

绿联科技（301606）

2025 半年报点评：营收同比+40.6%，存储类 NAS 产品增速达 125%

买入（维持）

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	4,803	6,170	8,661	11,676	15,153
同比（%）	25.09	28.46	40.38	34.81	29.78
归母净利润（百万元）	387.52	462.28	619.23	848.35	1,091.03
同比（%）	18.35	19.29	33.95	37.00	28.61
EPS-最新摊薄（元/股）	0.93	1.11	1.49	2.04	2.63
P/E（现价&最新摊薄）	72.27	60.58	45.23	33.01	25.67

投资要点

- **业绩简评：**2025H1，公司实现营收为 38.57 亿元，同比+40.6%；实现归母净利润 2.75 亿元，同比+32.74%。扣除公允价值损益等项目后，扣非净利润为 2.59 亿元，同比+28.89%。2025Q2，公司实现营收 20.33 亿元，同比+39.3%；实现归母净利润 1.25 亿元，同比+19.0%；实现扣非净利润为 1.16 亿元，同比+13.7%。
- **由于明星代言和新品投放等影响，销售费用率短期偏高，影响短期利润率：**2025Q2，公司毛利率/净利率为 36.1%/ 6.15%，同比-1.3pct/-1.1pct。公司毛利率下降主要因：①产品结构变化，毛利率较低的充电宝、NAS 产品占比提升；②渠道结构变化，毛利率较低的线下渠道占比提升。公司净利率下降主要因销售费用率短期提升：Q2 公司销售/ 管理/ 研发费用率分别为 21.05%/ 3.73%/ 4.58%，同比+1.2/-0.5/-0.5pct。销售费用率提升主要因推广费和平台服务费增长，我们认为这与公司短期内的明星代言投放、新品上市投流等开支相关，后续有望会回归稳态。
- **分产品种类来看：充电类和传输类是收入支柱，NAS 产品正在成为新增长点。**2025H1，①**充电类**实现营收 14.3 亿元，同比 44.39%。新推出了能量湃 Pro 系列快充移动电源等中高端产品，实现产品升级。②**传输类**实现营收 10.3 亿元，同比+29%。③**音视频类**实现营收 6.3 亿元，同比+28.22%。传输类、音视频类增速均较去年全年有所加快。**存储类**实现营收 4.1 亿元，同比+125.13%，主要受益于绿联 NAS 高增。5 月，公司发布全新四盘位 NAS 私有云 DH4300Plus 完善入门价位；融合 AI 特性提升产品力；海外 NAS 布局持续推进，上半年成功在日本完成众筹。
- **线下渠道扩张增速较快：**2025H1，（1）**线上渠道**实现营收 28.5 亿元，同比+36.8%；其中亚马逊渠道销售收入为 13.3 亿元，同比+42.24%；京东和天猫的销售收入分别为 5.1/4.2 亿元，同比+20.2%/+21.9%。公司已完成对速卖通、Shopee、Lazada、Noon、TikTok 等平台的覆盖。（2）**线下渠道**实现营收 10.1 亿元，同比+52.9%。已成功进驻美国 Walmart、Costco、Bestbuy、B & H、Micro Center，欧洲 Media Markt，日本 Bic Camera、Yodobashi Camera 等知名零售巨头渠道体系。
- **盈利预测与投资评级：**绿联科技是我国消费电子出海的龙头，未来随着 NAS 等新品扩张、线下渠道开拓，收入有望持续高增。考虑公司收入高增及短期费用率提升，2025 年我们上调收入预期、下调归母净利润预期，2026~27 年我们上调收入及归母净利润预期。我们将 2025-27 年归母净利润从 6.4/8.4/10.4 亿元，调整至 6.2/8.5/10.9 元，同比+34%/+37%/+29%，对应 8 月 29 日收盘价为 45/33/26 倍 P/E，维持“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

2025 年 08 月 31 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

股价走势



市场数据

收盘价(元)	67.50
一年最低/最高价	25.34/73.46
市净率(倍)	9.52
流通 A 股市值(百万元)	14,783.60
总市值(百万元)	28,006.41

