

绿联科技 (301606.SZ)

如何展望绿联的增长持续性?

公司拆解: 3C 配件出海龙头, 品类+渠道共振

绿联科技是 3C 配件出海龙头。产品端看, 其打造了涵盖充电类、传输类、音视频类、存储类的丰富产品矩阵; 从销售结构看, 其网络结构涵盖天猫&京东等国内线上平台, 亚马逊等跨境电商及线下经销渠道。今年是绿联品类&渠道共振的一年, 产品端受益于充电类&存储的放量 (2025H1 收入分别+44%/+125%), 渠道端海外不断突破 (25H1 境外收入+51%), 公司上半年业绩实现高增长 (收入+40.6%/归母净利润+32.7%), 成为一颗冉冉之星。然而市场对绿联有一些潜在问题: 如何看待主业增长持续性? 如何看待 NAS 终局空间?

如何看待主业增长持续性?

行业端: β 不强, 产品结构升级逻辑强。以移动电源为例, 3C 配件 β 并不弱。近年来由于快充&无线充等技术的兴起, 产品结构升级不断推动行业增长。

竞争端: 3C 认证趋严后格局呈龙头集中。2025 年 6 月罗马仕召回事件发酵之下, 6 月底民航局强制 3C 认证移动电源上飞机, 7 月 3C 认证标准趋严。我们认为一方面其拉动行业新增需求, 另一方面白牌出清、行业向龙头集中、此外罗马仕出清后份额或将被龙头企业瓜分。

公司 α : 研发&营销支撑下产品力强劲。研发端公司不断迭代新技术、营销端 2025 年官宣易烱千玺为全球代言人, 双重支撑下公司产品力表现强劲。

如何展望 NAS 板块终局?

产品端: 新兴之星, 从企业级步入消费级市场。NAS 凭借大容量&安全性&多功能性等优点, 目前正逐步从企业级走向消费级市场, 我们测算行业未来规模有望达 593-1013 亿元。

竞争端: 软件易操作性&功能丰富性是核心要素。软件为 NAS 产品竞争核心要素, 整体看大陆品牌功能更为丰富。绿联&极空间支持电视&电影整理而群晖无此功能。

公司 α : 产品&软件更新共筑壁垒。据奥维数据, 绿联 2025M6 NAS 份额超 60%。我们认为赛道是产品&软件不断迭代逻辑。绿联 NAS 系统更新速度快&差异化产品精准获客共同打造竞争壁垒。

投资建议。我们认为公司作为跨境电商龙头, 主业受益于产品结构丰富及海外渠道扩张持续放量, NAS 业务受益于 AI, 随着应用端丰富&行业渗透率提升下, 有望快速放量。我们预计公司 2025-2027 年实现归母净利润 7/10.6/14.9 亿元, 同比增长 52%/50.7%/40.8%, 首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示: 竞争风险加剧、全球贸易摩擦加剧风险、外协产品采购风险、市场空间测算风险。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	4,803	6,170	9,157	13,519	18,926
增长率 yoy (%)	25.1	28.5	48.4	47.6	40.0
归母净利润 (百万元)	388	462	702	1,058	1,489
增长率 yoy (%)	18.4	19.3	51.8	50.7	40.8
EPS 最新摊薄 (元/股)	0.93	1.11	1.69	2.55	3.59
净资产收益率 (%)	22.2	16.0	23.0	32.6	42.1
P/E (倍)	68.5	57.4	37.8	25.1	17.8
P/B (倍)	15.2	9.2	8.7	8.2	7.5

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 09 月 30 日收盘价

增持 (首次)

股票信息

行业	消费电子
09 月 30 日收盘价 (元)	63.98
总市值 (百万元)	26,545.93
总股本 (百万股)	414.91
其中自由流通股 (%)	52.79
30 日日均成交量 (百万股)	2.99

股价走势



作者

分析师 徐程颖

执业证书编号: S0680521080001

邮箱: xuchengying@gszq.com

研究助理 盘殊玥

执业证书编号: S0680124030008

邮箱: panshuyue@gszq.com

相关研究

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	2251	3354	3845	4636	5704
现金	992	1143	864	562	402
应收票据及应收账款	137	100	186	293	367
其他应收款	17	21	38	50	71
预付账款	35	33	52	76	107
存货	996	1235	1844	2752	3816
其他流动资产	74	822	862	902	942
非流动资产	202	541	519	467	425
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	30	34	32	29	24
无形资产	5	9	7	7	5
其他非流动资产	167	498	480	431	396
资产总计	2453	3895	4364	5104	6130
流动负债	572	862	1182	1722	2467
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	356	554	742	1107	1594
其他流动负债	216	308	439	615	873
非流动负债	105	108	112	112	112
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	105	108	112	112	112
负债合计	677	970	1294	1834	2580
少数股东权益	30	28	25	21	15
股本	373	415	415	415	415
资本公积	301	1072	1072	1072	1072
留存收益	1072	1410	1558	1762	2048
归属母公司股东权益	1747	2897	3045	3249	3535
负债和股东权益	2453	3895	4364	5104	6130

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	173	624	288	567	1061
净利润	394	460	699	1054	1483
折旧摊销	52	55	64	67	62
财务费用	3	-6	0	0	0
投资损失	-6	-6	-2	-3	-4
营运资金变动	-272	128	-464	-552	-483
其他经营现金流	4	-8	-9	1	3
投资活动现金流	-16	-1091	-31	-14	-19
资本支出	-23	-28	-17	-21	-21
长期投资	0	-1070	0	15	10
其他投资现金流	7	7	-13	-8	-7
筹资活动现金流	-45	606	-550	-854	-1203
短期借款	0	0	0	0	0
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	-550	-854	-1203
现金净增加额	116	150	-279	-301	-161

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	4803	6170	9157	13519	18926
营业成本	2998	3864	5765	8498	11885
营业税金及附加	14	16	28	41	57
营业费用	912	1205	1804	2650	3709
管理费用	211	259	362	527	738
研发费用	216	304	426	629	871
财务费用	-3	-8	-17	-13	-8
资产减值损失	-35	-39	-5	-7	-9
其他收益	15	14	9	14	19
公允价值变动收益	0	6	0	0	0
投资净收益	6	6	2	3	4
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	438	517	795	1197	1688
营业外收入	8	8	5	6	6
营业外支出	1	1	1	1	1
利润总额	446	525	800	1203	1693
所得税	52	64	101	149	210
净利润	394	460	699	1054	1483
少数股东损益	6	-2	-3	-4	-6
归属母公司净利润	388	462	702	1058	1489
EBITDA	480	553	846	1257	1747
EPS (元/股)	0.93	1.11	1.69	2.55	3.59

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	25.1	28.5	48.4	47.6	40.0
营业利润(%)	17.3	18.2	53.7	50.5	41.0
归属母公司净利润(%)	18.4	19.3	51.8	50.7	40.8
获利能力					
毛利率(%)	37.6	37.4	37.0	37.1	37.2
净利率(%)	8.1	7.5	7.7	7.8	7.9
ROE(%)	22.2	16.0	23.0	32.6	42.1
ROIC(%)	19.9	14.4	21.4	30.6	40.1
偿债能力					
资产负债率(%)	27.6	24.9	29.6	35.9	42.1
净负债比率(%)	-48.7	-35.0	-23.9	-13.2	-7.6
流动比率	3.9	3.9	3.3	2.7	2.3
速动比率	2.0	2.3	1.5	0.9	0.6
营运能力					
总资产周转率	2.1	1.9	2.2	2.9	3.4
应收账款周转率	48.1	52.3	64.5	56.6	57.6
应付账款周转率	9.2	8.5	8.9	9.2	8.8
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.93	1.11	1.69	2.55	3.59
每股经营现金流(最新摊薄)	0.42	1.50	0.69	1.37	2.56
每股净资产(最新摊薄)	4.21	6.98	7.34	7.83	8.52
估值比率					
P/E	68.5	57.4	37.8	25.1	17.8
P/B	15.2	9.2	8.7	8.2	7.5
EV/EBITDA	-1.8	26.5	30.5	20.8	15.0

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025年09月30日收盘价

内容目录

1 公司拆解：3C 配件出海龙头，品类+渠道共振.....	4
2 如何看待主业增长可持续性？.....	7
2.1 行业端：β 不弱，产品结构升级逻辑强.....	7
2.2 竞争端：3C 认证趋严后格局呈龙头集中.....	8
2.3 公司 α：研发&营销支撑下产品力强劲.....	9
3 如何展望 NAS 业务终局？.....	12
3.1 产品端：新兴之星，从企业级步入消费级市场.....	12
3.2 竞争端：软件易操作性&功能丰富性是核心要素.....	15
3.3 公司 α：产品&软件更新共筑壁垒.....	16
4 盈利预测与投资建议.....	18
4.1 盈利预测.....	18
4.2 投资建议.....	21
风险提示.....	22

