

绿联科技 (301606.SZ)

2025Q2 利润受费用前置影响，线下及海外营收高增

2025 年 08 月 29 日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

吕明（分析师）

林文隆（分析师）

lvming@kysec.cn

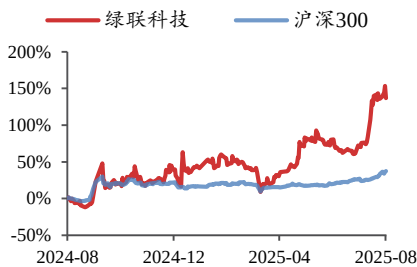
linwenlong@kysec.cn

证书编号：S0790520030002

证书编号：S0790524070004

日期	2025/8/29
当前股价(元)	67.50
一年最高最低(元)	73.46/25.34
总市值(亿元)	280.06
流通市值(亿元)	147.84
总股本(亿股)	4.15
流通股本(亿股)	2.19
近 3 个月换手率(%)	81.44

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《充电品牌和渠道势能提升，NAS 存储赛道星辰大海——公司首次覆盖报告》-2025.6.30

● 2025Q2 利润受费用前置影响，看好高潜力 NAS 存储，维持“买入”评级

2025Q1/2025Q2 公司营收分别为 18.2/20.3 亿元（同比分别+42%/+39%），归母净利润分别为 1.5/1.2 亿元（同比分别+47%/+19%），扣非归母净利润分别为 1.43/1.2 亿元（同比分别+45%/+14%）。单季度收入维持高增，考虑短期品牌营销和产品推广等前期投流费用增加，我们调整 2025-2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润 6.26/8.63/11.33 亿元（原值为 6.59/8.46/10.63 亿元），EPS 分别为 1.51/2.08/2.73 元，当前股价对应 PE 分别为 47.8/34.7/26.4 倍，长期看好 NAS 存储赛道行业渗透率提升，公司有望率先享受行业红利，维持“买入”评级。

● 2025H1 线下渠道以及海外营收增长提速，关注后续 NAS 产品/系统迭代催化 2025H1 分产品，充电/传输/音视频/存储/移动周边五大类营收分别为 14.3/10.3/6.3/4.1/3.0 亿元，同比分别+44%/+29%/+28%/+125%/+29%。分区域，境内/境外营收分别为 15.6/22.9 亿元，同比分别+27%/+51%。境外预计东南亚及日本、欧洲、美国等核心市场均保持 45%+增长，东南亚及美国增速或更高。分渠道，线上/线下营收分别为 28.5/10.1 亿元，同比分别+37%/+53%，线下在全球化渠道拓展背景下加速增长。其中线上亚马逊/京东/天猫/其他渠道营收同比分别+42%/+20%/+22%/+56%；线下在东南亚经销商以及欧美商超拉动下实现高增长。充电业务高增长以及线下增长提速下印证公司主业品牌和渠道势能逐步提升。展望后续，短期产品和渠道周期或继续支撑收入较高增长。长期维度，线下渠道开拓+苹果迭代功率提升+推新速度加快或带动充电业务稳健增长；NAS 存储处在 0-1 发展阶段，2025Q2/2025M7 公司国内线上份额分别为 56%/36%，长期看好行业渗透率提升以及公司增长。同时关注后续高端 AINAS 产品催化。

● 2025Q2 毛利率受结构扰动，销售费用前置扰动利润率，看好后续修复弹性

2025Q1/2025Q2 毛利率分别 38.0%/36.1%，同比分别-1.6/-1.3pct。单季度毛利率下滑或主要系结构变化（低毛利 NAS 存储占比提升以及低毛利线下渠道占比提升）。费用端，2025Q2 期间费用率为 29.1%（同比+0.1pct），其中 2025Q2 销售/管理/研发/财务费用率同比分别+1.2/-0.5/-0.5/-0.1pct，管理和研发费用规模效应显现，但销售费用率在明星代言初期线下广告投放、DH4300 Plus 新品前期预热投流以及渠道前期建设等投入加大情况下有所提升。综合影响下 2025Q1/2025Q2 归母净利率分别为 8.2%/6.1%（同比分别+0.3/-1.1pct）。展望后续，随着 NAS 存储放量及消费者教育趋于成熟，前置投放的销售费用规模效应有望逐步显现。

● 风险提示：NAS 存储销售不及预期；海外渠道拓展不及预期；竞争加剧等。

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	8,642	11,360	14,264
YOY(%)	25.1	28.5	40.1	31.4	25.6
归母净利润(百万元)	388	462	626	863	1,133
YOY(%)	18.4	19.3	35.4	37.9	31.2
毛利率(%)	37.6	37.4	36.1	35.9	35.9
净利率(%)	8.1	7.5	7.2	7.6	7.9
ROE(%)	22.2	15.7	19.0	21.0	22.0
EPS(摊薄/元)	0.93	1.11	1.51	2.08	2.73
P/E(倍)	77.2	64.7	47.8	34.7	26.4
P/B(倍)	17.1	10.3	9.1	7.3	5.8

