

电子

2026年02月03日

绿联科技

(301606)

——消费电子出海新势力，加力布局 NAS 产品打造第二成长曲线（存储系列 6）

报告原因：首次覆盖

买入（首次评级）

市场数据：2026年02月02日

收盘价(元)	69.56
一年内最高/最低(元)	83.50/29.83
市净率	9.2
股息率%(分红/股价)	0.86
流通A股市值(百万元)	15,235
上证指数/深证成指	4,015.75/13,824.35

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2025年09月30日

每股净资产(元)	7.57
资产负债率%	30.53
总股本/流通A股(百万)	415/219
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

证券分析师

刘正 A0230518100001
liuzheng@swsresearch.com杨海晏 A0230518070003
yanghy@swsresearch.com

联系人

沈呈熹 A0230524070004
shencx@swsresearch.com

投资要点：

- **绿联科技是快速扩张的全球科技消费电子领域的新兴势力。**绿联科技成立于2012年，公司以UGREEN品牌率先在国内各大主流电商平台进行布局，并于2013、2014年分别拓展了国内线下经销网络及海外线上市场，已深耕各主要国内外渠道十余年。目前公司产品主要涵盖充电类、传输类、音视频类、存储类、移动周边类。受益于公司品类的快速扩张，以及市场需求的提升，公司收入、业绩保持高增长。2025Q1-3公司实现营收63.64亿元，同比+47.8%，实现归母净利润4.67亿元，同比+45.1%，增速均创上市以来新高。
- **充电类等基本盘业务稳健增长。**充电类是公司第一大品类，2025H1充电类实现收入14.27亿元，同比增长44%。充电类需求增长来自于手机厂商逐步取消附赠充电器、以及消费者充电需求的提升，近年来充电宝产品性能、功能持续升级，同样带来需求增长。2025年以来，移动电源行业监管趋严，绿联作为行业头部企业受益。2025H1传输类产品实现收入10.28亿元，同比增长29%，传输类产品需求增长。受益于当前电子设备种类及数量的增加，以及消费电子产品应用场景的丰富，电子设备间的互联以及网络数据的传输需求日益增长。音视频类、移动周边类则扩充了公司产品日常使用场景，同时凭借高性价比的优势建立流量入口，为公司实现品牌黏性与市场渗透的双重效能。
- **NAS产品成为公司第二增长曲线。**存储类产品是公司重点发展与持续创新的核心品类，其在NAS带动下收入高增长。近年来得益于互联网数据量激增以及消费者对数据存储的焦虑，NAS市场规模快速增长，与云网盘、移动硬盘等竞品相比，NAS具备一定优势。根据久谦数据，2025年国内线上NAS销售额达到11.03亿元，同比增长26%，2019-2025年CAGR达到22%。绿联凭借SKU丰富、价格带布局广泛、性价比较高、系统软件高频更新迭代等优势，在NAS市场份额快速增长，抢占海外品牌份额。2025年绿联在国内线上市场NAS销售额的份额已经超过40%。
- **首次覆盖，给予“买入”评级。**我们预计公司2025-2027年可实现营业收入91.21/121.09/157.98亿元，同比分别增长47.8%/32.8%/30.5%；预计可实现归母净利润6.87/9.15/12.33亿元，同比分别+48.6%/+33.2%/+34.9%。考虑到公司业务成长性较强，采用PEG估值，我们所选取的可比公司对应2026年平均PEG为1.14，公司2026年PEG为0.94，对应当前市值有21%上涨空间，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**行业及市场竞争加剧；海外经营环境变动；新产品销售及利润不及预期。

财务数据及盈利预测

	2024	2025Q1-3	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	6,170	6,364	9,121	12,109	15,798
同比增长率(%)	28.5	47.8	47.8	32.8	30.5
归母净利润(百万元)	462	467	687	915	1,233
同比增长率(%)	19.3	45.1	48.6	33.2	34.9
每股收益(元/股)	1.18	1.13	1.66	2.20	2.97
毛利率(%)	37.4	37.1	37.0	36.7	36.6
ROE(%)	16.0	14.9	21.4	25.6	30.3
市盈率	62		42	32	23

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE



申万宏源研究微信服务号

投资案件

投资评级与估值

绿联科技成立于 2012 年，公司以 UGREEN 品牌率先在国内各大主流电商平台进行布局，并于 2013、2014 年分别拓展了国内线下经销网络及海外线上市场，已深耕各主要国内外渠道十余年。公司产品涵盖充电类、传输类、音视频类、存储类、移动周边类。受益于公司品类的快速扩张，以及市场需求的提升，公司收入、业绩保持高增长。

我们预计公司 2025-2027 年可实现营业收入 91.21/121.09/157.98 亿元，同比分别增长 47.8%/32.8%/30.5%；预计可实现归母净利润 6.87/9.15/12.33 亿元，同比分别+48.6%/+33.2%/+34.9%。考虑到公司业务成长性较强，采用 PEG 估值，我们所选取的可比公司对应 2026 年平均 PEG 为 1.14，公司 2026 年 PEG 为 0.94，对应当前市值有 21% 上涨空间，首次覆盖给予“买入”评级。

关键假设点

充电类是公司第一大品类，品类需求增长来自于手机厂商逐步取消附赠充电器、以及消费者充电需求的提升。我们预计 2025-2027 年营收同比+50.0%、+30.0%、+30.0%，2025-2027 年毛利率分别为 36.5%、36.5%、36.5%。**传输类**是公司第二大品类，也是持续、重点发展的品类。我们预计 2025-2027 年营收同比+35.0%、+25.0%、+25.0%，2025-2027 年毛利率分别为 40.0%、40.0%、40.0%。**音视频类**我们预计公司 2025-2027 年营收同比+35.0%、+25.0%、+25.0%，2025-2027 年毛利率分别为 41.0%、41.0%、41.0%。**存储类**产品是公司重点发展与持续创新的核心品类，其中 NAS 产品近年来快速放量。我们预计 2025-2027 年营收同比+150.0%、+80.0%、+50.0%，2025-2027 年毛利率分别为 27.8%、28.5%、29.0%。**移动周边类**为公司实现品牌黏性与市场渗透的双重效能。我们预计 2025-2027 年营收同比+35.0%、+25.0%、+25.0%，2025-2027 年毛利率分别为 35.5%、35.5%、35.5%。

有别于大众的认识

市场担心绿联科技后续高增长的持续性。我们认为在充电类等基本盘业务方面，行业监管趋严会带动市场需求向质量更可靠的头部品牌集中，大量中小品牌的份额将被侵蚀。在海外市场扩张方面，公司多地区同比发力，目前收入体量上与安克创新相比仍有较大增长空间，我们看好公司在海外市场保持高增长趋势。NAS 业务方面，公司已经构建消费级产品硬件+软件的双重优势，并布局 AI NAS 产品，叠加行业需求快速增长，公司有望持续深度受益。

股价表现的催化剂

充电类等基本盘业务方面，公司持续抢占更多份额；NAS 市场规模快速扩张，公司份额持续保持领先；公司海外市场持续突破。

核心假设风险

行业及市场竞争加剧风险；海外经营环境变动风险；新产品销售及利润不及预期风险。

目录

1. 绿联科技：快速扩张的消费电子新势力	6
2. 充电类等基本盘业务稳健增长	11
2.1 充电类：持续发力，保持高增长趋势.....	11
2.2 传输类：下游需求提升带动稳健增长.....	15
2.3 音视频类、移动周边类：受主业协同带动增长	17
3. NAS 产品成为公司第二增长曲线	19
3.1 存储类：NAS 产品需求爆发带动增长	19
3.2 绿联 NAS 产品构建领先优势	22
4. 盈利预测与估值.....	25
4.1 关键假设点.....	25
4.2 相对估值	27
5. 风险提示	29

图表目录

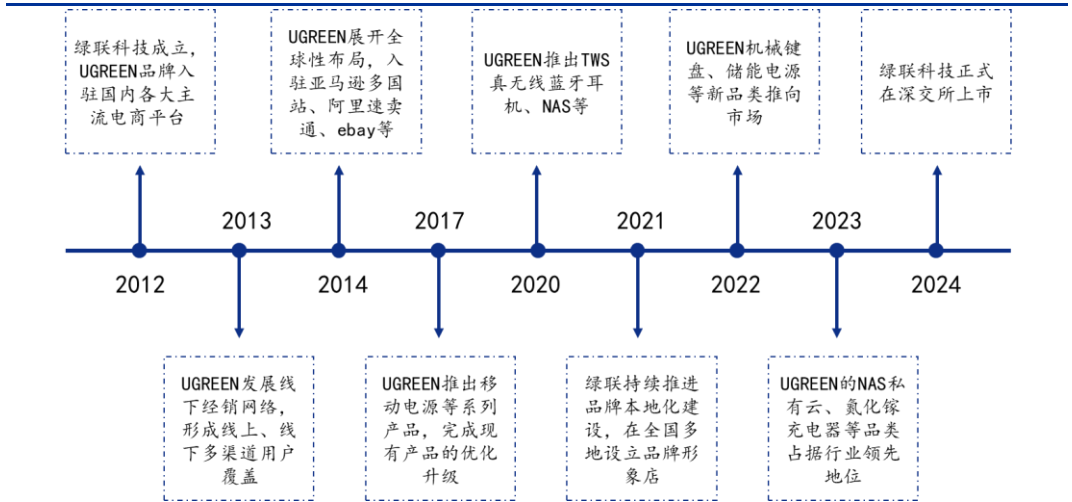
图 1：公司发展历程.....	6
图 2：公司主要产品（2024 年收入及占比）	6
图 3：公司收入保持双位数增长（亿元，%）	7
图 4：25Q1-3 公司归母净利润同比+45.1%（亿元，%）	7
图 5：2021 年以来公司毛利率保持稳定（%）	7
图 6：公司分产品毛利率水平（%）	7
图 7：公司近年来海外收入保持高增长（亿元，%）	8
图 8：2024 年公司海外收入过半，亚洲为第一大海外市场（%）	8
图 9：2024 年公司线上收入占比约 3/4（%）	9
图 10：2024 年公司线上收入中亚马逊占比 35%（%）	9
图 11：安克创新近半收入来自北美市场（%）	9
图 12：安克创新线上线下结构与绿联类似（%）	9
图 13：公司股权结构集中（截止 2025 年三季报）	9
图 14：2019-2024 年公司充电类产品收入 GACR 为 41%（亿元，%）	11
图 15：智能手机出货量持续疲软（百万台，%）	11
图 16：全球移动充电产品市场规模持续增长（亿元，%）	12
图 17：充电宝产品持续升级，功能多样化	13
图 18：绿联移动电源线上份额快速增长（%）	14
图 19：25Q3 绿联移动电源销售额高增（百万元）	14
图 20：国内线上市场绿联移动电源销售额持续缩小与安克差距（百万元，元） ..	15
图 21：安克、绿联美亚移动电源销售额及均价（百万美元，美元）	15
图 22：安克、绿联德亚移动电源销售额及均价（千美元，美元）	15
图 23：安克、绿联法亚移动电源销售额及均价（千美元，美元）	15
图 24：2019-2024 年公司传输类产品收入 GACR 为 19%（亿元，%）	15
图 25：25 年绿联线上数据线销额高增（百万元，%）	16
图 26：绿联线上数据线销量份额稳居第一（%）	16
图 27：2019-2024 年公司音视频类产品收入 GACR 为 13%（亿元，%）	17
图 28：2019-2024 年公司移动周边类产品收入 GACR 为 23%（亿元，%）	17
图：绿联科技推出 AI 无线耳机	

