

# 绿联科技 (301606)

## 品牌出海强势推进，NAS 新品打开成长空间

买入 (首次)

2025 年 08 月 24 日

证券分析师 吴劲草

执业证书: S0600520090006

wujc@dwzq.com.cn

证券分析师 阳靖

执业证书: S0600523020005

yangjing@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	4,803	6,170	8,362	10,682	12,856
同比 (%)	25.09	28.46	35.54	27.74	20.35
归母净利润 (百万元)	387.52	462.28	637.62	835.80	1,038.22
同比 (%)	18.35	19.29	37.93	31.08	24.22
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.93	1.11	1.54	2.01	2.50
P/E (现价&最新摊薄)	72.69	60.93	44.18	33.70	27.13

### 股价走势



### 投资要点

- **绿联科技是跨境数码配件龙头企业，NAS 新品+出海布局打开成长空间：**绿联科技产品主要涵盖充电类、传输类、音视频类、存储类、移动周边类五大品类，2025 年 NAS 产品实现突破，有望成为未来重要成长点。公司海外业务也持续高增，自 2014 年布局出海以来，公司入驻亚马逊、速卖通、Lazada 等跨境电商平台。2024 年海外收入增长 46%，占公司总营收的 57%。
- **绿联科技是“品牌出海”稀缺资产，海外业务发展利好公司利润率增长：**据海关总署统计，我国跨境电商行业增速达 11%，景气度较高。但目前大多数跨境消费品企业主要以渠道（开店）和代工形式实现出海，在海外形成品牌的企业仍是少数。绿联科技在海外保留“Ugreen”自有品牌，不断沉淀品牌认知。在自有品牌加持下，公司 2024 年海外业务毛利率为 44%，高于国内的 28%，随着出海的推进，公司利润率有望提升。
- **NAS 未来市场需求广阔，将成为公司第二增长曲线。**随着企业和家庭数字化程度的加深，NAS 产品市场规模有望持续增长。根据 Grand View Research，2024 年全球消费级 NAS 市场规模 61 亿美元，预计 2025 到 2030 年年均增长率为 12.1%。而绿联凭借性价比优势和系统优势，逐渐抢占龙头企业份额，根据第三方数据，2025H1 绿联 NAS 在国内线上市场的市占率实现翻倍以上增长。未来公司 NAS 业务看点在于：①推出更易用、更具性价比的产品，打开入门级用户空间；②NAS 出海，实现更高的利润率；③逐渐完善系统，实现更高的溢价等。
- **充电类产品是成长中坚，传输类产品是基石产品：**2024 年公司充电类产品实现收入 23.5 亿元，同比+51%，收入占比为 38%，是公司的重要成长点。公司充电类产品同时受益于自身的产品升级和海外渠道开拓，有望维持高增趋势。2024 年公司传输、音频、存储、移动周边类产品合计占收入比达到 62%，同比增速在 12%到 21%之间，同样有望受益于海外扩张而实现收入和利润率的增长。
- **盈利预测与投资评级：**我们看好公司品牌出海的长期空间，也看好公司 NAS 业务未来前景。我们预计 2025~27 年公司归母净利润为 6.4/ 8.4/ 10.4 亿元，同比+38%/+31%/+24%，对应 8 月 21 日收盘价为 44/ 34/ 27 倍 P/E。考虑公司出海业务前景和 NAS 业务的未来空间，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**新品销量及盈利能力不及预期、海外经营不确定性、产品质量风险、消费需求波动等。

### 市场数据

收盘价(元)	67.14
一年最低/最高价	25.34/71.18
市净率(倍)	9.11
流通 A 股市值(百万元)	14,704.75
总市值(百万元)	27,857.04

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	7.37
资产负债率(%,LF)	23.88
总股本(百万股)	414.91
流通 A 股(百万股)	219.02

### 相关研究

## 内容目录

<b>1. 绿联科技简介：跨境数码配件龙头</b>	<b>5</b>
1.1. 主营业务：充电及传输类是成长中坚，NAS 新品&出海布局是核心看点	5
1.2. 财务分析：随着海外市场开拓和新品开拓，公司收入和利润不断提升	7
1.3. 股权结构及高管：实控人控制权稳定，高管利益与公司深度绑定	9
<b>2. 渠道结构：海外占比过半成为主要成长驱动，具备海外线下渠道能力</b>	<b>10</b>
2.1. 国家结构：海外占比过半，并成为新增长点	10
2.2. 渠道拆分：国内渠道保持稳定，境外以亚马逊为主，线下渠道逐步构建	12
2.3. 跨境电商行业趋势：海外电商渗透率提升+中国制造优势	13
<b>3. NAS 产品：NAS 成为消费新需求，成为第二增长曲线</b>	<b>14</b>
3.1. 公司 NAS 产品：挖掘新使用场景，迎合“AI+”趋势	14
3.2. NAS 市场：市场规模稳健增长。国内品牌异军突起	16
<b>4. 充电类为成长中坚、传输类为基石，剩余品类拓展使用场景</b>	<b>18</b>
4.1. 充电类产品：公司收入的成长中坚	18
4.2. 传输类产品：基石类产品	20
4.3. 音视频类产品：产生协同效应，提高盈利能力	22
4.4. 移动周边类产品：扩宽用户使用场景	23
<b>5. 盈利预测与投资建议</b>	<b>24</b>
5.1. 关键假设与盈利预测	24
5.2. 投资建议	25
<b>6. 风险提示</b>	<b>26</b>

## 图表目录

图 1:	产品矩阵及 2024 年营收情况.....	5
图 2:	绿联科技生产模式.....	6
图 3:	2019-2024 绿联科技分地区收入占比 .....	6
图 4:	绿联历史重要时间节点.....	7
图 5:	2021-2025Q1 绿联收入及增速 .....	7
图 6:	2021-2025Q1 绿联利润及增速 .....	7
图 7:	2021-2025Q1 公司毛利率及归母净利率波动 .....	8
图 8:	2021-2025Q1 费用率波动 .....	8
图 9:	2024 年可比公司毛利率对比.....	8
图 10:	2024 年可比公司销售净利率对比.....	8
图 11:	2024 年销售费用率对比.....	9
图 12:	2024 年研发费用率对比.....	9
图 13:	股权结构图.....	9
图 14:	公司高管：业内经验丰富.....	10
图 15:	2021-2024 境内外主营业务收入 .....	10
图 16:	2021-2024 境内外收入占比 .....	10
图 17:	2021-2024 境内收入及增速 .....	11
图 18:	2021-2024 境外收入及增速 .....	11
图 19:	2021-2024 境内外毛利率 .....	11
图 20:	2020-2024 境外各地区收入占比（剔除中国大陆） .....	12
图 21:	2024 境外分地区收入.....	12
图 22:	境内市场分渠道业务收入构成：天猫、京东、线下渠道占比接近且较为稳定.....	12
图 23:	海外渠道收入构成：线下占比提升.....	13
图 24:	2020-2024 我国跨境电商行业增速 .....	13
图 25:	各国电商渗透率.....	13
图 26:	亚马逊平台中国卖家占比提升.....	14
图 27:	绿联科技存储类产品.....	15
图 28:	2021-2024 存储类产品收入及增速 .....	15
图 29:	2021-2024 存储类产品毛利率 .....	15
图 30:	绿联 NAS 操作系统界面.....	16
图 31:	2018-2030 全球消费级 NAS 设备市场规模及增长率（亿美元） .....	16
图 32:	中国电商渠道 NAS 市场份额占比.....	17
图 33:	各企业主流 NAS 产品对比.....	17
图 34:	2021-2024 充电类产品的收入及增速 .....	18
图 35:	公司生产的充电类产品.....	18
图 36:	2021-2024 充电类产品毛利率 .....	18
图 37:	全球充电头市场规模：稳中有升.....	19
图 38:	全球及中国智能手机出货量（百万台） .....	19
图 39:	绿联、安克、苹果 30w 充电头.....	19
图 40:	绿联、安克、苹果 65w 充电头对比.....	19
图 41:	绿联科技推出多款大功率、多合一、磁吸充电宝.....	20
图 42:	公司生产的传输类产品.....	20

图 43:	2021-2024 传输类产品的收入及增速 .....	21
图 44:	2021-2024 传输类产品毛利率 .....	21
图 45:	2021 年扩展坞市场全球市占率 .....	21
图 46:	2021 年数据线市场市占率 .....	21
图 47:	公司生产的音视频类产品 .....	22
图 48:	2021-2024 音视频类产品收入及增速 .....	22
图 49:	2021-2024 音视频类产品毛利率 .....	22
图 50:	公司生产的移动周边类产品 .....	23
图 51:	2021-2024 移动周边类产品收入及增速 .....	23
图 52:	2021-2024 移动周边类产品毛利率 .....	23
图 53:	绿联科技盈利预测关键假设 .....	25
表 1:	行业公司估值表 (更新至 2025.08.21) .....	25

## 1. 绿联科技简介：跨境数码配件龙头

### 1.1. 主营业务：充电及传输类是成长中坚，NAS 新品&出海布局是核心看点

作为跨境数码配件龙头，充电及传输类产品是稳步增长锚点，NAS 存储是第二增长曲线。绿联科技产品主要涵盖充电类、传输类、音视频类、存储类、移动周边类五大系列，拥有“绿联 Ugreen”自有品牌，产品销往国内和海外，其中 2024 年海外收入占比达 57%。充电类是公司 2024 年收入占比最高、增速最快的品类，收入占比达 38%，营收增速达 51%；其他各大产品线均保持双位数正增长。其中，存储类产品中的 NAS 业务 2025 年实现加速，未来前景广阔，有望成为公司下一个重要的增长曲线。

