

投资评级 (推荐)

绿源集团控股(2451.HK)

2025年05月29日

电动两轮车行业元老品牌，全场景轻出行方案引领者

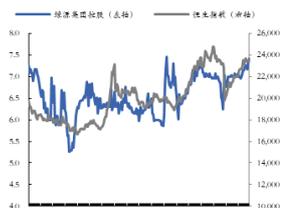
恒生指数	23258.31
恒生科技指数	5174.64
目标价 (港元)	13.41
潜在涨幅 (跌幅)	61.2%

基本数据

收盘价 (港元)	7.99
52周最高/最低(港元)	8.48/5.03
总市值 (亿港元)	33.02
流通市值 (亿港元)	33.02

股价相对走势

涨跌幅%	1m	2m	3m
绝对表现	15.9	19.12	13.16
相对表现	10.09	19.84	15.38



资料来源: Wind, 盈立证券

核心摘要

- 中国电动两轮车行业元老品牌，核心技术引领市场发展。绿源自1997年创立以来，28年发展历程中始终以技术创新与产业变革引领行业演进。公司首创的液冷电机和数字化电池技术，大幅提高了产品的耐用性和续航能力，打破了电动两轮车产品性能衰减、电池保修期短等核心瓶颈。
- 新国标切换刺激更新需求，以旧换新释放政策红利。2019年以来，中国电动两轮车销量在波动中稳步上升，2019—2024年CAGR 6.32%。2024年，电动两轮车同比下降9.09%，主要受消费需求不振及产业链整顿影响。2025年，在新国标和以旧换新补贴刺激下，预计电动两轮车销量将重回增长轨道。
- 战略焕新发力高端市场，布局两轮车出行生态。2025年，绿源战略焕新升级为“全场景轻出行方案引领者”，通过构建“硬件+软件+服务”一体化生态体系，推动品牌从传统制造商向出行服务商转型。公司重磅推出LYVA品牌，布局电动两轮车高端市场。同时布局换电和租车服务，打造“租售换修”生态服务体系。
- 我们认为随着新国标落地和以旧换新补贴持续，电动两轮车市场也有望迎来景气度回升。同时绿源集团控股的战略焕新符合行业发展的长期趋势，高端市场和生态业务有望给公司提供强劲的增长动力，并显著提升公司的盈利能力。我们测算2025—2027年，公司营收分别为60.2/73.2/88.5亿元，增速分别为18.69%/21.59%/20.90%；归母净利润分别为1.75/3.23/4.58亿元，增速分别为50.86%/84.57%/41.80%。PE分别为17.49/9.48/6.68倍，结合可比公司估值水平，我们认为绿源集团控股发展前景乐观，2025年合理PE应为30倍，目标价13.41港元，相比现价存在61.2%的上涨空间，首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示：竞争加剧的风险、LYVA销售不及预期的风险、原材料价格波动的风险

盈利预测

财务摘要	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (亿元)	50.72	60.2	73.2	88.5
YoY	-0.22%	18.69%	21.59%	20.90%
归母净利润 (亿元)	1.16	1.75	3.23	4.58
YoY	-20.29%	50.86%	84.57%	41.80%
EPS (元/股)	0.29	0.41	0.76	1.07
PE	25.72	17.49	9.48	6.68