图表目录

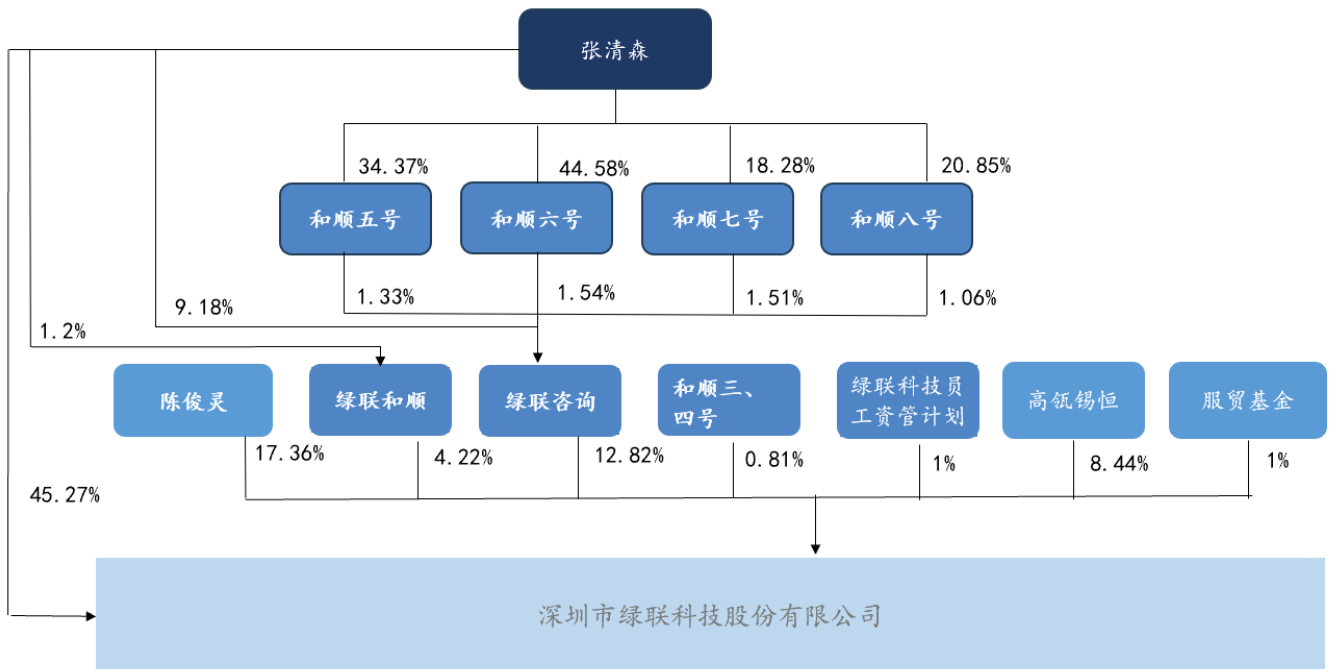
图表 1: 绿联科技股权结构.....	4
图表 2: 绿联科技分品类拆分.....	5
图表 3: 绿联科技区域拆分.....	6
图表 4: 绿联科技收入持续增长 (亿元).....	6
图表 5: 绿联科技净利润不断提升 (亿元).....	6
图表 6: 绿联科技毛利率 (%).....	7
图表 7: 绿联科技净利率 (%).....	7
图表 8: 移动电源行业规模 (亿美元).....	7
图表 9: 分品牌畅销充电宝一览 (价格单位: 元).....	8
图表 10: 充电宝事件时间线梳理.....	9
图表 11: 绿联部分在售移动电源一览 (价格单位: 元).....	10
图表 12: 安克&倍思部分在售移动电源一览 (价格单位: 元).....	10
图表 13: 绿联科技销售及研发费用率 (%).....	11
图表 14: 绿联科技销售费用拆分 (2025H1).....	11
图表 15: 绿联科技社媒平台.....	11
图表 16: NAS 工作原理.....	12
图表 17: NAS 优点.....	13
图表 18: 全球家用 NAS 设备增长显著 (亿元).....	13
图表 19: 全球 NAS 分区域占比.....	14
图表 20: NAS 国内线上销额及增速情况 (百万元).....	14
图表 21: NAS 国内线上量价情况 (台/元).....	14
图表 22: 全球云盘收费情况.....	15
图表 23: NAS 软件功能一览.....	15
图表 24: 绿联&极空间&群晖产品对比.....	16
图表 25: 全球 NAS 厂商.....	16
图表 26: 绿联 NAS 销额份额迅速提升.....	17
图表 27: 绿联 NAS 复盘.....	18
图表 28: 分业务收入预测一览 (亿元).....	20
图表 29: 公司费率预测 (%).....	21
图表 30: 可比公司归母净利润 (亿元).....	21
图表 31: 可比公司 PE (截至 2025.9.30).....	21

1 公司拆解：3C 配件出海龙头，品类+渠道共振

绿联科技是一家专注于 3C 消费电子产品的高新技术企业。产品端，以“Ugreen”品牌为核心、打造了涵盖传输类、音视频类、充电类、存储类和移动周边类的丰富矩阵，满足用户在移动办公、居家生活、户外出行等场景下智能设备的交互连接、快速充电等需求。销售端，构建了覆盖线上线下的全渠道销售网络。线上覆盖天猫、京东等国内电商平台及亚马逊、速卖通等海外市场；线下渠道覆盖中国 34 个省级行政区，同步拓展欧美、日韩、东南亚等地区线下经销体系。

股权结构看，公司创始人高度控股。公司创始人张清森和陈俊灵为公司的前两大股东，其中张清森先生是公司控股股东及实际控制人，直接持股 45%，此外还通过绿联和顺、绿联咨询间接持股。陈俊灵是第二大股东，直接持股占比 17.36%。

图表1: 绿联科技股权结构

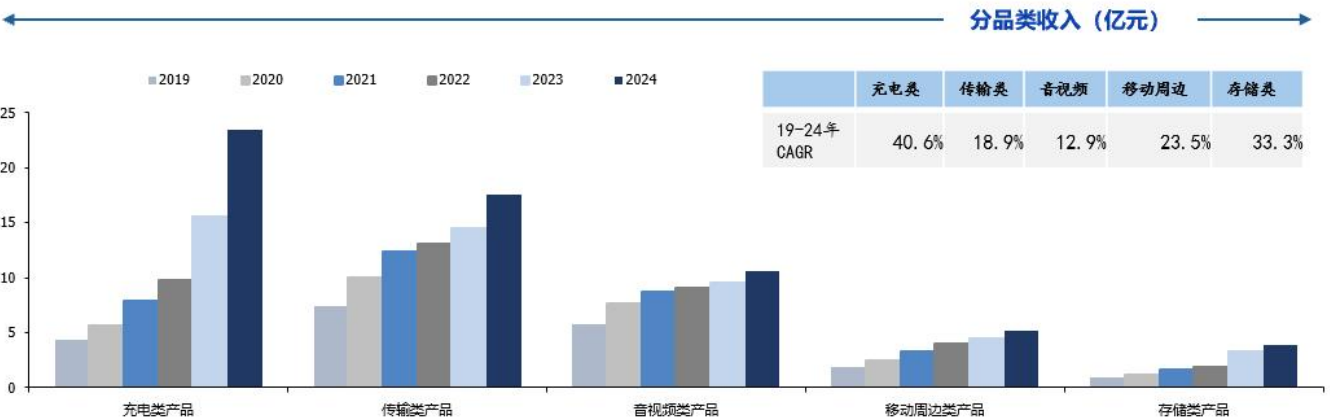
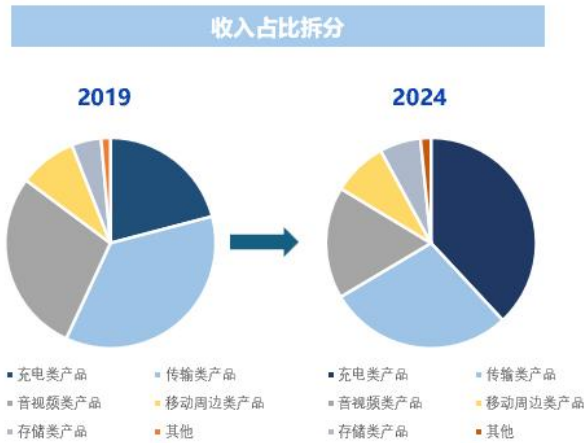


