

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

绿源集团控股 (2451. HK)

投资评级

上次评级

姜文镗 新消费行业首席分析师

执业编号: S1500524120004

邮箱:

jiangwenqiang@cindasc.com

骆峥 轻工制造行业分析师

执业编号: S1500525020001

邮箱:

luozheng1@cindasc.com

邓健全 汽车行业首席分析师

执业编号: S1500525010002

邮箱:

dengjianquan@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦B座

邮编: 100031

绿源集团控股：电动两轮车稳健增长，积极布局新成长曲线

2025年4月26日

事件：公司发布 2024 年年报。24 年公司实现收入 50.72 亿元 (-0.2%)，归母净利润 1.17 亿元 (-19.8%)，归母净利率 2.3% (-0.6pct)；24H2 公司实现收入 25.38 亿元 (-3.4%)，归母净利润 0.51 亿元 (-40.6%)，归母净利率 2.0% (-1.2pct)。

电动两轮车主业表现稳健，25 年有望受益政策增量。分产品看，24 年公司电动自行车/电动踏板车/电池/电动两轮车部件分别实现营收 30.17/7.11/10.46/2.33 亿元，分别同比+11.7%/-30.3%/-4.4%/+15.7%。公司作为业内传统龙头企业，以“绿源液冷电动车，一部车骑十年”为口号，展现以液冷电机技术为核心，贯彻多产品品类的品质、耐用性和技术优势。截至 24 年底，公司电动两轮车年产能超 500 万台，位于重庆的新生产工厂建设稳步推进，预计到 26 年产能有望逐步提升至每年 200 万台；渠道方面，截至 24 年底，公司拥有超 1400 家分销商，线下门店数超 12800 家。我们认为，25 年政策端新国标与以旧换新有望形成供需合力，公司作为传统龙头企业，基于制造端、渠道端等多维度优势，有望从中受益。

盈利能力、营运能力表现稳定，25 年有望向上。24 年公司毛利率为 13.1% (同比-0.3pct)，在行业整体销量和平均售价下滑的背景下基本保持稳健；期间费用方面，24 年公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 6.1%/2.0%/4.6%/-0.3%，分别同比-0.1pct/+0.1pct/+0.8pct/持平。我们预计 25 年随着公司产品结构优化，制造端优势凸显，盈利能力有望向上。营运能力方面，公司 24 年存货周转天数 22.8 天，较 23 年减少 5.9 天；现金流方面，公司 24 年经营活动所得现金净额为-0.03 亿元，现金及现金等价物期末余额为 5.55 亿元。

布局第二增长曲线——电助力车等短途代步及轻运动产品。公司计划将 LYVA 品牌设定为战略发展方向，锁定高收入人群，提供以电助力车为代表的短途代步及轻运动产品，并通过 AI 智能技术打造多场景轻出行解决方案。根据公司公告，LYVA 将基于公司专有的中置驱动电机技术和优秀制造能力进军价格在人民币 1 万元级别的高端电助力自行车市场。截至年报日期，LYVA 自营门店数已达 4 家，未来公司计划在更多战略位置开设门店。

布局第三增长曲线——换电/租车等产业生态。公司前瞻性布局换电/租车等产业生态，构建租、换、售一体化系统平台，推出全新终端子品牌源行者，整合现有的“租换售修”服务模式，依托全国智慧门店构建“3 公里服务圈”，推动用户运营模式从粗放向精细转型。根据公司公告，该业务仍处萌芽阶段，会在未来 5-10 年持续发展。

盈利预测：我们预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 1.7/2.0/2.4 亿元，PE 分别为 16.5X/14.0X/11.9X。

风险因素：消费疲软、行业竞争加剧、新品推广不及预期。

重要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (CNY)	5072	6598	7682	8763
(+/-) (%)	0%	30%	16%	14%
归母净利润 (CNY)	117	171	201	238
(+/-) (%)	-20%	46%	17%	18%
EPS	0.30	0.40	0.47	0.56
P/E	23.36	16.48	14.03	11.85

