

汽车	收盘价 港元 6.84	目标价 港元 7.16个	潜在涨幅 +4.7%
----	----------------	-----------------	---------------

2025 年 3 月 31 日

绿源集团 (2451 HK)

收入显现韧性，但盈利水平仍然偏低；维持中性

尽管 2024 年两轮车行业处于新旧国标交替期，绿源的销售展现韧性，电动自行车收入逆势增长 11.7%，整体收入同比持平。公司持续投入营销和研发以维持竞争优势，归母净利润同比下滑 19.8%。我们上调公司目标价至 7.16 港元，对应 15 倍 2025 年市盈率，维持中性评级。

④ 电动自行车收入逆势增长，但盈利水平仍然偏低。2024 年绿源集团收入 50.7 亿元（人民币，下同），同比下滑 0.2%，其中电动自行车/电动踏板车收入同比+11.7%/-30.3%至 30.2 亿元/7.1 亿元，电动自行车收入增长主要得益于公司在渠道上的持续投入带动销量上升。期内销售/研发/管理费用分别同比-1.5%/+22.1%/+4.6%，三项费用率合计同比+0.8 个百分点至 12.7%，其中研发费用大幅提升主要由于股份支付费用和中置驱动电机及数字化电池管理系统等研发项目增加。归母净利润同比下滑 19.8%至 1.17 亿元。毛利率/归母净利润率同比-0.3 个/-0.6 个百分点至 13.1%/2.3%。公司拟计划期末派息 0.615 亿港元，约占 2024 年归母净利润的 49%。

④ 多维度渠道布局，并进军高端化。为提升端对端零售能力，绿源持续完善多维度渠道布局，加强线上线下协同，截至 2024 年底，公司拥有超过 1,400 家经销商及超过 12,800 家线下零售店。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。高端化方面，绿源于 2024 年 12 月推出了“LYVA”品牌，截至 2024 年末，LYVA 自营门店数量已达四家。产能规划上，绿源正在建设重庆厂房，公司预计该厂房投产后 2026 年产能将提升至每年 200 万台。

④ 维持中性。考虑到两轮车行业回暖以及公司多渠道布局，我们预计公司两轮车的销量维持增长态势，并维持 2025/26 年收入预测 61.1 亿/64.9 亿元。利润端，考虑到绿源正积极拓展渠道，并布局高端产品，我们预计公司仍需较大的营销和研发投入以维持竞争优势，下调归母净利润 12%/6%至 1.91 亿/2.44 亿元。新国标落地后，两轮车行业估值中枢上移，我们上调公司目标价至 7.16 港元（原为 6.24 港元），对应 15 倍（原为 14 倍）2025 年市盈率。当前股价较目标价涨幅仅为 4.7%，维持中性评级。

盈利预测变动

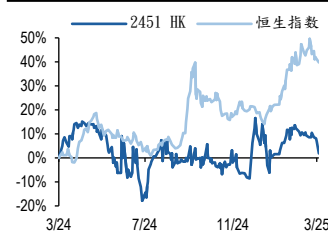
	2025E			2026E			2027E		
(人民币百万)	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动
营业收入	6,106	6,101	0%	6,486	6,481	0%	6,894	-	-
毛利润	823	841	-2%	883	902	-2%	949	-	-
毛利率	13.5%	13.8%	-0.3 pct	13.6%	13.9%	-0.3 pct	13.8%	-	-
归母净利润	191	217	-12%	244	260	-6%	281	-	-
归母净利率	3.1%	3.5%	-0.4 pct	3.8%	4.0%	-0.2 pct	4.1%	-	-

资料来源：FactSet，公司资料，交银国际预测

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)	7.46
52周低位 (港元)	5.26
市值 (百万港元)	2,804.40
日均成交量 (百万)	0.00
年初至今变化 (%)	(8.31)
200天平均价 (港元)	6.55

