



绿源集团控股（2451.HK）

电动车老牌企业战略焕新，三箭齐发打开增长新篇章

核心投资亮点

中国电动两轮车行业开拓者，核心技术铸就出众口碑。公司是中国电动两轮车行业的首批入局者，深度参与国内电动车标准制定，推动行业核心技术创新。绿源凭借液冷电机和数字化电池系统等核心技术，打造“一部车骑 10 年”的耐用型产品，形成明显的差异化竞争优势。根据弗若斯特沙利文进行的消费者调查结果，绿源集团整体产品质量的消费者质量满意度排行第一。

新国标迎来发展机遇，积极扩产迎接份额提升。电动自行车新国标将于 2025 年 9 月 1 日正式实施，行业规范性进一步提升。2019 年新国标执行后，业内企业数量从 400 家锐减至 100 家，本次新国标落地后，行业头部企业有望迎来市占率提升红利。公司现有产能 580 万台，远期规划产能 950 万台，为规模增长做好了产能准备。2025 年绿源重庆智能制造基地正式投产，加速打造“全链条智能型制造”领航企业。

LYVA 品牌切入高端市场，打造第二增长曲线。2024 年全球电助力车市场规模约为 350 亿美元，预计 2030 年将达到 622.5 亿美元，CAGR 约为 10%。我国电助力自行车行业发展仍处于早期阶段，市场集中度低。目前绿源旗下高端品牌 LYVA 已推出 G01-Sport 智能电助力公路车，性能卓越比肩进口品牌，同时极具性价比优势。凭借公司庞大的销售网络和创新营销策略，有望迅速放量。

布局“租售换修”全出行生态，“携生态出海”战略蓄势待发。换电业务与滴滴换电达成战略合作，零押金按需计费，每年为消费者节省 500 元充电费用，已布局超 2000 个换电柜；租车业务已在景区场景落地，盈利的同时为 LYVA 品牌提供消费者教育。生态业务同时有助于海外市场开拓，公司已制定“携生态出海”战略，将在生态业务成熟后加大海外市场的开拓力度。

我们测算 2025-2027 年，公司营收分别为 65.5/76.3/91 亿元，增速为 29.1%、16.5%、19.3%；归母净利润分别为 1.97/3.04/4.67 亿元，增速为 68.4%、54.3%、53.6%。PE 分别为 14.21/9.21/5.99，结合可比公司估值水平，我们认为绿源集团控股成长势头强劲，2025 年合理 PE 应为 25 倍，目标价 12.28 港元（1HKD=0.9395 CNY），相比现价存在约 75%的上涨空间，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：市场竞争加剧的风险、产品销售不及预期的风险、原材料价格波动的风险。

2025 年 04 月 25 日

最新收盘价：7.03（HKD）

总市值：29.99 亿（HKD）

市盈率：24.23

市净率：1.89

总股本：4.27 亿

公司股价走势



盈利预测与估值

财务摘要	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（亿元）	50.72	65.5	76.3	91
YoY	-0.22%	29.1%	16.5%	19.3%
归母净利润（亿元）	1.16	1.97	3.04	4.67
YoY	-20.29%	68.4%	54.3%	53.6%
EPS（元/股）	0.29	0.46	0.71	1.09
PE	25.72	14.21	9.21	5.99

目录

一、公司介绍：中国电动两轮车行业开拓者	3
1.1 公司介绍	3
1.2 财务分析	4
1.3 业务介绍	6
二、新国标政策叠加行情回暖，双重利好将至	9
2.1 监管推动产品换代，行业走向规范化发展	9
2.3 新国标清退不合规厂商，龙头份额提升可期	11
三、LYVA 高端化突围值得期待	13
3.1 全球电助力车市场前景广阔	13
3.2 绿源重磅推出全新高端品牌 LYVA	15
3.3 构筑立体式营销渠道，产品放量可期	16
四、生态布局：构建全场景轻出行生态	18
4.1 布局全场景轻出行生态，探索轮式机器人技术应用	18
4.2 生态出海带动产品出海，前瞻布局瞄准全球市场	19
五、盈利预测及投资建议	20
六、风险提示	21

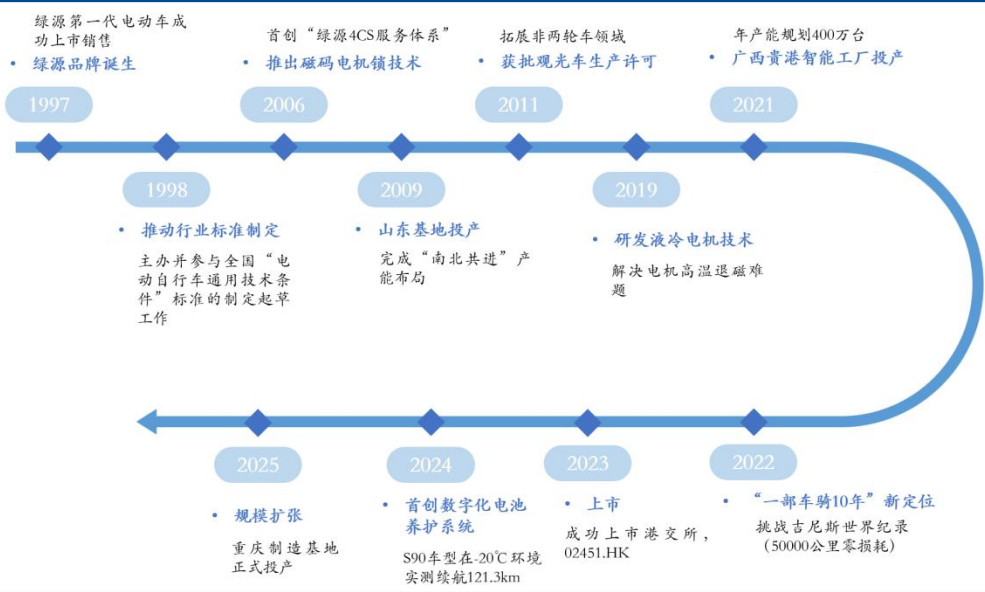
一、公司介绍：中国电动两轮车行业开拓者

1.1 公司介绍

中国电动两轮车行业开拓者。绿源品牌诞生于 1997 年，是中国电动两轮车行业的首批入局者。在 28 年发展过程中，公司深度参与了国内电动车标准制定，屡次推动行业核心技术创新，引领智能制造升级，绿源品牌先后获认定为中国驰名商标、浙江名牌产品等。

- 1997：绿源电动车成立，总部位于浙江金华，创始人倪捷、胡继红。
- 1998：主办并参与全国“电动自行车通用技术条件”标准的制定起草工作，推动行业标准制定。
- 2006：推出磁码电机锁技术，首创“绿源 4CS 服务体系”。
- 2009：山东生产基地投产，完成“南北共进”产能布局。
- 2011：获批观光车生产许可，拓展非两轮车领域。
- 2019：研发液冷电机技术，解决电机高温退磁难题。
- 2021：广西贵港智能工厂投产，年产能规划 400 万台。
- 2022：发布“一部车骑 10 年”新定位，挑战吉尼斯世界纪录（50000 公里零损耗）。
- 2023：港交所上市（股票代码：2451.HK），签约中国国家乒乓球队。
- 2024：首创数字化电池养护系统，S90 车型在-20℃环境实测续航 121.3km。
- 2025：重庆制造基地投产，品牌战略升级为“全场景轻出行方案”。

