

# 绿联科技 (301606.SZ)

## 从消费电子产品到 AI 家庭数据中枢，双轮驱动业绩增长

优于大市

### 核心观点

**公司主营消费电子产品，NAS 存储业务增速快。**公司主营 3C 消费电子产品的研发、生产及销售，以“绿联 (UGREEN)”品牌为核心，多个品类零售额排名全球前列。2025 年营收 94.91 亿元，增长 53.83%，其中充电创意类占比 45.9%，智能办公/影音分别占比 25.62%/15.51%，智能存储 (NAS) 2020 年推出至 2025 年占比达 12.92%。渠道端，境外收入占比 61.34%，以欧美日为主。线上渠道收入占比 74.16%，其中亚马逊 36.81%，京东 12.7%，天猫 9.7%。

**消费电子需求景气度高，数据与隐私刚需驱动 NAS 赛道扩容。**受益于产品迭代升级，以及手机、电脑性能提升、接口革新等带来的伴生性需求，以及 AI 智能化普及等，全球泛拓展科技消费品类有望加速增长，预计 2024-2029 年复合增速达到 13.4% (弗若斯特沙利文数据)。而 NAS 产品受益于数据生成量的爆发式增长持续推动存储需求攀升，预计迎来进一步高成长窗口期，绿联作为全球消费级 NAS 零售额第一品牌，有望承接行业红利。

**产品创新为增长内核，渠道拓展把握市场机遇。**公司积极把握产品替换、需求升级的行业红利，以创新推动增长，尤其围绕个性化、功能化的需求，让 3C 产品摆脱配件属性，成为居民智能生活场景的一部分。渠道端，进一步夯实欧美日市场，积极拓展东南亚、拉美及中东等新兴市场，同时在全球设立本土化服务公司，以组织本地化赋能渠道深耕与用户运营。

**消费级 NAS 快速放量，绿联精准卡位建立龙头优势。**公司创新推出上手难度及入门门槛更低的消费级 NAS 产品，目前已成为消费级 NAS 全球第一品牌，零售额市占率 17.5%。公司产品一是矩阵丰富且具备高性价比优势。此外，在软件生态层面，保持 1-2 月/次的系统高频更新迭代，实现消费体验提升。多品类的优势亦实现了 NAS 与安防、充电等设备的跨品类协同。同时，公司积极布局 AI NAS 产品，推动硬件设备向“家庭智能数据中枢”进化。

**盈利预测与估值：**公司作为 3C 消费电子领域头部企业，一方面将持续分享海内外需求升级、硬件产品创新带来的行业增长红利。另外积极推动产品向个性化、智能化及 AI 结合方向发展，带动中长期持续业绩增长。我们预计公司 2026-2028 年分别实现归母净利润 10.86/14.09/17.76 亿元，增长 54.17%/29.67%/26.1%。综合绝对及相对估值，认为公司 2026 年股票合理估值区间在 87.8-93.9 元/股之间，首次覆盖，给予“优于大市”评级。

**风险提示：**激烈竞争导致产品价格下降、原材料价格上涨导致毛利下滑的风险；海外订单拓展的风险；智能存储业务不及预期的风险。

### 盈利预测和财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万元)	6,169.67	9,490.74	12,875.54	16,278.98	19,634.60
(+/-%)	28.46%	53.83%	35.66%	26.43%	20.61%
净利润 (百万元)	462.28	704.59	1086.28	1408.56	1776.23
(+/-%)	19.29%	52.42%	54.17%	29.67%	26.10%
每股收益 (元)	1.11	1.70	2.62	3.39	4.28
EBIT Margin	8.45%	8.86%	9.33%	9.70%	10.15%
净资产收益率 (ROE)	15.96%	20.84%	26.58%	27.95%	28.62%
市盈率 (PE)	63.99	41.99	27.23	21.00	16.65
EV/EBITDA	57.48	36.42	26.01	20.13	16.18
市净率 (PB)	10.21	8.75	7.24	5.87	4.77

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

### 公司研究 · 深度报告

#### 商贸零售 · 互联网电商

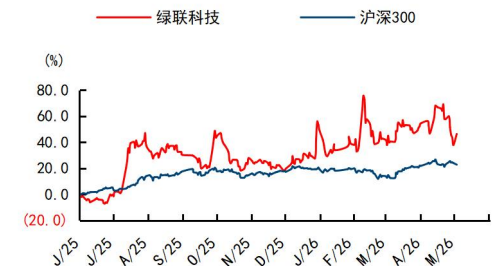
证券分析师：张峻豪 021-60933168 zhangjh@guosen.com.cn S0980517070001  
 证券分析师：柳旭 0755-81981311 liuxu1@guosen.com.cn S0980522120001

证券分析师：孙乔蓉若 021-60375463 sunqiaorongruo@guosen.com.cn S0980523090004

#### 基础数据

投资评级	优于大市 (首次)
合理估值	87.80 - 93.90 元
收盘价	71.30 元
总市值/流通市值	29583/11764 百万元
52 周最高价/最低价	93.00/45.52 元
近 3 个月日均成交额	467.36 百万元

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

## 内容目录

<b>公司概况</b> .....	<b>5</b>
公司历史沿革 .....	5
公司经营概况 .....	5
财务分析：成长性较为优异，ROE 超过 20% .....	8
股权结构及管理层 .....	11
<b>行业分析：消费电子跨境需求景气度高，数据与隐私刚需驱动 NAS 赛道扩容</b> .....	<b>13</b>
消费电子品类需求景气度高，中国卖家占比较高 .....	13
NAS 有望迎来高成长窗口，绿联消费级 NAS 产品市占率领先 .....	14
跨境电商仍有较大渗透率空间，品牌化趋势下利好龙头企业 .....	16
<b>公司分析：全场景生态构筑壁垒，NAS 业务逐步开启第二成长曲线</b> .....	<b>18</b>
核心品类：充电、办公及影音多点开花，产品创新为增长内核 .....	18
渠道端：拓展把握增长机遇，本土化运营提升经营质量 .....	20
增量曲线：消费级 NAS 快速放量，绿联精准卡位建立龙头优势 .....	21
<b>盈利预测</b> .....	<b>25</b>
假设前提 .....	25
盈利预测结果 .....	27
<b>估值与投资建议</b> .....	<b>28</b>
绝对估值：83.54-107.24 元/股 .....	28
相对估值：83.78-91.63 元/股 .....	29
投资建议 .....	30
<b>风险提示</b> .....	<b>31</b>
<b>附表：财务预测与估值</b> .....	<b>33</b>

## 图表目录

图 1: 绿联科技历史沿革	5
图 2: 绿联科技营业收入及增速 (亿元、%)	6
图 3: 绿联科技归母净利润及增速 (亿元、%)	6
图 4: 绿联科技 2025 年旗下产品收入及占比 (亿元、%)	6
图 5: 绿联科技营业收入分境内外占比 (%)	7
图 6: 绿联科技营业收入分地区占比 (%)	7
图 7: 绿联科技营业收入分渠道占比 (%)	7
图 8: 绿联科技分区域分渠道销售占比 (%)	7
图 9: 绿联科技对供应商评估的四大维度	8
图 10: 绿联科技可比公司营收规模对比 (亿元)	8
图 11: 绿联科技可比公司归母净利润规模对比 (亿元)	8
图 12: 绿联科技可比公司营收增速对比 (%)	9
图 13: 绿联科技可比公司归母净利润增速对比 (%)	9
图 14: 绿联科技可比公司毛利率对比 (%)	9
图 15: 绿联科技旗下不同产品毛利率情况	9
图 16: 绿联科技期间费用率变化	10
图 17: 绿联科技可比公司加权平均 ROE 对比 (%)	10
图 18: 绿联科技可比公司存货周转天数 (天)	10
图 19: 绿联科技经营性现金流情况 (亿元、%)	10
图 20: 绿联科技可比公司资产负债率 (%)	11
图 21: 绿联科技流动及速动比率	11
图 22: 绿联科技股权结构 (截止 2026 年 1 月 26 日)	11
图 23: 泛拓展科技消费电子品类全球市场规模 (亿美元、%)	13
图 24: 不同泛拓展科技消费品市场规模变化 (亿美元)	13
图 25: 全球 NAS 市场规模 (亿美元、%)	14
图 26: 全球消费级 NAS 产品市场规模 (亿美元、%)	14
图 27: NAS 产品未来的应用发展潜在方向	15
图 28: 中国跨境电商进出口规模及增速 (亿元、%)	16
图 29: 阿里巴巴国际零售商业收入规模及增速 (百万元、%)	16
图 30: Meta 公司单条广告平均价格变化 (%)	17
图 31: 安克创新毛利率变化 (%)	17
图 32: 绿联科技旗下一款 100W 氮化镓充电器	18
图 33: 全球氮化镓充电器市场规模 (亿美元、%)	18
图 34: 绿联科技旗下一款扩展坞产品	19
图 35: 全球 USB 扩展坞市场规模 (亿元、%)	19
图 36: 不同国家线下大卖场渠道前三大企业市占率 (%)	21
图 37: 绿联科技其他线上渠道收入及增速 (亿元、%)	21

图 38: 绿联智能存储业务收入及增速 (亿元、%)	22
图 39: 绿联旗下在售的 NAS 私有云产品	23
图 40: 绿联 NAS 的主要应用场景	24
表 1: 绿联科技主要管理层履历	12
表 2: 全球泛拓展类科技消费电子品牌出货量及零售额排名	13
表 3: 2025 年全球消费级 NAS 出货量及零售额排名	15
表 4: NAS 产品与云存储产品价格比较	15
表 5: 部分国家 2020-2025 年电商渗透率数据 (%)	16
表 6: 绿联科技近年来推出的部分充电类产品	19
表 7: 绿联科技近年来推出的部分智能影音类产品	20
表 8: 绿联 NAS 产品和竞争的销售均价、商品数对比	22
表 9: 绿联 NAS 产品与旗下其他品类的协同联动案例	23
表 10: 移动电源新国标相关内容	25
表 11: 绿联科技营业收入分拆及预测 (百万元、%)	26
表 12: 绿联科技盈利预测表 (百万元、%)	27
表 13: 公司盈利预测假设条件 (%)	28
表 14: 资本成本假设	28
表 15: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)	28
表 16: 可比公司主要财务数据对比 (亿元、%)	29
表 17: 可比公司估值表	30

## 公司概况

作为近年来中国跨境出海品牌标杆型企业，绿联科技深耕 3C 消费电子赛道十多年，以自有品牌“绿联（UGREEN）”为核心，坚持自主研发及设计，并采用“以外协成品采购为主、自主生产为辅”的生产模式。通过电商及海外线下连锁渠道布局，以及国内供应链优势，叠加持续的产品自研创新，已经成为了近年来快速崛起的跨境出海品牌生力军。

目前公司产品涵盖充电创意产品、智能办公产品、智能影音产品及智能存储产品四大核心品类，其中去年以来 NAS 产品的快速发展帮助公司打开第二增长曲线。同时其销售区域已覆盖中国、美国、欧洲、日本等多个市场，其中中国境内收入占比 38.61%，境外市场占比 61.34%，已经成为又一个具有全球影响力的中国品牌消费电子企业。

## 公司历史沿革

公司前身始于 2009 年，以数据线 OEM 代工切入 3C 配件赛道，初步积累客户与供应链资源。并于 2012 年 3 月，正式成立深圳市绿联科技有限公司，在这之后，公司着力打造“UGREEN 绿联”自有品牌，入驻国内主流电商平台，聚焦充电、传输类基础配件。2016 年开始公司开启海外扩张，依托跨境电商渠道，切入欧美高端配件市场，并且持续丰富产品矩阵，从基础数据线拓展至移动电源、扩展坞等品类，产品力与品牌势能稳步提升。而自 2020 年起，公司跨品类推出 TWS 耳机、NAS 私有云、氮化镓充电器等核心新品，逐步形成了“充电创意 + 智能办公 + 智能影音 + 智能存储”四大产品矩阵，其中 NAS 私有云、氮化镓充电器快速跻身行业第一梯队，成为核心增长引擎。2024 年 7 月，公司成功登陆深交所创业板，迈入资本化发展新阶段，2025 年签约全球品牌代言人，升级品牌 Slogan，强化全球化品牌认知，加速向“全球消费电子品牌”稳步迈进。

