



充电类市场出清，布局 AI+NAS 新赛道

2025 年 09 月 08 日

核心观点

- 推荐绿联科技：**公司是 3C 消费电子配件龙头，产品线涵盖传输类、音视频类、充电类、存储类和移动周边类五大核心系列。近年来业绩快速增长，充电类业务维持高增长，近期受益于安全事件导致的移动电源格局优化；此外，公司前瞻性布局消费级 NAS，市场处于爆发阶段，有望成为第二成长曲线。
- 公司业务拆分：**1) 2024 年，公司实现营收 61.7 亿元，22-24CAGR 26.8%；其中，充电类、传输类、音视频类、移动周边类、存储类收入分别为 23.5、17.5、10.6、5.2、3.9 亿元；外销、内销收入分别为 35.4、26.2 亿元。2) 充电类产品是公司第一大品类，主要是充电器及线材、移动电源，规模快速增长，23 年~25H1 增速均在 40% 以上。3) 外销业务较内销呈现出更高的成长性，23 年~25H1 增速同样在 40% 以上，亚马逊为核心渠道占比整体营收超 30%。
- “UGREEN 绿联”国际化布局，内外销协同并进：**公司自主品牌国际化发展，内外销市场线上线下全渠道布局。内销方面，公司已成为头部 3C 消费电子配件品牌，在京东、天猫均排名前列、稳健增长，并布局即时零售业务打通线上线下链路。外销方面，公司目前以亚马逊跨境电商为核心，实现快速增长，25H1 亚马逊渠道实现收入 13.3 亿元，同比+42.2%；积极拓展线下渠道，已进入 Walmart、Bestbuy 等核心大型零售商超渠道，未来将持续贡献增量。
- 安全隐患推动充电类产品集中度提升：**公司充电类产品自 2023 年以来成长为第一大品类，并维持高速增长，2024 年实现 23.5 亿元，同比+50.9%，25H1 同比+44.4%。移动电源行业经过多年发展需求总量基本成熟，但产品微创新持续存在，包括快充、自带线、无线充等，带动行业结构性发展。25 年中国充电宝行业爆发安全隐患，消费者安全意识及生产质量标准均将得到提升，白牌份额下降，绿联作为头部品牌，定位性价比，消费者接受度高，充分受益。
- AI+NAS，新业务展望：**数字化时代数据量暴增，带动存储需求增长，家用 NAS 市场方兴未艾。据 Global Market Insights 数据，2024 年全球 NAS 市场规模为 345 亿美元，同比+10.6%，预计 2034 年达到 1364 亿美元，2024~2034 CAGR 为 14.7%。国产新势力崭露头角，从消费者角度出发快速迭代产品，预计将逐渐抢占传统国际巨头的市场份额。绿联科技大举投入私有云 NAS 布局，硬件端具备丰富的产品矩阵，满足消费者多样化需求，并推出全球首款 AI NAS；在软件端持续迭代升级，专注于家用需求，不断优化消费者使用体验。
- 投资建议：**我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 85.5/110.7/137.1 亿元，分别同比+38.5%/29.6%/23.8%，归母净利润分别为 6.2/8.5/11.1 亿元，分别同比+34.3%/36.3%/30.9%；EPS 分别为 1.50/2.04/2.67 元，PE 分别为 42.5x / 31.2x / 23.9x。首次覆盖，给予公司“推荐”评级。
- 风险提示：**市场竞争加剧的风险，NAS 业务发展不及预期的风险，关税政策的风险。

绿联科技（股票代码：301606）

推荐 首次评级

分析师

何伟

☎：021-2025-7811

✉：hewei_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130525010001

刘立思

✉：liulisi_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130524070002

杨策

✉：yangce_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130520050005

陆思源

✉：lusiyuan_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130525060001

市场数据

2025 年 09 月 05 日

股票代码	301606
A 股收盘价(元)	63.66
上证指数	3,812.51
总股本(万股)	41,491
实际流通 A 股(万股)	21,902
流通 A 股市值(亿元)	139

相对沪深 300 表现图

2025 年 09 月 05 日



主要财务指标预测

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	6,170	8,548	11,074	13,710
收入增长率%	28.5	38.5	29.6	23.8
归母净利润(百万元)	462	621	846	1,107
利润增长率%	19.3	34.3	36.3	30.9
摊薄 EPS(元)	1.11	1.50	2.04	2.67
PE	57.14	42.54	31.22	23.85

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

目录

Catalog

一、 公司概况	4
二、 3C 消费电子市场持续扩容，周边产品需求旺盛	8
(一) 传输类产品：下游需求平稳增长，扩展均受益于笔记本电脑接口减少	8
(二) 音视频类产品：音视频线受益于显示器销售，耳机市场持续扩容	9
(三) 充电类产品：下游需求表现平稳，行业亮点在于产品迭代和格局变化	11
三、 数据存储需求旺盛，消费级 NAS 快速成长	14
(一) 消费级 NAS 市场方兴未艾	14
(二) NAS 产品可部署轻量级 AI 大模型	16
(三) 国产品牌布局开始崛起，绿联占据领先地位	17
四、 盈利预测与估值	20
(一) 盈利预测	20
(二) 杜邦分析	20
(三) 可比估值	21
(四) 绝对估值	21
(五) 与安克创新对比	22
五、 风险提示	24

一、公司概况

绿联科技专注于 3C 消费电子配件。绿联科技成立于 2012 年，总部位于深圳，专注于 3C 消费电子产品的研发、设计、生产及销售，致力于为全球用户提供全面的数码解决方案。公司的产品线涵盖传输类、音视频类、充电类、存储类和移动周边类五大核心系列，构建了丰富的产品矩阵，以满足用户在移动办公、居家生活、户外出行、车载空间等多样化应用场景下的智能设备使用需求。

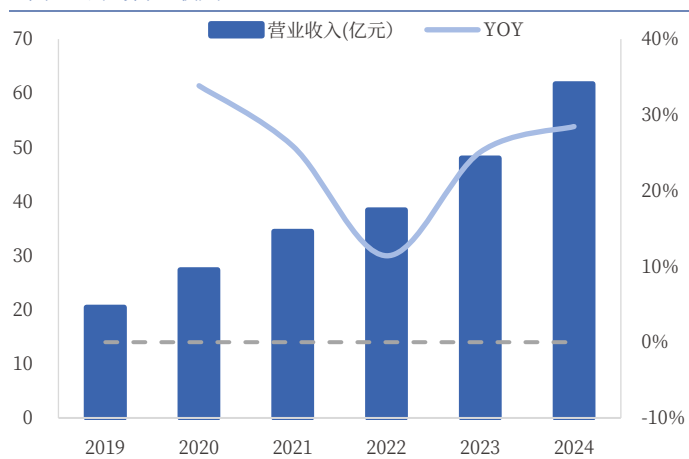
表1: 公司产品分类及应用情况

产品类别	产品组成	应用情况	代表产品
传输类	扩展坞、集线器、网卡、数据线、键鼠等	主要满足用户不同智能设备之间的交互连接、数据传输需求	USB-C 多功能扩展坞、便携无线键鼠、蓝牙发射器、三合一读卡器
音视频类	高清线、音频线、音视频转换器、耳机等	有效满足不同智能设备间音视频信号的连接和转换需求，实现音视频信号稳定传输，提升用户的视听体验	HDMI 8K 高清连接线、高品质 3.5mm 镀银音频线、Hitune X6 耳机、HDMI 无线投屏器
充电类	充电器、充电线、移动电源等	有效满足用户在不同应用场景下对智能设备快速充电、持久续航的需求	65W 氮化镓充电器、100W 氮化镓桌面充电器、二合一磁吸无线充、车载充电器
移动周边类	手机平板支架、保护壳、保护膜等	有效满足用户不同应用场景下智能设备支撑及保护的需求，一方面提升用户智能设备的耐用性；另一方面改善居家、办公和车载出行等各类情景下设备的使用体验	金属支架、手机壳支架、钢化膜、车载重力支架、笔记本支架
存储类	私有云存储、磁盘阵列存储柜、移动硬盘盒等	能有效满足万物互联时代用户海量数据的存储和备份需求	私有云存储、M.2 NVMe 移动硬盘盒、磁盘阵列存储柜

资料来源: 公司公告, 中国银河证券

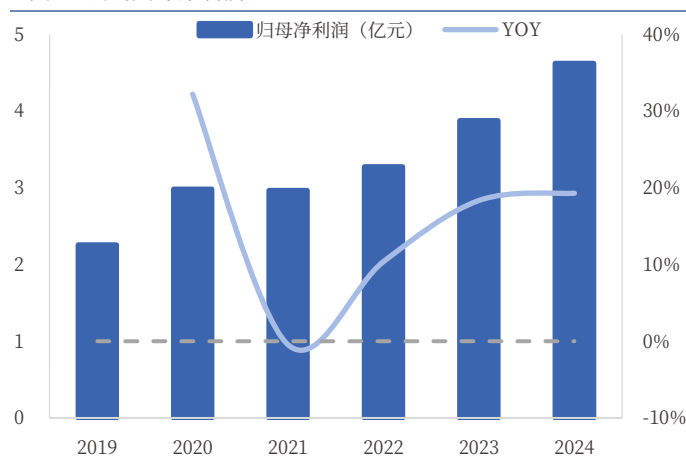
公司业绩展现出较强成长性。消费电子蓬勃发展背景下，公司产品迭代创新把握市场机遇。2024 年，公司实现营业收入 61.7 亿元，同比+28.5%，2019~2024 CAGR 为 24.7%；归母净利润 4.6 亿元，同比+19.3%，2019~2024 CAGR 为 15.4%。利润增速慢于营收，主要源于业务扩张过程中，销售费用率持续提升。

图1: 公司营业收入



资料来源: iFinD, 中国银河证券研究院

图2: 公司归母净利润

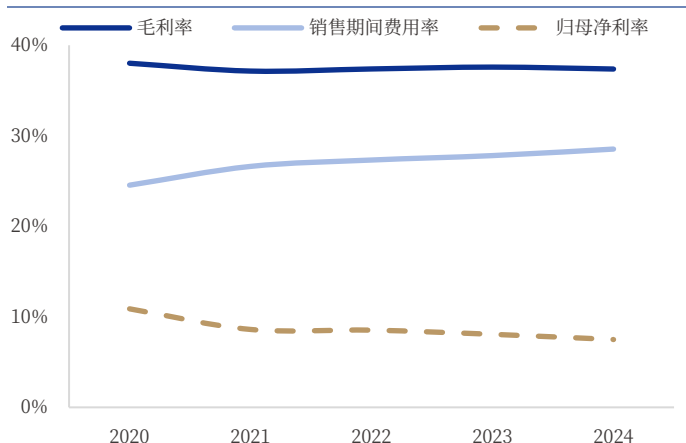


资料来源: iFinD, 中国银河证券研究院

毛利率维持稳定，费用率提升导致归母净利率下滑。近年来，公司毛利率维持在 37%~38% 区间水平；综合费用率呈现稳步提升态势，自 2020 年的 24.5% 提升至 2024 年的 28.5%；归母净利率受费用率影响逐步下降，2024 年降至 7.5%。此外，在利润率、资产周转率下降带动下，公司 ROE-