图：公司发展历程



资料来源：公司公告，公司官网，STARLIGHT SECURITIES

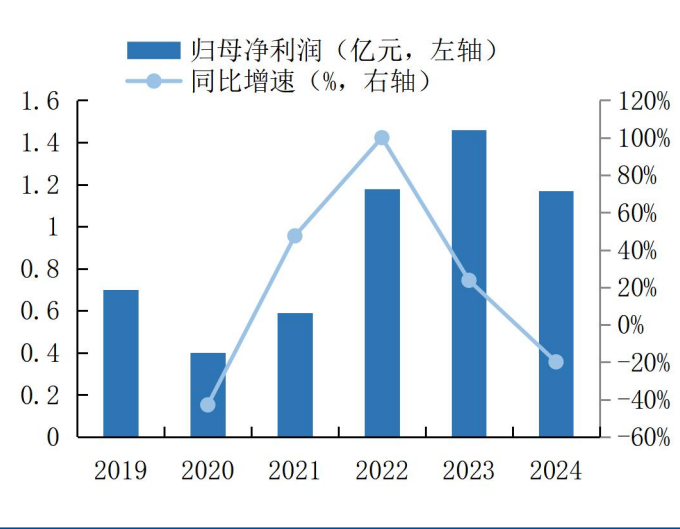
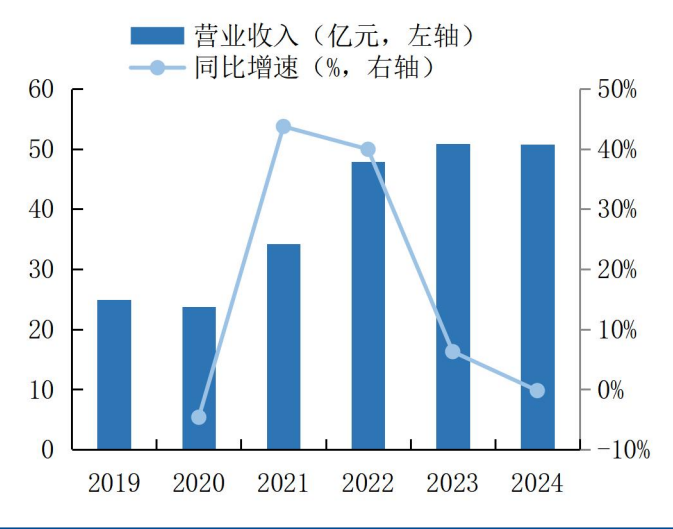
创始人经验丰富，见证中国两轮电动车行业发展之路。倪捷先生为绿源集团共同创始人、董事会主席兼执行董事，在产品开发方面有逾 34 年经验，电动两轮车行业超 25 年经验。拥有中国科大无线电电子学学士、通信与电子系统工程硕士学位，获高级工程师职称。主导液冷电机等技术研发，获多项行业大奖，担任中国自行车协会技术委员会副主任委员。胡继红为绿源集团共同创始人、执行董事兼首席执行官，在电动两轮车行业有逾 25 年经验。自 2003 年 5 月起任公司总裁等职，负责集团管理运营。胡女士分别于 1988 年 7 月及 1985 年 8 月获得中国合肥工业大学电力系统自动化专业硕士及学士学位，并于 2014 年 8 月获得中国中欧国际工商学院高级工商管理硕士学位（EMBA）。

1.2 财务分析

行业低谷依然保持强劲的业绩韧性，行情回暖后增长可期。2019-2024 年，公司实现了规模的显著扩张，营业收入从约 25 亿元增长至 50.71 亿元，2024 年同比小幅下降 0.22%，主要受行业整体需求低迷影响。2020-2023 年归母净利润整体呈增长趋势，其中 2022 年同比增长 99%，增速突出，2023 年进一步攀升至 1.46 亿元。受股利支付费用影响，2024 年净利润有所回落。剔除股利支付费用影响后的归母净利润为 1.54 亿元，同比下降 5.9%。2024 年是行业景气低谷，公司展现了较强的经营韧性，逆势实现了营收和利润的基本稳定。

图：营业收入

图：归母净利润

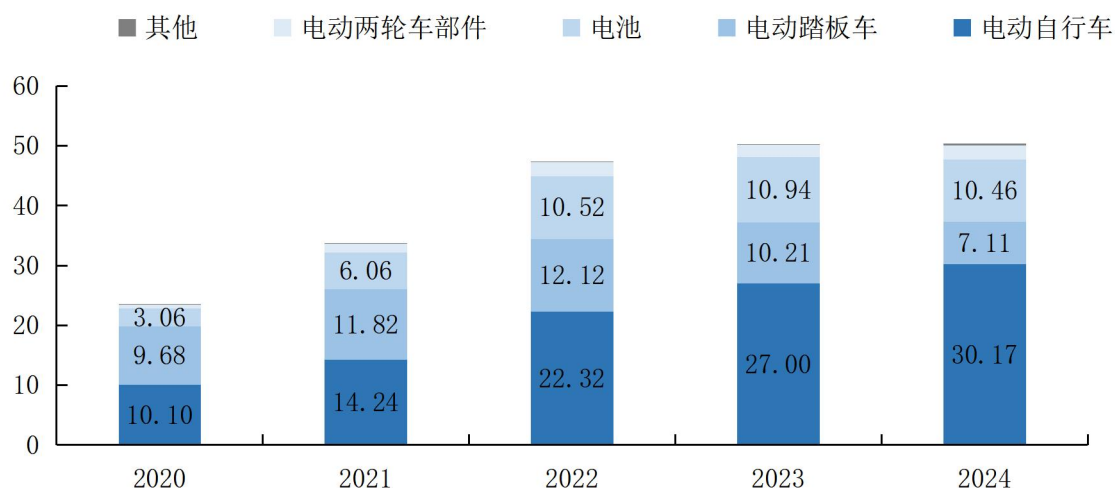


资料来源：iFinD，STARLIGHT SECURITIES

资料来源：iFinD，STARLIGHT SECURITIES

电动自行车保持主导地位，电动摩托车占比有所下降。公司的收入构成主要包括电动自行车、电动踏板车（主要是电动摩托车）、电池、两轮车部件等。2020-2024 年，电动两轮车整体收入稳步上升，但产品结构有所变化，其中电动自行车收入占比从 42.47% 上升至 59.48%；电动踏板车占比则从 40.71% 下降至 14.02%，主要因市场需求变化所致。