图1：产品矩阵及 2024 年营收情况



数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

**产品自主研发+外协生产为主、自主生产为辅：**公司坚持产品自主研发；生产模式以外协采购为主、自主生产为辅；通过“线上+线下”实现全球化销售。公司有少量自产产能，但近年来随着公司规模扩大、品类扩张，外协生产比重提升，自产比例从 2021 年的 24.4%下降至 2023 年的 21.7%。

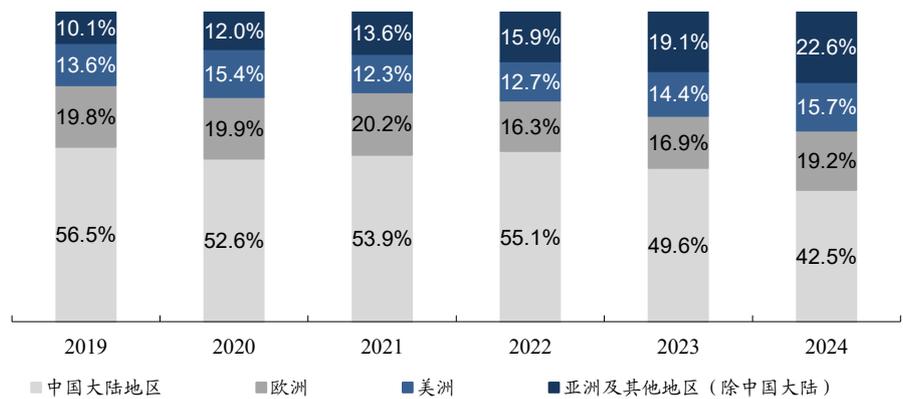
图2：绿联科技生产模式



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**海外业务高增，海外收入占比过半。**绿联科技自 2014 年起布局出海，海外市场收入占比持续提升，2024 年海外收入占公司总收入的 57%。公司海外经营的地区较为分散，因此具备一定的抗地缘风险能力。亚洲及其他地区是公司海外收入中占比最高的区域，而欧洲/美洲仅占公司总收入的 19.2%/ 15.7%。公司依托亚马逊、速卖通、Lazada、Shopee 等跨境电商平台，持续巩固其作为全球跨境数码配件龙头的地位。

图3：2019-2024 绿联科技分地区收入占比



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

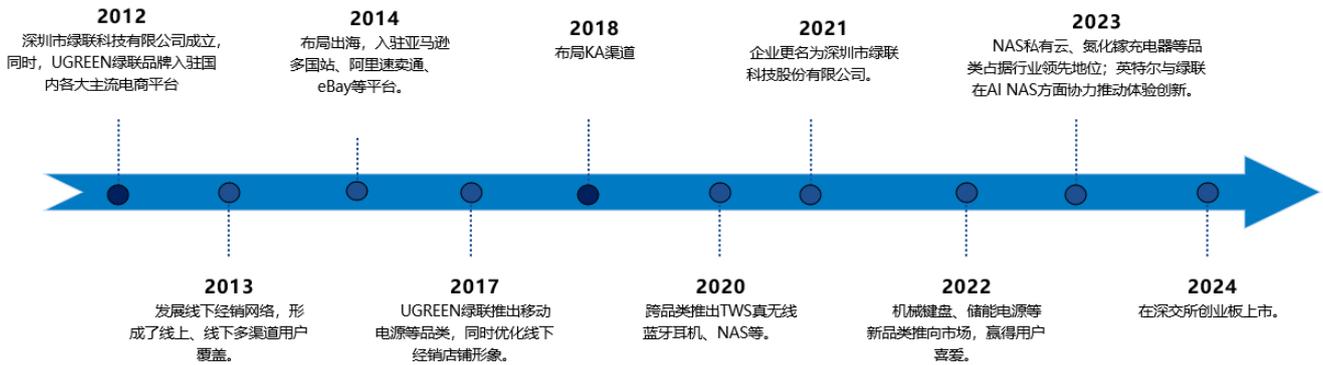
**绿联科技自 2012 年成立以来，其发展大致可分为三个阶段：**

**第一阶段（2012-2016 年）：全球化品牌奠基与全渠道布局。**公司于 2012 年创立之初即确立"UGREEN 绿联"自主品牌战略，同步开拓国内主流电商平台与线下经销网络。2014 年启动全球化战略，率先入驻亚马逊多国站等跨境平台，将业务拓展至海外市场。

**第二阶段（2017-2020 年）：产品矩阵优化与供应链升级。**为了提升品牌竞争力，公司通过扩充移动电源等高潜力品类完善产品矩阵，同时持续加大研发投入，逐步构建覆盖充电、传输、音视频、存储、移动周边的五大产品矩阵。

**第三阶段（2021 年至今）：品牌影响力跃升与全球化加速。**此阶段公司持续推进品牌精耕，在 NAS 私有云、氮化镓充电器领域占据行业领先地位，同步推出新品并持续扩展应用场景。其全球本地化运营的深化与线上线下品牌渗透的强化推动公司进入资本驱动增长新阶段。

图4：绿联历史重要时间节点

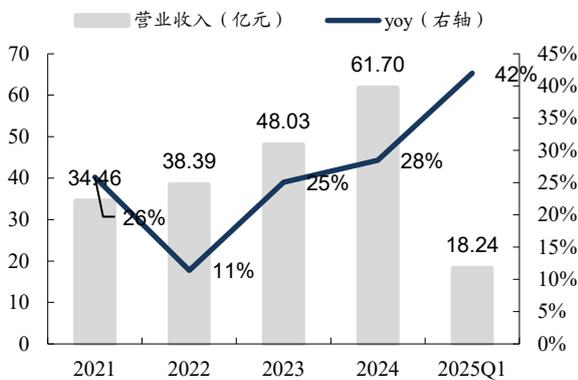


数据来源：公司官网，英特尔公众号，东吴证券研究所

## 1.2. 财务分析：随着海外市场开拓和新品开拓，公司收入和利润不断提升

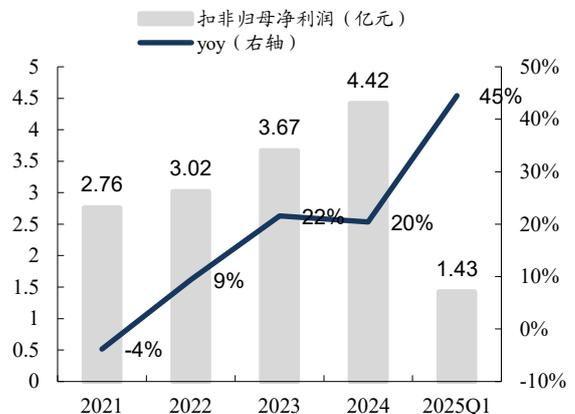
绿联营收和利润稳健增长，财务基本面表现强劲。从公司营收来看，2024年营收达到61.7亿元，2021-2024复合增长率为21.42%；2025Q1实现营收18.24亿元，同比增长42%。2024年实现扣非归母净利润4.42亿元，2021-2024年CAGR为16.98%；2025Q1扣非净利润为1.43亿，同比增长45%。

图5：2021-2025Q1 绿联收入及增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

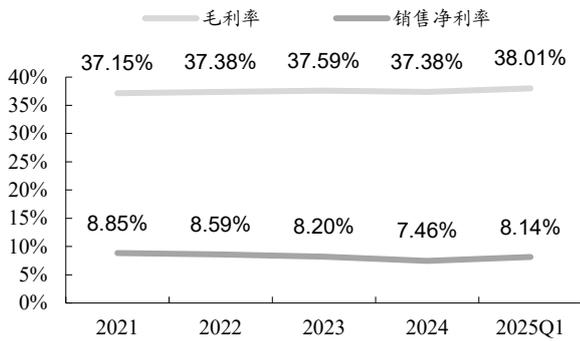
图6：2021-2025Q1 绿联利润及增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

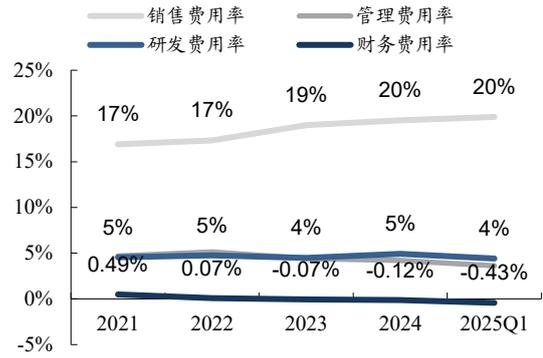
公司盈利能力稳定且优异，费用主要来自于销售费用。2021-2025Q1公司毛利率维持在37%-38%，销售净利率维持在8%左右。销售费用是公司的主要费用支出，在2021-2024逐年增长，2024年和2025Q1均达到20%，主要因电商渠道（尤其海外电商渠道）高增、平台服务费增长所致，其次公司加大品牌建设力度也产生了更多营销开支；研发费用率维持在4%-5%，反映公司持续投入产品研发夯实竞争力。