资料来源: 公司数据、盈立证券预测

证券分析师

Head of TMT Research
Chan Kwok Keung
SFC 持牌号: BUL892
winson.chan@usmarthk.com

目录

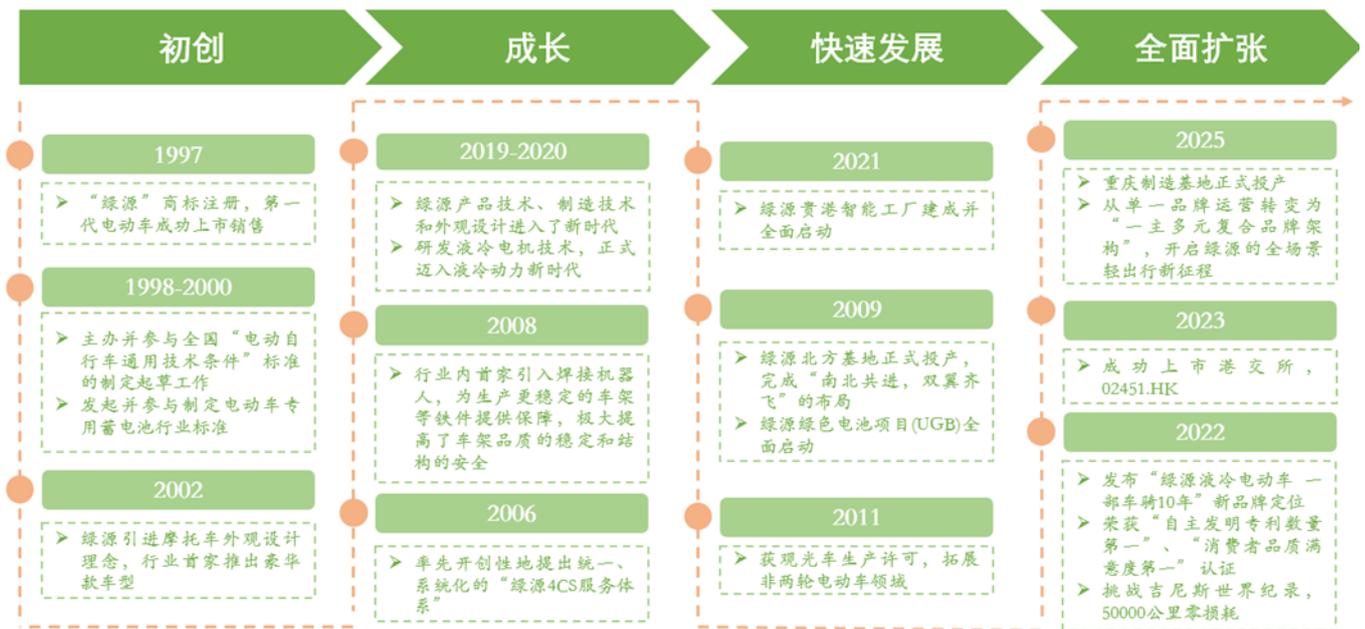
一、电动两轮车行业元老品牌，战略焕新开启新篇章	3
1.1 公司简介	3
1.2 产品矩阵	4
1.3 财务分析	5
二、电动两轮车行业：千亿存量市场有着巨大的创新空间	7
2.1 政策驱动：千亿级存量市场，迎来更新高峰	7
2.2 供给端转型势在必行：从价格竞争到品质竞争	9
2.3 需求升级：多元场景催生增量空间	11
三、技术铸就品质壁垒，产能支撑份额扩张	13
3.1 技术创新引领行业发展，构建核心技术护城河	13
3.2 产能扩张支撑市占率提升	15
3.3 立体式销售渠道，线上线下协同发展	15
四、高端化与生态布局打造新成长曲线	17
4.1 LYVA 品牌高端化突围	17
4.2 构建全生态服务体系	18
五、盈利预测及投资建议	20
六、风险提示	21

一、电动两轮车行业元老品牌，战略焕新开启新篇章

1.1 公司简介

中国电动两轮车行业开拓者。绿源集团 1997 年由倪捷、胡继红创立于浙江金华，28 年发展历程中始终以技术创新与产业变革引领行业演进。公司成立次年即深度参与全国“电动自行车通用技术条件”标准起草，奠定行业规范发展基础；2006 年推出磁码电机锁技术并首创“绿源 4CS 服务体系”，开启产品安全与服务标准化先河。在核心技术攻坚领域，2019 年研发液冷电机技术，2024 年首创数字化电池养护系统，持续引领行业技术进步。制造端智能化升级方面，2021 年广西贵港智能工厂投产，2025 年重庆制造基地投产，进一步完善全国产能网络。2023 年绿源成功登陆港交所（股票代码：2451.HK），2025 年正式推出“全场景轻出行方案”战略，标志着从单一产品制造商向出行生态构建者的跨越。

