

绿联科技 (301606.SZ)

充电品牌和渠道势能提升，NAS 存储赛道星辰大海

2025 年 06 月 27 日

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

吕明（分析师）

林文隆（分析师）

lvming@kysec.cn

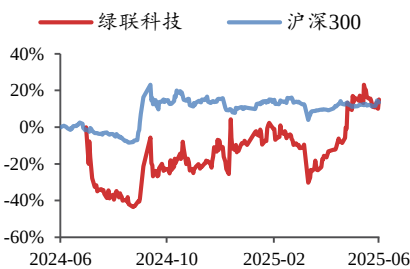
linwenlong@kysec.cn

证书编号：S0790520030002

证书编号：S0790524070004

日期	2025/6/27
当前股价(元)	51.23
一年最高最低(元)	55.80/25.34
总市值(亿元)	212.56
流通市值(亿元)	17.01
总股本(亿股)	4.15
流通股本(亿股)	0.33
近 3 个月换手率(%)	528.82

股价走势图



数据来源：聚源

● **3C 配件业务起家，高潜力 NAS 存储开始放量，首次覆盖给予“买入”评级**
公司做 3C 配件业务起家，由充电类逐步拓展至传输类以及高潜力 NAS 私有云存储赛道。随着品牌知名度提升以及产品矩阵的拓宽，公司逐步切入美国大 KA 渠道，势能呈上升趋势。同时，布局多年的 NAS 品类在产品迭代优化后开始贡献显著增量，或逐步进入收获期带动业绩增速提升。我们预计 2025-2027 年公司归母净利润为 6.59/8.46/10.63 亿元，对应 EPS 为 1.59/2.04/2.56 元，当前股价对应 PE 分别为 32.25/25.13/20.00 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

● **充电类：行业β不错，公司有望以持续推新+渠道拓展实现较高增长**
我们认为充电品类（移动电源、充电器）行业β不弱，公司正处在产品以及渠道势能上升期，叠加 NAS 私有云存储树立品牌形象，有望实现持续较高增长。**(1) 行业维度，首先移动电源往大功率（从充手机到充电脑）、自带线、磁吸无线发展，充电器往氮化镓、第三方品牌、大功率发展，细分赛道存在增长机遇。**其次随着充电器使用场景从手机延伸至 OS/Windows 笔记本电脑，以及 C 口快充笔记本电脑比例和购买第三方品牌比例提升，充电器未来均价有望持续提升。**(2) 公司维度，线下渠道相较于头部品牌 Anker 渠道覆盖率和 SKU 进驻率都有较大提升空间，**随着产品矩阵完善+品牌势能提升，2024 年以来**公司成功进入美国 Walmart、Bestbuy、Target 等大 KA 渠道，但 SKU 覆盖率仍有提升空间。**线上渠道随着产品持续推新能够抓住细分赛道增长机会，公司份额呈稳步上升趋势。

● **NAS 私有云存储：产品迭代创新带动 ToC 领域渗透，公司份额领先**
NAS 私有云存储隶属数据存储赛道，能够通过连接家庭网络或者外网**同时为多台设备提供文件传输、影视资源播放、备份、在线编辑等功能，对于家庭用户来说能够达到优于云网盘的作用且数据存储在本地提高了隐私性。**2024 年预计 NAS ToC 端销量 129 万台，低渗透率主要系传统企业聚焦 ToB 市场导致 ToC 市场缺乏较好体验的产品或者消费者使用门槛高。**2024 年公司推出全新 NAS 存储系列产品（适用团队以及适用家庭个人产品）同时对系统进行升级，提升产品易用性的同时能够实现照片高级检索、高码率影视资源整理、在线同步多人编辑等功能，产品升级带动公司年初以来份额快速提升。**展望后续，随着产品逐步完善成熟，移动硬盘客群转化后行业量或达大几百万。若转化至影视爱好者、内容创作者（千万体量）甚至云网盘（上亿体量）用户客群，则空间更加广阔。

● **风险提示：**NAS 存储销售不及预期；渠道拓展不及预期；政策/版权风险等。

财务摘要和估值指标

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	4,803	6,170	8,381	10,659	13,175
YOY(%)	25.1	28.5	35.8	27.2	23.6
归母净利润(百万元)	388	462	659	846	1,063
YOY(%)	18.4	19.3	42.6	28.3	25.6
毛利率(%)	37.6	37.4	36.3	36.0	35.9
净利率(%)	8.1	7.5	7.9	7.9	8.1
ROE(%)	22.2	15.7	20.0	20.6	20.9
EPS(摊薄/元)	0.93	1.11	1.59	2.04	2.56
P/E(倍)	54.9	46.0	32.2	25.1	20.0
P/B(倍)	12.2	7.3	6.4	5.2	4.2

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、深耕 3C 配件行业，NAS 私有云存储逐步展现高潜力	5
1.1、3C 配件业务起家，延展至高潜力 NAS 私有云存储赛道	5
1.2、股权结构集中，设立员工持股平台激励到位	6
2、财务分析：充电品类是核心&存储有望提速，海外增长提速	8
3、充电类：行业存在结构性机会，公司以高性价比+渠道拓展提升份额	11
3.1、行业： β 不弱，存在结构性增长机会（无线充、快充和移动电源）	11
3.2、行业空间：第三方充电器/原装充电器市场规模分别 477/324 亿元	13
3.2.1、充电器市场存价增逻辑，下游应用场景可向笔电和平板电脑等拓宽	14
3.3、公司未来看点：全球化渠道拓展+持续推新提份额	15
3.3.1、线下渠道：相较于 Anker，商超 KA 渠道开拓空间大	15
3.3.2、线上渠道：持续推新，抓住细分赛道增长机会提份额	18
4、NAS 私有云存储：产品迭代创新带动 ToB 向 ToC 渗透，或有望抢占云网盘市场	19
4.1、NAS 行业情况：预计 2024 年 ToC 端规模 45 亿元/销售量 129 万台，相较于移动硬盘&云网盘市场的渗透率低	19
4.2、NAS ToC 端低渗透率原因：老牌企业主导，没有足够好的产品体验	21
4.3、存储焦虑+成品 NAS 功能迭代有望渠道成品 NAS 向 ToC 端持续渗透	23
4.3.1、成品 NAS 私有云存储渗透率提升原因之一：消费者数据存储需求量持续增加	23
4.3.2、成品 NAS 私有云存储渗透率提升原因之二：绿联为代表的 NAS 产品使用体验较大幅度改善（相较于传统 NAS 和云网盘）	24
4.4、NAS 存储 ToC 市场空间：移动硬盘客群转化看大几百万销量，若渗透到内容创作者/摄影爱好者/云网盘等市场空间更大	28
4.5、绿联 NAS 产品：硬件产品更具性价比，软件持续优化构筑先发优势	29
5、盈利预测与投资建议	32
6、风险提示	34
附：财务预测摘要	35

图表目录

图 1：年轻企业，2018 年以来发力海外市场拓展同比开始布局 NAS 存储等高增长潜力赛道	5
图 2：公司以充电类（移动电源和充电器）、传输类产品为核心，拓展至音视频类、存储类产品	6
图 3：公司股权结构较为集中且设立了员工持股平台	7
图 4：2020~2024 年营收同比增速分别达 34%/26%/11%/25%/28%	9
图 5：2020~2024 年利润同比增速分别达 32%/-0.5%/+10%/+18%/+19%	9
图 6：2022-2024 年期间费用率整体呈上升趋势，毛利率维持相对稳定	9
图 7：2025Q1 毛利率有所下滑，但规模效应带动下费用率呈下降趋势	9
图 8：2020-2024 年公司充电类产品营收占比持续提升	10
图 9：线上渠道亚马逊/东南亚国际电商平台快速增长，线下以经销为主仍有拓展空间	11
图 10：3C 配件行业 β 与消费电子行业景气度存在一定关联性，第三方国产品牌或逐步抢占原装以及海外本土品牌份额	12
图 11：国内市场移动电源往大功率（从充手机到充电脑）、自带线、磁吸无线发展，充电器往氮化镓、第三方品牌、大功率发展	13
图 12：国外市场以亚马逊为例，移动电源往自带线、笔记本电脑用、自带线发展	13
图 13：我们测算全球充电器市场规模达到 800 亿元（不含二手），其中安卓/苹果第三方充电器市场规模分别达到 363/114	13

亿元，公司份额仍有提升空间	14
图 14： 2024 年全球 USB Type-C 拓展坞市场约 14.56 亿美元	14
图 15： 充电器从苹果手机延伸至 OS 笔记本电脑，购买第三方品牌比例每提升 10% 则可能带来 5% 左右的市场规模增长	15
图 16： 充电器从手机延伸至笔记本电脑，购买第三方品牌比例和支持 C 口快充笔记本电脑比例每提升 10% 则可能带来 10% 左右的市场规模增长	15
图 17： 公司在美国和欧洲线下渠道进驻数量较头部仍有差距（单位：家）	17
图 18： 相较于 Anker，公司在 Bestbuy、Target 渠道的 SKU 覆盖率仍有较大提升空间（例如 Bestbuy 中高价格带以及 Target 渠道等）	17
图 19： 国内移动电源市场绿联/安克等份额稳步提升，罗马仕份额有所下滑	18
图 20： 国内充电器市场格局分散，各家份额维持相对稳定，绿联份额领先	18
图 21： 美亚移动电源市场公司份额稳步提升	19
图 22： 美亚充电器市场公司份额仍低单位数，相较于 Anker 有待进一步提升	19
图 23： 细分领域上看，公司在无线移动电源、大功率（可充电脑）移动电源份额呈上升态势	19
图 24： NAS 私有云存储在移动硬盘基础上增加网络操作系统以及硬件，能够达到类似云网盘作用	20
图 25： 2021-2023 年 HDD 机械硬盘出货量有所下滑，2024 年出货量止跌达到 1.2 亿块	20
图 26： 西部数据显示 HDD 机械硬盘有 15% 出货来自于消费市场	20
图 27： 全球 NAS 存储市场中预计家庭用途占比 20%	21
图 28： 预计 2024 年 ToC NAS 市场规模/销售量分别 45 亿元/129 万台	21
图 29： 2004 年群晖推出首台 NAS 产品以来更多侧重于企业级存储赛道	22
图 30： 使用飞牛系统 DIY NAS 需要用户具备计算机知识，有一定使用门槛	23
图 31： 2019~2024 年 HDD 平均容量持续增加，其中传统 HDD 2025Q1 平均容量已超 3TB	24
图 32： 国内线上数据为例 5TB 以上机械硬盘销售占比提升	24
图 33： 相较于飞牛 DIY NAS，绿联 NAS 简化了前期安装流程（无需旧电脑+刷机）	24
图 34： 相较于群晖，公司 NAS 产品矩阵按家庭用/ToB/摄影爱好者场景区分更加清晰且性价比比较群晖高	26
图 35： 云网盘速度受限于会员和公共网络带宽	26
图 36： 公司 NAS 局域网下传输速度最高达万兆	26
图 37： 公司 NAS 可支持人物识别、相似/重复照片识别、场景、物体识别、宠物识别、敏感内容识别、画面识别、文字识别等众多智能模型	27
图 38： 公司 NAS 产品可以自动实现影视资源分类整理，支持 4K 播放以及电视端大屏播放	27
图 39： 公司 NAS 产品支持多人同时访问编辑、联动智能家居设备以及自动转存监控录像等	28
图 40： 预计 2024-2030 年全球家用 NAS 设备规模 CAGR 为 42%，有望加速增长	29
图 41： 相较于群晖，公司和极空间硬件优势明显（搭载显卡和固态硬盘槽位、最高内容可达 16GB 且拥有更多接口种类）	30
图 42： 2025Q2 累计数据上看公司份额已达 49%，群晖份额持续下降	30
表 1： 绿联咨询由八名自然人（含核心管理人员）及四家合伙企业（公司员工持股平台）组成，涵盖国内外销售运营、产品研发、软件开发等多位人才骨干	7
表 2： 公司核心高管团队年轻化，聚集国际贸易以及计算机、机电一体领域相关人才	8
表 3： 内销为主，但 2023-2024 年欧洲/美洲/东南亚等海外地区营收增长提速	10
表 4： 相较于安克创新，公司线下渠道开拓空间大	16
表 5： 公司逐步进驻 Walmart、Target、Bestbuy 等商超 KA 渠道	17
表 6： 移动电源细分领域上看，2025H1 公司在笔记本电脑用、Qi2 认证等细分市场份较 2024 全年有所提升	18
表 7： 群晖 NAS 产品在跨设备易用性、照片备份整理、影视资源整理等功能方面体验性不佳，且产品定价高	22
表 8： 在照片整理分类、传输文件速率、影视资源等家庭常用功能方面绿联 NAS 产品较大改善用户体验	25

表 9： 从对应客群渗透难易度上看移动硬盘<摄影爱好者≈内容创作者<云网盘，随着 NAS 产品成熟有望逐步渗透至各类市场	29
表 10： 自 2024 年 5 月发布 UGOS Pro 系统以来公司保持高频率系统更新优化，逐步修复 BUG 并推出新功能提升用户体验	31
表 11： 我们预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 6.59/8.46/10.63 亿元，同比分别+43%/+28%/+26%	32
表 12： 预计公司 2025-2027 年估值分别为 32.25/25.13/20.00 倍，较可比公司处低位，随着 NAS 存储业务放量有望享受估值溢价	33

1、深耕 3C 配件行业，NAS 私有云存储逐步展现高潜力

1.1、3C 配件业务起家，延展至高潜力 NAS 私有云存储赛道

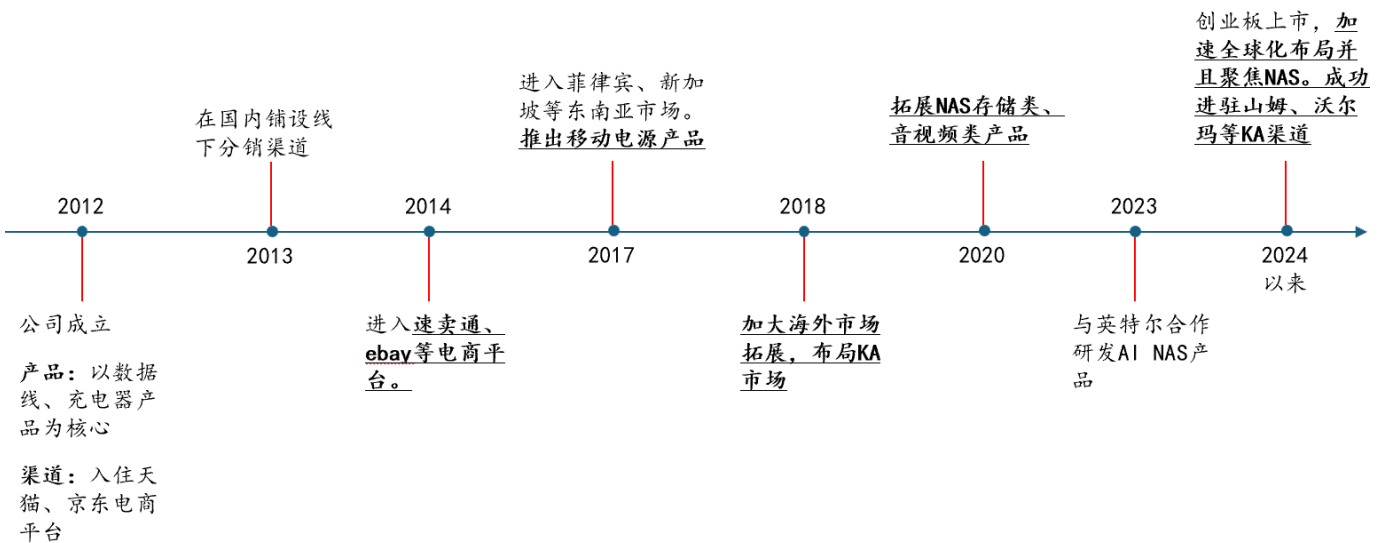
年轻企业，2018 年以来发力海外市场拓展同比开始布局 NAS 存储等高增长潜力赛道：