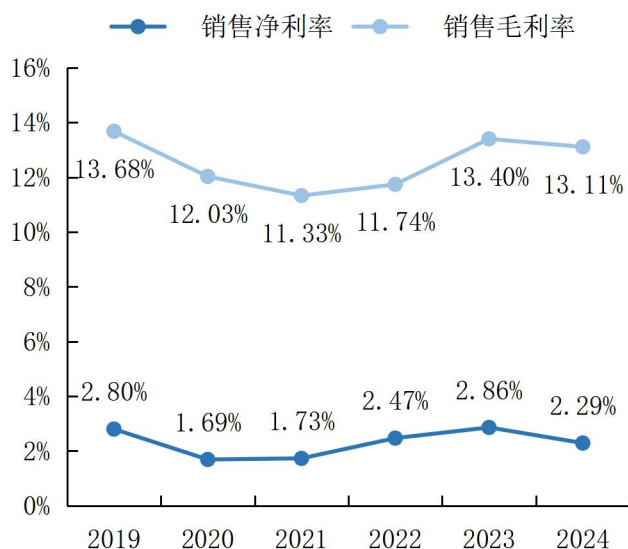
图：公司营收结构（公司电动两轮车销售额，亿元）



资料来源：公司资料，STARLIGHT SECURITIES

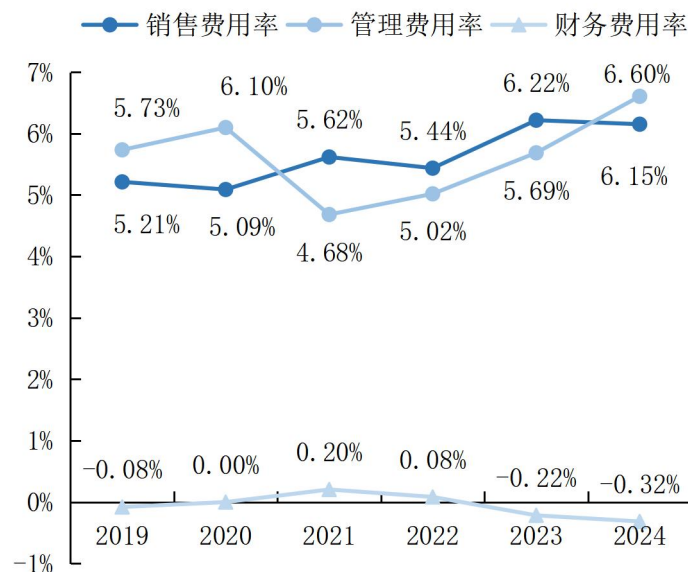
盈利能力稳定，受原材料价格影响略有波动。公司历史毛利率在 11-14% 区间，2020-2022 年，公司毛利率分别为 12.03%/11.33%/11.74%，较往年略有下降，主要受电池成本上涨、销售返利、广西工厂爬坡等因素影响。2023-2024 年，随着电池成本降低、规模效应提升和公司的产品结构升级，公司毛利率回升至 13% 以上。净利率方面，除 2020 和 2021 年受疫情及成本上涨影响外，基本稳定在 2.2-2.9% 区间，盈利能力比较稳定。费用方面，公司近几年由于上市和股份支付费用，财务费用降低，管理费用和销售费用有所上升，2024 年期间费用率 12.43%，同比上升 0.74%，预计随着公司规模增长和一次性影响消退，期间费用率将持续下降。

图：毛利率与净利率



资料来源：iFinD，STARLIGHT SECURITIES

图：期间费用率



资料来源：iFinD，STARLIGHT SECURITIES

1.3 业务介绍

核心技术打造品质壁垒，消费者口碑行业领先。在产品定位上，绿源凭借液冷电机、数字化电池系统等独家核心技术，打造"一部车骑 10 年"的耐用型产品。其液冷电机技术实现电机效率提升至 92%，配合数字化电池养护系统，即使在 -20℃ 极端环境下仍能保持 121.3km 的续航能力。绿源凭借"耐用性"和"售后服务"形成差异化优势：液冷电机 10 年质保、数字化铅酸电池 3 年质保等政策解决用户后顾之忧，2025 年第一季度质量排名中，绿源以 78% 的用户满意度登顶。

图：公司产品矩阵



资料来源：绿源官网，绿源官方旗舰店，STARLIGHT SECURITIES

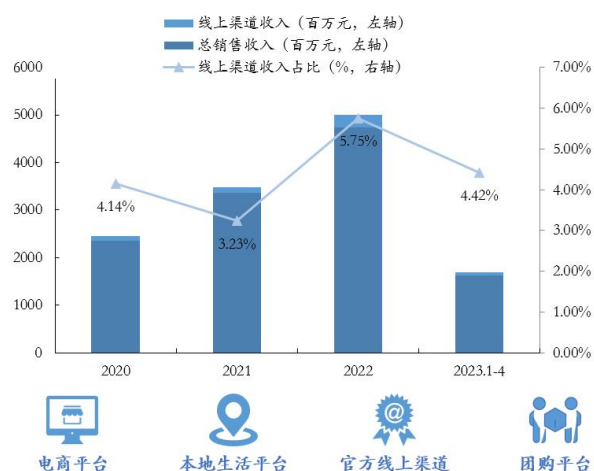
多元化渠道体系，线上线下协同发展。绿源线下收入占比约 90%，构建了线上线下协同发展的多元化渠道体系。公司在线下拥有超过 1400 家经销商与超过 12800 家零售门店，广泛覆盖 31 个省级行政区、328 个城市，形成了坚实的线下网络基础；线上则通过电商平台、本地生活平台、官方线上渠道及团购平台等多途径销售，线上线下融合互补，推广线上下单、实体店试驾或取车的新零售模式。除零售渠道外，公司也积极开发即时配送及共享出行市场的企业及机构客户，抓紧庞大增长等所带来的新兴机遇。

图：公司线下经销商网络



资料来源：公开资料，STARLIGHT SECURITIES

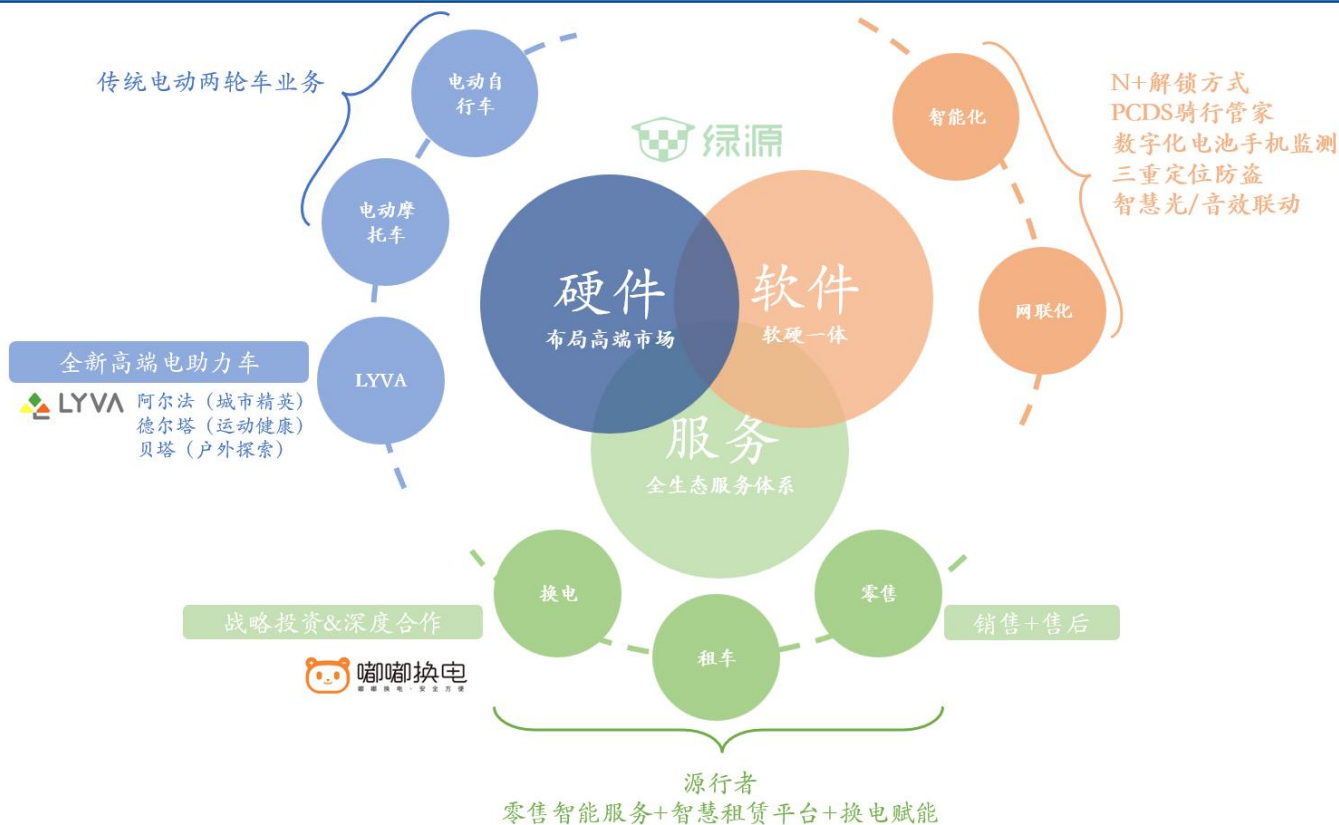
图：公司线上渠道及收入占比



资料来源：公司公告，STARLIGHT SECURITIES

战略焕新升级，布局高端市场和出行生态。2025 年，绿源集团将战略升级为“全场景轻出行方案”，推出 LYVA 品牌布局高端电助力车市场，并向出行服务领域延伸，构建涵盖“硬件+软件+服务”的一体化出行生态。在高端化布局上，2024 年底正式推出高端智能出行品牌 LYVA，依托自研液冷中置电机等核心技术，打造出集智能动力、轻量化结构与美学设计于一体的电助力车产品矩阵，针对不同场景需求推出了推出德尔塔（运动健康）、贝塔（户外探索）、阿尔法（城市精英）三大产品系列，精准面向都市精英及骑行爱好者。同时，战略布局换电、租车、售后服务等领域，打造两轮电动车全生态服务体系，通过“3 公里服务圈”及智慧门店网络，提升服务效率与用户体验，抢占两轮出行“软硬一体”的生态制高点，推动品牌在高端市场及生态服务领域的深度发展，为新国标时代下的高质量增长注入动力。