资料来源: Wind, 国盛证券研究所 (截止日期为 2025 年中报)

今年是绿联科技品类&渠道共振的一年:

品类端看，公司 2025 年以来推出能量湃等新品，产品矩阵不断丰富之下主业高增；NAS 端，公司今年 2025 年 5 月推出 DH4300 Plus 定位千元级，拉动存储类业务放量。2025H1，公司充电类/传输类/音视频类/存储类增速分别为 48%/31%/32%/119%，占比分别为 37%/27%/16%/11%。

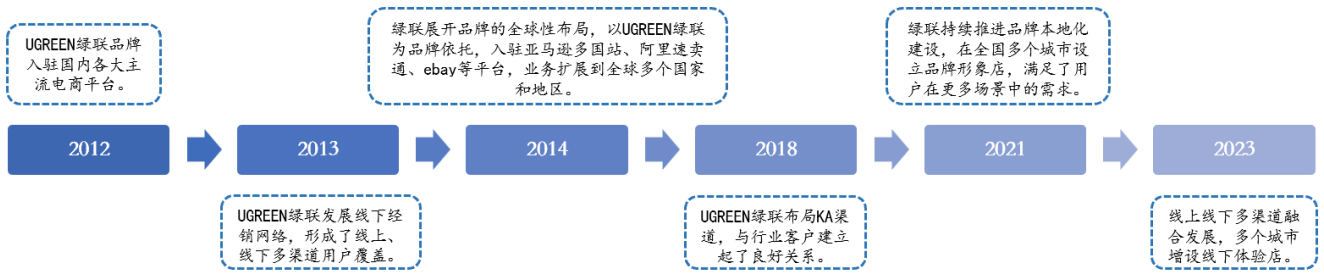
图表2: 绿联科技分品类拆分



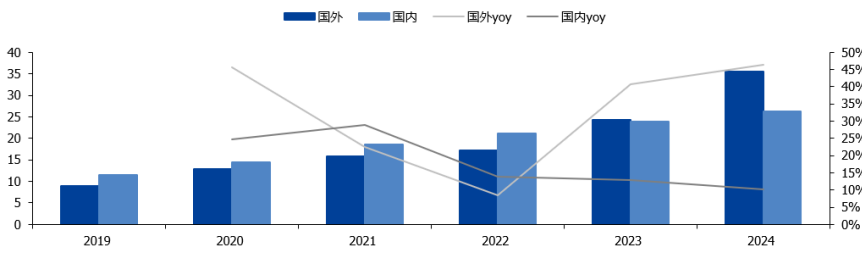
资料来源: Wind, 绿联科技招股说明书, 绿联科技年报, 国盛证券研究所

市场端看, 绿联海外渠道取得较大突破。在美国、欧盟等区域建立独立站点, 此外线下入驻沃尔玛、Costco 等大型 KA。2025H1 公司亚马逊/京东/天猫/线下占比分别为 34.4%/13.3%/11%/26.15%, 增速分别为 42%/20%/22%/53%。

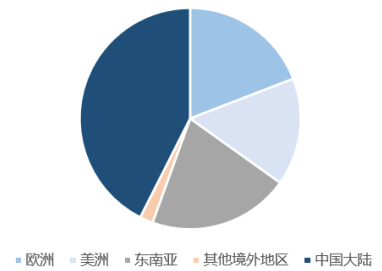
图表3: 绿联科技区域拆分



绿联科技分区域收入增速 (亿元)



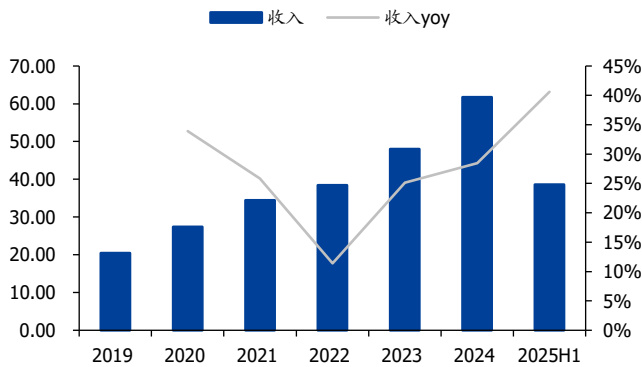
绿联科技分区域收占比 (2024年)



资料来源: ifind, 绿联科技招股说明书, 绿联科技年报, 绿联科技官网, 国盛证券研究所

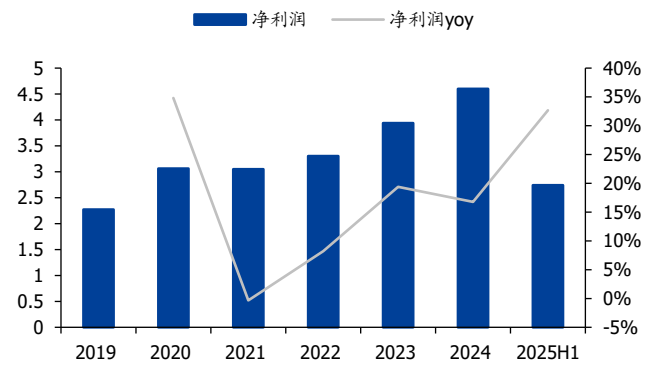
品类&渠道双轮驱动之下，2025年公司业绩增长提速。2024年公司实现收入/净利润61.7/4.6亿元，2019-2024CAGR分别为24.7%/15.2%，2025H1收入/利润增长40.6%/32.7%。盈利能力看，公司2025H1毛利率/净利率分别实现36.98%/7.09%。

图表4: 绿联科技收入持续增长 (亿元)



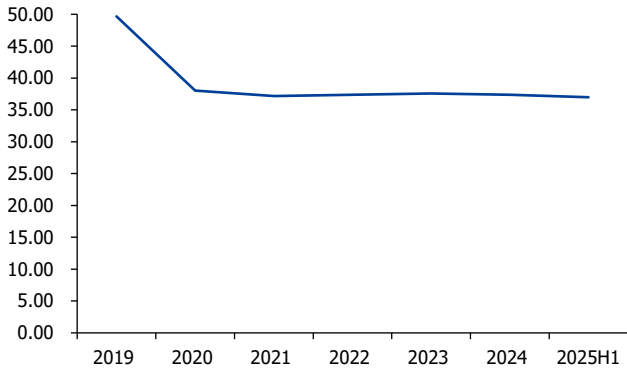
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表5: 绿联科技净利润不断提升 (亿元)



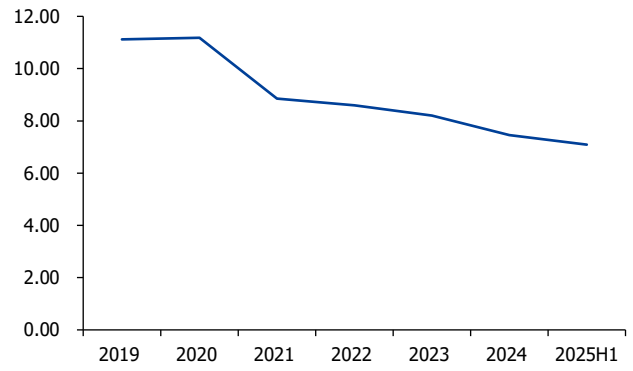
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表6: 绿联科技毛利率 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表7: 绿联科技净利率 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

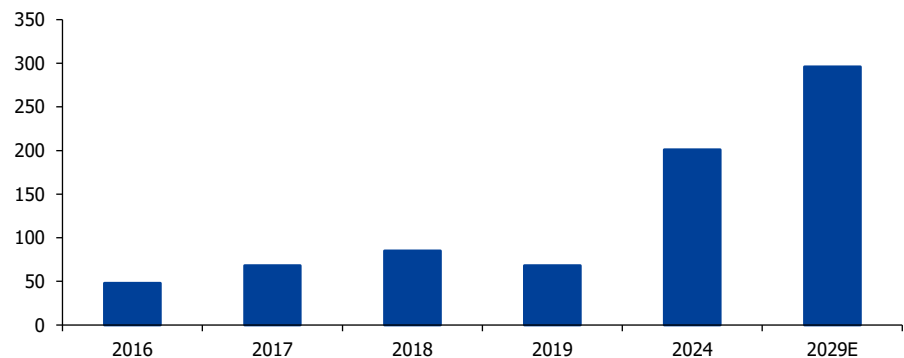
然而市场对绿联科技仍有一些担忧。1) 传统 3C 配件赛道产品单值低、行业空间有限, 且 3C 产品近年来需求平淡, 因而如何看待绿联主业增长可持续性? 2) NAS 赛道十分小众, 如何展望绿联 NAS 业务终局?

