

## NAS 显弹性，前置投流影响利润

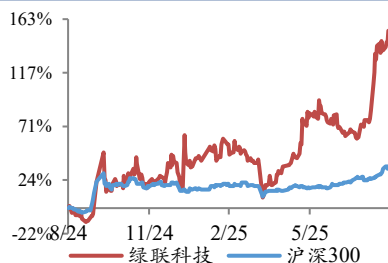
——绿联科技 25Q2 点评

### 投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-08-29

收盘价（元）	72.12
近 12 个月最高/最低（元）	73.46/25.34
总股本（百万股）	415
流通股本（百万股）	219
流通股比例（%）	52.79
总市值（亿元）	299
流通市值（亿元）	158

### 公司价格与沪深 300 走势比较



### 分析师：邓欣

执业证书号：S0010524010001

邮箱：dengxin@hazq.com

### 联系人：唐楚彦

执业证书号：S0010124070002

邮箱：tangchuyan@hazq.com

### 相关报告

1.从充电与 NAS 看绿联科技空间——  
绿联科技投资探讨（301606.SZ）  
2025-08-18

### 主要观点：

#### ● 公司发布 25Q2 业绩：

- 25Q2：收入 20.33 亿元（同比+39.38%），归母净利润 1.24 亿（同比+18.67%），扣非归母净利润 1.16 亿（同比+13.79%）；
- 25H1：收入 38.57 亿元（同比+40.60%），归母净利润 2.75 亿元（同比+32.74%），扣非归母净利润 2.59 亿元（同比+28.89%）。

#### ● 收入分析：Nas 显弹性、海外成引擎

- 25H1 公司海外占比快速达到 6 成，内销/外销同比各+27%/+51%、线上/线下同比各+37%/+53%。充电类/存储类/其他业务较 24 年基本皆有加速：
- 充电类业务：H1 同比+44%(增速与 24 年同比+51%相当)，增长来自产品推新(氮化镓/无线充等产品)+海外扩张(参考久谦：公司充电类业务亚马逊全站综合销额同比 Q1+50%/Q2+70%，呈扩张趋势)；
- 存储类业务：H1 同比+125%(较 24 年同比+19%大幅加速)，增长来自 NAS 发力(参考久谦：NAS 国内线上销额 Q1+166%/Q2+490%，可印证边际加速趋势)；
- 其他业务（除存储类和充电类其他加总）：H1 同比+28%(同样加速，24 年传输/音视频/移动周边类业务同比+21%/12%/16%)，加速来自拓展坞/耳机/投屏器等不断创新等。

#### ● 利润分析：前置投流影响，费用收入错期

- 毛利率：H1 同比-1.44pct(Q2 同比-1.31pct)，略有下行核心来自产品渠道结构变化：①存储毛利率提升同比+2pct（来自 Nas 新品放量）而充电毛利率小幅下滑(同比-1.6pct)、②线下拓展/占比扩张(线下毛利率 29%低于线上毛利率 40%，当前公司已成功进驻 Walmart、BestBuy 等头部 KA)；
- 净利率：H1 同比-0.42pct(Q2 同比-1pct)，Q2 销售/管理/研发/财务费率+1.2/-0.5/-0.5/-0.1pct，单季销售投放增加核心源于品牌升级(5 月 21 日官宣易烱千玺全球代言)+旺季大促投流扩大份额，其余费率皆有摊薄。

#### ● 投资建议：

##### ➤ 我们的观点：

参见我们此前深度，公司充电业务享出海周期、Nas 业务迎接 AI 催化，从中报看，公司立足长期、三大板块皆有提速、品牌渠道扩张赋能长远。我们重点强调 Q2 费用前置可能带来 Q3 盈利兑现。

盈利预测：基于公司最新发布业绩情况，我们调整 25-27 年盈利预

测。预计 2025-2027 年公司收入 85.66/111.44/140.85 亿元（25-27 年前值 81.36/103.55/129.98 亿元），同比 +38.8%/+30.1%/+26.4%，归母净利润 6.51/8.92/11.87 亿元（25-27 年前值 6.55/8.83/11.77 亿元），同比+40.9%/+36.9%/+33.1%；对应 PE46/34/25X，维持“买入”评级。

● 风险提示：

需求不及预期，产品不及预期，海外市场开拓不及预期，竞争加剧。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	6170	8566	11144	14085
收入同比（%）	28.5%	38.8%	30.1%	26.4%
归属母公司净利润	462	651	892	1187
净利润同比（%）	19.3%	40.9%	36.9%	33.1%
毛利率（%）	37.4%	37.1%	37.3%	37.5%
ROE（%）	16.0%	18.2%	19.9%	21.0%
每股收益（元）	1.18	1.57	2.15	2.86
P/E	31.95	45.94	33.55	25.21
P/B	5.41	8.35	6.69	5.29
EV/EBITDA	26.49	36.72	26.64	19.56