(1) **2012~2016 发展初期**：2012 年公司成立之初定位 3C 周边类产品同时进入国内电商平台销售，2013 年开始铺设线下分销渠道。2014 年开始布局国际电商平台，同时开始聚焦苹果 3C 周边市场。

(2) **2017~2024 加速拓展期**：2017~2018 年逐步发力东南亚和美国市场同时推出移动电源品类，2020 年拓展至存储以及音视频类业务，2024 年上市后继续加速全球布局，成功进驻山姆、沃尔玛等大型 KA 渠道。

(3) **2025 年起或进入收获期**：随着品牌知名度提升以及产品矩阵的拓宽，有望进一步打开海外市场以及线下商超 KA 渠道。同时，布局多年 NAS 品类有望逐步贡献增量，公司或逐步进入收获期，营收利润增速有望提升。

图1：年轻企业，2018 年以来发力海外市场拓展同比开始布局 NAS 存储等高增长潜力赛道



资料来源：公司官网、英特尔中国公众号、公司公告、开源证券研究所

3C 配件业务起家，逐步拓展到传输、存储等赛道：

(1) **充电类产品**：主要为移动电源和充电器产品。近年来随着苹果等手机厂商取消随赠充电器，以及移动电源/充电器向大功率、磁吸无线充、智能显示等细分领域迭代，以安克创新、绿联科技为代表的企业充电业务持续高增长。叠加公司自身渠道拓展等，2019~2024 年收入 CAGR 达 41%，2024 年营收占比提升至 38%。

(2) **传输类产品**：主要为快充线、雷电传输线、拓展坞等。2019~2024 年收入 CAGR 为 19%，收入维持稳健增长态势。2024 年营收占比达 28%。

(3) **音视频类产品**：主要为 TWS 耳机等。2019~2024 年收入 CAGR 为 13%，收入亦维持稳健增长态势。2024 年营收占比达 17%。

(4) **存储类产品**：主要为硬盘盒、NAS 存储等。2020 年公司开始布局 NAS 存

储赛道，2019~2024 年收入 CAGR 为 33%。2024Q2 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，同时搭载了公司自主研发的 USOS Pro 系列，新品凭借更强竞争力快速登顶国内线上以及亚马逊 Bestseller 榜单。

图2：公司以充电类（移动电源和充电器）、传输类产品为核心，拓展至音视频类、存储类产品

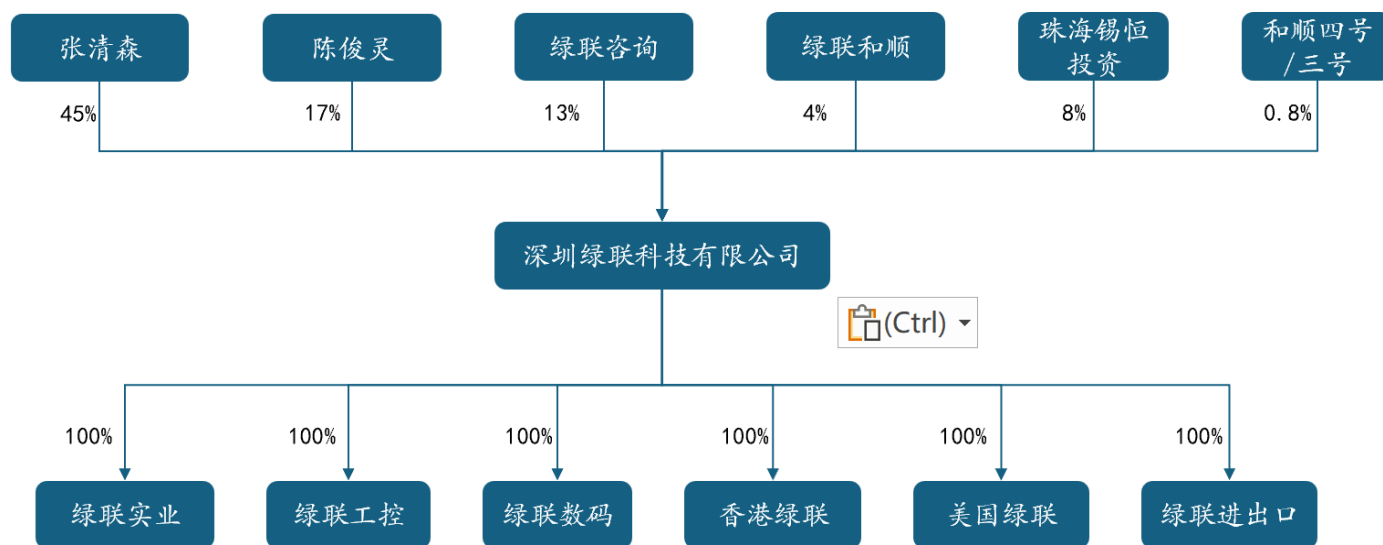


资料来源：绿联京东旗舰店、公司官网、开源证券研究所

1.2、股权结构集中，设立员工持股平台激励到位

公司股权结构较为集中且设立了员工持股平台。IPO 后，董事长（张清森）/副总经理（陈俊灵）/高瓴直接持股比例为 45/17/8%。绿联咨询持股比例达到 13%，根据招股说明书该企业由八名自然人（含核心管理人员）及四家合伙企业（公司员工持股平台）组成，合伙企业涵盖国内外销售运营、产品研发、软件开发等多位人才骨干。和顺三号/四号合计持股 0.8%，为公司员工持股平台，和顺三号/四号亦涵盖公司多名海外销售、平台运营等人才。

图3：公司股权结构较为集中且设立了员工持股平台



资料来源：Wind、公司招股说明书、开源证券研究所

表1：绿联咨询由八名自然人（含核心管理人员）及四家合伙企业（公司员工持股平台）组成，涵盖国内外销售运营、产品研发、软件开发等多位人才骨干

序号	合伙人/姓名	人员任职情况	资金来源	出资比例
1	陈艳	董事、副总经理	自有资金	18.7500%
2	李雷杰	董事、副总经理	自有资金	18.7500%
3	唐坚	董事、副总经理	自有资金	18.7500%
4	张清森	董事长	自有资金	9.1777%
5	杨晓飞	志泽科技总经理	自有资金	12.5000%
6	聂星星	营销副总经理	自有资金	9.3750%
7	王国政	志泽科技副总经理	自有资金	6.2500%
8	吴夏	供应商经营总监	自有资金	1.0000%
9	和顺五号	含京东/天猫运营经理、平面设计、视频运营等人才	自有资金	1.3289%
10	和顺六号	含外贸运营经理、海外销售运营、海外销售GTM 等人才	自有资金	1.5432%
11	和顺七号	含产品总监、结构设计、软件开发、安规认证、ID 设计等人才	自有资金	1.5113%
12	和顺八号	含高级 IT、Python 开发、网络工程师等人才	自有资金	1.0639%
合计		-	-	100.00%

资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

核心高管团队年轻化，聚集国际贸易以及计算机、机电一体领域相关人才。公司创始人、董事长张清森先生有国际贸易工作经验，后与有国际贸易以及电子行业工作经验的陈俊灵创业做 3C 配件，2012 年创立绿联科技有限公司并以“UGREEN”品牌入驻国内各大主流电商平台。此外，何梦新、唐坚、李雷杰等高管均在公司多年，朱华猛、钟海龙、黄丽斌三位核心技术骨干亦在位多年，技术骨干来自于计算机、机电一体等领域。

表2：公司核心高管团队年轻化，聚集国际贸易以及计算机、机电一体领域相关人才

姓名	年龄	职位	履历情况
张清森	42	董事长	本科学历，国际金融专业，有国际贸易工作背景。2012 年 3 月至 2021 年 5 月，历任绿联有限执行董事、总经理、董事长；2021 年 6 月至今，任绿联科技董事长
陈俊灵	40	副董事长	本科学历，国际金融专业，有电子行业工作经验。2012 年起先后在绿联担任副总经理、董事、副董事长
何梦新	40	董事、总经理	本科学历，机械设计制造及其自动化专业，有影视传媒行业相关经历。2019 年至今在绿联先后担任执行董事、总经理
唐坚	38	董事、副总经理	大专学历，图形图像专业，有贸易行业相关经历。2012 年在绿联先后担任业务经理、营销总监、副总经理、董事、副总经理
李雷杰	42	董事、副总经理	本科学历，经济学专业，有国际贸易相关工作经历。2012 年起在绿联先后担任业务经理、业务总监、副总经理、董事、副总经理
陈艳	38	董事	本科学历，英语专业，有国际贸易相关工作经历。2012 年起在绿联先后担任业务经理、业务总监、产品总监、副总经理、董事
赖晓凡	40	董事	博士研究生学历，运营管理、物流与供应链管理专业。2021 年至今担任绿联科技董事
朱华猛	44	高级开发主管	本科学历，计算机科学与技术专业。曾任金蝶软件高级软件工程师，2018 年起在绿联先后担任高级开发主管、ERP 基数经理、ERP 技术专家、IT 开发专家
钟海龙	36	高级研发主管	大专学历，机电一体化技术专业。曾任深圳市斯谱瑞电子科技有限公司电子工程师，2017 年起在绿联先后担任视频研发工程师、视频研发主管、高级研发主管
黄丽斌	41	结构经理	大专学历，机电一体化技术专业。曾任瑞伸通科技（深圳）有限公司结构设计工程师，2017 年起在绿联先后担任结构工程师、结构主管、高级结构主管、结构经理

资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

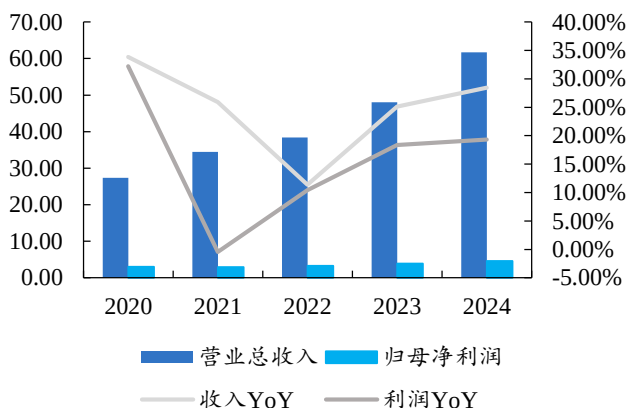
2、财务分析：充电品类是核心&存储有望提速，海外增长提速

海外地区+新品类拉动营收增速提升，管理/研发规模效应带动 2025Q1 利润率提升：

（1）收入端：2020~2024 年营收同比增速分别达 34%/26%/11%/25%/28%，2022 年欧洲市场受俄乌冲突影响下滑拖累公司整体营收表现。2023~2024 年海外地区增长提速带动公司整体营收增速提升，其中欧洲增速分别 30%/46%，美洲增速分别 42%/40%，2024 年其他地区增速 76%。季度上看，2025Q1 营收增速超 40%或系新品类+海外增长贡献。

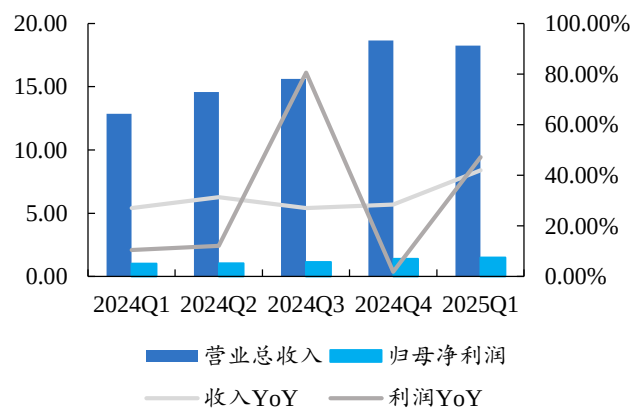
（2）业绩端：2020~2024 年利润同比增速分别达 32%/-0.5%/+10%/+18%/+19%。2021 年利润表现不佳主系研发和管理费用增长所致（人员增加+股份支付费用增加），2022~2024 年增速低于收入系销售费用持续投入所致。季度上看，2025Q1 利润增速超收入，管理和研发费用规模效应开始显现。

图4：2020~2024 年营收同比增速分别达 34%/26%/11%/25%/28%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：2020~2024 年利润同比增速分别达 32%/-0.5%/+10%/+18%/+19%



数据来源：Wind、开源证券研究所

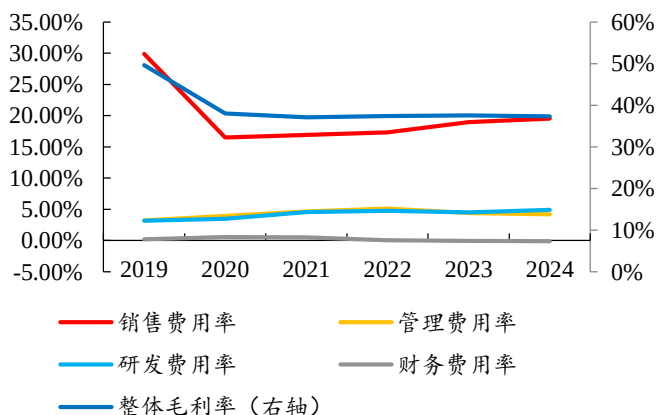
2025Q1 毛利率或受结构影响（产品结构和区域结构）、规模效应带动费用率下降：

(1) 毛利率：2022~2024 年毛利率同比分别+0.24/+0.20/-0.21pct，整体维持平稳。2024 年毛利率下滑主要系境外毛利率下滑所致（同比-2.25pct，或系海运成本等提升影响）。2025Q1 毛利率同比-1.6pct，或系区域结构+产品结构影响（海外低毛利区域占比提升+低毛利存储产品占比提升）。

(2) 费用率：2022~2024 年期间费用率同比分别+0.7/+0.5/+0.7pct，2025Q1 期间费用率同比-1.8pct，2025Q1 在海外持续高增+新品类放量情况下费用端规模效应显现。

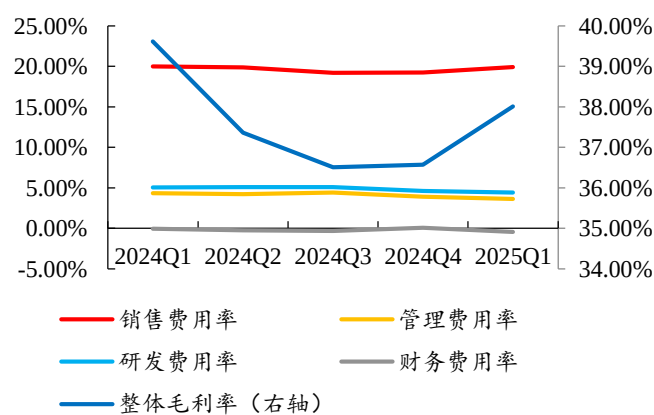
(3) 利润率：综合影响下 2022-2024 年归母净利率同比分别-0.1/-0.5/-0.6pct，2025Q1 同比+0.3pct。

