

汽车	收盘价 港元 6.50	目标价 港元 6.24	潜在涨幅 -4.0%	2024年9月3日
----	----------------	----------------	---------------	-----------

绿源集团 (2451 HK)

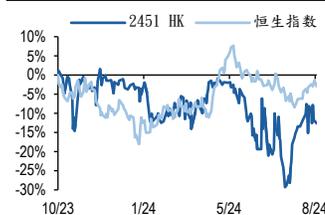
企业和机构客户拓展顺利，上半年收入逆势增长

- ⊕ 上半年收入逆势增长，盈利能力稳定。2024上半年公司收入25.3亿元（人民币，下同），同比增3.2%，其中电动自行车收入同比增25.1%至15.5亿元，ASP和销量分别同比-5.4%/+32.2%。公司严控费用，上半年营销费用率/管理费用率/研发费用率分别为6.0%/2.1%/3.6%，整体费用率同比降0.4个百分点至11.6%。净利润同比增9.6%至6599万元；毛利率/净利率分别为12.0%/2.6%，和去年同期基本持平。
- ⊕ 多维度渠道布局，企业及机构客户销量增速强劲。公司加强线上线下协同，提升端对端零售能力。截至2024年6月底，公司线下分销拥有1210家经销商及超过13000家线下零售门店。线上渠道已在天猫、京东等主流电商平台开设网店。公司积极拓展各类企业及机构客户，已和哈啰单车、滴滴青桔、美团建立合作伙伴关系。上半年公司对企业及机构客户销售量达到约42万台，超过2023全年销量。产能方面，公司正在建设重庆厂房，预计该厂房投产后2026年产能将提升至每年200万台。
- ⊕ 新国标和以旧换新政策落地，或带动下半年销量回暖，公司入选首批白名单。受新旧国标过渡影响，2024年行业整体销量下行；随着新国标以及两轮车以旧换新政策落地，两轮车行业有望迎来复苏。近日工信部公布了首批6家电动自行车白名单的企业，包括雅迪、绿源和台铃。我们认为公司作为首批入选白名单的企业，将受益于新国标落地和近期发布的以旧换新政策，预计下半年公司业绩有望实现同环比增长。
- ⊕ 维持中性。我们维持对公司的收入和盈利预测，并维持目标价6.24港元，对应14倍2024年市盈率。考虑到当前股价较我们目标价的上行空间有限，且两轮车行业整体竞争加剧，公司仍需较大的营销和研发投入以维持竞争优势，短期内盈利提升将较为缓和，因此维持中性评级。

个股评级

中性

1年股价表现



资料来源: FactSet

股份资料

52周高位 (港元)	7.55
52周低位 (港元)	5.26
市值 (百万港元)	2,773.34
日均成交量 (百万)	0.10
年初至今变化 (%)	(11.68)
200天平均价 (港元)	6.63