2 如何看待主业增长可持续性?

2.1 行业端: β 不弱, 产品结构升级逻辑强

充电配件潜在需求量大。智能移动设备普及率及应用场景增加、相关技术进步导致电子设备耗电量提高, 而电池容量瓶颈的突破进展相对缓慢, 这使得移动电源需求增加。据 Mordor Intelligence 数据, 2024 年移动电源行业规模达 201 亿美元。充电器看, 2020 年以来手机厂商不赠送充电器成为行业趋势, 自从 2020 年苹果宣布 iPhone 手机不再赠送充电器、三星、小米等头部手机厂商跟进, 第三方充电器市场需求激增。2024 年全球智能手机出货量为 12.4 亿部, 假设充电器与手机数量 1: 1 配平, 全球手机充电器潜在需求量十分大。

图表8: 移动电源行业规模 (亿美元)



资料来源: 绿联科技招股说明书, Mordor Intelligence, 国盛证券研究所

我们认为充电宝行业竞争正在从单一的容量竞争转向技术迭代, 拉动行业由浅水区向深水区。需求端用户需求不断升级: 便捷性方面消费者希望充电宝更加轻薄、小巧; 续航

方面用户希望充电宝具备更高的能量密度、容量增大；此外多功能性方面对于磁吸、集成化等需求增加。多元化的需求下，充电宝品类价格也随之提升，从传统的几十元售价突破至百元挡位，在高端品类方面，头部品牌溢价能力也随之提升。以三合一充电宝为例，安克/绿联/caibeike 售价分别为 289 元/114 元/84 元，品牌端享有一定溢价。

图表9: 分品牌畅销充电宝一览 (价格单位: 元)

安克			
			
功能 价格	自带插头+线三合一 289	磁吸无线 169	迷你胶囊 144
绿联			
			
功能 价格	自带插头+线三合一 114	磁吸无线 104	胶囊迷你 84
caibeike			
			
功能 价格	自带插头+线三合一 84	磁吸无线 83.7	胶囊迷你 54

资料来源: 淘宝, 天猫, 国盛证券研究所

2.2 竞争端: 3C 认证趋严后格局呈龙头集中

竞争端, 我们认为 3C 认证趋严将驱动行业格局向龙头集中。2025 年 3 月罗马仕充电宝爆炸事件发酵之下、6 月底民航局强制 3C 认证充电宝上飞机, 旋即 7 月工信部新国标新规趋严、同时罗马仕全面停工停产。我们认为对行业的催化主要有:

- 1) 行业存量替换需求增加。一方面民航局强制 3C 认证产品上飞机, 市面上大量无 3C 认证产品存在替换潜能。
- 2) 认证过程趋严提升了行业门槛, 大量不合规白牌存在出清可能。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。认证趋严之前, 市面上存在大量不合规白牌产品, 深圳市场监管局华强北监管所 7 月 1 日已向辖区内各市场下发通知, 要求“全面禁售无 3C 认证充电宝, 线上、线下渠道都不可以上架、销售, 出口产品也不可以在国内市场上架。”大量不合规白牌被下架。
- 3) 罗马仕停工停产, 在充电宝市场的份额预计将被龙头品牌瓜分。2025 年 7 月 15 日开始, 罗马仕发布停工停产通知。罗马仕此前是国产充电宝的头部品牌, 我们预计其市场份额预计将被其他头部品牌瓜分。

图表10: 充电宝事件时间线梳理

时间	事件内容
2025.03	因罗马仕的充电宝发生热失控，一架从杭州飞往香港的航班起火，最终备降福建。
2025.06.13	21 所高校相继发布通知，要求师生排查并停用罗马仕 20000 毫安充电宝。次日，在“多所高校禁用罗马仕充电宝”词条登上热搜后，罗马仕公开致歉。
2025.06.16	罗马仕向深圳市市场监督管理局报告了召回计划，将召回三款总计 491745 台的移动电源，原因是部分上游电芯来料问题，极少数产品在极端场景下可能产生燃烧风险。
2025.06.20	国家市场监管总局全国认证认可信息公共服务平台显示，知名电池供应商安普瑞斯的多个相关电池及电芯产品 3C 认证证书处于“暂停”状态。此外，罗马仕、安克创新、倍思、绿联等移动电源品牌的多个 3C 认证证书也被暂停。
2025.06.26	民航局发布紧急通知，自 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。随后多地机场出现因充电宝 3C 问题引发的争吵情况。电商平台出现不少商家售卖“3C 认证贴纸”的情况。
2025.07.06	凌晨，罗马仕正式发布停工停产通知，停工时间为自 2025 年 7 月 7 日起持续 6 个月。次日，罗马仕创始人卸任关联公司职务，有消息传出罗马仕中层也加入维权。
2025.07.15	工业和信息化部正式公开征集对《移动电源安全技术规范》等制修订计划项目的意见，制定后的强制性国家标准将对包括充电宝在内的移动电源设置更严格的技术标准。

资料来源：电脑报，江都发布，国盛证券研究所

2.3 公司 α：研发&营销支撑下产品力强劲

如何看待绿联在充电品类赛道的竞争力？

产品端，绿联有着丰富的 SKU。据天猫旗舰店统计，其目前在售 SKU 数量达 27 个，价格带从 69-200+ 元不等：100 元以下定位性价比、有口红款、磁吸款等产品；100-150 元对比 100 元以下在容量&快充等方面进行了升级；150+ 的高端价格段位，公司今年推出了能量湃 Pro 产品、配置彩屏、成为行业爆款。我们选取安克、倍思作为对标对象，从 sku 数来说，安克/倍思在售型号分别为 15/23 个，较之绿联要更少。从价格带看，安克售价最低产品也接近 200 元，大多在售产品为 250 元+，且对比其他品牌溢价较多。倍思则相反，布局以大众价格带为主，有接近一半产品售价在 100 元以内，200+ 产品仅 4 款。

图表11: 绿联部分在售移动电源一览 (价格单位: 元)

		价格	总销量	部分图片
100元以下	10000毫安自带线		69 10w+	
	10000毫安20w快充		69 9w+	
	20000毫安小巧		92.7 50w+	
	5000毫安口红		99 1w+	
	磁吸充电宝20w快充		99 50w+	
	10000毫安30w快充mini		99 20w+	
100-150元	20000毫安自带线30w快充		101.2 10w+	
	5000毫安口红&自带线		109 500+	
	20000毫安30w快充		101.2 7000+	
	20000毫安30w快充自带线		101.2 1w+	
	20000毫安自带线20w快充		101.2 1w+	
	10000毫安磁吸红色		109 600+	
	三合一插头		129 2000+	
	20000毫安带C线		126.7 1w+	
150-200元	20000毫安带双C线		126.7 600+	
	12000毫安可充笔记本带数显		152.2 7000+	
	20000毫安可充笔记本带数显		169.2 3000+	
	能量湃Pro130w带彩屏		194.7 3w+	
200元+	20000毫安带NTC温控		169.2 9000+	
	20000毫安自带线100w		211.7 4w+	
	130w带数显TypeC线		211.7 1000+	
	145w自带线20000毫安		211.7 97	
	165w带伸缩线彩屏		254.2 2000+	
	165w带双线25000毫安		254.2 800+	
	200w双口多功能彩屏25000毫安		296.7 2000+	
	48000毫安露营300功率		466.7 1000+	
1024wh 1200w便捷电源		2099 5000+		

资料来源: 天猫, 国盛证券研究所 (注: 数据截止至 2025 年 9 月 29 日)

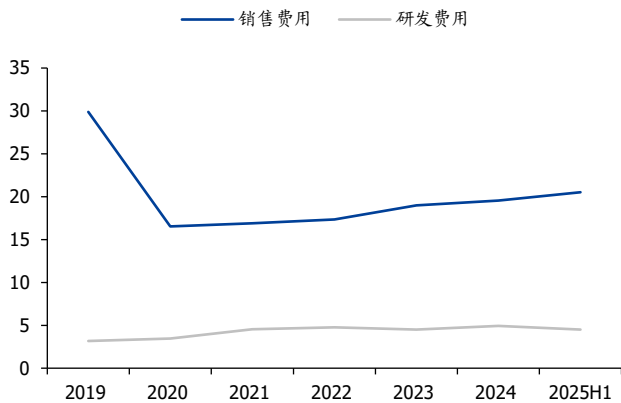
图表12: 安克&倍思部分在售移动电源一览 (价格单位: 元)

