损失	-35.22	-38.83	-53.54	-65.34	-76.65
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	信用减值损失	-3.83	1.64	-2.74	-2.10	-2.04
固定资产	146.22	140.58	143.25	158.51	171.35	其他收益	15.03	13.83	16.01	15.12	15.20
无形资产	5.46	8.87	8.60	8.33	8.06	公允价值变动收益	0.00	6.14	6.00	5.00	5.00
其他非流动资产	50.38	391.88	400.42	393.96	387.50	投资净收益	6.43	5.61	5.54	5.72	5.64
资产总计	2,453.16	3,894.94	4,416.04	5,034.12	5,730.63	资产处置收益	0.22	0.03	0.09	0.09	0.08
流动负债	572.28	861.95	1,100.34	1,340.78	1,584.40	营业利润	437.73	517.47	668.56	887.30	1,061.81
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业外收入	8.40	8.01	7.55	7.84	7.77
应付票据及应付账款合计	355.79	554.09	700.47	862.23	1,012.07	营业外支出	0.55	0.50	0.58	0.55	0.55
其他流动负债	216.49	307.85	399.87	478.55	572.33	利润总额	445.58	524.98	675.52	894.60	1,069.03
非流动负债	104.56	108.16	92.28	74.88	56.14	所得税	51.90	64.50	81.06	107.35	128.28
长期借款	95.18	95.54	79.66	62.26	43.52	净利润	393.68	460.48	594.46	787.24	940.75
其他非流动负债	9.38	12.62	12.62	12.62	12.62	少数股东损益	6.17	-1.80	2.71	2.83	2.51
负债合计	676.84	970.10	1,192.62	1,415.66	1,640.54	归属母公司净利润	387.52	462.28	591.75	784.42	938.24
少数股东权益	29.69	27.89	30.60	33.43	35.94	EBITDA	494.08	572.66	694.93	915.39	1,090.63
股本	373.41	414.91	414.91	414.91	414.91	EPS (元)	0.93	1.11	1.43	1.89	2.26
资本公积	301.05	1,072.06	1,072.06	1,072.06	1,072.06						
留存收益	1,072.17	1,409.97	1,705.85	2,098.06	2,567.18						
归属母公司股东权益	1,746.63	2,896.94	3,192.82	3,585.03	4,054.15						
负债和股东权益	2,453.16	3,894.94	4,416.04	5,034.12	5,730.63						

现金流量表(百万元)					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	173.40	623.88	281.86	604.59	754.01
净利润	393.68	460.48	594.46	787.24	940.75
折旧摊销	51.92	55.29	19.06	21.47	23.88
财务费用	-3.43	-7.61	0.34	-0.68	-2.28
投资损失	-6.43	-5.61	-5.54	-5.72	-5.64
营运资金变动	-290.90	87.58	-324.52	-196.62	-201.59
其他经营现金流	28.56	33.76	-1.94	-1.11	-1.11
投资活动现金流	-16.46	-1,090.92	-22.52	-23.18	-23.25
资本支出	51.35	24.85	30.00	30.00	30.00
长期投资	0.00	-1,070.00	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	-67.82	-45.76	-52.52	-53.18	-53.25
筹资活动现金流	-45.05	605.77	-312.09	-408.93	-485.58
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	-21.65	0.36	-15.88	-17.40	-18.74
其他筹资现金流	-23.40	605.41	-296.22	-391.53	-466.84
现金净增加额	116.14	150.42	-52.75	172.49	245.18

主要财务比率					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	25.09	28.46	31.93	21.47	18.43
营业利润(%)	17.31	18.22	29.20	32.72	19.67
归属于母公司净利润(%)	18.35	19.29	28.01	32.56	19.61
获利能力					
毛利率(%)	37.59	37.38	36.34	36.77	36.91
净利率(%)	8.07	7.49	7.27	7.93	8.01
ROE(%)	22.19	15.96	18.53	21.88	23.14
ROIC(%)	38.74	32.50	32.34	33.21	34.17
偿债能力					
资产负债率(%)	27.59	24.91	27.01	28.12	28.63
净负债比率(%)	-50.51	-35.80	-31.34	-33.17	-35.80
流动比率	3.93	3.89	3.51	3.34	3.26
速动比率	2.00	2.27	1.79	1.63	1.56
营运能力					
总资产周转率	1.96	1.58	1.84	1.96	2.04
应收账款周转率	34.97	62.71	49.47	49.53	51.31
应付账款周转率	8.42	6.97	7.40	7.25	7.30
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.93	1.11	1.43	1.89	2.26
每股经营现金流(最新摊薄)	0.42	1.50	0.68	1.46	1.82
每股净资产(最新摊薄)	4.21	6.98	7.70	8.64	9.77
估值比率					
P/E	41.01	34.38	26.85	20.26	16.94
P/B	9.10	5.49	4.98	4.43	3.92
EV/EBITDA	31.38	25.48	21.63	16.41	13.70

数据来源: Wind, 中信建投证券

风险分析

- 1、全球贸易格局重塑期,贸易壁垒等潜在风险可能导致未来外贸出口的成本、市场等存在一定的不确定性,同时海外需求也或存在一定的周期变化,均可能对公司产品需求产生影响;
- 2、海外数码产品的市场集中度相对不高,公司产品仍面临国内及海外部分成熟竞品品牌的竞争,可能对于公司细分赛道市占率产生挑战;
- 3、公司部分潜力新品如户外便携式储能产品、NAS 产品等仍在迭代升级和培育期,市场品牌影响力仍未成熟,市场也有部分成熟品牌竞争,公司产品后续培育情况仍存在不确定性;
- 4、全球外贸安全性、关税风险后续演化、产品研发效果可能的影响。

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

分析师介绍

刘乐文

中信建投证券社服商贸行业首席分析师。本科毕业于西安交通大学，研究生毕业于美国约翰霍普金斯大学，从事社会服务行业研究八年，对于免税、酒店、餐饮、平台经济等行业拥有深度研究见解和丰富行业积累，曾获得水晶球社会服务行业最佳分析师第一名，新浪最佳分析师，新财富最佳海外研究等评选。

陈如练

社服商贸行业分析师，上海财经大学国际商务硕士，2018年加入中信建投证券研究发展部，曾有2年国有资本风险投资经验。目前专注于免税、餐饮、酒店、旅游等细分板块研究。2018、2019、2020、2024年Wind金牌分析师团队成员，2019、2022、2024年新浪金麒麟最佳分析师团队成员。

马王杰

中信建投证券家电和农业行业首席分析师，上海交通大学管理学硕士。研究扎实，观点鲜明。家电领域重点覆盖白电、黑电、小家电、清洁电器、两轮车、摩托车、电动园林工具。曾获上证报最佳分析师，Wind金牌金牌分析师，新浪金麒麟菁英分析师等

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 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 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内 容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内 容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
 电话：（8610）56135088
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
 电话：（8621）6882-1600
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼
 电话：（86755）8252-1369
 联系人：曹莹
 邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
 中环交易广场 2 期 18 楼
 电话：（852）3465-5600
 联系人：刘泓麟
 邮箱：charleneliu@csci.hk