图6：2022-2024 年期间费用率整体呈上升趋势，毛利率维持相对稳定



数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：2025Q1 毛利率有所下滑，但规模效应带动下费用率呈下降趋势



数据来源：Wind、开源证券研究所

营收分业务，充电类产品贡献近年主要增长，存储业务有增长高潜力。(1) 充电类产品，近年来随着苹果等手机厂商取消随赠充电器，以及移动电源/充电器向大功率、磁吸无线充、智能显示等细分领域迭代，以安克创新、绿联科技为代表的企

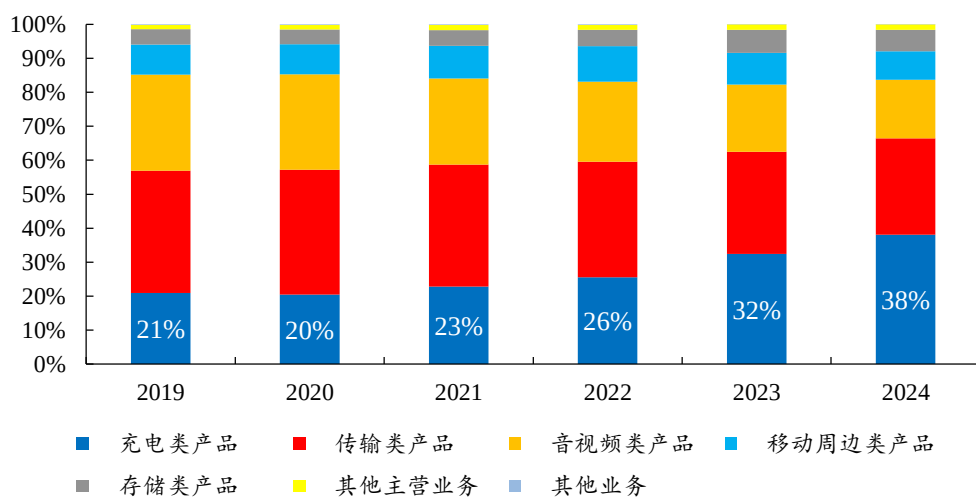
业充电业务持续高增长。叠加公司自身渠道拓展等,2019~2024 年收入 CAGR 达 41%,2024 年营收占比提升至 38%。

(2) 传输类产品:主要为快充线、雷电传输线、拓展坞等。2019~2024 年收入 CAGR 为 19%,收入维持稳健增长态势。2024 年营收占比达 28%。

(3) 音视频类产品:主要为 TWS 耳机等。2019~2024 年收入 CAGR 为 13%,收入亦维持稳健增长态势。2024 年营收占比达 17%。

(4) 存储类产品:主要为硬盘盒、NAS 存储等。2020 年公司开始布局 NAS 存储赛道,2019~2024 年收入 CAGR 为 33%。2024Q2 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,同时搭载了公司自主研发的 USOS Pro 系列,新品凭借更强竞争力快速登顶国内线上以及亚马逊 Bestseller 榜单。

图8: 2020-2024 年公司充电类产品营收占比持续提升



数据来源: Wind、开源证券研究所

营收分区域,2022 年欧洲受俄乌冲突影响收入有所下滑,2023~2024 年欧洲/美洲/东南亚等海外地区营收增长提速。2019~2024 年美洲/欧洲收入 CAGR 分别为 28%/24%,2022-2024 年 CAGR 分别为 41%/38%,美洲和欧洲营收增速均有明显提升,美洲或系加大墨西哥新品投放以及美国渠道拓展所致,欧洲或系俄乌冲突影响减弱以及公司新品/新渠道拉动所致。2023 年东南亚营收同比+46%,2024 年亚洲(除中国)营收同比+50%。

表3: 内销为主,但 2023-2024 年欧洲/美洲/东南亚等海外地区营收增长提速

分地区营收占比	2019	2020	2021	2022	2023	2024
中国大陆	56%	53%	54%	55%	50%	43%
亚洲(除中国)					18%	21%
其中:东南亚	5%	6%	6%	7%	8%	
欧洲	20%	20%	20%	16%	17%	19%
美洲	14%	15%	12%	13%	14%	16%
其他地区					1%	2%
分地区营收增速	2020	2021	2022	2023	2024	
中国大陆	25%	29%	14%	13%	10%	
亚洲(除中国)						50%

分地区营收占比	2019	2020	2021	2022	2023	2024
其中：东南亚		62%	27%	29%	46%	
欧洲		35%	27%	-10%	30%	46%
美洲		51%	1%	15%	42%	40%

数据来源：Wind、开源证券研究所

营收分渠道，线上东南亚电商平台/亚马逊快速增长，线下经销为主客户分散。

(1) **线上渠道**，以亚马逊/京东/天猫为主（2024 年营收占比分别达 35%/14%/12%）其中亚马逊 2023-2024 年营收维持 30%+增长，或系海外线上电商渗透率提升+公司推出多款差异化新品。(2) **线下渠道**，以经销模式以及内销为主，线下外销增速高于线下内销，经销体系仍比较分散（东南亚、欧洲等各地经销商）。

图9：线上渠道亚马逊/东南亚国际电商平台快速增长，线下以经销为主仍有拓展空间

分渠道营收占比 (%)	2021	2022	2023	2024
线上销售	78%	76%	75%	75%
其中：Amazon	33%	30%	33%	35%
京东	20%	20%	18%	14%
天猫	16%	17%	14%	12%
速卖通	3%	3%	2%	2%
Lazada	2%	2%	2%	2%
Shopee	2%	2%	3%	3%
其他	1%	2%	3%	7%
线下销售	22%	24%	25%	25%

分渠道营收增速 (%)	2022	2023	2024
线上销售	8%	23%	29%
其中：Amazon	1%	35%	38%
京东	13%	11%	0%
天猫	17%	7%	6%
速卖通	-9%	5%	43%
Lazada	-13%	43%	37%
Shopee	24%	48%	41%
其他	85%	73%	189%
线下销售	22%	32%	27%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

3、充电类：行业存在结构性机会，公司以高性价比+渠道拓展提升份额

3.1、行业：β 不弱，存在结构性增长机会（无线充、快充和移动电源）

通过梳理行业内上下游企业，我们认为公司小充品类持续性增长其实有迹可循，首先行业 β 并不弱且存在结构性增长机会：

(1) 小充品类作为 3C 配件，与消费电子特别是手机行业景气度存在一定关联性。2022~2023H1 行业景气回落背景下 3C 配件代工厂/品牌厂/上游芯片供应商营收

普遍不同程度放缓甚至下滑，随着 2023H2 行业景气回升，行业玩家营收增长普遍提速。

(2) 行业存在细分品类的结构性增长：移动电源、快充以及无线充电器细分赛道保持较快速增长态势。移动电源方面，奥海科实现高于充电类增速，绿联科技移动电源贡献新增量，我们认为移动电源增长或主要系疫情后出行需求增加以及近年来产品形态的不断升级迭代。**快充和无线充方面**，上游芯片企业英集芯和美芯晟相应业务均保持较好增长趋势。

虽然行业 β 不弱，但我们仍能观察到下游企业营收增长仍然存在分化。以苹果充电器前装业务为主的领益智造以及海外本土充电器品牌 HON TENG 近年营收增长疲弱甚至下滑，我们认为或系被以公司为代表的第三方品牌凭借更高的质价比以及渠道开拓能力抢占份额。

图10：3C 配件行业 β 与消费电子行业景气度存在一定关联性，第三方国产品牌或逐步抢占原装以及海外本土品牌份额

出货量/营收同比 (%)	2020	2021	2022	2023	2024	2023H1	2023H2	2024H1	2024H2
全球手机出货量	-7%	6%	-11%	-4%	7%	-12%	3%	11%	4%
领益智造_充电器	150%	44%	17%	2%	/	6%	-1%	-8%	/
海能实业_电源适配器	84%	45%	-8%	23%	6%	23%		/	
奥海科技_充电类	33%	40%	-10%	13%	25%	-21%	53%	57%	5%
奥海科技_移动电源及其他	-27%	109%	78%	13%	41%	13%		44%	37%
绿联科技_充电类	31%	40%	25%	59%	51%	49%	66%	53%	49%
安克创新_充电类	9%	34%	24%	25%	47%	18%	30%	43%	50%
HON TENG_智能手机终端	-5%	-16%	-9%	-17%	-10%	-27%	-8%	-7%	-12%
品胜电子_充电类	/	33%	-1%	/	/	/	/	/	/
英集芯_电源管理芯片	-10%	93%	21%	35%	25%	35%		/	/
英集芯_快充协议芯片	159%	137%	-7%	50%	-4%	50%		/	/
南芯科技_移动设备电源管理芯片				39%	30%	39%		/	/
美芯晟_无线充电芯片	224%	1488%	56%	64%	-27%	64%		/	/
显盈科技_电源适配器			9		99%	/		180%	81%

数据来源：Wind、开源证券研究所

国内和国外移动电源/充电器市场不同细分赛道增长趋势明显：

(1) 移动电源：往大功率（从充手机到充电脑）、自带线、磁吸无线发展。2018 年以来笔记本可充移动电源销额占比从 0.7%提升至 11.3%(2024~2025 年提升明显)、磁吸无线充从 2021 年的 6%提升至 2025 年累计的 24%（2024~2025 年提升明显）。

(2) 充电器：往氮化镓、第三方品牌、大功率发展。2023 年以来氮化镓渗透率占比显著提升（提升至 2025H1 累计的 33%）、100~200W 充电器占比由 2022H1 的 3%提升至 2025H1 累计的 12%。此外，第三方品牌充电器占比亦稳中有升，**整体第三方品牌占比由 2021H1 的 44%提升至 2025H1 累计的 69%，**苹果第三方 2021 年以来稳中有升。

图11：国内市场移动电源往大功率（从充手机到充电脑）、自带线、磁吸无线发展，充电器往氮化镓、第三方品牌、大功率发展

移动电源细分品类销额占比	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025年累计
笔记本电脑可充	0.7%	1.4%	3.6%	2.3%	3.3%	2.8%	8.8%	11.3%
自带线	11.1%	16.1%	24.4%	32.9%	33.2%	44.4%	49.0%	54.2%
无线	11.5%	14.3%	7.6%	12.6%	14.0%	13.3%	17.0%	21.5%
磁吸	5%	2%	0%	6%	11%	12%	19%	24%
100w+	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	0.8%	1.7%	4.4%	5.7%
Qi2认证	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.7%	1.3%

充电器细分赛道销额占比	2020H1	2020H2	2021H1	2021H2	2022H1	2022H2	2023H1	2023H2	2024H1	2024H2	2025H1累计	
氮化镓	4%	7%	7%	8%	8%	15%	22%	25%	31%	30%	33%	
磁吸无线充	2%	3%	5%	3%	4%	3%	4%	6%	5%	6%	4%	
第三方品牌	53%	53%	44%	47%	50%	59%	62%	67%	65%	71%	69%	
苹果第三方品牌	89%	76%	61%	63%	51%	59%	63%	73%	72%	72%	67%	
45w	0%	0%	0%	0%	0%	0%	1%	1%	1%	3%	3%	
65w	5%	7%	6%	6%	6%	8%	10%	10%	8%	8%	7%	
100~200w	1%	1%	1%	1%	1%	10	2%	3%	3%	4%	6%	9%

数据来源：久谦数据、开源证券研究所

图12：国外市场以亚马逊为例，移动电源往自带线、笔记本电脑用、自带线发展

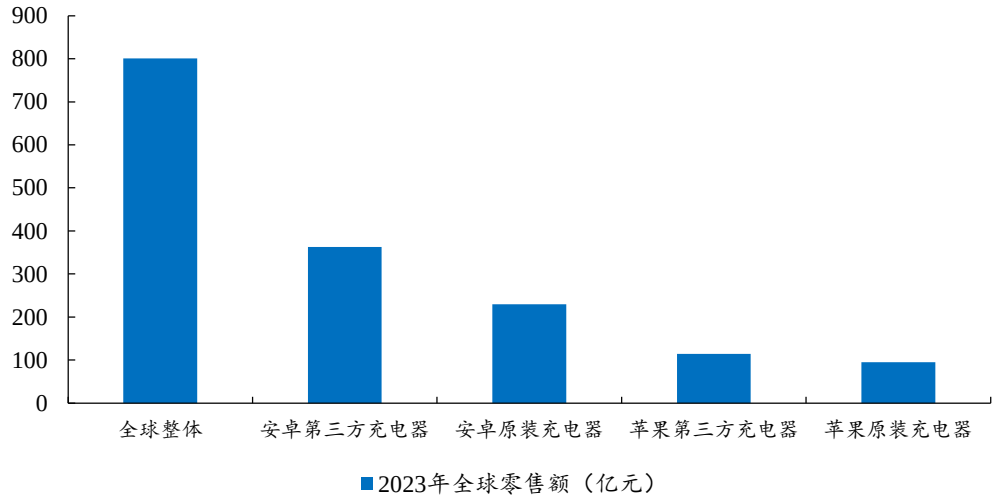
移动电源销额占比	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1
无线充	19%	17%	17%	18%	25%	28%	27%	25%	25%	28%
自带线	13%	13%	16%	13%	22%	22%	25%	21%	26%	27%
智能显示				27%	33%	36%	33%	32%	32%	31%
笔记本电脑用				8%	7%	8%	8%	8%	8%	13%

数据来源：卖家精灵、开源证券研究所

3.2、行业空间：第三方充电器/原装充电器市场规模分别 477/324 亿元

（1）手机充电器市场：我们测算全球规模达到 800 亿元（不含二手市场）。分阵营上看（不含二手市场），我们测算安卓/苹果系充电器全球规模分别达 592/209 亿元，其中安卓原装/第三方充电器全球规模分别达 229/363 亿元，苹果原装/第三方充电器全球规模分别达 95/114 亿元。

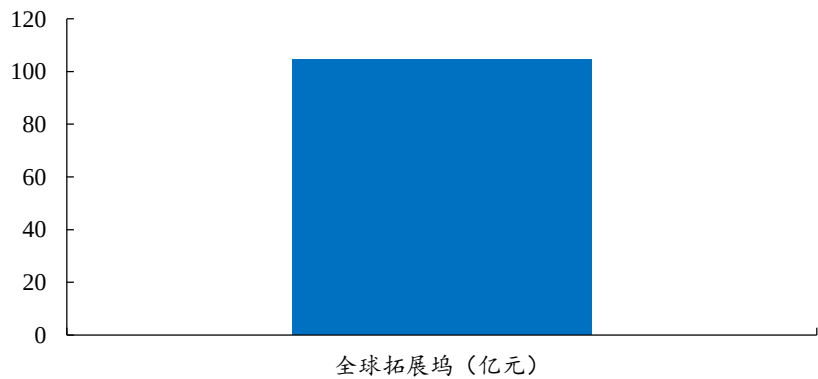
图13：我们测算全球充电器市场规模达到 800 亿元（不含二手），其中安卓/苹果第三方充电器市场规模分别达到 363/114 亿元，公司份额仍有提升空间