名称	价格	图片	名称	价格	销量	图片
自带线10000毫安	67		三合一30w	194	7k+	
双线快充20000毫安	75		45w快充	194	300+	
磁吸充电器	86.7		45w伸缩线	284	500+	
胶囊充电器	84.2		30w自带线	284	2w+	
三合一10000毫安	203		三合一带插头	294	7000+	
45w快充自带线	169		140w快充24000毫安	494	1000+	
67w三合一	245		165w快充25000毫安	474	6000+	

资料来源: 天猫, 国盛证券研究所 (注: 数据截止至 2025 年 9 月 29 日)

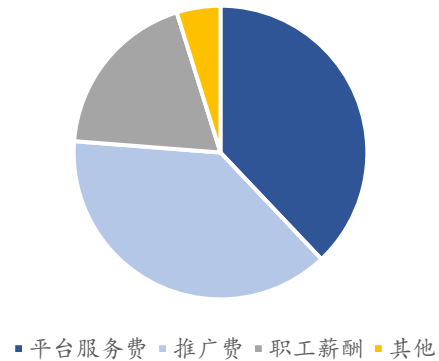
思考: 绿联强劲产品力背后支撑因素是什么? 我们认为是研发&营销双重赋能。研发端公司今年以来不断迭代新品, 新增 MagFlow 磁吸无线产品 (获 Qi2.2 标准的首批认证), 推出 AI 耳机, 有自适应降噪和 AI 语音助手功能; 营销端, 上半年公司新增易烊千玺为全球代言人, 品牌力进一步提升, 2025H1 公司销售费用率达 20.51%, 平台服务费及推广费为主要支出方向。

图表13: 绿联科技销售及研发费用率(%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表14: 绿联科技销售费用拆分(2025H1)



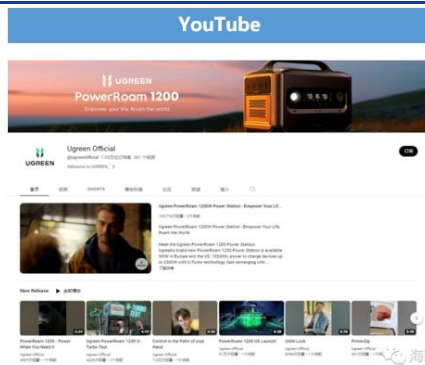
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

渠道端, 绿联海外亚马逊&Shopee 等线上份额不断拓展, 于此同时线下逐步进入 Bestbuy、沃尔玛等渠道。绿联主要打法为产品差异化&情感营销: 根据不同市场需求推出差异化产品, 如在菲律宾主推低价低功率充电器, 适配价格敏感型用户; 在新加坡聚焦高功率氮化镓充电器、MFi 认证产品, 满足高端市场需求。营销上绿联借助社媒平台打造全球知名度, 绿联较早布局 Facebook、Instagram、TikTok 等社媒, 通过品牌挑战活动、KOL 等方式提高认知度, 积累较多平台粉丝。2025H1, 绿联海外亚马逊及线下分别实现突破, 亚马逊+42%/线下+53%。

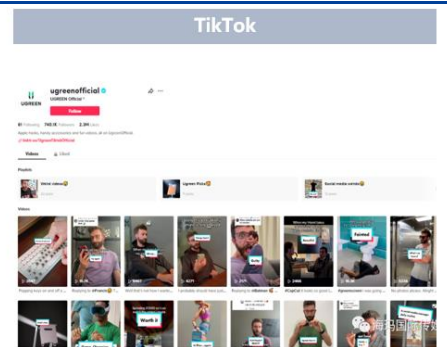
图表15: 绿联科技社媒平台



Facebook: UGREEN 绿联在Facebook官方认证的主账号粉丝约87万左右。视频更新频率大概维持在一礼拜一条。同时针对不同地区开通不同矩阵号, 推广不同产品。
内容: 主要发布一些品牌挑战活动、新品发布、产品介绍及开箱视频为主, 同时也会偶尔发布一些其它社媒的活动



YouTube: YouTube上@Ugreen Official 粉丝拥有一万多个。标签 #Ugreen 上有3000+视频。
内容: 主要是博主的产品测评视频和官方号的产品卖点视频, 还有一些自来水科技区KOL + 合作推广KOL的产品测评视频。



TikTok: UGREEN绿联的TikTok官方账号上, 粉丝数为74万, 点赞数也达到230万之多。
内容: 一部分视频内容为标准的新品发布, 产品卖点, 产品测试视频; 除此之外, UGREEN还十分善于发起互动拉近与消费者之间的距离品牌方发起了#ugreendiychallenge活动。

资料来源: 海玛国际传媒, 国盛证券研究所

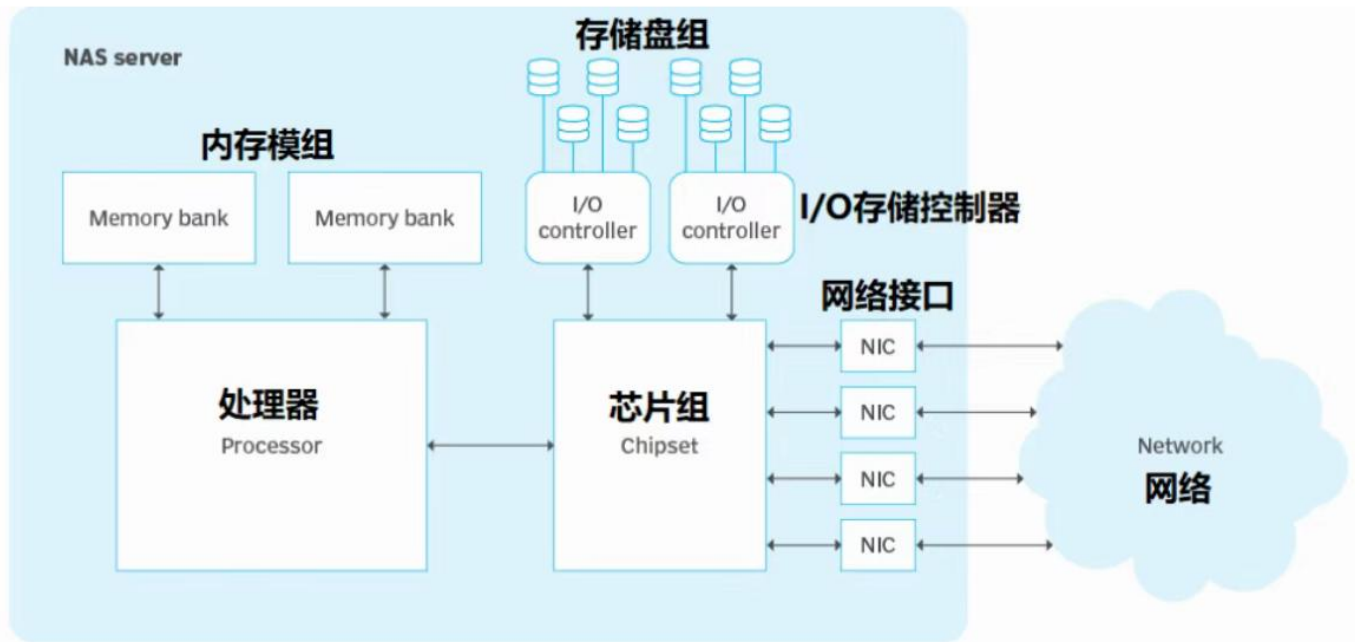
3 如何展望 NAS 业务终局？

3.1 产品端：新兴之星，从企业级步入消费级市场

NAS 赛道是近年各品牌新兴布局方向，目前正在从企业级走向消费级市场：

定义上，NAS（网络附属存储）是一种文件专用的存储设备，可让人们持续访问数据，以便通过网络有效协作。NAS 主要由四个部件组成：中央处理器（CPU）是 NAS 的核心，CPU 负责运行 NAS 操作系统、读取和写入存储数据、处理用户访问，甚至集成云存储；网络接口，但任何用于数据共享和文件服务的业务 NAS 都需要物理网络连接，如有线以太网接口，为 NAS 提供唯一的 IP 地址；存储，每个 NAS 都必须提供物理存储，通常是磁盘驱动器；操作系统，每个 NAS 都必须提供物理存储，通常是磁盘驱动器。

图表16: NAS 工作原理



资料来源：AI 芯天下，国盛证券研究所

NAS 的优点有易于访问、安全性高和低成本。对比购买更大存储版本的移动设备，价格看，对比购买容量更大的移动设备，NAS 成本相对较低；便捷性看，NAS 支持远程访问，可以多端、多人共享文件，同时自动备份，对比硬盘等更加易于访问；安全方面，NAS 支持 RAID 冗余技术，即使单块硬盘损坏，数据仍可通过冗余恢复，避免丢失，同时还支持加密存储、访问权限分层控制等。