图：公司战略布局——三大增长曲线



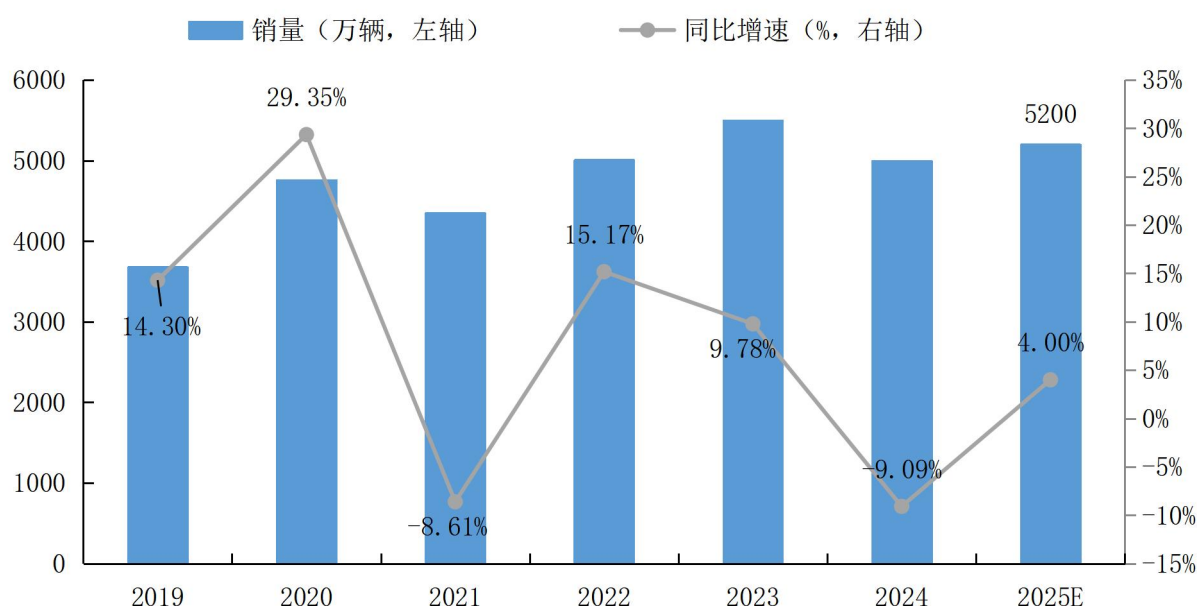
资料来源：绿源官网，绿源官方旗舰店，STARLIGHT SECURITIES

二、新国标政策叠加行情回暖，双重利好将至

2.1 监管推动产品换代，行业走向规范化发展

电动两轮车存量市场庞大，需求稳步增长。截至 2024 年底，行业保有量突破 4 亿辆，年销量连续三年稳定在 5000 万辆规模，形成全球最大的短途出行市场。据艾瑞咨询测算，2024 年电动两轮车销量约为 5000 万辆，在监管推动产品换代叠加以旧换新等促消费政策的陆续出台，电动两轮车市场将重新进入增长通道，预计 2025 年销量有望达 5200 万辆。

图：2025 年电动两轮车销量有望增长至 5200 万辆



资料来源：iResearch, STARLIGHT SECURITIES

2024 年 4 月，国务院部署开展全国性电动自行车全产业链整治行动，整治范围覆盖生产、销售、使用、停放、充电、报废回收等全链条环节，重点针对电池安全隐患、非法改装、违规停放充电、设施不足等突出问题。各地全面排查生产销售环节的非法改装行为，累计查处非法改装“黑作坊”3473 家，下架违规商品链接 6823 件。累计检查企业超 15 万家次，撤销不合格认证证书 132 张，召回缺陷产品 5768 件，推动生产企业合规率提升至 90%以上。此外，通过以旧换新、淘汰超标车辆等措施，全国累计置换超标车超 200 万辆，有效净化了市场环境。

2024 年 12 月 31 日，工业和信息化部、公安部等五部门联合发布《电动自行车安全技术规范》，将于 2025 年 9 月 1 日正式实施，全面替代 2018 版《电动自行车安全技术规范》。新标准围绕安全性、实用性和行业规范性进行系统性升

级：在核心技术指标上，维持最高车速 25km/h 的限制，但新增电机超速自动断电功能，同时将铅酸电池车型重量上限从 55kg 放宽至 63kg，以提升续航能力；在安全性能方面，强化非金属材料防火阻燃要求，规定塑料件总质量不得超过整车 5.5%，并新增电池组、控制器、限速器三重防篡改设计，从技术上杜绝非法改装。

标准还提升了对生产厂家的资质要求，要求生产企业具备与电动自行车整车产能相匹配的整车及车架等关键部件的生产能力、检测能力和质量控制能力。为确保行业平稳过渡，新标准设置 8 个月生产过渡期（至 2025 年 8 月 31 日）和 3 个月销售过渡期（至 11 月 30 日），2025 年 12 月 1 日后所有在售车辆必须符合新规。此次修订不仅回应了消费者对续航和使用体验的需求，更通过提升企业质量保证能力、强化全生命周期安全责任，推动行业从"规模扩张"向"技术+合规"双轮驱动转型，预计将加速中小厂商出清，进一步提升市场集中度。