数据来源：Canalys、CounterPoint Research、Omdia、开源证券研究所

(2) 拓展坞：根据 QY Research 研究报告，2024 年全球 USB Type-C 拓展坞市场约 14.56 亿美元（预计百亿元市场）。

图14：2024 年全球 USB Type-C 拓展坞市场约 14.56 亿美元



数据来源：QY Research、开源证券研究所（USD:CNY=7.18，汇率截至 2025 年 6 月 13 日）

3.2.1、充电器市场存价增逻辑，下游应用场景可向笔电和平板电脑等拓宽

- **苹果市场为例，若充电器逐步向 OS 笔记本电脑市场延伸，我们测算 OS 笔记本电脑市场购买第三方品牌比例每提升 10%，则可能带来 5%左右的价增，具体测算逻辑如下：**

(1) 如上所测算，我们预计苹果手机第三方品牌充电器市场规模 114 亿元，量 285 万套。

(2) OS 笔记本电脑前装市场附赠充电器，因此仅测算 OS 笔记本电脑后装市场空间，即旧电脑更换充电器的情况，分为损坏强制更换以及额外购买第三方品牌充电器（小巧且兼容 OS 笔记本电脑快充）两种情况。

(3) OS 笔记本电脑充电器兼容苹果手机快充，因此一方面存在新增需求（即手机/电脑分别用一套），另一方面存在替换需求（即手机/电脑共用一套），假设比例

30%~90%。

(4) 购买 OS 笔记本电脑存在购买原装和购买第三方两种情况，考虑到第三方充电器较原装充电器价格更低且更轻巧，我们假设购买第三方品牌比例 20%~80%。

(5) OS 笔记本电脑充电器充电功率达 100W+，我们预计售价为手机充电器的 5 倍左右，最终根据敏感新分析测算得到 OS 笔记本电脑市场购买第三方品牌比例每提升 10%，则可能带来 5% 左右的市场规模增长。

图15：充电器从苹果手机延伸至 OS 笔记本电脑，购买第三方品牌比例每提升 10% 则可能带来 5% 左右的市场规模增长

增长空间（相较于只用于手机充电场景）		假设购买第三方比例						
		20%	30%	40%	50%	60%	70%	80%
笔电增量比例	30%	11%	17%	22%	28%	33%	39%	45%
	40%	11%	17%	23%	29%	34%	40%	46%
	50%	12%	18%	23%	29%	35%	41%	47%
	60%	12%	18%	24%	30%	36%	42%	48%
	70%	12%	18%	25%	31%	37%	43%	49%
	80%	13%	19%	25%	31%	38%	44%	50%
	90%	13%	19%	26%	32%	38%	45%	51%

数据来源：Canalys、开源证券研究所

我们以整个充电器市场为基数（安卓+苹果手机），假设支持 C 口充电的笔记本比例 30%~90%，购买第三方品牌充电器比例 20%~80%。根据敏感性分析测算若购买第三方品牌比例和支持 C 口快充笔记本电脑比例每提升 10%，则会带来 10% 左右的市场规模增长。进一步地，若以苹果手机充电器为基数，从手机亦延伸至平板电脑、Windows 笔记本电脑应用场景，或者拓展到安卓手机后装市场，则对应增长空间更大。

图16：充电器从手机延伸至笔记本电脑，购买第三方品牌比例和支持 C 口快充笔记本电脑比例每提升 10% 则可能带来 10% 左右的市场规模增长

增长空间（相较于只用于手机充电场景）		假设购买第三方比例						
		20%	30%	40%	50%	60%	70%	80%
支持 C 口充电比例	30%	10%	14%	19%	24%	29%	34%	39%
	40%	13%	19%	26%	32%	39%	45%	51%
	50%	16%	24%	32%	40%	48%	56%	64%
	60%	19%	29%	39%	48%	58%	68%	77%
	70%	23%	34%	45%	56%	68%	79%	90%
	80%	26%	39%	51%	64%	77%	90%	103%
	90%	29%	43%	58%	72%	87%	101%	116%

数据来源：Canalys、开源证券研究所

3.3、公司未来看点：全球化渠道拓展+持续推新提份额

3.3.1、线下渠道：相较于 Anker，商超 KA 渠道开拓空间大

线下渠道相较于 Anker，商超 KA 渠道开拓空间大。公司线下渠道以经销商/内

销为主（2023 年线下外销收入 4.65 亿元），虽近年来线下渠道外销增速高于内销，但外销渠道客户仍较为分散且预计尚未进驻较多商超 KA 渠道或 SKU 覆盖率仍较低。反观安克创新，2024 年线下渠道营收已超 70 亿元，实现北美主流渠道全覆盖且进驻较多运营商以及消费电子渠道（例如 Pty Ltd、Canon 等），2024 年沃尔玛、Costco、Bestbuy 合计体量超 10 亿。

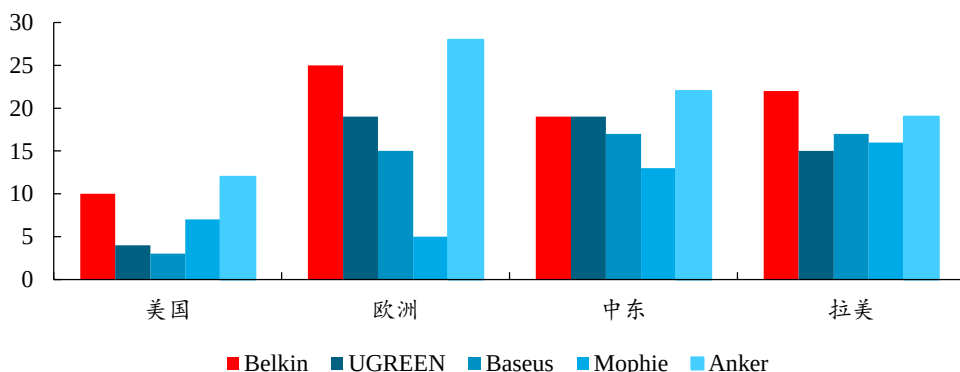
表4：相较于安克创新，公司线下渠道开拓空间大

绿联科技线下渠道拆分（亿元）	2021	2022	2023	2024
线下外销	1.71	2.93	4.65	
PT. Asteros		0.12	0.37	
AZ-TEK		0.28	0.34	
DEXP		0.11	0.23	
GADGET		0.25	0.22	
INNPRO ROBERT			0.19	
线下内销	5.81	6.28	7.47	
安克创新线下渠道拆分（亿元）	2021	2022	2023	2024
线下渠道	45.74	47.97	52.0	71.1
Pty Ltd		4.67	5.99	6.51
Walmart		8.20	6.52	5.60
Costco				5.02
Best Buy		3.03	3.12	3.95
Canon Marketing			2.44	3.66
Target		2.14	1.78	

数据来源：Wind、公司公告、安克创新公司公告、开源证券研究所

2024 年以来公司美国线下渠道有进展，中东/拉美市场线下渠道布局较头部玩家差距不大。（1）美国市场，头部品牌 Anker 主流 KA 基本覆盖。随着品牌知名度以及渠道拓展，公司逐步进驻沃尔玛、塔吉特、BBY 等 KA 渠道以及 Curacao，线下拓展在逐步取得进展，仍有 Costco 等渠道尚未进驻。（2）欧洲市场，渠道进驻数量与 Belkin 和 Anker 有一定差距，但已超倍思和墨菲。

图17：公司在美国和欧洲线下渠道进驻数量较头部仍有差距（单位：家）



数据来源：各渠道商官网、开源证券研究所

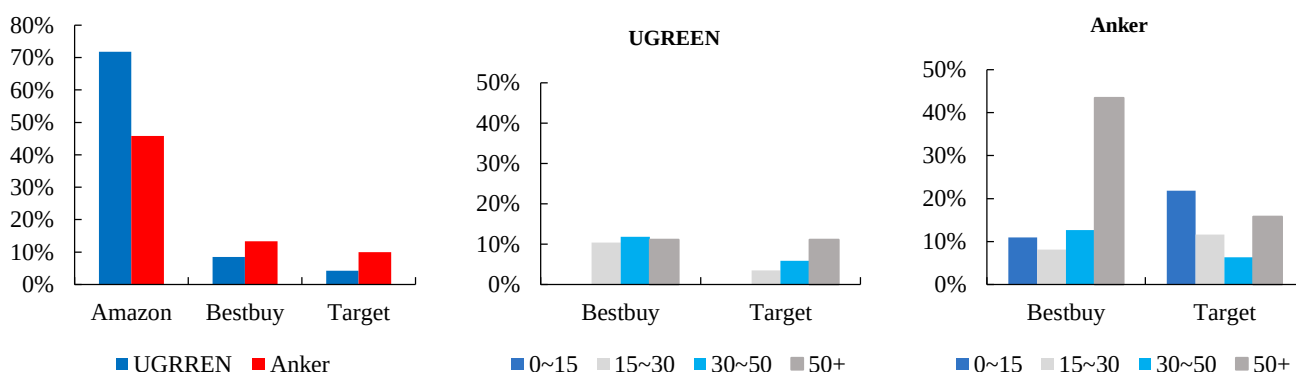
表5：公司逐步进驻 Walmart、Target、Bestbuy 等商超 KA 渠道

当前渠道进驻情况	
美国	Walmart、Target、Microcenter、bhphotovideo、Bestbuy、Curacao
欧洲	MediaMarket、conrad、Fnac、Links、HGSHOP、verkkokauppa、iPon、AQUA、komputronik、X-KOM、pediga、CEL、pcgarage、EMAG、cyberarena、webhallen、teknosa、turkcell、rozetka、F64

资料来源：各渠道商官网、开源证券研究所

进驻渠道数量外，公司在现有渠道 SKU 覆盖率仍有提升空间。以沃尔玛 SKU 数量为基准看公司和 Anker 其他渠道 SKU 数量占沃尔玛 SKU 数量比重。首先从总体上看，公司在 Bestbuy 和 Target 两大渠道的 SKU 覆盖率较 Anker 仍有提升空间（公司单位数比重，Anker 达双位数）。其次，分价格段来看，Anker 在 Bestbuy 渠道高价格段（50 美金+）覆盖率达 40%，而公司仅 11%且 Target 各价格段 SKU 覆盖率均要低于 Target。

图18：相较于 Anker，公司在 Bestbuy、Target 渠道的 SKU 覆盖率仍有较大提升空间（例如 Bestbuy 中高价格带以及 Target 渠道等）

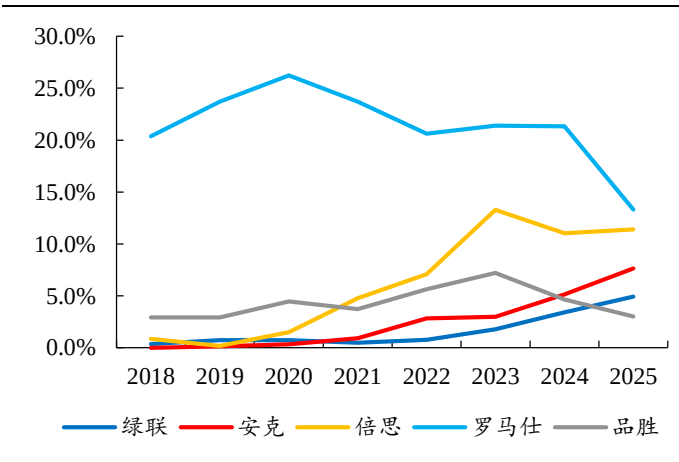


数据来源：各渠道商官网、开源证券研究所（数据截至 2025 年 6 月 14 日，指标为各渠道或者不同价格段 SKU 数量占沃尔玛 SKU 数量的比重）

3.3.2、线上渠道：持续推新，抓住细分赛道增长机会提份额

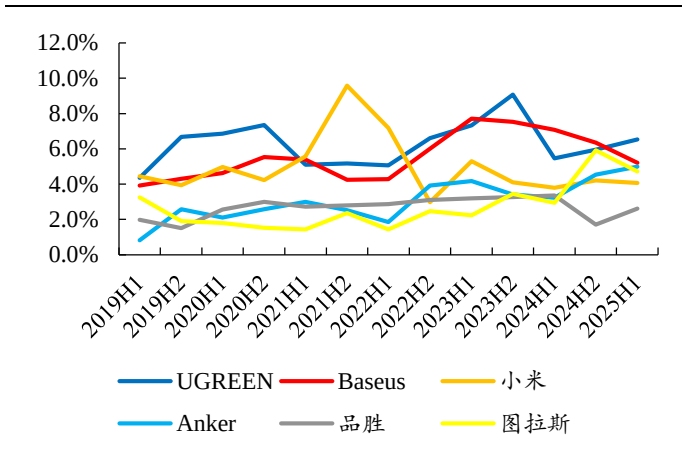
国内市场，移动电源份额稳步提升，充电器份额领先同行。（1）移动电源：公司份额从 2018 年的 0.4%稳步提升至 2025H1 累计的 4.9%，相反罗马仕等老牌移动电源厂商份额有所下降。细分领域上看，2025H1 公司在笔记本电脑用、Qi2 认证等细分市场较 2024 全年有所提升。（2）充电器：公司份额整体呈波动上升趋势，从 2019H1 的 4.4%提升至 2025H1 累计的 6.5%。其他品牌份额亦相对稳定，公司份额暂时领先同行。

图19：国内移动电源市场绿联/安克等份额稳步提升，罗马仕份额有所下滑



数据来源：久谦数据、开源证券研究所

图20：国内充电器市场格局分散，各家份额维持相对稳定，绿联份额领先



数据来源：久谦数据、开源证券研究所

表6：移动电源细分领域上看，2025H1 公司在笔记本电脑用、Qi2 认证等细分市场较 2024 全年有所提升

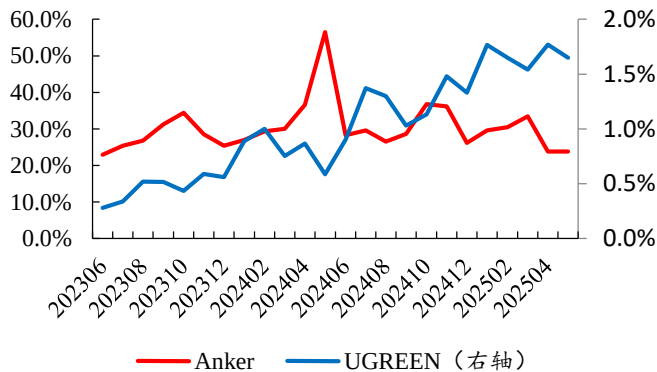
移动电源细分赛道各品牌销售额 份额	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
笔记本电脑用								
绿联	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	14.9%	6.8%	8.5%
安克	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.9%	7.2%	12.4%	16.0%
倍思	0.0%	0.0%	3.1%	12.0%	10.7%	9.9%	1.9%	2.2%
自带线								
绿联	2.6%	1.9%	1.0%	0.3%	1.0%	0.7%	0.7%	1.6%
安克	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.2%	0.6%	4.6%	6.6%
倍思	0.0%	0.8%	2.4%	9.0%	11.0%	20.2%	14.1%	9.6%
100w+								
绿联				0.0%	0.0%	24.6%	10.6%	12.5%
安克				0.0%	15.6%	6.9%	4.6%	4.4%
倍思				0.0%	13.7%	3.1%	0.0%	0.0%
Qi2 认证								
绿联							0%	10%
安克							43%	80%

