

NAS 增长亮眼，利润率持续改善

绿联科技 (301606.SZ)

核心观点

公司发布 2025 年报及 2026 年一季报。2025 年营收 94.91 亿元，同比+53.83%；归母净利润 7.05 亿元，同比+52.42%；26Q1 营收 27.98 亿元，同比+53.42%。归母净利润 2.38 亿元，同比+58.14%。扣非归母净利润 2.32 亿元，同比+62.73%。业绩高速增长，战略品类表现亮眼。持续推进研发创新，壁垒深度迭代。未来公司将围绕家庭数据本地化、智能化处理及多设备协同，持续完善产品与技术布局，推动 NAS 与智能安防等产品的生态联动。

事件

公司发布 2025 年报及 2026 年一季报。2025 年实现营收 94.91 亿元，同比+53.83%；归母净利润 7.05 亿元，同比+52.42%；26Q1 实现营业收入 27.98 亿元，同比+53.42%。实现归母净利润 2.38 亿元，同比+58.14%。实现扣非归母净利润 2.32 亿元，同比+62.73%。

简评

业绩高速增长，战略品类表现亮眼

公司 Q4 单季营收 31.27 亿元，同比+67.75%，归母净利 2.38 亿元，同比+69.22%。2025 年毛利率 37.01%，同比-0.37pct，净利率 7.42%，同比-0.07pct 基本持平；费用端，2025 年销售费用率占比 19.97%，同比+0.44pct。管理费用率 3.31%，同比-0.89pct。研发费用率 4.61%，同比-0.32pct。整体期间费用率 27.92%，同比-0.61pct；25Q4 毛利率 36.91%，同比+0.34pct，单季度改善；25Q4 净利率 7.60%，同比+0.07pct；费用端，25Q4 销售费用率 19.65%，同比+0.40pct。管理费用率 2.99%，同比-0.89pct。研发费用率 4.61%，同比+0.01pct。期间费用率 27.66%，同比-0.15pct。

26Q1 公司毛利率 39.26%，同比+1.25pct，毛利率为 24Q2 以来单季最高；费用端，26Q1 公司销售费用率 18.96%，同比-0.94pct。管理费用率 3.34%，同比-0.28pct。研发费用率 5.71%，同比+1.30pct。财务费用率 0.94%，同比+1.37pct，主要系汇率变动带来汇兑损失。整体期间费用率 28.95%，同比+1.45pct，主要系研发费用率提升，研发费用率达到 2023 年初以来季度高点。公司在利润率仍在爬坡期的 NAS 产品 2025 年内销售和占比大幅提升且外部关税环境变化影响下，仍然保持稳健盈利能力。

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

马王杰

mawangjie@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521070002

发布日期：2026 年 05 月 05 日

当前股价：74.76 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
6.68/1.73	-2.30/-1.25	98.88/73.97
12 月最高/最低价 (元)		86.18/38.30
总股本 (万股)		41,490.98
流通 A 股 (万股)		16,499.88
总市值 (亿元)		310.19
流通市值 (亿元)		123.35
近 3 月日均成交量 (万)		614.07
主要股东		
张清森		45.27%

股价表现



相关研究报告

持续推进研发创新，壁垒深度迭代

2025 年报公司对收入分类进行口径调整，当前产品分类分别为充电创意、智能办公、智能影音、智能存储、其他业务 5 类，充电创意产品收入+47.28%，占比 45.90%，同比-2.04pct。预计氮化镓充电器、磁吸无线充贡献增量；智能办公产品收入+38.41%，占比 25.62%，同比-2.85pct。扩展坞、数据线及无线网卡，实现最高 120Gbps 高速传输；智能影音产品收入+38.83%，占比 15.51%，同比-1.68pct。S8 系列耳机（Hi-Res 金标认证、LDAC 高清解码）、领夹式无线麦克风、无线投屏器等持续创新；智能存储产品（NAS）收入+213.18%，占比 12.92%，同比+6.58pct，2026 年 1 月 AI NAS 于 CES 发布，预计有望 26H2 正式发布。AI NAS 市场空间大，NAS 产品望持续成为增长主要驱动力。2025 年仅智能影音产品毛利率-0.49pct，其他产品毛利率均同比上升。其中智能存储毛利率同比+2.81pct，爬坡改善明显；分区域和销售模式看，境外业务收入同比+64.27%，增速明显快于境内的 +39.71%。境外收入占比达 61.34%，同比+3.90pct 提升明显。线下业务收入占比 25.79%，同比+0.90pct；分平台：2025 年线上渠道中，亚马逊有所提升，占比 36.81%，同比+1.80pct。国内平台京东、天猫占比均有下滑，分别 -1.44pct、-2.17pct。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。同时线下渠道已成功进驻美国 Walmart、Costco、Bestbuy、B&H、Micro Center，欧洲 Media Markt，日本 Bic Camera、Yodobashi Camera 等知名零售巨头渠道体系。