资料来源: FactSet

陈庆

angus.chan@bocomgroup.com
(86) 21 6065 3601

李柳晓, PhD, CFA

joyce.li@bocomgroup.com
(852) 3766 1854

财务数据一览

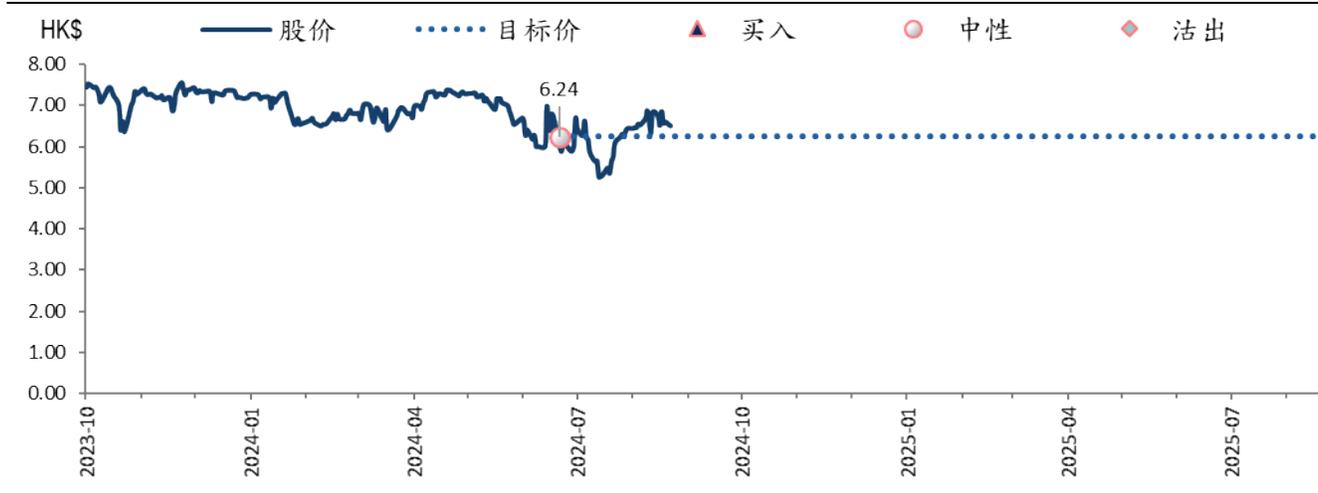
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入 (百万人民币)	4,783	5,083	5,638	6,101	6,481
同比增长 (%)	39.9	6.3	10.9	8.2	6.2
净利润 (百万人民币)	118	146	173	217	260
每股盈利 (人民币)	0.37	0.43	0.40	0.51	0.61
同比增长 (%)	-80.1	17.5	-6.6	25.3	20.2
市盈率 (倍)	16.1	13.7	14.6	11.7	9.7
每股账面净值 (人民币)	2.12	4.55	3.90	4.31	4.80
市账率 (倍)	2.79	1.30	1.52	1.38	1.24
股息率 (%)	0.0	0.0	1.5	1.9	2.3

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

图表 1: 绿源集团 (2451 HK) 目标价和评级



图表 2: 交银国际汽车行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/评级 发表日期	子行业
689009 CH	九号公司	买入	45.14	51.47	14.0%	2024年08月07日	电动两轮车
1585 HK	雅迪控股	买入	11.10	13.55	22.0%	2024年08月26日	电动两轮车
2451 HK	绿源集团	中性	6.50	6.24	-4.0%	2024年07月02日	电动两轮车
3808 HK	中国重汽	买入	19.86	26.49	33.4%	2024年03月26日	重卡
2338 HK	潍柴动力	买入	11.82	18.60	57.4%	2024年03月14日	重卡
9868 HK	小鹏汽车	买入	31.60	39.29	24.3%	2024年08月27日	整车厂
2333 HK	长城汽车	买入	10.66	16.30	52.9%	2024年07月11日	整车厂
2015 HK	理想汽车	买入	75.25	120.34	59.9%	2024年05月24日	整车厂
9866 HK	蔚来汽车	买入	31.95	59.88	87.4%	2024年05月16日	整车厂
1211 HK	比亚迪股份	买入	235.00	306.48	30.4%	2024年03月27日	整车厂
175 HK	吉利汽车	买入	8.82	12.50	41.7%	2023年08月23日	整车厂
2238 HK	广汽集团	中性	2.35	3.34	42.1%	2024年04月01日	整车厂

资料来源: FactSet, 交银国际预测, 收盘价截至 2024 年 09 月 02 日

财务数据

损益表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入	4,783	5,083	5,638	6,101	6,481
主营业务成本	(4,222)	(4,402)	(4,870)	(5,260)	(5,579)
毛利	561	681	768	841	902
销售及管理费用	(349)	(415)	(450)	(468)	(478)
研发费用	(150)	(189)	(204)	(215)	(222)
其他经营净收入/费用	64	64	50	54	57
经营利润	126	140	164	212	259
财务成本净额	(4)	11	15	13	11
应占联营公司利润及亏损	0	0	0	0	0
税前利润	122	151	179	225	270
税费	(4)	(6)	(7)	(8)	(10)
非控股权益	0	0	0	0	0
净利润	118	146	173	217	260
作每股收益计算的净利润	118	146	173	217	260