摊薄持续下行，2024 年为 16.0%。

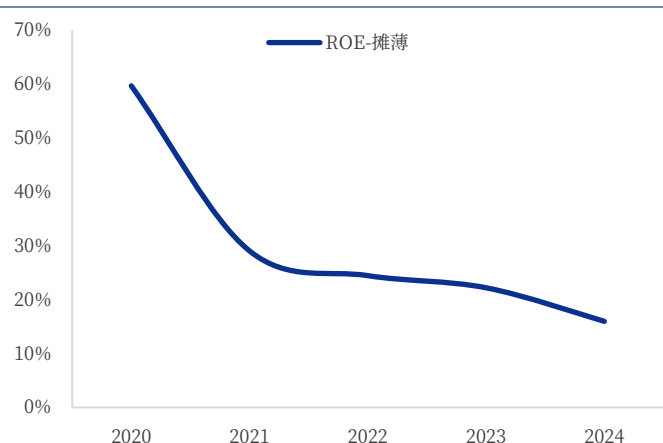
图3: 公司毛利率、销售期间费用率、归母净利率



资料来源: iFinD, 中国银河证券研究院

注: 销售期间费用率为销售、管理、研发、财务费用率之和

图4: 公司摊薄 ROE

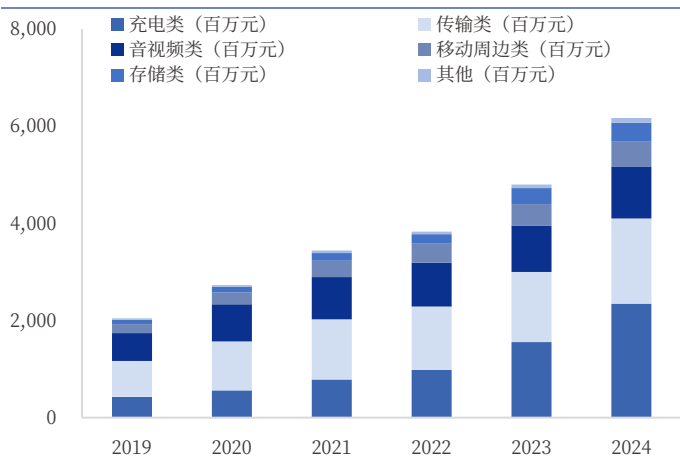


资料来源: iFinD, 中国银河证券研究院

产品结构: 充电类产品为公司第一大品类, 近年来持续高增。2024 年, 公司充电类/传输类/音视频类/移动周边类/存储类/其他分别实现收入 23.5 / 17.5 / 10.6 / 5.2 / 3.9 / 0.9 亿元, 分别同比 +50.9% / +21.3% / +11.6% / +16.2% / +19.3% / +25.2%, 分别占营业收入比例为 38.1% / 28.4% / 17.2% / 8.4% / 6.3% / 1.5%。

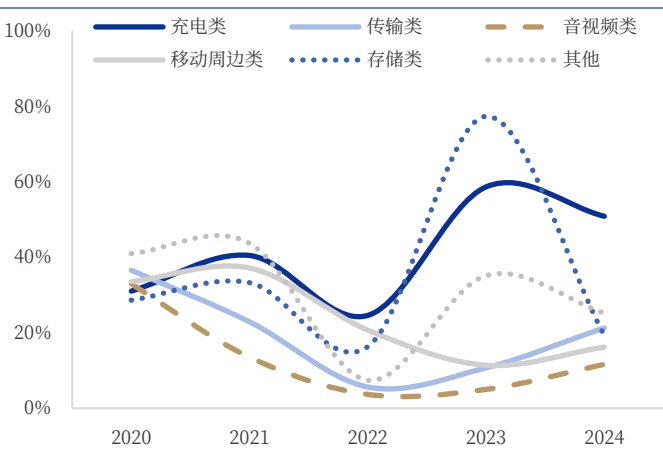
充电类产品维持较好成长性, 且营收占比高, 持续贡献增量, 2019~2024 CAGR 为 40.6%; 传输类、移动周边类近几年维持稳健增长; 音视频类增速相对较缓; 存储类增速波动较大, 未来具备较强增长潜力。

图5: 公司主营业务收入 (按产品拆分)



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图6: 公司各类产品收入 YOY



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

表2: 公司营业收入-按产品拆分

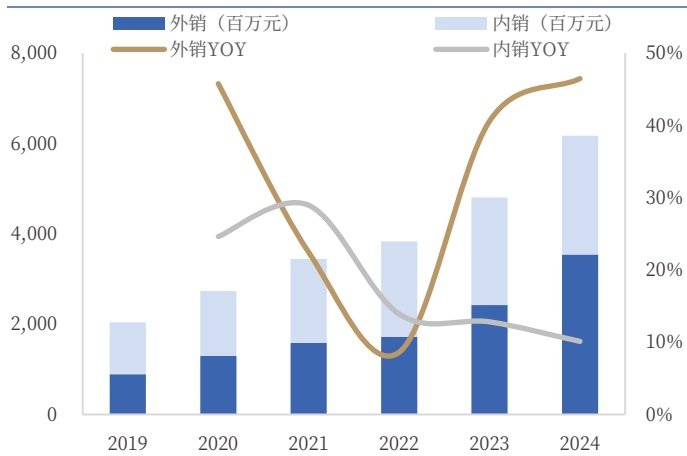
	2022	2023	2024	2022	2023	2024
营业收入 (百万元) /YOY	3,839	4,803	6,170	11.4%	25.1%	28.5%
充电类	981	1,557	2,349	24.6%	58.7%	50.9%
传输类	1,305	1,445	1,752	5.6%	10.7%	21.3%

音视频类	905	950	1,060	3.7%	5.0%	11.6%
移动周边类	401	447	519	20.7%	11.4%	16.2%
存储类	185	328	391	16.3%	77.4%	19.3%
其他	55	75	94	7.4%	35.1%	25.2%
其他业务	7	1	3	-12.0%	-82.0%	170.2%
毛利率/YOY	37.4%	37.6%	37.4%	+0.2 pct	+0.2 pct	-0.2 pct
充电类	36.9%	37.5%	36.6%	+0.9 pct	+0.6 pct	-1.0 pct
传输类	39.2%	39.4%	39.8%	+0.7 pct	+0.1 pct	+0.4 pct
音视频类	38.8%	41.0%	41.2%	-1.0 pct	+2.2 pct	+0.3 pct
移动周边类	34.2%	34.5%	34.8%	+1.2 pct	+0.3 pct	+0.2 pct
存储类	29.2%	27.5%	26.2%	-0.1 pct	-1.7 pct	-1.2 pct
其他	29.9%	25.1%	31.2%	-2.8 pct	-4.8 pct	+6.0 pct
其他业务	39.5%	-15.1%	16.1%	+29.3 pct	-54.6 pct	+31.2 pct

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

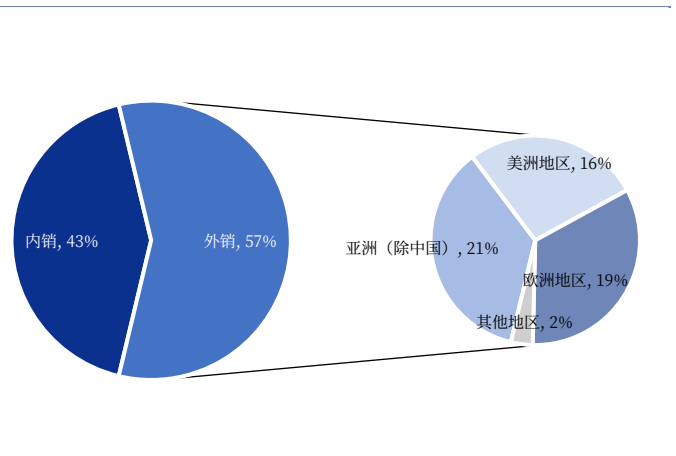
区域结构：外销持续高增，内销平稳增长。2024年，公司外销实现收入 35.4 亿元，同比+46.5%，近两年增速均超 40%，其中亚洲（除中国）、美洲、欧洲及其他地区分别实现 12.8 / 9.7 / 11.8 / 1.2 亿元，分别同比+50.1% / +39.9% / +45.8% / +75.9%；内销实现收入 26.2 亿元，同比+10.1%，2021~2024 CAGR 为 12.3%。

图7：公司主营业务收入（按区域拆分）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图8：公司主营业务收入区域结构（2024年）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

表3：公司营业收入-按区域拆分

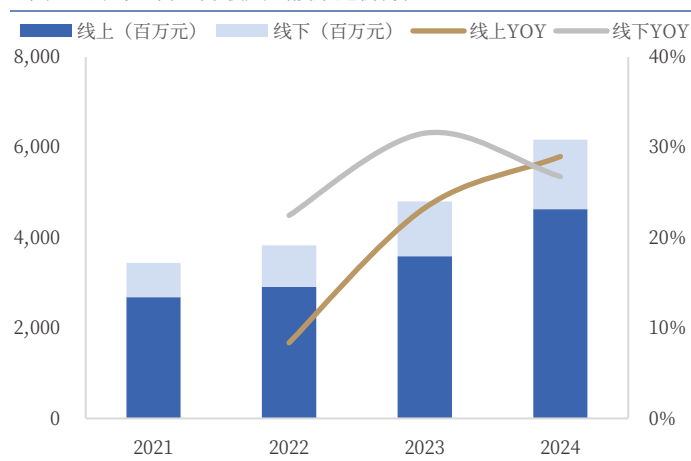
	2022	2023	2024	2022	2023	2024
营业收入 (百万元) /YOY	3,839	4,803	6,170	11.4%	25.1%	28.5%
境外地区	1,721	2,420	3,544	8.6%	40.6%	46.5%
亚洲（除中国）	N/A	850	1,275	N/A	N/A	50.1%
美洲地区	486	692	968	14.5%	42.4%	39.9%
欧洲地区	624	810	1,181	-10.1%	29.8%	45.8%
其他地区	N/A	68	119	N/A	N/A	75.9%
境内地区	2,111	2,382	2,623	13.9%	12.8%	10.1%
其他业务	7	1	3	-12.0%	-82.0%	170.2%
毛利率/YOY	37.4%	37.6%	37.4%	+0.2 pct	+0.2 pct	-0.2 pct

境外地区	44.4%	46.4%	44.1%	+0.4 pct	+1.9 pct	-2.3 pct
境内地区	31.6%	28.7%	28.3%	+0.2 pct	-2.9 pct	-0.4 pct
其他业务	39.5%	-15.1%	16.1%	+29.3 pct	-54.6 pct	+31.2 pct

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

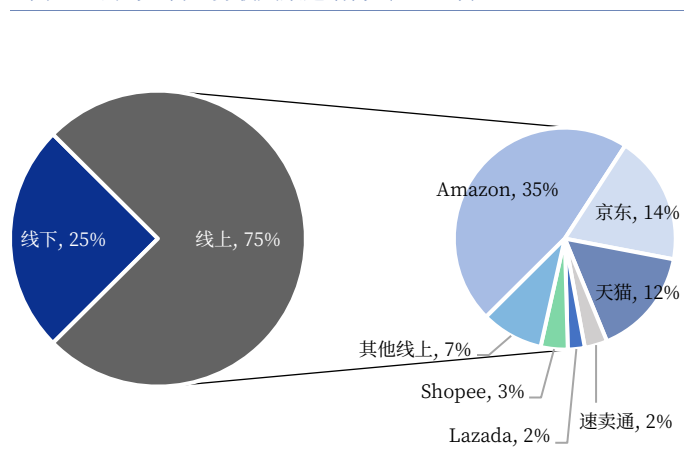
渠道结构：2024 年线上渠道收入占比 75%，亚马逊平台近两年维持高增。2024 年，公司线上渠道实现收入 46.3 亿元，同比+29.0%，其中 Amazon/京东/天猫为前三大平台，分别实现 21.6/8.7/7.3 亿元，分别同比+37.5%/+0.5%/+6.4%；线下渠道实现收入 15.4 亿元，同比+26.8%，2021~2024 CAGR 为 26.9%。