图 1. 公司发展历程



资料来源：公司公告，公司官网，盈立证券，盈立证券全球研究部

实控人为电动两轮车行业开拓者，见证了行业的诞生于发展。实际控制人为创始人夫妇倪捷、胡继红，倪捷先生担任董事会主席兼执行董事，拥有中国科大无线电电子学学士及通信与电子系统工程硕士学历，具备高级工程师职称，在产品研发领域深耕逾 34 年，其中电动两轮车行业从业经验超 25 年，主导了液冷电机等关键技术研发并获多项行业大奖，现任中国自行车协会技术委员会副主任委员，其技术洞察力持续驱动公司核心技术突破；胡继红女士任执行董事兼首席执行官，拥有合肥工业大学电力系统自动化专业本科及硕士学位，以及中欧国际工商学院 EMBA 学位，自 2003 年起全面负责集团管理运营，在电动两轮车行业积累了逾 25 年

管理经验，构建了高效的运营管理体系。二者凭借深厚的行业积淀、互补的专业背景及长期稳定的控制权，为公司战略执行与技术创新提供了坚实的管理支撑。

1.2 产品矩阵

立体化产品矩阵，LYVA 布局高端。绿源围绕消费者多样化的出行需求，打造从大众市场到高端市场全面覆盖的立体产品矩阵，并推出了针对女性消费者、Z 世代消费者、运动爱好者的个性化产品系列。2025 年公司战略焕新，重磅推出高端子品牌 LYVA，精准卡位高端蓝海市场，依托液冷电机、数字化电池、中置电机等核心技术，打造具备技术壁垒的高端产品线，同时配套国际顶尖大师的产品设计，有效触达对品质、科技及品牌价值敏感的中高端客群。LYVA 品牌的推出将公司的产品价格带拓展至 5000 元—20000 元，开拓企业管理者、职场精英等中高端客群潜力，为公司在电动两轮车市场份额提升开启了第二成长曲线，并打开了长期的利润率提升空间，彰显其作为行业龙头的战略前瞻性与市场把控能力。