图1：绿联科技历史沿革

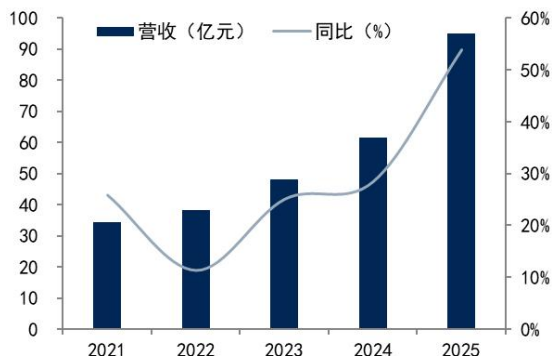


资料来源：公司招股书、公司官网、国信证券经济研究所整理

## 公司经营概况

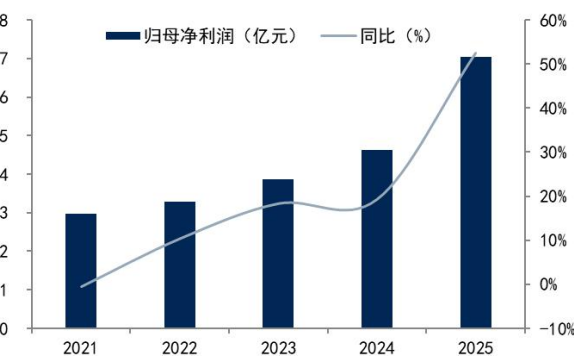
近年来以产品创新与品类拓展作为核心增长驱动，整体业绩表现较好。公司 2025 年实现营收 94.91 亿元，同比增长 53.83%，归母净利润 7.05 亿元，同比增长 52.42%。2023-2025 年营收复合增速 40.58%，归母净利润复合增速 34.84%。

图2: 绿联科技营业收入及增速 (亿元、%)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 绿联科技归母净利润及增速 (亿元、%)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

◆ 营业收入分品类: 存储类增速领先, 充电创新品类占比较高

- 1) 充电创意品类:** 主要包括充电器、移动电源、手机壳、保护膜、桌面及车载支架等。2025 年销售收入 43.56 亿元, 同比增长 47.28%, 占总营收的比重为 45.9%。
- 2) 智能办公产品类:** 主要包括扩展坞、多屏显示及专业键鼠外设产品。2025 年销售收入 24.32 亿元, 同比增长 38.41%, 占总营收的比重为 25.62%。
- 3) 智能影音产品类:** 主要包括各类高清音视频采集、连接和传输设备以及耳机类声学产品等。2025 年销售收入 14.72 亿元, 同比增长 38.83%, 占总营收的比重为 15.51%。
- 4) 智能存储产品:** 主要为 NAS, 是公司新增长引擎。2025 年实现销售收入 12.26 亿元, 同比增长 213.18%, 占总营收的比重为 12.92%。

图4: 绿联科技 2025 年旗下产品收入及占比 (亿元、%)



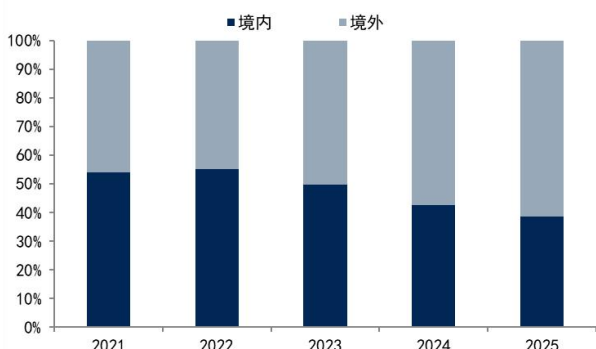
资料来源: 公司财报、国信证券经济研究所整理

◆ 营业收入分区域: 境外占比较高, 以欧美日市场为主

分区域看, 公司 2025 年境外收入 58.21 亿元, 同比增长 64.27%, 占营业收入的

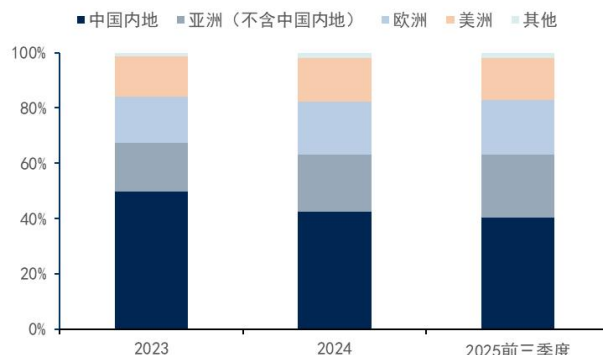
比重为 61.34%，也是近两年公司营收增长的主要驱动。具体国家中以欧、美、日等发达国家为主。根据公司港股招股书数据，2025 年前三季度欧洲占总收入的比重为 19.9%，美洲占比为 15.1%，亚洲（不包括中国内地）占比 22.6%。

图5: 绿联科技营业收入分境内外占比 (%)



资料来源: 公司财报、国信证券经济研究所整理

图6: 绿联科技营业收入分地区占比 (%)



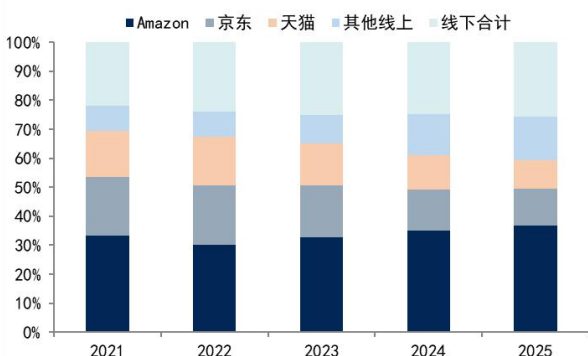
资料来源: 公司财报、国信证券经济研究所整理

◆ 营业收入分渠道: 线上占比较高, 逐步构建线下本土化渠道

1) 线上渠道: 合计收入 70.38 亿元, 同比增长 51.98%, 占主营业务收入的比重为 74.2%。具体而言, 线上以亚马逊平台为主, 2025 年该平台占主营业务收入的比重为 36.81%, 同时公司也覆盖了速卖通、Shopee、Lazada、Noon、TikTok 等新兴平台以及自有的独立站平台, 上述平台合计占主营收入的比重为 14.99%。

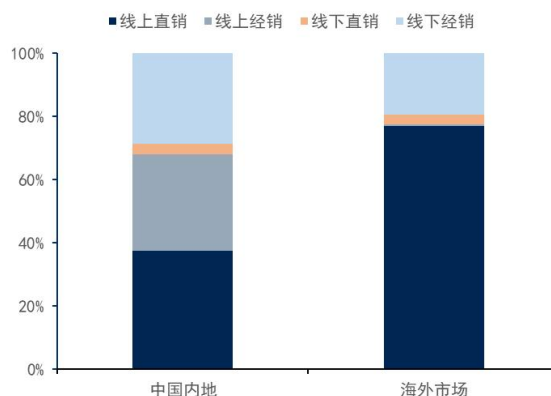
2) 线下渠道: 合计收入 24.47 亿元, 同比增长 59.4%, 占主营业务收入的比重为 25.8%。公司持续推动线下本土化渠道建设, 已成功入驻美国 Walmart、Costco、Best Buy, 欧洲 Media Markt, 日本 Bic Camera、Yodobashi Camera 等知名零售巨头的渠道体系。此外, 已在美国、德国、日本等核心市场设立本地化服务子公司, 致力于满足不同地区消费者的差异化需求, 进一步提升品牌的市场渗透率。

图7: 绿联科技营业收入分渠道占比 (%)



资料来源: 公司财报、国信证券经济研究所整理 注: 其他线上包括速卖通、Shopee、Lazada、Noon、TikTok 等

图8: 绿联科技分区域分渠道销售占比 (%)



资料来源: 公司财报、国信证券经济研究所整理

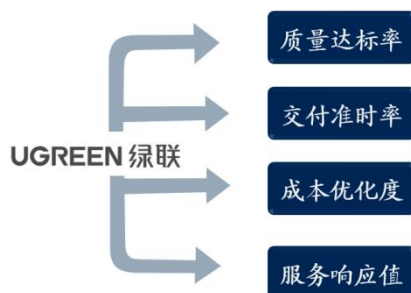
进一步拆分来看, 以公司港股招股书披露的 2025 年前三季度数据看, 中国内地市场线上收入占比 68%, 其中直销 55%, 经销 45%; 线下收入占比 32%, 其中直销 11%,

经销 89%。海外市场线上收入占比 78%，其中直销 99%，经销 1%；线下收入占比 22%，其中直销 13%，经销 87%。

#### ◆ 精细化供应链管理，提高品控标准

公司在产业链中主导研发及设计，生产端采用“以外协成品采购为主、自主生产为辅”的生产模式。但制定了严格的供应商管理制度，实施多维准入评审机制及动态绩效评估模型，围绕质量达标率、交付准时率、成本优化度、服务响应值四大核心指标对供应商进行量化考核，并将考核结果与订单配额挂钩，驱动供应商提升能力、优化工艺。

图9：绿联科技对供应商评估的四大维度



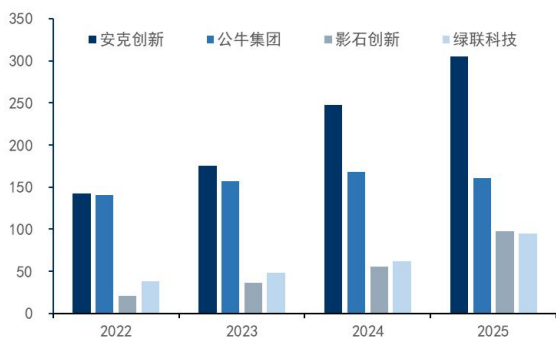
资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

### 财务分析：成长性较为优异，ROE 超过 20%

#### ◆ 经营规模及成长性

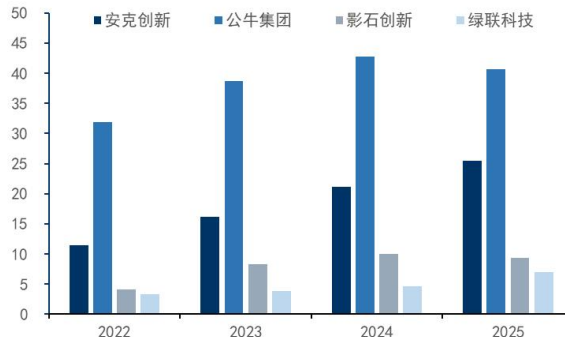
收入规模方面，公司 2025 年营收规模 94.91 亿元，归母净利润 7.05 亿元，在可比公司中次于安克创新和公牛集团（参考招股书及实际业务，可比公司选定为安克创新、公牛集团、影石创新）。不过公司展现了较强的成长性，2022-2025 年营收复合增速 35.21%，仅次于影石创新的 68.36%。归母净利润复合增速 29.1%，略低于影石创新和安克创新。其中 2025 年公司归母净利润增速 52.42%，领先于可比公司。

图10：绿联科技可比公司营收规模对比（亿元）



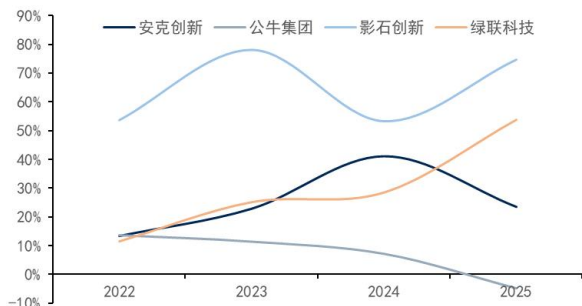
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图11：绿联科技可比公司归母净利润规模对比（亿元）



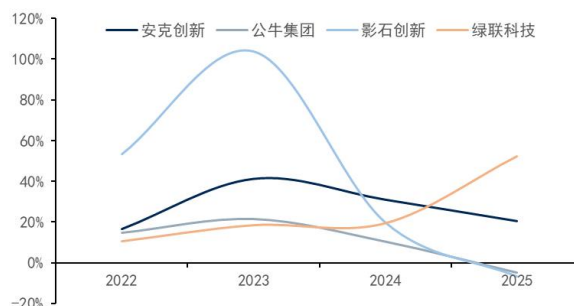
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图12: 绿联科技可比公司营收增速对比 (%)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图13: 绿联科技可比公司归母净利润增速对比 (%)