图 30: 2019-2024 年公司存储类产品收入 GACR 为 33% (亿元, %)	19
图 31: NAS 内部结构	19
图 32: NAS 工作原理	19
图 33: 国内 NAS 线上销售额高增长 (百万元, %)	20
图 34: 全球消费级 NAS 市场规模将保持快速增长 (亿美元, %)	20
图 35: 多数人会面临“数据囤积症”	21
图 36: “害怕找不到数据”是囤积数据的主因	21
图 37: 互联网数据量高速增长 (ZB)	21
图 38: 线上 NAS 销售额份额绿联快速提升 (%)	22
图 39: 绿联 NAS 系统保持高频更新	24
图 40: 公司围绕 AI NAS 打造新智能生态系统	24
图 41: 绿联即将在 kickstarter 众筹平台上开启新一代 AI NAS 产品众筹	24
表 1: 各手机品牌取消附赠充电器时间	11
表 2: 各品牌充电器对比	12
表 3: 移动电源行业监管趋严	14
表 4: NAS 与云网盘、移动硬盘对比	20
表 5: 各品牌 NAS 京东渠道销售情况 (2026 年 1 月)	23
表 6: 各品牌 NAS 产品对比	23
表 7: 公司分业务收入拆分及预测 (单位: 百万元/%)	26
表 8: 可比公司相对估值表 (2026 年 2 月 2 日收盘价)	28
表 9: 合并利润表 (百万元)	29
表 10: 资产负债表 (百万元)	30
表 11: 现金流量表 (百万元)	31

1. 绿联科技：快速扩张的消费电子新势力

全球科技消费电子领域的新兴势力。绿联科技成立于2012年，公司以UGREEN品牌率先在国内各大主流电商平台进行布局，并于2013、2014年分别拓展了国内线下经销网络及海外线上市场。2017年起公司对品类进行拓展，先后拓展了移动电源、蓝牙耳机、NAS、机械键盘、储能电源等品类，实现对消费电子领域的多品类覆盖。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，申万宏源研究

充电类为公司第一大收入品类，存储类有望成为第二增长点。绿联科技致力于为用户提供全方位数码解决方案，目前产品主要涵盖充电类、传输类、音视频类、存储类、移动周边类五大系列。其中，充电类是公司第一大品类，2024年实现收入23.49亿元，在公司收入中占比38.08%。存储类收入快速增长，2024年实现收入3.91亿元，2025H1实现收入4.15亿元，同比增长125%，是公司增速最高的细分品类，有望成为公司第二增长点。其他品类中，传输类、音视频类、移动周边类2024年分别实现营收17.52/10.60/5.19亿元。

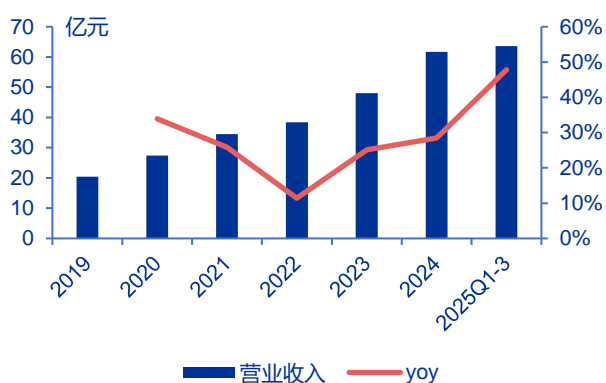
图 2：公司主要产品（2024年收入及占比）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

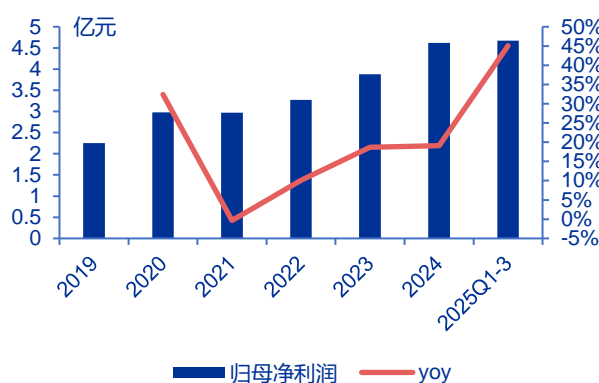
绿联科技收入、业绩持续高增。2024 年公司实现营收 61.70 亿元，同比+28.5%，2019-2024 年 CAGR 达到 24.7%；实现归母净利润 4.62 亿元，同比+19.1%，2019-2024 年 CAGR 达到 15.5%，受益于公司品类的快速扩张，以及市场需求的提升，公司收入、业绩保持高增长。2025Q1-3 公司实现营收 63.64 亿元，同比+47.8%，实现归母净利润 4.67 亿元，同比+45.1%，增速均创上市以来新高，主要得益于公司在各品类上的产品创新和技术升级，以及持续的渠道拓展和市场渗透。

图 3：公司收入保持双位数增长（亿元，%）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 4：25Q1-3 公司归母净利润同比+45.1%（亿元，%）

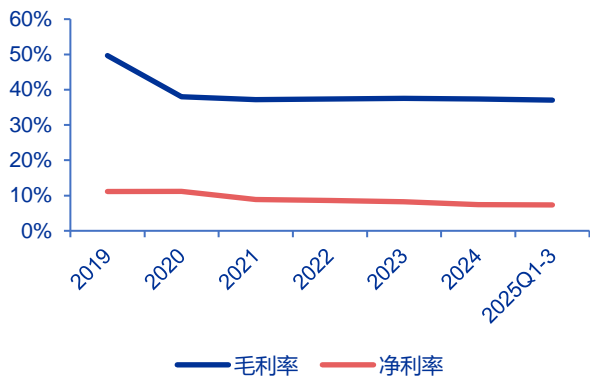


资料来源：公司公告，申万宏源研究

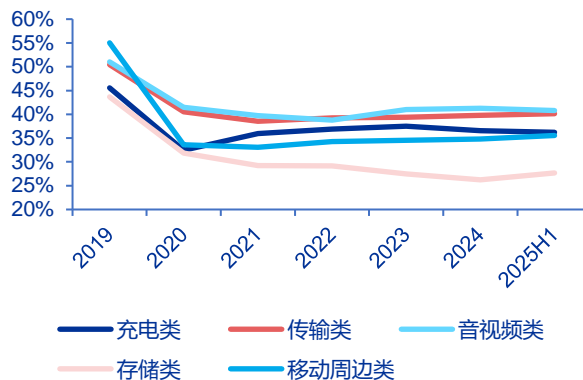
盈利能力保持稳定，传输类、音视频类毛利率较高。2025 年 Q1-3 公司实现毛利率 37.1%，近年来公司毛利率保持稳定水平；实现净利率 7.3%，公司持续加强品牌建设和营销活动投入，费用率有所提升，净利率近年来小幅下滑。分品类来看，2025H1 公司传输类、音视频类分别实现毛利率 40.1%、40.8%，保持较高水平；充电类实现毛利率 36.2%，公司持续聚焦高端、高品质市场；存储类实现毛利率 27.7%，受 NAS 产品国内市场价格竞争激烈影响毛利率相对较低，随着公司持续拓展 NAS 业务毛利率更高的海外市场，该板块毛利率有望逐步提升。

图 5：2021 年以来公司毛利率保持稳定（%）

图 6：公司分产品毛利率水平（%）

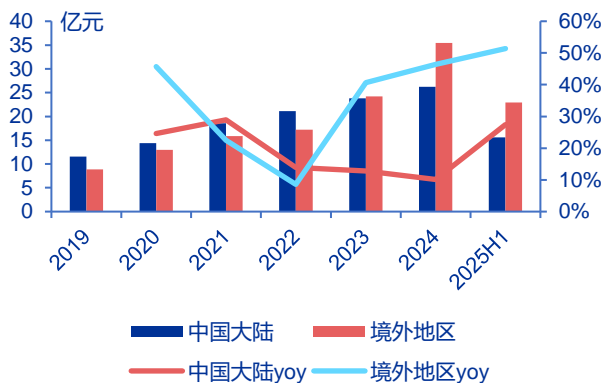


资料来源：公司公告，申万宏源研究

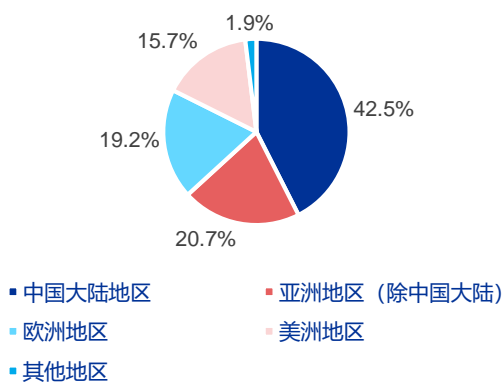


资料来源：公司公告，申万宏源研究

海外收入增速持续提升，2024 年海外收入占比过半。2024 年公司实现海外收入 35.44 亿元，同比增长 46.4%，公司海外收入占比已达 57.5%，其中亚洲为公司第一大海外市场，占比达到 20.7%，欧洲、美洲分别为 19.2%、15.7%，公司海外拓展较为均衡，多地区市场同步发展，各地区收入体量较为接近。2025H1 公司实现海外收入 22.95 亿元，同比+51.4%，增速进一步提升。