图 2. 公司产品布局

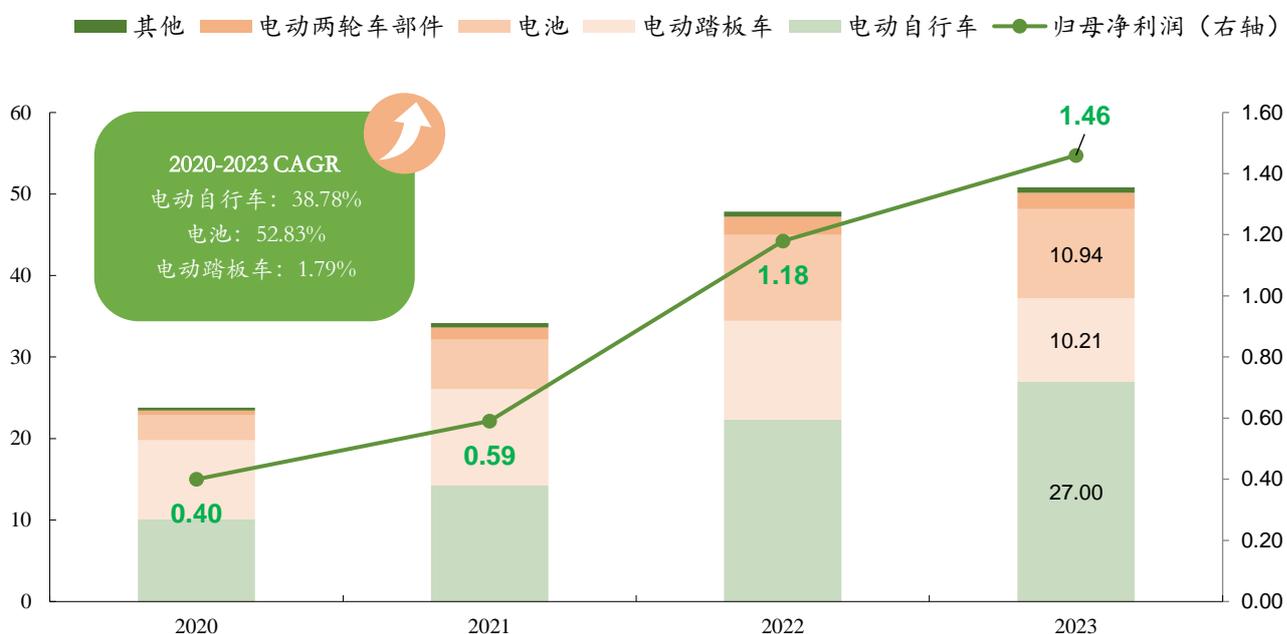


资料来源：公司官网，盈立证券，盈立证券全球研究部

1.3 财务分析

历史增长迅猛，受行业影响短期承压。2020—2022年，公司营收从23.78亿元增至47.83亿元，复合增长率达41.81%，净利润由0.40亿元增至1.18亿元，复合增速71.18%，主要得益于高端产品策略推动销量与售价双升。2023年营收进一步增至50.83亿元(+6.27%)，净利润1.46亿元(+23.36%)，分销网络扩张与制造效率提升成为核心驱动力。2024年受行业需求疲软影响，营收微降至50.72亿元(-0.49%)，净利润1.16亿元(-19.81%)，但扣除股份支付费用后的净利润仍达1.54亿元，显示出较强的经营韧性。

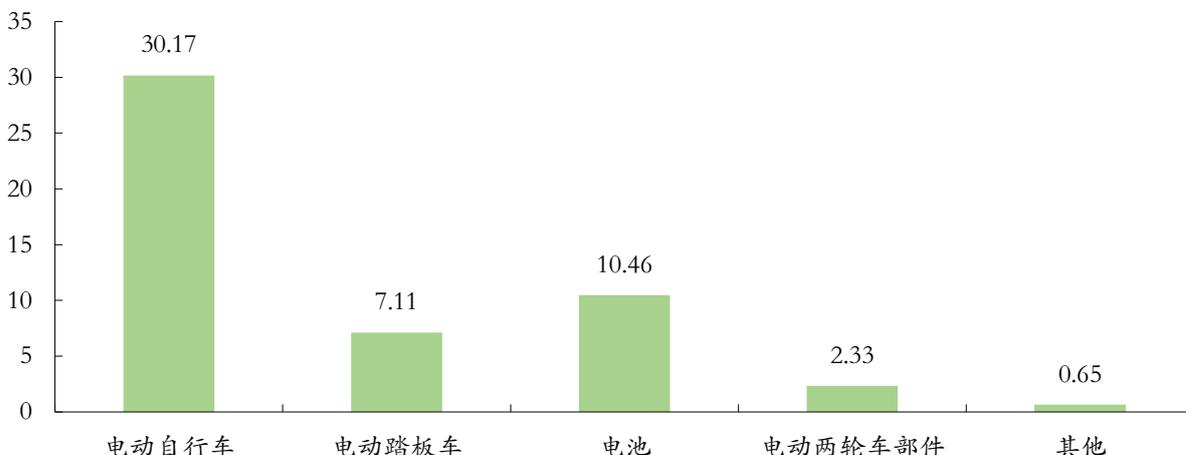
图 3. 2020-2023 年公司收入和利润（亿元）



资料来源: Wind, 公司资料, 盈立证券, 盈立证券全球研究部

电动自行车始终是核心收入来源，收入占比长期以来维持在40%以上，2024年达59.48%（22.32亿元）。电动摩托车是公司第二大收入来源，2024年收入占比14.02%。公司2024年战略进军高端电助力车市场，并布局换电、租车等生态服务，有望打破传统业务增长瓶颈。