表：新旧国标对比

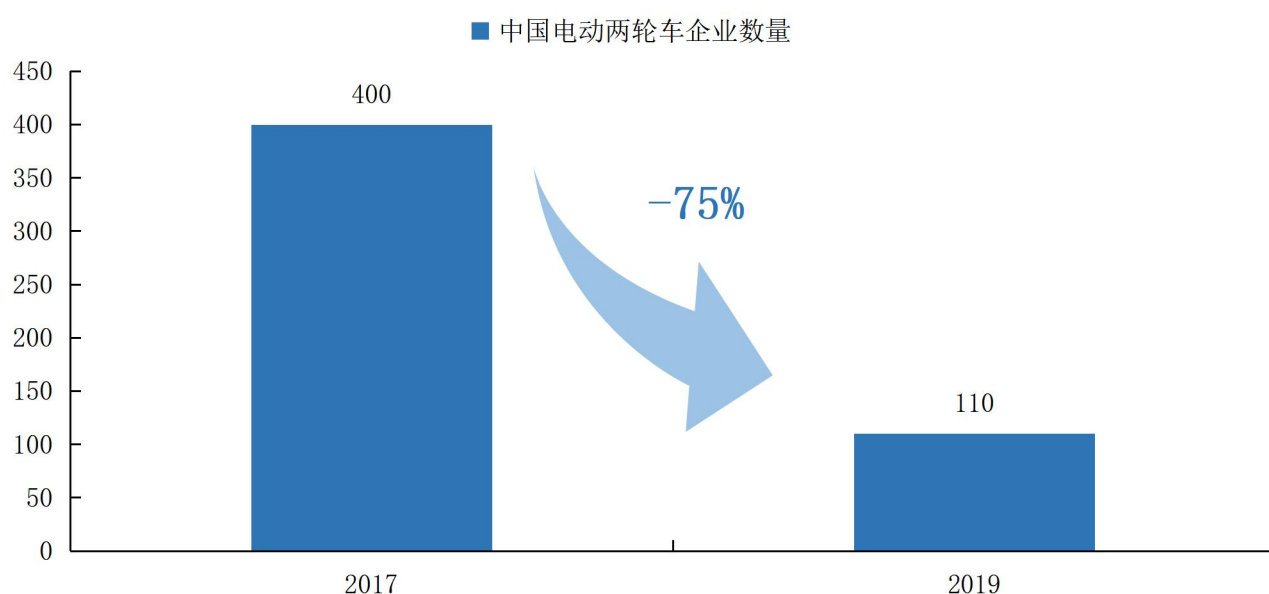
类别	电动自行车		电动轻便摩托车	电动摩托车
国家标准	GB17761-2018	GB17761-2024（2024 版新国标）	GB/T24158-2018	GB/T24158-2018
生产资质	无要求	生产企业应具有与电动自行车整车产能相匹配的整车及车架等关键部件的生产能力、检测能力和质量控制能力	有要求	有要求
CCC 认证	有要求	延续	有要求	有要求
功率	≤400W	延续	400W-4kW（非强制）	>4kW（非强制）
电池	≤48V	延续		
最高时速	≤25 公里／小时	延续	≤50 公里／小时	≤50 公里／小时
整车质量	≤55 公斤	≤63 公斤	无要求	无要求
脚踏骑行	必须具备	仅具有电驱动功能的电动自行车可不设置	-	-
塑料件占比	无要求	不超过整车质量的 5.5%	-	-
信息化	无要求	加装通信模组，非商用北斗选配	-	-
防篡改	应当具有	电池组、控制器、限速器应具有防篡改功能	-	-
载人	未作规定	延续	禁止	有固定座位的可乘坐 1 人
驾驶证	无要求	延续	D、E、F 证	F 证

资料来源：国家标准委，STARLIGHT SECURITIES

2.3 新国标清退不合规厂商，龙头份额提升可期

2019 新国标前车之鉴，中小企业大量出清。2019 年 4 月 15 日实施的《电动自行车安全技术规范》，对电动两轮车的车速（不超过 25km/h）、整车质量（不超过 55kg）、电池电压（不超过 48V）、电机功率等作出明确规定，同时强制要求国家 3C 认证。这一标准大幅提升了行业技术壁垒与合规门槛：3C 认证费用高昂，且获取电摩资质等成本高，中小企业资金与研发能力薄弱，难以承担技术升级与合规成本；新国标还加强了生产、销售环节的监管，打击非法改装，使以往依赖“灰色地带”经营的中小厂商失去生存空间。此外，新国标对产品一致性、企业质量保证能力等提出要求，缺乏研发与生产能力的中小企业无法满足合规要求，最终在严格的标准与监管下逐步被市场淘汰，加速了行业出清。2017 年中国电动两轮车企业数量达 400 家，2019 年新国标正式实施后，数量骤降至 110 家。

图：2019 年新国标正式实施后企业数量显著下降



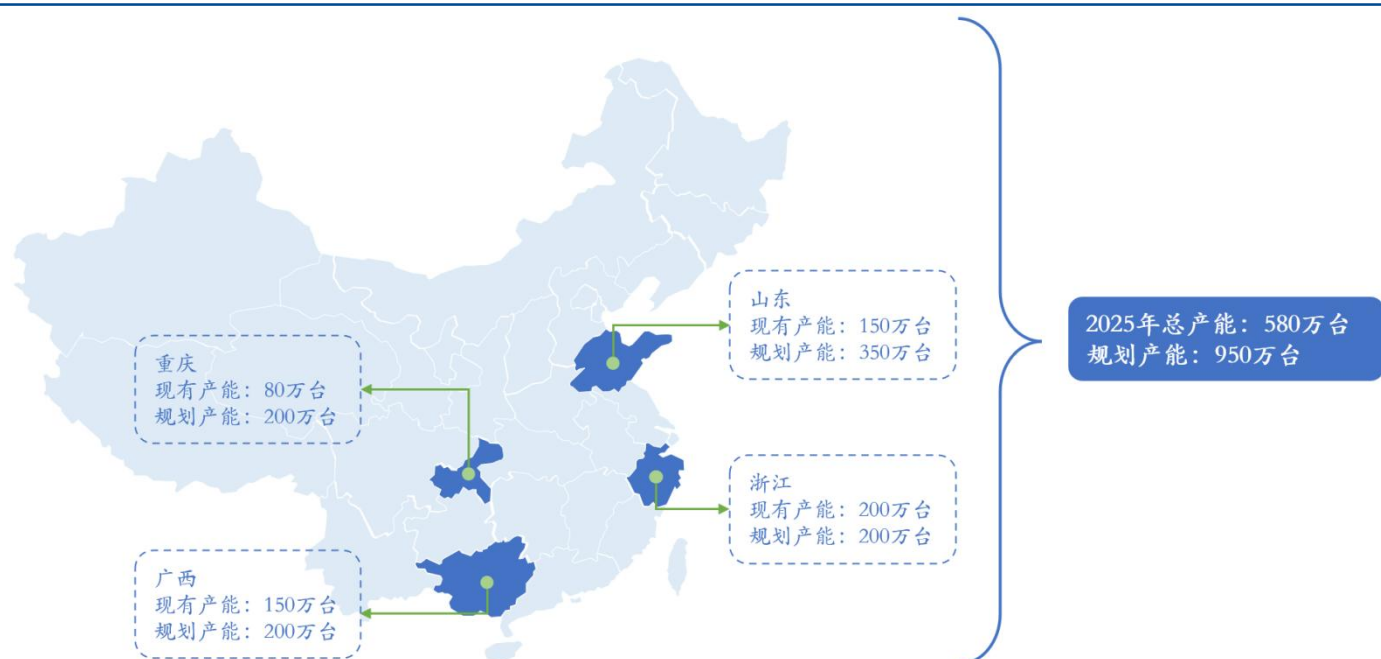
资料来源：华经情报网，STARLIGHT SECURITIES

头部厂商份额提升可期，品质竞争有利于技术突围。本次新国标进一步提高了行业准入门槛和技术标准，将推动不合规的中小企业被清退出市场，行业迎来进一步的集中度提升，市场份额将进一步向绿源等资质合格、经营规范的龙头企业集中。行业规范化程度提升，也将引导市场从低价竞争向品质差异化竞争转变，有利于绿源发挥技术和品质优势，提升市场占有率。

2.4 产能布局充沛，开启增长新篇章

重庆基地投产，产能准备充分。2024 年底，绿源拥有浙江、山东、广西三个生产基地，产能分别为 200/150/150 万台。2025 年 2 月 18 日，绿源重庆基地正式投产，预计 2025 年贡献年产能 80 万台，公司总产能上升至 580 万台/年。绿源重庆基地规划年产能 200 万台，不仅为公司提供了产能补充，也是公司深化西南市场布局的重要一步。根据公司长期规划，未来浙江、山东、广西、重庆基地将布局 200/350/200/200 万台产能，合计远期规划产能达到 950 万台，为公司未来的增长提供了扎实的产能保障。