图7: 2021-2025Q1 公司毛利率及归母净利率波动



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

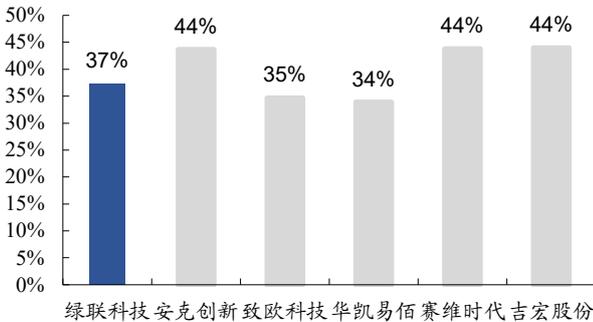
图8: 2021-2025Q1 费用率波动



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

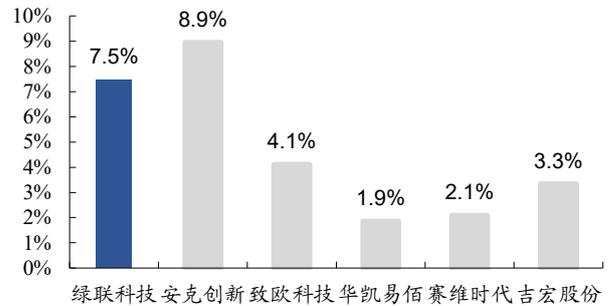
**毛利率略低于其他跨境企业,但净利率表现优异。**从毛利率水平来看,绿联科技2024年毛利率为37%,低于安克创新、赛维时代、吉宏股份等企业。我们认为这主要是公司渠道结构中有部分线下经销渠道,以及公司产品主打高质高性价比定位。公司净利率表现优异,在行业中位居前列,反映公司经营效率较高、且具备一定的品牌优势。

图9: 2024年可比公司毛利率对比



数据来源: iFind, 东吴证券研究所

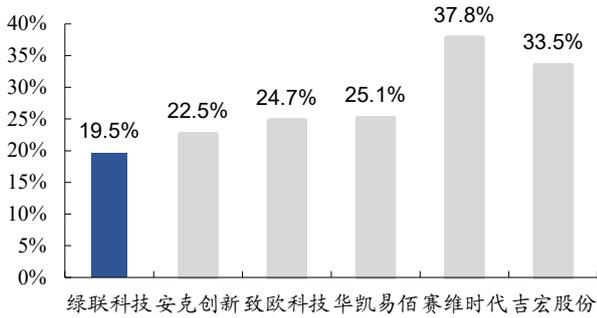
图10: 2024年可比公司销售净利率对比



数据来源: iFind, 东吴证券研究所,

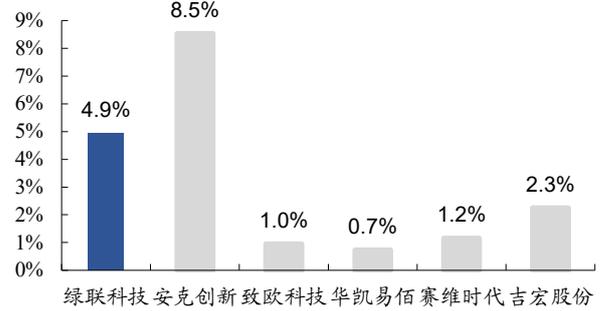
**销售费用率控制良好,持续进行研发投入夯实产品品质。**对比其他跨境电商企业,绿联的销售费用率(19.5%)低于同行业的其他公司(22%-30%),我们认为和公司注重高质高性价比的经营思路,以及线下经销渠道占比高于同业有关。研发费用方面,公司研发费用率仅略低于安克创新的8.5%,但高于其他企业,我们认为这是:①行业属性差异,绿联科技作为消费电子数码配件厂商需要不断的研发投入;②公司坚持进行研发投入,提升产品的竞争力。

图11: 2024年销售费用率对比



数据来源: iFind, 东吴证券研究所

图12: 2024年研发费用率对比



数据来源: iFind, 东吴证券研究所

### 1.3. 股权结构及高管: 实控人控制权稳定, 高管利益与公司深度绑定

**股权结构集中稳定。**公司创始人、董事长张清森先生为控股股东及实际控制人, 直接持股 45.27%, 并通过员工持股平台间接控制, 直接+间接合计持股为 46.7%。联合创始人、副董事长陈俊灵先生为第二大股东, 直接持股 17.36%。员工持股平台绿联咨询、绿联和顺等合计持股占比 19.19%, 与核心骨干共享公司发展成果。

图13: 股权结构图



数据来源: 公司公告, iFind, 东吴证券研究所, 截至 2025 年 7 月 11 日

**公司核心高管团队具备深厚的行业积淀与技术背景。**董事长张清森早年从事外贸业务, 拥有 16 年行业深耕经验, 2011 年敏锐转向自主品牌, 主导绿联从代工厂转型品牌商, 2014 年成功获取苹果 MFi 认证奠定品质标杆。副董事长陈俊灵与总经理何梦新、副总经理唐坚等核心高管深耕行业超十年, 推动产品与渠道全球化; 技术骨干如高级开发主管朱华猛以金蝶软件研发经验为基底, 主导研发体系升级, 强化氮化镓充电器、AI NAS 等核心技术壁垒。

图14: 公司高管: 业内经验丰富

姓名	年龄	职务	履历
张清森	41	董事长	本科学历, 国际金融专业, 担任绿联有限执行董事二十余年, 企业管理经验丰富。于2021年任绿联科技董事长。
陈俊灵	40	副董事长	本科学历, 国际金融专业, 曾任绿联有限副总经理, 现任绿联科技副董事长。
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, 曾任北京和君咨询有限公司咨询师, 现任绿联有限董事、总经理以及深圳市龙华区人民代表大会代表。
李雷杰	42	董事、副总经理	本科学历, 经济学专业, 曾任深圳市志盟环球科技有限公司产品经理及任速虎科技(香港)有限公司外贸业务经理, 现任绿联科技董事、副总经理。
唐坚	38	董事、副总经理	图形图像专业, 曾任绿联有限业务经理、营销总监、副总经理, 现任绿联科技董事、副总经理。
陈艳	38	董事、副总经理	本科学历, 英语专业, 历任绿联有限业务经理、业务总监、产品总监、副总经理。
王立珍	43	财务负责人、董事会秘书	本科学历, 企业财务管理专业, 中国注册会计师。曾任中审华会计师事务所(特殊普通合伙)项目经理, 现任任绿联科技财务负责人以及董事会秘书。
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(中国)有限公司高级软件工程师, 现任绿联科技高级开发主管、ERP技术经理、ERP技术专家、IT开发专家。
钟海龙	35	高级研发主管	机电一体化技术专业, 曾任深圳市斯潘瑞电子科技有限公司电子工程师及深圳市瑞福来电子股份有限公司电子工程师, 现任绿联科技视频研发主管、高级研发主管。
黄丽斌	41	结构经理	机电一体化技术专业, 曾任任通达五金(深圳)有限公司模具设计及结构评审工程师, 现任绿联科技高级结构主管、结构经理。

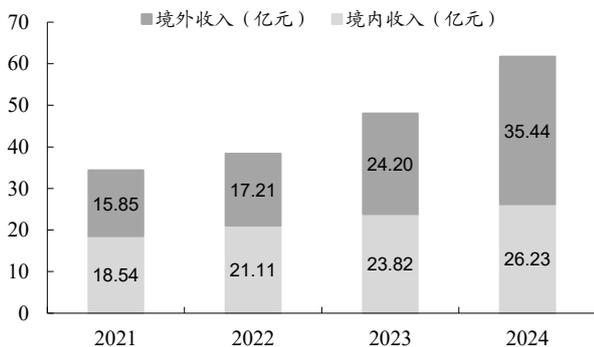
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

## 2. 渠道结构: 海外占比过半成为主要成长驱动, 具备海外线下渠道能力

### 2.1. 国家结构: 海外占比过半, 并成为新增长点

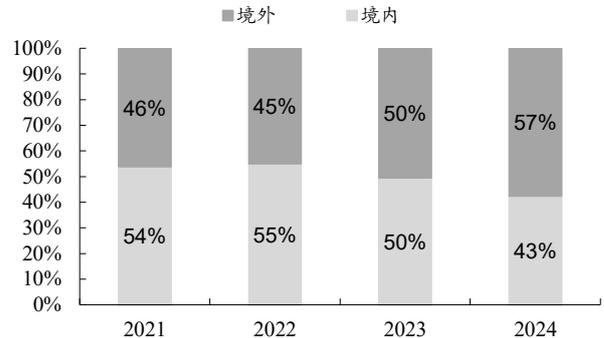
2020年前后, 公司成长重心转向海外。近年来公司海外收入占主营业务收入之比不断提升, 从2021年的46%提升至2024年的57%。2024年海外收入占比已经超过国内, 成为业务重心和未来主要成长来源。

图15: 2021-2024 境内外主营业务收入



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

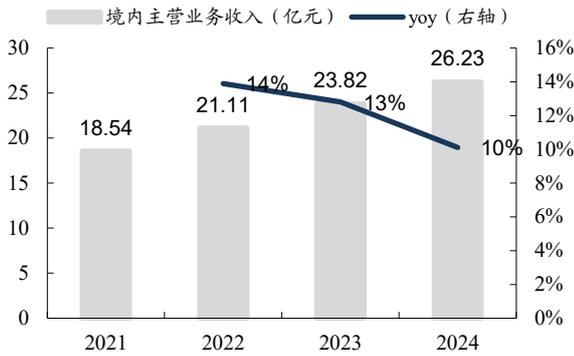
图16: 2021-2024 境内外收入占比



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

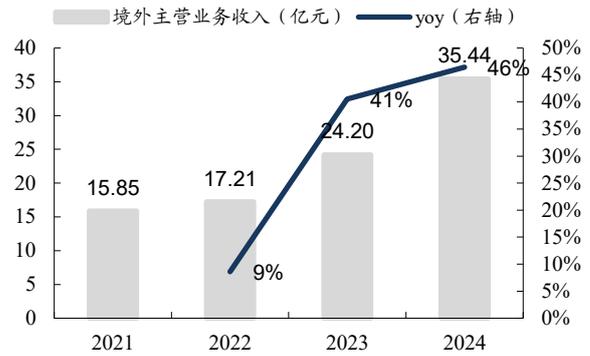
国内收入保持稳健，海外收入成为新增长引擎。国内收入从 2021 年的 18.54 亿元上升至 2024 年的 26.23 亿元，CAGR 为 12.26%。国外收入从 2021 年的 15.85 亿元增加到 2024 年的 35.44 亿元，CAGR 为 30.77%。未来公司还将不断开拓海外渠道，同时随着公司品牌认知提升，公司在欧美发达国家的业务仍有开拓空间。此外，整体上看海外业务毛利率高于国内，海外的开拓有利于公司盈利能力持续提升。