图9：公司主营业务收入（按渠道拆分）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图10：公司主营业务收入渠道结构（2024 年）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

表4：公司营业收入-按渠道拆分

	2022	2023	2024	2022	2023	2024
营业收入 (百万元) /YOY	3,839	4,803	6,170	11.4%	25.1%	28.5%
线上	2,912	3,590	4,631	8.4%	23.3%	29.0%
Amazon	1,159	1,570	2,159	0.9%	35.4%	37.5%
京东	779	868	872	12.7%	11.4%	0.5%
天猫	642	688	732	16.5%	7.3%	6.4%
速卖通	102	107	153	-9.3%	4.9%	42.7%
Lazada	58	83	114	-13.5%	42.7%	37.5%
Shopee	87	129	183	24.1%	48.3%	41.0%
其他	84	145	419	84.6%	72.6%	189.0%
线下	921	1,211	1,535	22.5%	31.6%	26.8%
其他业务	7	1	3	-12.0%	-82.0%	170.2%
毛利率/YOY	37.4%	37.6%	37.4%	+0.2 pct	+0.2 pct	-0.2 pct
线上	40.3%	41.0%	40.4%	+0.2 pct	+0.7 pct	-0.5 pct
线下	28.1%	27.6%	28.2%	+1.4 pct	-0.5 pct	+0.6 pct
其他业务	39.5%	-15.1%	16.1%	+29.3 pct	-54.6 pct	+31.2 pct

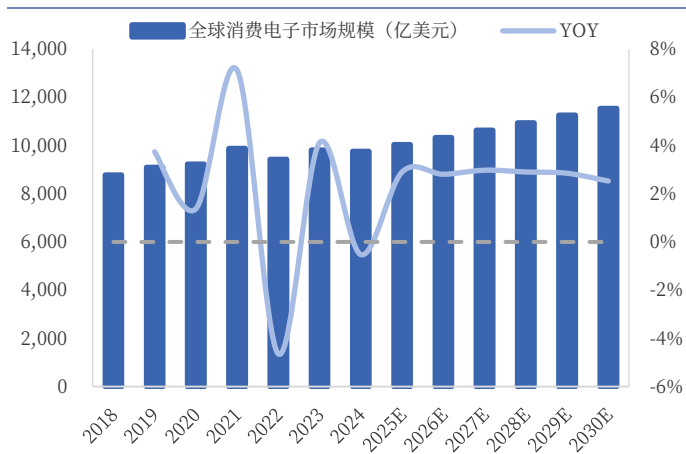
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

二、3C 消费电子市场持续扩容，周边产品需求旺盛

(一) 传输类产品：下游需求平稳增长，扩展均受益于笔记本电脑接口减少

全球消费电子市场维持稳增。据 Statista 数据,2024 年全球消费电子市场规模为 9760 亿美元,同比-0.5%,预计将于 2030 年达到 11537 亿美元,2024~2030 CAGR 为 2.8%。区域结构来看,中国为全球消费电子第一大市场,2024 年市场规模为 2044 亿美元,占比 20.9%,美国、印度、日本、英国分别占 15.9%、7.1%、4.1%、3.4%。

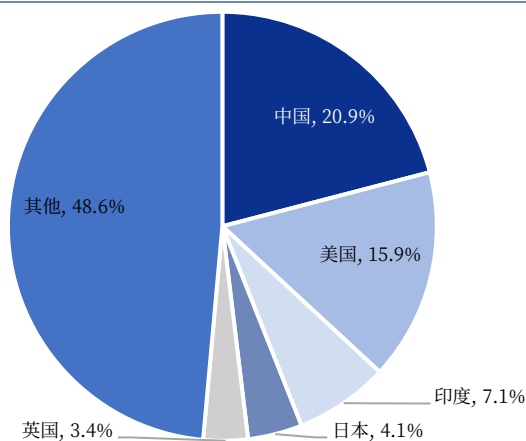
图11: 全球消费电子市场规模



资料来源: Statista, 中国银河证券研究院

注: 消费电子含手机类, 电视、收音机、多媒体类, 计算设备类, 电视外围设备类、无人机类、游戏设备类

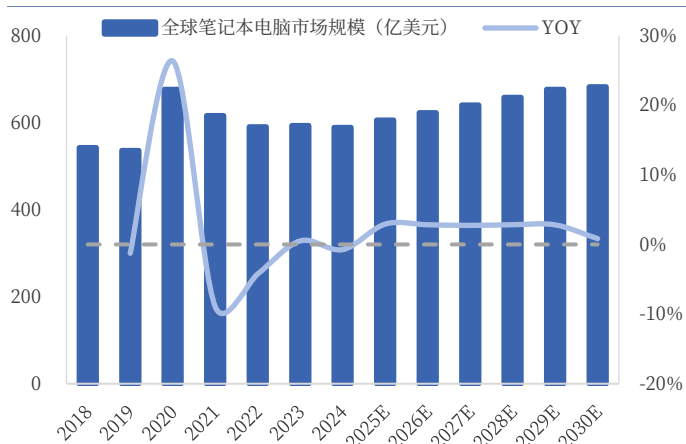
图12: 全球消费电子区域结构 (2024 年)



资料来源: Statista, 中国银河证券研究院

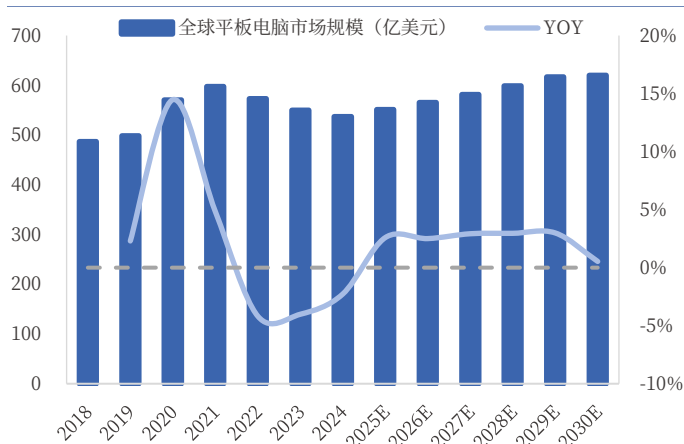
笔记本&平板电脑市场平稳增长, 贡献稳定的数据传输需求。据 Statista 数据,2024 年全球笔记本电脑、平板电脑市场规模分别为 589、537 亿美元,分别同比-0.7%、-2.3%,预计 2024~2030CAGR 分别为 2.5%、2.4%。

图13: 全球笔记本电脑市场规模



资料来源: Statista, 中国银河证券研究院

图14: 全球平板电脑市场规模



资料来源: Statista, 中国银河证券研究院

笔记本电脑轻薄化发展, 接口减少催生扩展坞需求。近年来, 笔记本电脑产品呈现轻薄化发展

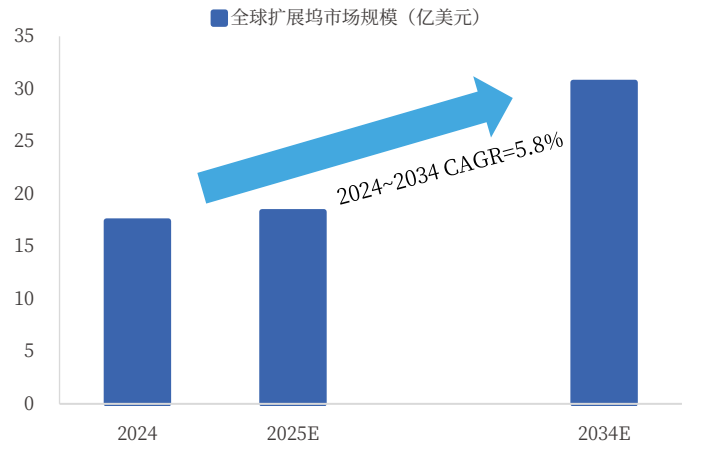
趋势，外设接口种类和数量均有减少，如苹果等主流轻薄笔记本仅保留少数的 USB-C 接口。但实际使用中，消费者需将笔记本电脑外接充电线、键鼠、U 盘、网线、HDMI 线等，且均对应不同的接口类型，而扩展坞产品则可满足同时外接多种接口连接线的需求。据 Research Nester 数据，2024 年全球扩展坞市场规模为 17.4 亿美元，预计未来将以 5.8% 的 CAGR 继续成长，并于 2034 年达到 30.6 亿美元。

图15: 苹果 Macbook Air 接口情况



资料来源: 苹果官网, 中国银河证券研究院

图16: 全球扩展坞市场规模



资料来源: Research Nester, 中国银河证券研究院

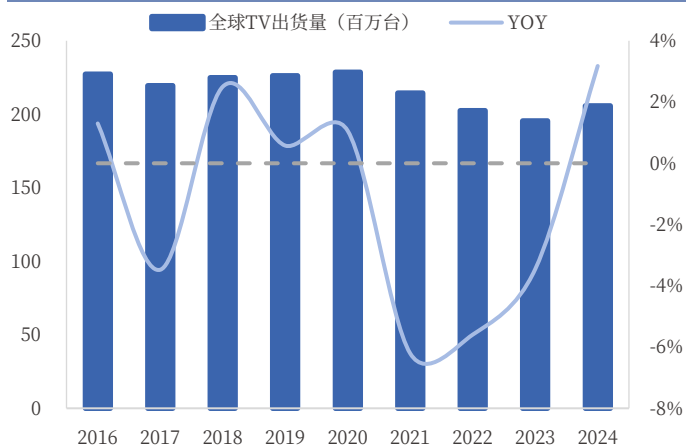
(二) 音视频类产品: 音视频线受益于显示器销售, 耳机市场持续扩容

1. 音视频线方面, 零售端主要应用于电视及显示器的高清影音传输

全球彩电市场处于稳定期, 2009-2012 年平板电视替代 CRT 电视。据奥维睿沃数据, 2024 年全球 TV 出货量约 2.1 亿台, 同比+3.2%。近些年呈现高清、4K、8K 超高清技术演进, 除液晶电视外, 还有 Mini LED、OLED 等新型显示技术路线。

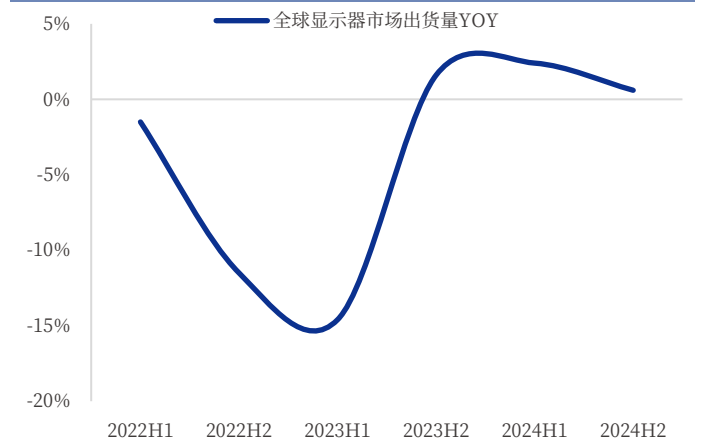
全球显示器表现平稳, 中国市场需求稳健增长, 电竞显示器赛道高景气度, 对支持高刷、高清晰度的音视频线需求增加。据洛图科技, 2024 年全球显示器品牌整机出货量同比+1.5%, 中国显示器线上全渠道零售量同比+14.0%, 中国电竞显示器线上销量同比+38.5%。

图17: 全球 TV 出货量 (年度)



资料来源: 奥维睿沃, 中国银河证券研究院 (注: 2024 年全年数据使用季度数据汇总得到, 年度增速使用季度增速计算得到)