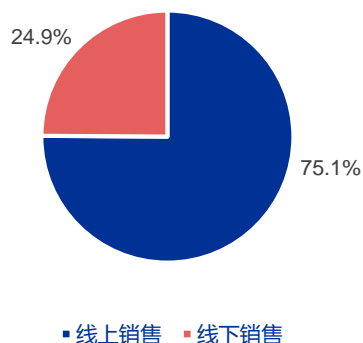
图 7：公司近年来海外收入保持高增长（亿元，%）


资料来源：公司公告，申万宏源研究

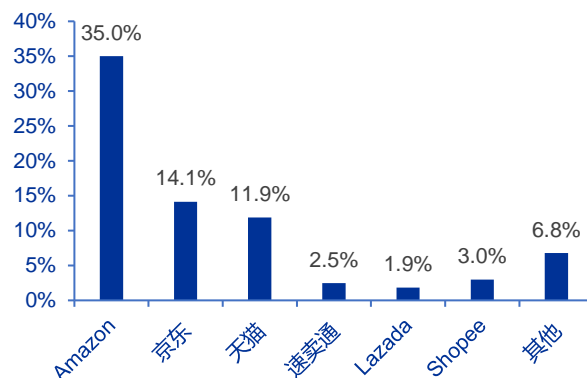
图 8：2024 年公司海外收入过半，亚洲为第一大海外市场（%）


资料来源：公司公告，申万宏源研究

线上与线下渠道融合发展，销售网络遍布全球。线上渠道方面，2024 年公司线上收入占比 75.1%，其中内销的京东、天猫渠道分别占比 14.1%、11.9%，外销的亚马逊、速卖通、Lazada、Shopee 分别占比 35.0%、2.5%、1.9%、3.0%。此外，公司在美国、加拿大、欧盟等发达国家和地区，陆续建立了独立站点，专注于打造以用户为中心，更值得用户信赖的全球性品牌，积累品牌用户和私域流量，并提供个性化的用户支持以提升用户的忠诚度。线下渠道方面，2024 年公司线下收入占比 24.9%，公司积极拓展和深化线下渠道，经销网络遍布全球，通过战略合作大型商超、专业渠道及区域头部经销商，在境外，已成功进驻美国 Walmart、Costco、Bestbuy、B&H、MicroCenter，欧洲 Media Markt，日本 Bic Camera、Yodobashi Camera 等知名零售巨头渠道体系。

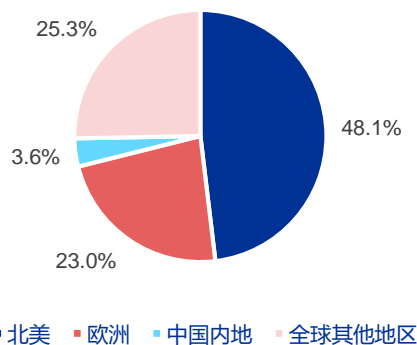
图 9：2024 年公司线上收入占比约 3/4 (%)


资料来源：公司公告，申万宏源研究

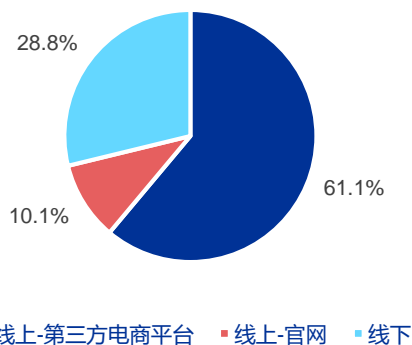
图 10：2024 年公司线上收入中亚马逊占比 35% (%)


资料来源：公司公告，申万宏源研究

与安克创新相比，公司海外市场更为分散，渠道结构较为接近。与同行业的可比公司安克创新相比，在地区分布方面，绿联在北美、欧洲、其他地区的收入分别较为均衡，而安克创新接近 50% 的收入都来自北美市场，收入集中度较高，绿联科技可能面临的地缘政治风险相对更小。在渠道结构方面，安克创新线上收入占比 71.2%，与绿联结构类似，而其中安克线上官网收入占比达到 10.1%，对于绿联来说这一渠道未来仍有较大建设、提升的空间。

图 11：安克创新近半收入来自北美市场 (%)


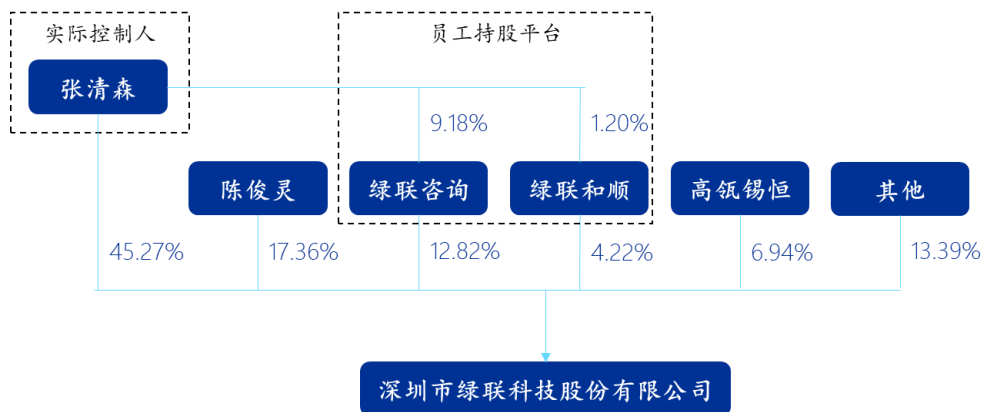
资料来源：安克创新招股书，申万宏源研究

图 12：安克创新线上线下载结构与绿联类似 (%)


资料来源：安克创新招股书，申万宏源研究

股权结构集中度高。公司创始人、董事长张清森为公司实际控制人，直接持有公司 45.27% 股份，并通过公司员工持股平台绿联咨询、绿联和顺间接持有公司股份。副董事长陈俊灵为公司第二大股东，直接持有公司 17.36% 股份。公司股权结构稳定且集中，建立员工持股平台帮助公司建立、健全公司长效激励机制和约束机制，持续吸引和留住优秀人才，充分调动公司核心团队的积极性。

图 13：公司股权结构集中（截止 2025 年三季报）



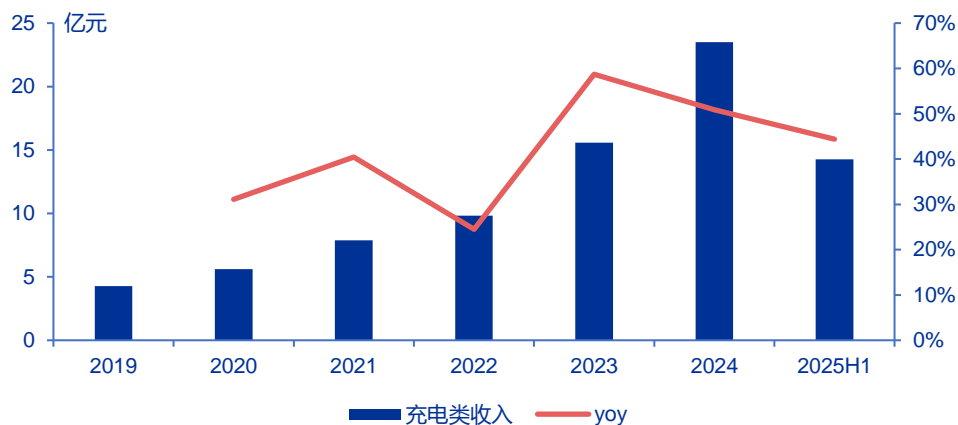
资料来源：公司公告，申万宏源研究

2. 充电类等基本盘业务稳健增长

2.1 充电类：持续发力，保持高增长趋势

充电类收入保持高增长。公司充电类主要涵盖了移动电源、充电线、充电器、排插、车充、无线充等产品。2024 年公司充电类产品实现收入 23.49 亿元，同比增长 51%，2019-2024 年 CAGR 达到 41%，持续保持双位数高增长，2025H1 充电类产品实现收入 14.27 亿元，同比增长 44%，延续高增长趋势。充电类作为公司第一大品类，带动公司收入、业绩持续攀升。

图 14：2019-2024 年公司充电类产品收入 GAGR 为 41% (亿元, %)

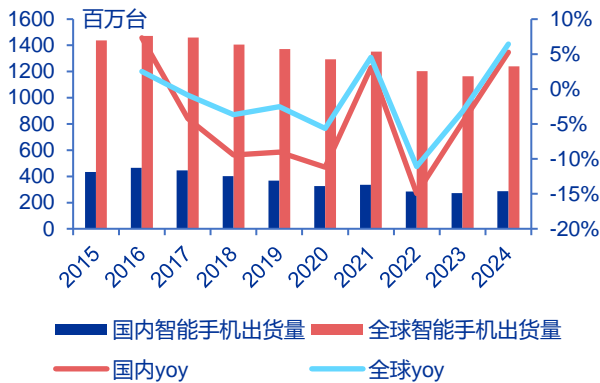


资料来源：公司公告，申万宏源研究

充电类产品受益于手机厂商取消附赠充电器。从下游应用端需求来看，全球智能手机出货量持续疲软，2024 年全球出货量 12.39 亿台，同比增长 6%，但仍低于 2016 年的 14.73 亿台。2024 年国内智能手机出货量 2.86 亿台，同比增长 5%，同样大幅低于 2016 年峰值的 4.65 亿台。尽管充电器主要应用端手机销量大幅下滑，但自 2020 年以来，包括苹果、三星、小米、华为在内的全球主流手机品牌厂商先后取消随手机附赠充电器，间接带动了绿联等充电器三方供应商销量迎来快速增长。且与手机品牌厂商有偿提供的充电器相比，包括绿联在内的三方产品性价比优势明显。除了基础款的充电器外，绿联等三方充电器产品持续迭代，推出了多口、快充、氮化镓充电器等高性能产品，进一步提升对手机厂商提供的充电器的性能优势。

图 15：智能手机出货量持续疲软 (百万台, %)

表 1：各手机品牌取消附赠充电器时间



资料来源: ifind, Wind, IDC, 申万宏源研究

手机品牌	取消附赠充电器时间
苹果	2020年10月
三星	2020年12月
小米	2020年12月
OPPO	尚未取消
华为	2021年4月
vivo	尚未取消

资料来源: 新闻整理, 申万宏源研究

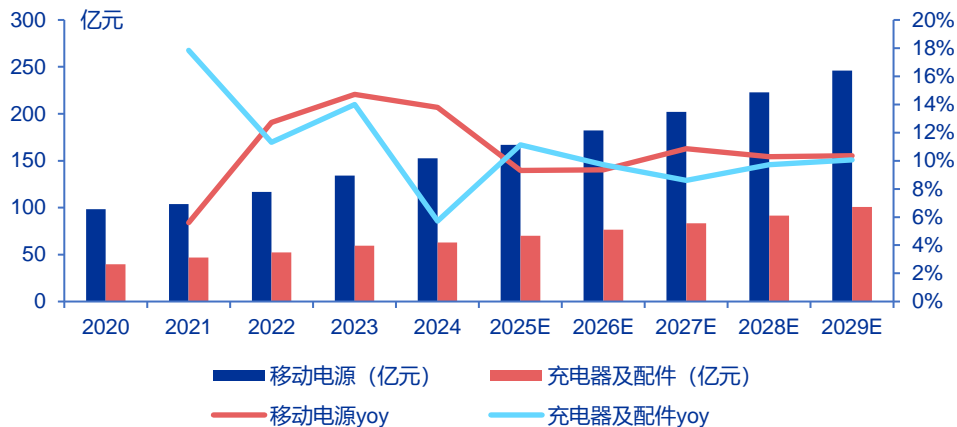
表 2: 各品牌充电器对比

	绿联	安克	苹果	三星	小米	OPPO	华为	vivo
型号	CD241	A2699	MWVW3C H/A	EP-T2511	USB 充电器 快充版	AK733YH	Power- CA050	S030AWC 1100300
图例								
氮化镓	是	是	否	是	否	否	否	否
功率 (W)	20	20	20	25	18	10	25	18
尺寸 (mm)	40.5*33.6* 32.5	36*32*31. 5	/	38.9*24.2* 55.5	62.5*39.2* 21.8	110*110*4 4(含包装)	/	/
价格 (元)	24	40	100	139	27	29	39	44