图17: 2021-2024 境内收入及增速



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

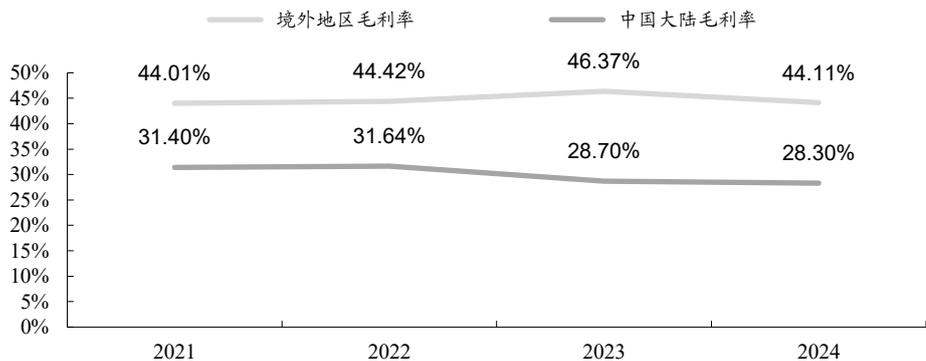
图18: 2021-2024 境外收入及增速



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

海外毛利率高于国内，海外业务扩张带动公司整体盈利能力提升。2024 年，公司海外/ 国内毛利率分别为 44%/ 28%，海外毛利率显著高于国内。我们认为这主要得益于海外竞争格局更好，因此公司具备更强的盈利能力。未来随着海外业务开拓，公司整体的盈利能力有望持续提升。

图19: 2021-2024 境内外毛利率

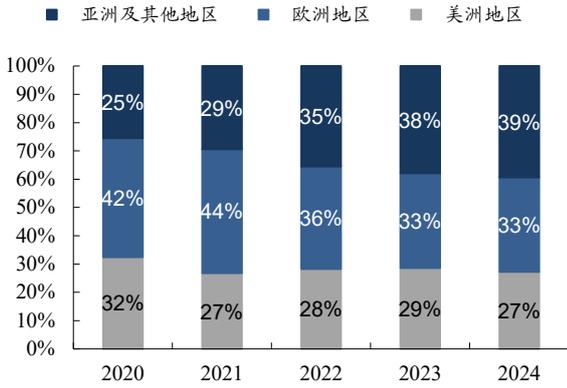


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

公司海外业务的构成较为分散: 2024 年公司海外收入中，亚洲占比 36%，欧洲占比 33%，美洲占比 27%，其他地区占比 3%。公司海外收入结构中，欧美占比均较低，且整体构成相对分散，因此对于地缘和关税等风险有较好的抗风险能力。

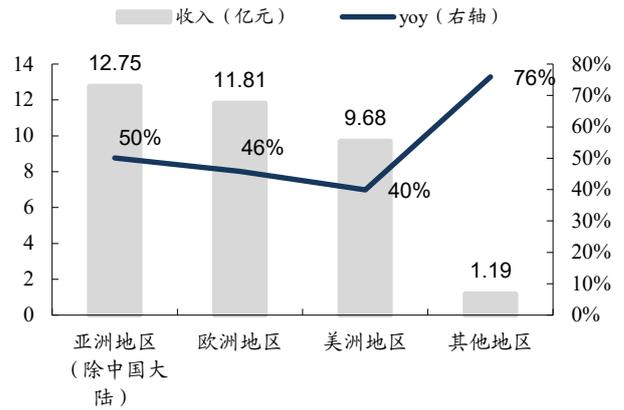
各地区均有较快成长，发展中地区的增速尤为亮眼。2024 年，公司在亚洲、其他地区分别实现 50%、76% 的同比增速，这主要受益于这些地区的渠道在不断开拓。而在传统的欧美市场中，公司也有 46%/ 40% 的增速。

图20: 2020-2024 境外各地区收入占比(剔除中国大陆)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图21: 2024 境外分地区收入

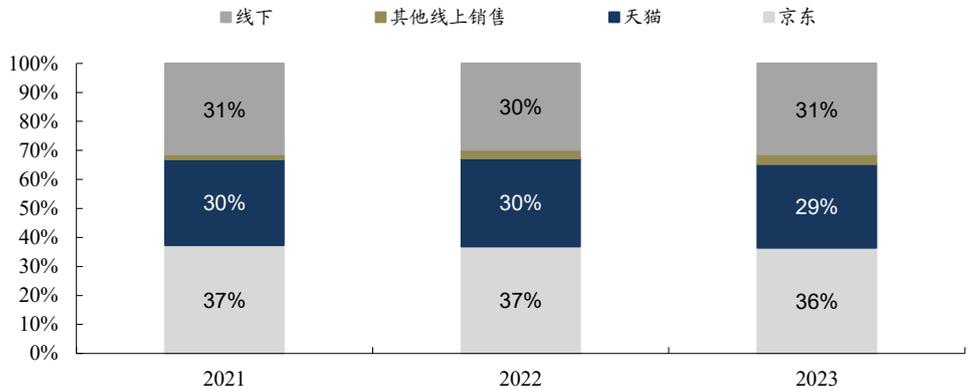


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

## 2.2. 渠道拆分: 国内渠道保持稳定, 境外以亚马逊为主, 线下渠道逐步构建

**国内线上渠道销售收入稳中有增。**公司的境内线上销售包括线上 B2C 模式、线上 B2B 模式; 其中, 在天猫、京东 POP 等平台店铺主要采取线上 B2C 模式, 在京东自营店铺系采取线上 B2B 模式。2023 年, 京东/天猫/线下渠道收入占国内收入之比分别为 36%/ 29%/ 31%, 2021~2023 年国内渠道构成基本保持稳定。

图22: 境内市场分渠道业务收入构成: 天猫、京东、线下渠道占比接近且较为稳定

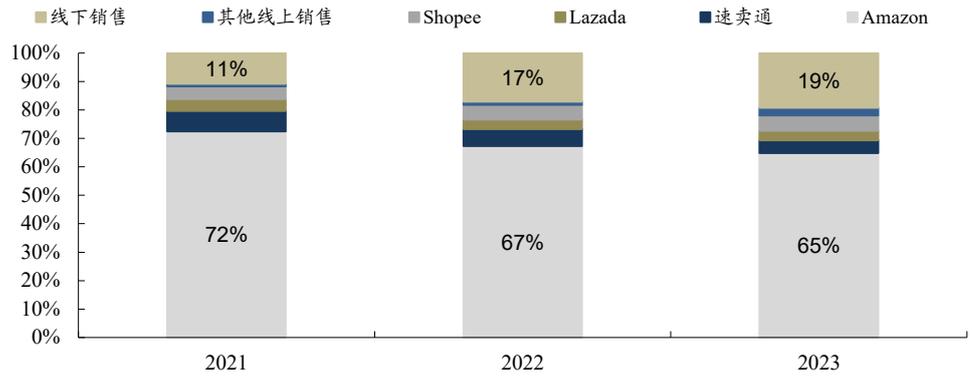


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

**境外市场依托亚马逊等跨境电商平台实现扩张。**公司的境外线上销售主要为线上 B2C 模式, 境外销售主要的第三方平台为亚马逊、速卖通、Shopee、Lazada 等。2023 年亚马逊渠道在海外收入中占比为 65%, 随着公司不断开拓新兴渠道和线下渠道, 亚马逊的占比有所下降。

发力线下，海外线下渠道占比不断提升。海外电商渗透率低于国内，大部分海外发达国家的电商渗透率仍在 20%以内，因此海外线下渠道是一个规模更大的市场，但进入门槛较高。近年来公司不断发力线下渠道，海外线下收入占比从 2021 年的 11%提升至 2023 年的 19%。

图23：海外渠道收入构成：线下占比提升

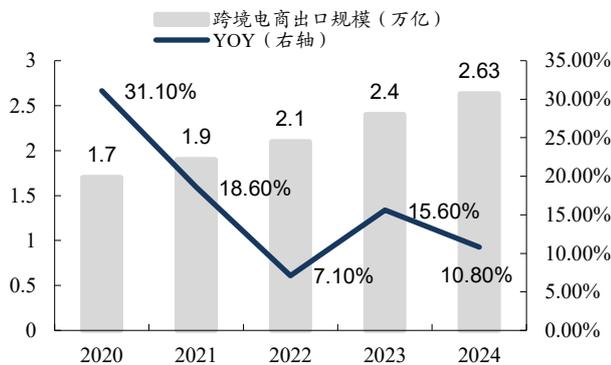


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

### 2.3. 跨境电商行业趋势：海外电商渗透率提升+中国制造优势

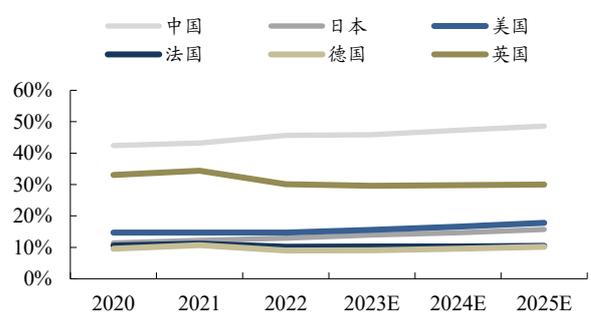
跨境电商行业增速较高：根据海关总署统计，2024 年我国跨境电商出口规模达 2.63 万亿元，同比+10.8%，2020-2024 年的 CAGR 达 11.5%，增速较高。海外电商渗透率低于国内，随海外电商渗透率提升，跨境电商行业有望迎来发展。