图表17: NAS 优点

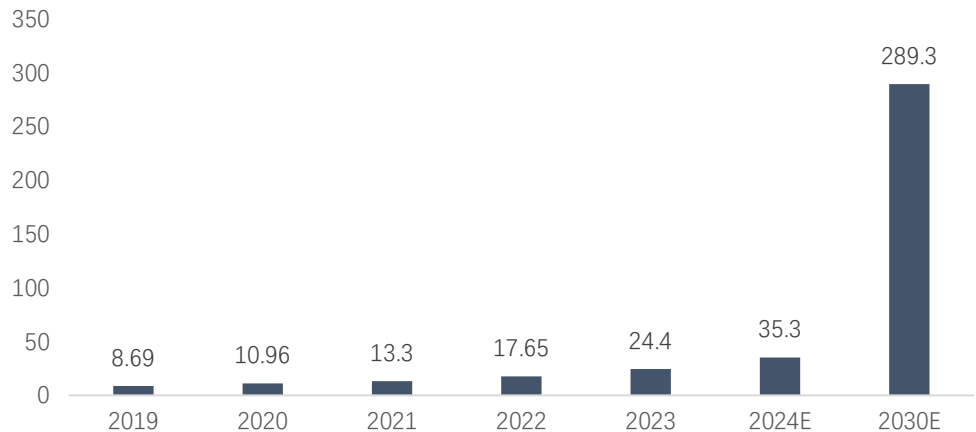
优点一：高性价比	优点二：易于访问	优点三：安全性高
Iphone16: 128GB/256GB/512GB 售价 5999/6999/8999 元	硬盘：低成本&大容量， 但必须携带、不能支撑云 端共享	网盘：储存空间大、可以远程访 问，但私密性不够、且服务按容 量收费，exp. 百度网盘 360 元/ 年
绿联 DXP4800：1999 元， 136TB	NAS：可以远程访问，支 持云共享&数据自动备份	NAS：安全性高、私密性好、传输 速度快

资料来源：Iphone 官网，天猫，百度网盘官网，鲁大师微信公众号，国盛证券研究所

用户画像看，NAS 核心群体可以分为商用客户和家用客户，目前企业级用户需求占约 60% 市场份额。二者对 NAS 功能需求的侧重点不同：商用 NAS 对性能和扩展性要求更高，要求更强的处理器、可扩展的内存，更多的硬盘扩展槽，满足企业更高的数据传输速度，处理更复杂的数据管理任务和对存储空间的需求；家用对操作系统的便捷性更看重，且希望有官方客户端，能实现文件管理、影视、音乐软件、用户管理等功能。

规模看，NAS 行业目蓬勃发展。据 QYResearch 数据，2023 年家用级 NAS 为 24.4 亿元，2019-2023 年 CAGR 为 29.45%。NAS 目前正在由企业级向消费级迈进。NAS 存在初期部署成本高、需要专业技术团队维护等壁垒，因此起初主要面向企业用户。但随着家庭用户数据存储量增加，NAS 逐渐替代传统移动硬盘也进入消费级市场。

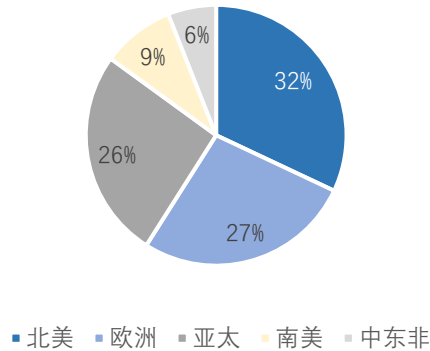
图表18: 全球家用 NAS 设备增长显著 (亿元)



资料来源：QYResearch，国盛证券研究所

区域分布看，据峰瑞资本、Fortune Business Insights 报告，欧美为全球最大 NAS 市场。从 NAS 行业的区域结构来看，2023 年北美区域占比 32%、欧洲占比 27%、亚太占比 26%、南美占比 9%、中东非占比 6%。

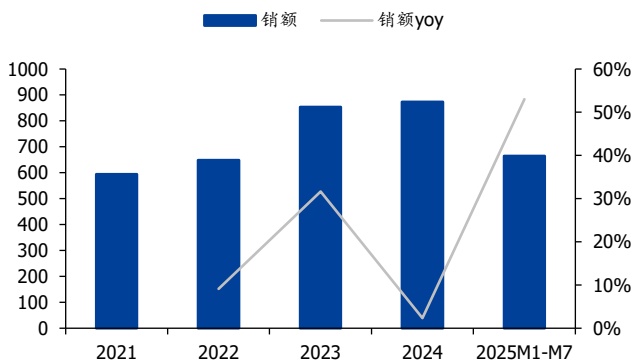
图表19: 全球 NAS 分区域占比



资料来源: 峰瑞资本、Fortune Business Insights, 国盛证券研究所

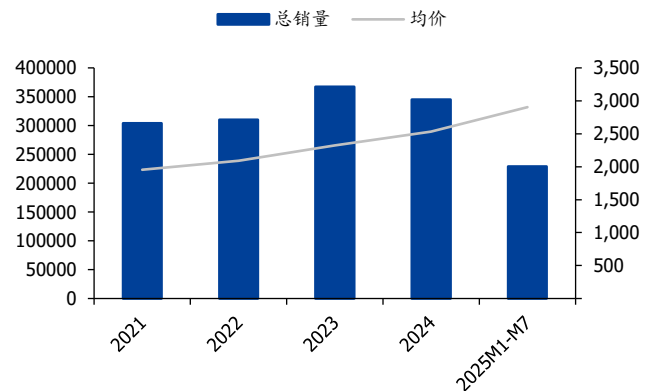
据奥维线上数据, 2024年NAS内销实现8.7亿元。2021-2024年CAGR为14%, 2025年以来NAS销额高增, 2025M1-M7增速达53%, 销额实现6.65亿元。量价拆分看。2021-2024年NAS销量CAGR为4%, 2024年销量34.5万台, 2025M1-M7销量实现22.9万台。ASP逐年提升, 25M1-M7 ASP实现2904元, 对比21年+49%。

图表20: NAS国内线上销额及增速情况(百万元)



资料来源: 奥维云网, 国盛证券研究所

图表21: NAS国内线上量价情况(台/元)



资料来源: 奥维云网, 国盛证券研究所

如何看待未来NAS潜在空间。我们认为从替代网盘和搭配硬盘售卖二者看:

1) 替代网盘角度: 一方面NAS对比企业版套餐具性价比, 以百度网盘为例, 5人团队费用接近1500元/年, 且容量仅200G, NAS具性价比; 另一方面对比个人版, NAS可玩性更强, 网盘功能仅为扩容, 而NAS拥有智能影视中心&音乐中心&智能相册等, 可玩性更强。从空间测算看, 全球云盘用户数合计37.5亿人(假设不重叠), 按付费用户数7%渗透率测算(参考百度网盘1.5亿活跃用户1千万付费用户、比例约7%)则有2.5亿潜在NAS用户。

图表22: 全球网盘收费情况

平台	免费容量	系统兼容	用户量 (估算)	价格 (一年)
Google Drive	15GB	全平台	15亿+	个人版 20刀+ 企业版 72刀+
Dropbox	2GB	全平台	7亿	
OneDrive	5GB	Windows优先	6亿	
iCloud Drive	5GB	Apple设备	8亿+	
百度网盘	30GB	全平台	1000万付费用户	个人用户 298元 团队用户 799元+

资料来源: 百度网盘官网, 国盛证券研究所

2) 搭配硬盘售卖角度: 机械硬盘存在易损坏、易丢失等痛点。NAS 可以通过设置不同 RAID 模式, 将硬盘自由组合以实现扩容&数据备份等功能, 同时支持远程链接。参考闪德咨询数据, 我们估计 2025 年全球 1.19 亿台 HDD 出货, 假设未来 40% 用户配置 NAS、一个 NAS 配置 4 位盘, 则有 1190 万台空间。

行业空间测算看, 分别假设潜在 NAS 用户 (2.6 亿) 中 15%/20%/25% 的用户在未来愿意配置 NAS, 设置 3/4/5 年更新周期的情景下, NAS 未来的销量有望实现 1978 万台-3378 万台间。销额端, 假设未来行业 ASP 为 3000 元, 则行业规模有望达到 593-1013 亿元。

3.2 竞争端: 软件易操作性&功能丰富性是核心要素

如何理解 NAS 的竞争要素?