公司产品策略为持续优化充电创意、智能办公、智能影音、智能存储四大核心品类，构建覆盖家庭、出行、办公、娱乐的全场景解决方案；研发方向：Nas 产品作为生态核心。未来公司将围绕家庭数据本地化、智能化处理及多设备协同，持续完善产品与技术布局，推动 NAS 与智能安防等产品的生态联动。

投资建议：预计 2026~2028 年实现归母净利润 10.01 亿元、13.47 亿元、17.51 亿元，当前股价对应 PE 分别为 31X、23X、18X，维持“增持”评级。

图 1: 盈利预测

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	3,353.61	4,643.92	5,549.00	6,982.38	8,368.81
现金	1,142.74	1,393.56	1,371.91	1,744.60	2,116.22
应收票据及应收账款合计	99.65	346.84	365.83	472.74	573.44
其他应收款	20.95	239.87	295.90	334.58	405.85
预付账款	33.34	80.26	95.10	122.89	149.07
存货	1,234.64	2,000.51	2,779.26	3,590.44	4,335.42
其他流动资产	822.29	582.87	640.99	717.11	788.81
非流动资产	541.33	285.00	291.59	295.78	297.55
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	140.58	174.60	174.54	187.06	197.18
无形资产	8.87	11.18	10.84	10.50	10.16
其他非流动资产	391.88	99.22	106.22	98.21	90.21
资产总计	3,894.94	4,928.92	5,840.59	7,278.15	8,666.36
流动负债	861.95	1,389.72	1,821.78	2,608.81	3,146.09
短期借款	0.00	0.00	0.00	255.71	304.20
应付票据及应付账款合计	554.09	805.58	1,118.17	1,444.53	1,744.26
其他流动负债	307.85	584.14	703.61	908.57	1,097.64
非流动负债	108.16	131.49	111.99	91.35	69.76
长期借款	95.54	106.72	87.21	66.58	44.98
其他非流动负债	12.62	24.78	24.78	24.78	24.78
负债合计	970.10	1,521.21	1,933.77	2,700.16	3,215.85
少数股东权益	27.89	26.75	25.14	22.96	20.13
股本	414.91	414.91	414.91	414.91	414.91
资本公积	1,072.06	1,099.56	1,099.56	1,099.56	1,099.56
留存收益	1,409.97	1,866.48	2,367.21	3,040.55	3,915.90
归属母公司股东权益	2,896.94	3,380.95	3,881.68	4,555.03	5,430.38
负债和股东权益	3,894.94	4,928.92	5,840.59	7,278.15	8,666.36

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	623.88	-35.33	521.31	837.75	1,251.15
净利润	460.48	703.46	999.84	1,344.52	1,747.87
折旧摊销	55.29	64.72	23.41	25.82	28.22
财务费用	-7.61	2.60	-0.14	3.84	8.13
投资损失	-5.61	-6.89	-6.90	-7.00	-7.00
营运资金变动	87.58	-828.97	-494.66	-529.37	-526.02
其他经营现金流	33.76	29.75	-0.24	-0.05	-0.05
投资活动现金流	-1,090.92	571.88	-22.86	-22.95	-22.95
资本支出	24.85	35.09	30.00	30.00	30.00
长期投资	-1,070.00	624.67	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	-45.76	-87.87	-52.86	-52.95	-52.95
筹资活动现金流	605.77	-299.19	-520.09	-442.11	-856.58
短期借款	0.00	0.00	0.00	255.71	48.49
长期借款	0.36	11.18	-19.50	-20.64	-21.60
其他筹资现金流	605.41	-310.37	-500.59	-677.18	-883.47
现金净增加额	150.42	243.79	-21.65	372.69	371.61