图24：2020-2024 我国跨境电商行业增速



数据来源：海关总署，东吴证券研究所

图25：各国电商渗透率



数据来源：Emarketer，东吴证券研究所

得益于电商运营优势和供应链优势，近年来亚马逊平台上的中国大卖家占比提升。根据 marketplace pulse 统计，亚马逊头部卖家中，中国卖家的占比从 2017 年的近 20% 提升至 2024 年的近 50%。

图26：亚马逊平台中国卖家占比提升



数据来源：Marketplace Pulse，东吴证券研究所

我们看好跨境电商发展大趋势，看好绿联科技等具备品牌实力的企业实现品牌出海。得益于供应链、电商运营等层面的优势，我国跨境电商企业正在持续高增。而我们认为其中具备品牌能力的企业是较为稀缺、且未来前景更好的存在。因此，随着行业竞争格局升级和海外消费者对中国品牌认可度提升，具备自主品牌能力的企业有望持续扩大市场份额，同时提升盈利能力。

### 3. NAS 产品：NAS 成为消费新需求，成为第二增长曲线

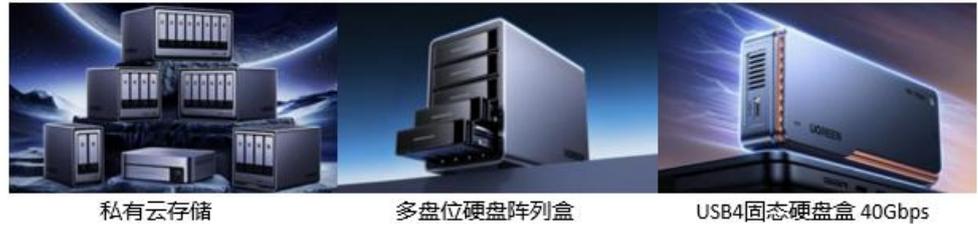
#### 3.1. 公司 NAS 产品：挖掘新使用场景，迎合“AI+”趋势

存储类产品中 NAS 将成为下一重要成长曲线。公司存储类包括 NAS、硬盘盒等产品。其中，NAS 有望成为公司下一个重要的成长曲线。

NAS 直译为网络外接存储，NAS 设备链接到局域网之后，可为连接到局域网中的设备提供云存储和文件共享等功能。随着数据量的持续增长和用户对数据安全、便捷访问的需求提升，NAS 市场渗透率有望持续提升。

我们认为，公司依托自主研发能力和完善渠道布局，有望把握 NAS 行业规模高增和国产替代趋势，逐步成长为消费级 NAS 市场的重要企业。

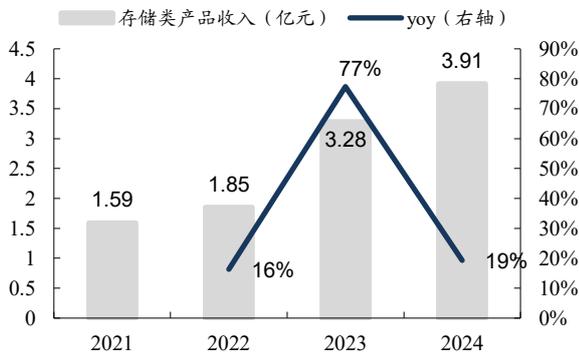
图27: 绿联科技存储类产品



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

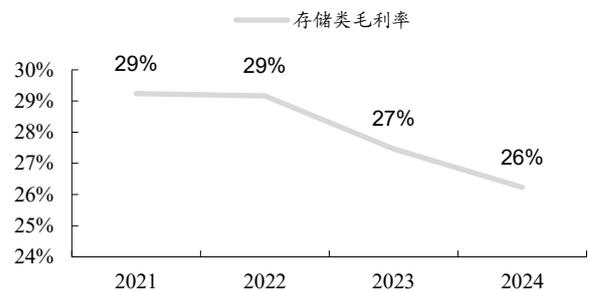
存储类里的硬盘盒等产品规模稳健, 但 NAS 产品增速较快。我们估算, 2024 年 NAS 产品营收达到 2 亿元, 占营业总收入的 3%; 占到存储类 50%左右。未来随着 NAS 产品收入的持续高增, 公司存储类业务的收入有望加速成长。但 NAS 产品目前成本主要是 CPU、DDR 内存、主板等价格较为透明的元器件, 且目前正在提升市占率阶段, 因此利润率较低。未来随着软件壁垒和生态的完善, 盈利能力有望提升。

图28: 2021-2024 存储类产品收入及增速



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图29: 2021-2024 存储类产品毛利率



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

NAS 有望成为数字时代的家庭数码仓库。NAS 私有云存储是依附于局域网的大容量存储服务器。它可以成为一个外接硬盘, 自动连接到局域网里的所有设备(包括电脑、手机、电视等), 实现文件资料的多端备份和共享。NAS 的用户包括发烧友个人、小型工作室(尤其文创类)、小型企业等。随着我们生活的数字化程度加深, NAS 渗透率有望提高。

图30: 绿联 NAS 操作系统界面



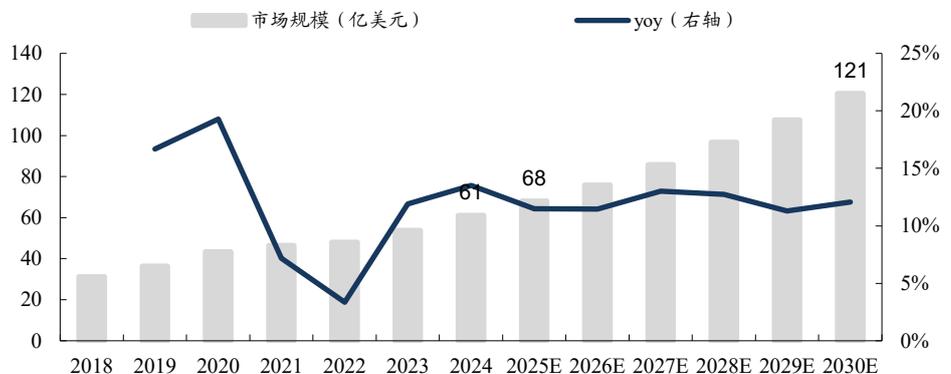
数据来源: 网络图片, 东吴证券研究所

公司 NAS 产品不断迭代, 未来有望引入 AI 功能实现需求层面的进一步扩容。2025 年 1 月的 CES 展会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, 搭载了英特尔酷睿 Ultra 处理器, 最高睿频频率可达 4.5GHz, 提供了卓越的 AI 本地化处理能力。

### 3.2. NAS 市场: 市场规模稳健增长。国内品牌异军突起

NAS 未来市场需求广阔, 全球规模呈两位数增长。根据 Grand View Research 数据, 2024 年全球消费级 NAS 市场规模 61 亿美元, 预计 2025 到 2030 年年均增长率为 12.1%。随着生活数字化程度的加深, 未来全球 NAS 市场的规模有望持续扩大。

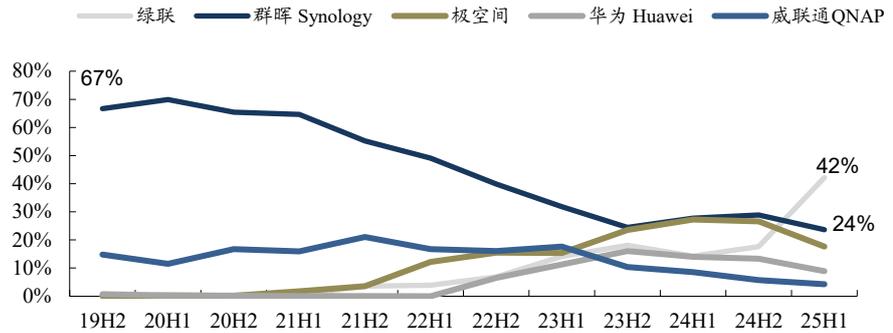
图31: 2018-2030 全球消费级 NAS 设备市场规模及增长率 (亿美元)



数据来源: Grand View Research, 东吴证券研究所

国内厂商份额迅速增长。2020-2024 年国内 NAS 市场市占率第一的龙头企业是群晖，根据第三方数据，2020 年群晖的市场占有率接近 70%。但由于群晖的产品价格较贵 & 国产厂商的产品快速进步，群晖 NAS 的线上销售占有率从 2019 年下半年的 67% 下降至 2025H1 的 24%。绿联的 NAS 产品市场份额则在不断提升，2025H1 达到 42%，市占率同比实现翻倍以上增长。

图32: 中国电商渠道 NAS 市场份额占比



数据来源: 第三方数据, 东吴证券研究所

产品对比: 绿联 NAS 产品在海外扩张方面有明显优势。绿联 DXP4800 在淘宝售价为 2199 元左右, 采用 Intel N100 处理器, 具有一定价格优势。群晖同级别产品价格相较于其他品牌来说溢价 50%-100%, 且新款产品需使用自家硬盘。极空间同级别产品售价与绿联相近, 产品设计和系统搭建偏向家庭用户。威联通 TS-464C 价格位于群晖和国产厂商之间, 但系统较难上手。华为 NAS 主要依托于自家生态, 硬件参数不具备可比性。