资产负债表 (百万元人民币)					
截至12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	395	995	1,131	1,220	1,430
应收账款及票据	427	422	516	514	588
存货	446	254	533	332	647
其他流动资产	830	960	960	960	960
总流动资产	2,098	2,631	3,140	3,025	3,625
物业、厂房及设备	844	959	1,214	1,264	1,310
其他有形资产	96	96	137	180	224
无形资产	2	1	0	0	0
合资企业/联营公司投资	1	2	2	2	2
其他长期资产	143	174	193	215	241
总长期资产	1,086	1,232	1,547	1,661	1,776
总资产	3,184	3,862	4,686	4,687	5,401
短期贷款	287	166	169	173	176
应付账款	1,709	1,559	2,058	1,819	2,261
其他短期负债	119	104	109	115	122
总流动负债	2,115	1,829	2,336	2,107	2,559
长期贷款	370	477	654	707	758
其他长期负债	19	29	31	33	36
总长期负债	389	506	685	740	794
总负债	2,504	2,335	3,021	2,848	3,353
股本	0	0	0	0	0
储备及其他资本项目	680	1,527	1,665	1,839	2,047
股东权益	680	1,528	1,666	1,839	2,047
总权益	680	1,528	1,666	1,839	2,047

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

现金流量表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
税前利润	122	151	179	225	270
合资企业/联营公司收入调整	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
折旧及摊销	75	92	95	120	127
营运资本变动	321	0	112	(49)	35
税费	(2)	(3)	(6)	(7)	(8)
其他经营活动现金流	(6)	20	(15)	(13)	(11)
经营活动现金流	510	261	366	277	413
资本开支	(230)	(203)	(390)	(213)	(216)
投资活动	(73)	(122)	40	42	41
其他投资活动现金流	9	15	0	0	0
投资活动现金流	(294)	(311)	(350)	(171)	(175)
负债净变动	(10)	(13)	180	56	54
权益净变动	0	693	0	0	0
股息	0	0	(35)	(43)	(52)
其他融资活动现金流	(35)	(25)	(25)	(29)	(31)
融资活动现金流	(45)	655	121	(16)	(28)
汇率收益/损失	2	(5)	0	0	0
年初现金	222	395	995	1,131	1,220
年末现金	395	995	1,131	1,220	1,430

财务比率					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(人民币)					
核心每股收益	0.369	0.434	0.405	0.508	0.610
全面摊薄每股收益	0.369	0.431	0.405	0.508	0.610
每股股息	0.000	0.000	0.089	0.112	0.134
每股账面值	2.124	4.548	3.904	4.310	4.798
利润率分析(%)					
毛利率	11.7	13.4	13.6	13.8	13.9
EBIT利润率	2.7	2.6	2.6	3.3	3.8
净利率	2.5	2.9	3.1	3.5	4.0
盈利能力(%)					
ROA	4.0	4.1	4.0	4.6	5.2
ROE	19.0	13.2	10.8	12.4	13.4
其他					
净负债权益比(%)	38.5	净现金	净现金	净现金	净现金
流动比率	1.0	1.4	1.3	1.4	1.4
存货周转天数	36.0	29.0	29.5	30.0	32.0
应收账款周转天数	17.3	18.4	18.4	18.9	19.4
应付账款周转天数	130.2	135.1	135.1	134.1	133.1

交銀國際

香港中环德辅道中68号万宜大厦10楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

买入：预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。

中性：预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。

沽出：预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业

无评级：对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

领先：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。

同步：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。

落后：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。

香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

2024年9月3日

绿源集团 (2451 HK)

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i)发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii)他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii)对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本研究报告之作者进一步确认：i)他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表研究报告之30个日历日前处置/买卖该等证券；ii)他们及他们之相关有联系者并没有于任何上述研究报告覆盖之香港上市公司任职高级职员；iii)他们及他们之相关有联系者并没有持有有关上述研究报告覆盖之证券之任何财务利益，除了一位覆盖分析师持有世茂房地产控股有限公司之股份，一位分析师持有英伟达之股份。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、致富金融集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、佳捷康创新集团有限公司、武汉有机控股有限公司、巨星传奇集团有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、宏信建设发展有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、四川科伦博泰生物医药股份有限公司、新传企划有限公司、乐舱物流股份有限公司、途虎养车股份有限公司、北京第四范式智慧技术股份有限公司、深圳市天图投资管理股份有限公司、迈越科技股份有限公司、极兔速递环球有限公司、山西省安泰集团股份有限公司、富景中国控股有限公司、中军集团股份有限公司、佳民集团有限公司、集海资源集团有限公司、君圣泰医药、天津建设发展集团股份公司、长久股份有限公司、乐思集团有限公司、出门问问有限公司、趣致集团、宜搜科技控股有限公司、老铺黄金股份有限公司及中赣通信(集团)控股有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及Interra Acquisition Corp的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受递送延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失(包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失)而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。