图：公司全国规划产能达 950 万台



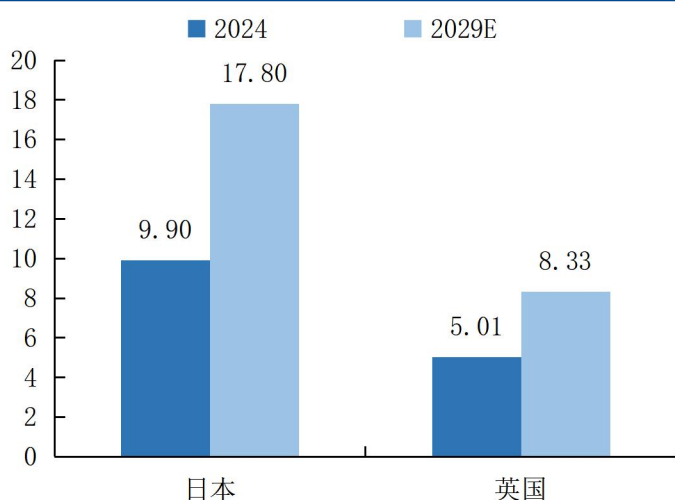
资料来源：公司资料，STARLIGHT SECURITIES

三、LYVA 高端化突围值得期待

3.1 全球电助力车市场前景广阔

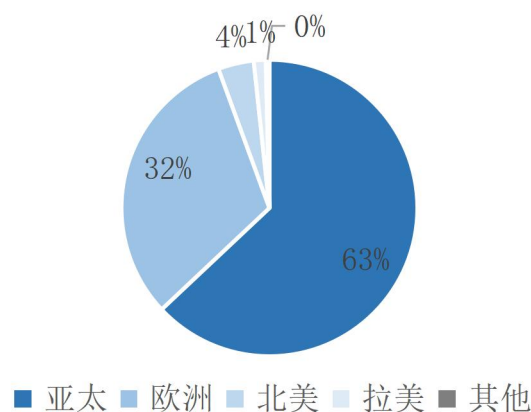
电助力车起源于日本，海外市场仍在高速增长。电助力自行车最早发端于日本，后逐渐在欧洲发展，由于其多应用场景及多功能属性方面表现突出，市场规模已逐步扩大。2024 年全球电助力车市场规模约为 350 亿美元，预计 2030 年将达到 622.5 亿美元，2024-2030 CAGR 有望达到 10%。就地区结构来看，亚太地区占据全球电助力车主要市场份额，亚太、欧洲、北美、拉美市场份额占比分别达到 63%、31.4%、3.9%、1.3%。其中日本、英国地区 2024 年市场规模分别达 9.9、5.01 亿美元，预计 2029 年将达到 17.8、8.33 亿美元。

图：全球主要地区电助力车市场规模



资料来源：Mordor intelligence, STARLIGHT SECURITIES

图：全球电助力车市场份额

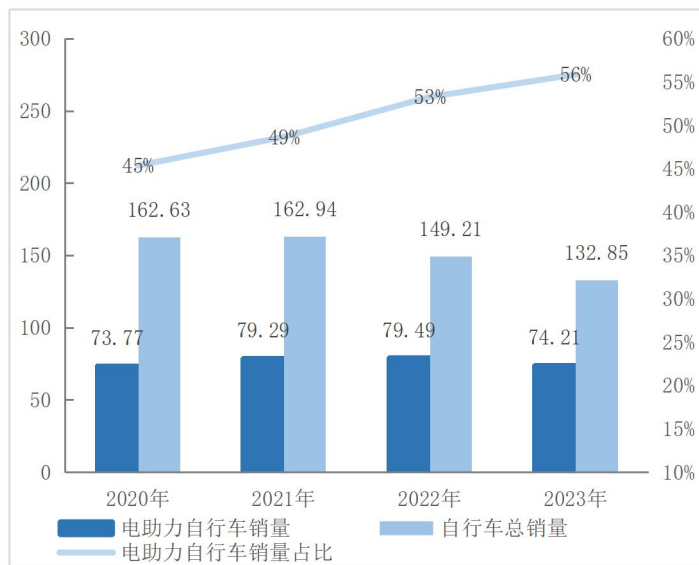


资料来源：innovius research, STARLIGHT SECURITIES

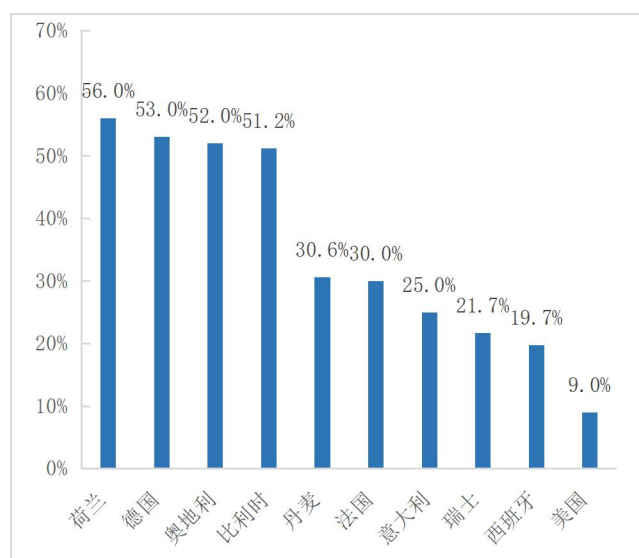
电助力自行车渗透率天花板较高。日本是最早研发、生产和销售电助力自行车的国家，2023 年其电助力自行车销量占自行车总销量占比高达 56%。根据《美骑网&京东-2024 年中国自行车行业调查报告》的数据显示，在发达国家电助力自行车的渗透率同样相对较高。参考海外市场电助力自行车行业的发展，我们认为中国电助力自行车行业未来有望复刻海外市场发展轨迹，长期保持渗透率提升趋势。

图：2020 年 - 2023 年日本自行车销售数据统计（单位：万辆）

图：主要发达国家电助力自行车渗透率（%）



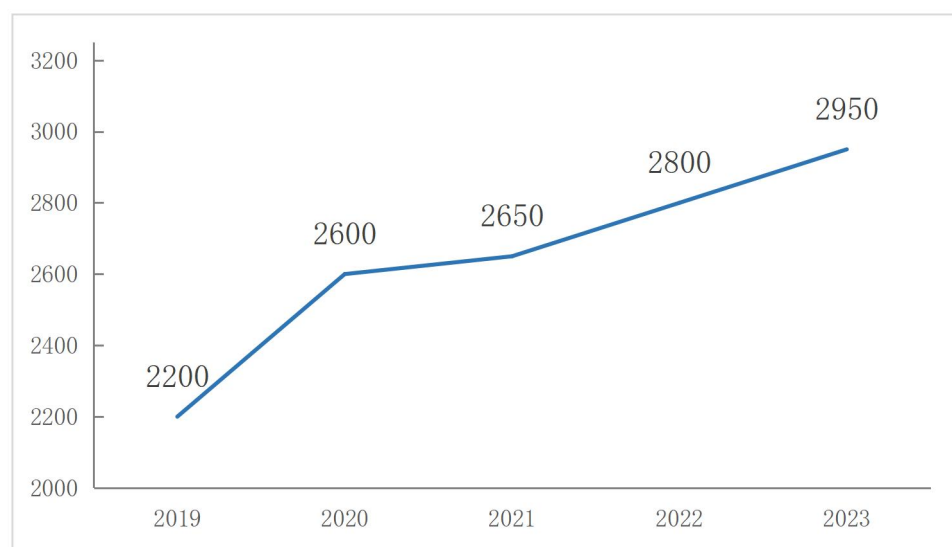
资料来源：日本自行车产业振兴协会



资料来源：《美骑网&京东-2024 年中国自行车行业调查报告》

电助力自行车行业呈现持续高端化的趋势。以德国市场为例，根据德国两轮车行业协会的统计数据，德国电助力自行车平均单价从 2019 年的 2200 欧元增长至 2023 年的 2950 欧元。由于电助力车在全球范围内渗透率相对较低，而低渗透率带来了强身份属性。彰显生活态度和品质生活的额外价值，使得消费者对电助力车的价格相对不敏感，更关注产品的个性化和品牌力。定位高端化的电助力车行业，也意味着更高的利润空间。