资料来源: 京东, 申万宏源研究

另一方面, 充电类产品同样受益于消费者购买更多有充电需求的电子产品。近年来, 除了智能手机外, 消费者日常使用的电子产品日益增加, 从日常使用频率较高的无线耳机、智能手表、平板电脑, 到新兴的 AR 眼镜、电动牙刷、运动相机等, 都对充电有较高的需求, 消费者对于该类电子产品保有量的提升, 带动充电类产品需求提升。根据 IDC 及弗若斯特沙利文数据显示, 2024 年全球移动电源产品市场规模达到 153 亿元, 2020-2024 年 CAGR 为 11.7%, 预计到 2029 年市场规模将达 246 亿元; 2024 年全球充电器及配件产品市场规模达到 63 亿元, 2020-2024 年 CAGR 为 12.1%, 预计到 2029 年市场规模将达 101 亿元, 全球移动充电产品市场保持快速增长态势。

图 16: 全球移动充电产品市场规模持续增长 (亿元, %)



资料来源：IDC，弗若斯特沙利文，安克创新招股书，申万宏源研究

充电宝产品性能、功能持续升级，带来需求增长。在充电类另一大品类充电宝方面，公司持续对产品进行迭代升级，增加磁吸、无线、N合一等功能，增加充电宝产品使用的便利性，还推出能量湃 Pro 大功率快充产品，将充电宝的应用对象拓展至笔记本电脑，方便消费者在差旅、办公场景下使用。同时，公司不断深入洞察用户的实际使用场景和需求痛点，还推出了适用于吸尘器、照相机的充电宝，拓展公司产品的使用场景，提升市场竞争力。

图 17：充电宝产品持续升级，功能多样化



资料来源：京东，申万宏源研究

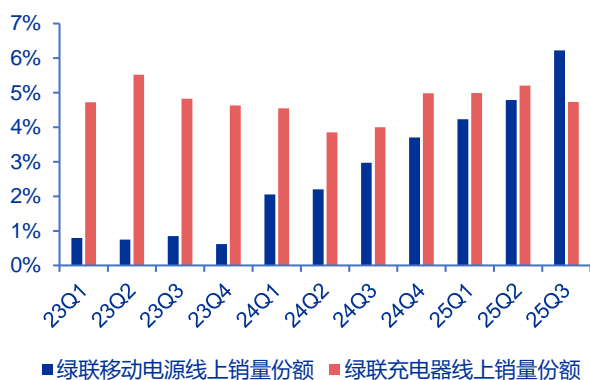
移动电源行业监管趋严，头部企业有望受益。为了改善行业乱象，国家市场监督管理总局 2023 年将移动电源首次纳入 3C 强制认证管理，并于 2024 年 8 月 1 日起证实实施。2025 年以来，连续发生多起航班上旅客充电宝起火事件，行业监管进一步趋严，民航局 6 月起禁止旅客携带无 3C 标识及被召回的充电宝乘坐境内航班。在行业监管持续趋严背景下，行业有望呈现向头部企业集中趋势，头部企业有望从中受益。

表 3：移动电源行业监管趋严

时间	新闻内容
2023 年 8 月	移动电源首次纳入 CCC 强制认证目录。
2024 年 8 月	未获证移动电源产品禁止出厂、销售或进口。
2025 年 3 月	香港航空一航班旅客充电宝起火，后证实为罗马仕产品。
2025 年 5 月	调整认证规则、强化工厂检查与抽样要求。
2025 年 6 月	上海航空一航班旅客充电宝起火。
2025 年 6 月	民航局：禁止旅客携带无 3C 标识及被召回的充电宝乘坐境内航班。
2025 年 8 月	8 月 15 日起，我国正式实施强制性产品认证实施规则——移动电源、锂离子电池和电池组。

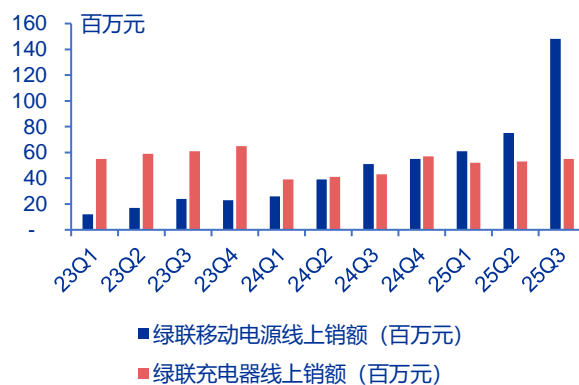
资料来源：新闻资料整理，申万宏源研究

25Q3 公司移动电源销额高增，线上份额持续攀升。根据久谦线上数据，充电器市场方面，公司保持稳健水平，25Q3 线上销量份额超越苹果位居行业第一；移动电源市场方面，公司 24 年以来持续保持高增长态势，25Q3 充电宝行业受到航班中途起火及召回事件影响，包括罗马仕、安克在内的大量品牌深受影响，同时民航局新规落实后，消费者购买充电宝需求提升，而绿联作为行业头部品牌，且未受到召回事件影响，公司抓住这一机遇实现快速增长，25Q3 公司在线上（天猫+京东+抖音）实现销售额 1.48 亿元，同比+190%，销量份额大幅提升至 6.22%。

图 18：绿联移动电源线上份额快速增长（%）


资料来源：久谦，申万宏源研究

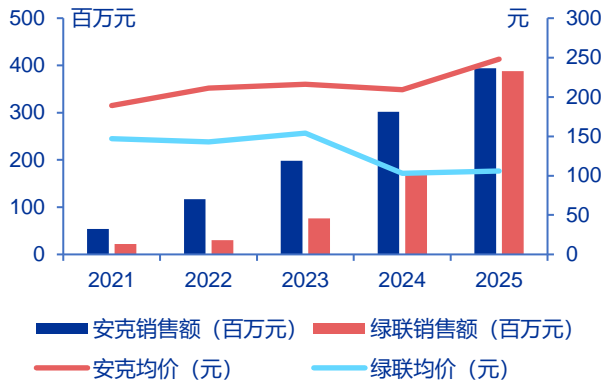
注：线上数据包括天猫+京东+抖音

图 19：25Q3 绿联移动电源销售额高增（百万元）


资料来源：久谦，申万宏源研究

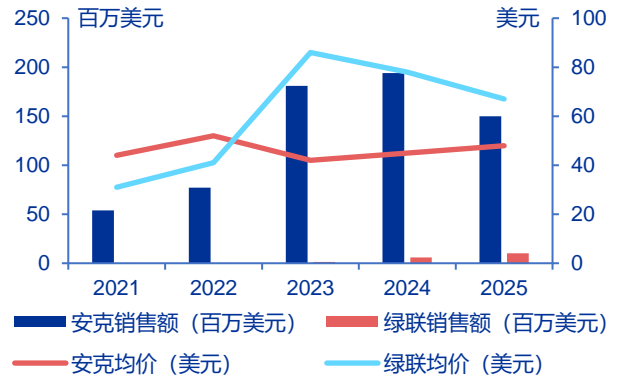
注：线上数据包括天猫+京东+抖音

移动电源领域，公司在各地区市场持续缩小与安克的差距。作为移动电源产品的追赶者，在国内线上市场方面，绿联评价高性价比的优势，持续缩小与安克销售额上的差距，2025 年受充电宝召回事件影响，绿联销售额迅速增长，基本与安克销售额持平。海外线上市场方面，美国作为安克第一大市场，安克在美亚销售额领先优势显著，而绿联近年来持续发力，销售额保持高增，且率先布局高端市场，均价高于安克。在欧洲市场，绿联在德亚、法亚等渠道移动电源销售额已实现对安克的反超，但均价上仍与安克有一定差距。

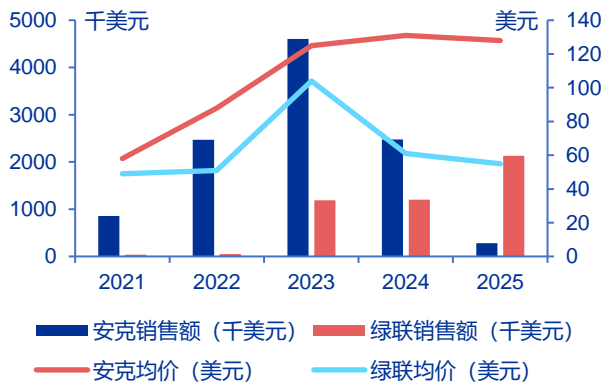
图 20: 国内线上市场绿联移动电源销售额持续缩小与安克差距 (百万元, 元)


资料来源: 久谦, 申万宏源研究

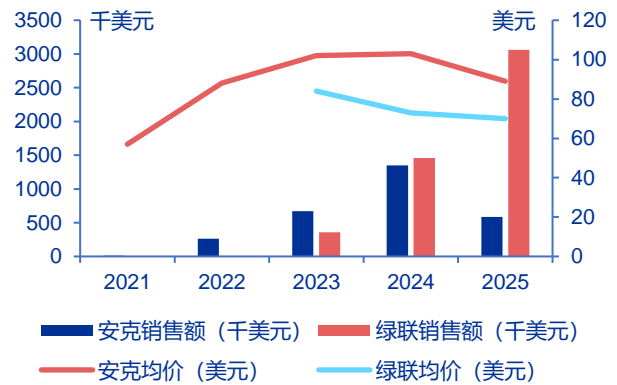
注: 线上数据包括天猫+京东+抖音

图 21: 安克、绿联美亚移动电源销售额及均价 (百万美元, 美元)


资料来源: 久谦, 申万宏源研究

图 22: 安克、绿联德亚移动电源销售额及均价 (千美元, 美元)


资料来源: 久谦, 申万宏源研究

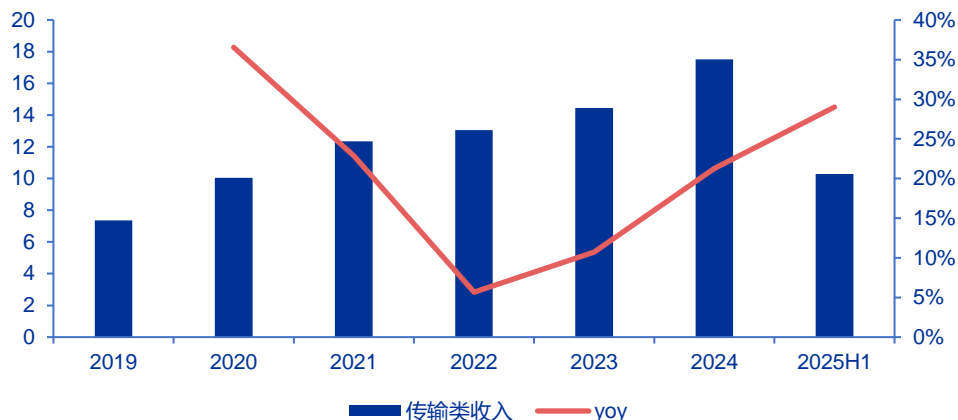
图 23: 安克、绿联法亚移动电源销售额及均价 (千美元, 美元)