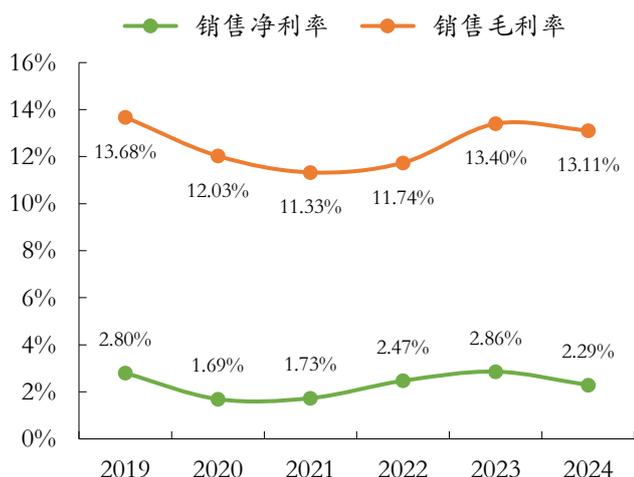
图 4. 2024 年公司销售数据 (亿元)



资料来源: Wind, 公司资料, 盈立证券, 盈立证券全球研究部

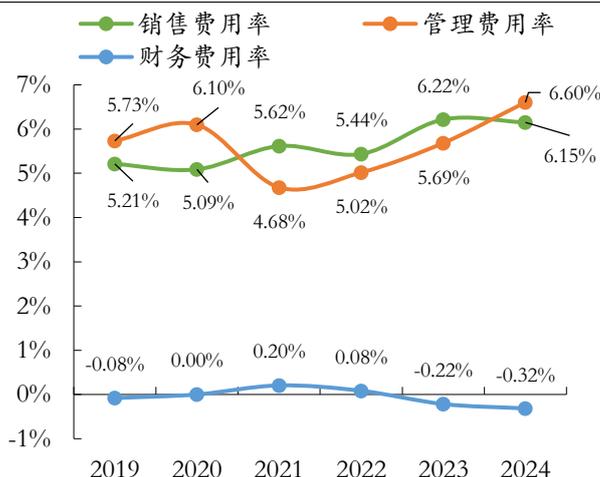
上市费用短暂影响利润率, 盈利能力提升可期。公司历史毛利率在 13% 左右, 净利率在 2%~3%。2020—2022 年毛利率和净利率有所下降, 主要受电池成本上涨、广西工厂爬坡等因素影响。2023 年, 上述负面因素减弱, 公司毛利率恢复至 13% 以上, 净利率恢复至 2% 以上。2024 年, 部分因研发投入增加 (全年 2.31 亿元) 及股份支付费用拖累。随着上市费用影响的消退和高端产品放量, 预计未来公司利润率将持续提高。