资料来源：wind，华安证券研究所

注：数据截至 2025 年 8 月 28 日

**财务报表与盈利预测**

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	3354	4269	5489	7101	营业收入	6170	8566	11144	14085
现金	1143	1446	2046	3030	营业成本	3864	5389	6984	8810
应收账款	98	174	241	271	营业税金及附加	16	26	32	41
其他应收款	21	35	41	53	销售费用	1205	1696	2199	2761
预付账款	33	68	77	94	管理费用	259	343	435	535
存货	1235	1723	2262	2828	财务费用	-8	-11	-14	-20
其他流动资产	824	823	823	824	资产减值损失	-39	0	0	0
非流动资产	541	565	557	553	公允价值变动收益	6	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	6	9	12	14
固定资产	34	34	32	28	营业利润	517	746	1020	1355
无形资产	9	11	13	16	营业外收入	8	0	0	0
其他非流动资产	498	521	512	509	营业外支出	1	0	0	0
资产总计	3895	4834	6046	7654	利润总额	525	746	1020	1355
流动负债	862	1107	1422	1840	所得税	64	90	123	164
短期借款	0	0	0	0	净利润	460	656	897	1191
应付账款	554	694	910	1182	少数股东损益	-2	4	5	3
其他流动负债	308	413	512	658	归属母公司净利润	462	651	892	1187
非流动负债	108	112	112	112	EBITDA	553	779	1051	1382
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.18	1.57	2.15	2.86
其他非流动负债	108	112	112	112					
负债合计	970	1219	1535	1952					
少数股东权益	28	32	38	41					
股本	415	415	415	415					
资本公积	1072	1092	1092	1092					
留存收益	1410	2075	2967	4154					
归属母公司股东权益	2897	3582	4474	5661					
负债和股东权益	3895	4834	6046	7654					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元									
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	624	302	626	1013	成长能力				
净利润	460	656	897	1191	营业收入	28.5%	38.8%	30.1%	26.4%
折旧摊销	55	45	46	47	营业利润	18.2%	44.2%	36.7%	32.9%
财务费用	-6	0	0	0	归属于母公司净利润	19.3%	40.9%	36.9%	33.1%
投资损失	-6	-9	-12	-14	获利能力				
营运资金变动	128	-380	-305	-210	毛利率 (%)	37.4%	37.1%	37.3%	37.5%
其他经营现金流	325	1026	1203	1401	净利率 (%)	7.5%	7.6%	8.0%	8.4%
投资活动现金流	-1091	-50	-26	-29	ROE (%)	16.0%	18.2%	19.9%	21.0%
资本支出	-28	-55	-38	-43	ROIC (%)	14.4%	17.2%	19.1%	20.1%
长期投资	-1070	0	0	0	偿债能力				
其他投资现金流	7	5	12	14	资产负债率 (%)	24.9%	25.2%	25.4%	25.5%
筹资活动现金流	606	37	0	0	净负债比率 (%)	33.2%	33.7%	34.0%	34.2%
短期借款	0	0	0	0	流动比率	3.89	3.86	3.86	3.86
长期借款	0	0	0	0	速动比率	2.27	2.12	2.12	2.20
普通股增加	42	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	771	20	0	0	总资产周转率	1.94	1.96	2.05	2.06
其他筹资现金流	-207	17	0	0	应收账款周转率	52.35	62.99	53.79	55.00
现金净增加额	150	303	600	985	应付账款周转率	8.49	8.64	8.71	8.42

每股指标 (元)					估值比率				
每股收益	1.18	1.57	2.15	2.86	P/E	31.95	45.94	33.55	25.21
每股经营现金流 (摊薄)	1.50	0.73	1.51	2.44	P/B	5.41	8.35	6.69	5.29
每股净资产	6.98	8.63	10.78	13.64	EV/EBITDA	26.49	36.72	26.64	19.56

资料来源: wind, 华安证券研究所

## 分析师与研究助理简介

**分析师：**邓欣，华安证券研究所副所长、消费组组长兼食品饮料、家用电器、消费首席分析师。经济学硕士，双专业学士，10余年证券从业经验，历任中泰证券、中信建投、安信证券、海通证券，曾任家电、医美、泛科技消费首席分析师等，专注于成长消费领域，从产业链变革视角前瞻挖掘投资机会。

**联系人：**唐楚彦，武汉大学金融学学士，伦敦大学学院金融学硕士，3年消费行业研究经验。

## 重要声明

### 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

### 公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。