资料来源: 久谦, 申万宏源研究

2.2 传输类: 下游需求提升带动稳健增长

传输类收入稳健增长。传输类是公司第二大品类,也是持续、重点发展的品类。公司产品涵盖扩展坞、数据线、网卡、读卡器、键鼠等。2024 年公司传输类产品实现收入 17.52 亿元,同比增长 21%,2019-2024 年 CAGR 达 19%。2025H1 传输类产品实现收入 10.28 亿元,同比增长 29%,增速进一步提升。

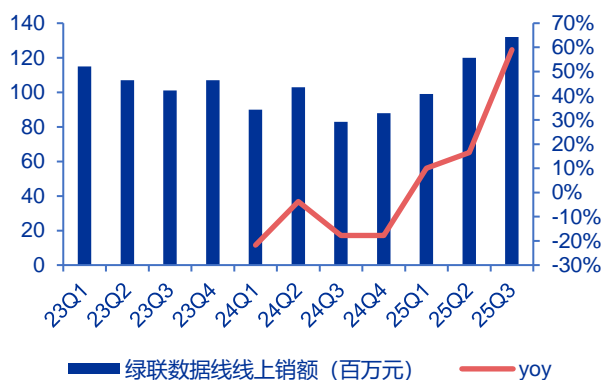
图 24: 2019-2024 年公司传输类产品收入 GACR 为 19% (亿元, %)



资料来源：公司公告，申万宏源研究

绿联线上数据线销售高增，份额位列第一。以传输类的代表品类数据线为例，根据久谦线上数据，2025年以来绿联数据线销售额快速增长 25Q1-3 同比增速分别达到 10%、17%、59%，25Q3 线上销量份额达到 20.7%，稳居行业第一。除了数据线以外，公司其他传输类产品也持续迭代创新，2025 年以来推出多款创新产品，包括为苹果 Mac mini M4/M4 Pro 设计的专用硬盘盒扩展坞、为的雷电 5 设计的 13 合 1 拓展坞、自带显示屏的 Q 湃五合一 Type-C 扩展坞、Magsafe 磁吸读卡器等一系列产品，满足不同用户在不同场景下的需求。

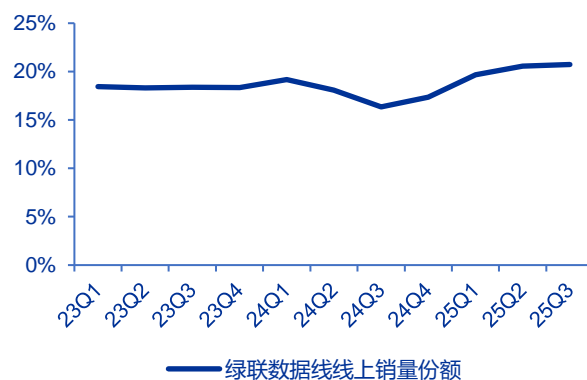
图 25: 25 年绿联线上数据线销额高增 (百万元, %)



资料来源：久谦，申万宏源研究

注：线上数据包括天猫+京东+抖音

图 26: 绿联线上数据线销量份额稳居第一 (%)



资料来源：久谦，申万宏源研究

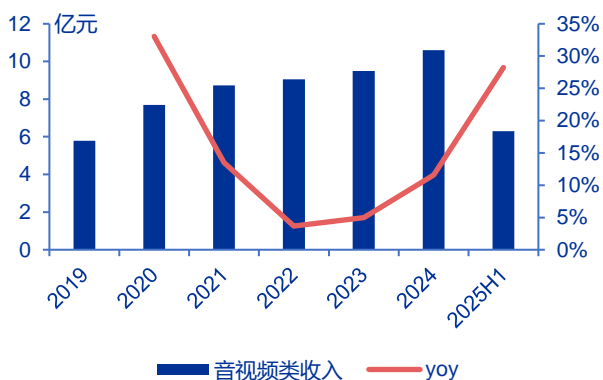
注：线上数据包括天猫+京东+抖音

传输类产品需求日益提升，未来增长空间广阔。随着当前 5G 等网络通信技术的提升，电子设备种类及数量的增加，以及消费电子产品应用场景的丰富，电子设备间的互联以及网络数据的传输需求日益增长。因此扩展坞成为市场的新需求，根据 Research Nester 数据，2023 年扩展坞市场规模 16.4 亿美元，2024 年预计为 17.5 亿美元，预计到 2036 年超过 35.1 亿美元。网络传输方面，设备正朝着高速率、低时延、智能化的方向发展。高性能产品如超高速网线、Wi-Fi7 网卡的需求急剧上升。据 Omdia 预测，2024 年企业级网络设备市场规模将达到 480 亿美元，其中 40% 的增长将来自亚太区新兴市场的数字化基建投资。

2.3 音视频类、移动周边类：受主业协同带动增长

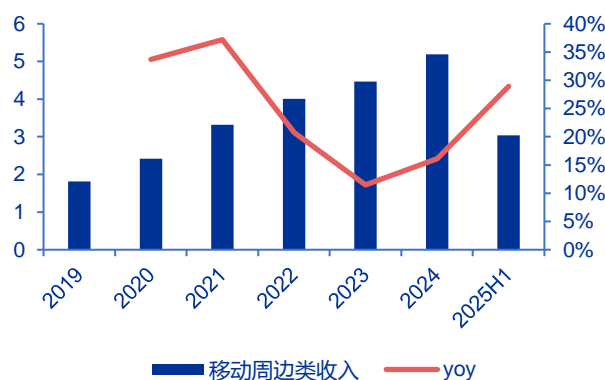
音视频类与移动周边类收入增速持续提升。公司音视频类主要涵盖了耳机、话筒、高清线、音频线、音视频转换器等产品。2024 年公司音视频类产品实现收入 10.60 亿元，同比增长 12%，2019-2024 年 CAGR 为 13%。2025H1 音视频类产品实现收入 6.30 亿元，同比增长 28%。移动周边类主要涵盖手机平板保护壳、保护膜、收纳包、桌面支架、车载支架、落地支架等各类配件。2024 年公司移动周边类产品实现收入 5.19 亿元，同比增长 16%，2019-2024 年 CAGR 为 23%。2025H1 音视频类产品实现收入 3.04 亿元，同比增长 29%。

图 27：2019-2024 年公司音视频类产品收入 GACR 为 13% (亿元, %)



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 28：2019-2024 年公司移动周边类产品收入 GACR 为 23% (亿元, %)



资料来源：公司公告，申万宏源研究

音视频类与移动周边类需求来自与主业的协同，在主业的带动下共同实现快速增长。音视频类方面，公司推出入耳式、半入耳式、耳夹式以及头戴式等款式，拥有降噪、长续航和彩屏智能等特性，满足用户对于产品外观、性能多样化的需求。2025 年以来，公司推出多款 AI 无线耳机，搭载豆包 AI 大模型，具备 AI 实时对话翻译等功能，并结合降噪功能，为消费者提供舒适佩戴与智能交互体验。移动周边类方面，公司的产品可以满足用户在不同场景下对智能设备的保护及支撑需求。这些产品不仅能增强智能设备的耐用性，还能在居家、办公、车载出行等多种环境中有效优化使用体验。音视频类与移动周边类扩充了公司产品日常使用场景，同时凭借高性价比的优势建立流量入口，为公司实现品牌黏性与市场渗透的双重效能。

图 29：绿联科技推出 AI 无线耳机



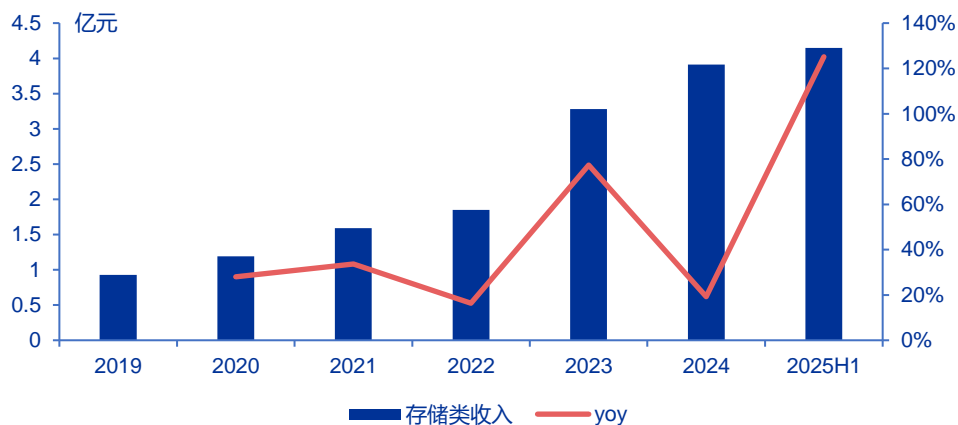
资料来源：京东，申万宏源研究

3. NAS 产品成为公司第二增长曲线

3.1 存储类：NAS 产品需求爆发带动增长

存储类在 NAS 带动下收入高增长。存储类产品是公司重点发展与持续创新的核心品类。公司产品涵盖私有云存储（NAS）、移动硬盘盒、磁盘阵列等。2024 年公司存储类产品实现收入 3.91 亿元，同比增长 19%，2019-2024 年 CAGR 达 33%，是目前公司增长最快的品类。2025H1 存储类产品实现收入 4.15 亿元，同比增长 125%，实现翻倍以上高增长，主要得益于公司 NAS 产品快速放量。

图 30：2019-2024 年公司存储类产品收入 GACR 为 33% (亿元, %)



资料来源：公司公告，申万宏源研究

NAS 正在逐步成为存储设备新需求。 NAS 全称 Network Attached Storage (网络附属存储)，是一种连接在网络上的专用数据存储服务器。它以数据为中心，将存储设备与服务器彻底分离，集中管理数据，从而达到释放带宽、提高性能、降低总拥有成本、保护投资的目的，具有成本较低但运行效率较高的特点。并且 NAS 作为一种将分布、独立的数据整合为大型、集中化管理的数据中心，技术上能够对不同主机和应用服务器进行访问，其不仅有专业存储设计，还能够为多种客户端服务，使数据更加安全和便于访问。