资料来源：FactSet

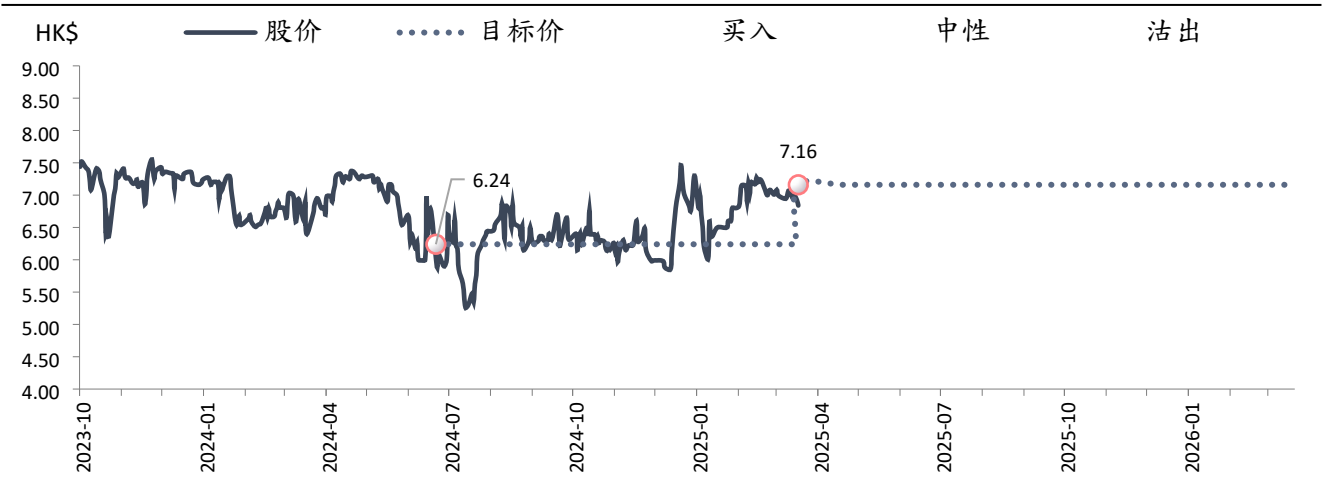
陈庆

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

李柳晓, PhD, CFA

joyce.li@bocomgroup.com
(86) 21 6065 3601

图表 1: 绿源集团 (2451 HK) 目标价和评级



资料来源: FactSet, 交银国际预测

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
3931 HK	中创新航	买入	19.18	24.77	29.1%	2025 年 03 月 27 日	电池
300750 CH	宁德时代	买入	256.80	314.11	22.3%	2025 年 01 月 23 日	电池
300014 CH	亿纬锂能	买入	47.98	56.51	17.8%	2024 年 12 月 02 日	电池
002074 CH	国轩高科	买入	22.10	29.07	31.5%	2024 年 12 月 02 日	电池
666 HK	瑞浦兰钧	买入	10.44	14.25	36.5%	2025 年 03 月 27 日	电池
1585 HK	雅迪控股	买入	15.62	19.84	27.0%	2025 年 03 月 26 日	电动两轮车
689009 CH	九号公司	买入	65.15	53.74	-17.5%	2024 年 10 月 29 日	电动两轮车
2451 HK	绿源集团	中性	6.84	7.16	4.7%	2025 年 03 月 31 日	电动两轮车
3808 HK	中国重汽	买入	22.40	26.45	18.1%	2025 年 03 月 28 日	重卡
2338 HK	潍柴动力	买入	16.76	20.50	22.3%	2025 年 03 月 28 日	重卡
1211 HK	比亚迪股份	买入	406.80	503.25	23.7%	2025 年 03 月 25 日	整车厂
9866 HK	蔚来汽车	买入	30.25	48.96	61.9%	2025 年 03 月 24 日	整车厂
175 HK	吉利汽车	买入	16.70	22.50	34.7%	2025 年 03 月 21 日	整车厂
9868 HK	小鹏汽车	买入	77.25	134.69	74.4%	2025 年 03 月 12 日	整车厂
2333 HK	长城汽车	买入	14.20	17.36	22.3%	2024 年 10 月 28 日	整车厂
2015 HK	理想汽车	中性	99.60	93.62	-6.0%	2025 年 03 月 17 日	整车厂
2238 HK	广汽集团	中性	3.11	3.34	7.4%	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 2025 年 3 月 31 日

财务数据

损益表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	5,083	5,072	6,106	6,486	6,894
主营业务成本	(4,402)	(4,407)	(5,283)	(5,603)	(5,945)
毛利	681	665	823	883	949
销售及管理费用	(415)	(415)	(482)	(492)	(503)
研发费用	(189)	(231)	(226)	(234)	(241)
其他经营净收入/费用	64	(129)	86	91	97
经营利润	140	(110)	201	248	301
财务成本净额	11	16	6	17	4
应占联营公司利润及亏损	0	(1)	(1)	(1)	(2)
税前利润	151	(95)	206	264	303
税费	(6)	(9)	(15)	(20)	(23)
非控股权益	0	(1)	0	0	0
净利润	146	(105)	191	244	281
作每股收益计算的净利润	146	(105)	191	244	281