图 5. 2019-2024 年毛利率与净利率



资料来源: iFinD, 盈立证券全球研究部

图 6. 2019-2024 年期间费用率



资料来源: iFinD, 盈立证券全球研究部

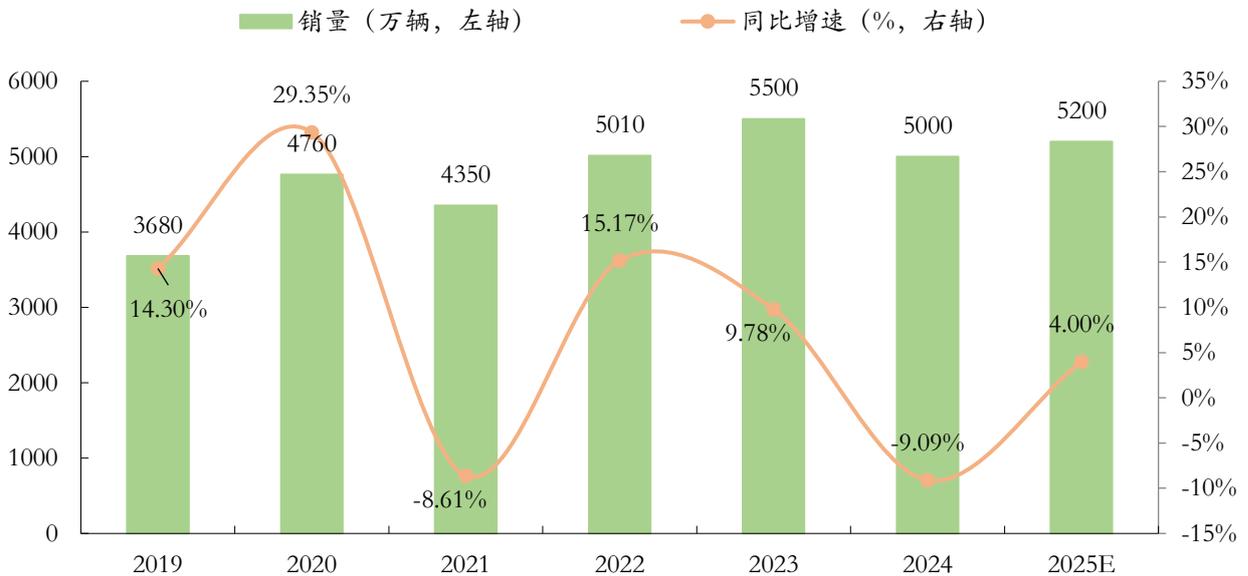
二、电动两轮车行业：千亿存量市场有着巨大的创新空间

间

2.1 政策驱动：千亿级存量市场，迎来更新高峰

电动两轮车销量稳步增长，高保有量下替代需求稳定。2019年以来，中国电动两轮车销量在波动中稳步上升，2019—2024年CAGR6.32%。2024年，电动两轮车同比下降9.09%，主要受消费需求不振及产业链整顿影响。2025年，在新国标和以旧换新补贴刺激下，预计电动两轮车销量将重回增长轨道。

图 7. 2019-2024 年中国电动车销量（万辆）



资料来源: iResearch, 盈立证券全球研究部

以旧换新政策持续加码，电动两轮车更新需求迎来高峰。2025年，商务部等五部门延续实施以旧换新补贴，全国31个省份实现地市全覆盖，补贴流程通过支付立减、一站式服务等创新方式大幅优化，直接刺激消费者换购意愿。截至2025年4月，全国以旧换新量已达334.1万辆，相当于2024年同期的2.4倍，带动新车销售95.5亿元，单店平均拉动销售额14.8万元。政策红利与市场需求形成共振，叠加2019年新国标实施后首批合规车辆进入5年更换周期，以及2024年新国标对智能化、安全性的更高要求，双重政策周期叠加推动行业进入集中换购期。

地方政策积极引导，鼓励铅酸换购和消费升级。各地的电动两轮车以旧换新政策普遍对铅酸蓄电池新车给予更高补贴，如安徽省铅酸电池新车最高补贴900元、锂电700元，河北省铅酸电池新车按售价20%补贴（最

高 500 元)、锂电仅 10% (最高 300 元); 政策导向聚焦环保与安全, 多地要求新车符合 2024 年新国标并通过 3C 认证, 同时旧车铅酸电池正规回收带动铅回收率超 95%。