图 31：NAS 内部结构

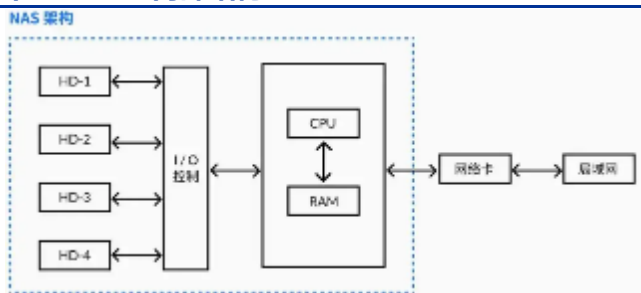
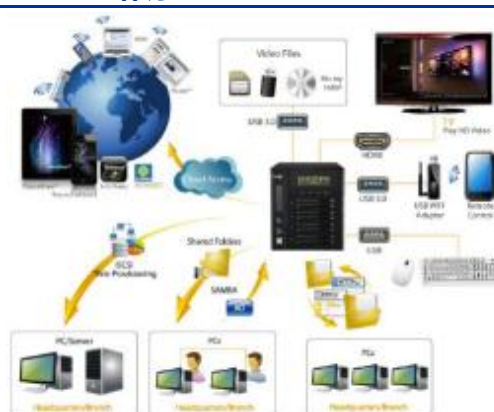


图 32：NAS 工作原理



资料来源：优倍快，申万宏源研究

资料来源：设计笔记，申万宏源研究

与云网盘、移动硬盘等竞品相比，NAS在一定使用场景下优点明显。NAS产品的主要竞品包括云网盘、移动硬盘，与这两类产品相比，NAS产品具备一定优势。与云网盘相比，NAS数据存储在本本地，安全与隐私性较高，长期、大容量使用的情况下成本更低，传输速度更快；与移动硬盘相比，NAS可以实现多设备、实时线上访问数据，数据存储安全性高等优势。在部分使用场景下，NAS可以解决云网盘、移动硬盘等产品无法解决的使用痛点。

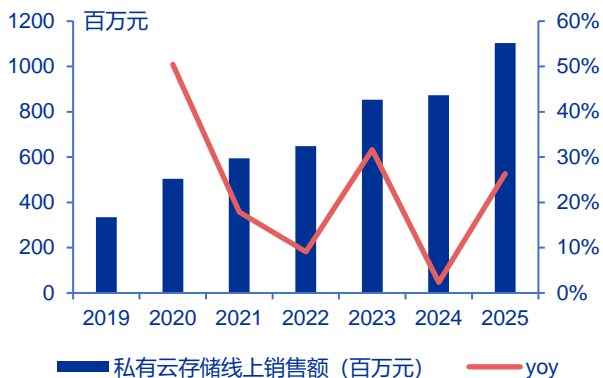
表 4：NAS 与云网盘、移动硬盘对比

	NAS	云网盘	移动硬盘
核心特点	连接家庭/办公网络的小型私人服务器	互联网上的远程存储空间	即插即用的便携物理设备
数据位置	本地	云端（服务商的数据中心）	设备本身
访问方式	局域网内极快，远程依赖网络	始终依赖互联网连接	需物理连接设备
多设备/用户	极佳，设计初衷就是多人共享	优秀，天然支持跨设备同步	有限，主要为个人使用设计
容量与成本	初始投入高（设备+硬盘），但扩容单位成本低，拥有长期所有权	初始成本低（免费或订阅费），但大容量长期订阅总成本不低，无设备所有权	一次性购买，单位容量价格最低
数据安全与隐私	高，数据完全由自己掌控，隐私性最高	视服务商而定，依赖其安全措施，存在隐私风险	高，但物理损坏或丢失风险高
便利性	需初始设置与维护，但使用便捷	非常便利，无需维护，跨设备体验好	便利性高，即插即用
适用场景	家庭/团队数据共享中心、影音库、自动备份、数据安全与隐私要求高的场景	个人文件跨设备同步与分享、团队协作、便捷访问不常改动的数据	个人大文件离线传输、快速数据备份、随身携带核心数据、冷数据归档

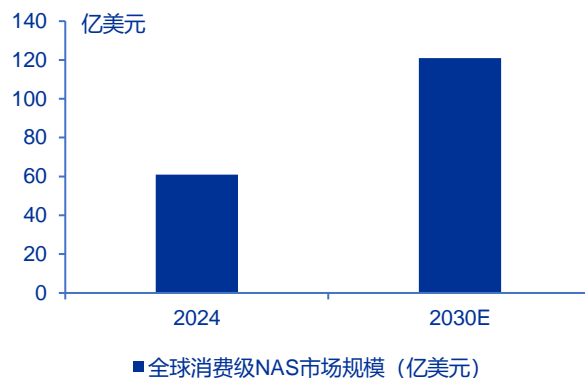
资料来源：申万宏源研究

NAS 市场规模快速增长。随着 NAS 产品被越来越多消费者所了解，近年来销售规模保持快速增长。根据久谦数据，2025 年国内线上 NAS 销售额达到 11.03 亿元，同比增长 26%，2019-2025 年 CAGR 达到 22%。全球市场来看，根据 Grand View Research（大观研究）数据，2024 年全球消费级 NAS 市场规模为 61 亿美金，预计 2025 到 2030 年 CAGR 为 12.1%，保持快速增长趋势。

图 33：国内 NAS 线上销售额高增长（百万元，%）
图 34：全球消费级 NAS 市场规模将保持快速增长（亿美元，%）



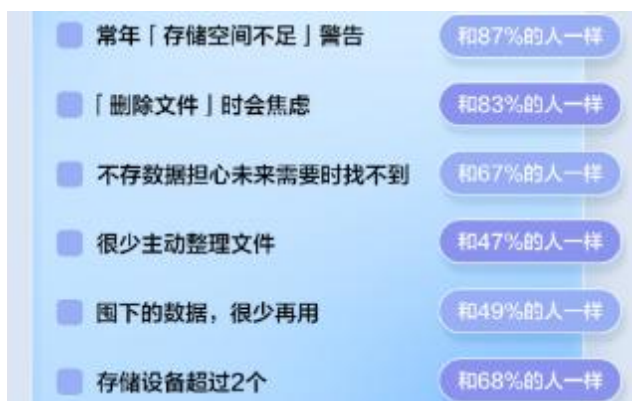
资料来源：久谦，申万宏源研究
注：线上数据包括天猫+京东+抖音



资料来源：公司公告，Grand View Research (大观研究)，申万宏源研究

对于 NAS 产品需求的增长，部分来自于消费者的数据焦虑。根据绿联与知乎联合发布的《当代人“数据囤积症”大赏》报告，当前有 87% 的受访者都面临着常年“存储空间不足”的问题，除此之外，大部分人都面临删除文件时会焦虑、担心需要时数据找不到、有多台存储设备等问题，在存储焦虑的影响下，“害怕未来需要找不到”已经成为了当前消费者囤积数据的主要原因。在这一背景下，对于 NAS 的需求应运而生，NAS 逐步成为了消费者囤积数据的新途径。

图 35：多数人会面临“数据囤积症”



资料来源：《当代人“数据囤积症”大赏》，知乎，绿联，申万宏源研究

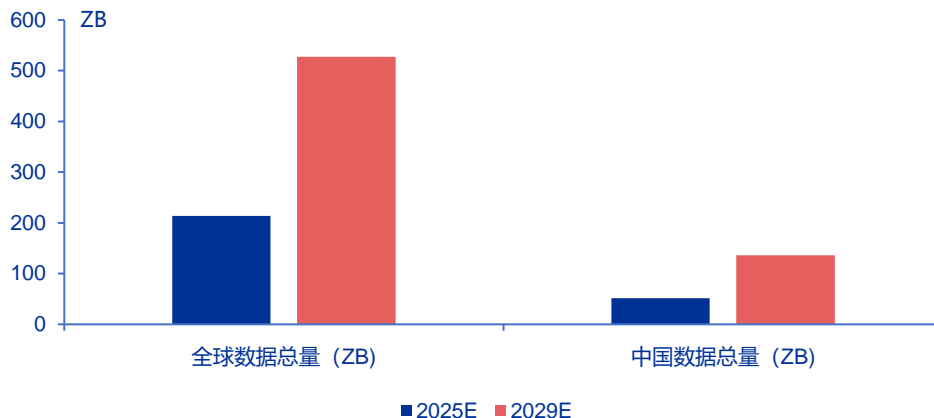
图 36：“害怕找不到数据”是囤积数据的主因



资料来源：《当代人“数据囤积症”大赏》，知乎，绿联，申万宏源研究

互联网数据量激增，进一步加剧数据存储需求。近年来，随着各种短视频平台兴起，以及运动相机、无人机等新兴智能设备渗透率的提升，用户在互联网创作及分享的数据量迎来爆发式增长。根据 IDC 发布的报告显示，2025 年全球将产生 213.56ZB (泽字节，1ZB=10 亿 TB) 数据，到 2029 年将增长至 527.47ZB；其中，中国市场 2025 年将产生 51.78ZB 数据，2029 年增长至 136.12ZB，复合年均增长率达 26.9%。

图：互联网数据量高速增长 (ZB)

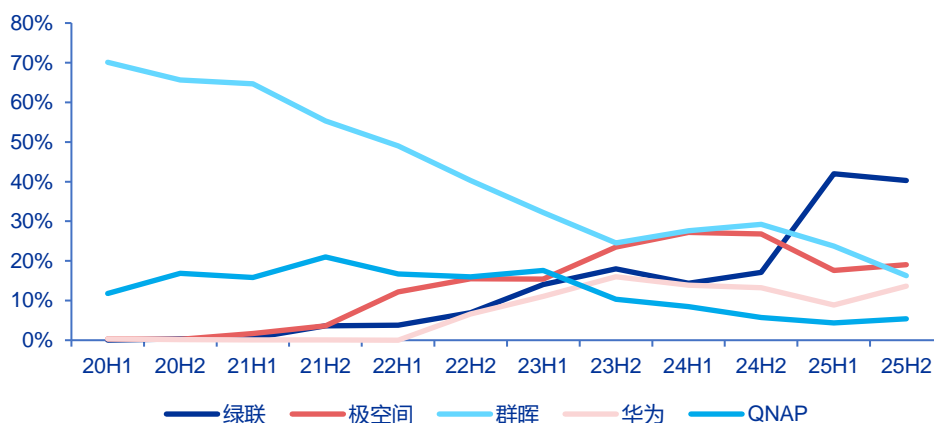


资料来源：IDC，申万宏源研究

3.2 绿联 NAS 产品构建领先优势

绿联线上 NAS 销售额份额快速增长，海外品牌持续下滑。以群晖为代表的海外 NAS 品牌起步较早，长期在国内 NAS 市场占据较大份额，但海外品牌多定位于专业级产品，对于普通消费者来说入门门槛较高。随着国内品牌推出消费级 NAS 产品，价格更低、用户入门门槛也更低，以绿联为代表的国内品牌开始快速抢占 NAS 市场份额。2025 年绿联在国内线上市场 NAS 销售额的份额已经超过 40%，而群晖则从 21 年 59% 的市占率下滑至 25 年约 20%。