资产负债表简表 (百万元人民币)					
截至12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	995	555	950	662	1,128
应收账款及票据	422	598	649	678	732
存货	254	303	379	406	492
其他流动资产	960	1,212	1,212	1,212	1,212
总流动资产	2,631	2,668	3,191	2,959	3,565
物业、厂房及设备	959	1,255	1,264	1,310	1,351
其他有形资产	96	145	176	220	265
无形资产	1	1	0	0	0
合资企业/联营公司投资	2	24	22	21	20
其他长期资产	174	231	258	288	323
总长期资产	1,232	1,656	1,720	1,839	1,959
总资产	3,862	4,324	4,911	4,797	5,524
短期贷款	166	743	758	773	788
应付账款	1,559	1,658	2,164	1,858	2,377
其他短期负债	104	116	127	136	144
总流动负债	1,829	2,517	3,049	2,768	3,310
长期贷款	477	259	119	159	196
其他长期负债	29	50	148	151	155
总长期负债	506	309	267	310	351
总负债	2,335	2,827	3,316	3,078	3,661
股本	0	0	0	0	0
储备及其他资本项目	1,527	1,496	1,593	1,718	1,861
股东权益	1,528	1,496	1,594	1,718	1,862
非控股权益	NA	1	1	1	1
总权益	1,528	1,498	1,595	1,720	1,863

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	2023	2024	2025E	2026E	2027E
税前利润	151	125	206	264	303
合资企业/联营公司收入调整	(0)	1	1	1	2
折旧及摊销	92	95	120	127	133
营运资本变动	0	(147)	360	(383)	352
税费	(3)	(6)	(9)	(15)	(20)
其他经营活动现金流	20	(16)	(6)	(17)	(4)
经营活动现金流	261	53	672	(23)	766
资本开支	(203)	(386)	(213)	(216)	(219)
投资活动	(122)	38	32	44	32
其他投资活动现金流	15	0	0	0	0
投资活动现金流	(311)	(347)	(181)	(172)	(188)
负债净变动	(13)	210	24	54	53
权益净变动	693	0	0	0	0
股息	0	(57)	(93)	(120)	(138)
其他融资活动现金流	(25)	(299)	(25)	(27)	(28)
融资活动现金流	655	(146)	(95)	(92)	(113)
汇率收益/损失	(5)	0	0	0	0
年初现金	395	995	555	950	662
年末现金	995	555	950	662	1,128

财务比率					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标(人民币)					
核心每股收益	0.434	(0.266)	0.465	0.596	0.685
全面摊薄每股收益	0.431	(0.261)	0.465	0.596	0.685
每股股息	0.000	0.156	0.245	0.314	0.361
每股账面值	4.548	3.787	3.887	4.191	4.540
利润率分析(%)					
毛利率	13.4	13.1	13.5	13.6	13.8
EBIT利润率	2.6	1.8	3.2	3.6	4.3
净利率	2.9	(2.1)	3.1	3.8	4.1
盈利能力(%)					
ROA	4.1	2.8	4.1	5.0	5.4
ROE	13.2	7.7	12.3	14.7	15.7
其他					
净负债权益比(%)	净现金	29.9	净现金	15.7	净现金
流动比率	1.4	1.1	1.0	1.1	1.1
存货周转天数	29.0	23.1	23.6	25.6	27.6
应收账款周转天数	18.4	20.8	21.3	21.8	22.3
应付账款周转天数	135.1	132.9	131.9	130.9	129.9

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**

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】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告内涉及其所评论的任何公司的证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii) 他们及他们之相关有联系者并没有拥有于本报告内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i) 分析员的配偶、亲生或领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生或领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii) 惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

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、汉有机控股有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、富景中国控股有限公司、天津建设发展集团股份有限公司、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、中赣通信(集团)控股有限公司、地平线、多点数智有限公司、草姬集团控股有限公司、安徽海螺材料科技股份有限公司及北京赛目科技股份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七牛智能科技有限公司的已发行股本逾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，并可能受送递延误、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，在参与有关报告内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。