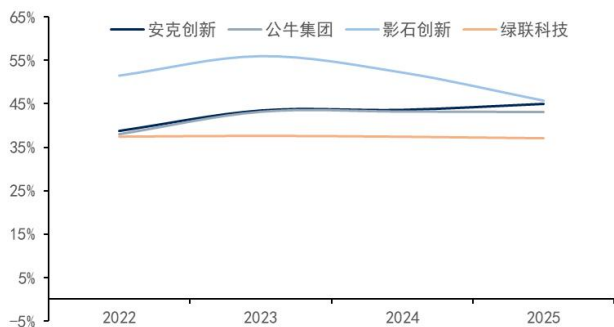


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

◆ 盈利能力: 近年来毛利率较为稳定, ROE 超过 20%

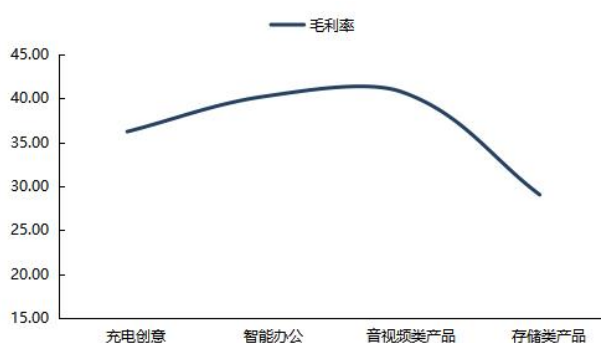
毛利率方面, 绿联科技综合毛利率近年来维持在 37%以上, 在可比公司中较低, 与公司产品定位定价, 以及其新品 NAS 的成本结构有关。但是在外部关税、上游原材料成本波动等影响下, 公司毛利率表现较为稳定, 预计受益于公司采用“自主生产+外协采购”的灵活模式, 通过全链条供应链管理提升运营效率。且 2026 年一季度毛利率达到 39.26%, 同比提升 1.25pct。

图14: 绿联科技可比公司毛利率对比 (%)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

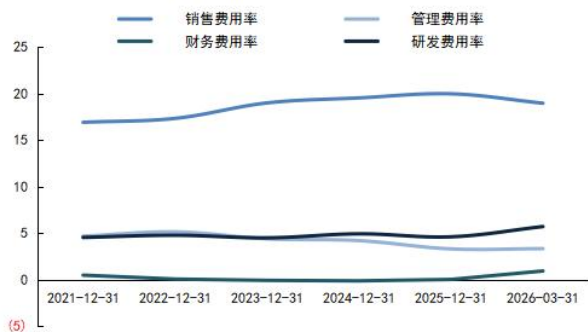
图15: 绿联科技旗下不同产品毛利率情况



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

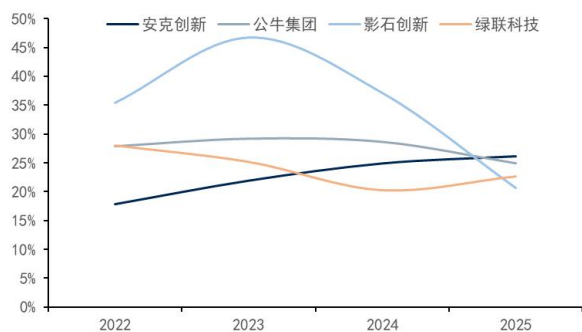
销售费用率受公司在规模扩张期加大人员、渠道费用投入影响而有所增加, 2025 年销售费用率为 19.97%, 同比增加 0.44pct。管理费用率稳步下降优化, 研发费用率保持合理稳定的水平。整体归母净利率而言, 2025 年为 7.42%, 同比基本保持稳定。此外, 公司 ROE 水平较好, 2023-2025 年加权平均净资产收益率分别为 25.1%/20.2%/22.6%。

图16: 绿联科技期间费用率变化



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图17: 绿联科技可比公司加权平均ROE对比 (%)



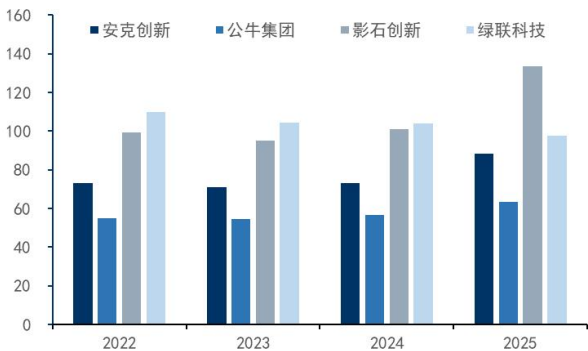
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

◆ 营运能力及现金流: 存货周转效率优化, 短期现金流出增加

作为出口占比较高的跨境电商公司, 我们重点关注其存货周转天数和应付账款周转天数指标。绿联科技 2025 年存货周转天数为 97.4 天, 较 2023 年优化 6.5 天, 且实现连续四年优化。公司 2025 年应付账款周转天数为 40.9 天, 较 2024 年的 42.4 天有所减少, 高于 2023 年的 39.3 天, 总体与供应商的结款条款较为稳定。

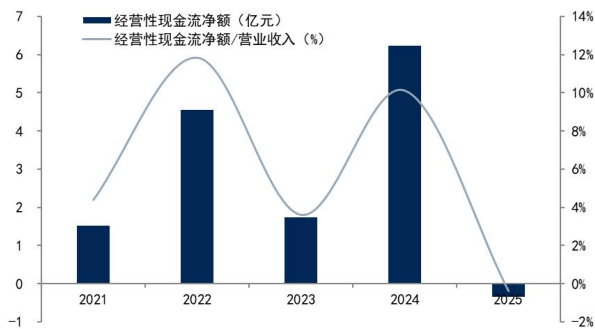
现金流方面, 绿联科技 2025 年经营活动现金净流出 3533 万元, 2023/2024 年分别实现经营性现金流净额 1.73/6.24 亿元。2025 年主要系多方面因素影响, 包括: 1) 业务扩张增加存货储备; 2) 京东自营货款延迟至 2026 年 1 月回款; 3) 业务扩张下应收账款增加; 4) 已申报待回款的出口退税款增加。

图18: 绿联科技可比公司存货周转天数 (天)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图19: 绿联科技经营性现金流情况 (亿元、%)

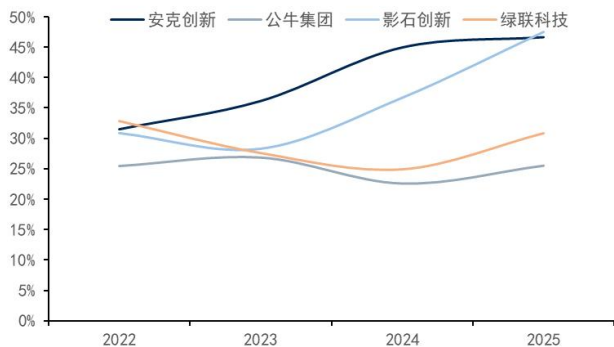


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

◆ 偿债能力: 资产负债率较低, 偿债能力较好

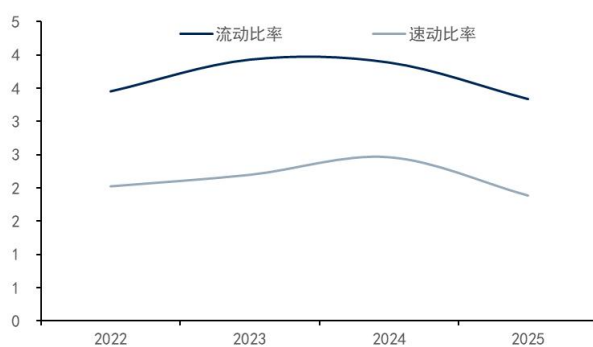
公司 2025 年资产负债率为 30.86%, 在可比公司中处于较低水平。公司 2025 年流动比率为 3.34%, 速动比率为 1.88%, 均保持较好的水平, 偿债能力较好。

图20: 绿联科技可比公司资产负债率 (%)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图21: 绿联科技流动及速动比率

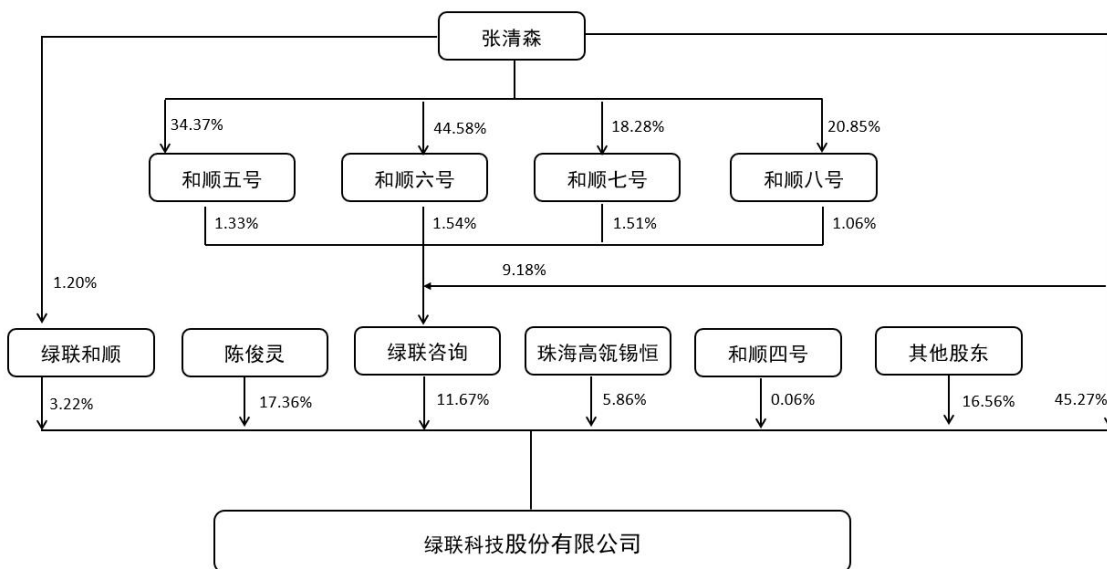


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

### 股权结构及管理层

股权结构方面, 据公司港股招股书数据, 截止 2026 年 1 月 26 日, 公司董事长、实际控制人张清森之直接持有公司 45.27% 股权, 间接通过绿联咨询、绿联和顺等多个员工持股平台持有公司 1.3% 股份。副董事长陈俊灵则直接持有公司 17.36% 股份。此外, 深圳市绿联和顺管理咨询合伙企业持股 4.22%, 与绿联管理咨询 (12.82%)、员工持股计划 (0.62%) 等作为公司员工持股平台, 实现核心骨干的利益深度绑定。

图22: 绿联科技股权结构 (截止 2026 年 1 月 26 日)



资料来源: 绿联科技港股招股书、国信证券经济研究所整理

主要管理层履历看, 董事长张清森拥有 19 年外贸及消费电子行业工作经验, 创立公司前曾任职外贸专员、贸易公司总经理等职务。2012 年联合副董事长陈俊灵共同创办绿联科技前身绿联有限公司。陈俊灵同样外贸及消费电子行业经验丰富, 2007 年便开始从事各种货品及技术的进出口业务。

执行董事兼总经理何梦新工作经历包括咨询及影视传媒等，目前主要负责协调政企关系及开发新市场等。其曾于 2021 年 10 月至 2025 年 1 月担任深圳市龙华区第二届人民代表大会代表。此外，公司副总经理陈艳、唐坚、李雷杰等人均自公司早期阶段就已经加盟，并伴随公司共同成长，高度稳定且分工明确。

表1: 绿联科技主要管理层履历

姓名	职务	履历及职责
张清森	董事长兼执行董事	拥有 19 年外贸及消费电子行业工作经验，2012 年联合副董事长陈俊灵共同创办绿联科技前身绿联有限公司
陈俊灵	副董事长兼执行董事	外贸及消费电子行业经验丰富，2007 年便开始从事各种货品及技术的进出口业务
何梦新	执行董事兼总经理	工作经历包括咨询及影视传媒等，目前主要负责协调政企关系及开发新市场等
唐坚	执行董事兼副总经理	负责中国内地的销售及营销业务
陈艳	执行董事兼副总经理	负责技术研发和产品创新
聂星星	执行董事（职工董事）	负责海外采购及公司销售计划的整体协调与管理
王立珍	董事会秘书兼财务负责人	负责整体财务事宜及管理公司秘书事务

资料来源：绿联科技港股招股书、国信证券经济研究所整理

## 行业分析：消费电子跨境需求景气度高，数据与隐私刚需驱动 NAS 赛道扩容

### 消费电子品类需求景气度高，中国卖家占比较高

绿联科技目前主营的充电创意产品、智能办公产品、智能影音产品、存储（不包括 NAS）均属于科技消费市场的泛拓展品类。据弗若斯特沙利文数据（转引自绿联科技港股招股书），全球科技消费市场的泛拓展品类市场规模从 2020 年的 353.8 亿美元增加至 2024 年的 548 亿美元，年复合增速 11.6%。

