

NAS 等产品及海外市场持续高增，品类丰富度望逐步提升

核心观点

公司公告 2025 年三季报，2025 年前三季度实现营收 63.64 亿元，同比+47.80%，实现归母净利润 4.67 亿元，同比+45.08%。25Q3 收入和业绩增速环比明显提升，受益品类影响力提升及毛利率和费用优化。战略品类产品力持续提升，有望受益品类丰富度及定位优化。NAS 产品迭代和 AI NAS 等预计持续推动存储类增速和周边配套硬件发展，丰富品类矩阵。充电类产品预计持续高端化迭代，提升盈利能力。

事件

公司公告 2025 年三季报，2025 年前三季度实现营收 63.64 亿元，同比+47.80%，实现归母净利润 4.67 亿元，同比+45.08%。

简评

25Q3 增速环比提升，受益品类影响力提升及毛利率和费用优化
公司单 25Q3 实现营收 25.07 亿元，同比+60.44%，实现归母净利润 1.92 亿元，同比+67.3%，同比增速均明显较上半年提升。25Q3 归母净利润率达 7.66%，同比+0.32pct。25Q3 的收入端大幅增长预计境内和境外均取得较好增速，境外业务保持高增态势。同时品类端预计受到 NAS 产品认可度迅速提升带来的快速增长、国内移动电源 3C 认证要求提升带来的份额提升、公司渠道端包括线下渠道的快速布局和渗透、AI 等周边产品逐步成长等因素推动；同时公司利润率优化，也主要受核心品类毛利率向好及费用率优化，25Q3 公司整体毛利率 37.2%，同比+0.66pct。预计 NAS 产品在高毛利率的主要欧美国家进入并提升份额，带动整体毛利率向好。3C 类充电类产品也优化价格和毛利率等；费用率端，25Q3 销售费用率 19.5%，同比+0.35pct。管理费用率 3.2%，同比-1.28pct。整体期间费用率 27.6%，同比-0.75pct，降费明显。25Q3 由于受所得税加计扣除规则严格的影响，所得税率有所提升，预计后续逐步正常化；前三季度经营活动现金流净额有所下降主要系各类经营采购、职工薪酬、税费缴纳支付的现金同比增加，以及 Q3 未收到税费返还所致。

战略品类产品力持续提升，有望受益品类丰富度及定位优化

公司境外营收占比预计持续提升，NAS 产品预计可较好完成年内销售目标，海外市场在德国、日本、美国等主要国家布局深入，进入国家数量也逐步提升。DH 系列 NAS 产品推出后预计在 C

绿联科技(301606.SZ)

维持

增持

刘乐文

liulewen@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521080003

SFC 编号:BPC301

陈如练

chenrulian@csc.com.cn

SAC 编号:S1440520070008

SFC 编号:BRV097

发布日期：2025 年 10 月 28 日

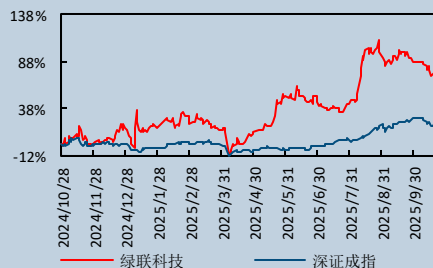
当前股价：59.33 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现(%)

1 个月	3 个月	12 个月
-10.08/-13.44	30.02/19.75	72.77/53.17
12 月最高/最低价(元)		72.12/31.44
总股本(万股)		41,490.98
流通 A 股(万股)		21,901.63
总市值(亿元)		246.17
流通市值(亿元)		129.94
近 3 月日均成交量(万)		280.72
主要股东		
张清森		45.27%

股价表现



相关研究报告

【中信建投社服商贸】绿联科技
25.08.30 (301606):NAS 及战略品类持续高增且
毛利率改善，境外收入占比提升

端 NAS 市场取得较好的表现和份额，且可维持较优的毛利率水平和价格灵活度。海外线下渠道逐步进入并提升渗透率。AI NAS 产品预计有望明年逐步进入海外众筹阶段，产品定位场景将逐步丰富。同时公司有望借助 AI NAS 的发展，形成配套硬件如智能摄像头等更好的发展生态，有望促进未来公司整体品类丰富度提升，拉动其他配套硬件销售增速。音视频类产品中 AI 耳机及智能摄像头预计持续拉动后续增长；充电及移动电源类产品年内份额有所提升，未来预计聚焦安全性和质量提升，更好带动高端产品的迭代，提升利润率水平。公司品类、渠道、定位场景和布局市场仍持续丰富，望持续受益。