图33: 各企业主流 NAS 产品对比

品牌	型号	标价	配置
绿联	DXP4800 	2199元	Intel N100 (7nm Alder Lake 4大核) 8GB DDR5 内存 4盘位+2个 M.2插槽 双 2.5GbE 网口
群晖	DS925+ 	4999元	AMD V1500B (14nm Zen架构4核) 4GB ECC内存 4盘位 +2个 M.2 插槽 双 2.5GbE 网口
极空间	Z4Pro标准版 	2499元	Intel N97 (7nm Alder Lake4小核) 8GB 内存 4盘位 +2个 M.2 插槽 双 2.5GbE 网口
威联通	TS-464C 	1899元	Intel N5095 (10nm Jaser Lake 4核心) 4GB 内存 4盘位 +2个 M.2 插槽 双 2.5GbE 网口
华为	AS6020-00 	1899元	- 4GB 内存 2盘位 + 无M.2插槽 单 2.5GbE 网口

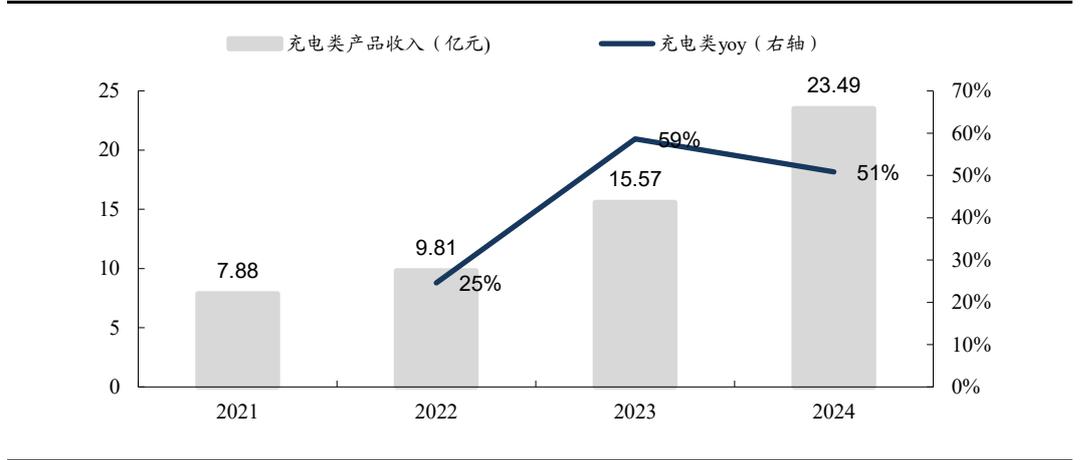
数据来源: 京东自营&官方旗舰店, 东吴证券研究所。注: 标价中不考虑各种平台折扣及国补

## 4. 充电类为成长中坚、传输类为基石，剩余品类拓展使用场景

### 4.1. 充电类产品：公司收入的成长中坚

**充电类产品是公司近年来的成长中坚：** 2024 年公司充电类产品实现收入 23.5 亿元，同比+51%。充电类是公司占比最高的产品类别，也是公司增速最快的单品。

图34：2021-2024 充电类产品的收入及增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

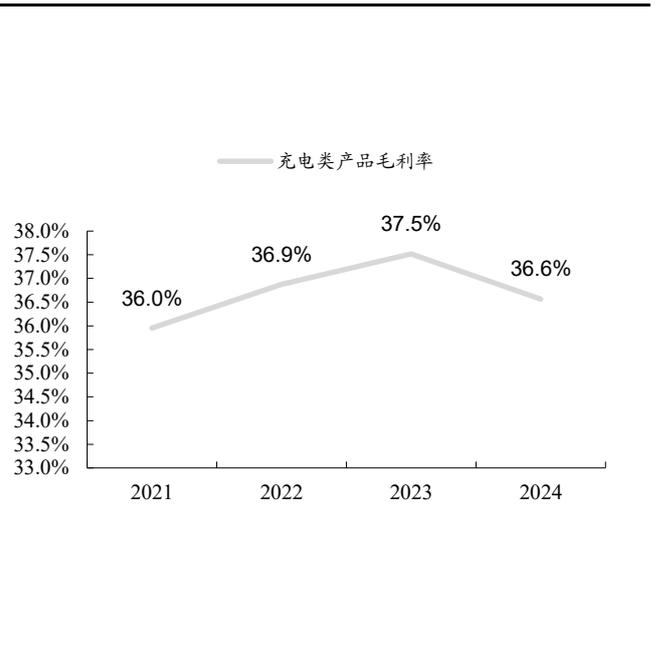
**公司充电类产品的毛利率近年来保持稳定。** 2021-2024 年公司充电类产品毛利率维持在 37%左右，主要因为公司推出差异化的和中高端产品，这些产品相较于价格段的基础款产品利润率更高。而由于公司定价上更看重性价比且国内收入占比较高，因此充电类毛利率低于安克创新的 41%（2024 年）。

图35：公司生产的充电类产品



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

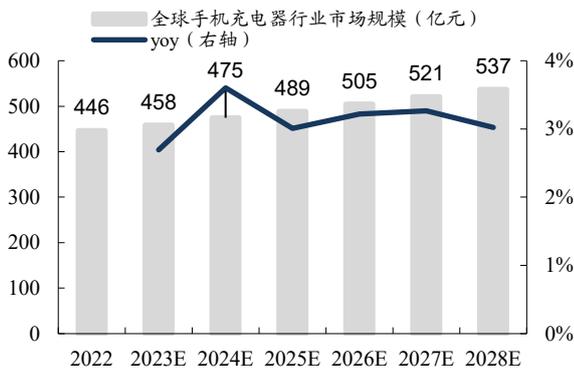
图36：2021-2024 充电类产品毛利率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

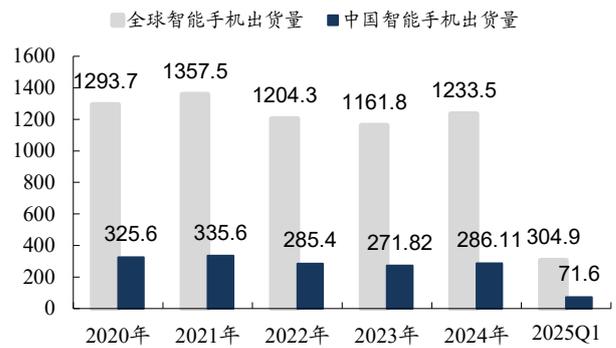
充电头整体增速不高，但第三方充电类产品受益于快充普及带来的消费升级趋势。从市场规模预测来看，全球充电头市场增速不足 5%；智能手机出货量保持平稳，中国出货量维持在 3 亿台左右，全球维持在 12 亿左右。由于数码产品普及、头部手机厂商盒内不附充电头，充电类产品逐渐脱离配件、成为一个单独的产品；同时更高端的小体积、高功率充电头逐渐普及，第三方充电头呈现产品升级的趋势。

图37: 全球充电头市场规模: 稳中有升



数据来源: 华经产业研究院, 东吴证券研究所

图38: 全球及中国智能手机出货量 (百万台)

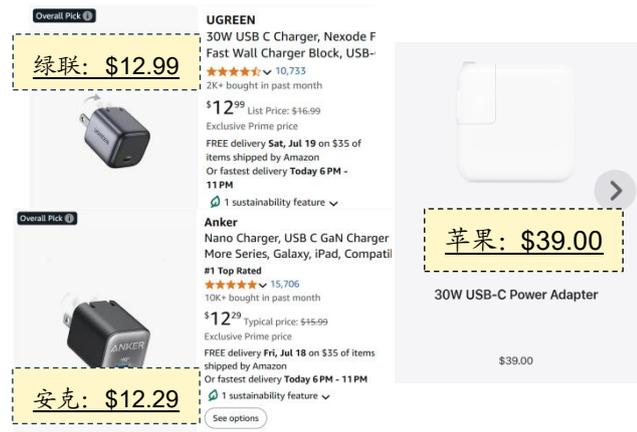


数据来源: IDC, iFind, 东吴证券研究所

第三方充电头相比原厂，具备更亲民的价格和更小的体积。对比绿联、安克、苹果:

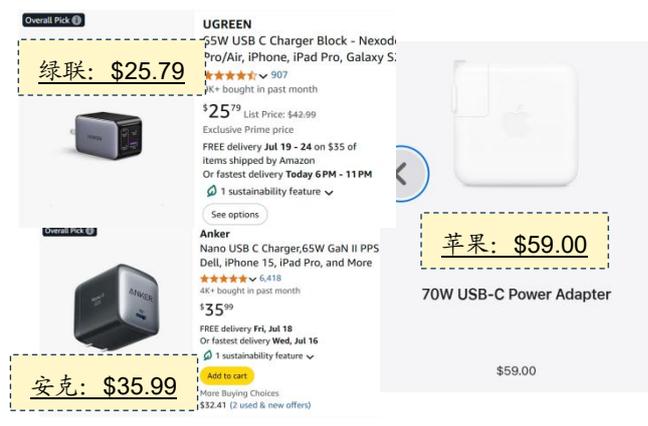
- ①绿联: 定价和 anker 相似或更低, 体积和 anker 类似, 但外观设计有少许差距。
- ②Anker: 定价和体积都仅有苹果一半。
- ③苹果: 做工用料很好, 但部分产品并未采用 GaN 技术, 体积较大且定价高。