图：2019 年 - 2023 年德国电助力自行车平均单价变化（单位：欧元）



资料来源：德国两轮车行业协会

国内市场集中度低，呈现蓝海特征。海外发达国家的两轮电动车行业发展为我国市场提供了清晰的指引。但由于发展时间较短，中国电助力自行车市场极为分散。近年来不少电动车品牌或跨界品牌开始布局国内电助力自行车市场，绿

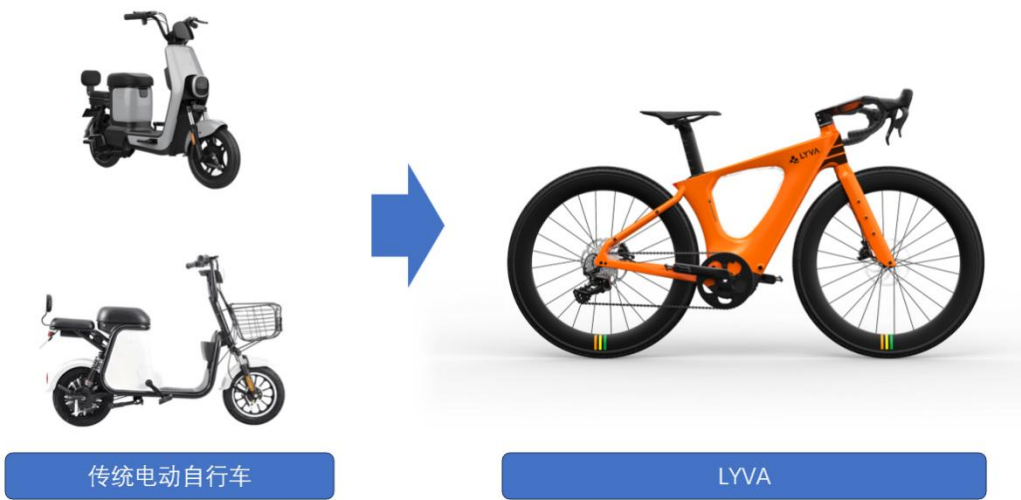
源、爱玛、雅迪、新日、小牛、九号等电动车厂商均发布了电助力车型，消费电子品牌大疆也推出了自己的电助力系统。行业集中度低可以带来更多的市场机会，市场参与者能够通过独特的商业模式、技术或产品创新来获取市场份额，可供创新的空间更大。

3.2 绿源重磅推出全新高端品牌 LYVA

推出全新高端品牌 LYVA。聚焦以电助力车为代表的高端市场，打造多场景 AI 智能轻出行解决方案。绿源集团在两轮车高端领域的探索由来已久：2015 年绿源成立 LYVA 项目组，服务欧美、东南亚高端市场，开启高端电动车国际化探索；2022 年正式注册 LYVA 品牌，组建国际化团队，在 46 国家开展销售与合作，覆盖欧美、东南亚等市场，LYVA 品牌正式成立；2024 年，经过多年沉淀酝酿，LYVA 品牌全面升级，并且成为公司战略发展方向。LYVA 的发展可谓是十年磨一剑，有望成为绿源集团发展历程的重大拐点。

奥运祥云火炬主设计师李凤朗领军的国际化设计团队。作为一款可选消费品，产品力的打造对于后续商业化成功至关重要。LYVA 首席设计师李凤朗，是全球知名的工业设计师，曾获 165 项国内外工业设计大奖，囊括了红点至尊奖、设计年度团队奖等等全球最具影响力的所有设计奖项。LYVA 设计团队的强大阵容，为产品打造奠定了坚实的基础。

图：传统电动自行车和 LYVA 产品对比

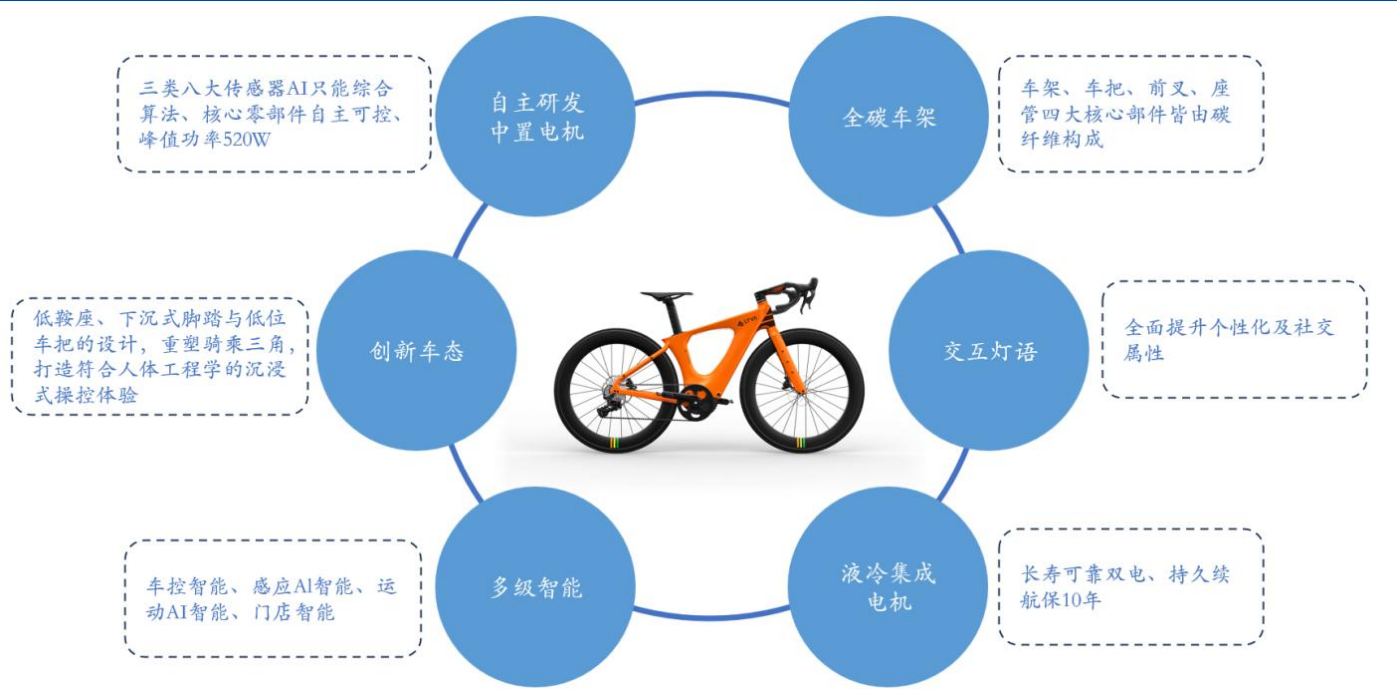


资料来源：公开资料整理，LYVA 官网，STARLIGHT SECURITIES

强强联合，铸就卓越品质。LYVA 与顶级赛事级自行车品牌瑞豹联合研发推出 G01-Sport 智能电助力公路车，采用进口碳纤维车架，在对标进口品质的同时，还通过设计亚洲专属人机比例，打造更适合中国人的电助力自行车。G01-Sport 在“无汗模式”下可实现百公里续航，轻松实现跨城市骑行。AI 智能电机有效提升骑行体验，峰值功率 520W，爬坡如履平地。

核心零部件中置电机自研自产，构筑核心竞争力。在产品品质比肩国际一线品牌的同时，由于绿源还具备电助力自行车核心零部件中置电机的自主可控能力，公司在性价比方面全面领先可比产品。LYVA 产品定价在万元级别，相较海外旗舰产品有很大的价格优势。