表 1. 部分地区的电动两轮车以旧换新政策

省份	政策
安徽省	按新车销售价格 30% 予以“立购立减”补贴。其中, 换购锂离子蓄电池新车的, 最高补贴 700 元; 换购铅酸蓄电池新车的, 最高补贴 900 元。每位消费者可享受 1 次补贴。
河北省	对交回老旧电动自行车, 并购买铅酸电池电动自行车新车的, 按照产品销售价格 (剔除所有折扣优惠后成交价格) 的 20% 补贴, 每辆补贴不超过 500 元; 对交回老旧电动自行车, 并购买锂离子电池电动自行车新车的, 按照产品销售价格的 10% 补贴, 每辆补贴不超过 300 元。
湖南省	交售报废锂离子电动自行车 (整车含电池) 并换购铅酸蓄电池电动自行车新车的给予 600 元补贴; 其他情形交旧购新 (均为电动自行车) 的给予 500 元补贴。
四川省	按购买的新车销售发票中价税合计金额的 20% 予以补贴, 最高不超过 500 元; 对交售报废老旧锂离子蓄电池旧车并换购合格铅蓄电池新车的, 额外再给予 100 元的补贴。
江苏省	2025 年 1 月 1 日至 2025 年 12 月 31 日, 新车补贴标准为最终销售价格的 30%, 最高不超过 1000 元。
浙江省	对个人消费者交售用于报废的老旧电动自行车并换购合格新车的, 按照新车销售价格的 40% 给予补贴, 最高不超过 1200 元/辆, 每名消费者可补贴 1 辆。
福建省	对个人消费者交售报废老旧电动自行车并换购合格新车的, 给予一次性以旧换新补贴 500 元; 对交售报废老旧锂离子蓄电池电动自行车并换购铅酸蓄电池电动自行车的消费者, 额外再给予 200 元补贴。
北京市	最终销售价格不低于 1500 元新车 (最终销售价格以新车发票含税价格为准), 每辆新购车辆补贴 500 元, 每人享受 1 次补贴。其中, 对交售老旧锂离子蓄电池电动自行车并购买铅酸蓄电池电动自行车的消费者, 额外补贴 100 元; 对所交售旧车经过电池健康评估的消费者, 额外补贴 50 元。
海南省	自 2025 年 2 月 1 日 (含当日, 下同) 至 2025 年 12 月 31 日期间, 对个人消费者交售用于报废的在海南省上牌的老旧电动自行车, 并在海南省注册登记的电动自行车销售机构换购符合国家标准的电动自行车新车的, 凭在海南省开具的销售发票, 按照新车销售价格 (价税合计) 的 20% 给予补贴, 最高补贴 500 元。如个人消费者按照上述条件交售用于报废的老旧电动自行车为锂离子蓄电池电动自行车, 且换购的电动自行车新车为铅酸蓄电池电动自行车新车, 给予定额补贴 600 元, 不再按新车销售价格的 20% 给予补贴。
上海市	自 2024 年 10 月 16 日至 2025 年 6 月 30 日, 对个人用户交投并报废本人名下在本市注册登记的电动自行车 (含电池), 且购买获得国家强制性产品认证证书的电动自行车新车, 本市给予个人用户一次性 500 元购车立减补贴。
重庆市	符合补贴条件的消费者, 按照申报补贴材料相关要求和固定申报渠道主动予以申报, 并按程序审核通过后, 每个消费者给予 500 元定额资金补贴, 以现金形式发放到符合补贴条件的个人消费者银行借记卡上。
广西壮族自治区	新车购置发票价格 2500 元 (不含) 以下的, 补贴 300 元; 发票价格 2500 元 (含) -3000 元 (不含) 的, 补贴 400 元; 发票价格 3000 元 (含) 以上的, 补贴 500 元。
山东省	2025 年度延续开展电动自行车以旧换新工作, 活动自 2025 年 1 月 1 日起。2024 年政策: 对交回个人名下老旧电动自行车并换购电动自行车新车的消费者, 给予单辆车不超过 500 元补贴, 对交回老旧锂离子蓄电池电动自行车并换购铅酸蓄电池电动自行车的, 给予单辆车不超过 600 元补贴。