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	6,169.67	9,490.74	13,500.53	17,446.03	21,162.17
营业成本	3,863.70	5,978.53	8,452.82	10,919.92	13,185.68
营业税金及附加	16.44	23.66	33.75	43.62	50.79
销售费用	1,204.83	1,894.92	2,737.84	3,467.72	4,139.49
管理费用	259.13	314.52	433.37	558.27	668.72
研发费用	304.12	437.81	641.28	821.71	990.39
财务费用	-7.61	2.60	-0.14	3.84	8.13
资产减值损失	-38.83	-46.65	-67.50	-87.23	-105.81
信用减值损失	1.64	-16.64	-13.50	-15.70	-16.12
其他收益	13.83	19.29	16.05	16.05	16.05
公允价值变动收益	6.14	10.14	5.00	5.00	5.00
投资净收益	5.61	6.89	6.90	7.00	7.00
资产处置收益	0.03	-0.03	0.00	0.00	0.00
营业利润	517.47	811.71	1,148.57	1,556.07	2,025.08
营业外收入	8.01	11.90	11.90	11.90	11.90
营业外支出	0.50	4.58	4.58	4.58	4.58
利润总额	524.98	819.03	1,155.88	1,563.39	2,032.40
所得税	64.50	115.57	156.04	218.87	284.54
净利润	460.48	703.46	999.84	1,344.52	1,747.87
少数股东损益	-1.80	-1.14	-1.62	-2.18	-2.83
归属母公司净利润	462.28	704.59	1,001.46	1,346.69	1,750.70
EBITDA	572.66	886.35	1,179.15	1,593.04	2,068.75
EPS(元)	1.11	1.70	2.41	3.25	4.22

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入(%)	28.46	53.83	42.25	29.22	21.30
营业利润(%)	18.22	56.86	41.50	35.48	30.14
归属于母公司净利润(%)	19.29	52.42	42.13	34.47	30.00
获利能力					
毛利率(%)	37.38	37.01	37.39	37.41	37.69
净利率(%)	7.49	7.42	7.42	7.72	8.27
ROE(%)	15.96	20.84	25.80	29.56	32.24
ROIC(%)	32.50	38.30	37.00	37.40	38.73
偿债能力					
资产负债率(%)	24.91	30.86	33.11	37.10	37.11
净负债比率(%)	-35.80	-37.76	-32.88	-31.07	-32.42
流动比率	3.89	3.34	3.05	2.68	2.66
速动比率	2.27	1.70	1.33	1.12	1.10
营运能力					
总资产周转率	1.58	1.93	2.31	2.40	2.44
应收账款周转率	62.71	27.44	37.05	37.05	37.05
应付账款周转率	6.97	7.42	7.56	7.56	7.56
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.11	1.70	2.41	3.25	4.22
每股经营现金流(最新摊薄)	1.50	-0.09	1.26	2.02	3.02
每股净资产(最新摊薄)	6.98	8.15	9.36	10.98	13.09
估值比率					
P/E	68.01	44.62	31.40	23.35	17.96
P/B	10.85	9.30	8.10	6.90	5.79
EV/EBITDA	25.48	26.70	26.41	19.70	15.19

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;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、2025年新浪金麒麟最佳分析师团队成员，2024、2025年新财富海外研究第五名团队成员。

马王杰

中信建投证券家电和农业行业首席分析师，上海交通大学管理学硕士。研究扎实，观点鲜明。家电领域重点覆盖白电、黑电、小家电、清洁电器、两轮车、摩托车、电动园林工具。曾获证券时报新财富最佳分析师入围、上证报最佳分析师，Wind金牌金牌分析师，新浪金麒麟最佳分析师等

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