且未来受益于消费级 AI 应用的商业化提速，泛拓展科技消费品类有望承接 AI 智能化普及进一步释放的需求，成为本轮终端升级的关键增长点。预计到 2029 年，该行业市场规模将达到 1025.9 亿美元，2024-2029 年复合增速达到 13.4%，实现进一步加速增长。

具体细分品类看，充电类是最大的类目，2024 年市场规模达到 361.8 亿美元，2020 年-2024 年复合增速 13.1%。连接&传输类市场 2024 年规模 98.9 亿美元，2020 年-2024 年复合增速 11.2%。音视频类 2024 年市场规模 26 亿美元，2020 年-2024 年复合增速 4.8%。存储类市场规模 61.3 亿美元，2020 年-2024 年复合增速 7.2%。

图23：泛拓展科技消费电子品类全球市场规模（亿美元、%）



资料来源：弗若斯特沙利文数据（转引自绿联科技港股招股书）、国信证券经济研究所整理

图24：不同泛拓展科技消费品市场规模变化（亿美元）



资料来源：弗若斯特沙利文数据（转引自绿联科技港股招股书）、国信证券经济研究所整理

竞争格局方面，从零售额的市占率维度看，**全球泛拓展类科技消费电子品牌排名中，TOP5 有 4 家为中国企业**。其中绿联科技以 1.5% 的市占率排名第二。以出货量排名看，绿联科技则以 2025 年全年 1.5 亿个的出货量排名第一。

表2：全球泛拓展类科技消费电子品牌出货量及零售额排名

企业	2025 年出货量 (亿个)	出货量排名	2025 年零售额 (亿元)	市占率 (%)	零售额排名
绿联科技	1.5	1	70	1.50%	2
安克创新	1.35	2	140	3.10%	1
美国贝尔金公司	1	3	38.5	0.80%	4
公司 C	0.8-1	4	50 左右	1.10%	3
公司 D	0.37	5	20 左右	0.40%	5

资料来源：弗若斯特沙利文数据（转引自绿联科技港股招股书）、国信证券经济研究所整理 注：公司 C 于北京市成立，是全球领先的消费电子与智能硬件企业，已在香港联交所上市。公司 D 于深圳成立，是国内领先的消费电子配件与智能数码周边解决方案提供商，未上市。

## NAS 有望迎来高成长窗口，绿联消费级 NAS 产品市占率领先

NAS 即网络附加存储，以硬件形态存在，是专用数据存储服务器，通过局域网连用户设备，有独立系统，为家庭或者企业用户提供集中、可靠的数据存储与访问服务。用户可多终端随时访问 NAS 数据、实现文件共享等，适用于对数据隐私、安全和访问速度要求高的场景。

据弗若斯特沙利文数据，2020–2024 年，全球 NAS 市场规模从 36.8 亿美元增长至 51.8 亿美元，年复合增速 8.9%，且预计 2029 年进一步增长至 105 亿美元。其中消费级 NAS 产品市场增速更快，从 2020 年的 1.7 亿美元增长至 2024 年的 5.4 亿美元，年复合增速达到 33.5%，且 2029 年有望达到 26.8 亿美元，占整体 NAS 产品市场规模的比重达到 25.5%。

图25: 全球 NAS 市场规模（亿美元、%）



资料来源：弗若斯特沙利文数据（转引自绿联科技港股招股书）、国信证券经济研究所整理

图26: 全球消费级 NAS 产品市场规模（亿美元、%）



资料来源：弗若斯特沙利文数据（转引自绿联科技港股招股书）、国信证券经济研究所整理

### 未来行业主要增长驱动因素包括：

#### 1、需求端，数据生成量的爆发式增长持续推动存储需求攀升。

此前 NAS 主要为企业级市场所需要，主要用以解决企业数据的安全存储、共享和访问等需求。但随着家庭网络的普及和智能设备的发展，消费级 NAS 产品需求也开始快速爆发。

1) 个人与家庭用户面临日益显著的本地存储压力。在如高清影像等非结构化内容的广泛普及下，用户本地存储需求持续提升，而相较于传统直接附加存储(DAS)，NAS 数据可管理性和共享性更高，成为企业和家庭存储升级核心选择，为数据中心和智慧生活提供支撑。根据绿联科技联合知乎于发布的《当代人数据囤积症大赏》显示，87%的人群常年会收到“存储空间不足”的提示。

2) 个人数据隐私意识增强。虽然没有企业级设备对于数据安全性和保密性的要求强制性，但进入大数据时代，个人用户对于数据安全的需求也在持续提升。而 NAS 作为本地化存储设备，可将核心数据置于自主可控环境，规避云端隐私风险。

#### 2、供给端，产品持续创新，应用场景进一步丰富

当前的消费级 NAS 产品并不是该产品的最终发展形态，随着供给侧产品创新的持续推进。消费级 NAS 的功能正从单一集中存储向数据聚合，即从**数据存储需求向数据管理需求满足的演变**。随着智能管理及边缘算力支持演进，以及更成熟的集合 AI 功能，未来 NAS 作为一个存、算、网一体的设备，从而为全屋智能系统的

协同与实时响应提供重要底层支撑，最终有望演化为家庭 agent 的部署。

图27: NAS 产品未来的应用发展潜在方向



资料来源：锋瑞资本、国信证券经济研究所整理

### 3、行业竞争格局方面

企业级 NAS 产品的主要玩家包括群晖、威联通、储迹等，但本文我们重点关注绿联科技主营的消费级 NAS 产品。2025 年全球消费级 NAS 企业的出货量及零售额排名中，绿联科技均位列第一，市占率分别为 20.6%和 17.5%。

表3: 2025 年全球消费级 NAS 出货量及零售额排名

企业	2025 年出货量（台）	出货量市占率（%）	2025 年零售额（亿元）	零售额市占率（%）
绿联科技	401,135	20.60%	9.7	17.50%
公司 F	247,500	12.70%	9.2	16.70%
公司 G	215,800	11.10%	6.5	11.80%
公司 H	79,500	4.10%	2.2	4.00%
公司 I	64,000	3.30%	1.4	2.60%

资料来源：弗若斯特沙利文数据（转引自绿联科技港股招股书）、国信证券经济研究所整理

而在目前 NAS 产品的市场导入期，品牌也同样需要与云存储等产品进行消费者争夺。从价格角度来看，NAS 产品存在一定的首次购买金额较高的门槛，但着眼长期价值，包括 NAS 的本地化数据安全和未来产品演进下多场景的应用扩容，其性价比优势将使用过程中逐步显现，此外在海外高端云存储产品，如 iCloud 的，其价格较为接近。

表4: NAS 产品与云存储产品价格比较

产品	储存空间	价格
百度网盘 SVIP	5TB	180 元/年
百度网盘 SVIP（直接购买扩容包）	16TB	1232 元/年
iCloud+6TB	6TB	198 元/月，年化 2376 元
iCloud+12TB	12TB	398 元/月，年化 4776 元
绿联 DXP2800+西数 4TB *2	8TB	5299 元
绿联 DXP2800+西数 8TB *2	16TB	7899 元

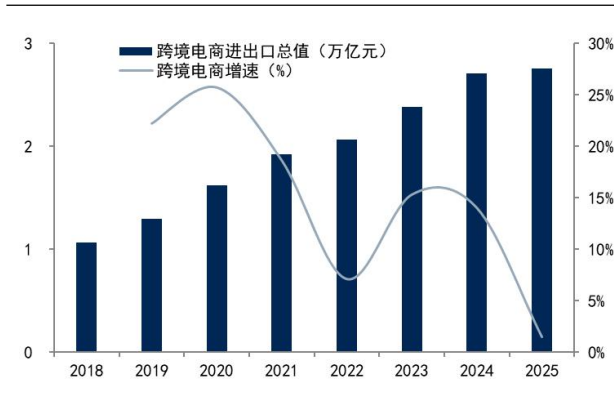
资料来源：京东、百度、国信证券经济研究所整理

## 跨境电商仍有较大渗透率空间，品牌化趋势下利好龙头企业

公司境外收入占比超过 60%，且以 2025 年前三季度数据看，其中 70% 多的销售来自线上渠道，即通过亚马逊、Shopee、Lazada 等跨境电商渠道进行销售。故我们行业分析首先判断跨境电商仍有较大的渗透率提升空间，为公司提供增量机遇。

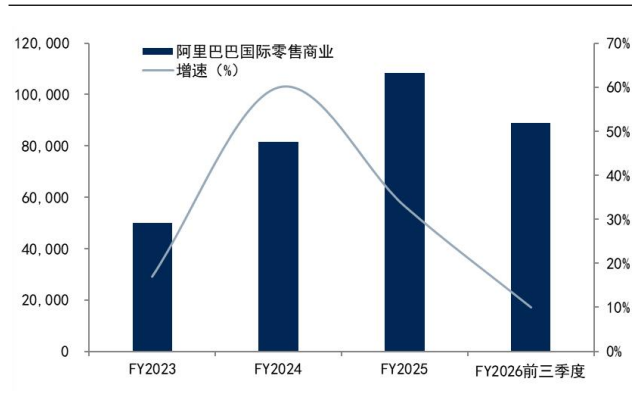
据海关总署统计，2025 年中国跨境电商进出口规模达到 2.75 万亿元，2018 年以来的年复合增速达到 14.59%。跨境电商平台亦呈现出较好的增速表现，如阿里巴巴国际零售商业业务截至 2025 年 9 月底六个月的收入 564.63 亿元，同比增长 15%，主要受益于速卖通平台和其他业务的增长。

图28：中国跨境电商进出口规模及增速（亿元、%）



资料来源：海关总署、国信证券经济研究所整理

图29：阿里巴巴国际零售商业收入规模及增速（百万元、%）



资料来源：阿里巴巴财报、国信证券经济研究所整理

此外，我们统计全球主要国家的电商渗透率看，对标中美市场而言，仍有较大提升空间，为行业发展提供增量渠道机遇。据欧睿数据，2025 年中国/美国电商零售规模占零售总规模（不含销售税）的比重分别为 37%/30%，而相比而言，欧洲国家、日本、沙特等消费力较强的区域仍有较大渗透率空间。

表5：部分国家 2020-2025 年电商渗透率数据（%）

	2020	2021	2022	2023	2024	2025
中国	26.95%	27.42%	31.52%	32.97%	35.17%	37.02%
美国	24.75%	25.57%	26.29%	27.51%	28.84%	29.82%
泰国	12.48%	19.63%	22.83%	24.15%	25.46%	27.24%
巴西	13.30%	17.91%	17.92%	18.42%	21.00%	23.23%
澳大利亚	15.05%	17.97%	18.07%	17.71%	19.11%	20.35%
德国	14.46%	16.63%	15.48%	15.12%	15.47%	15.80%
日本	13.88%	14.53%	15.03%	15.03%	15.05%	15.20%
马来西亚	10.34%	12.15%	11.22%	11.76%	12.71%	13.83%
西班牙	9.74%	10.71%	11.26%	11.87%	12.79%	13.78%
法国	11.32%	11.80%	10.76%	10.45%	10.89%	11.29%
沙特	6.44%	6.95%	7.56%	8.77%	10.40%	11.17%

资料来源：欧睿、国信证券经济研究所整理 注：计算方式为电商零售规模占零售总规模（不含销售税）

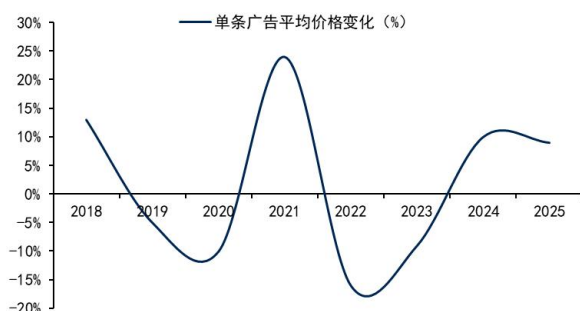
行业竞争格局看，跨境电商出口卖家中，主要参与者包括低价白牌企业、工厂转型跨境电商企业及拥有研发设计的自主品牌型企业，整体竞争格局较为分散，中小卖家居多。

不过在品牌化大趋势及跨境电商监管趋严下，行业集中度有望逐步提升，龙头企业竞争优势进一步凸显。具体包括

1) **跨境电商的流量成本进一步上升**，关税及物流成本近年来亦波动较大，提高了企业的经营压力。在此背景下品牌型企业凭借品牌认知和客户忠诚度有望实现更低的经营成本，获得更大的竞争优势