基础数据

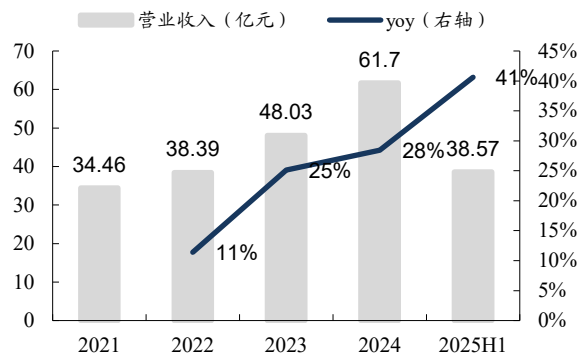
每股净资产(元,LF)	7.09
资产负债率(%，LF)	27.67
总股本(百万股)	414.91
流通 A 股(百万股)	219.02

相关研究

《绿联科技(301606)：品牌出海强势推进，NAS 新品打开成长空间》

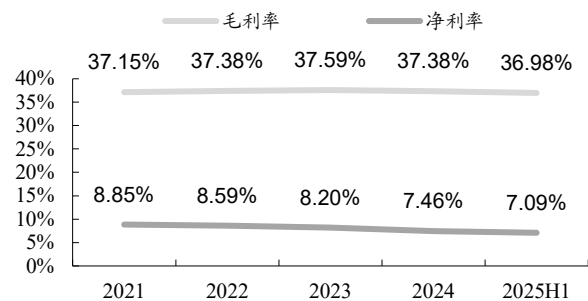
2025-08-24

图1：公司收入及增速



数据来源：公司公告，wind，东吴证券研究所

图3：公司毛利率及销售净利率



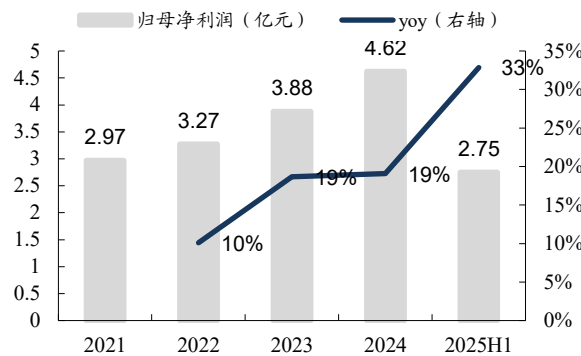
数据来源：公司公告，wind，东吴证券研究所

图5：2025H1 公司各业务收入及毛利拆分

单位：元						
	营业收入	营业成本	毛利率	营业收入比上年同期增减	营业成本比上年同期增减	毛利率比上年同期增减
分行业						
消费电子业	3,856,746,336.92	2,430,570,001.45	36.98%	40.60%	43.89%	-1.44%
分产品						
充电类产品	1,427,329,696.59	910,317,864.55	36.22%	44.39%	48.17%	-1.63%
传输类产品	1,027,619,467.96	615,280,367.84	40.13%	29.00%	31.02%	-0.92%
音视频类产品	630,162,646.07	372,982,797.83	40.81%	28.22%	31.82%	-1.61%
存储类产品	414,783,541.95	299,987,729.82	27.68%	125.13%	119.16%	1.97%
移动周边类产品	303,723,795.71	195,677,453.58	35.57%	28.92%	28.46%	0.23%
其他类产品	51,194,521.58	34,331,840.26	32.94%	16.32%	10.53%	3.51%
其他业务	1,932,667.06	1,991,947.57	-3.07%	-24.39%	1.26%	-26.11%
分地区						
境内	1,560,178,966.02	1,131,846,705.90	27.45%	27.39%	30.92%	-1.95%
境外	2,294,634,703.84	1,296,731,347.98	43.49%	51.39%	57.63%	-2.24%
其他业务	1,932,667.06	1,991,947.57	-3.07%	-24.39%	1.26%	-26.11%
分销售模式						
线上	2,846,641,489.56	1,709,463,497.36	39.95%	36.79%	40.45%	-1.56%
线下	1,008,172,180.30	719,114,556.52	28.67%	52.90%	53.00%	-0.05%
其他业务	1,932,667.06	1,991,947.57	-3.07%	-24.39%	1.26%	-26.11%