图 38：线上 NAS 销售额份额绿联快速提升 (%)



资料来源：久谦，申万宏源研究

注：线上数据包括天猫+京东+抖音

绿联 NAS 产品 SKU 丰富，价格带布局广泛。从目前电商平台在售产品情况来看，绿联在售 SKU 接近 70 个，价格覆盖 999-9979 元。其他行业主要竞争对手中，海外品牌群晖、QNAP 更多 SKU 聚焦在面向专业级消费者的万元以上产品；国内品牌方面，极空间、

华为等布局消费级市场，但 SKU 布局数量显著少于绿联。在产品布局上，绿联在消费级市场处于领先地位。

表 5: 各品牌 NAS 京东渠道销售情况 (2026 年 1 月)

	绿联	极空间	华为	群晖	QNAP
最高价 (元)	9979	10269	4279	31641	59999
最低价 (元)	999	724	1679	1379	1681
在售 SKU (个)	68	12	5	17	140

资料来源: 各品牌京东自营旗舰店, 申万宏源研究

绿联 NAS 产品性价比优势显著。我们对比主要 NAS 产品品牌性能及价格较为接近的产品，以绿联 DXP2800 产品为例，在价格比竞争对手产品更低的情况下，绿联产品主要性能参数如处理器、内存、最大存储容量等均优于竞品，同时功能性上，绿联产品功能也更丰富，可以满足消费者在不同场景下的使用需求。

表 6: 各品牌 NAS 产品对比

	绿联 DXP2800	极空间 Q4	华为 AS6020	群晖 DS723+	QNAP TS-264C
图例					
价格 (元)	1919	1819	1845	4019	1888
处理器	Intel N100	RockChip RK3568	/	AMD 双核	Intel N5095
内存	8GB DDR5 (上限 16GB)	8GB DDR4	4GB	2GB DDR4 (上限 32GB)	8GB DDR4
最大存储容量	76TB	60TB	44TB	36TB	44TB
特点	本地化 AI 照片管理; 绿联云影视中心; 支持海外访问; 内置 Docker 套件; DeepSeek 本地化部署; 精细化权限管理	极影视家庭影视库; 支持 Docker; 相册 AI 智能整理	HarmonyOS 4 系统; AI 相册分类; 支持 16 个独立账户; 手机自动备份; 不支持 Docker	文件自动同步; 支持 Docker; 企业安防中心	文件实时同步; AI 照片管家; 威联通高清影音库; AI 监控分析; 支持 Docker

资料来源: 各品牌京东自营旗舰店, 申万宏源研究

注: 价格均为不含盘价

软件系统保持高频更新迭代, 构建软件优势解决消费者痛点。除了硬件性能外, 软件系统也是 NAS 产品重要的一环。绿联对 NAS UGOS Pro 系统基本保持月度更新的频率, 以

便于即使推出方案解决消费者需求及痛点，同时持续优化系统兼容性、完成产品功能。作为对比，群晖 NAS 系统更新频率约为年度，无法及时上线新功能或解决消费者痛点，给到消费者的使用体验相对较差。

图 39：绿联 NAS 系统保持高频更新



资料来源：绿联、群晖微信公众号，申万宏源研究

布局 AI NAS 产品，未来空间大有可为。在 2025 年 CES 展上，公司推出了全球首款内置大型语言模型的 AI NAS 产品——iDX 系列，支持以文搜图、AI 问答、智能文件管理、图像智能识别聚类等前沿功能，进一步强化公司在软件方面的优势。而在 2026 年 CES 展上，公司推出 NAS iDX 系列新品——iDX6011 和 iDX6011 Pro，在大幅提升性能的同时，将安全的本地 AI 引入家庭、工作室及小型企业场景。新一代 AI NAS 产品将于 3 月在 Kickstarter 众筹平台上开启众筹活动，提升产品在海外的影响力。而当前随着 Clowdbot 等 AI Agent 的爆火，将进一步增加用户本地存储需求，而 NAS 也可以成为 AI Agent 本地化运行的载体，市场规模有望跟随 AI 的爆发快速放量。

图 40：公司围绕 AI NAS 打造新智能生态系统



资料来源：环球网，申万宏源研究

图 41：绿联即将在 kickstarter 众筹平台上开启新一代 AI NAS 产品众筹



资料来源：kickstarter 众筹平台，申万宏源研究

4. 盈利预测与估值

4.1 关键假设点

关键假设点：

公司主要从事 3C 消费电子产品的研发、设计、生产及销售。目前产品主要涵盖充电类、传输类、音视频类、存储类、移动周边类五大系列。

一、充电类：充电类是公司第一大品类，品类需求增长来自于手机厂商逐步取消附赠充电器、以及消费者充电需求的提升，近年来充电宝产品性能、功能持续升级，同样带来需求增长。2025 年以来，移动电源行业监管趋严，绿联作为行业头部企业有望受益。我们预计公司充电类产品 2025-2027 年营收同比+50.0%、+30.0%、+30.0%，2025-2027 年毛利率分别为 36.5%、36.5%、36.5%。

二、传输类：传输类是公司第二大品类，也是持续、重点发展的品类。随着当前 5G 等网络通信技术的提升，电子设备种类及数量的增加，以及消费电子产品应用场景的丰富，电子设备间的互联以及网络数据的传输需求日益增长，因此扩展坞成为市场的新需求。网络传输方面，设备正朝着高速率、低时延、智能化的方向发展。高性能产品如超高速网线、Wi-Fi7 网卡的需求急剧上升。我们预计公司传输类产品 2025-2027 年营收同比+35.0%、+25.0%、+25.0%，2025-2027 年毛利率分别为 40.0%、40.0%、40.0%。

三、音视频类：音视频类方面，公司有入耳式、半入耳式、耳夹式以及头戴式等款式，拥有降噪、长续航和彩屏智能等特性，满足用户对于产品外观、性能多样化的需求。2025 年以来，公司推出多款 AI 无线耳机，搭载豆包 AI 大模型，具备 AI 实时对话翻译等功能，并结合降噪功能，为消费者提供舒适佩戴与智能交互体验。我们预计公司音视频类产品 2025-2027 年营收同比+35.0%、+25.0%、+25.0%，2025-2027 年毛利率分别为 41.0%、41.0%、41.0%。

四、存储类：存储类产品是公司重点发展与持续创新的核心品类，其中 NAS 产品近年来快速放量。NAS 市场规模快速增长，根据久谦数据，2025 年国内线上 NAS 销售额达到 11.03 亿元，同比增长 26%，2019-2025 年 CAGR 达到 22%。绿联凭借 SKU 丰富、性价比较高等优势，在 NAS 市场份额快速增长，抢占海外品牌份额。我们预计公司存储类产品 2025-2027 年营收同比+150.0%、+80.0%、+50.0%，2025-2027 年毛利率分别为 27.8%、28.5%、29.0%。

五、移动周边类：移动周边类产品主要涵盖手机平板保护壳、保护膜、收纳包、桌面支架、车载支架、落地支架等各类配件。移动周边类扩充了公司产品日常使用场景，同时凭借高性价比的优势建立流量入口，为公司实现品牌黏性与市场渗透的双重效能。我们预计公司移动周边类产品 2025-2027 年营收同比+35.0%、+25.0%、+25.0%，2025-2027 年毛利率分别为 35.5%、35.5%、35.5%。

六、其他：其他类产品主要包括除上述五大品类外的其他 3C 消费电子产品；其他业务收入主要系材料销售及漫画、视频制作业务产生的收入，在公司收入中占比均较低。我们预

计公司其他类产品 2025-2027 年营收同比+25.0%、+20.0%、+20.0%，2025-2027 年毛利率分别为 32.0%、32.0%、32.0%。预计公司其他业务 2025-2027 年营收同比+0.0%、+0.0%、+0.0%，2025-2027 年毛利率分别为 15.0%、15.0%、15.0%。

表 7：公司分业务收入拆分及预测（单位：百万元/%）

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	4803	6170	9121	12109	15798
YOY	25.1%	28.5%	47.8%	32.8%	30.5%
营业成本（百万元）	2998	3864	5743	7662	10019
YOY	24.7%	28.9%	48.6%	33.4%	30.8%
毛利（百万元）	1805	2306	3378	4447	5779
毛利率（%）	37.6%	37.4%	37.0%	36.7%	36.6%
一、充电类产品					
营业收入（百万元）	1557	2349	3524	4581	5955
YOY	58.7%	50.9%	50.0%	30.0%	30.0%
营业成本（百万元）	973	1490	2238	2909	3782
YOY	57.0%	53.2%	50.2%	30.0%	30.0%
毛利（百万元）	584	859	1286	1672	2174
毛利率（%）	37.5%	36.6%	36.5%	36.5%	36.5%
二、传输类产品					
营业收入（百万元）	1445	1752	2366	2957	3697
YOY	10.7%	21.3%	35.0%	25.0%	25.0%
营业成本（百万元）	876	1056	1419	1774	2218
YOY	10.5%	20.5%	34.5%	25.0%	25.0%
毛利（百万元）	569	697	946	1183	1479
毛利率（%）	39.4%	39.8%	40.0%	40.0%	40.0%
三、音视频类产品					
营业收入（百万元）	950	1060	1432	1790	2237
YOY	5.0%	11.6%	35.0%	25.0%	25.0%
营业成本（百万元）	561	623	845	1056	1320
YOY	1.2%	11.2%	35.5%	25.0%	25.0%
毛利（百万元）	389	437	587	734	917
毛利率（%）	41.0%	41.2%	41.0%	41.0%	41.0%
四、存储类产品					
营业收入（百万元）	328	391	979	1761	2642
YOY	77.4%	19.3%	150.0%	80.0%	50.0%
营业成本（百万元）	238	289	707	1259	1876
YOY	81.6%	21.3%	144.7%	78.3%	49.0%
毛利（百万元）	90	103	272	502	766
毛利率（%）	.%	.%	.%	.%	.%

五、移动周边类产品					
营业收入 (百万元)	447	519	701	876	1095
YOY	11.4%	16.2%	35.0%	25.0%	25.0%
营业成本 (百万元)	293	339	452	565	706
YOY	10.9%	15.8%	33.5%	25.0%	25.0%
毛利 (百万元)	154	181	249	311	389
毛利率 (%)	34.5%	34.8%	35.5%	35.5%	35.5%
六、其他					
营业收入 (百万元)	75	94	117	140	168
YOY	35.1%	25.2%	25.0%	20.0%	20.0%
营业成本 (百万元)	56	64	79	95	114
YOY	44.3%	15.1%	23.5%	20.0%	20.0%
毛利 (百万元)	19	29	37	45	54
毛利率 (%)	25.1%	31.2%	32.0%	32.0%	32.0%
七、其他业务					
营业收入 (百万元)	1	3	3	3	3
YOY	-81.9%	169.4%	0.0%	0.0%	0.0%
营业成本 (百万元)	1	3	3	3	3
YOY	-65.8%	97.2%	1.4%	0.0%	0.0%
毛利 (百万元)	0	1	1	1	1
毛利率 (%)	-14.5%	16.2%	15.0%	15.0%	15.0%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