图：LYVA 智能轻出行解决方案



资料来源：LYVA 官网，STARLIGHT SECURITIES

3.3 构筑立体式营销渠道，产品放量可期

新老渠道同步发力，营销策略逐步清晰。在传统渠道方面，公司遴选现有一万三千多家终端门店，采用驿站模式推行，快速形成体验、交付、服务网络。同时，还将持续开设直营旗舰店，以在重点区域形成示范效应。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。在新兴渠道方面，公司还计划通过政府合作、景区试点等方式拓展市场。同时，在赛事活动及骑行活动等方面多角度发力，持续壮大 LYVA 的市场知名度和品牌地位。我们认为，基于绿源全国化的营销渠道和众多新颖的销售策略，LYVA 有望快速实现市场导入和销售放量。

图：立体式销售渠道



资料来源：LYVA 官网，STARLIGHT SECURITIES

打造业绩第二增长曲线，产品放量值得期待。LYVA 品牌旗下产品定价约为 5,000-20,000，产品均价和盈利能力显著高于公司第一增长曲线，如果未来 LYVA 能够实现 10%的净利率，将成为拉动公司业绩增长的主要动力之一。以 1 万元均价计算，如果 LYVA 销量突破 5 万辆，则将贡献 0.5 亿元净利润。相较公司 2024 年净利润 1.17 亿元，存在明显的增长率，公司有望在中短期内借助 LYVA 这一高端品牌再造一个绿源。

四、生态布局：构建全场景轻出行生态

4.1 布局全场景轻出行生态，探索轮式机器人技术应用

“源行者”品牌整合生态业务，布局“租售换修”全生命周期服务。2025 年，绿源正式推出“源行者”品牌，专注于构建两轮出行生态化服务体系，旨在通过“租换售修”一体化模式，为用户提供覆盖全生命周期的智慧出行解决方案。

“源行者”整合了绿源原有的零售和售后体系，同时也包含了公司在换电、租车等方面业务的前瞻布局，是公司“硬件+软件+服务”的全链条布局中的关键一环。

战略合作布局换电，直击充电基础设施痛点。充电基础设施是阻碍两轮电动车普及的关键障碍，同时也是电动两轮车发生安全风险的重灾区。绿源与滴滴换电达成战略合作，推出“无月租、无套餐”的纯按需付费模式。用户购买绿源智能电动车后，无需支付固定租金或绑定长期合约，仅需根据实际使用需求更换电池，单次换电成本低至“1 毛钱 1 公里”。相较于传统充电模式，用户年均充电成本可节省超 500 元。滴滴换电是《深圳市电动自行车集中充电设施建设标准》主要起草单位，累计部署智能换电柜超 2000 台。绿源与滴滴换电的战略合作，将为消费者提供真正安全、便捷、实惠的换电服务。

图：绿源·滴滴换电南园街道换电公园及电动自行车综合服务中心



资料来源：公开资料整理

景区骑行需求旺盛，兼具消费者教育功能。据相关行业调研显示，截至 2025 年，全国范围内建成 15 公里以上专用骑行道路的景区数量已达约一万个，这类景区普遍存在景点分散、步行游览效率较低的空间特征，催生了消费者对 3-15 公里中短距离骑行工具的需求。在此市场背景下，LYVA 品牌针对景区场景的出行痛点，通过与多地景区管理方合作，落地电助力车租赁服务网络，其产品兼具电动助力与人力骑行双重模式，在满足环保出行需求的同时，为游客提供了便捷省力、设计时尚且使用成本低的高品质骑行体验。该租车业务模式不仅形成稳定的利润增量，更通过低门槛的实际场景使用，让消费者直观感受电助力车在续航能力、智能操控等方面的技术优势，为品牌旗下高端电助力车型的市场推广积累用户认知基础，实现商业价值与品牌教育的双重赋能。

电机技术迁移，探索机器人应用。绿源集团在机器人领域的探索以技术迁移与场景化落地为核心，依托其在电动两轮车领域积累的电机控制、智能制造等核心能力，重点突破高精度运动控制、多场景驱动适配等关键难题。绿源多年积累的液冷电机等核心技术能显著提高电机工作效率、延长使用寿命和降低维护成本，使其在机器人市场中展现出明显的竞争优势。绿源集团与浙江大学金华研究院及浙江工业大学金华研究院等高等院校展开深入的合作，借助学术资源推动技术创新与应用，促进机器人行业的技术进步。

4.2 生态出海带动产品出海，前瞻布局瞄准全球市场

绿源集团控股的生态布局，同时包含了“携生态出海”前瞻战略布局，在发展中国家与发达国家采取差异化路径构建竞争优势。针对新兴市场充电基建薄弱、用户消费力有限等痛点，公司创新性输出“换电+租车”组合生态：换电模式通过集中式能源管理替代分散充电需求，有效规避电网建设不完善和充电基础设施薄弱的短板，同时依托标准化电池组实现快速服务网络覆盖；配套的共享租赁体系不仅降低用户购车门槛，更通过高频使用场景培育消费者对两轮电动产品的认知与依赖，为后续市场渗透奠定基础。该模式在东南亚、拉美等地区形成可复制的商业闭环，推动绿色出行理念在基建洼地的软着陆。

在欧美成熟市场，绿源则聚焦高端电助力车（E-bike）赛道实施品牌升级战略。依托自主研发的液冷电机、智能中控系统等核心技术，公司打造的智能化长续航产品精准契合当地消费者对骑行体验、科技美学与低碳生活的复合需求。通过与海外品牌的合作，有望切入欧美高附加值市场，凭借品质和性价比优势开拓海外高端市场。

五、盈利预测及投资建议

考虑到公司传统业务受益于新国标换代和市占率提升、LYVA 品牌有望贡献较大的业绩增量，我们认为绿源集团控股具备中长期的快速增长动力。尤其是随着高端产品占比上升，公司的盈利能力也有望得到较大幅度地提升。我们测算 2025-2027 年，公司营收分别为 65.5/76.3/91 亿元，增速分别为 29.1%、16.5%、19.3%；归母净利润分别为 1.97/3.04/4.67 亿元，增速分别为 68.4%、54.3%、53.6%。PE 分别为 14.21/9.21/5.99，结合可比公司估值水平，我们认为绿源集团控股成长势头强劲，2025 年合理 PE 应为 25 倍，目标价 12.28 港元，相比现价存在约 75% 的上涨空间，首次覆盖给予“买入”评级。

表：盈利预测

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（亿元）	50.83	50.72	65.5	76.3	91
YoY	6.27%	-0.22%	29.1%	16.5%	19.3%
归母净利润（亿元）	1.46	1.16	1.97	3.04	4.67
YoY	23.36%	-20.29%	68.4%	54.3%	53.6%
EPS（元/股）	0.43	0.29	0.46	0.71	1.09
PE	19.67	25.72	14.21	9.21	5.99

资料来源：iFinD，STARLIGHT SECURITIES

表：可比公司估值

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
雅迪控股（1585.HK）	14.52	29.86	14.51	12.41	10.75
爱玛科技（603529.SH）	11.47	17.78	14.28	12.00	10.26
小牛电动（NIU.O）	-4.44	-5.27	13.43	7.55	4.78

资料来源：iFinD 一致预期，STARLIGHT SECURITIES，注：时间截止于 2025 年 4 月 25 日收盘

六、风险提示

市场竞争加剧的风险：电动两轮车行业竞争激烈，公司可能因激烈的市场竞争导致盈利能力不及预期。

产品销售不及预期的风险：公司的高端品牌 LYVA 是 2025 年重要的增长动力，但 LYVA 可能会因为市场反响不佳，导致销售不及预期。

原材料价格波动的风险：公司的成本受电池、铜、铝等原材料的影响较大，如果原材料价格剧烈波动，可能会影响公司的盈利能力。