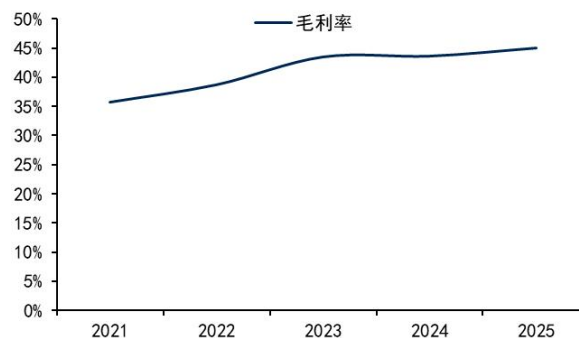
从 Facebook 的广告投放费用看，该平台每则广告的平均价格整体呈现上涨趋势。2025 年 4 月特朗普加征“对等关税”，跨境电商企业对美的整体关税成本增加。不少出口企业在财报中表示受到关税影响，而龙头企业具备较强的供应链转移能力，通过产能转移或者价格调整等提高了应对能力。例如安克创新在 2025 年年报中表示，持续完善全球柔性供应链布局，持续推出高附加值产品优化销售结构等，其毛利率反而取得同比 1.4pct 的增长至 45.07%。

图30: Meta 公司单条广告平均价格变化 (%)



资料来源: Meta 财报、国信证券经济研究所整理

图31: 安克创新毛利率变化 (%)



资料来源: 安克创新财报、国信证券经济研究所整理

2) **同时，亚马逊平台自身对合规经营的要求进一步提升**，近年来重点打击虚假评论、刷单、操纵搜索结果等不合规的行为，对非合规经营的卖家进行了暂停经营等处罚措施，有助于合规龙头企业进一步提升市场份额。

3) **外部目的地国政策及地缘政治变化，对企业抗风险能力要求提升**。近年以来，跨境出海的外部影响逐渐密集显现。行业主要担忧集中在跨境电商目的地国关税、平台监管等方面：1) 关税政策调整，一方面是目的地国为了保护本土零售业的发展，此外当前也已逐步成为政治色彩浓厚的博弈工具。2) 宏观经济和地缘政治变化，对汇率以及物流运费的波动影响逐步提升；2) 平台监管，当前各国对跨境互联网平台监管内容一般包括平台输出的内容及产品合规性，以及对本地居民隐私信息获取的合法性等，同样在当前各国政治博弈加剧阶段被大肆渲染。

对此，作为头部跨境出海品牌，一方面将享有行业集中度将进一步提升带来龙头优势体现。另一方面，全球贸易环境多变下，龙头企业拥有更高的经营效率和品牌溢价优势，为企业抵御风险的毛利空间低于费用端的不确定性；且相关企业全球化经营能力优异，降低单一区域贸易政策波动风险。

## 公司分析：全场景生态构筑壁垒，NAS 业务逐步开启第二成长曲线

### 核心品类：充电、办公及影音多点开花，产品创新为增长内核

公司主营的品类包括充电创意产品、智能办公产品、智能影音产品及智能存储产品四大核心，我们将分析各细分赛道的增长机会，同时认为公司构建覆盖家庭、出行、办公、娱乐的全场景解决方案，形成生态壁垒的优势。

#### ◆ 充电创意类：跳出配件属性，围绕个性化、功能化等以创新推动增长

公司充电创意类产品主要为充电领域的充电器、移动电源，创意领域的手机平板保护壳、保护膜、桌面及车载支架等。该品类过去几年呈现了较好的增长表现，2025 年实现销售收入 43.56 亿元，2023-2025 年复合增速 44.85%。且按 2025 年零售额计，绿联在全球充电产品市场排名第二。

不过作为 3C 配件类产品，市场有所担心智能手机出货量走弱可能带来需求减弱。据国际数据公司（IDC）发布数据，2025 年全球智能手机出货量 12.6 亿部，同比增长 1.9%，2026 年一季度全球出货量下降 4.1%。

对此，我们认为一是行业层面：智能手机与平板电脑在硬件层面呈现出显著的“高功率快充+大电池”升级趋势，推动了消费者对充电配件的替换需求。据充电头网统计，2025 年上半年发布的手机中，6000mAh 以上的机型占比合计达 85%，反映出第二季度市场对手机续航能力的重视。相应的氮化镓（GaN）充电器市场正经历加速增长，这些产品以更小、更快、更高效的充电解决方案受到消费者欢迎。据 Future Market Insights 统计数据，全球氮化镓充电器市场规模 2022-2025 年复合增速 26%，且有望以 23% 的年复合增速增加至 2028 年的 23 亿美元。

此外，叠加全球头部手机厂商逐步取消标配充电器或仅附赠基础功率充电头的行业惯例，第三方零售市场已逐步成为快充出货的主导渠道。据恒州诚思数据，2025 年全球手机充电器整机的实际销量约为 16.8 亿只，其中随盒充电器约 6.2 亿只、零售充电器约 10.6 亿只，占比 63%。

图32：绿联科技旗下一款 100W 氮化镓充电器



资料来源：绿联京东自营旗舰店、国信证券经济研究所整理

图33：全球氮化镓充电器市场规模（亿美元、%）



资料来源：Future Market Insights、国信证券经济研究所整理

二是更重要在于公司通过技术创新、功能化设计等融入智能家居与移动出行场景，让充电创意类产品已然摆脱了传统配件属性，从而实现可持续增长。例如公

司 2025 年上市 160W 智能显示产品，搭载高精度 TFT 彩屏，支持触控交互与协议可视化，构建人机双向信息交互闭环。未来，公司将赋予电源产品语音识别功能，结合行业大模型实现语音声纹控制，并引入 TFT、墨水屏等显示技术，让用户可直观了解产品核心参数、健康状态及趣味功能。

表6: 绿联科技近年来推出的部分充电类产品

时间	产品	特色
2023 年	65W 机器人充电器	小机器人造型，且内置 LED 显示屏实现互动
2024 年	能力湃 PRO 130W 充电宝	单口 100W Max 快充，支持多设备快充，小电流模式满足小设备需求
2025 年	500W 氮化镓快充产品	单口支持 PD3.2 240W 满血输出
	160W 智显产品	支持触控交互与协议可视化，构建人机双向信息交互闭环
2026 年	指尖湃 45W 充电器	体积对比上一代大幅缩减，配合可折叠插脚设计

资料来源：公司财报、公司官网、国信证券经济研究所整理

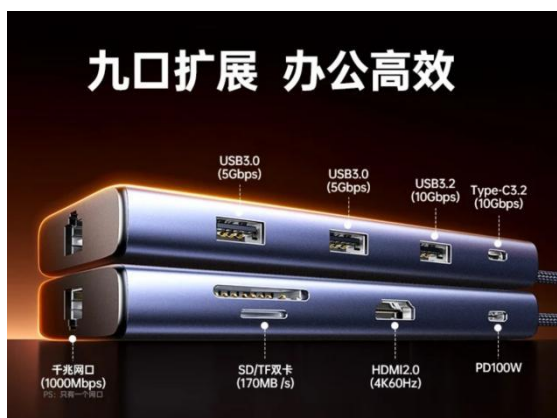
### ◆ 智能办公类：多场景办公协同需求刚性化，以扩展坞/集线器为核心驱动力

公司智能办公类产品主要包括扩展坞、多屏显示及专业键鼠外设产品，专为满足现代商务办公及居家办公的多元化需求而设计。该类目 2025 年实现销售收入 24.32 亿元，同比增长 38.41%，2023-2025 年复合增速 29.63%。以扩展坞与集线器系列产品为核心，销售表现长期稳居亚马逊、天猫等主流电商平台销量榜首。

对于未来的增长而言，首先从行业层面看：**笔记本/平板轻薄化致原生接口缩减，叠加分布式办公/多屏协作普及，带来扩展坞/集线器产品的需求释放。**例如笔记本电脑与平板电脑设备原生接口数量被压缩（如仅保留 1-2 个 C 口）。用户在接驳显示器、键鼠、网线、移动硬盘等外设时，“接口缺口”带来的扩展需求具有高度刚性。

同时，分布式办公场景普及使得消费者对工作站搭建更为重视，多屏协同、高速数据传输（USB4/雷电 4）、PD 充电一线通（实现充电、数据传输、输出视频信号三大功能）等成为办公外设升级的重要方向。从数据来看，据恒州诚思（YH Research）统计，2025 年全球 USB 扩展坞市场规模约 122.9 亿元，预计 2032 年达 166.3 亿元，CAGR 为 4.4%。

图34: 绿联科技旗下一款扩展坞产品



资料来源：绿联京东自营旗舰店、国信证券经济研究所整理

图35: 全球 USB 扩展坞市场规模（亿元、%）



资料来源：恒州诚思（YH Research）、国信证券经济研究所整理

公司层面，绿联在扩展坞、集线器/读卡器等产品上具备较强产品力与渠道优势。据公司 2025 年报数据，其扩展坞与集线器系列长期稳居亚马逊、天猫等主流电商

平台销量榜首。同时在京东扩展热卖榜中，绿联旗下产品分别位列第一和第二的位置，且榜首占据了 351 天（截至 2026 年 5 月 12 日）。

#### ◆ 智能影音类：高清化与场景细分化，积极探索 AI 在声学领域应用

公司智能办公类产品主要包括各类高清音视频采集、连接和传输设备以及耳机类声学等产品。该类目 2025 年实现销售收入 14.72 亿元，同比增长 38.83%，2023-2025 年复合增速 24.47%。

对于未来的增长而言，一是行业层面，显示技术迭代与家庭娱乐场景升级，奠定了影音周边品类的换机基础。比如随着显示技术向超高清快速迭代，消费者对画质与延迟的要求显著提高，传统的低带宽线缆已无法满足，倒逼用户进行“接口升级型”换新。

而重要在于公司自身的产品创新，紧扣“高清化”和“AI 智能化”两大主线，构建了差异化的技术护城河。1) 绿联旗下的视讯产品支持 HDMI 2.1 及 DP 2.1 等前沿协议，可实现 8K 及 16K 内容的无损传输与极致视觉还原。

2) 探索 AI 在声学领域的应用，将 AI 算法融合于 TWS 耳机等音频产品中，推动音频设备从被动播放进化为能感知环境、理解用户的智能听觉伴侣。例如，2025 年推出搭载 Hi-Res 金标认证、LDAC 高清解码技术的 S8 等系列耳机，集成自适应降噪、AI 语音助手、录音转写/翻译等功能，兼顾音质与智能体验。

表7: 绿联科技近年来推出的部分智能影音类产品

时间	产品	特色
2024 年	H6Pro 耳机 Magic 系列带屏操控 TWS	首款半入耳式自适应降噪 TWS 耳机，以及 Max5c，首款自适应降噪头戴式耳机 采用屏幕、电容传感器 IC 和蓝牙 SOC 设计，使充电仓成为可独立使用的设备，增加可玩性，提升了使用频次和用户黏性
2025 年	HiTune S8 耳机	融合主动降噪与豆包 AI 大模型，提供舒适佩戴与智能交互体验
2026 年	HDMI 2.2 原型线	带宽提升至 96Gbps，支持 12K/16K 超高清传输，响应最新影音接口标准

资料来源：公司财报、公司官网、国信证券经济研究所整理

## 渠道端：拓展把握增长机遇，本土化运营提升经营质量

#### ◆ 进驻线下核心零售渠道，提升成熟市场渗透率与品牌势能

公司正加速从线上向线下高势能渠道延伸，国内进驻山姆超市、沃尔玛、苹果授权店、顺电等核心零售渠道。海外成功进入美国 Walmart、Costco、Best Buy，欧洲 MediaMarkt 等全球知名零售商网络，进一步提升品牌线下曝光度与产品可及性。整体 2025 年线下渠道实现收入 24.47 亿元，同比增长达到 59.4%。

具体就海外市场而言，截至 2025 年 9 月 30 日，公司海外经销网络已覆盖约 73 个国家及地区。海外线下渠道较为完善，集中度高，是提升品牌势能的重要抓手。据欧睿国际数据，2025 年加拿大/美国大卖场渠道的前三大品牌市占率分别达到 88.2%/84.9%，英国/法国/日本大卖场渠道的前三大品牌市占率分别为 70.7%/73.1%/73.6%，均高于同期中国市场的 35.3%。