4.2 相对估值

公司主要从事 3C 消费电子产品，基本盘业务包括充电类、传输类、音视频类、移动周边类，存储类在 NAS 产品的带领下高速增长，成为公司第二增长曲线。考虑到公司主营业务性质，我们选择**安克创新**、**公牛集团**、**萤石网络**、**影石创新**作为可比公司。安克创新主营业务是自有品牌的移动设备周边产品、智能硬件产品等消费电子产品的自主研发、设计和销售，且销售渠道与公司类似；公牛集团专注于以转换器、墙壁开关插座为核心的民用电工产品，与公司第一大品类充电类接近；萤石网络主业为智能家居产品，2025H1 收入占比 80%，该部分业务与绿联基本盘业务较为可比，物联网云平台作为公司第二增长曲线，2025H1 收入同比+12%，占比 20%，该部分业务与绿联 NAS 业务较为可比；影石创新主要产品为消费级全景相机，与 NAS 同为增速较快的新兴 3C 消费电子产品，具备可比性。

我们预计公司 2025-2027 年可实现营业收入 91.21/121.09/157.98 亿元，同比分别增长 47.8%/32.8%/30.5%；预计可实现归母净利润 6.87/9.15/12.33 亿元，同比分别+48.6%/+33.2%/+34.9%。考虑到公司业务成长性较强，采用 PEG 估值。由于安克创新、公牛集团 PEG 偏差较大，在计算均值时剔除，我们所选取的可比公司对应 2026 年平均

PEG 为 1.14，公司 2026 年 PEG 为 0.94，对应当前市值有 21% 上涨空间，首次覆盖给予“买入”评级。

表 8：可比公司相对估值表（2026 年 2 月 2 日收盘价）

股票代码	公司名称	收盘价	EPS			PE			25-27 年	26 年 PEG
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	CAGR	
300866	安克创新	98.72	4.96	6.19	7.69	20	16	13	24%	0.65
603195	公牛集团	42.49	2.27	2.44	2.61	19	17	16	7%	2.45
688775	影石创新	220.30	2.79	4.26	6.17	79	52	36	49%	1.06
688475	萤石网络	29.89	0.72	0.93	1.15	42	32	26	27%	1.21
平均值						60	42	31	38%	1.14
301606	绿联科技	69.56	1.66	2.20	2.97	42	32	23	34%	0.94

资料来源：Wind，申万宏源研究

注：除绿联科技采用申万盈利预测外，其他可比公司 EPS 均采用 Wind 一致预期；安克创新、公牛集团因 PEG 偏差较大，在计算均值时剔除

5. 风险提示

1、行业及市场竞争加剧风险：消费电子行业市场竞争愈加激烈，国际大型品牌企业、各类本土中小企业乃至微型创业型企业迅速崛起。若公司不能保持自身在自有品牌、研发技术、产品质量、渠道拓展、供应链管理等方面的优势，可能会被其他竞争对手抢占市场份额，对公司收入、业绩产生影响。

2、海外经营环境变动风险：2024 年公司实现海外收入 35.44 亿元，海外收入占比已达 57.5%，其中亚洲、欧洲、美洲分别为 20.7%、19.2%、15.7%。公司海外收入占比较高，若海外贸易及税收政策发生变动，可能对公司海外收入、业绩产生影响。

3、新产品销售及利润不及预期风险：消费电子行业更新迭代速度较快，若公司推出的新品未能达到预期的销售情况，或公司重点发展的 NAS 产品市场需求不及预期，可能会对公司收入、业绩产生影响。

表 9：合并利润表（百万元）

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
一、 营业总收入	4803	6170	9121	12109	15798
其中： 营业收入	4803	6170	9121	12109	15798
其他类金融业务收入	0	0	0	0	0
二、 营业总成本	4348	5641	8365	11089	14414
其中： 营业成本	2998	3864	5743	7662	10019
其他类金融业务成本	0	0	0	0	0
税金及附加	14	16	27	36	47
销售费用	912	1205	1838	2398	3081
管理费用	211	259	337	436	553
研发费用	216	304	429	569	727
财务费用	-3	-8	-9	-11	-13
加： 其他收益	15	14	15	15	15
投资收益	6	6	6	6	6
净敞口套期收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	6	0	0	0
信用减值损失（损失以“-”填列）	-4	2	0	0	0
资产减值损失（损失以“-”填列）	-35	-39	-2	-5	-5
资产处置收益	0	0	0	0	0
汇兑收益及其他	0	0	0	0	0
三、 营业利润	438	517	775	1035	1399
加： 营业外收入	8	8	10	10	10
减： 营业外支出	1	1	1	1	1
四、 利润总额	446	525	784	1044	1408
减： 所得税	52	64	96	128	173
五、 净利润	394	460	688	916	1236
持续经营净利润					

终止经营净利润	0	0	0	0	0
少数股东损益	6	-2	1	2	2
归属于母公司所有者的净利润	388	462	687	915	1233
六、 其他综合收益的税后净额	0	0	0	0	0
七、 综合收益总额	394	460	688	916	1236
归属于母公司所有者的综合收益总额	388	462	687	915	1233
八、 基本每股收益	1	1	2	2	3
全面摊薄每股收益	1	1	2	2	3
当期发行在外总股数	373	415	415	415	415

资料来源：Wind，公司公告，申万宏源研究

表 10：资产负债表（百万元）

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	992	1143	1105	1181	1330
交易性金融资产	0	691	691	691	691
衍生金融资产	0	0	0	0	0
经营性应收款项	189	154	156	156	156
应收票据、应收账款及应收款项融资	137	100	100	100	100
应收账款	137	98	98	98	98
应收票据及应收款项融资	0	1	1	1	1
其他应收款	17	21	21	21	21
预付款项	35	33	35	35	35
存货	996	1235	1859	2494	3275
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	74	131	130	130	130
持有待售资产及其他	0	0	0	0	0
流动资产合计	2251	3354	3941	4652	5582
债权投资	0	0	0	0	0
其他债权投资	0	0	0	0	0
长期应收款	0	1	1	1	1
长期股权投资	0	0	0	0	0
其他权益工具投资	0	0	0	0	0
其他非流动金融资产	0	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0	0
固定资产	30	34	42	47	52
在建工程	0	1	1	1	1
无形资产类	5	9	8	7	6
无形资产	5	9	8	7	6
商誉	0	0	0	0	0
开发支出	0	0	0	0	0
长期待摊费用	19	20	20	20	20
递延所得税资产	26	36	36	36	36
其他非流动资产	5	335	335	335	335

使用权资产及其他	116	106	106	106	106
非流动资产合计	202	541	548	553	556
资产总计	2453	3895	4489	5205	6138
短期借款	32	23	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	0
一年内到期的非流动负债	32	23	0	0	0
交易性金融负债	0	0	0	0	0
经营性应付款项	490	742	1044	1393	1822
合同负债	34	62	62	62	62
其他应付款	14	33	33	33	33
其他流动负债	2	2	2	2	2
持有待售负债及其他	0	0	0	0	0
流动负债合计	572	862	1141	1490	1919
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	9	13	13	13	13
递延所得税负债	0	0	0	0	0
租赁负债及其他	95	96	96	96	96
非流动负债合计	105	108	108	108	108
负债合计	677	970	1249	1598	2027
股本	373	415	415	415	415
其他权益工具	0	0	0	0	0
资本公积	301	1072	1072	1072	1072
减：库存股	0	0	0	0	0
其他综合收益	0	0	0	0	0
盈余公积	89	144	226	335	482
未分配利润	983	1266	1497	1754	2109
专项储备及其他	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益合计	1747	2897	3210	3576	4077
少数股东权益	30	28	29	31	34
股东权益合计	1776	2925	3240	3607	4111
负债和股东权益总计	2453	3895	4489	5205	6138

资料来源：Wind，公司公告，申万宏源研究

表 11：现金流量表（百万元）

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	394	460	688	916	1236
计提的资产减值准备	9	9	2	5	5
信用减值损失	1	-2	0	0	0
固定资产折旧	8	9	9	10	12
无形资产摊销	1	1	1	1	1

长期待摊费用摊销	8	10	0	0	0
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失（收益以“-”号填列）	0	0	0	0	0
公允价值变动损失（收益以“-”号列示）	0	-6	0	0	0
财务费用（收益以“-”号列示）	3	-6	-9	-11	-13
投资损失（收益以“-”号列示）	-6	-6	-6	-6	-6
递延所得税资产减少（增加以“-”列示）	26	-9	0	0	0
递延所得税负债增加（减少以“-”列示）	-32	0	0	0	0
存货的减少（增加以“-”列示）	-266	-248	-626	-640	-786
经营性应收项目的减少（增加以“-”列示）	-100	27	-2	0	0
经营性应付项目的增加（减少以“-”列示）	75	309	302	349	429
其他-经营活动现金流	54	76	1	0	0
经营活动产生的现金流量净额	173	624	360	625	878
收回投资所收到的现金	2990	1911	0	0	0
取得投资收益收到的现金	6	7	6	6	6
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回现金净额	1	0	0	0	0
处置子公司及其他营业单位收回现金净额	0	0			
收到其他与投资活动有关的现金	0	0	0	0	0
投资活动现金流入小计	2997	1918	6	6	6
购置固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	24	28	16	16	16
投资所支付的现金	2990	2981	0	0	0
支付其他与投资活动有关的现金	0	0	0	0	0
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	0	0			
投资活动现金流出小计	3014	3009	16	16	16
投资活动产生的现金流量净额	-16	-1091	-10	-10	-10
吸收投资收到的现金	0	808	0	0	0
取得借款收到的现金	0	0	0	0	0
收到其它与筹资活动有关的现金	0	0	9	11	13
筹资活动现金流入小计	0	808	9	11	13
偿还债务支付的现金	0	0	23	0	0
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	2	124	373	549	732
支付的其它与筹资活动有关的现金	43	78	0	0	0
筹资活动现金流出小计	45	202	396	549	732
筹资活动产生的现金流量净额	-45	606	-387	-538	-719
现金及现金等价物净增加额	116	150	-38	76	149
货币资金的期初余额	876	992	1143	1105	1181
货币资金的期末余额	992	1143	1105	1181	1330

资料来源：Wind，公司公告，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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，并对本报告的内容和观点负责。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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swyhsc.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swyhsc.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swyhsc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swyhsc.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swyhsc.com
华南创新团队	邵景丽	0755-82579627	shaojingli@swyhsc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数 (A 股)、恒生中国企业指数 (H 股)、纳斯达克指数 (美股)

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司 (隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”) 在中华人民共和国内地 (香港、澳门、台湾除外) 发布，仅供本公司的客户 (包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户) 使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、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投资标的的邀请。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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本公司强烈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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作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。

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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。