图18: 全球显示器出货量 YOY

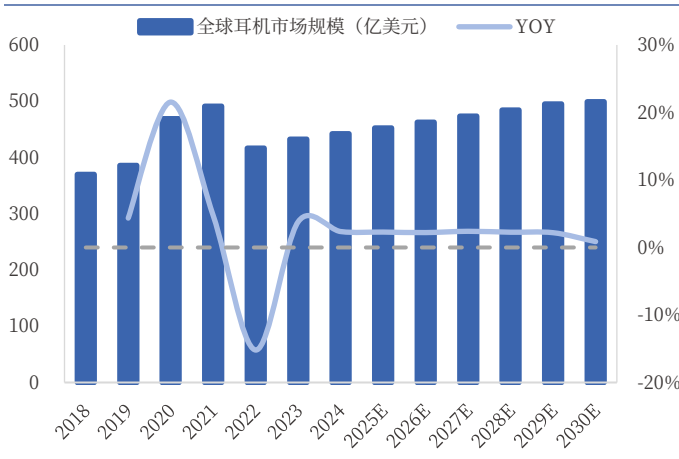


资料来源: 洛图科技, 中国银河证券研究院

2.耳机方面，市场需求平稳略增，产品单价持续下行

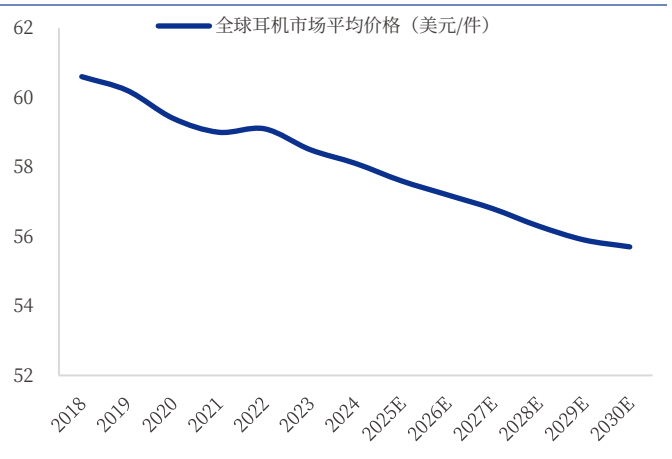
据 Statista 数据，2024 年全球耳机市场规模为 443 亿美元，同比+2.4%，预计 2030 年将达到 499 亿美元，2024~2030 CAGR 为 2.0%。此外，全球耳机产品平均价格持续下行，2024 年达到 58 美元/件，同比-0.7%，预计 2030 年将降至 56 美元/件。

图19：全球耳机市场规模



资料来源：Statista, 中国银河证券研究院

图20：全球耳机市场平均价格



资料来源：Statista, 中国银河证券研究院

AI 赋能耳机发展。AI 耳机将人工智能技术与传统耳机功能相结合，在播放音频的功能基础上，实现了语音识别、语音助手、智能翻译、降噪优化、健康与运动监测等多种智能化功能。目前参与品牌主要包括科大讯飞、字节跳动等互联网科技公司，华为、小米等手机厂商，飞利浦等音频品牌。同时，AI 耳机在 AI 应用上存在两个主要方向，如讯飞耳机的办公应用或豆包的生活助手应用。

1) 科大讯飞：iFLYBUDS 系列耳机主打办公会议场景，利用 AI 实现转文字、内容分析及同传翻译等功能。1) 讯飞会议耳机采用先进的降噪算法和语音识别技术，在通话过程中对电话内容录音转写，转写准确率高达 98%；2) IFLYBUDS 手机 APP 接入 viaim AI 大模型，可依托录音转写内容一键生成摘要总结、待办事项，并可对转写内容进行 AI 问答；3) 可对 32 种语言进行同传翻译。

2) 字节跳动：字节跳动旗下豆包于 2024 年 10 月 10 日发布首款 AI 耳机——Ola Friend。其主打 AI 助手功能，接入豆包大模型，用户可通过语音指令唤醒豆包进行对话，实现信息查询、旅游出行、英语学习及情感交流等功能。

图21：科大讯飞 iFLYBUDS Pro2 产品图



资料来源：京东, 中国银河证券研究院

图22：豆包 Ola Friend 产品图



资料来源：Ola Friend 官网, 中国银河证券研究院

表5: AI 耳机产品梳理

品牌	耳机型号	产品核心功能
科大讯飞	iFLYBUDS Pro2	进化型 AI 会议助理、多场景录音转写、32 种语言同传翻译、即时一键闪录、Hi-Res 金标音质认证、48dB 深度降噪
豆包	Ola Friend	6.6g 超轻薄、卓越音质、通话降噪及潮流外观; AI 助手, 随身百事通、英语陪练、旅行导游、音乐 DJ、情绪加油站
华为	FreeBuds Pro 4	2.3 Mbps 无损音质、双向静谧通话、原生智能、深度降噪、空间音频
小米	Xiaomi Buds 5	无感佩戴、无损原声、主动降噪、空间音频、耳机录音转文字
飞利浦	飞利浦 8 号	深度降噪、HiFi 高保真音质、32h 续航、面对面双语谈话、语音翻译、音视频翻译
绿联	S8	AI 智慧助理, 搭载豆包大模型, 具备 AI 同声传译、AI 现场录音、AI 通话录音、AI 对话翻译等功能

资料来源: 天猫旗舰店, 京东自营旗舰店, 华为官网, 小米商城, 中国银河证券研究院

绿联耳机主打性价比基础款, 具备丰富的产品矩阵。绿联畅销耳机主要包括 T 系列(入耳式, 主打降噪及音质)、S 系列(开放式, 主打音质及舒适)、H 系列(半入耳式, 主打音质), 8 月 18 日淘宝绿联数码旗舰店中耳机产品销量前 8 价格区间为 29.9~179 元。

1) 同倍思、红米等性价比品牌对比: 产品功能差异不大, 但绿联产品更偏基础、价格更低。我们分别选取三个品牌的销量靠前的百元级入耳式耳机对比, 绿联的 T6S 耳机整体配置同友商相近, 部分配置弱于友商产品, 因而具备更低的产品价格。

表6: 绿联耳机同倍思、红米产品对比

品牌	绿联	倍思	红米
耳机型号	T6S	M3S	REDMI Buds 6
价格(元)	141.95	163.2	182.16
蓝牙版本	5.4	6.0	5.4
降噪深度	52dB	50dB	49dB
发声单元	10mm 镀钛振膜	10mm 镀钛振膜	12.4mm 镀钛振膜+5.5mm 微压电陶瓷
音效背书	Hi-Res 金标	Hi-Res 金标	网易云音乐认证
空间音频	√	√	√
续航	降噪关: 耳机 6h/搭配充电盒 30h	降噪关: 耳机 12h/搭配充电盒 55h	降噪关: 耳机 10h/搭配充电盒 42h

资料来源: 天猫旗舰店, 中国银河证券研究院

注: 价格为 2025 年 8 月 18 日, 国补叠加超级 88 优惠后价格

2) 同漫步者、小米等品牌对比: 漫步者作为专业的音频品牌, 受到消费者认可, 除性价比产品外, 还有部分中端产品, 在淘宝漫步者官方旗舰店中, 8 月 18 日销量前 8 名耳机除了几十元、百元级产品外, 还有 200、300、400 元级别产品。小米在耳机方面定位中高端, 价格最低的产品国补后售价在 600 元左右; 整体产品配置相对较高, 还有骨传导耳机类别, 部分耳机提供 AI 应用等功能。

(三) 充电类产品: 下游需求表现平稳, 行业亮点在于产品迭代和格局变化

1. 充电类产品主要是充电器及线材、移动电源, 同手机、平板等 3C 电子息息相关

伴随快充的发展, 搭载快充的移动端电子产品充电器也可用于笔记本电脑充电。3C 电子产品长期发展后渗透率已处于高位, 预计对充电类产品需求趋于稳定。此前, 主要手机品牌均推行新手机销售不配充电器及线材规定, 导致需求转向第三方品牌。

2. 快充&无线充渗透率提升, 产品微创新频繁迭代

在电池容量技术短期难以突破前提下, 头部品牌纷纷选择提高产品充电效率, 如小米 15 拥有 90W 有线+50W 无线的充电功率。充电速率的提高对充电产品提出了更高的要求, 目前主流技术均

采用氮化镓功率器件，相应成本和售价更高。此外，无线充也是各 3C 品牌的主要发展方向之一，旗舰机型均搭载高功率无线充功能。

移动电源方面，同样涌现出一批快充、无线充新品。同时，移动电源产品也不断通过微创新迭代满足消费者细分需求：如通过移动电源自带线，使得消费者无需在带移动电源时再带一根充电线；将移动电源同充电头结合，既可作为充电头同插座连接为设备充电，又可在无插座情况下作为移动电源供电。

图23：自带线充电宝产品



资料来源：淘宝，中国银河证券研究院

图24：充电头充电宝二合一产品



资料来源：淘宝，中国银河证券研究院

3.移动电源安全意识&质量门槛提升，利好龙头发展

以公牛为例，安全痛点是企业发展机遇，强制质量标准对龙头有利。公牛创立于 1995 年，彼时插座行业在房地产、家电等行业发展带动下快速扩容，但生产商多为“家庭作坊式”，质量问题突出，甚至出现“30 个插座有 10 个是坏的”的情况。而公牛在设立之初便确立“制造用不坏的插座”定位，针对行业痛点持续迭代创新，如首创按钮式开关插座、率先采取一体注塑工艺、首创防雷插座等。公司也是业内首个获得国家长城认证的企业，多次深度参与中国插座行业国标的制定与起草。

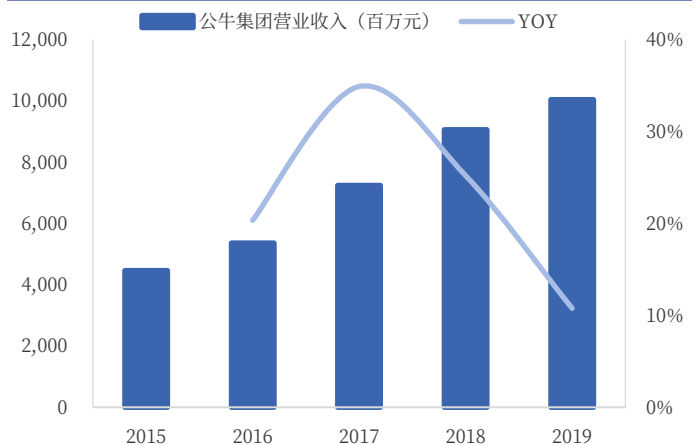
2015 年插座新国标发布，增加 3C 认证、设置保护门要求、针焰试验要求、配用电线导体最小标称横截面积要求，提高了行业准入门槛，单件产品的材料和加工等费用增加将提高企业成本 2~3 元（中国质量新闻网）。公牛充分受益于新国标的发布，2015~2018 年营收 CAGR 达 26.7%。

图25：公牛品牌商标主打安全用电专家



资料来源：公牛官网，中国银河证券研究院

图26：公牛集团营业收入（2015年~2019年）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

充电宝行业爆发安全隐患，消费者安全意识及生产质量标准均将得到提升。罗马仕充电宝产品质量问题严重，此前曾陆续出现安全隐患。2025年6月，北京20多所高校发布通知要求师生停用罗马仕充电宝产品，导致舆论升级。后续，罗马仕召回质量问题产品，并且多张3C证书被市场监管总局暂停，已于2025年7月全面停工停产；安克创新、绿联、倍思等多个头部品牌也被波及。

1) 消费者安全意识将得到提升，利好头部品牌。本次集中的充电宝安全事件传播度广，消费者对事件的认知较为普遍。未来，我们认为消费者将更加重视充电宝的安全性，优先选择更有质量保证的头部品牌。