图39: 绿联、安克、苹果 30w 充电头



数据来源: Amazon, 苹果官网, 东吴证券研究所

图40: 绿联、安克、苹果 65w 充电头对比



数据来源: Amazon, 苹果官网, 东吴证券研究所

充电宝产品也同样呈现产品升级趋势。近年来大功率充电宝、磁吸充电、多合一充电宝产品逐渐兴起。大功率快充充电宝可提升充电宝的自充补能速度，并且为手机等数

码设备实现更高功率的充电，一部分大功率充电宝甚至可以为笔记本电脑补能。多合一充电宝指的是自带插头、数据线的产品，这优化了用户的使用体验，不需要额外准备充电头和数据线即可使用。绿联科技通过“能量湃”、“闪充湃”等产品切入中高端市场，通过产品升级实现较快增长。

图41：绿联科技推出多款大功率、多合一、磁吸充电宝

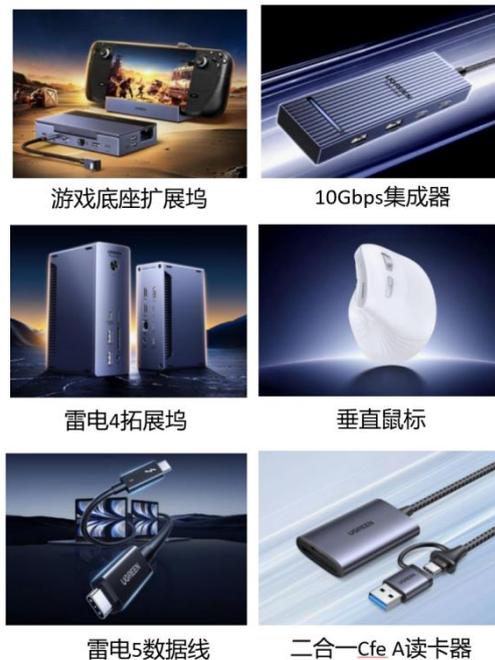


数据来源：淘宝，东吴证券研究所

#### 4.2. 传输类产品：基石类产品

传输类产品是公司基石品类，主要包括各类转接头、扩展坞、数据线等。该品类公司投入启动较早，对于公司来说已经是一个相对成熟的品类。

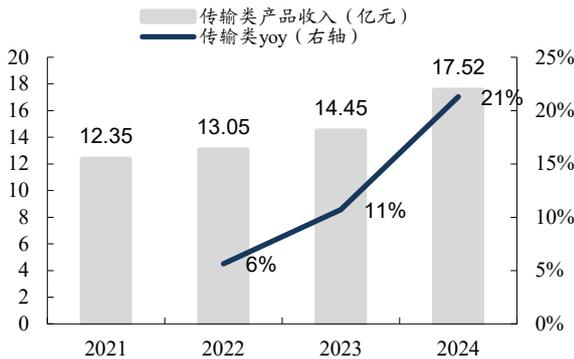
图42：公司生产的传输类产品



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

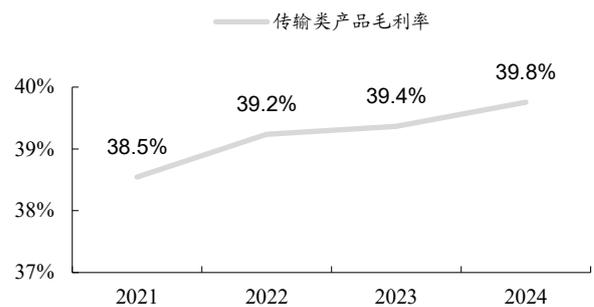
海外渠道扩张，传输类产品营收和毛利率实现加速。2023 年来，公司传输类产品加速成长，2024 年传输类产品营收为 17.52 亿元，同比+21%，我们认为这主要受益于公司海外渠道发力。传输类产品毛利率稳中有增，2021 年来逐年增长，至 2024 年达到 40%，我们认为这主要受益于：①传输类产品境外收入占比提升，海外渠道利润率高于国内，带来该品类整体毛利率的结构性增长；②公司“绿联”品牌逐渐形成品牌心智和规模效应。

图43: 2021-2024 传输类产品的收入及增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图44: 2021-2024 传输类产品毛利率

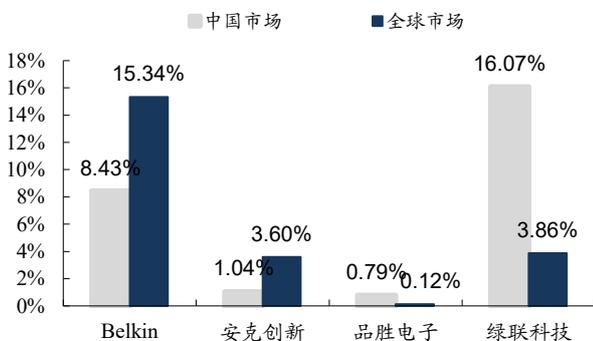


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司在扩展坞等领域已经形成品牌优势，行业地位有望持续保持。2021 年绿联科技扩展坞全球市场占有率为 3.86%，中国市场为 16.07%，逐渐形成品牌效应。拓展坞、传输类产品具备产品种类繁多、单价低、但受限于外接形态常常不稳定等特性。因此，消费者在选购时更倾向于选择绿联等已经具有一定规模、且产品稳定性和兼容性相对较好的品牌，同时愿意支付一定的品牌溢价。

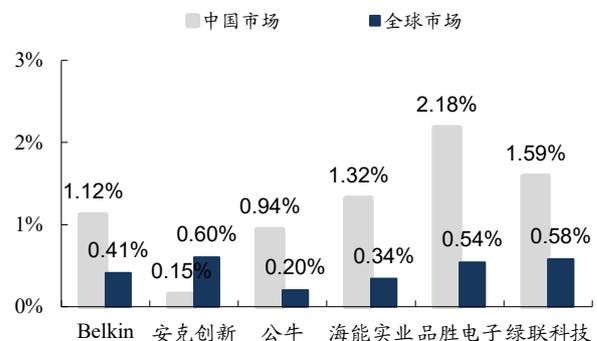
我们认为未来绿联传输类产品的发展空间主要在海外，公司产品在海外的市场占有率相比国内仍然更低，且相比海外目前的龙头品牌具备性价比优势。

图45: 2021 年扩展坞市场全球市场占有率



数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

图46: 2021 年数据线市场市场占有率



数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

### 4.3. 音视频类产品：产生协同效应，提高盈利能力

音视频类产品与公司主业形成协同效应。公司的音视频类产品包括蓝牙耳机、视频线、音频转接线等。

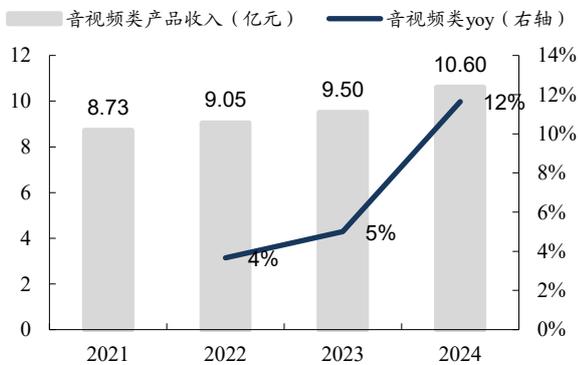
图47：公司生产的音视频类产品



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

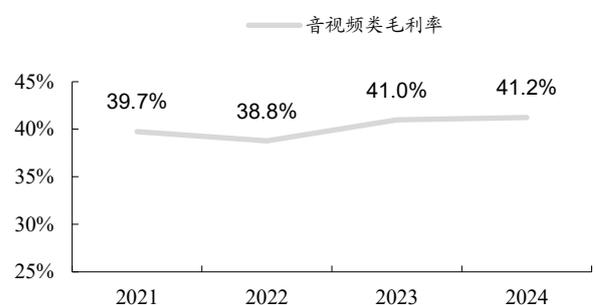
**毛利率表现优异：**音视频类产品 2024 年营收为 10.6 亿元，同比+12%，占总营收的 17%。该类产品的毛利率维持在 40%上下，2023 年毛利率有明显提升，主要系公司对音视频类产品结构工艺进行优化；同时，在营运策略方面，公司主推高单价产品。

图48：2021-2024 音视频类产品收入及增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图49：2021-2024 音视频类产品毛利率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

#### 4.4. 移动周边类产品：扩宽用户使用场景

**移动周边类产品拓宽用户使用场景。**公司的移动周边类产品主要包括笔记本支架、手机支架、钢化膜等。这些产品在主业的基础上进行延伸，形成协同效应，推动绿联“UGREEN”品牌的发展。

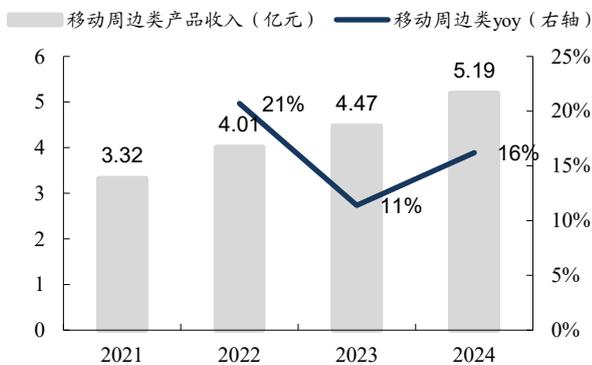
图50：公司生产的移动周边类产品



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

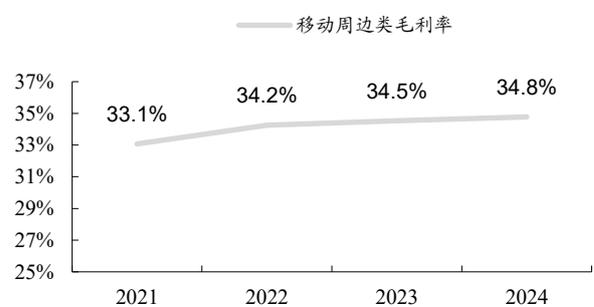
**营收稳定增长，毛利率有所提升：**2024 年移动周边类产品营收为 5.19 亿元，同比 +16%，占公司总营收的 8%。2021-2024，该品类毛利率从 33%提升至 35%，主要系公司对运费和包装进行优化调整。