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	2251	3354	3964	4938	6218	营业收入	4803	6170	8642	11360	14264
现金	992	1143	1601	2215	2642	营业成本	2998	3864	5520	7285	9144
应收票据及应收账款	137	100	185	237	275	营业税金及附加	14	16	23	30	38
其他应收款	17	21	32	38	50	营业费用	912	1205	1737	2295	2896
预付账款	35	33	62	63	94	管理费用	211	259	299	352	414
存货	996	1235	1952	2253	3026	研发费用	216	304	370	440	514
其他流动资产	74	822	131	131	131	财务费用	-3	-8	-20	-20	-20
非流动资产	202	541	546	548	547	资产减值损失	-35	-39	-39	-35	-30
长期投资	0	0	0	0	0	其他收益	15	14	18	18	18
固定资产	30	34	42	48	52	公允价值变动收益	0	6	10	10	10
无形资产	5	9	9	9	9	投资净收益	6	6	10	10	10
其他非流动资产	167	498	496	492	487	资产处置收益	0	0	0	0	0
资产总计	2453	3895	4510	5486	6766	营业利润	438	517	706	976	1284
流动负债	572	862	1100	1275	1500	营业外收入	8	8	8	8	8
短期借款	0	0	86	-0	27	营业外支出	1	1	1	1	1
应付票据及应付账款	356	554	746	970	1184	利润总额	446	525	714	984	1291
其他流动负债	216	308	268	306	290	所得税	52	64	88	121	159
非流动负债	105	108	108	108	108	净利润	394	460	626	863	1133
长期借款	0	0	0	0	0	少数股东损益	6	-2	0	0	0
其他非流动负债	105	108	108	108	108	归属母公司净利润	388	462	626	863	1133
负债合计	677	970	1208	1384	1608	EBITDA	433	511	690	948	1242
少数股东权益	30	28	28	28	28	EPS(元)	0.93	1.11	1.51	2.08	2.73
股本	373	415	415	415	415						
资本公积	301	1072	1072	1072	1072	主要财务比率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
留存收益	1072	1410	1952	2669	3564	成长能力					
归属母公司股东权益	1747	2897	3274	4075	5130	营业收入(%)	25.1	28.5	40.1	31.4	25.6
负债和股东权益	2453	3895	4510	5486	6766	营业利润(%)	17.3	18.2	36.5	38.3	31.5
						归属于母公司净利润(%)	18.4	19.3	35.4	37.9	31.2
						获利能力					
						毛利率(%)	37.6	37.4	36.1	35.9	35.9
						净利率(%)	8.1	7.5	7.2	7.6	7.9
						ROE(%)	22.2	15.7	19.0	21.0	22.0
						ROIC(%)	20.7	14.7	17.6	20.0	20.7
						偿债能力					
						资产负债率(%)	27.6	24.9	26.8	25.2	23.8
						净负债比率(%)	-54.1	-38.3	-45.9	-54.0	-50.7
						流动比率	3.9	3.9	3.6	3.9	4.1
						速动比率	2.0	2.3	1.7	2.0	2.0
						营运能力					
						总资产周转率	2.1	1.9	2.1	2.3	2.3
						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	1.51	2.08	2.73
						每股经营现金流(最新摊薄)	0.42	1.50	-0.16	1.79	1.11
						每股净资产(最新摊薄)	4.21	6.98	7.89	9.82	12.36
						估值比率					
						P/E	77.2	64.7	47.8	34.7	26.4
						P/B	17.1	10.3	9.1	7.3	5.8
						EV/EBITDA	67.0	55.1	41.2	29.2	22.0
现金流量表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E						
经营活动现金流	173	624	-68	744	460						
净利润	394	460	626	863	1133						
折旧摊销	17	20	15	19	23						
财务费用	-3	-8	-20	-20	-20						
投资损失	-6	-6	-10	-10	-10						
营运资金变动	-291	88	-674	-102	-659						
其他经营现金流	64	69	-5	-6	-7						
投资活动现金流	-16	-1091	691	-1	-2						
资本支出	24	28	20	21	22						
长期投资	0	-1070	0	0	0						
其他投资现金流	7	7	711	20	20						
筹资活动现金流	-45	606	-252	-42	-58						
短期借款	0	0	86	-86	27						
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	-338	44	-84						
现金净增加额	116	150	371	701	400						

数据来源：聚源、开源证券研究所

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