数据来源：久谦数据、开源证券研究所

国外市场，美国亚马逊为例移动电源份额亦稳步提升，充电器份额有待进一步提升。卖家精灵数据显示，公司美亚移动电源份额由 2023 年 6 月的 0.3%提升至 2025 年 5 月的 1.6%，呈稳步提升趋势。细分领域上看，公司在无线移动电源、大功率（可

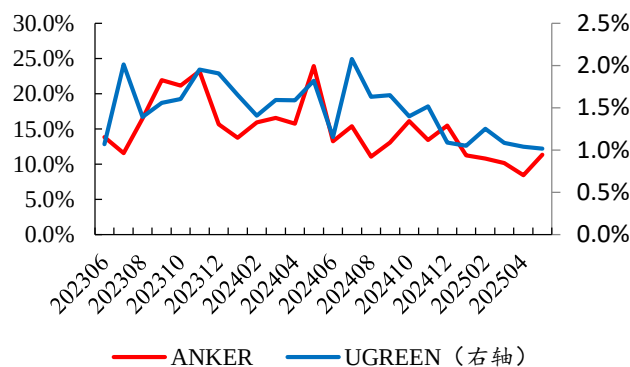
充电器) 移动电源份额呈上升态势。充电器、移动电源份额相较于头部品牌 Anker 均有较大提升空间,

图21: 美亚移动电源市场公司份额稳步提升



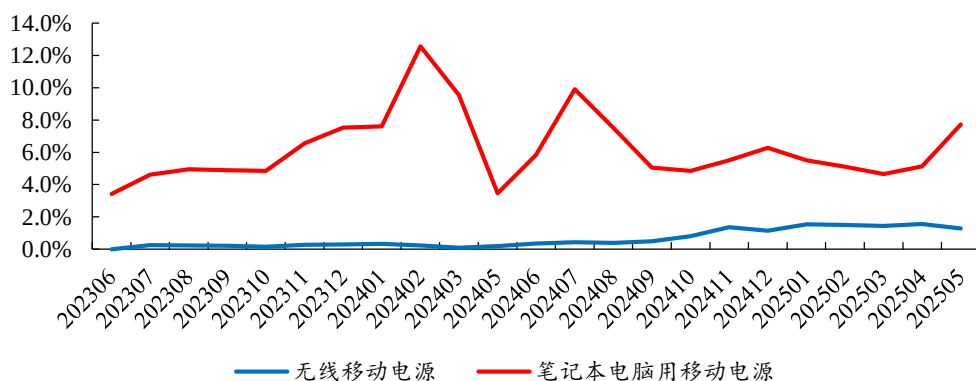
数据来源: 卖家精灵、开源证券研究所

图22: 美亚充电器市场公司份额仍低单位数, 相较于 Anker 有待进一步提升



数据来源: 卖家精灵、开源证券研究所

图23: 细分领域上看, 公司在无线移动电源、大功率(可充电脑)移动电源份额呈上升态势



数据来源: 卖家精灵、开源证券研究所

4、NAS 私有云存储: 产品迭代创新带动 ToB 向 ToC 渗透, 或有望抢占云网盘市场

4.1、NAS 行业情况: 预计 2024 年 ToC 端规模 45 亿元/销售量 129 万台, 相较于移动硬盘&云网盘市场的渗透率低

以往数据存储主要分为移动硬盘和云网盘, 随着 NAS 产品技术的成熟有望成为新的数据存储设备:

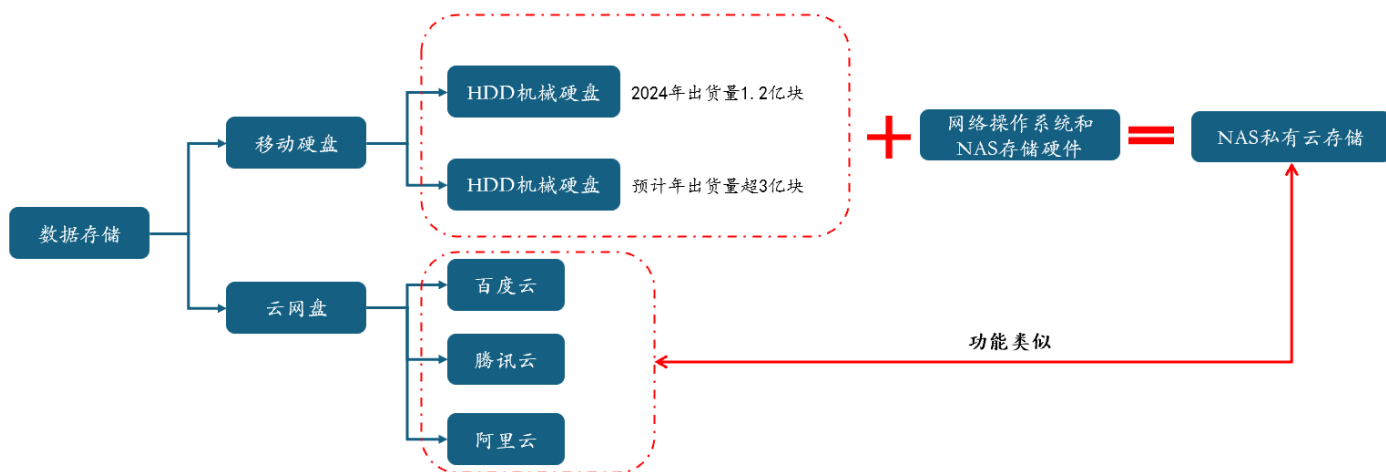
(1) HDD 机械硬盘: TrendFocus 数据显示 2024 年全球销售 1.2 亿块, 主要面对企业 ToB 以及 ToC 零售市场。根据西部数据, 预计 ToC 零售市场占比 15%。

(2) SSD 固态硬盘: TrendFocus 数据显示预计年销售超 3 亿块, 其中客户端市场占 85~90% (PC 等设备从机械硬盘转向固态硬盘), 剩下为 ToC 零售和企业 ToB

市场。

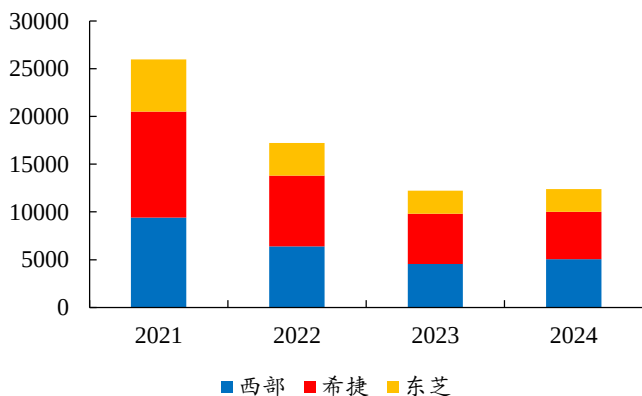
(3) NAS (Network Attached Storage, 网络附加的存储设备), 是一种专门为家庭和中小企业设计的网络存储设备。与传统的 U 盘、移动硬盘 (机械硬盘、固态硬盘) 等存储设备不同, NAS 能够通过连接家庭或办公网络 (内网或者外网) 同时为多台设备提供文件传输、影视资源播放、备份、编辑等功能, 对于家庭用户来说达到类似云网盘的作用但数据是存储在本地而非云服务商。

图24: NAS 私有云存储在移动硬盘基础上增加网络操作系统以及硬件, 能够达到类似云网盘作用



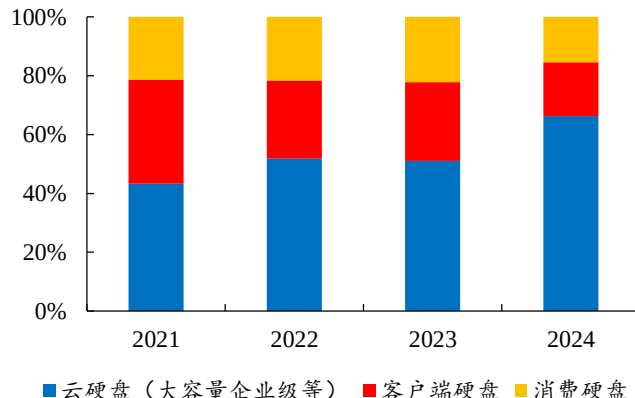
资料来源: Forbes、TrendFocus、西部数据公司公告、开源证券研究所

图25: 2021-2023 年 HDD 机械硬盘出货量有所下滑, 2024 年出货量止跌达到 1.2 亿块



数据来源: Forbes、TrendFocus、开源证券研究所

图26: 西部数据显示 HDD 机械硬盘有 15% 出货来自于消费市场



数据来源: 西部数据公司公告、开源证券研究所

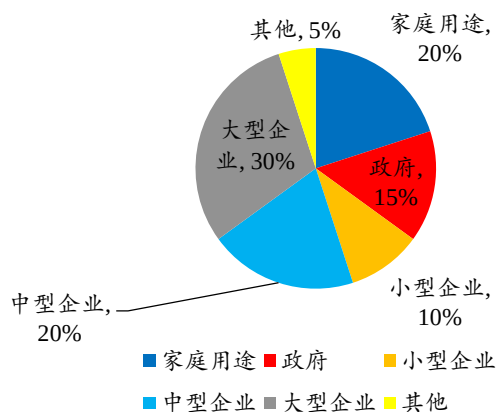
NAS 私有云存储 ToC 渗透率较低 (渗透率以移动硬盘为基准, 如果以家庭用户数则预计更低), 考虑存量渗透率或更低:

(1) 家用场景: 以 HDD 市场为基准预计 ToC 零售市场 1800 万块 (整体 1.2 亿块, 根据西部数据消费市场占比 15% 左右测算)。根据 Global Growth Insights 数据显示, 2024 年 NAS 全球市场规模 38 亿美金, 家庭用途占比 20% 对应约 55 亿元市场, 根据 QYResearch 数据显示, 2024 年预计全球家用 NAS 规模 35 亿元。假设规模取中值, 家庭用途 NAS 均价 3000~4000 元则对应 129 万台左右, 若每套 NAS 配 2~4 组硬盘则预计 NAS 增量渗透率 24% (若考虑 SSD 固态硬盘消费市场则预计

渗透率更低)。存量方面，假设硬盘使用周期 5 年则预计存量 9000 万，而家用 NAS 存量预计 315 万台，预计存量渗透率仅 4%。

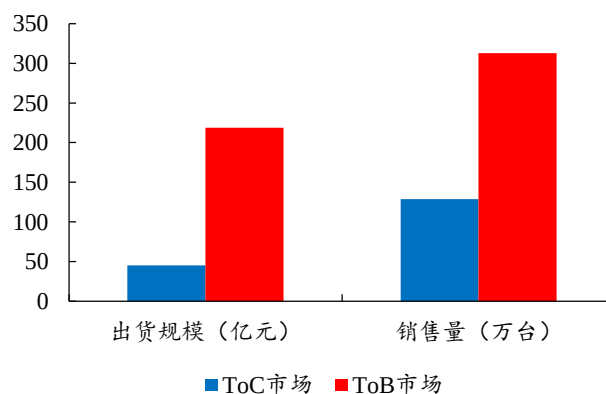
(2) **ToB 场景：**根据 Global Growth Insights 数据显示，2024 年 NAS 全球市场规模 38 亿美金，ToB 占比 80%对应约 222 亿元市场，假设 ToB NAS 均价 6000~8000 元则对应 317 万台。

图27：全球 NAS 存储市场中预计家庭用途占比 20%



数据来源：Global Growth Insights、开源证券研究所

图28：预计 2024 年 ToC NAS 市场规模/销售量分别 45 亿元/129 万台



数据来源：Global Growth Insights、QY Research、西部数据公司公告、TrendFocus、开源证券研究所

4.2、NAS ToC 端低渗透率原因：老牌企业主导，没有足够好的产品体验

群晖作为行业龙头更多侧重在企业级存储，家用 NAS 存储缺乏好用有性价比的产品。群晖于 2004 年推出首台 NAS 私有云存储，随后 2010~2020 年多次推出大容量企业级存储产品（包括机架式 NAS 产品）并且对 DSM 操作系统进行不断优化升级，截至目前已累计销售超 1300 万台 NAS 产品。

由于没有专注在 ToC 存储领域，现有群晖产品针对 ToC 端的功能并不完善，例如影视资源整理以及文件高级检索等：

(1) 跨设备易用性方面：没有 HDMI 接口接入电视或者投影仪，无法作家庭影院功能。

(2) 对于照片备份整理：仅支持简单人脸、主题两种识别模式，未引入其他 AI 识别模型。

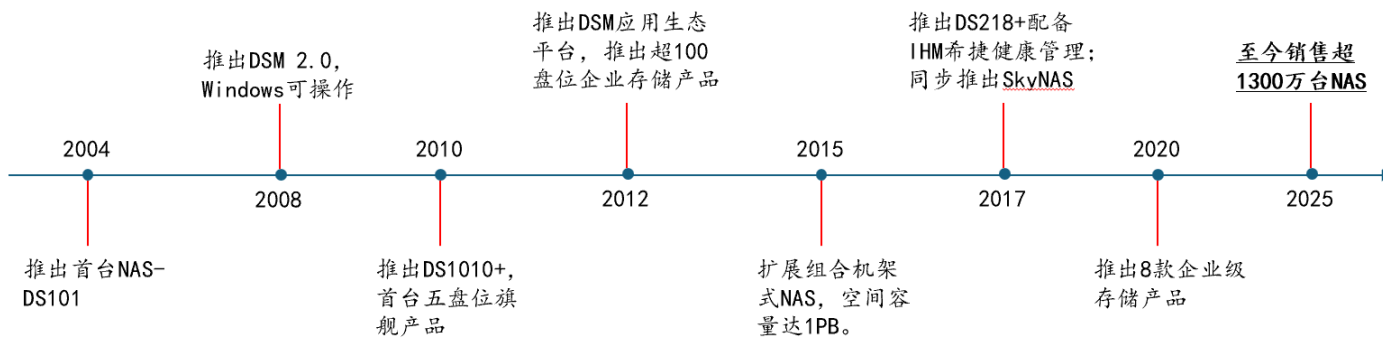
(3) 对于影视资源整理：不支持自动分类整理，无法较好作家庭影院功能。

(4) 备份、音乐、文件、电影等功能都需要单独 APP 实现，无统一 APP 实现多种功能。

(5) 针对第三方 Docker，没有简单教程供消费者学习。

(6) 主流产品仅支持千兆速率，传输速率较低。且双盘位产品定价普遍在 2000 元+，性价比比较低。

图29：2004 年群晖推出首台 NAS 产品以来更多侧重于企业级存储赛道



资料来源：群晖官网、湖北 Synology 群晖 NAS 体验中心公众号、开源证券研究所

表7：群晖 NAS 产品在跨设备易用性、照片备份整理、影视资源整理等功能方面体验性不佳，且产品定价高

基础功能		群晖
文件系统	上传文件	网口速率 1Gbps
	传输速度	复制
	NAS 中操作文件	移动
		设置权限
		寻找历史版本
	终端设备客户端	无 HDMI 接口, 不支持电视系统
影音娱乐	云盘连接	资源共享
	照片备份整理	有客户端自动备份
		权限管理
		高级检索功能
	影视资源分类、整理、UI 设计	仅支持人脸、主题两种识别模式
工作效率	音乐整理	×
	笔记	支持歌词检索
	在线 Office	√ (类似腾讯文档在线协作编辑)
扩展性/虚拟平台	搭建智能家居平台	无简单教程
	搭建监控平台	
	搭建漫画库	
其他		备份、音乐、文件、电影等功能都是单独 APP