投资建议：预计 2025~2027 年实现归母净利润 6.84 亿元、9.34 亿元、11.83 亿元，当前股价对应 PE 分别为 36X、26X、21X，维持“增持”评级。

图 1:盈利预测

资产负债表(百万元)					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	2,251.10	3,353.61	4,035.49	4,956.65	5,966.71
现金	992.31	1,142.74	1,017.31	1,205.86	1,498.35
应收票据及应收账款合计	137.34	99.65	185.59	244.27	293.06
其他应收款	17.05	20.95	31.54	41.36	51.48
预付账款	34.92	33.34	55.14	70.17	88.23
存货	995.85	1,234.64	1,860.35	2,447.68	3,026.20
其他流动资产	73.62	822.29	885.56	947.31	1,009.40
非流动资产	202.06	541.33	552.27	560.80	566.91
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	146.22	140.58	143.25	158.51	171.35
无形资产	5.46	8.87	8.60	8.33	8.06
其他非流动资产	50.38	391.88	400.42	393.96	387.50
资产总计	2,453.16	3,894.94	4,587.75	5,517.45	6,533.63
流动负债	572.28	861.95	1,228.53	1,708.77	2,152.26
短期借款	0.00	0.00	0.00	81.41	134.73
应付票据及应付账款合计	355.79	554.09	781.50	1,045.86	1,287.95
其他流动负债	216.49	307.85	447.03	581.50	729.57
非流动负债	104.56	108.16	92.28	74.88	56.14
长期借款	95.18	95.54	79.66	62.26	43.52
其他非流动负债	9.38	12.62	12.62	12.62	12.62
负债合计	676.84	970.10	1,320.81	1,783.65	2,208.40
少数股东权益	29.69	27.89	27.82	27.82	27.82
股本	373.41	414.91	414.91	414.91	414.91
资本公积	301.05	1,072.06	1,072.06	1,072.06	1,072.06
留存收益	1,072.17	1,409.97	1,752.15	2,219.00	2,810.43
归属母公司股东权益	1,746.63	2,896.94	3,239.12	3,705.97	4,297.41
负债和股东权益	2,453.16	3,894.94	4,587.75	5,517.45	6,533.63

现金流量表(百万元)					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	173.40	623.88	255.44	615.89	875.12
净利润	393.68	460.48	684.29	933.70	1,182.86
折旧摊销	51.92	55.29	19.06	21.47	23.88
财务费用	-3.43	-7.61	0.47	1.32	2.53
投资损失	-6.43	-5.61	-5.54	-5.72	-5.64
营运资金变动	-290.90	87.58	-440.72	-333.78	-327.41
其他经营现金流	28.56	33.76	-2.11	-1.11	-1.11
投资活动现金流	-16.46	-1,090.92	-22.34	-23.18	-23.25
资本支出	51.35	24.85	30.00	30.00	30.00
长期投资	0.00	-1,070.00	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	-67.82	-45.76	-52.34	-53.18	-53.25
筹资活动现金流	-45.05	605.77	-358.53	-404.16	-559.38
短期借款	0.00	0.00	0.00	81.41	53.32
长期借款	-21.65	0.36	-15.88	-17.40	-18.74
其他筹资现金流	-23.40	605.41	-342.65	-468.17	-593.97
现金净增加额	116.14	150.42	-125.43	188.55	292.49