图51：2021-2024 移动周边类产品收入及增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图52：2021-2024 移动周边类产品毛利率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

## 5. 盈利预测与投资建议

### 5.1. 关键假设与盈利预测

我们认为未来公司发展的重心包括：①海外持续拓展，带动公司成熟产品实现稳健增长和利润率提升；②NAS 产品有望打开第二成长曲线；③充电类同时受益于行业增长、公司产品力提升、公司渠道扩张而实现较快增长。

分品类来看，成长中坚类产品（充电类产品）收入增速维持，NAS 长期来看将成为增长引擎。

#### 收入方面：

充电类收入高增：①公司推出“闪充湃”、“能量湃”等中高端产品，实现产品结构升级，满足中高端消费者需求，市占率和客单价持续提升；②民航局颁布新规，2025年6月28日起禁止旅客携带没有3C标识、3C标识不清晰、被召回型号或批次的充电宝乘坐境内航班，或将带来充电宝换新的增量需求。

NAS 业务收入高增带动存储类产品增长：受益于NAS行业市场规模增长、公司NAS产品在国内份额提升、公司尝试开拓海外市场，NAS业务收入有望持续高增，这将带动存储类产品增长。

传输、音视频、移动周边类：受益于公司品牌出海、渠道开拓、品牌认知提升，实现稳健成长。

#### 毛利率方面：

由于NAS占比提升，存储类毛利率短期下降：NAS主要成本为CPU、DRAM内存、主板、结构件等价格较为透明的元器件，且目前在提升市场份额的阶段，因此毛利率较低。但未来若公司成为品类龙头，或将拥有依靠软件壁垒提高定价、提升毛利率的能力。此外，NAS产品在海外的毛利率同样显著高于国内，随着公司NAS产品开拓海外市场，远期毛利率有望提升。因此，我们预计存储类毛利率将呈现先降后升的趋势。

其余品类受益于出海、品牌升级，毛利率稳步增长。

费用率：我们预计占比最高的销售费用因为公司前期的渠道投入和线下布局，以及逐渐建立的品牌优势，未来五年逐渐下降，其余费用基本持平。

综上，我们预计2025~27年公司归母净利润为6.4/8.4/10.4亿元，同比+38%/+31%/+24%。

图53: 绿联科技盈利预测关键假设

(单位: 百万元)		2023	2024	2025E	2026E	2027E
总收入		4,803	6,170	8,362	10,682	12,856
	yoy	25%	28%	36%	28%	20%
	毛利率	37.6%	37.4%	37.1%	36.8%	36.5%
充电类产品收入		1,557	2,349	3,406	4,599	5,748
	yoy	58.7%	50.9%	45.0%	35.0%	25.0%
	毛利率	37.5%	36.6%	37.5%	38.0%	38.0%
传输类产品收入		1,445	1,752	2,103	2,418	2,660
	yoy	10.7%	21.3%	20.0%	15.0%	10.0%
	毛利率	39.4%	39.8%	40.2%	40.3%	40.3%
音视频类产品收入		950	1,060	1,166	1,260	1,323
	yoy	5.0%	11.6%	10.0%	8.0%	5.0%
	毛利率	41.0%	41.2%	41.3%	41.4%	41.4%
移动周边类产品收入		447	519	587	645	697
	yoy	11.4%	16.2%	13.0%	10.0%	8.0%
	毛利率	34.5%	34.8%	35.0%	35.0%	35.0%
存储类产品收入		328	391	979	1,615	2,260
	yoy	77.4%	19.3%	150.0%	65.0%	40.0%
	毛利率	27.5%	26.2%	25.7%	25.5%	26.0%
其他类产品收入		75	94	117	140	161
	yoy	35.1%	25.2%	25.0%	20.0%	15.0%
	毛利率	25.1%	31.2%	31.2%	31.2%	31.2%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所预测

## 5.2. 投资建议

我们选取安克创新、赛维时代、致欧科技为可比公司。三家公司①海外收入占比均超过 50%; ②均以跨境电商 B2C 模式为主, 核心渠道为亚马逊平台; ③均为自有品牌+外协采购的经营模式。绿联科技的市盈率略高于可比公司均值, 与安克创新略接近, 我们认为公司产品周期处于扩张阶段、未来业绩增速较快且能见度较高, 因此应当给予一定的估值溢价。考虑公司海外渠道增速较快、NAS 和充电类高增, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

表1: 行业公司估值表 (更新至 2025.08.21)

代码	简称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			P/E			PB (LY)	投资 评级
			2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E		
300866.SZ	安克创新	777	21.14	24.58	33.51	37	32	23	8.30	买入
301376.SZ	致欧科技	80	3.34	4.18	5.44	24	19	15	2.38	买入
301381.SZ	赛维时代	91	2.14	3.38	4.46	42	27	20	3.59	未评级
可比公司均值						34	26	19	4.76	
301606.SZ	绿联科技	282	4.62	6.38	8.36	61	44	34	9.21	买入

数据来源: wind, 东吴证券研究所

注: 表中已评级标的净利润预测为东吴证券研究所预测; 未评级标的采用 wind 一致预期;

## 6. 风险提示

**新品销量及盈利能力不及预期：**公司 NAS 业务尚处于早期阶段，存在一定的不确定性；且当前毛利率较公司其他品类较低，未来盈利能力有一定的不确定性。

**海外经营不确定性：**关税、地缘因素或影响公司海外业务的展业和盈利。

**产品质量风险：**充电等品类产品若产生质量问题，或导致召回、存货折价等损失，严重情况下或影响品牌口碑。

**消费需求波动：**NAS、中高端传输和充电类产品具备可选属性，如果终端消费需求波动，或影响收入增速。

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	<b>3,354</b>	<b>4,105</b>	<b>5,022</b>	<b>6,044</b>	<b>营业总收入</b>	<b>6,170</b>	<b>8,362</b>	<b>10,682</b>	<b>12,856</b>
货币资金及交易性金融资产	1,834	2,083	2,465	2,981	营业成本(含金融类)	3,864	5,264	6,756	8,169
经营性应收款项	133	180	231	278	税金及附加	16	22	28	34
存货	1,235	1,682	2,159	2,610	销售费用	1,205	1,566	1,969	2,356
合同资产	0	0	0	0	管理费用	259	334	417	501
其他流动资产	152	159	167	175	研发费用	304	437	559	672
<b>非流动资产</b>	<b>541</b>	<b>534</b>	<b>518</b>	<b>515</b>	财务费用	(8)	48	46	(8)
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	14	19	24	29
固定资产及使用权资产	141	118	95	86	投资净收益	6	8	10	12
在建工程	1	1	1	1	公允价值变动	6	0	0	0
无形资产	9	14	21	28	减值损失	(37)	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	20	20	20	20	<b>营业利润</b>	<b>517</b>	<b>717</b>	<b>942</b>	<b>1,172</b>
其他非流动资产	371	380	380	380	营业外净收支	8	8	8	8
<b>资产总计</b>	<b>3,895</b>	<b>4,639</b>	<b>5,541</b>	<b>6,559</b>	<b>利润总额</b>	<b>525</b>	<b>724</b>	<b>949</b>	<b>1,179</b>
<b>流动负债</b>	<b>862</b>	<b>1,153</b>	<b>1,473</b>	<b>1,768</b>	减:所得税	64	89	117	145
短期借款及一年内到期的非流动负债	23	11	9	0	<b>净利润</b>	<b>460</b>	<b>635</b>	<b>833</b>	<b>1,034</b>
经营性应付款项	554	755	969	1,172	减:少数股东损益	(2)	(2)	(3)	(4)
合同负债	62	84	107	129	<b>归属母公司净利润</b>	<b>462</b>	<b>638</b>	<b>836</b>	<b>1,038</b>
其他流动负债	223	303	388	468	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.11	1.54	2.01	2.50
非流动负债	108	110	110	110	EBIT	498	772	995	1,171
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	553	832	1,061	1,229
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	37.38	37.05	36.75	36.46
租赁负债	96	96	96	96	归母净利率(%)	7.49	7.63	7.82	8.08
其他非流动负债	13	14	14	14	收入增长率(%)	28.46	35.54	27.74	20.35
<b>负债合计</b>	<b>970</b>	<b>1,263</b>	<b>1,583</b>	<b>1,878</b>	归母净利润增长率(%)	19.29	37.93	31.08	24.22
归属母公司股东权益	2,897	3,351	3,936	4,663					
少数股东权益	28	25	22	18					
<b>所有者权益合计</b>	<b>2,925</b>	<b>3,376</b>	<b>3,958</b>	<b>4,681</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>3,895</b>	<b>4,639</b>	<b>5,541</b>	<b>6,559</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	624	485	678	881	每股净资产(元)	6.98	8.08	9.49	11.24
投资活动现金流	(1,091)	(33)	(33)	(36)	最新发行在外股份(百万股)	415	415	415	415
筹资活动现金流	606	(210)	(263)	(330)	ROIC(%)	17.66	20.76	23.13	23.24
现金净增加额	150	249	382	515	ROE-摊薄(%)	15.96	19.03	21.24	22.27
折旧和摊销	55	59	66	58	资产负债率(%)	24.91	27.23	28.56	28.64
资本开支	(28)	(35)	(42)	(47)	P/E (现价&最新股本摊薄)	60.93	44.18	33.70	27.13
营运资本变动	128	(200)	(213)	(202)	P/B (现价)	9.72	8.41	7.16	6.04

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 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），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>