2) 政策强制提高门槛，行业格局趋于集中。2025年6月26日，民航局发布通知，禁止旅客携带无3C标识、标识不清晰或被召回型号/批次的充电宝乘坐境内航班，导致大量充电宝被遗弃，后续均贡献3C充电宝购买需求。此外，7月15日，工信部公开征集对《移动电源安全技术规范》制修订计划项目的意见，未来行业质量标准提高将利好合规龙头。

3) 罗马仕陷入经营危机，在充电宝市场的份额将被瓜分。我们认为，罗马仕是本次充电宝安全事件中的焦点，产品质量问题传播度极其广泛，品牌声誉受到了损害。一方面，罗马仕现已全面停工停产；另一方面，消费者未来大概率不会选择罗马仕。而罗马仕作为此前国产充电宝的头部品牌之一，其市场份额预计将被其他头部品牌瓜分，绿联亦将受益。

表7：移动电源安全事件梳理

时间	事件内容
2025.03.20	从杭州飞往香港的HX115次航班因罗马仕充电宝自燃紧急迫降福建境内机场。
2025.06.13	北京20多所高校发布通知，称近期发现20000mAh的罗马仕充电宝比其他品牌型号更易爆炸，相关截图在社交平台发布后引发舆论关注；14日，“北京多所高校禁用罗马仕充电宝”词条冲上热搜第一。
2025.06.16	广东省市场监督管理局公开发布《深圳罗马仕科技有限公司召回部分罗马仕牌PAC20-272、PAC20-392、PLT20A-152型号移动电源的公告》，三款产品共计491745台。召回原因是“部分电芯原材料来料问题，极少数产品在使用过程中可能存在过热现象，在极端场景下可能产生燃烧风险，存在安全隐患。”
2025.06.20	创业板上市公司安克创新在《关于主动召回部分批次基础款移动电源的公告》中表示，“某供应商部分批次的行业通用电芯存在未经批准的原材料变更，可能导致极少数产品在长期循环使用后隔膜绝缘失效，进而引发过热甚至燃烧的安全隐患。”
2025.06.26	民航局发布紧急通知，自6月28日起，禁止旅客携带无3C标识、标识不清晰或被召回型号/批次的充电宝乘坐境内航班。
2025.07.06	罗马仕发布通知，自2025年7月7日起停工停产6个月；次日，其天猫、淘宝官方旗舰店关闭，京东、拼多多、抖音旗舰店虽运营，但所有充电宝产品已下架。
2025.07.15	央视报道工信部正公开征集对《移动电源安全技术规范》制修订计划项目的意见，新强制性国家标准将设置更严格的技术标准：在现有基础上增加或提升过度充电、针刺、挤压、热滥用等试验要求；规范关键生产工艺、材料；评估老化后安全性。

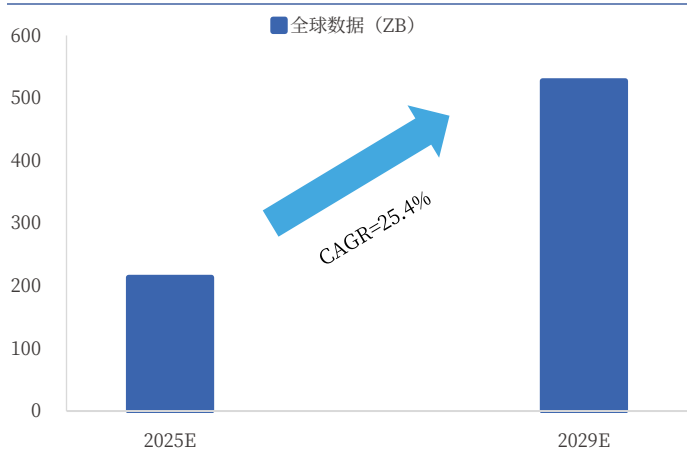
资料来源：新华网，中国银河证券研究院

三、数据存储需求旺盛，消费级 NAS 快速成长

(一) 消费级 NAS 市场方兴未艾

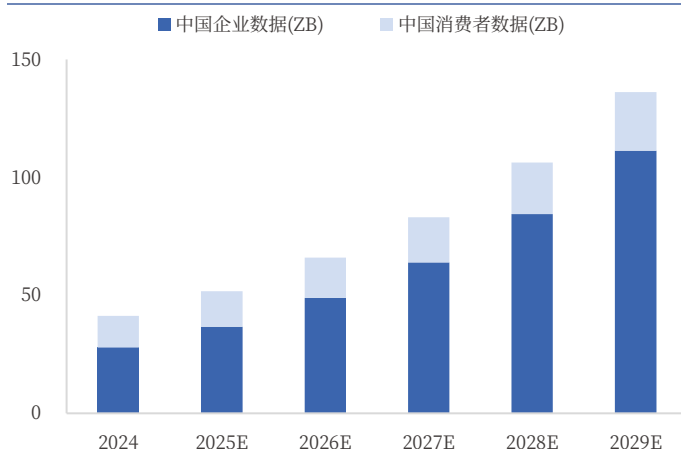
数字化时代数据量暴增。企业的数字化转型将销售、供应链、客户行为等全流程数字化，产生了大量的数据。同时，大量互联网企业服务于数字化时代，为企业或消费者提供数字化服务。生活的数字化使得每一位互联网用户成为数据生产者，社交媒体、短视频平台等普及带动了用户的创作与分享，游戏、电影等线上娱乐已经成为消费者的日常。据 IDC 数据，2025 年全球将产生 213.6 ZB 数据，到 2029 年将增长一倍以上达到 527.5 ZB；其中，中国市场 2025 年将产生 51.78ZB 数据，到 2029 年将增长至 136.1 ZB，CAGR 达 26.9%。

图27：全球数据量规模



资料来源：IDC，中国银河证券研究院

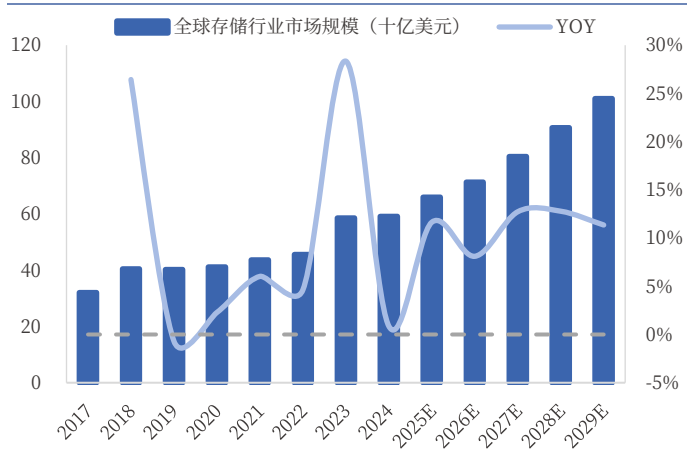
图28：中国数据量规模



资料来源：IDC，中国银河证券研究院

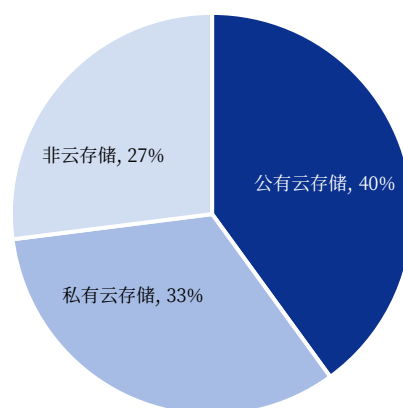
数据量爆发带动存储需求增长。据 Statista 数据，2024 年全球存储行业市场规模为 591 亿美元，同比+0.9%，预计 2029 年将达到 1010 亿美元，2024~2029 CAGR 为 11.3%。其中，公有云存储占比 40%，私有云存储占比 33%，非云存储占比 27%。

图29：全球存储行业市场规模



资料来源：Statista，中国银河证券研究院

图30：全球存储行业应用结构（2024年）



资料来源：Statista，中国银河证券研究院

NAS 是一种将存储设备通过网络共享给多台设备的解决方案。NAS (Network Attached Storage, 网络附属存储) 是一种专用的数据存储设备, 连接到网络后可以提供集中化的存储和管理功能。同公有云和私有云相比, NAS 本质上是物理存储设备, 核心功能在于文件存储、共享及备份, 而公有云和私有云除了上述功能外, 具备计算、存储、网络、应用托管等全栈服务。

表8: NAS、私有云及公有云对比

	NAS 私有云	专业级私有云	公有云
架构	单一存储设备或服务器	完整的云计算架构	完整的云计算架构
功能	仅提供文件存储和共享	计算、存储、网络、应用托管等全栈服务	按需提供标准化的计算/存储/数据库
扩展性	有限扩展 (依赖硬件容量)	弹性扩展 (横向/纵向)	无限扩展 (秒级扩容)
管理复杂度	低 (即插即用)	高 (需专业运维)	中 (用户仅管理应用层)
成本	低 (仅存储设备成本)	高 (硬件+软件+运维)	按时间、量付费 (弹性成本)
典型用户	家庭/个人、小型团队、简单文件共享	中大型企业、需要定制化服务的场景	家庭/个人、小型团队、简单文件共享

资料来源: 腾讯云, 中国银河证券研究院

从消费者角度来看, NAS 私有云较公有云优势在于数据安全与隐私保护。据久谦中台, 数据安全与隐私保护是个人消费者选择私有云的核心驱动力。相较于公共云, 私有云通过本地加密存储、多重身份验证及精细化权限管理, 将数据完全掌控于用户手中, 有效杜绝泄露与未授权访问风险。同时, 其灵活扩容能力与操作友好性, 进一步强化了用户体验优势。

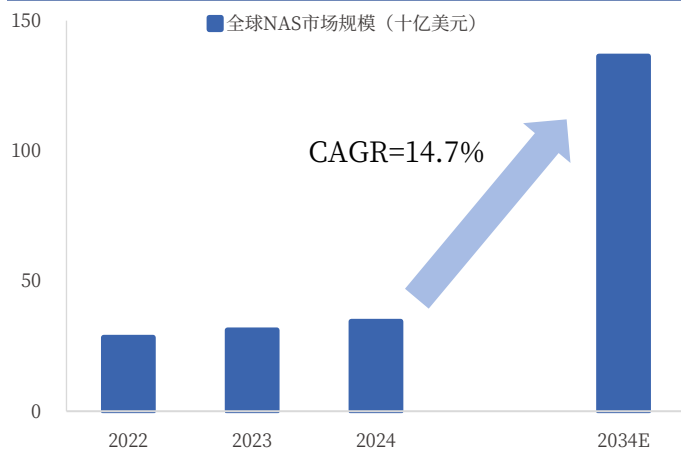
表9: NAS 私有云、公有云使用体验对比

核心价值	NAS 私有云	公有云
数据自主掌控	用户完全掌控数据存储与访问, 数据本地化, 避免第三方干预	数据存储在三方服务器中, 对数据控制有局限
安全与隐私保护	本地存储, 独立权限管理, 隐私风险低	存在数据泄露和隐私风险以及合规风险, 依赖服务商安全措施
AI 智能分类与检索	支持 AI 自动分类、智能检索、图片识别等功能, 提升管理效率	部分高端服务支持 AI 功能, 但多为付费且隐私风险高
自动备份与同步	多设备自动备份与同步, 减少手动操作, 支持跨端实时同步	支持多设备同步, 需联网且受限于带宽和隐私
容量灵活扩展	支持大容量扩展, 灵活升级, 满足长期数据增长	容量受限于套餐, 扩容需额外付费, 长期成本高
成本效益	一次性投入, 长期使用成本低	支持多用户共享, 安全性存疑