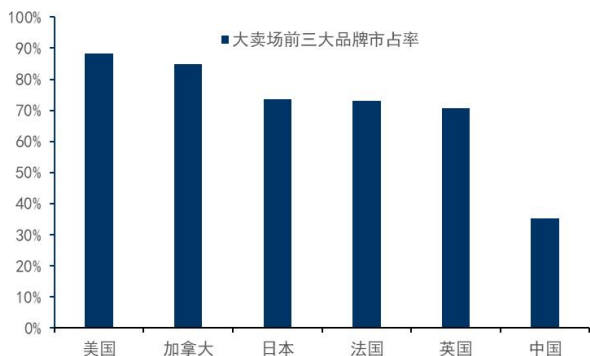
#### ◆ 扩大销售区域覆盖，挖掘增长机遇的新兴市场

在继续深耕北美、欧洲、日本等成熟市场的同时，公司积极开拓东南亚、拉美及中东等新兴市场。

以东南亚为例，公司已布局 Shopee、Lazada、TikTok Shop 等主流与内容电商平台。其中 2024 年 Lazada 渠道收入 1.14 亿元，同比增长 37.46%，Shopee 渠道收

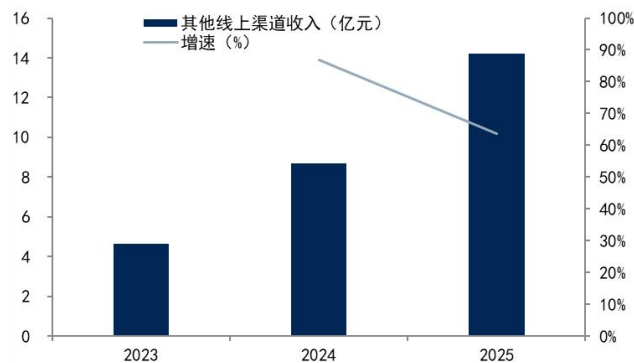
入 1.83 亿元，同比增长 40.99%。此外，2025 年除亚马逊、京东、天猫以外的其他电商渠道（含速卖通、Shopee、Lazada、Noon 等）2025 年合计收入 14.21 亿元，同比+63.67%，有效提供了业绩增量。

图36: 不同国家线下大卖场渠道前三大企业市占率 (%)



资料来源：欧睿国际，国信证券经济研究所整理

图37: 绿联科技其他线上渠道收入及增速 (亿元、%)



资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理 注：其他线上渠道指亚马逊、京东和天猫以外的电商渠道

#### ◆ 设立本土化服务公司，以组织本地化赋能渠道深耕与用户运营

为深度渗透海外市场，公司在中国香港、美国、德国、日本等主要市场设立本地化服务子公司，构建“1+N”服务框架（以全球总部为核心，多个本地化区域中心为支撑），实现市场营销、渠道管理、仓储物流、技术及客服支持的本地化协同。同时，结合各市场消费习惯推行差异化产品与上市策略，引进国际专业人才，优化薪酬福利体系，提升市场响应速度、用户体验及品牌黏性。

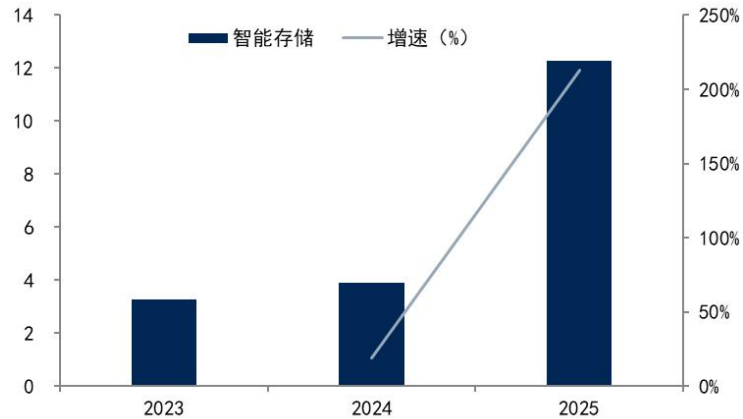
如公司招聘海外社媒运营（日语）岗位，要求熟悉日本市场本地文化习俗，有日本留学、生活、工作实习经验等。

#### 增量曲线：消费级 NAS 快速放量，绿联精准卡位建立龙头优势

如前文行业分析所述，高清影像与非结构化数据的爆发式增长，叠加 NAS 功能向“AI 智能管理+边缘算力”演进，正驱动其从单纯的存储硬件升级为家庭数据中枢；同时，日益增强的数据隐私意识与自主可控需求，进一步加速了本地化存储方案的渗透。

具体到绿联的 NAS 产品而言：首先，相较于传统或者专业级别的 NAS 产品，绿联推出的消费级 NAS 产品入门门槛、上手难度上均实现了优化，且通过本地 AI 算力和全语义交互，使产品具备了理解、推理和处理数据的能力。当然，近年来消费级 NAS 产品日渐增多，但绿联凭借产品及渠道优势，依旧实现了消费级 NAS 领域全球第一的成绩，2025 年零售额市占率达到 17.5%。

图38: 绿联智能存储业务收入及增速（亿元、%）



资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

#### ◆ 产品矩阵丰富，且具备高性价比优势

绿联 NAS 私有云的产品线丰富，价格带从 1000 余元到 9000 余元不等，覆盖多层次消费需求。

其中双盘位 DH2300、DXP2800 系列作为入门级选择，最高存储空间达到 60TB（例如 3M 高清照片可储存 1678 万张），个人用户基本够用。四盘位入门款的 DH4300 Plus 搭载 8 核旗舰芯片，日常备份、运行影音应用、办公等流畅不卡顿。六盘位 DXP6800 Pro 搭载双万兆网口+双雷电 4 接口，实现内网大文件高速传输。同时，绿联 NAS 系列接口丰富实用，包括 HDMI 接口、多种 USB 接口，SD 卡插槽等，连接电视、移动硬盘、不同设备方便。

且与同行对比而言，其在产品丰富度和性价比方面也均具有优势。如中国台湾品牌群晖 Synology、威联通（QNAP）价格相对较高，且主打专业级 NAS 产品起家。据久谦数据，2026 年至今，绿联私有云存储产品的销售均价为 3123 元，群晖 Synology 和威联通（QNAP）分别为 5782 元/5904 元。而主流中国内地品牌极空间、华为等产品的价格接近，但是产品丰富度较低。

表8: 绿联 NAS 产品和竞争的销售均价、商品数对比

	绿联	极空间	华为	群晖 Synology	威联通 (QNAP)
销售均价	3123	3320	4011	5782	5904
商品数	112	66	4	16	52

资料来源：久谦数据、国信证券经济研究所整理 注：取自各品牌京东自营旗舰店数据

图39: 绿联旗下在售的 NAS 私有云产品

产品图片														
产品型号	DH2300	DH4300 PLUS	DXP2800	DXP4800	DXP4800s	DXP4800 Plus	DXP4800 Pro	DXP6800	DXP6800 Plus	DXP6800 Pro	DXP8800	DXP8800 Plus	DXP8800 Pro	DXP480T Plus
产品售价	1390	1599	2166	2345	3353	2971	3229	4348	4945	5741	7233	8228	9223	4646
处理器型号	RK3567	RK3588C	Inter N100		Inter N150	Inter 8505	Inter i3-1315U	Inter 8505	Inter i3-1215u	Inter i5-1235u	Inter i3-1215u	Inter i5-1235u	Inter i7-1255u	Inter i5-1235u
处理器频率	2.2GHz	2.4GHz	3.4GHz		3.6GHz	4.4GHz	4.5GHz	4.4GHz				4.7GHz	4.4GHz	
内存类型	板载内存 LPDDR5 8GB	板载内存 LPDDR4X 8GB	笔记本内存条 DDR5 8GB											
内存升级	不支持		可扩容至16GB			可扩容至32+32GB	可扩容至48+48GB	可扩容至32+32GB						
闪存	32GB eMMC					128GB SSD								
SD卡槽	/			自弹式3.0卡槽 16GB			自弹式SD4.0卡槽 64GB							/
NFC	支持	支持	/											
硬盘数量	SATA*2	SATA*4	SATA*2; M.2*2	SATA*4; M.2*2			SATA*6; M.2*2			SATA*8; M.2*2			M.2*4	
网络速率	千兆网口*1	2.5G网口*1		2.5G网口*2		2.5G网口*1+10G网口*1		2.5G网口*2		2.5G网口*1+10G网口*1		10G网口*2		10G网口*1

资料来源: 绿联京东自营旗舰店、国信证券经济研究所整理 注: 产品售价为活动后实际到手价格 (不含盘), 不同时期会有差异

### ◆ 高频软件迭代提升消费体验, 跨品类生态打破数据孤岛

除硬件的高性价比外, 绿联构建了“软件敏捷性+全场景生态”双重壁垒:

1、在系统与软件生态层面, 绿联 NAS 搭载了自研的 UGOS Pro 系统, 该系统界面清晰直观, 实现一个 APP 实现全部功能, 简单易用, 兼容手机/平板/电脑/智能电视/浏览器网页等平台访问, 且保持 1-2 月/次的系统高频更新迭代。

NAS 作为网络存储设备, 对传输稳定性与兼容性要求极高。高频更新能迅速修复底层 Bug, 确保设备始终处于最佳运行状态, 减少用户流失。同时, 绿联通过月度大版本更新, 持续推送如 AI 相册识别精度提升、新 App 适配等功能, 确保用户手中的硬件设备具备“常用常新”的生命力, 提升了用户留存率与口碑传播。

2、绿联本身的产品生态完善, 涵盖居家、出行、办公等, 这使得绿联 NAS 不仅仅是独立的存储设备, 它通过自研的 UGOS Pro 系统和底层硬件协议的打通, 成为了连接绿联充电、传输、安防等硬件产品的“数字中枢”。

例如绿联旗下 SynCare 智能摄像头与 NAS 协同, 用户可将监控视频直接存储至自家的 NAS 设备中, 摆脱了云端存储需要支付订阅费用的困扰, 且凭借 NAS 设备的大容量存储能力, 实现长时间的视频留存和快速检索。

表9: 绿联 NAS 产品与旗下其他品类的协同联动案例

产品	与 NAS 的协同联动
安防摄像头	用户可将监控视频直接存储至自家的 NAS 设备中, 实现海量录像的长期保存
智能 UPS 不间断电源	为停电情况下, 为 NAS 提供无缝切换供电, 防止硬盘损坏和数据丢失
数据线/读卡器	利用绿联高速数据线和读卡器, NAS 可直接作为外接存储设备使用

资料来源: 绿联官方公众号、绿联官网、国信证券经济研究所整理

### ◆ 布局 AI+NAS, 产品向“家庭智能数据中枢”进化

NAS 是家庭、企业的数据存储集散地, 是 AI 理解用户、发挥价值的基础。但是传统 NAS 产品并未做到充分的数据利用, AI+则可以使 NAS 从等待指令的存储设备转变为智能助手。

绿联在 2025 年 1 月的 CES 展会（国际消费电子展）上，推出了全球首款内置大型语言模型（LLM）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功能。此后不断迭代升级，2026 年 3 月展示了以 iDX 系列 AI NAS 为核心的应用新生态，可实现智能指令执行、语音备忘录、文档总结等全场景提效功能。以及 2026 年 4 月，所有搭载 UGOS Pro 系统的设备均上线 Hermes 应用，内置 MiniMax 大模型。

未来随着 AI 技术不断融入，NAS 不再只是单纯的存储工具，而是逐步向“智能中枢”发展：NAS 可以借助 AI 自动分类、识别和检索文件，并能够提供精准的安全防护和异常监测，同时支持多设备协同和远程访问。因此，绿联 NAS 产品有望将在“存储+智能+应用”的方向上不断探索更多应用落地场景的可能性，也从而为公司产品收入的持续增长带来增量空间。

图40: 绿联 NAS 的主要应用场景



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

## 盈利预测

### 假设前提

我们分品类对公司进行盈利预测，主要基于以下假设条件：

#### ◆ 充电创意类

该品类主要为充电领域的充电器、移动电源，创意领域的手机平板保护壳、保护膜、桌面及车载支架等，其中收入贡献以充电类为主。首先，从行业层面而言，如前文所述，手机与电脑等在硬件层面呈现出显著的“高功率快充+大电池”升级趋势，推动了消费者对充电配件的替换需求。其中全球氮化镓充电器市场规模预计有望以 23% 的年复合增速从 2025 年的 12 亿美元增加至 2028 年的 23 亿美元。

此外，国内市场在 2026 年 4 月出台了强制性国家标准《移动电源安全技术规范》（GB 47372—2026），俗称“新国标”，在电池安全、温控管理、生成流程监管等方面做了强化规定，且新规引入了针刺试验、循环老化后析锂检测等严苛要求，同时设置了 12 个月的过渡期。该政策预计会带来新一轮的行业出清，以及消费者的换机需求，利好绿联科技（起草单位）等龙头企业。

表10: 移动电源新国标相关内容

移动电源新国标要求	主要内容
标识透明	移动电源信息透明化，增加产品本体标识及规范格式，消费者可查询产品对应的 3C 认证证书状态及电池生产信息等
核心部件强化安全测试	引入了针刺、高温、挤压等多维度强化安全测试，要求循环老化后析锂检测
智能监测，异常可查	要求产品具备异常信息存储与读取功能，切实保障消费者知情权
生产制造全流程管控	明确提出移动电源的原材料、生产过程管控要求，从根源上提升移动电源的安全水平
安全升级，实时监测	线路板应具备精准监测电压、温度和智能管理电池状态的功能

资料来源：绿联科技官方公众号、工业和信息化部、国信证券经济研究所整理

而公司自身不断推动产品创新，以把握市场机遇和进一步提升市场份额。如 2026 年以来绿联发布了多款新品，如 Nexode Pro 300W 桌面充电器，提供 8 个端口和多项智能功能；指尖湃 45W 充电器，体积对比上一代大幅缩减；以及新款磁吸充电宝，使用 ATL 安全电芯，通过了新国标电池安全要求。综合而言，我们预测认为公司 2026-2028 年充电创意类产品分别实现收入 58.8/76.45/91.74 亿元，分别同比增长 35%/30%/20%。

#### ◆ 智能存储类

该品类主要为 NAS 产品，近年来成为公司的新增在引擎，2025 年收入实现 213% 的增长至 12.26 亿元，占总营收的 12.92%。

展望后续而言，消费级 NAS 行业快速有望进一步放量增长，2025-2029 年的市场规模年复合增速预计达到 36.59%。公司作为消费级 NAS 行业的龙头企业，不断推动产品创新以及推动与 AI 技术结合，实现产品价值和适用场景的双重提升。此外，公司 NAS 将作为生态核心，进一步联动旗下产品，持续拓展功能边界，为用户带来突破性体验，通过生态体系带动产品销售。

新品方面，2026 年 5 月，公司上市了全新四盘 DXP4800 GT 产品，首次将双万兆网口、支持 ECC 纠错、兼容 U.2 高速硬盘等优势进行组合。此前的 1 月，外部与腾讯游戏 MTGPA 团队合作，在绿联 NAS 私有云应用中心正式上线腾讯手游加速器，开创“NAS+游戏”生态先河。

综合而言，我们预测认为公司 2026-2028 年智能存储类产品分别实现收入 19.61/27.46/35.7 亿元，分别同比增长 60%/40%/30%。

#### ◆ 智能办公类

该品类主要为扩展坞、多屏显示及专业键鼠外设产品等，其中以按 2025 年零售额计算，公司的扩展坞在中国市场排名第一。首先，从行业层面而言，如前文分析所述，笔记本/平板轻薄化致原生接口缩减，叠加分布式办公/多屏协作普及，带来扩展坞/集线器产品的需求释放，以及多屏协同的办公场景日益增加等。

公司自身推进智能办公产品迭代升级，传输类聚焦高速连接与全场景适配等，成为推动增长的核心。如 2026 年 5 月升级了雷电 5 硬盘盒拓展坞，4 月上新十合一的全能拓展坞：M·2 硬盘盒拓展坞。同时渠道方面，公司积极扩大销售区域覆盖，挖掘增长机遇的新兴市场等。综合而言，我们预测认为公司 2026-2028 年智能办公类产品分别实现收入 30.39/34.95/40.2 亿元，分别同比增长 25%/15%/15%。

#### ◆ 智能影音类

该品类主要为各类高清音视频采集、连接和传输设备以及耳机类声学等产品。从行业层面而言，显示技术迭代与家庭娱乐场景升级，奠定了影音周边品类的换机基础。

公司自身的增长逻辑去其他品类类似，主要源于产品创新及渠道拓展等。此外，公司积极推动 AI 技术在产品端的应用，将 AI 算法融合于 TWS 耳机等音频产品中，推动音频设备从被动播放进化为能感知环境、理解用户的智能听觉伴侣，有助于提升产品价值及消费者购买意愿。如 2026 年推出 HDMI 2.2 原型线，支持 12K/16K 超高清传输，响应最新影音接口标准。推出 X8 耳夹式蓝牙耳机，内置绿联 AI 助手，支持实时语音翻译与会议录音转文字等。

综合而言，我们预测认为公司 2026-2028 年智能影音类产品分别实现收入 19.88/23.85/28.62 亿元，分别同比增长 35%/20%/20%。

表 11: 绿联科技营业收入分拆及预测（百万元、%）

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	4802.65	6169.67	9490.74	12875.54	16278.98	19634.6
YOY	25%	28%	54%	36%	26%	20%
一、充电创意类	2076.00	2957.63	4355.89	5880.45	7644.58	9173.50
YOY		42%	47%	35%	30%	20%
二、智能存储	328.13	391.42	1225.83	1961.32	2745.85	3569.60
YOY		19%	213%	60%	40%	30%
二、智能办公类	1446.99	1756.80	2431.56	3039.45	3495.37	4019.68
YOY		21%	38%	25%	15%	15%
四、智能影音	950.26	1060.49	1472.32	1987.63	2385.16	2862.19
YOY		12%	39%	35%	20%	20%
五、其他业务	1.28	3.34	5.15	6.69	8.03	9.63
YOY		161%	54%	30%	20%	20%

资料来源：绿联科技财报、国信证券经济研究所整理预测

## 盈利预测结果

毛利率方面，产品结构、原材料成本及产品定价力是影响公司毛利率的三大重要因素。

一是产品结构方面，公司 2025 年毛利率排序而言，智能影音类最高（40.74%），智能办公类（40.25%），充电创意类第三（36.23%），智能存储较低（29.04%）。而上文的盈利预测可以看出，智能存储类占比提升可能短期影响综合毛利率，但同时智能影音类 2026 年增速较快，有助于综合毛利率提升。

二是原材料方面，主要包括芯片、PCB/PCBA 板等电子元器件，以及智能存储业务主要用到的硬盘、内存条等。今年以来，AI 算力需求增长带来存储芯片价格上涨，以及移动电源新国标带来的合规成本预计有所增加。

不过在产品定价力方面，公司作为龙头企业，具备较强的定价权。具体包括：1) NAS 产品通过技术溢价提升产品价值，包括 AI NAS 的推出等，有助于抵御原料成本涨价风险；2) 移动电源新国标后，行业供给有望收缩，公司作为头部品牌具备定价权，移动电源毛利率将呈上升趋势。

总体而言，我们认为公司的产品创新、技术迭代带来的品牌及产品溢价是推动毛利率增长的核心。今年一季度在原材料成本增加下依旧取得 39.26% 的毛利率，同比+1.25pct，未来有望继续保持稳步上行。我们预测公司 2026-2028 年毛利率分别为 37.37%/37.71%/38.09%。

费用率方面，销售费用以平台服务费及推广费占比最高，其中平台服务费主要系线上 B2C 业务产生，预计随着渠道扩张及规模增加而增长。推广费同样随着业务扩张而增加，包括重点推广 NAS 产品、签约全球代言人等，短期预计增长略快于收入，带来销售费用率有所增加。管理费用方面，预计费用随着公司规模增长而逐步增加，但费用率受益于规模效益、管理效能提升而稳步下降。研发费用保持持续稳健的投入，整体费用率预计保持稳定。

综合以上假设预测，我们预计公司 2026-2028 年分别实现归母净利润 10.86/14.09/17.76 亿元，分别同比增长 54.17%/29.67%/26.1%。

表12: 绿联科技盈利预测表（百万元、%）

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	6,169.67	9,490.74	12,875.54	16,278.98	19,634.60
YOY	28.46%	53.83%	35.66%	26.43%	20.61%
毛利率	37.38%	37.01%	37.37%	37.71%	38.09%
销售费用率	19.53%	19.97%	20.07%	20.24%	20.23%
管理费用率	4.20%	3.31%	3.13%	2.97%	2.94%
研发费用率	4.93%	4.61%	4.55%	4.53%	4.51%
归母净利润	462.28	704.59	1086.28	1408.56	1776.23
YOY	19.29%	52.42%	54.17%	29.67%	26.10%

资料来源：绿联科技财报、国信证券经济研究所预测

## 估值与投资建议

**绝对估值：83.54-107.24 元/股**

首先分别对公司的盈利预测和资本成本要素进行假设：

从行业层面看，消费电子品类在智能化需求升级、产品迭代更新下整体需求景气度较高。且公司海外收入占比 60%，其中跨境电商占比较高，将持续受益于海外电商渗透率提升的红利。

从公司层面看，其深耕消费电子多元化场景产品矩阵与全球化渠道，通过产品创新、技术迭代实现充电、办公、影音等品类的持续增长。同时通过高性价比优势、产品生态联动及 AI 赋能而实现 NAS 业务的快速增长，打造第二成长曲线。

表13：公司盈利预测假设条件（%）

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
营业收入增长率	25.09%	28.46%	53.83%	35.66%	26.43%	20.61%	18.55%	14.84%
营业成本/营业收入	62.41%	62.62%	62.99%	62.63%	62.29%	61.91%	61.20%	61.00%
管理费用/营业收入	4.39%	4.18%	3.30%	3.13%	2.97%	2.94%	2.91%	2.88%
研发费用/营业收入	4.50%	4.93%	4.61%	4.55%	4.53%	4.51%	4.46%	4.42%
销售费用/销售收入	18.99%	19.53%	19.97%	20.07%	20.24%	20.23%	20.03%	19.83%
所得税税率	11.65%	12.29%	14.11%	12.68%	13.03%	13.27%	12.99%	13.10%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

资本成本要素假设方面，无杠杆 beta 系数参考申万品牌消费电子板块近五年 beta 算术平均数 1.23；无风险利率参考十年期国债收益率取值 1.8%；股票风险溢价取值 6.5%；债务成本参考 5 年期以上 LPR，取值 3.5%，计算得出公司的 WACC 为 9.8%。

表14：资本成本假设

无杠杆 Beta	1.23	T	12.68%
无风险利率	1.8%	Ka	9.8%
股票风险溢价	6.5%	有杠杆 Beta	1.23
公司股价（元）	71.3	Ke	9.8%
发行在外股数（百万）	415	E/(D+E)	99.89%
股票市值（E，百万元）	29583	D/(D+E)	0.11%
债务总额（D，百万元）	32	WACC	9.8%
Kd	3.5%	永续增长率（10年后）	2%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所假设

表15：绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）

		WACC 变化				
		8.8%	9.3%	9.80%	10.3%	10.8%
永续增长率变化	3.0%	125.10	113.33	103.35	94.78	87.35
	2.5%	117.65	107.24	98.30	90.55	83.78
	2.0%	111.30	101.98	93.90	86.84	80.62
	1.5%	105.82	97.39	90.03	83.54	77.80
	1.0%	101.04	93.36	86.60	80.60	75.26

资料来源：Wind、国信证券经济研究所分析

按以上分析，并采用 FCFF 估值方法对公司进行绝对估值及对应敏感性分析，我们最终得出公司合理股价区间为 83.54-107.24 元/股，中值为 93.9 元/股。

### 相对估值：83.78-91.63 元/股

可比公司选择上，目前 A 股主营消费电子研发、生产及销售，且渠道布局全球，境外收入占比较高的企业主要包括安克创新、影石创新，我们选取这两家公司作为可比公司。

财务数据方面，与可比公司相比，绿联科技收入体量与影石创新相当，次于安克创新。但近两年展现了较好的成长性，2025 年营收和归母净利润增长分别达到 53.83%/52.42%，尤其利润增长处于领先水平。且 2026 年一季度，公司继续保持领先的成长性，归母净利率达到 8.51%，领先可比公司。

表 16: 可比公司主要财务数据对比 (亿元、%)

	指标	绿联科技	安克创新	影石创新
2026 年一季度	营业收入	27.98	76.08	24.81
	yoy (%)	53.42%	26.93%	83.11%
	归母净利润	2.38	4.72	0.85
	yoy (%)	58.14%	-4.87%	-52.02%
	毛利率 (%)	39.26%	43.64%	45.20%
2025 年	净利率 (%)	8.51%	6.20%	3.43%
	营业收入	94.91	305.14	97.41
	yoy (%)	53.83%	23.49%	74.76%
	归母净利润	7.05	25.45	9.29
	yoy (%)	52.42%	20.37%	-6.62%
2024 年	毛利率 (%)	37.01%	45.07%	45.74%
	净利率 (%)	7.43%	8.34%	9.54%
	营业收入	61.70	247.10	55.74
	yoy (%)	28.46%	41.14%	53.29%
	归母净利润	4.62	21.14	9.95
2024 年	yoy (%)	19.29%	30.93%	19.91%
	毛利率 (%)	37.38%	43.67%	52.20%
	净利率 (%)	7.49%	8.56%	17.85%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

估值方面，2026 年可比公司平均 PE 估值为 40 倍，其中影石创新作为上市一年左右的次新股，且主营近年来增速较快的全景相机、运动相机、全景无人机赛道，同时是该赛道的稀缺标的，故而估值较高，达到 58 倍。如据 IDC 数据（援引自影石创新 2025 年年报），2025 年全球运动相机出货量超过 800 万台，同比增长 61%。2025 年全球全景相机出货量超过 250 万台，同比增长超过 50%。

安克创新 2026 年估值 21 倍，预计未来三年归母净利润复合增速 21%，故而 PEG=1。公司业绩增长属于较为稳健类型，且市场一定程度上担心其境外收入占比 97%，其中北美占比 46%，易受到关税、贸易摩擦等外部环境冲击，故而 peg 没有给到明显溢价。

具体到绿联科技而言，其未来三年归母净利润复合增速 32%，且拥有行业景气度较高的 NAS 产品和行业龙头地位。同时境外收入 2025 年占比 61%，其中美洲市场 2025 年前三季度占比 15.1%，受到关税、贸易摩擦等外部环境冲击的预期相对较少。故而其估值我们综合考虑影石创新的次新股溢价、安克的 peg 估值及外部关税担忧抑制等多重因素，给予绿联科技 2026 年 32-35 倍 PE 估值，对应股价 83.84-91.7 元/股，中值为 87.77 元/股。

表17: 可比公司估值表

公司简称	股价(元)	总市值	EPS			PE		
	2026/06/01		亿元	26E	27E	28E	26E	27E
安克创新	122.69	658	5.96	7.33	8.78	20.59	16.74	13.97
影石创新	171.30	687	2.97	4.45	5.61	57.68	38.49	30.53
平均						39.13	27.62	22.25
绿联科技	71.30	296	2.62	3.39	4.28	27.21	21.03	16.66

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理 注: 安克创新、影石创新 EPS 为 wind 一致预测

## 投资建议

公司作为 3C 消费电子领域头部企业,一方面将持续分享海内外需求升级、硬件产品创新带来的行业增长红利。另外积极推动产品向个性化、智能化及 AI 结合方向发展,带动中长期持续业绩增长。我们预计公司 2026-2028 年分别实现归母净利润 10.86/14.09/17.76 亿元,增长 54.17%/29.67%/26.1%。综合绝对及相对估值,认为公司 2026 年股票合理估值区间在 87.8-93.9 元/股之间,首次覆盖,给予“优于大市”评级。

## 风险提示

### 估值的风险

公司估值和盈利预测是基于一定的假设基础上的,可能对相关参数估计偏乐观,从而导致该估值偏高的风险;以及对收入增长预期偏乐观而导致盈利预测值高于实际值的风险。请谨慎使用!

我们采取了绝对估值和相对估值方法,多角度综合得出公司的合理股价在 87.8-93.9 元/股之间,但该估值是建立在相关假设前提基础上的,特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本(WACC)的计算、TV 的假定和可比公司的估值参数的选定,都融入了很多人的判断,进而导致估值出现偏差的风险,具体来说:

可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长率估计偏乐观,导致未来 10 年自由现金流计算值偏高,从而导致估值偏乐观的风险;

加权平均资本成本(WACC)对公司绝对估值影响非常大,我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 1.8%、风险溢价 6.5%,可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值偏低,从而导致公司估值高估的风险;

我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 2%,公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化,公司持续成长性实际很低或负增长,从而导致公司估值高估的风险;

相对估值方面:我们选取了与公司业务相同或相近的消费电子企业,安克创新和影石创新的相对估值指标进行比较,选取了可比公司 2026 年平均 PE 做为相对估值的参考,综合考虑影石创新的次新股溢价、安克的 peg 估值及外部关税担忧抑制等多重因素,给予绿联科技 2026 年 32-35 倍 PE 估值。

### 盈利预测的风险

- ◆ 我们假设公司未来 3 年收入增长 36%/26%/21%,可能存在对公司产品销量及价格预计偏乐观、进而高估未来 3 年业绩的风险。
- ◆ 我们预计公司未来 3 年毛利分别为 37.4%/37.7%/38.1%,可能存在对公司成本估计偏低、毛利高估,从而导致对公司未来 3 年盈利预测值高于实际值的风险。
- ◆ 我们预计公司未来三年新品持续推出,且不断迭代升级,是推动收入增长的重要动能,若实际产品推迟、不及预期,存在未来 3 年业绩预期高估的风险。
- ◆ 公司毛利率受到存储芯片等原材料涨价影响,若价格涨幅过大或公司终端提价能力不及预期,从而存在高估未来 3 年业绩的风险。
- ◆ 公司收入增长假设充电创意品类创新升级下仍有渗透率提升空间,以及智能办公和智能影音类品牌力逐步增强。若由于品类升级不及预期及产品力不足,可能导致产品销售不及预期,从而存在高估未来 3 年业绩的风险。
- ◆ 公司收入增长假设智能存储类行业需求快速释放,且 AI 结合将带来产品价值提升,若终端需求不及预期或产品力不足,可能导致产品销售不及预期,从而存在高估未来 3 年业绩的风险。

### 经营风险

**线上渠道占比高,易受平台规则及费用调整影响的风险:**公司 2025 年线上渠道收入占比 74.2%,其中亚马逊 36.8%,京东 12.7%,天猫 9.7%。若以上电商渠道自身流量下滑、渠道费用大幅增加,则可能对公司业务的稳定性、盈利

能力产生不利影响。

**产品价格下行及毛利率下降的风险：**未来随着行业竞争加剧，整个产业也将逐渐进入成熟期，将导致产品价格进一步降低。另外，受原材料价格及人工成本上涨等因素的影响，未来公司产品毛利率存在进一步下降的风险。

**公司经营和产品技术未及时适应行业变化的风险：**消费电子产品技术更新、产品迭代速度日益加快，若公司不能紧跟消费电子行业变化并持续研发新技术、新产品和新设计，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市场淘汰的风险。

**贸易保护主义和贸易摩擦风险：**公司 2025 年境外收入占比 61.39%，区域主要集中在欧美日韩等地，若贸易摩擦加剧或者关税风险提升，公司产品竞争力可能下降、销售可能受到限制，进而对公司的经营业绩形成不利影响。

**行业竞争加剧的风险：**随着行业竞争加剧，尤其是 NAS 行业快速成长必然吸引更多的企业入局。若公司未来不能持续维持竞争优势，提高自身竞争力，在更加激烈的市场竞争中，公司将面临市场份额下降的风险。

**品控不足的风险：**公司生产端以外协成品采购为主，若对供应商品控把握不严，或者供应链不稳定，可能造成产品安全风险问题，进而影响销售及消费者口碑，对业绩造成不利影响。

## 财务风险

**汇率波动的风险：**公司海外业务占比较高，主要以美元、欧元、英镑、日元等为结算币种，公司面临外汇汇率波动风险。若未来人民币对上述主要结算货币的汇率发生大幅波动，且公司未能采取有效应对措施，将导致经营业绩因汇率波动而面临的风险。

**经营性净现金流下滑、且目前为负值的风险：**公司 2025 年经营活动现金净流出 3533 万元，2026 年一季度净流出 1.92 亿元。影响因素包括业务扩张增加存货储备，职工薪酬、税费缴纳支付的现金增加，业务扩张下应收账款增加等多因素影响。若未来存货采购策略错误或者下游经销商管理不善，可能出现持续现金流为负值的风险。

**资产减值损失的风险：**跨境电商企业海外库存占比较高，若由于库存管理不善，可能出现库存商品的存货跌价准备风险，从而对公司盈利水平产生不利影响。

## 股东减持风险

**股东减持风险。**2025 年以来，公司股东深圳市绿联管理咨询合伙企业（有限合伙）及其一致行动人深圳市和顺四号管理咨询合伙企业（有限合伙），以及珠海锡恒投资合伙企业（有限合伙）分别披露了减持计划，目前均已实施完毕。减持虽不影响公司业务经营等，但不排除后续可能的减持计划影响资本市场情绪等，以及带来流动性压力，进而影响股价表现。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2024	2025	2026E	2027E	2028E		2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	1143	1394	1346	1854	2446	营业收入	6170	9491	12876	16279	19635
应收款项	121	587	776	937	1176	营业成本	3864	5979	8064	10141	12156
存货净额	1235	2001	2838	3484	4177	营业税金及附加	16	24	35	43	51
其他流动资产	164	283	339	449	548	销售费用	1205	1895	2584	3295	3972
<b>流动资产合计</b>	<b>3354</b>	<b>4644</b>	<b>5680</b>	<b>7105</b>	<b>8726</b>	管理费用	259	315	404	484	578
固定资产	35	44	64	86	107	研发费用	304	438	586	738	885
无形资产及其他	9	11	11	10	10	财务费用	(8)	3	(33)	(39)	(52)
投资性房地产	498	230	230	230	230	投资收益	6	7	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	(33)	(37)	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>3895</b>	<b>4929</b>	<b>5985</b>	<b>7431</b>	<b>9074</b>	其他收入	(289)	(435)	(586)	(738)	(885)
短期借款及交易性金融负债	23	40	32	32	35	营业利润	517	812	1235	1617	2045
应付款项	554	806	1109	1394	1671	营业外净收支	8	7	8	0	0
其他流动负债	285	544	608	812	1001	<b>利润总额</b>	<b>525</b>	<b>819</b>	<b>1242</b>	<b>1617</b>	<b>2045</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>862</b>	<b>1390</b>	<b>1748</b>	<b>2238</b>	<b>2706</b>	所得税费用	64	116	158	211	271
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	(2)	(1)	(2)	(2)	(3)
其他长期负债	108	131	124	131	138	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>462</b>	<b>705</b>	<b>1086</b>	<b>1409</b>	<b>1776</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>108</b>	<b>131</b>	<b>124</b>	<b>131</b>	<b>138</b>	现金流量表（百万元）					
<b>负债合计</b>	<b>970</b>	<b>1521</b>	<b>1872</b>	<b>2368</b>	<b>2845</b>	净利润	462	705	1086	1409	1776
少数股东权益	28	27	26	24	22	资产减值准备	0	6	6	5	7
股东权益	2897	3381	4087	5039	6207	折旧摊销	10	13	7	9	11
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>3895</b>	<b>4929</b>	<b>5985</b>	<b>7431</b>	<b>9074</b>	公允价值变动损失	33	37	0	0	0
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	<b>2028E</b>	财务费用	(8)	3	(33)	(39)	(52)
每股收益	1.11	1.70	2.62	3.39	4.28	营运资本变动	(289)	(543)	(718)	(415)	(550)
每股红利	0.30	0.60	0.92	1.10	1.47	其它	(1)	(7)	(7)	(7)	(9)
每股净资产	6.98	8.15	9.85	12.14	14.96	<b>经营活动现金流</b>	<b>214</b>	<b>210</b>	<b>374</b>	<b>1001</b>	<b>1236</b>
ROIC	22.88%	27.11%	32%	37%	41%	资本开支	0	10	(33)	(36)	(39)
ROE	15.96%	20.84%	27%	28%	29%	其它投资现金流	(691)	311	0	0	0
毛利率	37%	37%	37%	38%	38%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(691)</b>	<b>321</b>	<b>(33)</b>	<b>(36)</b>	<b>(39)</b>
EBIT Margin	8%	9%	9%	10%	10%	权益性融资	12	0	0	0	0
EBITDA Margin	9%	9%	9%	10%	10%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	28%	54%	36%	26%	21%	支付股利、利息	(124)	(249)	(380)	(457)	(608)
净利润增长率	19%	52%	54%	30%	26%	其它融资现金流	865	218	(9)	(0)	3
资产负债率	26%	31%	32%	32%	32%	<b>融资活动现金流</b>	<b>627</b>	<b>(280)</b>	<b>(389)</b>	<b>(457)</b>	<b>(605)</b>
股息率	0.4%	0.8%	1.3%	1.5%	2.1%	<b>现金净变动</b>	<b>150</b>	<b>251</b>	<b>(48)</b>	<b>508</b>	<b>591</b>
P/E	64.0	42.0	27.2	21.0	16.7	货币资金的期初余额	992	1143	1394	1346	1854
P/B	10.2	8.7	7.2	5.9	4.8	货币资金的期末余额	1143	1394	1346	1854	2446
EV/EBITDA	57.5	36.4	26.0	20.1	16.2	企业自由现金流	0	202	306	931	1150
						权益自由现金流	0	420	325	964	1199

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

# 免责声明

## 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

## 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 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（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

## 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032