1) 软件端, 我们认为易操作性&功能丰富性是核心要点。 过往 NAS 系统使用门槛高, 需要具备一定的 IT 基础才有能力安装维护, 一台传统 NAS 产品, 即使是对于具备技术能力的极客型消费者而言, 也要花 1-2 天才能完成部署, 这注定着走入消费级市场较为困难; 此外, NAS 软件功能丰富程度也是购买的核心驱动因素。整体看大陆品牌功能更为丰富。绿联&极空间支持电视&电影整理而群晖无此功能。

图表23: NAS 软件功能一览

		绿联	极空间	群晖
家庭娱乐	AI 相册整理 (智能搜索、多条件相册)	支持	支持	不支持
	自动备份			
	电影电视剧在线字幕			
	电影电视剧海报			
	电影电视剧影片信息			
	电影电视剧 Strm 直链播放			
工作效率	账户管理 (限制成员速度、容量)	支持		
	账户权限 (限制访问、只读、可读写)			
	数据隐私 (个人文件夹独享)			
	用户组管理			
虚拟化平台	Docker	支持		
	虚拟机			

资料来源: 淘宝, 极空间公众号, 国盛证券研究所

2) 硬件端，同等价位产品中，处理器型号、内存等参数为核心关注要素。具体看大陆品牌性价比更高，对比绿联/极空间/群晖四位盘产品，前两者价格优势显著&处理器更好。NAS 厂商核心硬件外采情况下，硬件性价比主要体现为厂商愿意让利程度。（绿联 NAS 毛利率不到 30%VS 威联通毛利率 50%+折射出大陆品牌让利意愿更高）

图表24: 绿联&极空间&群晖产品对比

	绿联DXP 4800	极空间 Z4 Pro+	群晖 DS925+
图片			
无盘价格 (元)	2162.7	2559	4999
盘位数	4	4	4
CPU	Intel N100 处理器, 4 核 4 线程, 3.4GHz	英特尔®处理器 N150, 3.6GHz	AMD 四核 2.2GHz
内存	8GB (4800MHZ DDR5)	8GB, DDR5-4800	4GB DDR4 ECC

资料来源: 淘宝, 国盛证券研究所

厂商竞争格局看 NAS 行业主要品牌可分为老牌专业 NAS 厂商和新势力厂商。老牌厂商主要有威联通、群晖、铁威马等，其深耕 NAS 市场多年；新势力厂商有绿联、极空间、华为、海康等。

图表25: 全球 NAS 厂商

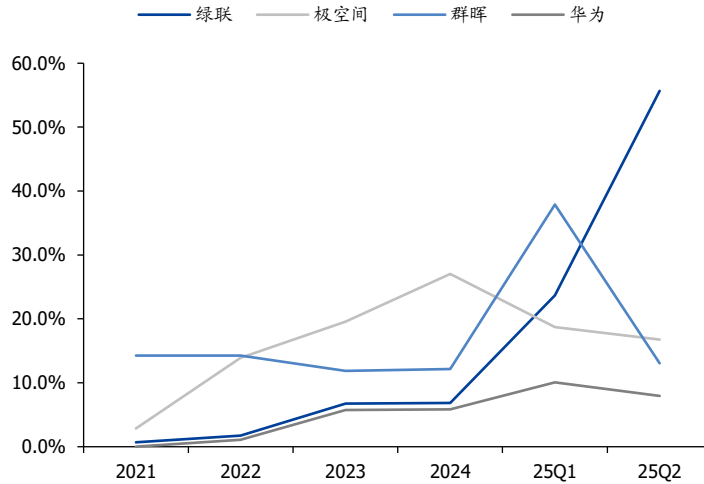
厂商	进展
小米	2024 年 10 月，米生态链总经理陈波发视频称，小米针对 NAS 核心技术已经展开了几个月的预研，目标是打造最适合米家用户的家庭存储产品。小米未来 NAS 的三大功能要点，第一，拉通手机、PC、电视、平板电脑等设备，实现手机扩容、AI 相册；第二，打造家庭影视中心，能够生成私人影院海报墙，用户可随心点播 NAS 内的电影；第三，为有基础的存储需求的用户提供丰富的网盘管理和资源下载能力。
极空间	2024 年双十一极空间私有云在京东和天猫两大电商平台上，双双荣获网络存储 NAS 销售额和销售量双冠军。其中明星机型 Z4Pro 获得京东和天猫网络存储 NAS 热销单品冠军，全网 GMV 超 1 亿元，全网销售同比增长 144%
铁威马	2024 年，铁威马宣布其九款全新 NAS 产品在全球范围内正式发售，此次推出的新品系列，涵盖了从入门级到企业级 NAS，搭载了全面升级的 TOS 6 操作系统，让用户能够轻松实现对数据的分类、备份、同步及访问权限设置。
华为	华为在 NAS 业务领域的布局主要包括华为家庭存储产品，该产品凭借其强大的功能和卓越的用户体验，在家用 NAS 市场中表现出色。
绿联	2020 年绿联科技就推出首款 NAS 产品，推出了 NAS 私有云 DXP 系列产品，截至 2024 年 10 月，绿联 NAS 私有云软件团队总人数将近 300 人，其中产研技术人员占比超 80%。

资料来源: 观研天下, 国盛证券研究所

3.3 公司 α: 产品&软件更新共筑壁垒

据奥维云网，25 年以来绿联销额份额提升显著，25Q2 达 55.7%，对比近年来群晖等份额下滑。如何理解绿联在 NAS 品类上的 α？

图表26: 绿联 NAS 销额份额迅速提升



资料来源: 奥维云网, 国盛证券研究所

复盘绿联内销登顶历程, 我们认为产品主要是“爆品”驱动逻辑, 软件系统迭代优化则为其产品力提供较好支持性:

1) 2024年5月绿联发布了DXP4800等9款新品, 标志其开始发力NAS赛道。24M6-24M9绿联销额增速为负, 是其软件系统出现问题、6月其下架新品所拖累, 直至10月软件端补丁发布, 销额步入上升通道。

2) 绿联25M5发布DH4300定位千元级别, 带动其6月销额份额突破60%、龙头地位彰显。

图表27: 绿联 NAS 复盘



资料来源: 绿联 nas 公众号, 奥维云网, TechWeb, 国盛证券研究所

4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

我们预计公司 **2025/2026/2027** 年分别实现营业收入 **91.6/135.2/189.3** 亿元, 拆分业务来看:

➤ 充电类产品

营业收入: 近几年来充电类产品逐渐超过传输类, 成为公司收入第一大来源。公司充电类业务主要有充电头、移动电源等。近年来基于快充&无线充等新形态出现、行业β不弱, 今年6月民航局强制3C认证政策推出后, 拉动行业替换需求增加&行业格局向龙头集中。绿联作为行业头部品牌有望享受此次利好。此外今年以来绿联不断推新, 产品矩阵进一步丰富。我们预期充电类产品 **2025-2027** 年收入增加 **59.17%/40%/40%**, 实现 **37.39/52.35/73.28** 亿元。

毛利率: 产品结构看, 在公司不断推出澎湃等高端化系列之下, 我们预计盈利能力将逐步提升, 预计 **2025/2026/2027** 毛利率为 **36.4%/37.6%/37.8%**。

➤ 传输类&音视频类&移动周边类

营业收入：我们预计随着公司渠道结构逐步丰富，传输类&音视频类&移动周边类三者收入将持续增长。我们预计 2025-2027 年，公司传输类增速分别为 26.8%/28%/27%，音视频类分别为 26.5%/28%/29%，移动周边类分别为 29%/28%/27%。

毛利率：我们预计随着毛利率更高的海外部分占收入比不断提升，公司毛利率呈提升趋势，具体看 2025-2027 年公司传输类毛利率为 40.6%/41%/41%，移动周边类毛利率为 35.8%/37%/37%，音视频类为 40.9%/42%/43%

➤ 存储类

营业收入：行业端，NAS 正处于爆发前夜，AI 赋能下随着功能丰富，nas 正由专业级逐渐步入家用级。绿联在 NAS 赛道中产品力领先，随着渠道的打开及更多新品推出，我们预计存储业务将持续放量。2025-2027 年我们预计收入同比+174%/+155%/+65%，实现 10.72/27.30/45.05 亿元。

毛利率：我们预计随着规模逐渐扩大，公司软件开发&采购成本将进一步摊薄，拉动毛利率提升，我们预计 2025-2027 年公司毛利率将实现 28.49%/29.50%/30.50%。

综上，我们预计 2025-2027 年公司整体收入将实现 91.57/135.18/189.26 亿元，同比+48.41%/47.63%/40.00%，毛利率将实现 37.04%/37.14%/37.20%。

图表28: 分业务收入预测一览(亿元)