利润表(百万元)					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	4,802.65	6,169.67	9,149.90	12,058.62	14,983.52
营业成本	2,997.50	3,863.70	5,781.50	7,583.22	9,400.92
营业税金及附加	14.38	16.44	26.83	34.41	42.68
销售费用	911.82	1,204.83	1,820.07	2,357.69	2,919.51
管理费用	211.39	259.13	304.69	402.76	485.47
研发费用	215.89	304.12	414.49	569.17	720.71
财务费用	-3.43	-7.61	0.47	1.32	2.53
资产减值损失	-35.22	-38.83	-60.18	-79.70	-98.08
信用减值损失	-3.83	1.64	-3.08	-2.56	-2.61
其他收益	15.03	13.83	16.01	15.12	15.20
公允价值变动收益	0.00	6.14	6.00	5.00	5.00
投资净收益	6.43	5.61	5.54	5.72	5.64
资产处置收益	0.22	0.03	0.09	0.09	0.08
营业利润	437.73	517.47	766.24	1,053.72	1,336.94
营业外收入	8.40	8.01	7.55	7.84	7.77
营业外支出	0.55	0.50	0.58	0.55	0.55
利润总额	445.58	524.98	773.21	1,061.02	1,344.16
所得税	51.90	64.50	88.92	127.32	161.30
净利润	393.68	460.48	684.29	933.70	1,182.86
少数股东损益	6.17	-1.80	-0.07	0.00	0.00
归属母公司净利润	387.52	462.28	684.36	933.70	1,182.86
EBITDA	494.08	572.66	792.74	1,083.81	1,370.58
EPS (元)	0.93	1.11	1.65	2.25	2.85

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	25.09	28.46	48.30	31.79	24.26
营业利润(%)	17.31	18.22	48.07	37.52	26.88
归属于母公司净利润(%)	18.35	19.29	48.04	36.43	26.69
获利能力					
毛利率(%)	37.59	37.38	36.81	37.11	37.26
净利率(%)	8.07	7.49	7.48	7.74	7.89
ROE(%)	22.19	15.96	21.13	25.19	27.53
ROIC(%)	38.74	32.50	37.33	36.19	36.86
偿债能力					
资产负债率(%)	27.59	24.91	28.79	32.33	33.80
净负债比率(%)	-50.51	-35.80	-28.70	-28.45	-30.52
流动比率	3.93	3.89	3.28	2.90	2.77
速动比率	2.00	2.27	1.57	1.28	1.18
营运能力					
总资产周转率	1.96	1.58	1.99	2.19	2.29
应收账款周转率	34.97	62.71	49.47	49.53	51.31
应付账款周转率	8.42	6.97	7.40	7.25	7.30
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.93	1.11	1.65	2.25	2.85
每股经营现金流(最新摊薄)	0.42	1.50	0.62	1.48	2.11
每股净资产(最新摊薄)	4.21	6.98	7.81	8.93	10.36
估值比率					
P/E	63.52	53.25	35.97	26.36	20.81
P/B	14.09	8.50	7.60	6.64	5.73
EV/EBITDA	49.04	25.48	30.19	22.23	17.61

数据来源：Wind，中信建投证券

风险分析

1、全球贸易格局重塑期，贸易壁垒等潜在风险可能导致未来外贸出口的成本、市场等存在一定的不确定性，同时海外需求也或存在一定的周期变化，均可能对公司产品需求产生影响；

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

2、海外数码产品的市场集中度相对不高，公司产品仍面临国内及海外部分成熟竞品品牌的竞争，可能对于公司细分赛道市占率产生挑战；

3、公司部分潜力新品如户外便携式储能产品、NAS 产品等仍在迭代升级和培育期，市场品牌影响力仍未成熟，市场也有部分成熟品牌竞争，公司产品后续培育情况仍存在不确定性；

4、全球外贸安全性、关税风险后续演化、产品研发效果可能的影响。

分析师介绍

刘乐文

社服商贸行业首席分析师。本科毕业于西安交通大学，研究生毕业于美国约翰霍普金斯大学，从事商社行业研究数年，对于美容护理、珠宝时尚、餐饮酒店、零售贸易等行业拥有深度研究见解和丰富行业积累，曾获得水晶球社会服务行业最佳分析师第一名，新财富最佳海外研究第五名，新浪最佳分析师等评选。

陈如练

社服商贸行业分析师，上海财经大学国际商务硕士，2018 年加入中信建投证券研究发展部，曾有 2 年国有资本风险投资经验。目前专注于餐饮、酒店、博彩、跨境电商、免税、旅游等细分板块研究。2018、2019、2020、2024 年 Wind 金牌分析师团队成员，2019、2022、2024 年新浪金麒麟最佳分析师团队成员，2024 年新财富海外研究第五名团队成员。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、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，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
 电话：（8610）56135088
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
 电话：（8621）6882-1600
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼
 电话：（86755）8252-1369
 联系人：曹莹
 邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
 中环交易广场 2 期 18 楼
 电话：（852）3465-5600
 联系人：刘泓麟
 邮箱：charleneliu@csci.hk