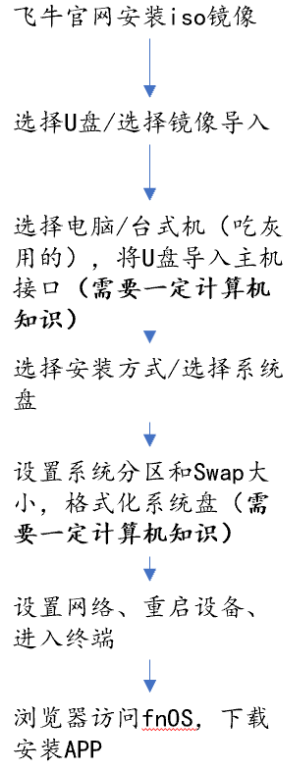
资料来源：群晖京东自营旗舰店、开源证券研究所

除了购买群晖 NAS 产品，部分消费者可以通过飞牛等系统 DIY NAS 产品，但安装门槛比较高难以在 ToC 端大规模渗透。飞牛私有云 FnOS 是由骨灰级玩家团队打造的 NAS 系统，安装完成后同样可以实现文件备份、影视资源整理、远程访问、

文档编辑等多种功能，但安装前需要准备旧电脑/台式机，安装过程需要具备一定的计算机知识，例如刷机、格式化硬盘等，因此使用门槛较高。

图30：使用飞牛系统 DIY NAS 需要用户具备计算机知识，有一定使用门槛

使用飞牛系统DIY NAS流程



资料来源：飞牛官网、开源证券研究所

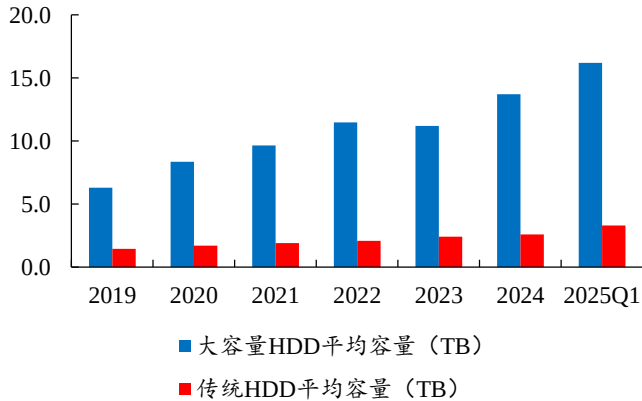
4.3、存储焦虑+成品 NAS 功能迭代有望渠道成品 NAS 向 ToC 端持续渗透

4.3.1、成品 NAS 私有云存储渗透率提升原因之一：消费者数据存储需求量持续增加

根据希捷科技数据显示，传统 HDD（包括台式电脑硬盘、笔记本电脑硬盘、数字视频录制硬盘、游戏机硬盘等，ToC 零售和客户端市场）平均容量从2019年的1.4TB 提升至 2025Q1 的 3.3TB，2025Q1 平均容量同比增加 0.8TB（平均容量增长幅度提升）。

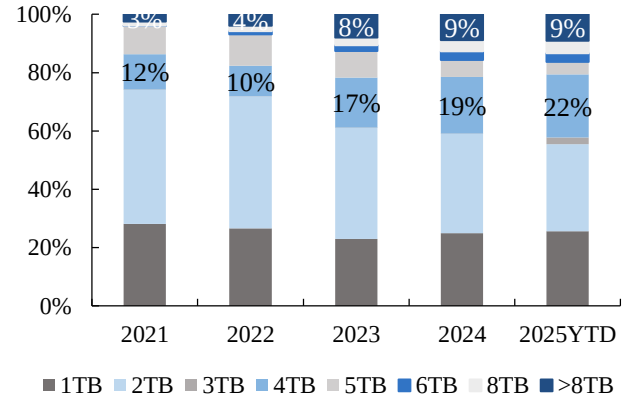
长期维度看，随着消费者对 4K 电影以及高清照片存储需求增加，假设平均容量年增加 1TB 左右，预计 2027~2028 年平均容量将超 5TB。对传输速度以及剪辑有要求的消费者或者工作室群体或逐步由云网盘转向 NAS。

图31：2019~2024 年 HDD 平均容量持续增加，其中传统 HDD 2025Q1 平均容量已超 3TB



数据来源：希捷科技公司公告、开源证券研究所

图32：国内线上数据为例 5TB 以上机械硬盘销售占比提升



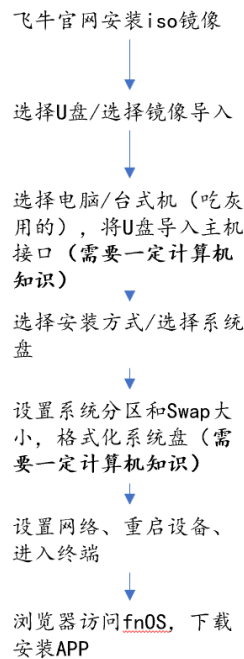
数据来源：久谦数据、开源证券研究所

4.3.2、成品 NAS 私有云存储渗透率提升原因之二：绿联为代表的 NAS 产品使用体验较大幅度改善（相较于传统 NAS 和云网盘）

相较于飞牛DIY NAS, 绿联NAS 简化了前期安装流程。如前所述, 飞牛DIY NAS 产品安装前需要准备旧电脑/台式机, 安装过程需要具备一定的计算机知识, 例如刷机、格式化硬盘等, 因此使用门槛较高。而公司推出的成品 NAS 产品仅需将硬盘安装到 NAS 硬件中, 连接电源和网线后即可按照引导在绿联 APP 里进行操作, 较大程度简化了前期安装流程。

图33：相较于飞牛DIY NAS, 绿联NAS 简化了前期安装流程（无需旧电脑+刷机）

使用飞牛系统DIY NAS流程



绿联NAS初次使用流程



资料来源：飞牛官网、绿联私有云官方账号、开源证券研究所

除简化前期安装流程外, 公司 NAS 产品在照片整理分类、传输文件速率、影视资源等家庭常用功能方面较大幅度提升了用户产品使用体验。

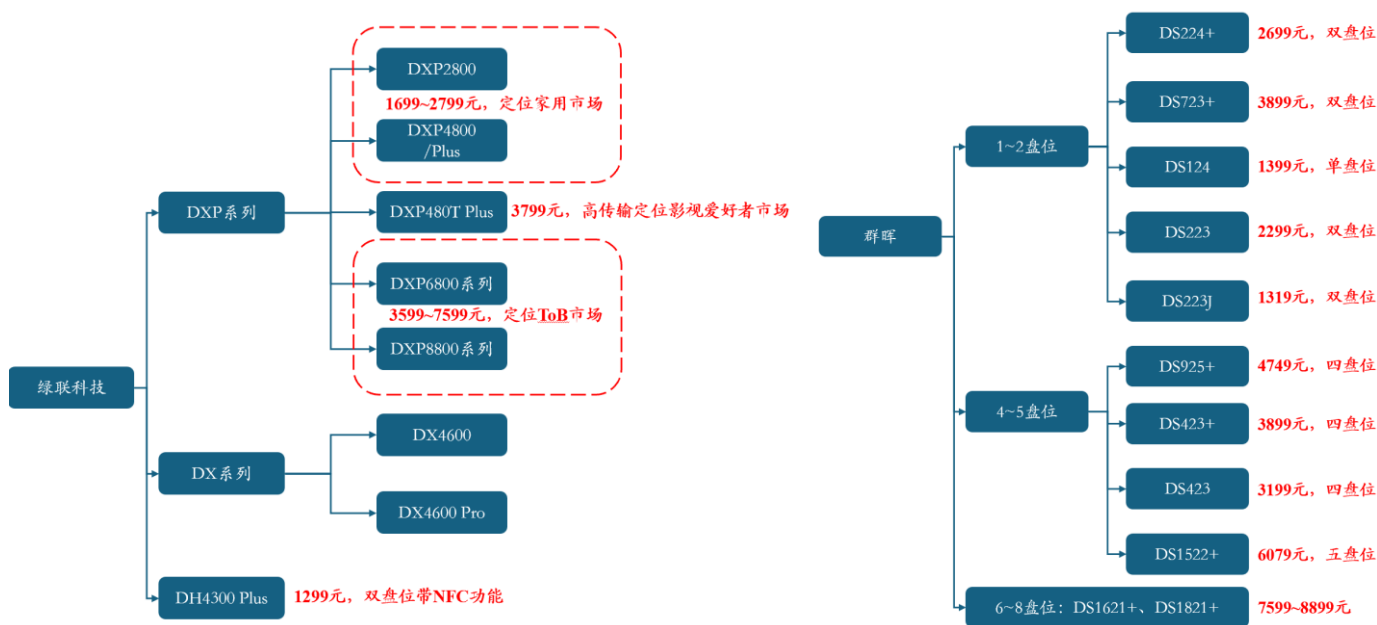
- (1) **传输速率**：公司 NAS 产品普遍支持 2.5Gbps 速率，最高可支持 10Gbps。
- (2) **跨设备易用性**：通过绿联云 APP 即可打通电视、电脑和手机等终端设备。
- (3) **照片备份**：支持多个 AI 模型检索照片、支持动态照片保存。
- (4) **影视资源**：支持自动解码蓝光/高分辨率视频、影视资源分类匹配+UI 海报设计，达到类似爱奇艺等影视 APP 分类界面。
- (5) **第三方 Docker**：用户可以自己搭建喜欢的功能，公司产品提供相应教程。
- (6) **其他**：有 SD 卡、雷电等接口，对摄影爱好者等群体更加友好。

表8：在照片整理分类、传输文件速率、影视资源等家庭常用功能方面绿联 NAS 产品较大改善用户体验

		绿联	群晖
文件系统	上传文件	传输速度	最高网口速率 2.5~10Gbps
		复制	✓
		移动	✓
	NAS 中操作文件	设置权限	访问权限、空间权限（防止别人占满空间）、速度权限（防止别人占用带宽）
		寻找历史版本	✓
	终端设备客户端	跨设备易用性	无 HDMI 接口，不支持电视系统
	云盘连接	资源共享	支持百度云，One Drive
影音娱乐		有客户端自动备份	✓
	照片备份整理	权限管理	✓
		高级检索功能	多个分类识别模型/同步更新、本地模型训练、支持动态照片保存
	影视资源分类、整理、UI 设计	自动解码蓝光/高分辨率视频、影视资源分类匹配+UI 海报设计，达到爱优腾界效果	×
	音乐整理	不支持歌词检索	支持歌词检索
	TV 模式	✓	×
	笔记	✓	✓
工作效率	在线 Office	✓（类似腾讯文档在线协作编辑、离网也能用）	✓（类似腾讯文档在线协作编辑）
扩展性/虚拟平台	搭建智能家居平台		
	搭建监控平台（自动转存录像）	有视频和图文教程、零代码基础就可用	无简单教程
	搭建漫画库		
	其他	有 SD 卡口，对摄影群体友好	备份、音乐、文件、电影等功能实现都需要单独 APP

资料来源：群晖京东自营旗舰店、绿联科技京东自营旗舰店、开源证券研究所

图34：相较于群晖，公司 NAS 产品矩阵按家庭用/ToB/摄影爱好者场景区分更加清晰且性价比比较群晖高



资料来源：绿联科技京东自营旗舰店、群晖京东自营旗舰店、开源证券研究所

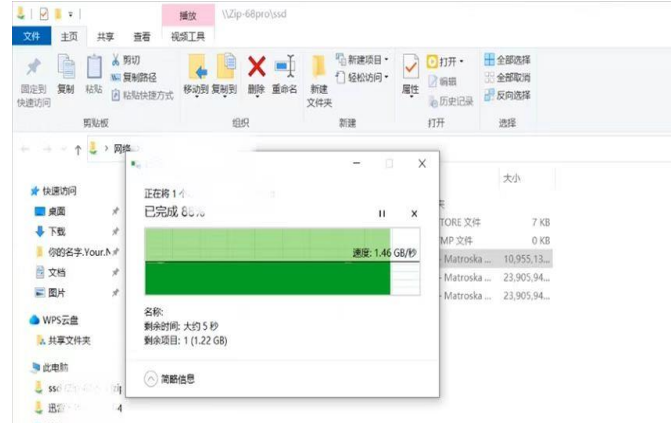
传输速率方面：公司 NAS 最高可达万兆速度，高于云网盘等其他数据存储设备。传统云网盘文件等资源传输速度受制于是否开会员以及公共网络带宽情况，开会员情况下根据澎湃新闻测试最高速度达 10MB/s，若多人挤占带宽情况下预计传输速度更低。相反，**在局域网情况下，公司 NAS 产品最高传输速度可达 1GB/s，为云网盘传输速度的 100 倍。**此外，外网通过 UgreenLink 服务远程访问家中 NAS，速度可以稳定在 2-3mb/s（若用 DDNS 访问可以跑满家中带宽），满足日常在外传输文件以及观看影视资源需求。

图35：云网盘速度受限于会员和公共网络带宽



资料来源：澎湃新闻公众号

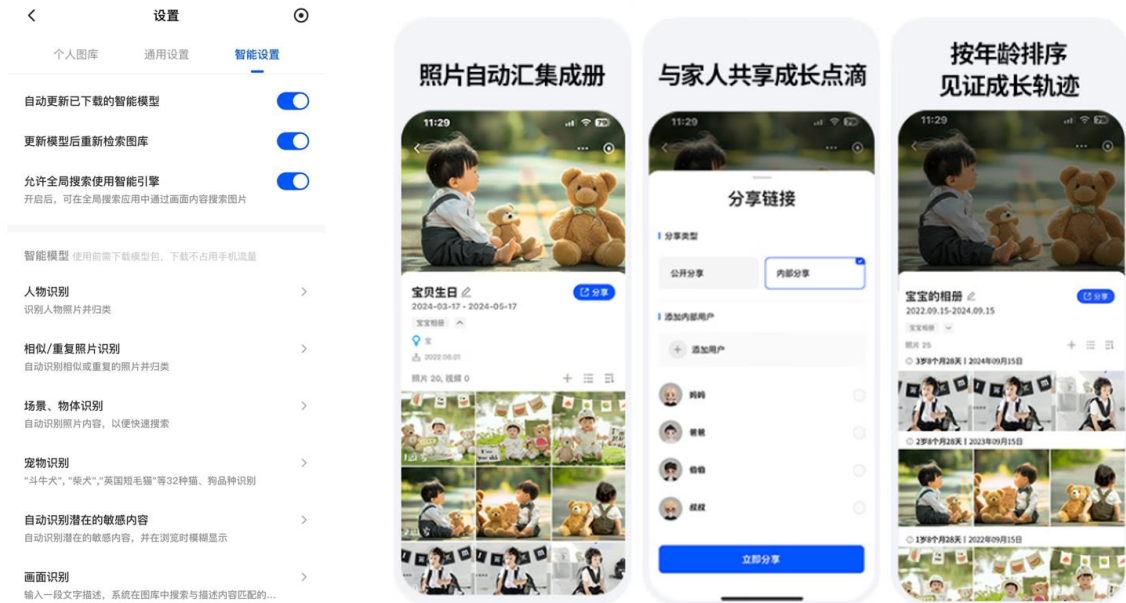
图36：公司 NAS 局域网下传输速度最高达万兆



资料来源：绿联 NAS 私有云公众号

照片检索方面，公司 NAS 可支持人物识别、相似/重复照片识别、场景、物体识别、宠物识别、敏感内容识别、画面识别、文字识别等众多智能模型。对于较难识别的图片，可以开启模型训练包可离线训练模型识别特定物体。此外，还可以根据宝宝出生日期搭建宝宝专属相册。