资料来源: 久谦中台公众号, 中国银河证券研究院

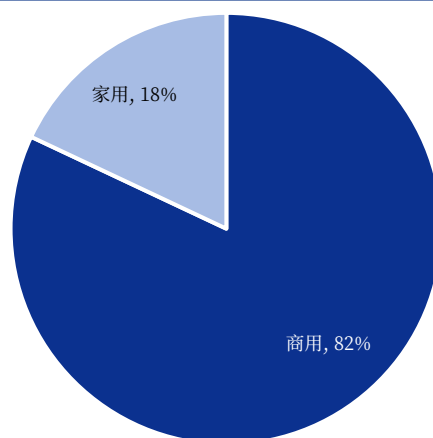
NAS 市场持续成长, 家用占比相对较低。据 Global Market Insights 数据, 2024 年全球 NAS 市场规模为 345 亿美元, 同比+10.6%, 预计将于 2034 年达到 1364 亿美元, 2024~2034 CAGR 为 14.7%。应用结构来看, 2024 年 82% 的 NAS 被用于商业, 18% 的 NAS 被用于家庭。

图31: 全球 NAS 市场规模



资料来源: Global Market Insights, 中国银河证券研究院

图32: 全球 NAS 应用结构 (2024 年)



资料来源: Global Market Insights, 中国银河证券研究院

(二) NAS 产品可部署轻量级 AI 大模型

NAS 部署大模型可通过本地部署和 API 调用两种方式。1) 本地部署直接将大模型下载并运行在 NAS 设备上, 所有计算在本地完成。该方式定制化强、数据隐私性高, 但对硬件要求严格, 且部署维护较为复杂。2) API 接口调用通过 NAS 应用或自建代理调用大模型云端 API 服务, 相对门槛更低且硬件要求低, 但数据需上传云端, 存在合规与泄露风险。

表10: 使用大模型的方式差异

	直接使用	NAS 本地部署	NAS API 接入
成本模式	目前免费使用	NAS 成本或 NAS 拓展成本	NAS 成本和 token 成本
数据隐私	数据需上传云端, 存在泄露风险	所有数据本地处理, 无上传, 规避泄露风险	数据需上传云端, 存在合规与泄露风险
硬件依赖	本地设备仅发送请求, 计算在云端, 不依赖本地设备	依赖本地设备算力, 需配备高性能处理器的专业 NAS	无本地算力要求, 低端 NAS 也可流畅运行
响应性能	云端 GPU 集群支持, 访问用户过多时可能存在响应较慢或者无法响应	受限于 NAS 算力	能大幅减少由于使用人数过多而产生的使用繁忙问题
模型版本	实时同步官方最新模型	由硬件限制, 支持蒸馏版模型	可自行选择调用版本
维护难度	完全由大模型负责, 用户无运维成本	需专业技术人员: 配置 Docker 容器、定期清理缓存	自动更新模型版本
适用场景	企业、个人用户非隐私场景下使用	隐私敏感型场景下使用, 但受限于算力, 实际模型推理能力有限	企业、个人用户非隐私场景下使用, 可满足定制化需求
特点	依赖官方数据库, 可以适应各类型任务	可以通过本地数据库训练模型, 使最终模型能更好匹配用户需求, 可离线使用	依赖官方数据训练, 仅能对模型进行部分修改, 能减少官方使用环境中的报错问题

资料来源: 中国银河证券研究院整理

AI NAS 产品使用更高配置, 内置大型语言模型。2025 年 1 月, 全球首款 AI NAS 产品由绿联在 2025 CES 展会发布。同传统 NAS 产品相比, AI NAS 搭载了最新一代英特尔酷睿 Ultra 5 处理器, 性能显著提升; 内置大型语言模型并支持自然语言理解和对话, 可基于本地数据库进行回答, 并支持图像内容识别。

(三) 国产品牌布局开始崛起，绿联占据领先地位

消费级 NAS 参与者主要被分为国际传统巨头、国产新势力及消费电子品牌。

国际传统巨头：1) 群晖、威联通等长期深耕 NAS 领域，群晖自消费级市场起家，但后续重心转向企业级市场；威联通早期定位企业级及专业用户，后续通过企业级技术配置下放强化消费级产品竞争力。2) 老牌硬盘厂商希捷、西部数据推出自有品牌个人云硬盘（如 WD My Cloud 系列），但功能相对简单。

国产新势力：以绿联、极空间和飞牛为代表的国产品牌近年来发力消费级 NAS 领域，从消费者角度出发不断迭代产品体验。

3C 及科技品牌：海康威视、华为均有消费级 NAS 产品。此外小米也正在推进产品研发，预计将在 25 年 10 月进入量产阶段，并在后续发布。

表11：消费级 NAS 参与者竞争优劣势对比

	竞争优势	竞争劣势
国际传统巨头	具备长期的 NAS 产品研发经验，且服务于企业级市场，产品技术积累实力更优。	企业基因偏 2B 市场，功能全面专业但操作复杂，对 C 端消费者的需求洞察、营销推广存在短板。
国产新势力	专注消费级 NAS 市场，对消费者需求洞察和产品迭代较强，产品易用性和本土化较优，如绿联本身具备消费电子周边产品业务经验。	研发技术积累不足，部分企业级功能仍然存在短板；品牌实力偏弱。
3C 及科技品牌	品牌受消费者认可程度高，用户基数和渠道优势强，且具备生态优势，手机品牌联动功能。如华为 NAS 采用鸿蒙系统，支持手机一碰扩容，可在手机图库直接访问照片；小米 NAS 采用 ARM 架构，优先服务于小米设备用户，支持一键换机功能。	目前以基础功能为主，产品规划谨慎，迭代速度相对滞后；跨品牌生态兼容性差。

资料来源：中国银河证券研究院整理

硬件配置难以实现差异化，软件端表现或更为重要，看好绿联的发展。

硬件方面，NAS 核心硬件包括存储硬盘、处理器、内存、接口等，在电脑行业长期发展过程中均已成熟，由专业供应商供应标准化产品，较难实现差异化壁垒。软件端则直接被消费者感知，目前消费级 NAS 仍在快速发展过程中，消费者重点需求如相册存储、家庭影院等均存在较多优化点。同时，当前 AI 兴起，NAS 软件端同 AI 的结合同样是重要发展方向。

国际传统巨头以 2B 业务为主，对消费者需求洞察偏弱，预计软件端迭代难以适应 2C 消费市场。国产新势力专注于消费级 NAS 市场，3C 及科技品牌具备丰富的消费电子产品开发经验，且同手机、智能家居生态协同，均有望在软件端持续迭代满足消费者需求。

绿联私有云 NAS 全新自研 UGOS Pro 系统，提供更强大、更专业、更安全的数据管理体验。

目前绿联私有云 NAS 具备两套系统，UGOS 操作简单、功能稳定，满足普通用户日常办公、娱乐需求；UGOS Pro 系统针对专业及企业用户升级，提供更强大且丰富的功能，如用户管理机制升级、远程访问机制、文件管理功能等。

图33: 绿联 NAS 私有云 UGOS 和 UGOS PRO 系统介绍

UGOS	UGOS Pro
<p>UGOS系统具有操作简单、功能稳定、隐私安全性强、上手门槛低等特点，每个账号存储空间相互独立，还可通过APP实现多设备远程访问。同时，具备自动备份、智能相册、云影院及文件整理等功能，能够满足普通用户日常的办公、娱乐需求。</p>	<p>UGOS Pro系统针对专业及企业用户进行升级，功能更加强大更丰富，全新的应用中心、更灵活的权限管理、本地自主学习AI模型以及虚拟机等功能，能更好的满足个人用户以及企业用户更高阶的玩法和使用需求。</p>

资料来源: 绿联 NAS 私有云官网, 中国银河证券研究院

图34: 绿联 NAS 私有云 UGOS 和 UGOS PRO 系统对比

UGOS	UGOS PRO
<p>各用户数据隔离 NAS内各用户数据独立存储，管理员无法查看其他用户的文件</p>	<p>灵活的管理员权限 管理员可以查看其他用户存储的文件，加强管理员对设备内的数据管控</p>
<p>基于云端的帐号体系 使用手机号注册并登陆系统，需要网络验证。首位注册云端帐号的用户为系统内唯一管理员</p>	<p>基于本地设备的帐号体系 在设备内注册本地帐号，可在纯内网环境使用，首个注册本地帐号的用户为管理员，后续可自由添加多位管理员</p>
<p>默认支持远程访问 使用绿联云帐号登录，开机即支持随时随地访问NAS中的文件</p>	<p>手动开启远程访问 需手动开启远程访问NAS功能，设置UGREENlink ID，通过UGREENlink ID登录，实现随时随地访问NAS中的文件</p>
<p>简单易用的存储管理 传统的存储管理方式，创建一个存储空间即可开始存储文件</p>	<p>强大全面的存储管理 拥有更多存储模式和文件系统，需创建存储池及存储空间后使用，存储池与存储空间均可自由搭配</p>
<p>内置功能开机即用 各功能内置于系统，无需额外安装流程即可使用全部功能，更方便。</p>	<p>应用中心按需安装 使用应用中心统一管理应用和功能，支持单个应用的安装、更新与卸载，按需索取更灵活</p>

资料来源: 绿联 NAS 私有云官网, 中国银河证券研究院

公司在软件端持续迭代升级。绿联致力于打造安全、好用的 NAS 私有云产品，以用户需求为核心持续迭代产品，优化产品体验。据公司官方公众号，2025 年上半年在影视中心和相册应用等方面均有较多更新，且 UGOS Pro 近期重点功能规划包括家庭影音娱乐板块、数据管理与分享、效率性工具、软硬件体验优化等，基础功能仍在持续迭代优化。

表12: 绿联 UGOS Pro 系统更新 (25H1)

	更新功能	具体更新内容
影视中心	首发支持 Strm 文件	绿联 NAS 是行业内首家在影视功能中支持 Strm 文件播放的产品，并且实现了移动端、电脑端、TV 端的全面覆盖，系统能够直接读取网盘中的原文件，即使是动辄几十 GB 的 4K 高清电影，也能免下载随时观影。
	支持在线字幕搜索下载	在影视中心播放页面，点击 CC 按钮，选择添加字幕，再点在线下载字幕，即可搜索下载字幕。下载成功后，播放器会自动加载字幕。除了中文，还支持英语、德语、西班牙语以及日语等多种语言。
	支持跳过片头/片尾	在影视中心选一部剧集类视频进入播放界面，点击【设置】按钮，开启【跳过片头/片尾】选项，再点击【设置片头/片尾】设置时间。还可以在观看过程中，点击设置界面中的【此刻】按钮，系统会自动记录当前播放进度当片头/片尾起始时间。
	不断优化画质体验	在苹果生态设备方面，iOS、Mac、Apple TV 三端新增支持杜比 P5 原画播放。在安卓设备领域，Android TV 迎来音频直通功能的重磅更新，全面支持全景声。Windows 客户端则聚焦于视觉呈现的升级，新增 HDR 播放模式。
	不断优化影视墙效果	支持在无 NFO 文件的情况下，可读取本地图片作为封面和背景图，解决了因资源信息缺失而导致的展示混乱问题。在内容管理方面，影视墙信息编辑页面新增了【地区】【风格】【评分】等信息项。
相册应用	实现共享图库功能	支持家庭成员/团队成员共同管理照片（管理员默认可见，普通用户需授权），用户可直接在共享图库中上传、下载、删除照片，无需手动打包转发。
	不同图库图片复制移动	支持将个人图库照片批量复制/移动至共享图库（反之亦然），一键操作便捷高效。
	个人图库支持添加子目录	手机备份时可选择特定子目录（如仅备份"Camera"文件夹），跳过冗余内容。
	人物支持识别视频文件	相册可识别视频中的人物，自动归类至对应人物相册（如宝宝学步视频与照片合并展示）。