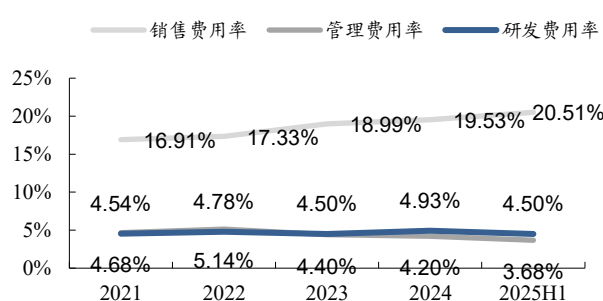
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图2：公司归母净利润及增速



数据来源：公司公告，wind，东吴证券研究所

图4：公司费用率变化



数据来源：公司公告，wind，东吴证券研究所

绿联科技三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	3,354	4,151	5,183	6,436	营业总收入	6,170	8,661	11,676	15,153
货币资金及交易性金融资产	1,834	2,037	2,357	2,778	营业成本(含金融类)	3,864	5,528	7,516	9,845
经营性应收款项	133	188	253	330	税金及附加	16	23	31	40
存货	1,235	1,766	2,402	3,146	销售费用	1,205	1,717	2,268	2,929
合同资产	0	0	0	0	管理费用	259	312	409	530
其他流动资产	152	160	171	182	研发费用	304	375	494	641
非流动资产	541	538	522	519	财务费用	(8)	48	46	(7)
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	14	19	26	34
固定资产及使用权资产	141	118	95	86	投资净收益	6	8	11	14
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	营业利润	517	686	949	1,223
其他非流动资产	371	385	385	385	营业外净收支	8	8	8	8
资产总计	3,895	4,689	5,705	6,955	利润总额	525	693	956	1,230
流动负债	862	1,208	1,633	2,124	减:所得税	64	76	111	143
短期借款及一年内到期的非流动负债	23	11	9	0	净利润	460	617	845	1,087
经营性应付款项	554	793	1,078	1,412	减:少数股东损益	(2)	(2)	(3)	(4)
合同负债	62	87	117	152	归属母公司净利润	462	619	848	1,091
其他流动负债	223	317	429	560	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.11	1.49	2.04	2.63
非流动负债	108	112	112	112	EBIT	498	741	1,003	1,223
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	553	801	1,068	1,281
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	37.38	36.18	35.63	35.03
租赁负债	96	96	96	96	归母净利率(%)	7.49	7.15	7.27	7.20
其他非流动负债	13	17	17	17	收入增长率(%)	28.46	40.38	34.81	29.78
负债合计	970	1,320	1,745	2,236	归母净利润增长率(%)	19.29	33.95	37.00	28.61
归属母公司股东权益	2,897	3,344	3,938	4,702					
少数股东权益	28	25	22	18					
所有者权益合计	2,925	3,369	3,960	4,719					
负债和股东权益	3,895	4,689	5,705	6,955					

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	423	618	800	每股净资产(元)	6.98	8.06	9.49	11.33
投资活动现金流	(1,091)	(31)	(32)	(34)	最新发行在外股份(百万股)	415	415	415	415
筹资活动现金流	606	(203)	(267)	(346)	ROIC(%)	17.66	20.24	23.49	24.34
现金净增加额	150	203	320	421	ROE-摊薄(%)	15.96	18.52	21.54	23.21
折旧和摊销	55	59	66	58	资产负债率(%)	24.91	28.15	30.59	32.15
资本开支	(28)	(35)	(42)	(47)	P/E(现价&最新股本摊薄)	60.58	45.23	33.01	25.67
营运资本变动	128	(238)	(284)	(333)	P/B(现价)	9.67	8.38	7.11	5.96

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>