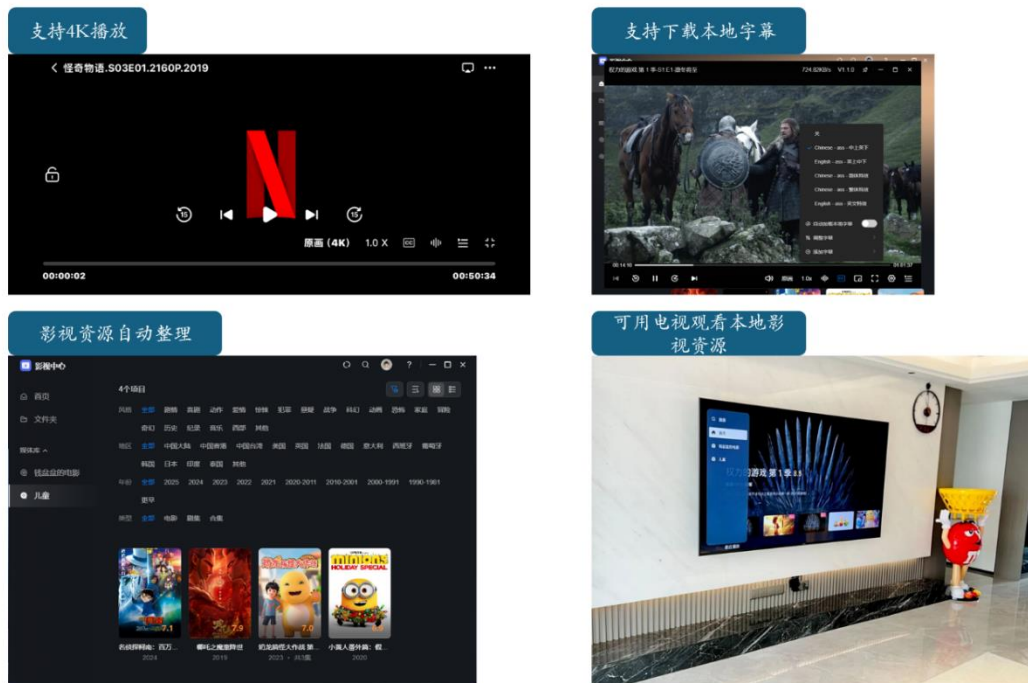
图37：公司 NAS 可支持人物识别、相似/重复照片识别、场景、物体识别、宠物识别、敏感内容识别、画面识别、文字识别等众多智能模型



资料来源：绿联 NAS 私有云公众号

影视资源方面，通过内置的 TMDB 秘钥和智能识别使得影视中心会自动匹配海报、简介，形成精美的海报墙，类似爱奇艺等影视 APP 的分类界面设计。公司 NAS 产品影视中心支持杜比视界、4K、HDR、蓝光视频播放，既可以通过 HDMI 有线投屏也可以通过安装 TV 端，登入账号就可以用电视大屏观看本地存储的影视资源，同时支持在线下载字幕。

图38：公司 NAS 产品可以自动实现影视资源分类整理，支持 4K 播放以及电视端大屏播放



资料来源：绿联 NAS 私有云公众号

办公效率等其他方面，在 NAS 中的文件支持多人同时访问在线编辑，提高多人请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

协作项目效率。其次，可以将 NAS 私有云存储挂载为本地磁盘使用，能够实现素材随时调用在线编辑。第三，绿联 NAS 应用中心内置 Home Assistant 应用，不仅可联动米家智能家居生态，还可以将非米家智能家居设备接入米家，实现跨品牌多设备之间的统一管理，一键控制更高效。最后，通过 Docker 部署可以将监控录像自动转存至绿联 NAS，加密存储避免隐私泄露的同时省去云存储扩容费用。

图39：公司 NAS 产品支持多人同时访问编辑、联动智能家居设备以及自动转存监控录像等



资料来源：绿联 NAS 私有云公众号

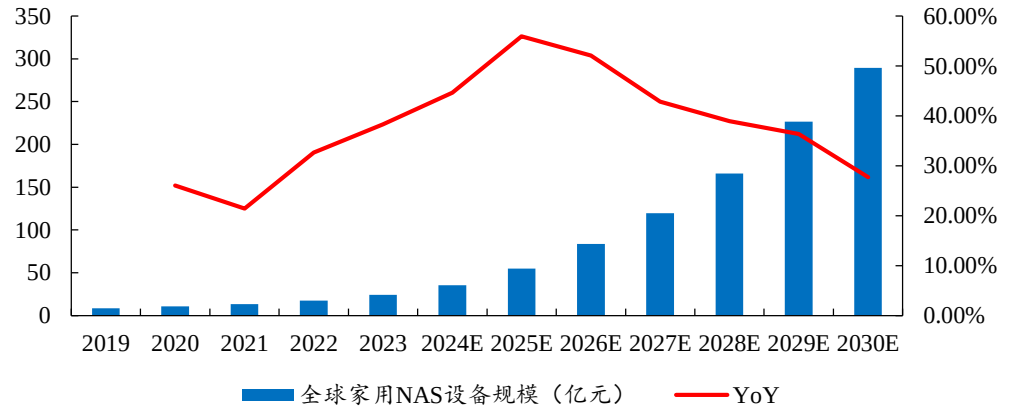
4.4、NAS 存储 ToC 市场空间：移动硬盘客群转化看大几百万销量，若渗透到内容创作者/摄影爱好者/云网盘等市场空间更大

首先根据 QY Research 研究报告显示，预计 2024 年全球家用 NAS 设备规模 35 亿元（2019~2024 年 CAGR 为 32%），预计 2030 年全球家用 NAS 设备规模将达到 289 亿元（2024-2030 年 CAGR 为 42%），NAS 产品逐步成熟后有望加速渗透家用市场。

其次根据潜在转化客群看家用 NAS 设备空间。（1）移动硬盘市场，存量用户仅需求额外购买 NAS 设备就可以实现多种功能体验，预计相对较好转化。根据前述预计 ToC 端机械硬盘年销量 1800 万台（加上固态硬盘或更高），若单台 NAS 设备对应 1~4 个移动硬盘，则预计家用 NAS 设备年销量中枢空间 900 万台。（2）内容创作者、摄影爱好者等是对数据存储需求量大且工作效率要求高的客群，随着 NAS 产品成熟有机会进一步渗透。根据弗若斯特沙利文，2023 年全球手持智能影像设备出货量 4657 万台。根据 CIPA，2024 年全球数码相机出货量 849 万台。根据 SignalFire，全球主

流网络平台内容创作者人数超 5000 万。(3) 云网盘市场，该类用户客群更多是大众人群，数据需求量暂时不搞，但随着用户数据存储量提升，叠加 NAS 产品更多有趣功能的开发，预计 NAS 亦有机会抢到部分云网盘市场。根据百度文库服务号公众号，目前百度网盘已服务超 7 亿用户。

图40：预计 2024-2030 年全球家用 NAS 设备规模 CAGR 为 42%，有望加速增长



数据来源：QY Research、开源证券研究所

表9：从对应客群渗透难易度上看移动硬盘<摄影爱好者≈内容创作者<云网盘，随着 NAS 产品成熟有望逐步渗透至各类市场

细分领域		规模
NAS ToC 端潜在客户	移动硬盘市场	<u>ToC 端机械硬盘预计年销量 1800 万</u> ，加上固态硬盘预计超 2000 万
	摄影爱好者	2024 年全球数码相机出货量 849 万台 (+10%) 2023 年全球手持智能影像设备出货量 4657 万台， <u>其中全景相机出货量 196 万台、运动相机出货量 4461 万台</u>
	内容创作者	<u>全球主流网络平台内容创作者人数超 5000 万</u> ，其中 200 多万为全职
	云网盘	<u>自 2012 年诞生以来，百度网盘已服务超 10 亿用户</u>

资料来源：西部数据公司公告、TrendFocus、弗若斯特沙利文、SignalFire、百度文库服务号公众号、CIPA、开源证券研究所

4.5、绿联 NAS 产品：硬件产品更具性价比，软件持续优化构筑先发优势

硬件端，相较于群晖公司产品更具性价比。以四盘位产品为例，绿联 DXP4800，极空间 Q4 定价分别为 1999/1998 元，而群晖定价 2699 元。定价更低的同时绿联和极空间搭载显卡和固态硬盘槽位、最高内容可达 16GB 且拥有更多接口种类（例如 HDMI、多个 USB 接口等）。从硬件参数对比上看，公司和极空间相对领先。

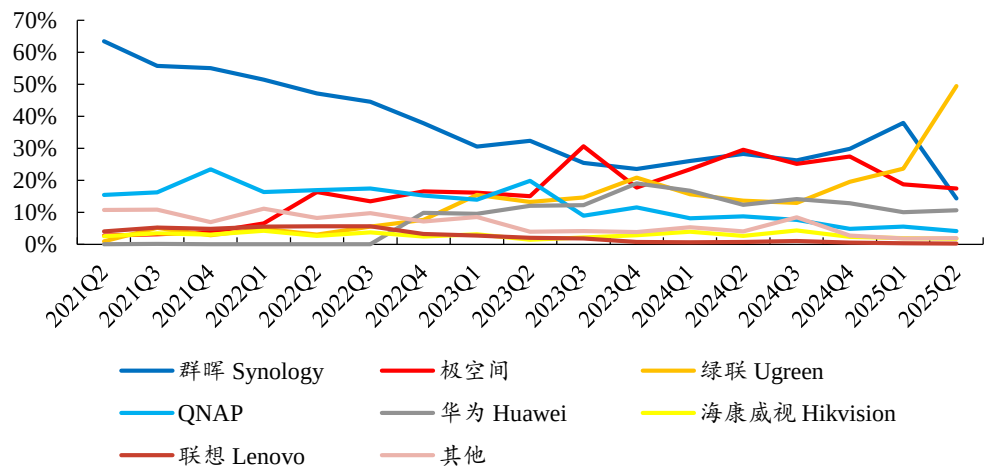
图41：相较于群晖，公司和极空间硬件优势明显（搭载显卡和固态硬盘槽位、最高内容可达 16GB 且拥有更多接口种类）

定价	DXP2800 1699	DXP4800 1999	DXP8800 6592	Z2 Pro 999	Q4 1998	Z4 Pro性能版 3299	Z4 Pro+性能版 3799	Z423旗舰版 5999	群晖DS224+ 2699
处理器									
处理器型号	Intel® Processor N100	Intel® Processor N100	英特尔®酷睿™ i3-1215U 处理器	Rockchip RK3568	Intel N95	英特尔®酷睿™ i3-N305	英特尔®酷睿™ i3 处理器 N355	AMD 锐龙(Ryzen™)7 5825U	Intel Celeron J4125
核心数量	4核4线程	4核4线程	6核8线程	ARM Cortex-A55 4核	4核4线程	8核8线程	8核8线程	8核16线程	4核
处理器架构	X86	X86	X86	/	/	/	/	/	64位
处理器频率	1.8GHz-3.4GHz	1.8GHz-3.4GHz	1.2GHz-4.4GHz	2GHz	3.4Ghz	3.8GHz	3.9GHz	/	2GHz-2.7GHz
内存									
内存大小	8GB	8GB	8GB	4GB	8GB	16GB	16GB	32GB	2GB
类型	DDR5	DDR5	DDR5	DDR4	DDR4	DDR5	DDR5	DDR4	DDR4
内存插槽数量	1	1	2		1	1	1	2	1
最高内存	8GB	16GB	64GB	不支持扩展	16GB	32GB	32GB	64GB	6GB
最高支持频率	4800MHz	4800MHz	4800MHz		2933MHz	4800MHz	4800MHz	3200MHz	/
SATA接口									
插槽数量	2	4	8	2	4	4	4	4	2
协议	SATA3.0	SATA3.0	SATA3.0	SATA3.0 6Gbps	SATA3.0*2+U.2/SATA*2	SATA3.0 6Gbps	SATA3.0 6Gbps	SATA3.0 6Gbps	/
硬盘规格	2.5/3.5英寸	2.5/3.5英寸	2.5/3.5英寸	2.5/3.5英寸	2.5/3.5英寸	2.5/3.5英寸	2.5/3.5英寸	2.5/3.5英寸	2.5/3.5英寸
SATA最大容量	30TB*2	30TB*4	30TB*8	30TB*2	30TB*4	24TB*4	30TB*4	30TB*4	20TB*2
M.2接口									
插槽数量	2	2	2	1	2	2	2	4	/
插槽种类	M-key	M-key	M-key	/	/	/	/	/	/
协议	NVMe	NVMe	NVMe	NVMe	NVMe 1.2/1.3	NVMe 1.2/1.3	NVMe 1.2/1.3	NVMe 1.2/1.3	不支持
规格	2280	2280	2280	2280	2280	2280	2280	2280	
M.2最大存储	8TB*2	8TB*2	8TB*2	4TB*1	4TB*2	4TB*2	4TB*2	4TB*2	
闪存									
闪存大小	32GB	32GB	128GB	32GB	32GB	32GB	32GB	32GB	/
网络									
网卡型号	Intel Ethernet Controller I225-V	/	/	/	/	/	/	/	/
网口速率	2.5Gbps	2.5Gbps	10Gbps	2.5Gbps	2.5Gbps	2.5Gbps	2.5Gbps	2.5Gbps	1Gbps
网络接口	RJ45×1	2.5GbE*2	10GbE*2	不支持聚合	不支持聚合	RJ45*2	RJ45*2	10GbE+1GbE	RJ45*2
显卡									
显卡类型	Intel® UHD Graphics	Intel® UHD Graphics	Intel® UHD Graphics for 12th Gen Intel® Processors	Mali G52	Intel UHD Graphics- 执行单元	Intel UHD Graphics- 1.25GHz	Intel UHD Graphics- 执行单元	32 AMD Radeon Graphics- 8执行单元	无显卡
支持接口									
PEIC扩展	/	/	X4*1	/	/	/	/	/	/
雷电4接口	/	/	TBT4*2	/	/	/	/	/	/
USB	前置: 1*USB3.2 Gen2+1*Type-C Gen2 后置: 1*USB3.2 Gen1	前置: 1*USB3.2 Gen2+1*Type-C Gen2 后置: 1*USB3.2 Gen1	前置: 2*TB4+1*USB3.2 Gen2 后置: 1*USB3.2 Gen2	1*USB3.0, 5Gbps	1*USB3.2 Gen2-A+1*USB3.2 Gen2-C	1*USB3.2 Gen2-A+1*USB3.2 Gen2-C	1*USB3.2 Gen2-A+1*USB3.2 Gen2-C	2*USB3.2 Gen2-A+1*USB3.2 Gen2-C	2*USB3.2 Gen1
USB2	后置: 2*USB2.0	后置: 2*USB2.0	后置: 2*USB2.0	1*USB2.0, 480Mbps	/	1*USB2.0-A	1*USB2.0-A	/	/
SD Card	/	SD 3.0	SD 4.0	/	/	/	/	/	/