资料来源: 绿联 NAS 私有云公众号, 中国银河证券研究院

公司 NAS 产品矩阵丰富，满足消费者多样化需求。自 2018 年组建 NAS 私有云团队以来，绿联科技已累计推出十余款产品，覆盖 DH2000、2100、2600、DX4600 及 DXP 五大系列，实现从家用消费级到专业企业级、双盘位到八盘位乃至全闪存架构的全场景技术布局。2025 年 618 活动期间，NAS 私有云京东商品榜单单品销售额前 10 名包揽 6 席，天猫交易总量榜单单品销售额霸榜前 2。

图35: 公司 NAS 私有云 DXP 系列



资料来源: 雷科技公众号, 中国银河证券研究院

图36: 公司 2025 年 618 活动销售表现



资料来源: 公司公众号, 中国银河证券研究院

注: 5月13日 20:00~6月18日 23:59

绿联推出全球首款 AI NAS, 开启智能存储时代。CES 2025 期间, 绿联科技发布全球首款 AI NAS, 搭载最新一代英特尔酷睿 Ultra 5 处理器, 最大超频频率高达 4.50GHz, 在 AI 处理、多任务处理和媒体转码等功能上实现更优体验。其内置大型语言模型 LLM, 支持自然语言理解和对话。用户可以通过文本形式提问, NAS 将根据在线知识库或本地数据库进行回答。

此前, 公司在 DXP 系列产品已经引入 AI 智能管理模块, 如 AI 相册功能, 通过人脸识别和场景识别, 可以自动对照片进行分类和整理。

图37: 公司 NAS 私有云 AI 相册功能



资料来源: 淘宝绿联数码旗舰店, 中国银河证券研究院

四、盈利预测与估值

(一) 盈利预测

营业收入:我们预计 2025 / 2026 / 2027 年,公司充电类产品收入分别同比+40% / +30% / +25%, 传输类产品收入分别同比+25% / +20% / +15%, 音视频类产品收入分别同比+25% / +15% / +10%, 移动周边类产品分别同比+25% / +15% / +15%, 存储类产品分别同比+150% / +80% / +50%。整体来看,我们预计公司 2025 / 2026 / 2027 年营业收入分别为 85.5 / 110.7 / 137.1 亿元,分别同比 +38.5% / 29.6% / 23.8%

归母净利润:我们预计公司 2025 / 2026 / 2027 年归母净利润分别为 6.2 / 8.5 / 11.1 亿元,分别同比+34.3% / 36.3% / 30.9%。

表13: 公司盈利预测主要指标

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	6,170	8,548	11,074	13,710
收入增速	28.5	38.5	29.6	23.8
归母净利润(百万元)	462	621	846	1,107
利润增速	19.3	34.3	36.3	30.9
摊薄 EPS(元)	1.11	1.50	2.04	2.67
PE	57.14	42.54	31.22	23.85

资料来源:公司公告,中国银河证券研究院预测(预测日期为2025年9月5日)

(二) 杜邦分析

我们选取安克创新、公牛集团、小米集团、海能实业、显盈科技五家消费电子与智能硬件行业中具有可比性的公司。

2024年,绿联科技的 ROE 为 19.9%,处于行业中上水平,低于安克创新(24.9%)和公牛集团(28.2%),但明显高于小米集团、海能实业及显盈科技。杜邦分析来看,公司资产周转率表现较优,2024年为 1.9 次;但归母净利率和权益系数表现较弱,2024年分别为 7.5%、1.4。

图38: 2024年可比公司杜邦分析

	ROE	=	归母净利率	×	资产周转率(次)	×	权益乘数
301606.SZ 绿联科技	19.9%		7.5%		1.9		1.4
300866.SZ 安克创新	24.9%		8.6%		1.7		1.7
603195.SH 公牛集团	28.2%		25.4%		0.8		1.3
1810.HK 小米集团-W	13.4%		6.5%		1.0		2.1
300787.SZ 海能实业	4.6%		3.5%		0.6		2.1
301067.SZ 显盈科技	1.0%		0.9%		0.7		1.5

	毛利率	研发费用率	管理费用率	销售费用率
301606.SZ 绿联科技	37.4%	4.9%	9.1%	19.5%
300866.SZ 安克创新	43.7%	8.5%	12.0%	22.5%
603195.SH 公牛集团	43.2%	4.4%	8.8%	8.1%
1810.HK 小米集团-W	20.9%	0.0%	1.5%	6.9%
300787.SZ 海能实业	26.2%	8.9%	8.1%	4.4%
301067.SZ 显盈科技	20.3%	7.6%	8.9%	3.1%

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

(三) 可比估值

选取 A/H 市场的可比公司。截至 2025 年 9 月 5 日，可比公司 2025 年平均 PE 为 26 倍。按照我们的盈利预测，公司 2025 年估值对应 PE 42.5 倍。我们认为公司作为消费电子周边产品龙头企业，充电类业务充分受益于格局优化，存储类业务布局消费级 NAS 市场有望快速爆发，**首次覆盖**，给予“**推荐**”评级。

表14: 可比公司估值表

公司名称	代码	币种	收盘价 (元)	总市值 (百万元)	营业收入 (百万 CNY)		归母净利润 (百万 CNY)		PE	
					2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
安克创新	300866.SZ	CNY	137.2	73,555	32,358	40,572	2,634	3,311	27.9	22.2
公牛集团	603195.SH	CNY	46.8	84,588	17,550	18,849	4,408	4,775	19.2	17.7
小米集团-W	1810.HK	HKD	53.7	1,396,290	487,906	619,892	41,037	54,682	31.0	23.3
海能实业	300787.SZ	CNY	14.7	4,620	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
显盈科技	301067.SZ	CNY	32.1	3,116	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
算术平均值					179,271	226,437	16,026	20,923	26.0	21.1
绿联科技	301606.SZ	CNY	63.7	26,413	8,548	11,074	621	846	42.5	31.2

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院预测

(注: 收盘价为 2025 年 9 月 5 日, 除绿联科技外, 其上市公司盈利预测均为 Wind 一致预期)

(四) 绝对估值

我们采用 FCFF 法分增长期 (2025-2027 年)、过渡期 (2028-2034 年)、永续增长期 (2035 年及以后) 三阶段对公司进行绝对估值, 主要参数设定及依据如下表所示。以 2025 年 9 月 5 日公司股本为基准, 在加权平均资本成本 (WACC) 为 9.16%、永续增长率 (g) 为 2.5% 时, 公司合理每股价值为 75.6 元。

在加权平均资本成本 (WACC) 正负波动 0.2%、永续增长率 (g) 正负波动 0.2% 的情况下, 公司合理每股价值区间为 72.0~79.7 元, 首次覆盖, 给予公司“**推荐**”评级。

表15: FCFF 核心假设

指标	数值	说明
无风险利率 Rf	1.83%	取 2025 年 9 月 5 日 10 年期国债收益率
市场预期收益率 Rm	7%	参考沪深 300 历史平均收益率, 假设市场预期收益率为 7%
贝塔值(β)	1.42	取公司上市以来原始 Beta (频率为周度), 标的指数为沪深 300
WACC	9.16%	通过公式 $WACC = Kd * Wd * (1 - T) + Ke * (1 - Wd)$ 计算得到
税率 T	15%	公司为高新技术企业, 按 15% 的税率计缴企业所得税
永续增长率 g	2.5%	假设公司永续增长率为 2.5%

资料来源: iFinD, 中国银河证券研究院

表16: WACC 估值敏感性分析表 (元/股)

		WACC						
		7.56%	8.06%	8.56%	9.06%	9.56%	10.06%	10.56%
永续增长率	75.61	8.56%	8.76%	8.96%	9.16%	9.36%	9.56%	9.76%
	1.90%	78.43	76.03	73.78	71.65	69.64	67.73	65.93
	2.10%	79.98	77.47	75.12	72.89	70.80	68.82	66.95
	2.30%	81.64	79.01	76.54	74.22	72.03	69.96	68.02
	2.50%	83.40	80.64	78.05	75.61	73.33	71.18	69.14
	2.70%	85.29	82.37	79.65	77.10	74.71	72.46	70.34
	2.90%	87.30	84.23	81.36	78.68	76.17	73.81	71.60
	3.10%	89.47	86.22	83.19	80.37	77.73	75.26	72.94

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

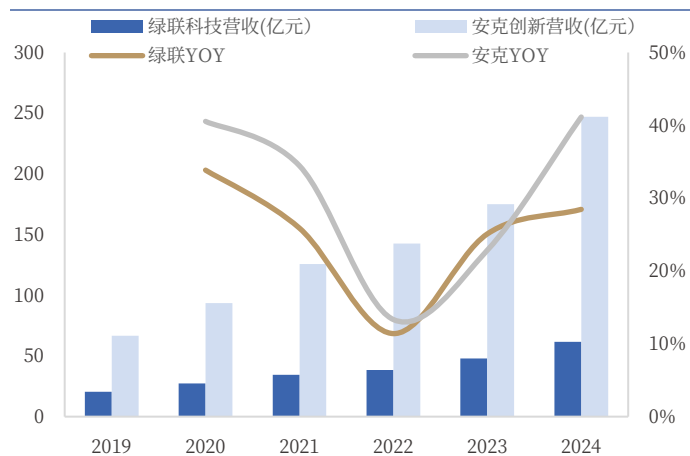
(五) 与安克创新对比

1. 绿联和安克产品有重叠, 但安克经营范围更为广泛, 且同类产品定价高于绿联

绿联和安克均是中国消费电子行业的代表性企业: 绿联科技以“UGREEN”品牌为主, 产品涵盖传输、音视频、充电、移动周边和存储五大类; 安克创新通过“Anker”、“Eufy”、“Soundcore”等品牌, 覆盖充电、无线音频和智能创新产品, 包括移动电源、充电器、无线耳机、智能家居等。

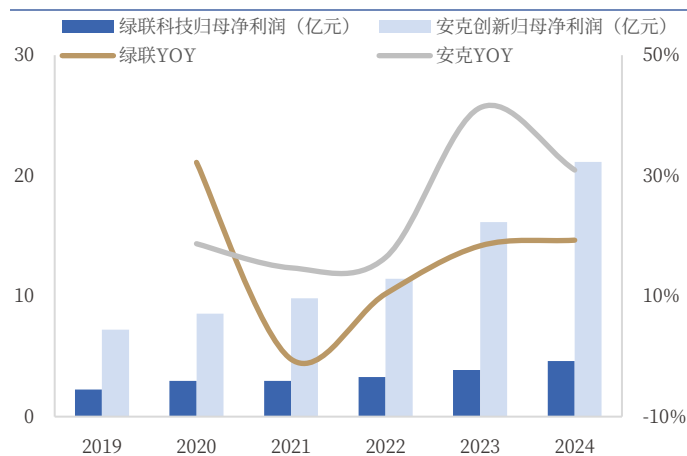
具体而言, 两家企业主要在充电器、数据线、充电宝、耳机等方面重叠, 绿联额外拥有扩展坞、消费级 NAS、音视频线等, 安克额外拥有储能、安防、清洁、投影、会议等。2024 年, 绿联科技实现营收 61.7 亿元, 同比+28.5%, 归母净利润 4.6 亿元, 同比+19.3%; 安克创新实现营收 247.1 亿元, 同比+41.1%, 归母净利润 21.1 亿元, 同比+30.9%。