	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025H1	2025E	2026E	2027E
整体										
收入	20.45	27.38	34.46	38.32	48.03	61.70	38.57	91.57	135.18	189.26
yoy		33.89%	25.86%	11.20%	25.34%	28.46%	40.61%	48.41%	47.63%	40.00%
成本	10.29	16.97	21.66	24.04	29.98	38.64	24.31	57.65	84.98	118.85
毛利率	49.68%	38.02%	37.14%	37.27%	37.58%	37.37%	36.97%	37.04%	37.14%	37.20%
毛利	10.16	10.41	12.80	14.28	18.05	23.06	14	33.92	50	70
按产品拆分										
充电类产品	4.28	5.61	7.88	9.81	15.57	23.49	14.27	37.39	52.35	73.28
yoy		31.07%	40.46%	24.49%	58.72%	50.9%	44.29%	59.17%	40.00%	40.00%
占比	20.93%	20.49%	22.87%	25.60%	32.42%	38.07%	37.00%	40.83%	38.72%	38.72%
毛利率	45.56%	32.44%	35.91%	36.90%	37.51%	36.57%	36.22%	36.39%	37.60%	37.80%
毛利	1.95	1.82	2.83	3.62	5.84	8.59	5.17	13.61	19.68	27.70
传输类产品	7.36	10.05	12.35	13.05	14.45	17.52	10.28	22.22	28.44	36.12
yoy		36.55%	22.89%	5.67%	10.73%	21.2%	28.98%	26.81%	28.00%	27.00%
占比	35.99%	36.71%	35.84%	34.06%	30.09%	28.40%	26.65%	24.26%	21.04%	19.08%
毛利率	50.41%	40.60%	38.54%	39.23%	39.38%	39.78%	40.13%	40.60%	41.00%	41.00%
毛利	3.71	4.08	4.76	5.12	5.69	6.97	4.13	9.02	11.66	14.81
音视频类	5.78	7.69	8.73	9.05	9.50	10.60	6.30	13.41	17.17	22.15
yoy		33.04%	13.52%	3.67%	4.97%	11.6%	28.31%	26.53%	28.00%	29.00%
占比	28.26%	28.09%	25.33%	23.62%	19.78%	17.18%	16.33%	14.65%	12.70%	11.70%
毛利率	51.04%	41.48%	39.75%	38.78%	40.95%	41.23%	40.81%	40.91%	42.00%	43.00%
毛利	2.95	3.19	3.47	3.51	3.89	4.37	2.57	5.49	7.21	9.52
移动周边类	1.81	2.42	3.32	4.01	4.47	5.19	3.04	6.69	8.56	10.88
yoy		33.70%	37.19%	20.78%	11.47%	16.11%	28.81%	28.92%	28.00%	27.00%
占比	8.85%	8.84%	9.63%	10.46%	9.31%	8.41%	7.88%	7.31%	6.34%	5.75%
毛利率	55.25%	33.47%	33.13%	34.16%	34.45%	34.87%	35.57%	35.80%	37.00%	37.00%
毛利	1.00	0.81	1.10	1.37	1.54	1.81	1.08	2.40	3.17	4.02
存储类产品	0.93	1.19	1.59	1.85	3.28	3.91	4.15	10.72	27.30	45.05
yoy		27.96%	33.61%	16.35%	77.30%	19.21%	125.54%	174.17%	154.66%	65.00%
占比	4.55%	4.35%	4.61%	4.83%	6.83%		10.76%	11.71%	20.19%	23.80%
毛利率	44.09%	31.93%	29.56%	29.19%	27.44%	26.34%	27.68%	28.49%	29.50%	30.50%
毛利	0.41	0.38	0.47	0.54	0.90	1.03	1.15	3.05	8.05	13.74
其它业务	0.25	0.36	0.51	0.55	0.75	0.99	0.53	1.14	1.37	1.79
yoy		44.00%	41.67%	7.84%	36.36%	32.0%	15.22%	15.10%	20.00%	30.77%
占比	1.22%	1.31%	1.48%	1.44%	1.56%	1.60%	1.37%	1.24%	1.01%	0.94%
毛利率	56.00%	36.11%	33.33%	30.91%	25.33%	29.29%	31.31%	31.41%	31.50%	34.22%
毛利	0.14	0.13	0.17	0.17	0.19	0.29	0.17	0.36	0.43	0.61

资料来源: Wind, 绿联科技 2025 年半年报, 国盛证券研究所

费用率方面，我们预测如下：

1) 销售费用率：公司 2022/2023/2024 年销售费用率分别为 17.33%/18.99%/19.53%，今年以来公司合作易烊千玺作为全球代言人，我们预计销售费用率将上升，未来随着销售规模扩大，费用率将摊薄，我们预计 2025/2026/2027 年的销售费用率分别为 19.7%/19.60%/19.60%。

2) 管理费用率：公司 2022/2023/2024 年管理费用率分别为 5.14%/4.40%/4.20%。我们预计随着费控成效显现未来三年管理费用率下降并保持相对稳定，我们预计 2025/2026/2027 年的管理费用率分别为 3.95%/3.90%/3.90%。

3) 研发费用率：公司 2022/2023/2024 年研发费用率分别为 4.78%/4.50%/4.93%，我们预计随规模扩大未来研发费用率将略下降并保持相对稳定，我们预计 2025/2026/2027 年的研发费用率分别为 4.65%/4.65%/4.60%。

综上，我们预计公司 2025-2027 年净利率实现 7.6%/7.8%/7.8%。

图表29: 公司费率预测 (%)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	17.33%	18.99%	19.53%	19.70%	19.60%	19.60%
管理费用率	5.14%	4.40%	4.20%	3.95%	3.90%	3.90%
研发费用率	4.78%	4.50%	4.93%	4.65%	4.65%	4.60%
净利率	8.59%	8.20%	7.46%	7.63%	7.79%	7.84%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

4.2 投资建议

相对估值：我们取同样做跨境电商业务的安克创新、3C 品牌出海的传音控股及有软件业务的萤石网络作为对比标的。从业绩增速来看，我们预计今年绿联科技增速远领先于行业，且未来随着 NAS 放量，高增速有望保持；估值水平看，考虑到绿联业绩高增长&NAS 业务近几年有望快速放量，我们认为其估值水平应该超过行业平均。

图表30: 可比公司归母净利润 (亿元)

公司名称	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
安克创新	16.15	21.14	26.33	33.21	41.56
YOY		30.9%	24.5%	26.1%	25.1%
传音控股	55	55	50.31	60.69	72.52
YOY		0.2%	-9.3%	20.6%	19.5%
萤石网络	6	5	6.27	7.59	9.29
YOY		-10.5%	24.5%	21.1%	22.4%
绿联科技	3.88	4.62	7.0	10.6	14.9
YOY		19.3%	51.8%	50.7%	40.8%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 (除绿联外其他均为 Wind 一致预期)

图表31: 可比公司 PE (截至 2025.9.30)

公司名称	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
安克创新	40.42	30.87	24.79	19.65	15.71
传音控股	19.40	19.36	21.35	17.70	14.81
萤石网络	47.38	52.93	42.53	35.13	28.70
绿联科技	68.50	57.42	37.81	25.09	17.83
行业平均	43.92	40.14	31.62	24.39	19.26

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 (除绿联外其他均为 Wind 一致预期)

投资建议：我们认为公司作为跨境电商龙头，主业受益于产品结构丰富及海外渠道扩张持续放量，NAS 业务受益于 AI，随着应用端丰富&行业渗透率提升下，有望快速放量。我们预计公司 2025-2027 年实现归母净利润 7/10.6/14.9 亿元，同比增长 52%/50.7%/40.8%，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示

竞争风险加剧：消费电子行业市场竞争激烈、竞争对手加速提升产品技术水平、改良设计和优化市场营销，若公司不能紧跟消费电子行业变化，快速应对市场竞争加剧风险，及时推出符合消费者需要的产品，可能面临因产品不能适销对路、无法顺应行业的快速变化而被压低利润空间、甚至被市场淘汰的风险。

全球贸易摩擦加剧风险：2018年以来，国际贸易摩擦对中国企业开展海外市场业务造成了一定阻力，国际贸易及海外商业环境的不确定性风险上升。如果境外国家持续加大实施对行业出口明显不利的贸易、关税等政策，公司存在无法维持境外销售高速增长的风险甚至由此导致业绩下滑的风险。

外协产品采购风险：绿联大多采购外协产品，若供应商出现停工，或与品牌合作发生摩擦导致双方合作关系提前终止，而品牌亦未能及时更换合适的供应商，则可能出现产品供应延迟的情况，对品牌经营业绩和财务状况造成不利影响。

市场空间测算风险：报告中NAS未来市场空间部分存在测算，若实际情况与假设值存在偏差，有行业空间计算出现偏差的风险。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层

邮编：100077

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com