资料来源：各公司官网、开源证券研究所

软件端,自 2024 年 5 月发布 UGOS Pro 系统以来公司保持高频率系统更新优化,我们认为软件系统的稳定性和功能丰富性会是未来 NAS 产品的核心竞争力。2024 年 12 月以来公司保持每月对系统进行优化更新,修复 BUG 的同时推出新功能,例如先后推出宝宝相册、影视资源字幕下载、支持 115 网盘、支持移动端文件直接发送等功能,先后修复投影仪无声音、影视资源播放卡顿、部分格式不支持等问题。公司以用户需求为中心,随着系统不断优化,当前软件系统表现已逐步得到消费者认可,久谦数据显示 2025Q2 累计数据上看公司线上份额已提升至 49%,而群晖份额自 2021Q2 以来持续下降,我们预计软件系统会成为公司的先发优势。

图42：2025Q2 累计数据上看公司份额已达 49%，群晖份额持续下降



数据来源：久谦数据、开源证券研究所

表10：自 2024 年 5 月发布 UGOS Pro 系统以来公司保持高频率系统更新优化，逐步修复 BUG 并推出新功能提升用户体验

	相册	影视中心	音乐	网盘工具	文件管理/其他
	新增共享图库	Web 和 PC 海报墙新增一键解 散空合集			移动端分享微信好友支持文件形式展 开和打开
	人物模型支持识别视频文件	字幕、音轨等播放参数支持记忆		115 网盘支持单向同步	文件分享新增永久有效选项
2025 年 5 月	修复拍摄时间显示错误问题 修复 CR3 格式生成缩略图失败	Windows 支持 HDR 模式 修复部分投影仪无声音问题 修复 iPhone 16 曝光问题 修复 iOS 播放视频来回切换偶 现黑屏问题	优化音乐刮削功能	优化 115 网盘上传 大文件偶现报错问 题	移动端分享文档、视 频等文件小于 1G 支 持直接发送 分享中连接支持在 线查看预览
		修复聚集下多版本聚集分散 问题			
2025 年 4 月	提高文字和宠物识别的 准确率 优化上传照片缺失位置 信息问题	修复 Web 和电脑端和海报墙 排序未记忆问题 修复播放卡顿问题、字幕显示 问题 优化刮削性能降低 CPU 功耗 Android TV 上线音频支持全 景声	新增 Web 和电脑端音 乐排序功能 新增你歌单和个单中 歌曲自定义排序功能 优化音乐封面和歌曲 名称乱码问题	新增 115 网盘	/
		移动端、TV 和 PC 端支持添加 Strm 文件			
2025 年 3 月	画面识别功能支持人名 搜索 优化 Web 和电脑端相册 首页的加载速度	Web 和电脑端支持个性化管 理 优化多版本切换功能 Windows 支持 PCM-DVD 解码 播放 修复雷鸟系列字幕乱码问题	支持聚合歌手专辑 支持文件夹多级目录	新增阿里云盘	/
		优化刮削识别效果 优化影视墙页面加载速度 优化 MacOS 等 HDR 显示效果 修复雷鸟电视倍速播放时黑 屏闪烁问题	Web 和电脑端支持 wma、dff、dsf、aiff 等 音频格式的音乐播放 修复 Web 和电脑端音 乐随机播放未生效问 题	/	提升 IPv6 网络的远 程连接性能
2025 年 2 月	提升位置相册图片的 GPS 解析精度 优化人物模型、画面识别 模型的运行内存占用				
	画面识别模型更新、支持 多种语言搜索画面内容 优化宝宝相册的时间显 示 优化部分缩略图不生成 问题	完善信息编辑功能 新增在线字幕功能、支持在线 搜索下载 修复 Mac 端播放掉帧问题	Web 和电脑端新增一 级页面缓存，提升流畅 度 调整页面布局，贴近主 流音乐播放器布局	/	时间和语言设置新 增“日本語”选项
2025 年 1 月					
	相册详情支持以时间流 视图展示 宝宝相册新增“按宝宝年	新增聚集批量添加&纠错功能 优化 UI 页面交互效果 优化 Android 和苹果端软解播	优化 Web 和电脑端专 辑、歌手、类型二级页 的排序逻辑	新增断点续传功能 新增查看目录内文 件传输进度	性能优化、算法优化
2024 年 12 月					

相册	影视中心	音乐	网盘工具	文件管理/其他
“龄”排序方式 AI 识别支持更多图片格式 优化场景识别、自定义学习等 AI 模型	放流畅度 修复部分终端无画面/无声音问题	新增音乐列表视图模式下的缩略图展示	修复百度网盘同步大量数据时异常问题 修复网盘文件列表排序问题	

资料来源：绿联 NAS 私有云公众号、开源证券研究所

5、盈利预测与投资建议

收入端，预计 2025-2027 年营收增速分别达 36%/27%/24%，具体分品类：

(1) 充电类：核心业务，预计 2025-2027 年营收增速分别达 35%/25%/20%，维持 20%及以上增长，主要考虑到当前行业仍有结构性升级趋势，公司规模较小有望继续凭借产品创新以及全球渠道扩张获得较高增长。

(2) 传输类、音视频、移动周边品类：行业整体相对成熟，预计未来保持 15%左右增长。

(3) 存储类产品：未来核心增长点，预计 2025-2027 年营收增速分别达 200%/75%/50%，主要考虑到 NAS 私有云存储系统逐步成熟后打开 ToC 端市场，目前公司在国内外电商平台销售已处在领先地位。

毛利率：NAS 私有云存储由于还未大规模放量，预计毛利率较公司整体低，未来 NAS 私有云存储收入占比提升或导致毛利率结构性下降，预计 2025-2027 年毛利率分别为 36.3%/36%/35.9%。

费用率：考虑到未来开拓线下渠道、拓展海外市场、NAS 私有云存储增长仍需较大规模投流，预计 2025-2027 年销售费用率 19.4%/19.7%/20%，维持较高水平。而管理费用、研发费用有望在新业务放量后逐步摊薄。

综合预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 6.59/8.46/10.63 亿元，同比分别+43%/+28%/+26%。

表11：我们预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 6.59/8.46/10.63 亿元，同比分别+43%/+28%/+26%

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入分品类（亿元）						
充电类产品	9.82	15.57	23.49	31.7	39.6	47.6
传输类产品	13.05	14.45	17.52	21.0	24.2	27.8
音视频类产品	9.05	9.50	10.61	12.2	14.0	16.1
移动周边类产品	4.01	4.47	5.19	6.0	6.9	7.9
存储类产品	1.85	3.28	3.91	11.7	20.5	30.8
其他主营业务	0.55	0.75	0.94	1.1	1.3	1.5
其他业务	0.07	0.01	0.03	0.0	0.0	0.0
合计	38.39	48.03	61.70	83.81	106.59	131.75
收入分品类（营收同比，%）						
充电类产品	25%	59%	51%	35%	25%	20%
传输类产品	6%	11%	21%	20%	15%	15%
音视频类产品	4%	5%	12%	15%	15%	15%

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
移动周边类产品	21%	11%	16%	15%	15%	15%
存储类产品	16%	77%	19%	200%	75%	50%
其他主营业务	8%	35%	25%	20%	15%	15%
其他业务	-12%	-83%	175%	0%	0%	0%
合计	11%	25%	28%	36%	27%	24%
业绩端（%，亿元）						
毛利率	37.38%	37.59%	37.38%	36.32%	36.03%	35.91%
销售费用率	17.33%	18.99%	19.53%	19.35%	19.75%	20.00%
管理费用率	5.14%	4.40%	4.20%	3.46%	3.00%	2.67%
财务费用率	4.78%	4.50%	4.93%	4.28%	3.87%	3.60%
净利率	0.07%	-0.07%	-0.12%	-0.24%	-0.19%	-0.15%
归母净利润	3.27	3.88	4.62	6.59	8.46	10.63
YoY		18.4%	19.3%	42.6%	28.3%	25.6%

数据来源：Wind、开源证券研究所

我们预计 2025-2027 年公司归母净利润为 6.59/8.46/10.63 亿元，对应 EPS 为 1.59/2.04/2.56 元，当前股价对应 PE 分别为 32.25/25.13/20.00 倍。

我们选取消费电子行业以及存储设备/系统行业相关企业做可比公司，首先消费电子相关标的安克创新、萤石网络、影石创新、漫步者均在各自领域有着较好的市场地位，2025-2027 年平均估值为 34.37/26.78/20.81 倍。其次存储设备/系统相关标的佰维存储、协创数据、德明利 2025-2027 年平均估值为 38.86/27.34/21.98 倍。当前公司已在 NAS 私有云存储领域做到行业领先地位，随着未来 NAS 私有云存储向 ToC 端渗透，该业务有望实现快速放量，当前估值 32.61 倍，相较于同行或者消费电子领域有竞争力的品牌，估值处低位，NAS 私有云存储也有望为后续贡献估值溢价，首次覆盖给予“买入”评级。

表12：预计公司 2025-2027 年估值分别为 32.25/25.13/20.00 倍，较可比公司处低位，随着 NAS 存储业务放量有望享受估值溢价

证券代码	公司	总市值 (亿元)	归母净利润（亿元）				PE（倍）				EPS			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
300866.SZ	安克创新	585.86	21.14	26.09	31.58	37.99	27.71	22.46	18.55	15.42	3.98	4.91	5.94	7.15
688475.SH	萤石网络	246.65	5.04	6.64	8.19	9.93	48.95	37.13	30.11	24.84	0.64	0.84	1.04	1.26
688775.SH	影石创新	677.69	9.95	12.06	16.66	23.52	68.13	56.21	40.69	28.82	2.48	3.01	4.15	5.86
002351.SZ	漫步者	114.69	4.49	5.67	6.67	7.69	25.53	20.21	17.18	14.91	0.51	0.64	0.75	0.86

步 者															
		消费电子平均					42.58	34.00	26.63	21.00					
688525.SH	佰 维 存 储	311.35	1.61	4.88	7.15	9.42	193.11	63.86	43.54	33.05	0.35	1.06	1.55	2.04	
300857.SZ	协 创 数 据	296.56	6.92	10.63	14.46	19.10	42.87	27.89	20.51	15.53	2.01	3.10	4.21	5.56	
001309.SZ	德 明 利	199.79	3.51	5.58	7.81	8.60	56.99	35.84	25.59	23.24	2.17	3.45	4.83	5.31	
		存储设备/系统平均					97.66	42.53	29.88	23.94					
301606.SZ	绿 联 科 技	212.56	4.62	6.59	8.46	10.63	46.01	32.25	25.13	20.00	1.11	1.59	2.04	2.56	

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：安克创新为开源证券研究所预测，其余标的为 Wind 一致预期，数据截至 2025 年 6 月 17 日）

6、风险提示

（1）NAS 存储销售不及预期：NAS 私有云存储作为公司未来营收增长重要贡献点，若销售不及预期则会对未来业绩以及估值提升产生不利影响。

（2）渠道拓展不及预期：充电品类正处在渠道势能上升期，若后续海外渠道开拓不及预期，则可能会核心充电类业务营收增长产生不利影响。

（3）政策/版权风险：NAS 私有云存储存在下载影视资源以及音乐资源到本地，若未来政策发生变化或者版权保护事件发生，则可能对 NAS 存储业务增长产生不利影响。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	2251	3354	3875	4903	6064
现金	992	1143	1631	2369	2761
应收票据及应收账款	137	100	177	220	253
其他应收款	17	21	31	35	46
预付账款	35	33	59	59	87
存货	996	1235	1846	2090	2785
其他流动资产	74	822	131	131	131
非流动资产	202	541	545	545	542
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	30	34	40	44	47
无形资产	5	9	9	9	9
其他非流动资产	167	498	496	492	487
资产总计	2453	3895	4420	5448	6606
流动负债	572	862	969	1206	1371
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	356	554	703	903	1085
其他流动负债	216	308	266	303	285
非流动负债	105	108	108	108	108
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	105	108	108	108	108
负债合计	677	970	1077	1314	1479
少数股东权益	30	28	36	42	51
股本	373	415	415	415	415
资本公积	301	1072	1072	1072	1072
留存收益	1072	1410	1987	2696	3542
归属母公司股东权益	1747	2897	3307	4091	5076
负债和股东权益	2453	3895	4420	5448	6606

现金流量表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	173	624	56	787	458
净利润	394	460	667	853	1071
折旧摊销	17	20	15	18	22
财务费用	-3	-8	-20	-20	-20
投资损失	-6	-6	-5	-5	-6
营运资金变动	-291	88	-600	-57	-606
其他经营现金流	64	69	-1	-2	-3
投资活动现金流	-16	-1091	684	-7	-8
资本支出	24	28	19	18	20
长期投资	0	-1070	0	0	0
其他投资现金流	7	7	703	11	12
筹资活动现金流	-45	606	-252	-42	-58
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	42	0	0	0
资本公积增加	19	771	0	0	0
其他筹资现金流	-64	-207	-252	-42	-58
现金净增加额	116	150	488	738	393

利润表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	4803	6170	8381	10659	13175
营业成本	2998	3864	5337	6819	8444
营业税金及附加	14	16	22	28	35
营业费用	912	1205	1622	2105	2635
管理费用	211	259	290	319	351
研发费用	216	304	359	413	475
财务费用	-3	-8	-20	-20	-20
资产减值损失	-35	-39	-42	-53	-66
其他收益	15	14	18	16	16
公允价值变动收益	0	6	6	6	6
投资净收益	6	6	5	5	6
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	438	517	753	965	1214
营业外收入	8	8	8	8	8
营业外支出	1	1	1	1	1
利润总额	446	525	761	972	1221
所得税	52	64	93	119	150
净利润	394	460	667	853	1071
少数股东损益	6	-2	8	7	8
归属母公司净利润	388	462	659	846	1063
EBITDA	433	511	734	931	1166
EPS(元)	0.93	1.11	1.59	2.04	2.56

主要财务比率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	25.1	28.5	35.8	27.2	23.6
营业利润(%)	17.3	18.2	45.6	28.1	25.8
归属于母公司净利润(%)	18.4	19.3	42.6	28.3	25.6
获利能力					
毛利率(%)	37.6	37.4	36.3	36.0	35.9
净利率(%)	8.1	7.5	7.9	7.9	8.1
ROE(%)	22.2	15.7	20.0	20.6	20.9
ROIC(%)	20.7	14.7	19.1	19.6	19.8
偿债能力					
资产负债率(%)	27.6	24.9	24.4	24.1	22.4
净负债比率(%)	-54.1	-38.3	-48.8	-57.3	-53.9
流动比率	3.9	3.9	4.0	4.1	4.4
速动比率	2.0	2.3	1.9	2.2	2.2
营运能力					
总资产周转率	2.1	1.9	2.0	2.2	2.2
应收账款周转率	48.1	52.3	61.0	53.8	55.7
应付账款周转率	9.2	8.5	8.5	8.5	8.5
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.93	1.11	1.59	2.04	2.56
每股经营现金流(最新摊薄)	0.42	1.50	0.13	1.90	1.10
每股净资产(最新摊薄)	4.21	6.98	7.97	9.86	12.23
估值比率					
P/E	54.9	46.0	32.2	25.1	20.0
P/B	12.2	7.3	6.4	5.2	4.2
EV/EBITDA	47.0	38.1	26.8	20.3	15.9

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

35 / 37

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn