

# 布局两大红利赛道，开启发展新纪元

华泰研究

2025年3月26日 | 中国内地

首次覆盖

零售

投资评级(首评):

买入

目标价(人民币):

62.72

研究员 樊俊豪  
SAC No. S0570524050001 fanjunhao@htsc.com  
SFC No. BDO986 +(852) 3658 6000

研究员 黄礼悦  
SAC No. S0570523070007 andrewhuang@htsc.com  
SFC No. BRH099 +(86) 21 2897 2228

研究员 周衍峰  
SAC No. S0570521100002 zhouyanfeng@htsc.com  
+(86) 21 2897 2228

研究员 谢春生  
SAC No. S0570519080006 xiechunsheng@htsc.com  
SFC No. BQZ938 +(86) 21 2987 2036

首次覆盖绿联科技，给予“买入”评级，目标价62.72元(2025年1.18x PEG)。凭借出色的供应链管理和全球品牌运营能力，公司在竞争激烈的3C配件行业中成长为全球性品牌，2023年境外营收比重首次超过50%。我们认为手机快充技术升级和消费级NAS普及是当下3C配件领域的二次发展红利，公司前瞻性布局上述领域，未来几年有望步入收获期，加速全球化扩张。

## 看点一：快充技术带来“焕新潮”，产品结构升级趋势明确

智能手机的普及直接带动了充电器、移动电源等充电配件市场的增长，仅以充电器为例，全球年销量就至少1.2亿个。2020年氮化镓技术的应用使得手机快充成为新消费趋势，2023年氮化镓充电器成熟并加速渗透，催生一波“焕新潮”。作为头部品牌，公司率先完成技术储备，2024年扩充氮化镓产品矩阵，再一次引领行业发展，加速供给出清。同时充电配件的用户基数庞大，我们预计2024-26年充电类营收CAGR=40%，且营收增速前高后低，最终2026年营收占比有望提升至44%。

## 看点二：NAS存储从1到10，第二成长曲线加速形成

随着家庭、个人产生的数据指数级积累，2018年以来NAS存储从企业级走向消费级市场，是一个快速发展的新赛道。在这一背景下，2020-23年公司累计投入1.13亿元用于开发NAS生态系统，2024年9月第二代NAS产品投放市场，2025年1月美国CES展上AI NAS产品首次展出。公司凭借出色的需求洞察能力快速迭代产品，推动消费级NAS的普及。我们认为，NAS存储或将成为下一个3C消费大单品，通过全球化的销售网络，公司有望持续享受产品创新带来的发展红利。

## 我们与市场观点不同之处

市场认为3C配件市场随消费电子行业进入存量发展阶段，成长性弱化，周期属性增强。但我们认为3C配件用户基数大、产品种类多、需求场景丰富，通过技术迭代和创新能够拉长生命周期，且不同品类有其自身的发展节奏和成长周期。通过优选细分赛道，例如氮化镓快充和NAS消费级市场，公司有望实现超越行业的增长，不断打开营收、业绩天花板。

## 投资建议：首次覆盖给予“买入”评级，对应目标价62.72元

我们预计公司2024-26年归母净利润分别为4.80亿元、6.74亿元和8.44元，对应EPS分别为1.16、1.63和2.03元。Wind可比公司25年平均PEG为1.18，我们给予公司2025年1.18倍PEG，2025-26年公司归母净利润复合增速32.61%，对应2025年目标价62.72元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：市场竞争加剧风险；关税风险；新产品不及预期风险等。

## 经营预测指标与估值

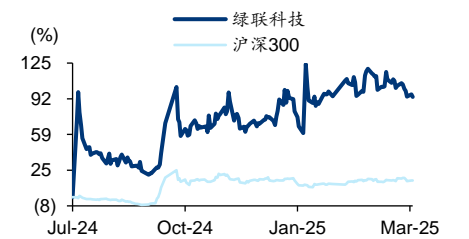
会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(人民币百万)	3,839	4,803	6,259	7,947	9,622
+/-%	11.40	25.09	30.32	26.97	21.07
归属母公司净利润(人民币百万)	327.43	387.52	479.97	674.28	844.02
+/-%	10.39	18.35	23.86	40.48	25.17
EPS(人民币,最新摊薄)	0.79	0.93	1.16	1.63	2.03
ROE(%)	27.72	25.11	19.78	19.94	21.38
PE(倍)	51.45	43.47	35.10	24.98	19.96
PB(倍)	12.57	9.64	5.42	4.61	3.97
EV EBITDA(倍)	37.86	32.17	26.20	18.73	14.70

资料来源：公司公告、华泰研究预测

## 基本数据

目标价(人民币)	62.72
收盘价(人民币截至3月25日)	40.60
市值(人民币百万)	16,845
6个月平均日成交额(人民币百万)	208.21
52周价格范围(人民币)	25.67-47.00
BVPS(人民币)	6.62

## 股价走势图



资料来源：Wind

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	1,779	2,251	3,779	4,411	5,194
现金	876.18	992.31	2,159	2,488	2,857
应收账款	62.41	137.34	126.03	206.42	197.27
其他应收账款	20.66	17.05	32.09	30.30	45.24
预付账款	42.06	34.92	65.40	61.98	92.25
存货	739.38	995.85	1,322	1,551	1,929
其他流动资产	38.43	73.62	73.62	73.62	73.62
<b>非流动资产</b>	254.81	202.06	196.59	191.17	190.16
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定投资	25.95	29.96	32.37	34.47	34.11
无形资产	3.40	5.46	5.40	5.38	5.41
其他非流动资产	225.45	166.65	158.82	151.31	150.64
<b>资产总计</b>	2,034	2,453	3,975	4,603	5,384
<b>流动负债</b>	514.78	572.28	726.08	794.31	979.82
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	298.41	355.79	496.13	573.41	713.59
其他流动负债	216.37	216.49	229.95	220.91	266.23
<b>非流动负债</b>	153.65	104.56	104.56	104.56	104.56
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	153.65	104.56	104.56	104.56	104.56
<b>负债合计</b>	668.42	676.84	830.64	898.88	1,084
少数股东权益	25.32	29.69	37.92	47.10	60.23
股本	373.41	373.41	414.91	414.91	414.91
资本公积	282.12	301.05	1,140	1,140	1,140
留存公积	684.65	1,072	1,375	1,785	2,299
归属母公司股东权益	1,340	1,747	3,107	3,657	4,239
<b>负债和股东权益</b>	2,034	2,453	3,975	4,603	5,384

### 现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金</b>	454.20	173.40	340.62	466.96	654.61
净利润	329.98	393.68	488.21	683.46	857.15
折旧摊销	46.71	51.93	53.93	61.92	63.30
财务费用	2.88	(3.43)	(21.61)	(37.82)	(31.96)
投资损失	(3.56)	(6.43)	(4.90)	(4.96)	(5.43)
营运资金变动	23.88	(290.90)	(170.41)	(228.26)	(220.50)
其他经营现金	54.30	28.55	(4.60)	(7.38)	(7.95)
<b>投资活动现金</b>	(19.98)	(16.46)	(43.47)	(51.42)	(56.72)
资本支出	(29.10)	(23.92)	(36.69)	(44.58)	(46.53)
长期投资	6.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	3.12	7.46	(6.78)	(6.85)	(10.19)
<b>筹资活动现金</b>	(106.33)	(45.05)	869.93	(86.65)	(229.43)
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	41.50	0.00	0.00
资本公积增加	50.22	18.93	838.72	0.00	0.00
其他筹资现金	(156.55)	(63.99)	(10.28)	(86.65)	(229.43)
现金净增加额	327.54	116.14	1,167	328.88	368.45

资料来源:公司公告、华泰研究预测

### 利润表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	3,839	4,803	6,259	7,947	9,622
营业成本	2,404	2,998	3,903	4,901	5,897
营业税金及附加	13.85	14.38	19.29	25.65	29.84
营业费用	665.54	911.82	1,208	1,558	1,900
管理费用	197.22	211.39	291.04	341.72	404.11
财务费用	2.88	(3.43)	(21.61)	(37.82)	(31.96)
资产减值损失	(22.70)	(35.22)	(34.42)	(47.68)	(57.73)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	3.56	6.43	4.90	4.96	5.43
<b>营业利润</b>	373.16	437.73	549.89	771.36	966.69
营业外收入	4.44	8.40	5.58	6.14	6.71
营业外支出	0.87	0.55	0.87	0.76	0.73
<b>利润总额</b>	376.73	445.58	554.61	776.74	972.67
所得税	46.74	51.90	66.40	93.28	115.52
<b>净利润</b>	329.98	393.68	488.21	683.46	857.15
少数股东损益	2.56	6.17	8.24	9.18	13.13
归属母公司净利润	327.43	387.52	479.97	674.28	844.02
EBITDA	423.37	494.74	561.90	769.06	955.90
EPS (人民币, 基本)	0.88	1.04	1.16	1.63	2.03

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入	11.40	25.09	30.32	26.97	21.07
营业利润	8.73	17.31	25.62	40.28	25.32
归属母公司净利润	10.39	18.35	23.86	40.48	25.17
<b>获利能力 (%)</b>					
毛利率	37.38	37.59	37.63	38.33	38.71
净利率	8.59	8.20	7.80	8.60	8.91
ROE	27.72	25.11	19.78	19.94	21.38
ROIC	67.72	50.06	47.43	53.47	57.09
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	32.86	27.59	20.89	19.53	20.14
净负债比率 (%)	(61.76)	(54.07)	(68.67)	(67.18)	(66.44)
流动比率	3.46	3.93	5.20	5.55	5.30
速动比率	1.86	2.00	3.19	3.43	3.16
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	2.13	2.14	1.95	1.85	1.93
应收账款周转率	82.43	48.09	47.53	47.81	47.67
应付账款周转率	8.84	9.16	9.16	9.16	9.16
<b>每股指标 (人民币)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.79	0.93	1.16	1.63	2.03
每股经营现金流(最新摊薄)	1.09	0.42	0.82	1.13	1.58
每股净资产(最新摊薄)	3.23	4.21	7.49	8.81	10.22
<b>估值比率</b>					
PE (倍)	51.45	43.47	35.10	24.98	19.96
PB (倍)	12.57	9.64	5.42	4.61	3.97
EV EBITDA (倍)	37.86	32.17	26.20	18.73	14.70

## 正文目录

<b>投资要点</b> .....	<b>6</b>
抓住行业机遇，成长为全球性品牌.....	6
两大看点：快充技术红利、NAS 存储迎来收获期.....	6
与市场不同的观点.....	6
<b>绿联科技：电商浪潮下造就的全球科技消费品牌</b> .....	<b>7</b>
“产品+渠道+全球化”三位一体，品牌影响力持续提升.....	7
创始人、员工持股比例高.....	8
<b>3C 配件行业：市场空间广阔，NAS 存储等新品类不断导入</b> .....	<b>9</b>
充电配件：快充技术革新带来二次增长机遇.....	9
3c 消费电子普及催生庞大市场需求.....	9
快充成标配，技术升级推动充电配件市场高质量发展.....	10
竞争格局：产品门槛不断提高，品牌梯队逐渐形成.....	12
NAS 存储：消费级市场快速成长.....	13
NAS 存储满足海量数据管理需求.....	13
NAS 发展趋势：消费级市场和“AI+”.....	14
竞争格局：产品发散式创新，格局未定.....	14
美国加征关税的影响.....	15
<b>核心竞争力：打造柔性快速反应供应链</b> .....	<b>17</b>
注重产品打磨，且研发效率高.....	17
线上/线下相结合的模式实现本地化经营和全球化销售.....	19
<b>传统主业增长稳健，第二成长曲线可期</b> .....	<b>22</b>
充电类：抓住快充技术普惠红利，产品结构升级趋势明确.....	22
NAS 存储：新一代产品落地，第二增长曲线加速形成.....	23
<b>盈利预测</b> .....	<b>26</b>
风险提示.....	29

## 图表目录

图表 1：绿联科技产品矩阵.....	7
图表 2：绿联科技发展历程.....	7
图表 3：绿联科技股权结构（截至 24Q3）.....	8
图表 4：公司具体募投项目.....	8
图表 5：3C 配件行业典型产品.....	9
图表 6：2010-2024 年全球智能手机出货量.....	10
图表 7：2020-21 年天猫平台充电器销量增长提速.....	10
图表 8：国内快充技术可分为三个发展阶段.....	11
图表 9：天猫平台不同功率的手机充电器价格走势.....	11

图表 10: 2020 年以来天猫平台手机充电器的价格带明显上移.....	11
图表 11: 2019 年京东平台手机充电器 TOP20 品牌份额分布.....	12
图表 12: 2024 年国内手机充电器品牌梯队情况.....	12
图表 13: 专业级 NAS 的构成及工作原理.....	13
图表 14: NAS 存储和移动硬盘所适用的场景对比.....	13
图表 15: 专业级和消费级 NAS 的产品开发思路、硬件配置、软件生态对比.....	14
图表 16: 2021-24 年国内电商平台 NAS 品牌市占率变化.....	14
图表 17: 绿联、极空间、群晖畅销款 NAS 产品的性能对比.....	15
图表 18: 关税豁免下扫地机的成本、费用、利润构成 (按终端售价 100 美金计算).....	15
图表 19: 关税豁免下扫地机的成本、费用、利润构成 (按终端售价 100 美金计算).....	16
图表 20: 绿联科技所在行业产业链.....	17
图表 21: 2019 至 2024 年前三季度研发费用及研发费用率情况.....	17
图表 22: 2019-23 年研发人员数量及人均待遇不断增加.....	17
图表 23: 2019-1H24 绿联科技分产品营收情况 (单位: 亿元).....	18
图表 24: 2019-1H24 绿联科技分产品毛利率.....	18
图表 25: 绿联科技和安克创新营收规模的对比.....	18
图表 26: 绿联科技和安克创新研发人员梳理、研发费用率的对比.....	18
图表 27: 绿联科技销售模式.....	19
图表 28: 2019-24H1 线上线下渠道营收及占比情况.....	19
图表 29: 2019-1H24 绿联科技不同电商平台的营收 (单位: 亿元).....	19
图表 30: 2019-23 年国内线上线下渠道营收及占比情况.....	19
图表 31: 2019-23 年国内营收主要来自天猫、京东.....	19
图表 32: 2019-23 年海外线上、线下渠道营收及占比情况.....	20
图表 33: 2019-23 年海外营收主要来自亚马逊平台.....	20
图表 34: 2019-1H24 绿联科技分区域营收情况 (单位: 亿元).....	20
图表 35: 2019-1H24 绿联科技境内外毛利率.....	20
图表 36: 绿联搭建起涵盖 Facebook、YouTube 等社媒平台的内容营销矩阵.....	21
图表 37: 2019-24H1 绿联境外不同区域营收规模 (单位: 亿元).....	21
图表 38: 2019-23 年绿联境内外线下渠道营收情况.....	21
图表 39: 绿联京东官方旗舰店热销的氮化镓高瓦数产品.....	22
图表 40: 全新的绿联 NAS 私有云存储产品提供高配置 (以 DXP4800 为例).....	22
图表 41: 2019-2023 年充电类产品销量表现.....	23
图表 42: 2019-2023 年充电类产品均价表现.....	23
图表 43: 公司存储类产品有移动硬盘、NAS 私有云存储等.....	23
图表 44: 2019-24H1 绿联科技存储类营收情况.....	23
图表 45: 2020-23 年公司在 NAS 领域的研发投入情况.....	24
图表 46: 截至 2022 年 6 月公司在 NAS 存储领域掌握的核心技术.....	24
图表 47: 全新的绿联 NAS 存储提供官方和第三方应用 (以 DXP4800 为例).....	24
图表 48: 2020-24 年国内线上主要 NAS 品牌的市场份额情况.....	25
图表 49: 绿联科技按产品类别拆分营收情况.....	27

图表 50: 绿联科技按产品类别拆分毛利率情况 .....	27
图表 51: 绿联科技四项费用预测 .....	28
图表 52: 上市以来公司发展的重要事件及估值复盘 .....	28
图表 53: 行业可比公司 Wind 一致预期 PE .....	28
图表 54: 绿联科技 PE-Bands .....	29
图表 55: 绿联科技 PB-Bands .....	29

## 投资要点

### 抓住行业机遇，成长为全球性品牌

公司主要从事 3C 配件行业，依托“UGREEN 绿联”品牌，从音视频传输线、扩展坞业务起家，拓展至充电类（手机充电器、移动电源等）、移动周边类（如手机支架）和存储类（移动硬盘、NAS 存储等）。2019 年以来公司抓住跨境电商的渠道红利，成功拓展海外市场，让自己成长为全球性品牌。2023 年公司境外营收比重首次超过 50%，并且在 2024 年上半年延续较高增长。

我们认为，出色的供应链管理能力和全球品牌运营能力是公司从激烈竞争中成长为全球性品牌的内核。公司处于 3C 配件产业链的中游，在产品与消费者之间扮演着桥梁的角色，即精准洞察需求，开发高品质产品。同时，3C 配件行业技术壁垒相对较低，所以早期参与者众多，竞争激烈。公司通过有限聚焦的方式抓住每一次技术创新，及时响应需求，当外部发展红利褪去时展现出自身的 alpha。

### 两大看点：快充技术红利、NAS 存储迎来收获期

#### 看点一：快充技术革新催生“换新潮”

全球智能设备（尤其是智能手机）的普及直接带动了充电类市场（以充电器、移动电源为代表）的增长，2024 年全球手机出货量 12.4 亿部，若按 1:1 配售充电器的潜在消费量超 12 亿个，市场需求庞大。2020 年苹果取消附赠原装充电器，第三方充电类市场迎来大发展，绿联则是其中的代表性品牌之一。

2018 年以来快充成为消费者的“刚需”，在需求的引导下手机厂商、第三方充电类品牌持续加大技术研发。2020 年氮化镓技术的应用让快充产品取得实质性突破，2023 年氮化镓充电器成熟并加速渗透，催生一波“换新潮”，为行业增长注入新动力。作为头部品牌，绿联率先完成技术储备，2024 年扩充氮化镓产品矩阵，推动技术普惠。产品驱动下，我们预计 2024-25 年公司充电类营收同比分别为+55%、+40%，保持高速增长。

#### 看点二：NAS 存储产品从 1 到 10，第二成长曲线加速形成

NAS 存储是一种适合海量数据，且可以远程多端访问的存储设备，主要满足中大型企业的数据存储、管理、备份需求。但随着家庭、个人产生的数据指数级积累，2018 年以来 NAS 消费级市场快速兴起。当前 NAS 消费级市场还处于早期阶段，通过需求的洞察，做好产品定义是首要任务。

在这一背景下，2020-23 年绿联累计投入 1.13 亿元用于开发 NAS 生态系统，2024 年 9 月全新一代 NAS 产品投放市场，2025 年 1 月的美国 CES 展上嵌入语言大模型的 AI NAS 产品首次展出。我们认为，随着 NAS 产品矩阵的不断完善，2025 年公司的 NAS 业务开始步入收获期，并有望成为第二增长曲线。


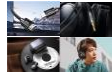



### 与市场不同的观点

市场认为 3C 配件市场随消费电子行业进入存量发展阶段，成长性弱化，周期属性增强。但我们认为 3C 配件用户基数大、产品种类多、需求场景丰富，通过技术迭代和创新能够拉长生命周期，且不同品类有其自身的发展节奏和成长周期。通过优选细分赛道，例如氮化镓快充和 NAS 消费级市场，公司有望实现超越行业的增长，不断打开营收、业绩天花板。

## 绿联科技：电商浪潮下造就的全球科技消费品牌

绿联科技主要从事 3C 消费电子配件产品的研发、设计、生产及销售，产品主要有传输类、音视频类、充电类、移动周边类、存储类五大系列。公司依托“UGREEN 绿联”品牌布局境内外市场，采用线上、线下相结合的销售模式。其中，线上销售平台实现了天猫、京东、亚马逊、速卖通、Shopee、Lazada 等国内外主流电商平台的覆盖；线下销售渠道覆盖全国主要省级行政区域。

图表1：绿联科技产品矩阵

产品类别	产品图例	产品组成	功能
传输类产品		扩展坞、集线器、网卡、网络数据线、键鼠等	满足用户不同智能设备之间的交互连接、数据传输需求
音视频类产品		高清线、音频线、音视频转换器、耳机等	满足不同智能设备间音视频信号的连接和转换需求，实现音视频信号稳定传输，提升用户的视听体验。
充电类产品		充电器、充电线、移动电源等	满足用户在不同应用场景下对智能设备快速充电、持久续航的需求
移动周边类产品		手机平板支架、保护壳、保护膜等	满足用户不同应用场景下智能设备支撑及保护的需求，一方面提升用户智能设备的耐用性；另一方面改善居家、办公和车载出行等各类情景下设备的使用体验。
存储类产品		私有云存储、磁盘阵列存储柜、移动硬盘盒等	满足万物互联时代用户海量数据的存储和备份需求

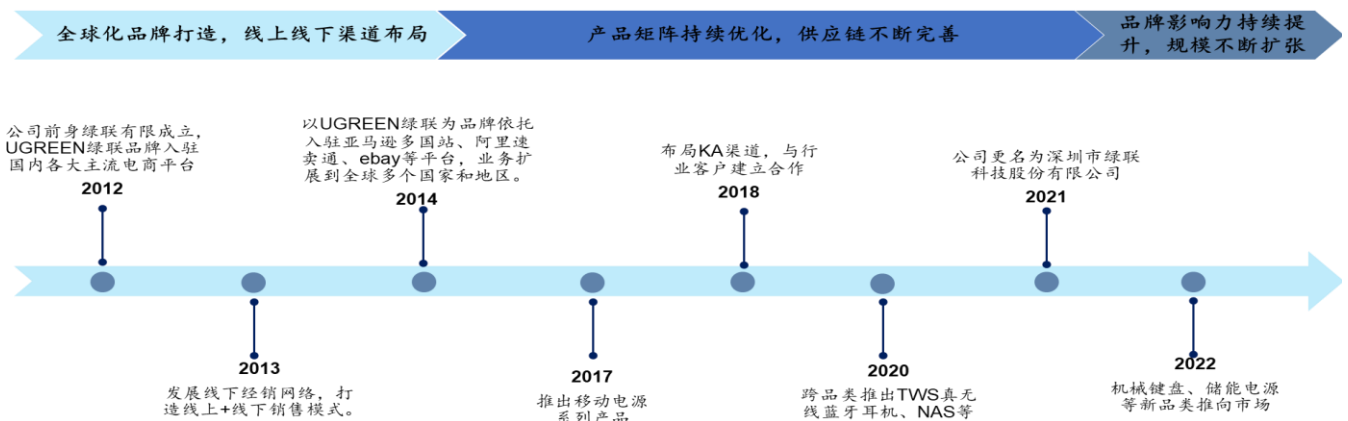
资料来源：公司招股说明书，华泰研究

### “产品+渠道+全球化”三位一体，品牌影响力持续提升

绿联科技成立于 2012 年，至今已有 10 多年发展历史，大致可分为三个阶段：

- 1) 第一阶段：注重全球化品牌打造，实现线上线下渠道布局。**公司设立之初即打造“UGREEN 绿联”自有品牌并成功入驻国内各大电商平台，同时逐步发展线下经销网络和推进全球化自主品牌战略，形成“线上+线下”以及“境内+境外”的全方位布局。
- 2) 第二阶段：自研优化产品矩阵，供应链不断完善。**为了更好提升产品竞争力以及满足客户需求，公司开始加大研发投入并不断完善产品矩阵，期间推出了手机充电器、移动电源、TWS 蓝牙耳机、NAS 等产品。公司还通过自建工厂等措施不断完善供应链体系以保证产品质量的可靠性及产能的稳定性。
- 3) 第三阶段：品牌影响力持续提升，业务规模不断扩张。**这个阶段公司品牌国内外的知名度不断提升，逐步成为了国内外消费者购买 3C 消费电子产品的优选品牌之一，同时公司销售渠道的全方位布局助力公司销售规模进一步增长。

图表2：绿联科技发展历程

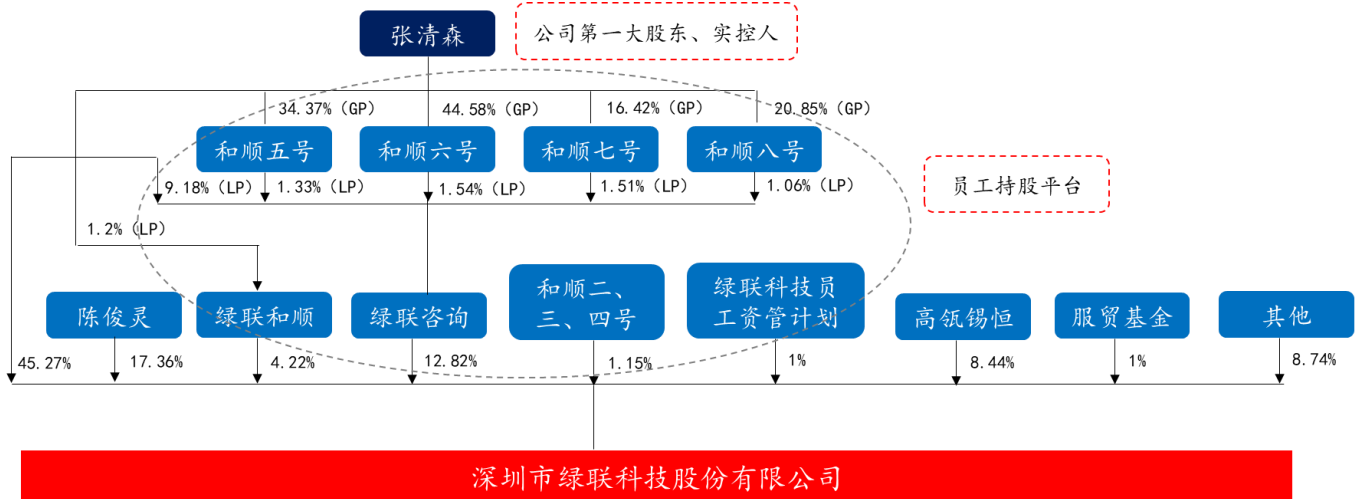


资料来源：公司招股说明书，公司官网，华泰研究

### 创始人、员工持股比例高

控股股东及实际控制人系公司创始人。公司创始人张清森和陈俊灵为公司的前两大股东，其中张清森先生是公司控股股东及实际控制人，直接持股 45.27%，此外还通过绿联和顺、绿联咨询间接持股。陈俊灵是第二大股东，直接持股占比 17.36%。绿联咨询、绿联和顺、和顺二号、和顺三号等为公司员工持股平台，合计持股占比 19.19%。

图表3：绿联科技股权结构（截至 24Q3）



资料来源：Wind，华泰研究

**IPO 募集 5.51 亿元资金开展产品研发及产业化建设项目。**根据招股说明书，公司募投项目包括“产品研发及产业化建设项目”、“智能仓储物流建设项目”和“总部运营中心及品牌建设项目”。其中，产品研发及产业化建设项目拟投资总额为 5.51 亿元。公司在推进现有五类产品的技术创新的同时，将加大 NAS 云存储、耳机声学、充电续航等产品及技术领域的研发力度。

图表4：公司具体募投项目

序号	项目名称	项目总投资 (亿元)	拟使用募集资金 (亿元)	拟实现目标	项目备案情况	是否使用募集资金
1	产品研发及产业化建设项目	5.51	5.51	进一步提高公司研发实力和技术创新能力，将核心技术在业务领域进行深层次的应用和探索	深圳市社会投资项目备案证（项目编码：S-2022-C39-500316）	是
2	智能仓储物流建设项目	1.10	1.10	进一步提升仓储物流管理水平，有《广东省企业投资项目备案证》（项目编码：2201-441900-04-01-445121）	员工效能	是
3	总部运营中心及品牌建设项目	3.92	3.92	增强基础设施和信息化系统建设，满足公司业务发展的软硬件需求	《深圳市社会投资项目备案证》（项目编码：S-2022-C39-500308）	是
4	补充营运资金	4.50	4.50	-	-	是
合计		15.03	15.03			







资料来源：公司招股说明书，华泰研究

## 3C 配件行业：市场空间广阔，NAS 存储等新品类不断导入

3C 配件行业产品种类众多，并呈现品牌化、集中化的趋势。3C 配件行业具有如下趋势：

- 1) **3C 产品用户基数庞大，市场潜力十足。**根据调研机构 Canalsys 的数据，2024 年全球智能手机出货量 12.2 亿部、PC 出货量 2.55 亿台，仅智能手机和 PC 的周边配件产品每年就有近 15 亿人的潜在新增消费群体。同时，随着技术的迭代与创新，周边配件产品的种类在不断扩充，从充电宝、手机壳、移动硬盘到耳机、充电器、音箱、NAS 存储等等。庞大的用户基数叠加不断扩充的产品类目，3C 配件市场一直保持活力。据 QYResearch 调研数据显示，2023 年仅全球手机配件市场规模就达到 936 亿美元。
- 2) **行业集中度提升，呈现品牌化规模化趋势。**从发展趋势上来说，行业早期门槛较低，参与者多，市场竞争激烈，价格战是主要竞争手段。但随着消费电子行业的逐渐成熟，消费者对品质及性能的要求提升，消费电子市场呈现品质化、品牌化、高技术含量的趋势。在这一过程中，企业之间的竞争出现了分化，部分企业因资金实力、产品品质、技术和创新能力均较差，收入规模减少或逐渐退出，行业资源逐步向具备较高行业口碑与品牌形象的消费电子企业聚集。
- 3) **行业周期弱化，发展节奏因品类而异。**3C 配件行业不完全跟随消费电子行业的周期而变化，而是有自身的成长周期和发展空间。主因系：1) 产品品类多，不同产品有自身的创新周期，市场规模增速也不局限于手机、电脑等特定消费电子产品的行业增长情况，亦与产品技术革新和消费者需求发展等因素相关。2) 消费者需求日益丰富，从消费电子的产品功能到外观设计需求的多样化趋势明显，其市场随着使用场景的丰富而不断增长。

图表5：3C 配件行业典型产品

产品类别	示意图	产品介绍	发展趋势
扩展坞		一种扩展移动设备接口的设备，可以用于连接驱动器、大屏幕显示器、键盘、打印机、扫描仪等多种外部设备，解决了设备接口不足的问题。	随着用户对于单一设备能够连接更多电子设备的需求日益增长，对外接接口的类型和数量提出了更高的要求，扩展坞的设计和功也能随之演进，带来更高的产品附加值。
音视频线		音视频线用于多媒体设备中音频和视频信号的通信传导，由线体和两头的端口构成。	4K、8K清晰度电视和播放设备，HiFi音频设备以及新一代家用游戏机设备带动高清音视频线市场增长。
耳机		应用于智能移动终端。	智能移动终端的普及以及影音流媒体、短视频等新兴社交媒介的崛起导致消费者对耳机需求持续增加，推动了全球耳机市场保持长期高速增长
移动电源		即充电宝，是一种便携式电池，可以为电子设备提供额外的电量，从而延长其使用时间。	尽管电子设备的能效得到了显著提升，但随着功能的增强和用户对高性能的追求，耗电量仍然在不断上升，电池容量的技术进步却相对缓慢。电池技术的发展面临着材料、成本、安全性和环境影响等多方面的挑战，这催生了移动电源市场的蓬勃发展。
移动周边配件		移动设备支架、保护壳、保护膜等产品。	市场规模随着移动设备深入渗透大众生活而持续增长。并且网络直播、新能源汽车上电子设备等新增的消费场景产生新增移动周边类产品需求。
NAS		是一种在网络环境中提供数据存储和访问的设备，允许多个用户和设备通过网络进行数据共享和存储，而无需依赖特定的计算机或服务器。	随着5G通信网络技术的快速发展，数据传输速度和网络覆盖范围得到了显著提升，叠加智能移动设备在日常生活中的应用场景不断增加，对于数据备份和数据管理的需求也随之增长，直接推动NAS市场的快速发展。

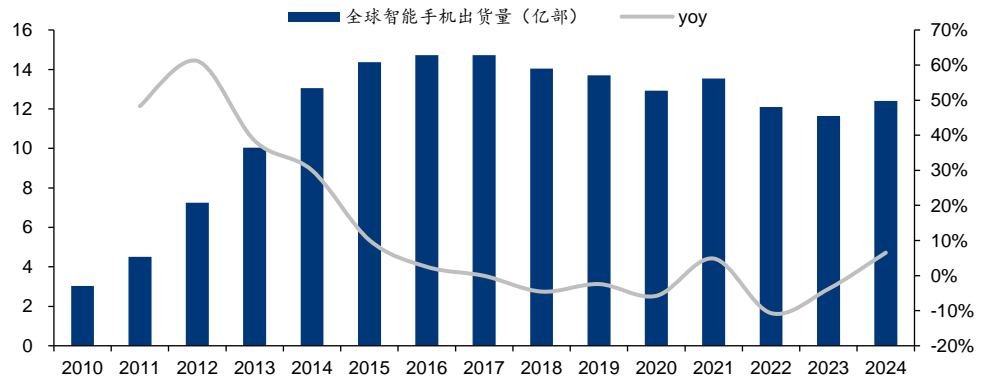
资料来源：绿联科技招股说明书，华泰研究

### 充电配件：快充技术革新带来二次增长机遇

#### 3c 消费电子普及催生庞大市场需求

作为 3C 配件，手机、平板电脑等移动智能设备的普及推动了充电器、移动电源等充电配件市场的繁荣。IDC 数据显示，2011 年以来全球智能手机出货量高速增长，并于 2017 年前后达到峰值（约 14.7 亿部），此后经历多年的下滑后。2023 年全球智能手机市场开始复苏，2024 年出货量 12.4 亿部，同比+6.4%。若充电器和手机 1: 1 配售，那么全球手机充电器的潜在需求量超 12 亿个。

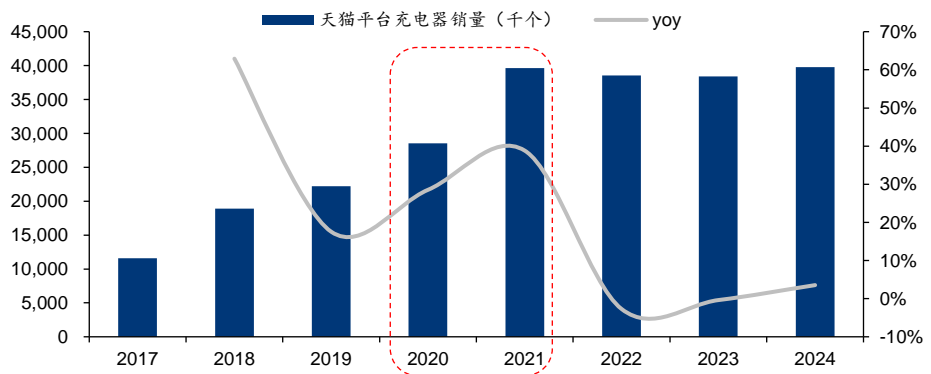
图表6：2010-2024 年全球智能手机出货量



资料来源：IDC，华泰研究

2020 年以来手机厂商不附赠充电器成趋势，购买第三方充电器的消费习惯养成，充电配件市场迎来新一轮增长。2020 年苹果宣布 iPhone 12 系列手机以及官网所有在手 iPhone 机型均不再附送充电器，随后三星、小米等头部手机厂商跟进。这一改变直接刺激了充电配件市场的需求增长。以国内手机充电器市场为例，久谦数据显示 2020、21 年天猫平台充电器销量增长提速，同比分别为+28.5%、38.8%。分品牌看，绿联、罗马仕、品胜、倍思等第三方品牌的表现尤为亮眼。

图表7：2020-21 年天猫平台充电器销量增长提速



资料来源：久谦，华泰研究

**快充成标配，技术升级推动充电配件市场高质量发展**

为解决用户的“续航焦虑”，快充技术不断革新。在快充技术出现以前，手机充电通常采用 5V/1A 的规格，即 5W 充电功率。但随着智能手机电池容量的不断提升，5W 充电器充电速度慢，难以满足用户的使用需求。所以，手机厂商、第三方充电器企业持续加大研发投入，推动快充技术的革新。

国内快充技术的发展大致可分为 3 个阶段：1) 2018-2020 年：快充技术初步普及与功率提升，充电功率实现从 20W 到 65W 的技术跨越；2) 2020-2022 年百瓦快充技术爆发，氮化镓 (GaN) 技术的应用，使得国产厂商陆续突破 100W 门槛，且充电器体积缩小、低发热，带来更优的充电体验；3) 2023 年至今，超高速快充与生态扩展，充分发挥氮化镓 (GaN) 的技术优势，快充技术扩展至车载、办公等多场景，且支持多设备、多端口充电，充电功率最高可达 300W。

图表8：国内快充技术可分为三个发展阶段

### 2018-2020年：快充技术初步普及与功率提升

**初始阶段：**2018年全球智能手机平均快充功率仅为18W，国内主流快充方案集中在20W左右，例如华为Mate 20支持22.5W快充，OPPO Reno Ace首次推出65W超级闪充（2019年），标志着国产厂商进入高功率快充赛道。

**技术路径：**此阶段快充技术主要通过“高压低电流”或“低压高电流”方案提升功率。例如，OPPO的VOOC闪充采用低压大电流，减少发热并提高效率。

**市场反应：**用户对快充需求增加，厂商开始将快充作为差异化卖点，推动行业竞争

### 2020-2022年：百瓦快充技术爆发

**功率跃升：**国产厂商陆续突破100W门槛。例如，小米在2020年展示100W快充技术，iQOO 7（2021年）首发120W快充，15分钟内充满4500mAh电池。

**技术升级：**氮化镓（GaN）材料广泛应用，充电器体积缩小且效率提升。同时，OPPO推出长寿版150W闪充，兼顾速度与电池寿命。

**市场普及：**2022年国内旗舰机普遍支持60W以上快充，中端机型逐步普及30-50W快充，而同期苹果、三星仍停留在20-25W

### 2022年至今：超高速快充与生态扩展

**功率突破：**国产厂商实验室技术达到300W（如小米），商用机型如realme GT Neo5（2023年）支持240W快充，9分钟充满4500mAh电池，创下行业纪录。

**技术创新：**

**电池健康管理：**OPPO、一加等厂商引入电池健康引擎技术，通过智能算法和电解液优化，延长电池寿命（1600次充放电后健康度仍超80%）。

**全链路优化：**从适配器、线材到电池的全链路温控技术，确保高功率下的安全性。

**生态布局：**快充技术扩展至车载、办公等多场景，OPPO等厂商开放专利，推动行业标准化

资料来源：充电头网，华泰研究

在性能升级的加持下，手机充电器的价格呈现阶梯式攀升。1) 同等充电功率下，氮化镓充电器的价格明显高于普通充电器。以绿联的65W充电器为例，久谦数据显示氮化镓充电器零售价在120元左右，是普通充电器的1.7倍。2) 充电功率突破100W，产品功能越集成化，价格也有明显攀升。绿联200W充电器的零售价稳定在500元以上，而100W充电器的零售价约160元以上。

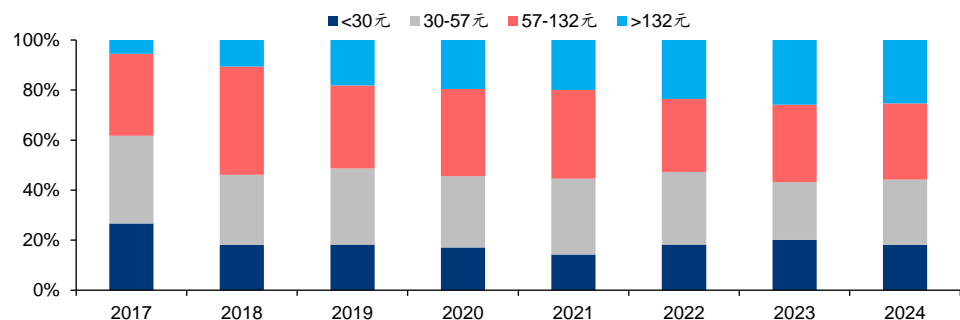
图表9：天猫平台不同功率的手机充电器价格走势

SKU名称	类型	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4
绿联65W充电器	普通快充	97	89	89	89	70	70	70	70
绿联65W氮化镓充电器PD充电头	氮化镓快充	113	127	134	140	124	118	125	118
绿联65W饼干氮化镓闪充湃Pro超薄充电头	氮化镓快充						198	198	198
绿联100W氮化镓充电器	氮化镓快充	223	237	236	232	219	202	196	163
绿联140W氮化镓充电器	氮化镓快充	385	355	349	367	362	263	204	179
绿联200W氮化镓充电器	氮化镓快充	469	499	469	495	529	529	529	529

资料来源：久谦，华泰研究

快充为充电配件市场带来新增长点，消费升级趋势明显。久谦数据显示，天猫平台零售价57-132元、>132元的手机充电器销售额占比从2020年以来持续提升，而结合前文的分析，我们认为这主要得益于以氮化镓充电器为代表的快充产品全面普及。

图表10：2020年以来天猫平台手机充电器的价格带明显上移

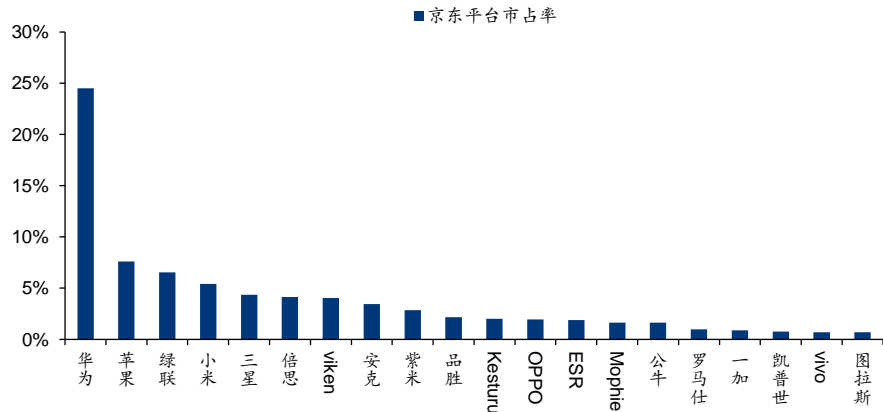


资料来源：绿联科技美亚官网，华泰研究

**竞争格局：产品门槛不断提高，品牌梯队逐渐形成**

充电配件的技术壁垒相对较低，行业初期参与者众多，市场分散。充电器主要由主控芯片、协议芯片、电解电容等电子元器件组成，上游原材料供应充足且产品趋同，这导致行业准入门槛低，在行业初期（主要指智能手机普及期间）参与者众多。比如，2019年京东平台除手机厂商的原装充电器外，第三方充电器品牌的份额非常分散，TOP3品牌绿联、倍思、viken的市占率分别为6.55%、4.15%、4.04%，电商渠道活跃着众多长尾品牌。

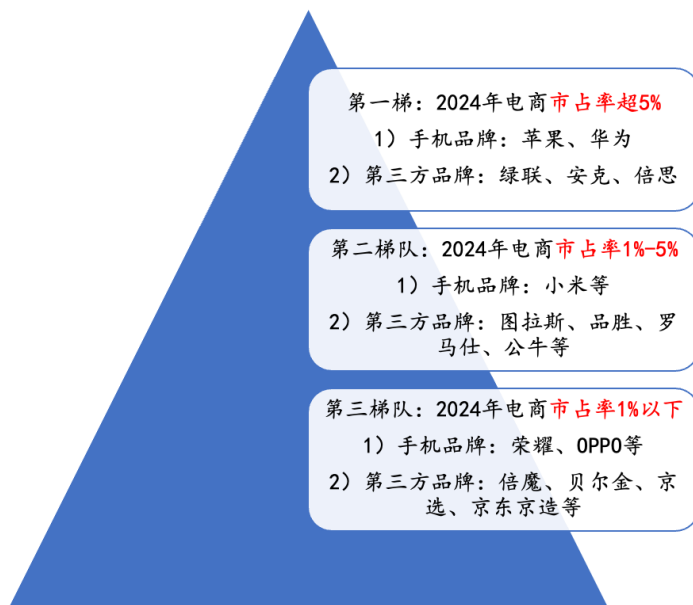
图表11：2019年京东平台手机充电器TOP20品牌份额分布



资料来源：充电头网，久谦，华泰研究

但随着智能手机普及红利的褪去，以及快充技术的持续迭代，中小玩家相继掉队，近2年品牌梯队逐渐形成。根据久谦的监测，2024年天猫、京东、抖音平台充电器第一梯队主要由苹果、华为、倍思、安克、绿联组成，销额市占率5%以上，第二梯队主要有图拉斯、品胜、小米、罗马仕等品牌组成，销额市占率在1%-5%之间，第三梯队则是众多中小品牌，销额市占率不足1%。

图表12：2024年国内手机充电器品牌梯队情况



资料来源：久谦，华泰研究

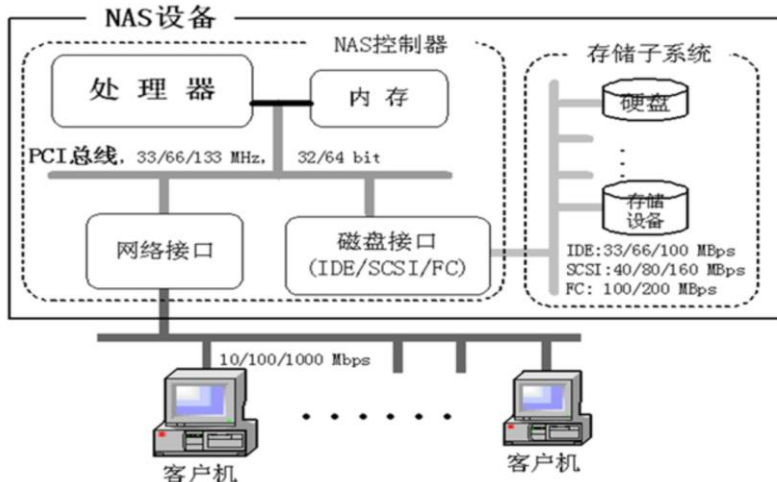
不同品牌梯队的产品定位清晰。第一梯队通常以氮化镓快充、超充（100W以上）为产品卖点，布局高、中端市场；第二梯队以产品缺少鲜明卖点，sku多且杂乱，主要迎合性价比消费群体；第三梯队则布局低端市场，产品质量缺乏保障，比如苹果充电器并未获得MFI认证，使用一段时间后手机显示“iPhone可能不支持此配件”，无法继续充电。

## NAS 存储：消费级市场快速成长

### NAS 存储满足海量数据管理需求

NAS 全称为 Network Attached Storage (网络附属存储器)，是专门用来存储数据且可以连接网络的一种存储设备。它通常由物理存储硬盘、中央处理器 (CPU)、操作系统和网络接口组成。它的工作原理是 NAS 系统通过协议将软件和硬件相结合，数据存储在本机 (即物理存储硬盘)，但支持手机、平板、电脑等设备中数据的自动备份及存储，多终端互联及多人远程线上访问，具有成本较低但运行效率较高的特点。

图表13：专业级 NAS 的构成及工作原理



资料来源：CSDN 博客，华泰研究

跟 U 盘、移动硬盘相比，NAS 存储具有数据安全性高、远程访问、扩展容量大等优点，在数据呈现几何式增长的当下，NAS 存储的市场应用前景广阔。数据安全方面，NAS 支持 RAID 冗余技术，即使单块硬盘损坏，数据仍可通过冗余恢复，避免丢失，同时还支持加密存储、访问权限分层控制等。远程访问方面，NAS 支持局域网和广域网访问，多端 (手机、电脑等)、多人共享文件，支持自动备份手机相册等。扩展性方面，可灵活扩展存储容量，如绿联 DXP4800 支持 4 盘位扩展，单盘最大支持 24TB，远大于移动硬盘的 20TB。正是基于上述优点，NAS 存储适合企业团队协作、家庭影音相册共享等场景。

图表14：NAS 存储和移动硬盘所适用的场景对比

需求场景	推荐方案	理由
家庭影音中心	NAS	支持4K视频解码、多设备共享、AI影视库管理 (如极空间Q4的极影视功能)
企业团队协作	NAS	多用户权限管理、文件实时同步、RAID数据冗余保障
临时备份/便携需求	移动硬盘	即插即用、低成本，适合短期存储或离线备份
高安全性离线数据	移动硬盘+加密功能	物理隔离避免网络风险，适合金融、法律等敏感行业

资料来源：什么值得买，中关村在线，阿里云开发者社区，华泰研究

**NAS 发展趋势：消费级市场和 “AI+”**

**#趋势一：从企业级走向消费级市场**

随着家庭、个人产生的数据指数级积累，NAS 消费级市场正快速兴起。NAS 存储虽然有诸多优点，但初期部署成本较高（主要是硬件+运维），需专业技术团队维护（如安全更新、故障排查）。所以早期 NAS 存储主要面向企业用户，提供私有电子邮件系统、会计数据库、工资单等应用程序。但随着个人及家庭数据存储量的增加，传统移动硬盘逐渐无法满足需求，NAS 存储成为理想替代方案。

产品端，“轻 NAS” 产品初具雏形，应用场景不断多元化。企业用户关注 NAS 产品的扩展性与安全性，而家庭用户侧重产品的易用性与娱乐性。经过多年探索和开发，消费级 NAS 产品具备家庭影音中心、智能相册与备份、小型办公协同等功能，图形化界面、一键备份、多端同步等设计降低了使用门槛。

**图表15：专业级和消费级 NAS 的产品开发思路、硬件配置、软件生态对比**

	专业级NAS	消费级NAS
定义	面向企业、技术团队或高级用户的存储设备，强调高性能、高扩展性及企业级功能	针对家庭、个人用户或小型团队的简化版存储设备，注重易用性、价格亲民及即用型功能
代表品牌	群晖、威联通、铁威马	绿联、极空间、华为家庭存储
目标群体	IT管理员、开发者、影视工作室、中大型企业	家庭影音爱好者、科技小白、小型办公团队
处理器	企业级CPU（如Intel Xeon、AMD EPYC），支持多核多线程，适合高并发任务	中低端CPU（如Intel N系列、ARM架构），功耗低，满足日常存储需求
存储扩展	支持6盘位以上，可扩展至PB级存储，兼容SAS/SATA硬盘及SSD缓存	通常为2-4盘位，最大容量约100TB，依赖SATA和M.2接口
冗余与散热	RAID 6/60、热插拔、冗余电源，工业级散热设计	RAID 0/1/5，单风扇散热，部分支持热插拔（如绿联DXP4800）
操作系统	基于Linux深度定制（如群晖DSM、威联通QTS），支持虚拟化、容器化（Docker/Kubernetes）及多节点集群管理	简化版系统如（绿联UGOS Pro、极空间ZOS），预装影音娱乐、自动备份等即用功能、界面直观
应用生态	iSCSI存储池、数据库托管、邮件服务器、监控系统集成	AI相册分类、自然语言搜索、手机端一键管理

资料来源：什么值得买，群晖科技官网，华泰研究

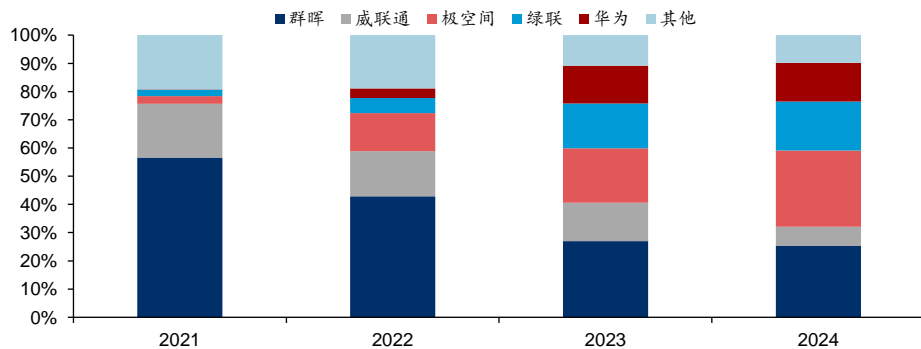
**#趋势二：AI+，成为家庭/个人的智算中心**

随着 AI 的发展，NAS 存储正从“单纯存储”向“智能管理”演进。例如，绿联和极空间的 AI NAS 产品支持自然语言搜索、图像识别（如人像分类、宠物识别）、智能字幕生成等功能，极大提升了数据管理效率。AI 技术还应用于老照片修复、视频优化等场景，增强了用户体验。

**竞争格局：产品发散式创新，格局未定**

行业尚处于早期发展阶段，竞争格局未定，新老势力各有优劣。群晖、威联通等传统品牌具有先发优势，通过提供成熟的运维服务深度绑定企业用户，所以在企业级市场传统品牌占主导地位。国产新势力（如绿联、极空间）则主要布局消费级市场，通过差异化功能与传统品牌进行竞争。久谦数据显示，群晖在国内线上平台的销售额市占率从 2021 年的 54.54% 降至 2024 年的 25.36%，而极空间、绿联的市占率快速上升。

**图表16：2021-24 年国内电商平台 NAS 品牌市占率变化**



资料来源：久谦，华泰研究

通过产品对比，极空间、绿联的产品更加符合 C 端用户需求，不仅易上手，而且价格实惠。我们选取绿联 DXP4800、极空间 Z4 Pro 和群晖 DS923+这三款代表性产品进行对比，硬件性能方面，除了功耗与散热逊于群晖 DS923+，绿联 DXP4800 与极空间 Z4 Pro 都采用了 4 核处理器，存储容量最大可拓展至 100TB 左右，数据读写速度快（采用双 2.5G 网口），综合性能赶超群晖。价格方面，绿联和极空间定价 2000-2500 元，而群晖则要近 5000 元。

图表17：绿联、极空间、群晖畅销款 NAS 产品的性能对比

	绿联DXP4800	极空间Z4 Pro	群晖DS923+
售价	2199元起	2499元起	4950元起
适用场景	家庭影音、小型团队协作	家庭影音、AI 智能管理	企业存储、专业虚拟化需求
处理器	Intel N100 (4核3.4GHz)	Intel N197/N305 (4核3.6GHz)	AMD R1600 (2核2.6GHz)
内存	8GB DDR5 (可扩展至16GB)	8GB/16GB DDR5	4GB (可扩展)
存储扩展	4+2盘位 (最大112TB)	4+2盘位 (最大96TB)	4盘位 (支持扩展柜)
网络接口	双2.5G网口 (链路聚合5Gbps)	双2.5G网口+HDMI2.0输出	双1G网口 (支持万兆扩展)
接口丰富度	前置Type-C 10Gbps、SD卡槽	U.2接口、eSATA扩展	多USB接口、PCIe扩展槽
功耗与散热	48W (单风扇)	49W (双风扇智能调速)	低功耗设计 (企业级稳定)

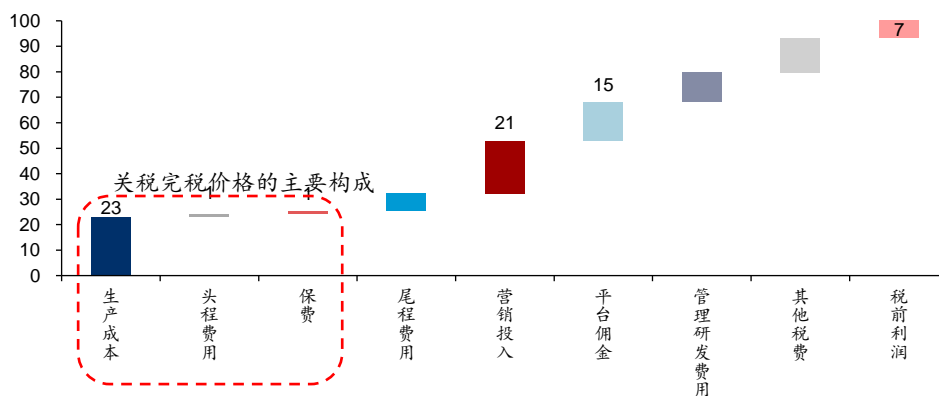
资料来源：绿联、极空间、群晖天猫官方旗舰店，华泰研究

### 美国加征关税的影响

美国关税政策不断升级，对中国充电类产品的关税已提至 30.9%。根据公司招股说明书披露，今年 2 月以前国内充电类产品的美国关税主要为 10.9%。3 月美国宣布对中国所有商品加征 20%的关税，这一政策使得充电类的关税提高至 30.9%。

加征 20%关税带来贸易成本增加，完全转嫁成本或需终端涨价 5%。关税=完税价格×税率，通常完税价格由生产成本、抵达美国前的运输仓储费和保险费构成。据我们测算，终端售价 100 美金的手机充电器的完税价格约 25 美金，加征 20%的关税将额外产生约 5 美金的关税成本，占到终端售价的 5%。

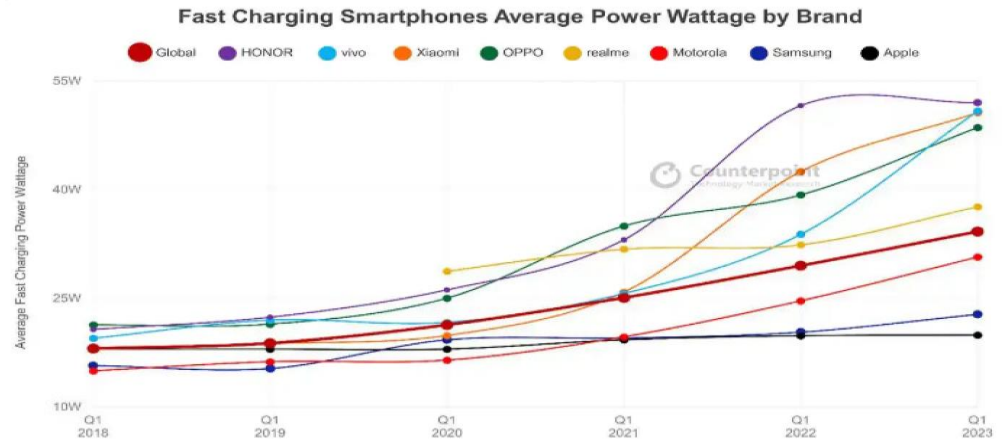
图表18：关税豁免下扫地机的成本、费用、利润构成（按终端售价 100 美金计算）



资料来源：华泰研究

抓住快充技术红利，国内企业有望通过推新卖贵合理转嫁关税成本。根据 counterpoint 的数据，23Q1 全球智能手机平均充电功率 34W，其中中国市场的平均充电功率为 50W，海外市场的充电功率在 30W 左右。我们认为，海外的快充需求尚未被充分开发。通过导入氮化镓快充产品，国内品牌有望通过“涨价”将关税成本转嫁给消费者。

图表19: 关税豁免下扫地机的成本、费用、利润构成 (按终端售价 100 美金计算)

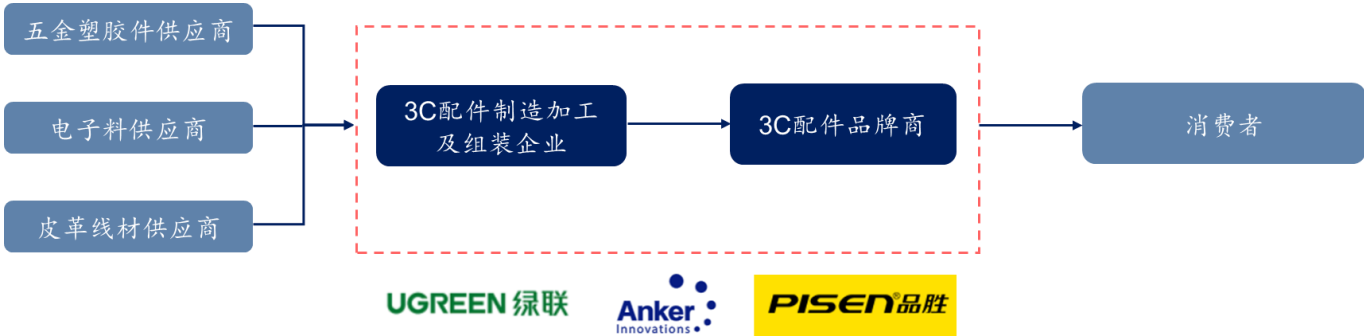


资料来源: counterpoint, 华泰研究

## 核心竞争力：打造柔性快速反应供应链

公司处于 3C 配件产业链的中游，主要进行消费电子产品制造加工、组装及销售。上游主要为五金塑胶、电子料、皮革线材等原料生产商，下游为终端销售市场，其终端客户通常为个人消费者。公司则在产品与消费者之间扮演着至关重要的桥梁角色，即精准洞察需求，打造高品质产品。所以，我们认为产品研发设计能力和品牌营销能力共同构成了公司的核心竞争力。

图表20：绿联科技所在行业产业链

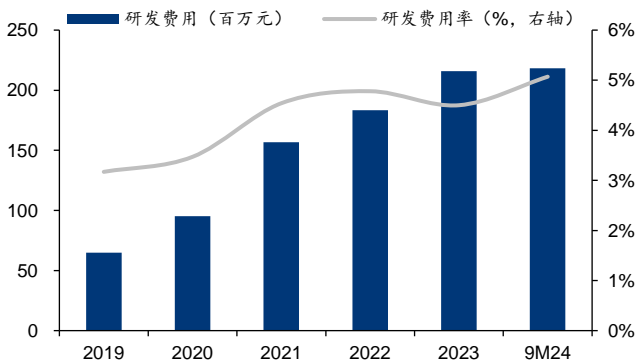


资料来源：公司招股说明书，公司官网，华泰研究

### 注重产品打磨，且研发效率高

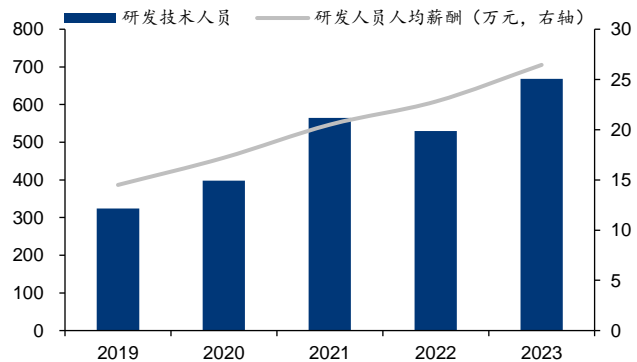
加大研发投入，形成相对完善的研发人才体系。面对智能手机全面普及给 3C 配件市场带来的显著发展红利，公司针对充电类、NAS 私有云、TWS 蓝牙耳机业务领域进行了重点投资，并且在研发人才队伍的建设上也做出了积极储备。公司研发技术人员（包括质检员）从 2019 年的 324 人增加至 2023 年的 668 人，人均薪酬从 2019 年的 14.5 万元涨至 2024 年的 26.5 万元。

图表21：2019 至 2024 年前三季度研发费用及研发费用率情况



资料来源：wind，华泰研究

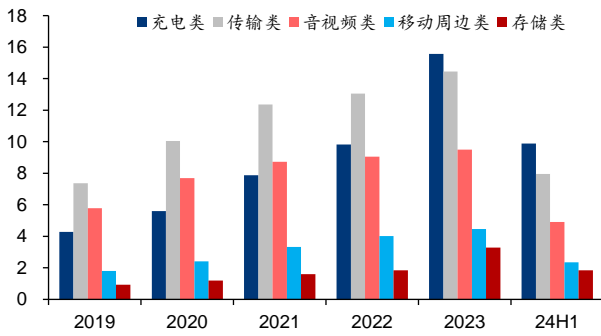
图表22：2019-23 年研发人员数量及人均待遇不断增加



资料来源：公司招股书，华泰研究

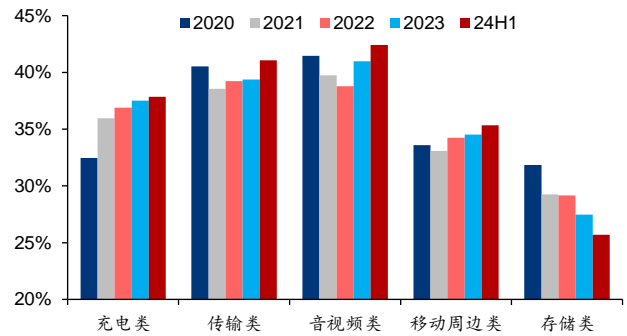
前期研发项目陆续步入收获期，经营边界不断拓宽。分产品看，充电类成为过去 5 年营收增长的主力。2023 年充电类 15.6 亿元，营收占比 32%。2019-2023 年充电类营收 CAGR 达 38.1%，2024 年上半年充电类营收同比+53.5%，增速持续领跑。此外，存储类营收 2023 年同比+77%，24H1 同比+35%。随着 2024 年 9 月第二代 NAS 存储产品的发布，我们认为存储类也有望迎来收获期。

图表23: 2019-1H24 绿联科技分产品营收情况 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 华泰研究

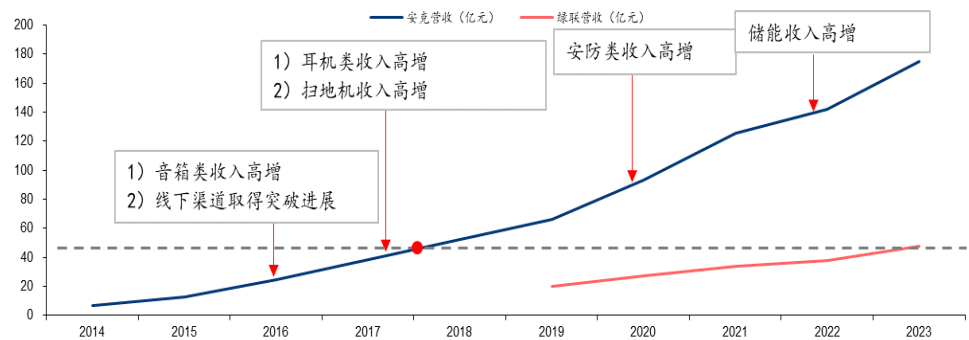
图表24: 2019-1H24 绿联科技分产品毛利率



资料来源: Wind, 华泰研究

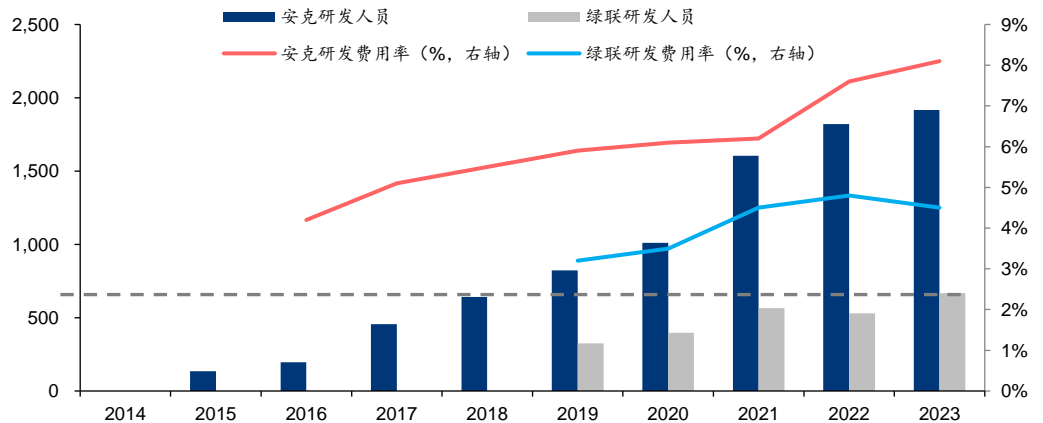
参考安克创新的成长路径, 通过持续的品类拓展、创新, 公司有望不断突破成长天花板。通过对安克创新的营收拆分, 我们认为依托高研发投入, 实现多品类扩张, 打造平台型公司是其发展的底层逻辑。2016年以来安克的研发人员数量和研发费用率持续攀升, 截至2023年研发人员1918名(2016:197名), 研发费用率8.1%(2016:4.2%)。综合营收规模、研发人员数量和研发费用率看, 当下的绿联相当于2018年前后的安克创新, NAS存储、TWS耳机等品类的成功拓展有望支撑绿联实现高质量成长。

图表25: 绿联科技和安克创新营收规模的对比



资料来源: 招股说明书, 公司公告, 华泰研究

图表26: 绿联科技和安克创新研发人员梳理、研发费用率的对比

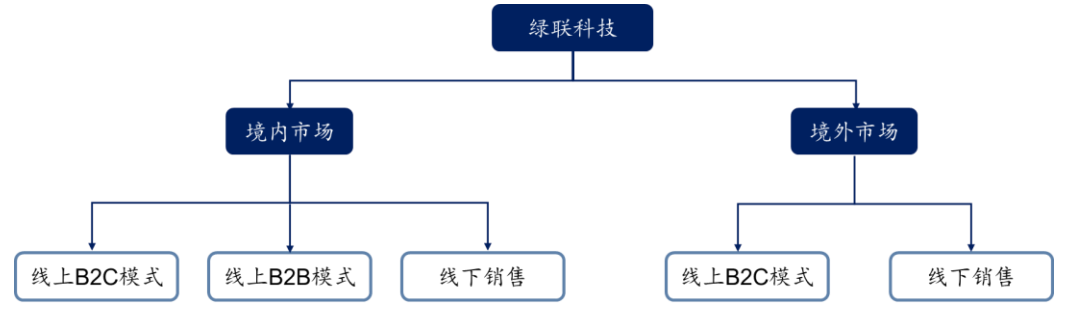


资料来源: Wind, 华泰研究

### 线上/线下相结合的模式实现本地化经营和全球化销售

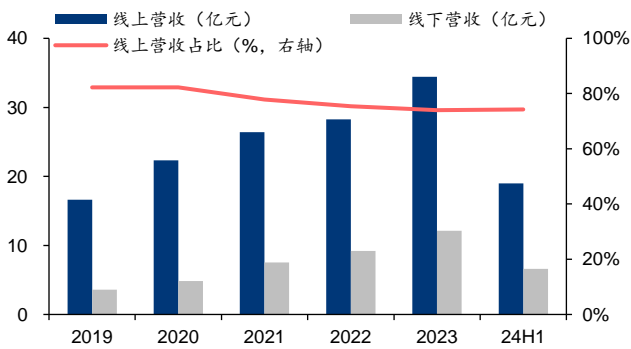
公司采用线上、线下相结合的模式实现全球化销售。公司依托“UGREEN 绿联”品牌布局境内外市场，采用线上、线下相结合的模式，实现在中国、美国、英国、德国、日本等全球多个国家和地区的销售。分渠道看，公司于2012年创立之初便开始通过电商平台进行销售，2021-2023年公司线上收入占比均在70%以上。线上销售渠道中，亚马逊、京东及天猫占据公司大部分线上收入来源，2023年合计占比65%。

图表27：绿联科技销售模式



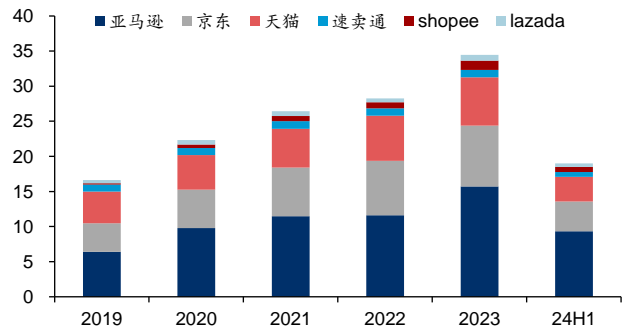
资料来源：绿联科技招股说明书，华泰研究

图表28：2019-24H1 线上线下渠道营收及占比情况



资料来源：公司招股说明书，公司半年报，华泰研究

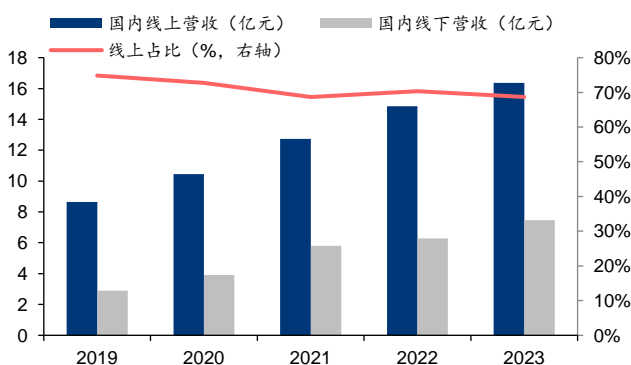
图表29：2019-1H24 绿联科技不同电商平台的营收 (单位：亿元)



资料来源：公司招股说明书，公司半年报，华泰研究

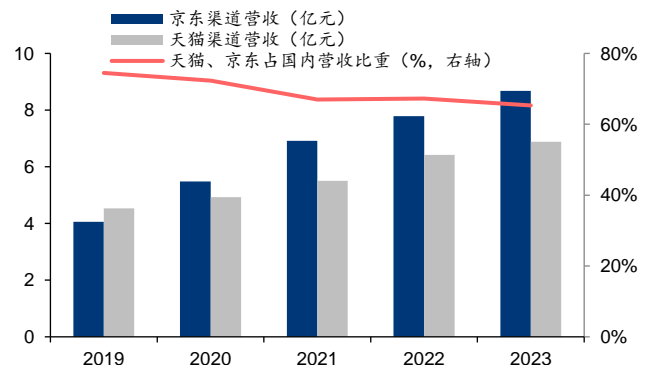
1) 天猫、京东：国内主要销售渠道，2023年京东天猫合计占到境内营收的65%。公司在天猫、京东POP等平台店铺主要采取线上B2C模式，京东自营店铺采取线上B2B模式。但不论哪种模式，线上店铺的运营均由公司自行组建的销售团队负责。从2012年成立至今，公司深耕天猫、京东渠道，积累了丰富的行业资源和运营经验，曾获得“阿里巴巴王者店铺”、“京东年度好店”等荣誉。

图表30：2019-23 年国内线上线下渠道营收及占比情况



资料来源：公司招股书，华泰研究

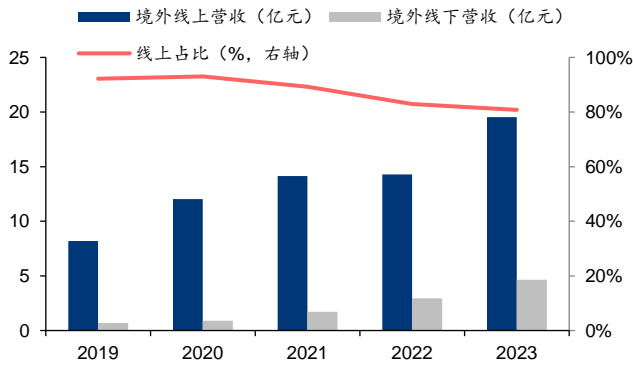
图表31：2019-23 年国内营收主要来自天猫、京东



资料来源：公司招股书，华泰研究

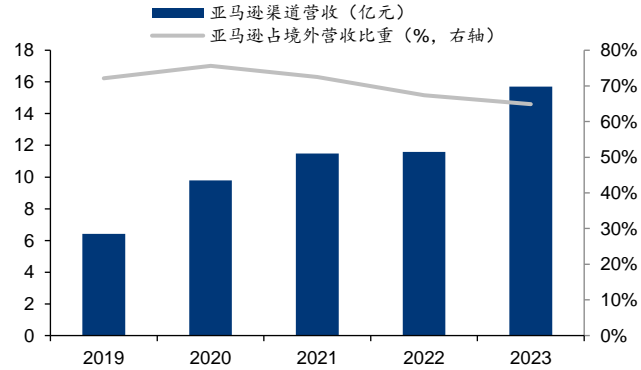
2) **亚马逊**：主要销售站点包括德国、法国、日本及北美站点，占到境外营收的 65%。公司在亚马逊平台申请店铺并负责运营，为线上 B2C 模式。同时，公司将所售产品出口运输到海外亚马逊 FBA 仓，由亚马逊提供储存、配送、退换货等服务。通过多年的运营，公司主要产品持续入选亚马逊平台最畅销产品(Best Seller)、亚马逊之选(Amazon's Choice)，品牌全球影响力持续提升。

图表32：2019-23 年海外线上、线下渠道营收及占比情况



资料来源：公司招股书，华泰研究

图表33：2019-23 年海外营收主要来自亚马逊平台

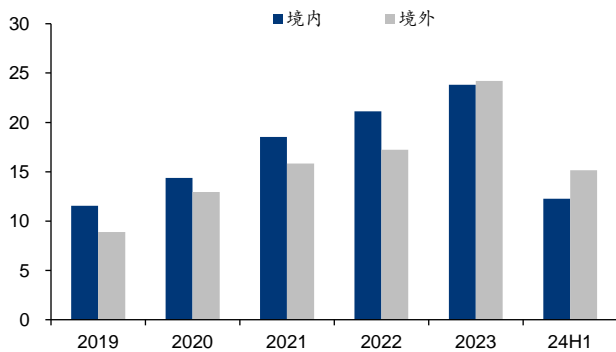


资料来源：公司招股书，华泰研究

**出海打开营收天花板，2023 年境外营收比重首次超过 50%**。2019 年至今公司加大海外市场布局，2023 年境外营收 24.21 亿元，营收比重 50.4%，较 2019 年提升 6.8pct。2024 年上半年境外营收增长依旧高于国内，营收比重进一步提高至 55.35%，同比提升 5.8pct。

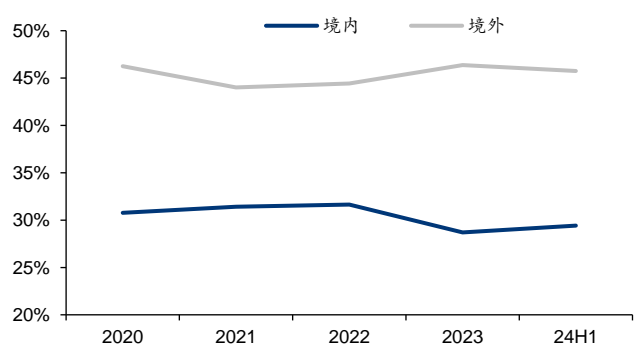
毛利率方面，境外毛利率高于境内，这主要得益于海外定价较高。2020 年至今境外毛利率在 44.0%-46.5%之间波动，而国内毛利率自 2023 年以来震荡回落。2023 年国内毛利率 28.7%，同比-2.94pct。2024 年上半年国内毛利率 29.41%，同比-0.97pct。

图表34：2019-1H24 绿联科技分区域营收情况 (单位：亿元)



资料来源：公司招股说明书，公司半年报，华泰研究

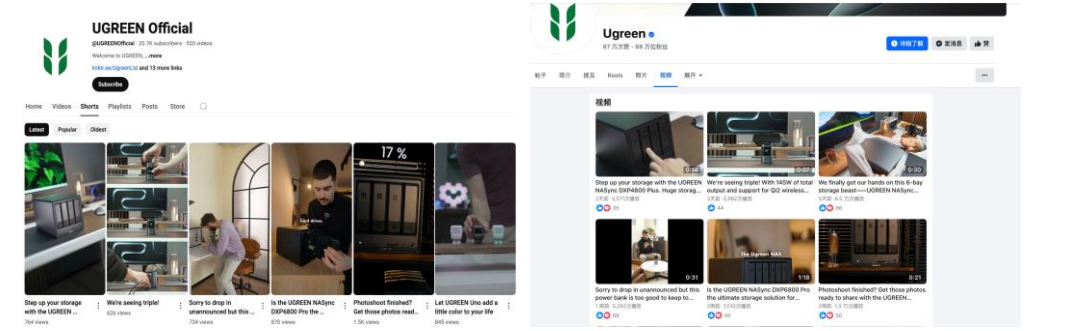
图表35：2019-1H24 绿联科技境内外毛利率



资料来源：公司招股说明书，公司半年报，华泰研究

**公司的出海策略是以社媒营销为主，搭建全方位营销矩阵**。公司在不同社媒平台采取有针对性的推广策略，比如，在 Facebook 上举办新品发布直播活动，直接与用户互动，展示新产品的独特功能；在 YouTube 和 TikTok 上进行与产品相关的内容创作，通过详细的产品介绍和实用的使用教程，将产品传递给用户。通过在 Facebook、Instagram、YouTube、TikTok 等热门社媒平台的长期运营，公司不仅提升了品牌知名度，还增加了品牌与用户之间的互动，反哺产品的本地化开发、设计。

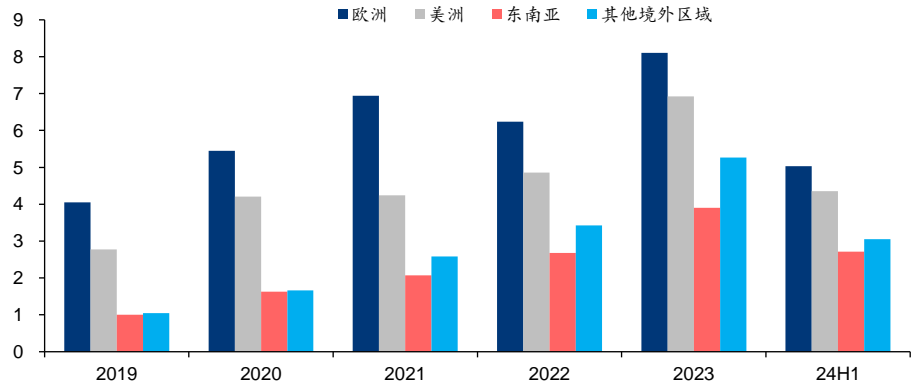
图表36：绿联搭建起涵盖 Facebook、YouTube 等社媒平台的内容营销矩阵



资料来源：绿联 YouTube、Facebook 官方账号，华泰研究

从欧洲到北美再到东南亚，公司已具备全球化运营能力。通过复用社媒营销能力，公司开启全球化扩展。分区域看，欧美是公司出海的主要市场，2023 年欧美占境外营收的 62%。但从区域营收增速看，2020-2023 年东南亚营收 CAGR=40.29%，东南亚有望接力欧美成为下一个增长引擎。

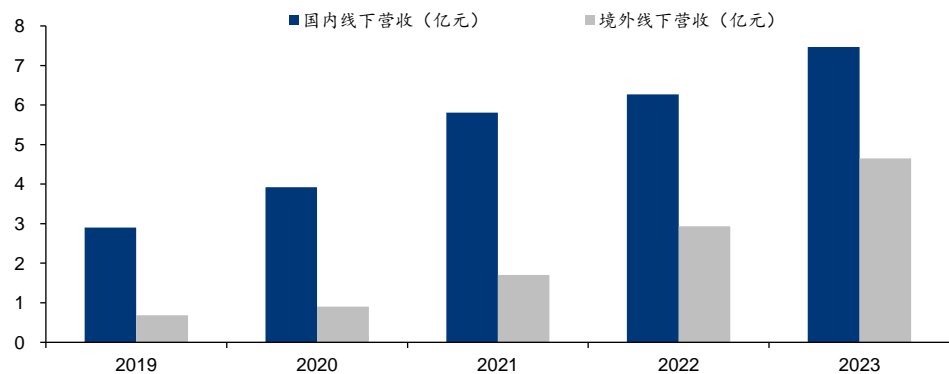
图表37：2019-24H1 绿联境外不同区域营收规模（单位：亿元）



资料来源：公司招股书，华泰研究

3) 线下：加大线下渠道布局力度，了解客户真正需求从而更好实现产品迭代。线上渠道有助于快速形成大规模销售，而线下渠道的布局才是后续发展动力的关键。随着全球品牌影响力的提升，公司加快海外线下渠道渗透。公司在美国、德国、日本等关键市场建立办公室，并在全球十几个国家完成公司注册。通过在重要国家设立分子公司和招募当地人才，公司能够更好地理解和融入当地市场，从而有效进行本地化经营。2023年境外线下营收4.65亿元，同比+58%。经过多年的探索、运营，境外营收开始保持高速增长。

图表38：2019-23 年绿联境内外线下渠道营收情况



资料来源：公司招股书，华泰研究

## 传统主业增长稳健，第二成长曲线可期

### 充电类：抓住快充技术普惠红利，产品结构升级趋势明确

公司布局多条氮化镓快充产品线，涵盖充电器、充电宝、插线板等多种品类。随着成本下降和技术迭代，氮化镓快充有望全面取代传统快充。基于这一发展趋势，公司率先将氮化镓技术全面推广，2024年推出多款百瓦快充产品，包括充电器、充电宝、插线板等，支持快速、稳定的充电，满足多样化需求。

图表39：绿联京东官方旗舰店热销的氮化镓高瓦数产品

分类	产品	USB接口类型	USB输出功率/W	售价/元
充电器	绿联闪充湃300W氮化镓充电器	4C1A	300	579
	绿联闪充湃Pro 160W氮化镓充电器	3C1A	160	249
	绿联闪充湃140W氮化镓充电器	2C1A	140	169
	绿联闪电 GaNx140W充电器	2C1A	140	199
	绿联闪充湃Pro 100W氮化镓充电器	2C1A	100	199
	绿联闪充湃100W氮化镓充电器	3C1A	100	149
充电宝	绿联能量湃Pro 300W移动电源	3C2A	300	479
	绿联能量湃Pro 200W充电宝	2C1A	200	329
	绿联能量湃145W充电宝	2C1A	145	229
	绿联能量湃Pro 130W移动电源	2C1A	130	229
	绿联能量湃Pro 100W充电宝	1C1A	100	179
插线板	绿联200W智充魔方Ultra+	4C1A	200	463
	绿联140W智充魔方Ultra+	2C1A	140	379
	绿联100W智充魔方Pro	3C1A	100	199
数据线	绿联雷电4数据线	C-C	100	199
	绿联140W强磁吸快充线	C-磁吸	140	268
	绿联全功能USB-C数据线	C-C	240	79
	绿联灵韧双USB-C数据线	C-C	100	30.9
	绿联USB-C 6A快充数据线	A-C	100	14.9
户外电源	绿联星辰户外电源GS2200	4C2A	140	5479
	绿联户外电源GS1200	2C2A	100	2079

资料来源：绿联京东官方旗舰店，华泰研究

凭借过硬的产品品质，公司的氮化镓快充获得国内用户认可，线上销售占比稳步提升。久谦数据显示，24Q4公司线上销售额TOP10充电器中7款为氮化镓快充，合计占比30%。随着公司氮化镓产品矩阵的扩充，氮化镓快充对普通快充形成了明显的分流作用，比如30W充电器的销售额占比从23Q1的15.25%降至24Q4的6.73%，而30W/45W氮化镓快充、30W氮化镓的销售占比在快速提升。

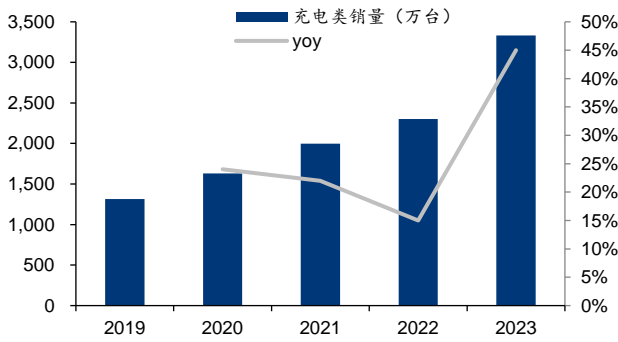
图表40：全新的绿联NAS私有云存储产品提供高配置（以DXP4800为例）

SKU名称	销售渠道	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4
绿联30W/45W氮化镓充电器	天猫	2.54%	3.40%	5.18%	8.63%	7.62%	7.84%	4.65%	7.14%
绿联30W充电器	天猫	15.25%	10.00%	11.88%	11.16%	8.23%	7%	6.92%	6.73%
绿联65W氮化镓充电器	天猫	4.54%	5.82%	4.75%	4.63%	4.89%	5.12%	5.65%	4.83%
绿联100W氮化镓充电器套装	京东	3.64%	7.77%	6.80%	3.86%	2.95%	3.21%	3.78%	4.83%
绿联30W氮化镓充电器	京东			0.01%	2.21%	4.18%	4.07%	2.99%	3.94%
绿联65W氮化镓充电器	京东	7.20%	7.84%	7.53%	4.47%	4.50%	4.38%	3.94%	3.44%
绿联100W氮化镓充电器套装	天猫	1.52%	1.96%	2.64%	2.17%	2.43%	2.79%	3.41%	3.42%
绿联10W充电器	天猫	1.35%	1.23%	2.66%	1.99%	1.86%	2.54%	3.71%	2.50%
绿联160W氮化镓充电器套装	京东				0.05%	0.25%	0.69%	2.39%	2.49%
绿联20W充电器	天猫	1.77%	2.13%	2.33%	2.08%	2.11%	3.08%	3.03%	2.36%
合计		37.81%	40.15%	43.78%	41.25%	39.02%	40.72%	40.47%	41.68%

资料来源：绿联科技美亚官网，华泰研究

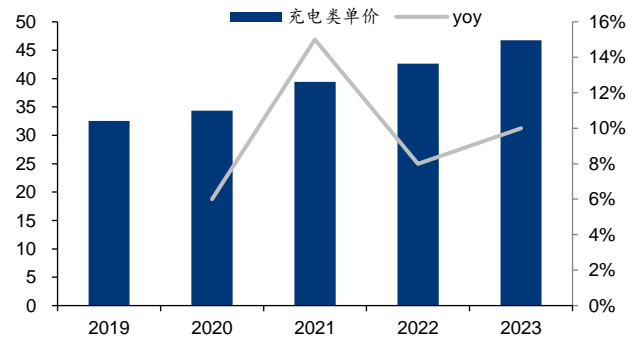
氮化镓产品催生一轮“换新潮”，公司充电类产品有望量价齐升。从量价维度看，2019-2023年公司充电类营收的增长主要依靠销量驱动，2023年销量达3331万个，是2019年的2.5倍。这主要得益于：1) 2020年手机厂商取消附赠原装充电器后第三方充电器市场的发展；2) 公司全球化布局的见效，加速海外扩张。展望未来，我们认为随着氮化镓产品的加速渗透，目前还在使用低瓦数、普通快充的消费者“换新”意愿不断提升。3C用户基数庞大，更新需求或将让公司充电类产品迎来量价齐升。

图表41：2019-2023 年充电类产品销量表现



资料来源：公司招股书，华泰研究

图表42：2019-2023 年充电类产品均价表现



资料来源：公司招股书，华泰研究

### NAS 存储：新一代产品落地，第二增长曲线加速形成

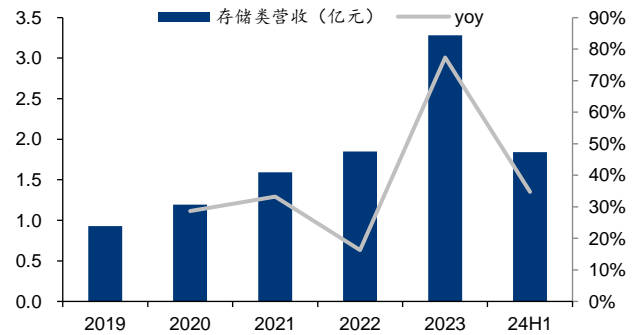
公司的存储类产品主要有移动硬盘、磁盘阵列存储柜和 NAS 存储。随着智能设备的普及，个人和家庭产生海量的数据，传统、单一的移动硬盘已不能有效满足消费者的数据存储和管理需求。2019 年公司从移动硬盘、磁盘阵列存储柜延伸至 NAS 存储，2020 年第一款 NAS 存储产品投放市场。2023 年存储类营收 3.28 亿元，占整体营收的 6.8%，2020-2023 年营收 CAGR=37%。2024 年上半年存储类营收 1.84 亿元，同比+34.73%，延续以往的增长态势。所以 2019 年至今公司在不断探索新的产品解决方案。综合来看，存储类尚处于培育阶段。

图表43：公司存储类产品有移动硬盘、NAS 私有云存储等



资料来源：公司招股书，华泰研究

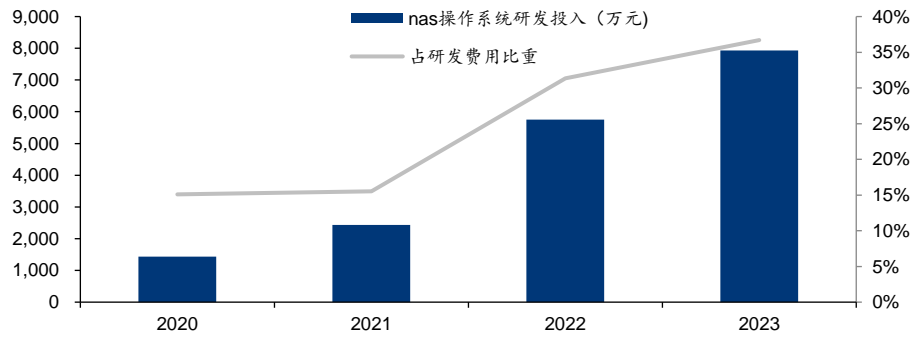
图表44：2019-24H1 绿联科技存储类营收情况



资料来源：Wind，华泰研究

公司将 NAS 存储作为核心增长潜力的领域进行战略布局。公司敏锐察觉到 NAS 在家用、个人市场上的空白，于是基于 ARM 架构开发 NAS 品类。2020-2023 年公司仅是在 NAS 私有云存储操作系统及应用开发的累计投入达到 1.75 亿元，占同期研发费用的 26.88%。截至 2022 年 6 月，公司已完成 4 项 NAS 存储核心技术的自主研发，解决了传统 NAS 产品存在的安全性不高、传输速度受限等问题。

图表45：2020-23 年公司在 NAS 领域的研发投入情况



资料来源：绿联科技招股说明书，华泰研究

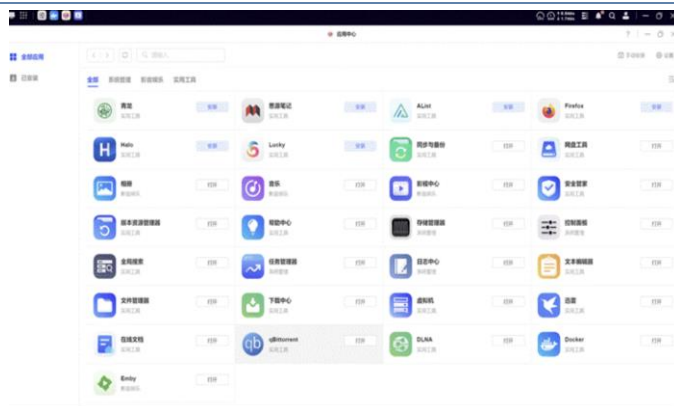
图表46：截至 2022 年 6 月公司在 NAS 存储领域掌握的核心技术

核心技术名称	技术说明	行业技术现状及技术先进性	技术来源
智能终端管理系统	该系统采用微服务架构设计，主要包括用户管理中心、终端设备管理中心、权限管理中心、软件管理中心、数据统计中心、网络通讯中心等模块。可以实现多类型智能产品统一管理，形成产品全生命周期运营的闭环，为各个产品的迭代升级和运营模式提供科学的数据基础和决策支持。	目前行业大多选用通用的运营管理系统，管理模式相对固定，缺乏灵活性，跟企业匹配度较低。该系统为自主开发，具备高扩展、高并发、高安全性的优势，以适应公司智能生态的高速发展，从使用上提供了规范管理、快速排查、科学统计的途径，达到业内高标准的智能产品管理模式。	自主研发
一种嵌入式私有云存储系统	该系统专注于个人或家庭轻量级网络存储场景，具备私密性高、传输速度快与存储容量大等特点，并且配套Windows、Mac、iOS、Android 等常见系统平台的客户端	行业内公有云存储产品存在私密性不足，传输速度受限等问题。而传统的NAS产品系统配置复杂，用户体验不佳。该系统很好地解决了上述问题，并且具备拓展更专业的应用模式，能够满足中高端应用场景的需求。	自主研发
一种非递归式海量文件扫描传输技术	该技术主要利用树形目录结构遍历算法进行文件扫描，并且在传输过程中保证了目录结构与文件信息的完整性，支持批量文件断点续传以及海量文件存储等各种复杂场景的应用。	目前行业内在实现海量文件传输功能上容易出现程序卡顿、任务错乱、漏传等问题。该技术保障了海量文件批量操作的稳定性和完整性，显著提升了用户体验。	自主研发
一种碎片数据读写加速技术	该技术主要利用了固态硬盘 SSD 的高速读写特性与NVMe协议，再通过研发系统内核逻辑算法实现。使得机械硬盘在产品上进行数据读写时，能达到高IOPS、低延时和高带宽的体验，极大提高软件运行效率和碎片数据读写速度。	目前NAS产品的存储介质主要是机械硬盘，存在随机读写性能不足，传输速度慢，软件运行效率低等问题。该技术极大提高了碎片文件存储速率，并且有效提高热数据的读写速度。	自主研发

资料来源：绿联科技招股说明书，华泰研究

在安全、好用的基础上，近 2 年公司加快各类应用生态的开发，尤其是 AI 技术的赋能，推动 NAS 存储从专业级向消费级的跨越。2024 年 9 月全新的绿联 DXP2800、4800 等多款 NAS 存储产品正式上架亚马逊美国、德国站点。在经历多次内测、优化后，第二代 NAS 存储产品不仅传输速度更快，而且推出了官方和三方应用，支持一键安装部署，丰富场景功能。今年 1 月美国 CES 展期间，公司推出旗下首款 AI NAS 存储产品，内置大型语言模型 (LLM)，用户可通过语音或文本指令快速检索文件、生成会议纪要，甚至训练本地化 AI 模型，标志着 NAS 从“数据存储”向“数据管理”的进化。

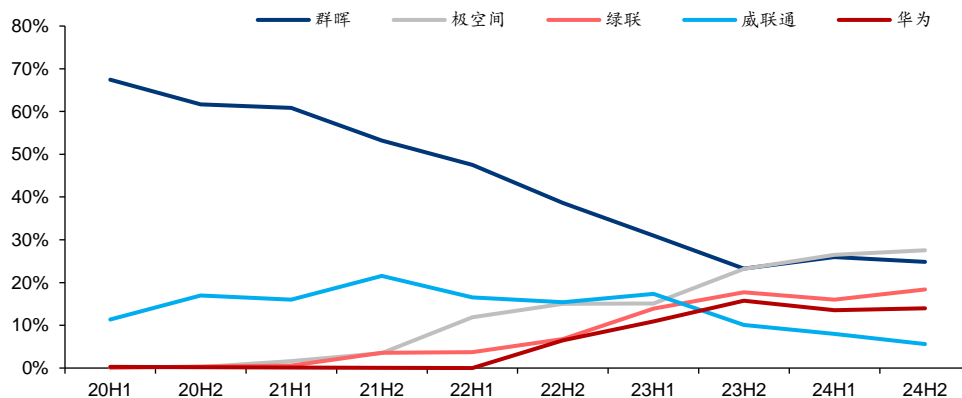
图表47：全新的绿联 NAS 存储提供官方和第三方应用 (以 DXP4800 为例)



资料来源：绿联科技美亚官网，华泰研究

公司有望重新定义消费级 NAS 存储产品，并重塑品牌格局。AI 技术的探索和消费级应用程序的开发展示了公司对市场需求的深刻理解和快速响应能力。通过对产品的不断重新定义，公司有望引领消费趋势，最终成为新领导者。久谦数据显示，随着绿联 NAS 存储产品的不断迭代，公司国内线上渠道的销售额占比稳步提升，2023 年以来线上市场份额稳居前三，24 年下半年绿联的市占率创新高达到 18.38%。

图表48：2020-24 年国内线上主要 NAS 品牌的市场份额情况



资料来源：久谦，华泰研究

## 盈利预测

我们预计 2024/2025/2026 营业收入分别为 62.59/79.47/96.22 亿元，同比变化 30.3%/27.0%/21.1%，核心驱动因素是快充技术革新给充电配件市场带来的增长红利和 NAS 存储业务从 1 到 10 的成长。

### 充电类产品

2020-2023 年充电类营收的复合增速为 40.6%，主要靠销量驱动，其背后是手机厂商不附赠充电器带来的需求外溢。公司也抓住这一产业机遇实现全球市场的进一步扩张。近年随着氮化镓快充技术的成熟，我们认为氮化镓快充有望催生一轮充电配件“换新”潮，叠加全球 3C 用户基数庞大，2024-2026 年充电类有望出现量价齐升的良好态势。我们预计 2024-2026 年充电类销量 CAGR=36.6%，营收 CAGR=39.57%。

### 传输类产品

2020-2023 年传输类产品收入的复合增速为 18.0%，增长主要来源于海外市场的扩张，2020 年以来公司在北美、东南亚地区的品牌影响力快速提升。基于此，我们预计 2024-26 年公司传输类产品收入同比分别为+20%、+15%、+10%，主要增量预计来自于扩展坞这样的大单品在境外市场的增长。

### 音视频类产品

2021-2023 年音视频类产品收入的复合增速为 4.3%，增长主要来源于：高清线、音频线、无线投屏器等产品进入海外市场。上述产品已步入成熟稳定期，2023 年公司单独成立 TWS 耳机团队，加大产品开发。2024 年公司 TWS 耳机产品矩阵不断扩充。受益于 TWS 耳机的庞大市场容量，我们预计 2024-2026 年公司音视频类产品收入分别为+13%、+10%、+10%。

### 存储类产品

2020-2023 年存储类收入的复合增速达 43.6%。其中，增长主要来源于：1) 移动硬盘产品拓展海外市场；2) 新产品的推出，例如公司推出第一代 NAS 私有云存储、磁盘阵列等新产品，带来新产品的增量以及未来的潜在增长点。2024 年 9 月公司推出第二代 NAS 私有云存储产品，有望打开海外空白市场。基于此，我们认为 2024 年公司存储类新老产品交替，预计营收同比+30%，较 2023 年放缓。但随着 2025 年新产品的推广，2025-26 年的营收同比预计分别为+57%和+61%。

图表49：绿联科技按产品类别拆分营收情况

(人民币百万)	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	3446.35	3839.32	4802.65	6259.03	7946.97	9621.62
传输类产品	1235.39	1304.95	1444.71	1727.87	1991.55	2192.49
同比	22.89%	5.63%	10.71%	19.6%	15.3%	10.1%
销量 (百万个)	33.15	34.25	39.27	45.16	51.03	55.63
单价 (元/个)	37.27	38.10	36.79	38.26	39.02	39.41
音视频类产品	872.65	904.65	949.88	1076.21	1186.53	1308.14
同比	13.52%	3.67%	5.00%	13.3%	10.3%	10.3%
销量 (百万个)	20.98	20.43	21.62	23.78	24.97	26.22
单价 (元/个)	41.59	44.27	43.93	45.25	47.51	49.89
充电类产品	787.69	981.48	1557.18	2417.52	3386.46	4233.08
同比	40.48%	24.60%	58.66%	55.3%	40.1%	25.0%
销量 (百万个)	19.97	23.01	33.08	49.62	67.48	84.35
单价 (元/个)	39.44	42.65	47.07	48.72	50.18	50.18
移动周边类产品	332.32	401.13	446.84	513.87	590.95	679.59
同比	37.14%	20.71%	11.40%	15.00%	15.00%	15.00%
销量 (百万个)	10.81	11.79	13.56	15.59	17.93	20.62
单价 (元/个)	30.74	34.02	32.96	32.96	32.96	32.96
存储类产品	159.06	185.00	328.12	425.24	668.91	1073.60
同比	33.27%	16.31%	77.36%	29.6%	57.3%	60.5%
销量 (百万个)	2.11	2.03	2.41	2.89	4.13	6.19
单价 (元/个)	75.44	91.18	136.42	147.33	162.07	173.41

资料来源：公司招股说明书，华泰研究预测

毛利率方面，公司毛利率主要受产品结构和运费的影响。根据公司招股说明书，2023年运费占营收比重为10.8%，较2021年下降1.9pct，主要系海运运费从高位持续下降和规模效应释放所致。另外，随着新品的导入，产品结构优化也对毛利率提升产生积极影响。分业务看，1) 氮化镓快充的技术附加值高于普通快充，随着氮化镓快充的加速渗透，我们预计充电类2024-26年毛利率分别为37.8%、38.2%、38.6%；2) 基于全新一代NAS产品的加速落地，我们预计2025年存储类毛利率有望明显提升，2024-26年毛利率分别为27.0%、35.0%、37.0%；3) 传输类、音视频类、移动周边类产品成熟，但得益于高毛利率的海外业务营收占比提升，我们预计上述品类的毛利率仍将保持稳步提升的趋势。结合公司毛利率的驱动因素，我们认为2024-2026年公司毛利率分别为37.6%、38.3%和38.7%。

图表50：绿联科技按产品类别拆分毛利率情况

(人民币百万)	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
毛利率	37.1%	37.4%	37.6%	37.6%	38.3%	38.7%
传输类产品	38.5%	39.2%	39.4%	39.5%	39.7%	40.0%
音视频类产品	39.7%	38.8%	41.0%	41.0%	41.3%	41.5%
充电类产品	36.0%	36.9%	37.5%	37.8%	38.2%	38.6%
移动周边类产品	33.1%	34.2%	34.5%	34.7%	35.0%	35.2%
存储类产品	29.2%	29.2%	27.5%	27.0%	35.0%	37.0%

资料来源：公司招股说明书，华泰研究预测

**费用预测:**1) 2021年至今公司销售费用率逐年上升, 2024年前三季度销售费用率为19.65%，同比+0.27pct，主要系加大海外新品推广所致。2024年9月全新的NAS私有云存储产品上架美亚，我们认为2024-25年公司销售费用率仍将维持在较高水平，故预计2024-2026年销售费用率分别为19.3%、19.6%和19.8%。2) 2024年前三季度公司管理、研发费用率分别为4.34%、5.07%，同比分别为-0.43pct、+0.48pct。随着营收规模的快速增长公司管理费用率已经从高位回落，而研发费用率也有望随着全新NAS私有云产品的上市逐步回落，故预计2024-2026年管理费用率分别为4.7%、4.3%和4.2%，研发费用率分别为4.7%、4.5%和4.3%。

图表51：绿联科技四项费用预测

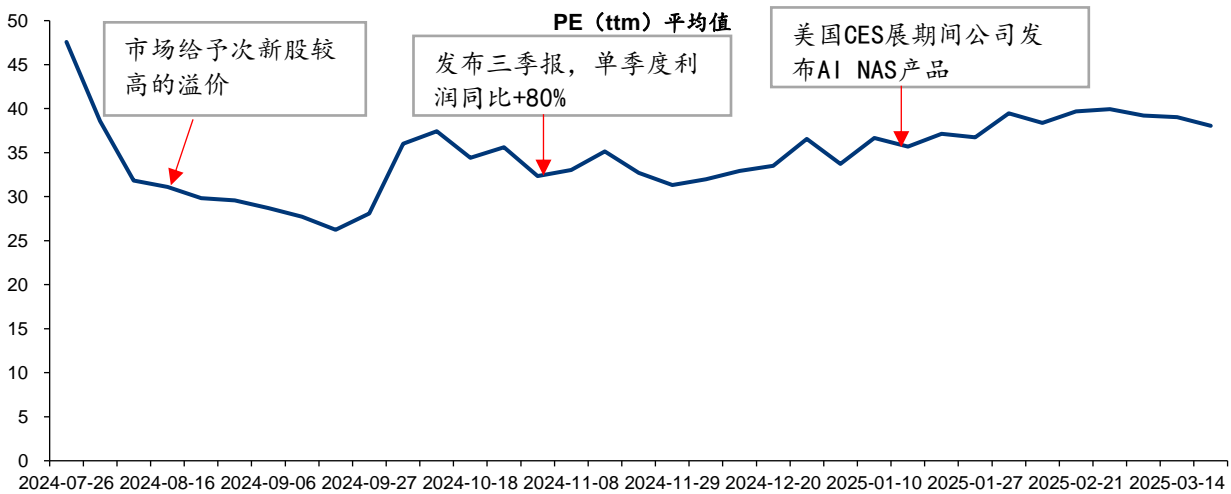
	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
销售费用率	16.9%	17.3%	19.0%	19.3%	19.6%	19.8%
管理费用率	4.7%	5.1%	4.4%	4.7%	4.3%	4.2%
研发费用率	4.5%	4.8%	4.5%	4.7%	4.5%	4.3%
财务费用率	0.5%	0.1%	-0.1%	-0.4%	-0.5%	-0.3%
四项费用合计	26.6%	27.3%	27.8%	28.3%	27.9%	27.9%

资料来源：招股说明书，华泰研究预测

综合对公司收入、毛利率及期间费用的预测，我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 4.80 亿元、6.74 亿元和 8.44 亿元，同比分别为+23.9%、+40.5%和+25.2%，对应 EPS 分别为 1.16、1.63 和 2.03 元。

**如何理解和把握绿联科技的投资机会？业绩高增长消化估值。**2024 年 7 月底公司登陆 A 股市场，上市首日股价上涨 115%，当日收盘价对应的 PE (ttm) 为 47.58 倍。作为次新股，公司股价享受较高的估值溢价，此后股价进入调整状态。2024 年公司发布三季报，单三季度营收同比+27.0% (24H1: +29.3%)、归母净利润同比+80.5% (24H1: +11.3%)。受业绩增长加速的催化，公司 PE (ttm) 在 32 倍附近企稳。今年 1 月美国 CES 展期间公司发布旗下首款 AI NAS 产品，NAS 产品快速迭代，第二成长曲线加速形成，公司 PE (ttm) 中枢继续上移。总体来看，受益于营收、业绩高增长以及第二成长曲线预期，公司股价有望享受一定的估值溢价。

图表52：上市以来公司发展的重要事件及估值复盘



资料来源：Wind，公司公告，华泰研究

一方面，我们选择以跨境电商为主业的安克创新为可比公司，另一方面我们选择布局充电类的公牛集团、奥海科技作为可比公司。截至 3 月 26 日，可比公司 2025 年平均 PEG 为 1.18。我们给予公司 2025 年 1.18 倍 PEG，2025-26 年归母净利润复合增速 32.61%，对应 2025 年目标价 62.72 元，首次覆盖给予“买入”评级。

图表53：行业可比公司 Wind 一致预期 PE

证券代码	证券简称	PE				归母净利润 (百万元)				2025-26 年归母净利复合增速	2025 年 PEG
		2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E		
300866 CH	安克创新	22.30	26.29	21.43	17.82	1614.87	2043.52	2507.15	3014.53	21.46%	1.00
603195 CH	公牛集团	22.03	21.44	19.46	17.55	3870.14	4366.8	4809.49	5333.51	10.52%	1.85
002993 CH	奥海科技	23.85	27.19	19.96	16.21	440.94	437.50	596.00	734.00	29.53%	0.68
平均											
301606 CH	绿联科技	43.53	35.15	25.02	19.99	387.52	479.97	674.28	844.02	32.61%	

注：均为 Wind 一致预测，数据截至 2025/3/26。

资料来源：Wind、Bloomberg、华泰研究

### 风险提示

**市场竞争加剧。**如果扫地机市场竞争持续加剧，可能会对公司的盈利能力造成影响。

**关税风险。**如果海外国家或地区针对中国制造的商品加征关税，关税成本的增加将带来公司成本上升，盈利能力有可能下降。

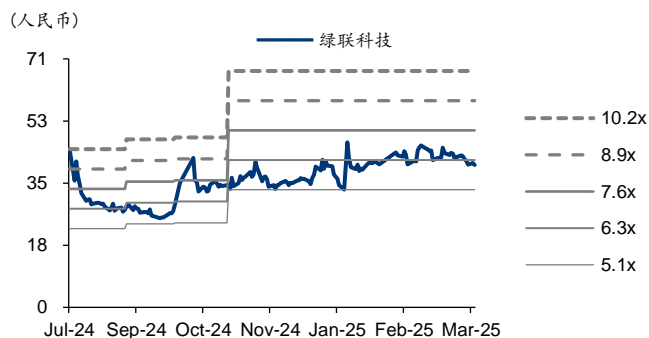
**新品不及预期风险。**扫地机需求的开发主要依靠技术创新、产品迭代。若公司产品创新不及预期，可能对经营产生不利影响。

图表54：绿联科技 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

图表55：绿联科技 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

## 免责声明

### 分析师声明

本人，樊俊豪、黄礼悦、周衍峰、谢春生，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

### 一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

### 中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

### 香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 绿联科技（301606 CH）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司实益持有标的公司的市场资本价值的 1%或以上。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 [https://www.htsc.com.hk/stock\\_disclosure](https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure) 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

### 美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

### 美国-重要监管披露

- 分析师樊俊豪、黄礼悦、周衍峰、谢春生本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 绿联科技（301606 CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前的 12 个月内担任了标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 绿联科技（301606 CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前 12 个月内曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 绿联科技（301606 CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司实益持有标的公司某一类普通股证券的比例达 1%或以上。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

### 新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第 32C 条的规定分发其在华泰内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所分发的信息相关的事宜。

## 评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力(含此期间的股息回报)相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500 指数, 台湾市场基准为台湾加权指数, 日本市场基准为日经 225 指数, 新加坡市场基准为海峡时报指数, 韩国市场基准为韩国有价证券指数, 英国市场基准为富时 100 指数), 具体如下:

## 行业评级

**增持:** 预计行业股票指数超越基准  
**中性:** 预计行业股票指数基本与基准持平  
**减持:** 预计行业股票指数明显弱于基准

## 公司评级

**买入:** 预计股价超越基准 15% 以上  
**增持:** 预计股价超越基准 5%~15%  
**持有:** 预计股价相对基准波动在-15%~5%之间  
**卖出:** 预计股价弱于基准 15% 以上  
**暂停评级:** 已暂停评级、目标价及预测, 以遵守适用法规及/或公司政策  
**无评级:** 股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

## 法律实体披露

**中国:** 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J  
**香港:** 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809  
**美国:** 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231  
**新加坡:** 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问。公司注册号: 202233398E

## 华泰证券股份有限公司

**南京**  
南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码: 210019  
电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521  
电子邮件: ht-rd@htsc.com

**深圳**  
深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码: 518017  
电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062  
电子邮件: ht-rd@htsc.com

**北京**  
北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层/  
邮政编码: 100032  
电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275  
电子邮件: ht-rd@htsc.com

**上海**  
上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码: 200120  
电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068  
电子邮件: ht-rd@htsc.com

## 华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中 99 号中环中心 53 楼  
电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123  
电子邮件: research@htsc.com  
<http://www.htsc.com.hk>

## 华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道 280 号 21 楼东(纽约 10017)  
电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702  
电子邮件: Huatai@htsc-us.com  
<http://www.htsc-us.com>

## 华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心 1 号大厦, #08-02, 新加坡 018981  
电话: +65 68603600  
传真: +65 65091183

©版权所有 2025 年华泰证券股份有限公司