图39: 绿联、安克营收对比



资料来源: iFinD, 中国银河证券研究院

图40: 绿联、安克归母净利润对比



资料来源: iFinD, 中国银河证券研究院

安克作为全球知名消费电子配件品牌, 定位中高端, 经常被视作苹果原装配件的首选替代, 强调高品质和技术创新, 价格相对亲民又保持一定溢价。绿联科技的 UGREEN 品牌则更多主打性价比, 被消费者视为“一线品牌平替”。以数据线产品为例, 在 2025 年 8 月 14 日的京东自营旗舰店按销量排序, 绿联前 4 销量的数据线产品价格均在 20 元及以下, 而安克前 4 销量的数据线产品在 25 元及以上, 第 2、3 名在 50 元左右。

图41: 绿联京东旗舰店数据线产品列表 (按销量排序前 8)



资料来源: 京东, 中国银河证券研究院

图42: 安克京东旗舰店数据线产品列表 (按销量排序前 8)

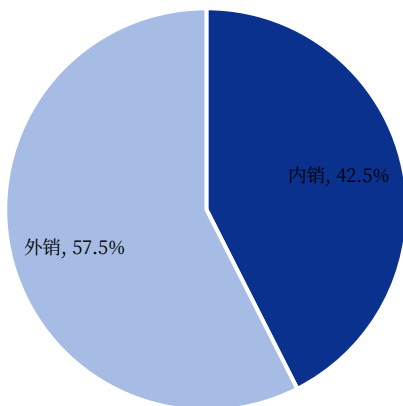


资料来源: 京东, 中国银河证券研究院

2. 绿联科技内外销并重, 安克创新海外销售为主

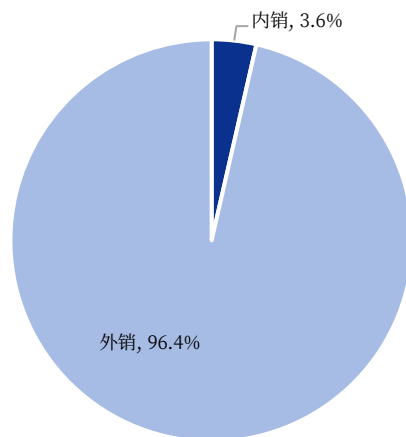
绿联科技 2012 年由国内市场起家, 并于 2014 年开始全球化布局, 内外销协同发展。安克创新 2011 年通过 Amazon 布局海外市场, 并推动全球化布局, 2015 年正式布局内销市场, 但产品定位中高端较难满足内销性价比需求。2024 年, 绿联科技内销实现 26.2 亿元, 外销实现 35.4 亿元, 分别占比主营业务收入 42.5%、57.5%; 安克创新内销实现 8.8 亿元, 外销实现 238.3 亿元, 分别占比营业收入 3.6%、96.2%。

图43: 绿联科技主营业务收入区域结构 (2024)



资料来源: iFinD, 中国银河证券研究院

图44: 安克创新营业收入区域结构 (2024)



资料来源: iFinD, 中国银河证券研究院

五、风险提示

市场竞争加剧的风险，公司所处行业充分竞争，若行业竞争加剧，则产品存在降价风险，将对规模和盈利造成负面影响。

NAS 业务发展不及预期的风险，消费级 NAS 是公司未来的重要发展方向之一，目前处于前期爆发阶段，若未来市场需求不及预期，则将对公司业绩增长造成影响。

关税政策的风险，美国关税政策的不确定性仍是公司经营短期风险之一。若美国关税政策出现变动，或将影响公司美国市场销售。

图表目录

图 1: 公司营业收入	4
图 2: 公司归母净利润	4
图 3: 公司毛利率、销售期间费用率、归母净利率	5
图 4: 公司摊薄 ROE	5
图 5: 公司主营业务收入 (按产品拆分)	5
图 6: 公司各类产品收入 YOY	5
图 7: 公司主营业务收入 (按区域拆分)	6
图 8: 公司主营业务收入区域结构 (2024 年)	6
图 9: 公司主营业务收入 (按渠道拆分)	7
图 10: 公司主营业务收入渠道结构 (2024 年)	7
图 11: 全球消费电子市场规模	8
图 12: 全球消费电子区域结构 (2024 年)	8
图 13: 全球笔记本电脑市场规模	8
图 14: 全球平板电脑市场规模	8
图 15: 苹果 Macbook Air 接口情况	9
图 16: 全球平板电脑市场规模	9
图 17: 全球 TV 出货量 (年度)	9
图 18: 全球显示器出货量 YOY	9
图 19: 全球耳机市场规模	10
图 20: 全球耳机市场平均价格	10
图 21: 科大讯飞 iFLYBUDS Pro2 产品图	10
图 22: 豆包 Ola Friend 产品图	10
图 23: 自带线充电宝产品	12
图 24: 充电头充电宝二合一产品	12
图 25: 公牛品牌商标主打安全用电专家	12
图 26: 公牛集团营业收入 (2015 年~2019 年)	12
图 27: 全球数据量规模	14
图 28: 中国数据量规模	14
图 29: 全球存储行业市场规模	14
图 30: 全球存储行业应用结构 (2024 年)	14
图 31: 全球 NAS 市场规模	16
图 32: 全球 NAS 应用结构 (2024 年)	16
图 33: 绿联 NAS 私有云 UGOS 和 UGOS PRO 系统介绍	18
图 34: 绿联 NAS 私有云 UGOS 和 UGOS PRO 系统对比	18
图 35: 公司 NAS 私有云 DXP 系列	19

图 36: 公司 2025 年 618 活动销售表现	19
图 37: 公司 NAS 私有云 AI 相册功能	19
图 38: 2024 年可比公司杜邦分析	20
图 39: 绿联、安克营收对比	22
图 40: 绿联、安克归母净利润对比	22
图 41: 绿联京东旗舰店数据线产品列表 (按销量排序前 8)	23
图 42: 安克京东旗舰店数据线产品列表 (按销量排序前 8)	23
图 43: 绿联科技主营业务收入区域结构 (2024)	23
图 44: 安克创新营业收入区域结构 (2024)	23
表 1: 公司产品分类及应用情况	4
表 2: 公司营业收入-按产品拆分	5
表 3: 公司营业收入-按区域拆分	6
表 4: 公司营业收入-按渠道拆分	7
表 5: AI 耳机产品梳理	11
表 6: 绿联耳机同倍思、红米产品对比	11
表 7: 移动电源安全事件梳理	13
表 8: NAS、私有云及公有云对比	15
表 9: NAS 私有云、公有云使用体验对比	15
表 10: 使用大模型的方式差异	16
表 11: 消费级 NAS 参与者竞争优势对比	17
表 12: 绿联 UGOS Pro 系统更新 (25H1)	18
表 13: 公司盈利预测主要指标	20
表 14: 可比公司估值表	21
表 15: FCFE 核心假设	21
表 16: WACC 估值敏感性分析表 (元/股)	22

附录:

公司财务预测表

资产负债表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	3,354	3,993	4,807	5,796
现金	1,143	1,344	1,698	2,248
应收账款	98	140	183	228
其它应收款	21	27	34	40
预付账款	33	43	53	61
存货	1,235	1,616	2,016	2,395
其他	824	823	823	824
非流动资产	541	536	530	523
长期投资	0	0	0	0
固定资产	34	37	38	39
无形资产	9	12	15	17
其他	498	488	477	466
资产总计	3,895	4,529	5,337	6,319
流动负债	862	1,241	1,694	2,242
短期借款	0	0	0	0
应付账款	554	824	1,172	1,580
其他	308	417	522	662
非流动负债	108	108	108	108
长期借款	0	0	0	0
其他	108	108	108	108
负债总计	970	1,349	1,803	2,350
少数股东权益	28	32	37	40
归属母公司股东权益	2,897	3,148	3,497	3,928
负债和股东权益	3,895	4,529	5,337	6,319

现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	624	576	852	1,226
净利润	460	625	851	1,111
折旧摊销	55	20	21	23
财务费用	-6	5	5	5
投资损失	-6	-9	-11	-14
营运资金变动	88	-103	-55	58
其他	32	37	41	44
投资活动现金流	-1,091	0	3	6
资本支出	-28	-9	-8	-8
长期投资	-1,070	0	0	0
其他	7	9	11	14
筹资活动现金流	606	-375	-501	-682
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	606	-375	-501	-682
现金净增加额	150	201	354	550

资料来源: 公司数据, 中国银河证券研究院

利润表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	6,170	8,548	11,074	13,710
营业成本	3,864	5,393	7,034	8,750
税金及附加	16	21	25	27
销售费用	1,205	1,718	2,193	2,687
管理费用	259	325	388	439
研发费用	304	393	487	576
财务费用	-8	-18	-22	-29
资产减值损失	-39	-32	-35	-36
公允价值变动收益	6	0	0	0
投资收益及其他	21	24	30	35
营业利润	517	706	963	1,259
营业外收入	8	7	8	8
营业外支出	1	1	1	1
利润总额	525	713	971	1,266
所得税	64	88	119	156
净利润	460	625	851	1,111
少数股东损益	-2	4	5	3
归属母公司净利润	462	621	846	1,107
EBITDA	573	715	970	1,260
EPS (元)	1.11	1.50	2.04	2.67

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入增长率	28.5%	38.5%	29.6%	23.8%
营业利润增长率	18.2%	36.5%	36.4%	30.7%
归母净利润增长率	19.3%	34.3%	36.3%	30.9%
毛利率	37.4%	36.9%	36.5%	36.2%
净利率	7.5%	7.3%	7.7%	8.1%
ROE	16.0%	19.7%	24.2%	28.2%
ROIC	14.9%	18.5%	22.8%	26.6%
资产负债率	24.9%	29.8%	33.8%	37.2%
净资产负债率	33.2%	42.4%	51.0%	59.2%
流动比率	3.89	3.22	2.84	2.58
速动比率	2.27	1.78	1.54	1.43
总资产周转率	1.94	2.03	2.24	2.35
应收账款周转率	52.35	71.66	68.52	66.74
应付账款周转率	8.49	7.83	7.05	6.36
每股收益	1.11	1.50	2.04	2.67
每股经营现金流	1.50	1.39	2.05	2.95
每股净资产	6.98	7.59	8.43	9.47
P/E	57.14	42.54	31.22	23.85
P/B	9.12	8.39	7.55	6.72
EV/EBITDA	44.33	35.25	25.61	19.28
PS	4.28	3.09	2.39	1.93

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

何伟，研究所副所长、大消费组组长。上海交通大学理学硕士。2009-2011 入职光大证券研究所担任家电分析师；2012-2024 入职中国国际金融股份有限公司担任家电首席分析师，董事总经理；2025 年加入中国银河证券股份有限公司研究院。2022 年、2023 年荣获 II China 机构投资者-财新资本市场分析师成就奖，可选消费行业最佳分析师（大陆&海外综合）第一。《Extel》（原《机构投资者》）2025 年度“亚洲最佳本土券商评选，中国最佳分析师非必需消费品第一；中国香港最佳分析师非必需消费品第一。

杨策，家电行业分析师。伦敦国王大学理学硕士，2018 年加入中国银河证券股份有限公司研究院，从事家电行业研究工作。

刘立思，家电行业分析师。中央财经大学本硕，2022 年加入中国银河证券研究院，从事家电行业研究工作。

陆思源，家电行业分析师。加州大学圣地亚哥分校金融硕士，2023 年加入中国银河证券研究院，从事家电行业研究工作。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。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。

银河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。银河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。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 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，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	超配：相对基准指数涨幅 10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅 5%以上
	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅 20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
	回避：相对基准指数跌幅 5%以上	

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

机构请致电：

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

深广地区：

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

上海地区：

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

北京地区：

田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn

公司网址：www.chinastock.com.cn