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2025 年 4 月 25 日收盘价

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	
流动资产	2,668	3,053	3,339	3,859	
现金	555	829	927	1,271	
应收账款及票据	360	422	469	511	
存货	303	345	382	414	
其他	1,450	1,458	1,561	1,663	
非流动资产	1,656	1,736	1,764	1,743	
固定资产	1,255	1,335	1,363	1,343	
无形资产	18	18	18	18	
其他	382	382	382	382	
资产总计	4,324	4,789	5,103	5,603	
流动负债	2,517	2,814	2,929	3,194	
短期借款	743	543	293	193	
应付账款及票据	1,412	1,802	2,091	2,379	
其他	362	468	545	622	
非流动负债	309	309	309	309	
长期债务	259	259	259	259	
其他	50	50	50	50	
负债合计	2,827	3,123	3,239	3,504	
普通股股本	0	0	0	0	
储备	1,674	1,843	2,043	2,279	
归属母公司股东权益	1,496	1,666	1,865	2,101	
少数股东权益	1	0	-1	-2	
股东权益合计	1,498	1,666	1,864	2,099	
负债和股东权益	4,324	4,789	5,103	5,603	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	
经营活动现金流	299	578	419	481	
净利润	117	171	201	238	
少数股东权益	-1	-1	-1	-1	
折旧摊销	107	70	72	71	
营运资金变动及其他	76	338	148	174	
	-93	-75	-50	-20	
投资活动现金流	-433	-150	-100	-50	
资本支出	341	75	50	30	
其他投资					
筹资活动现金流	-466	-227	-270	-115	
借款增加	355	-200	-250	-100	
普通股增加	-183	0	0	0	
已付股利	0	-27	-20	-15	
其他	-637	0	0	0	
现金净增加额	6,874	275	98	344	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	
营业收入	5,072	6,598	7,682	8,763	
其他收入	0	0	0	0	
营业成本	4,407	5,642	6,545	7,449	
销售费用	312	422	492	561	
管理费用	104	185	192	202	
研发费用	231	264	307	351	
财务费用	-16	-30	-28	-33	
除税前溢利	125	184	216	256	
所得税	9	14	16	19	
净利润	116	170	200	236	
少数股东损益	-1	-1	-1	-1	
归属母公司净利润	117	171	201	238	
EBIT	109	154	188	223	
EBITDA	216	224	260	293	
EPS (元)	0.30	0.40	0.47	0.56	

主要财务比率		单位:百万元			
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	
成长能力					
营业收入	-0.22%	30.10%	16.43%	14.07%	
归属母公司净利润	-19.81%	46.44%	17.47%	18.38%	
获利能力					
毛利率	13.11%	14.50%	14.80%	15.00%	
销售净利率	2.30%	2.59%	2.61%	2.71%	
ROE	7.80%	10.26%	10.77%	11.32%	
ROIC	4.03%	5.78%	7.21%	8.08%	
偿债能力					
资产负债率	65.37%	65.21%	63.47%	62.54%	
净负债比率	29.90%	-1.62%	-20.09%	-39.01%	
流动比率	1.06	1.09	1.14	1.21	
速动比率	0.79	0.85	0.88	0.94	
营运能力					
总资产周转率	1.24	1.45	1.55	1.64	
应收账款周转率	17.51	16.88	17.24	17.87	
应付账款周转率	3.20	3.51	3.36	3.33	
每股指标 (元)					
每股收益	0.30	0.40	0.47	0.56	
每股经营现金流	0.70	1.36	0.98	1.13	
每股净资产	3.51	3.90	4.37	4.92	

研究团队简介

姜文铤，信达证券研究开发中心所长助理，新消费研究中心总经理，上海交通大学硕士，第一作者发表多篇SCI+EI论文，曾就职于国盛证券，带领团队获2024年新财富最佳分析师第四名、2023/2024年水晶球评选第四名、2024年金麒麟最佳分析师第四名。

李晨，本科毕业于加州大学尔湾分校物理学院，主修数学/辅修会计；研究生毕业于罗切斯特大学西蒙商学院，金融硕士学位。2022年加入国盛证券研究所，跟随团队在新财富、金麒麟、水晶球等评选中获得佳绩；2024年加入信达证券研究开发中心，主要覆盖造纸、轻工出口、电子烟等赛道。

曹馨茗，本科毕业于中央财经大学，硕士毕业于圣路易斯华盛顿大学。曾就职于保险资管、国盛证券研究所，有3年左右行业研究经验，跟随团队在新财富、金麒麟、水晶球等评选中获得佳绩。2024年加入信达证券研究开发中心，主要覆盖家居、个护、宠物、智能眼镜、潮玩、包装等赛道。

骆崢，本科毕业于中国海洋大学，硕士毕业于伦敦国王学院大学。曾就职于开源证券研究所，有3年多消费行业研究经验，跟随团队在金麒麟、21世纪金牌分析师等评选中获得佳绩。25年加入信达证券研究开发中心，主要覆盖黄金珠宝、两轮车、跨境电商等赛道。

陆亚宁，美国伊利诺伊大学香槟分校经济学硕士，曾就职于浙商证券、西部证券，具备3年以上新消费行业研究经验。2025年加入信达证券研究所，主要覆盖电商、美护等赛道。

龚轶之，CFA，毕业于伦敦政治经济学院，曾就职于国金证券研究所，4年消费行业研究经验，跟随团队在水晶球、金麒麟、Wind金牌分析师等评选中获得佳绩。2025年加入信达证券研究开发中心，主要覆盖民用电工、电动工具、照明、智能家居赛道。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明,本人具有证券投资咨询执业资格,并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告;本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点;本人薪酬的任何组成部分不曾与,不与,也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制,但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,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出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考,并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下,信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权,私自转载或者转发本报告,所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准15%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任,投资者需自行承担风险。