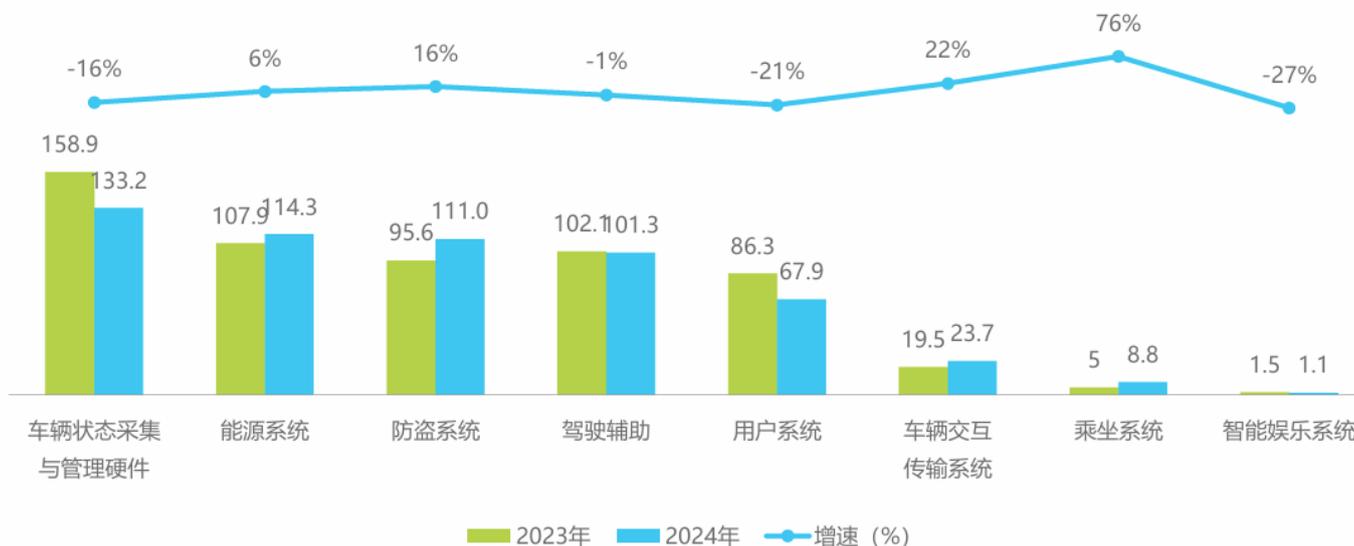
山西省	对个人消费者交售报废老旧电动自行车并换购合格新车的，给予一次性 600 元以旧换新补贴，对交售报废老旧锂离子蓄电池电动自行车并换购铅酸蓄电池电动自行车的消费者，鼓励各市适当加大补贴力度。
陕西省	交售报废的老旧电动自行车并换购新车的，每辆补贴 500 元；交售报废的老旧锂离子蓄电池电动自行车并换购铅酸蓄电池电动自行车新车的，叠加补贴 100 元。
天津市	延续 2024 年以旧换新政策，即对交回个人名下废旧锂电池电动自行车并换购铅酸电池电动自行车的个人消费者给予一次性 600 元补贴，对其他情形交旧购新的个人消费者给予一次性 500 元补贴。

资料来源：各省政府官网，盈立证券

2.2 供给端转型势在必行：从价格竞争到品质竞争

产业智能化升级，差异化配置不断升级。在市场竞争日益激烈的背景下，头部品牌纷纷转变竞争策略，从以往单纯的价格竞争转向价值竞争，通过智能化、品质化、差异化提升产品溢价。据艾瑞咨询研究，我国电动两轮车目前处于产业智能化升级阶段，头部电动两轮车企正通过智能化及差异化配置增加产品附加值。具体数据来看，2024 年各车企在能源系统、防盗系统、车辆交互传输系统、乘坐系统等核心体验方面的投入继续增多，整体呈现出基础系统稳定增长，体验类配置有所收缩的趋势。

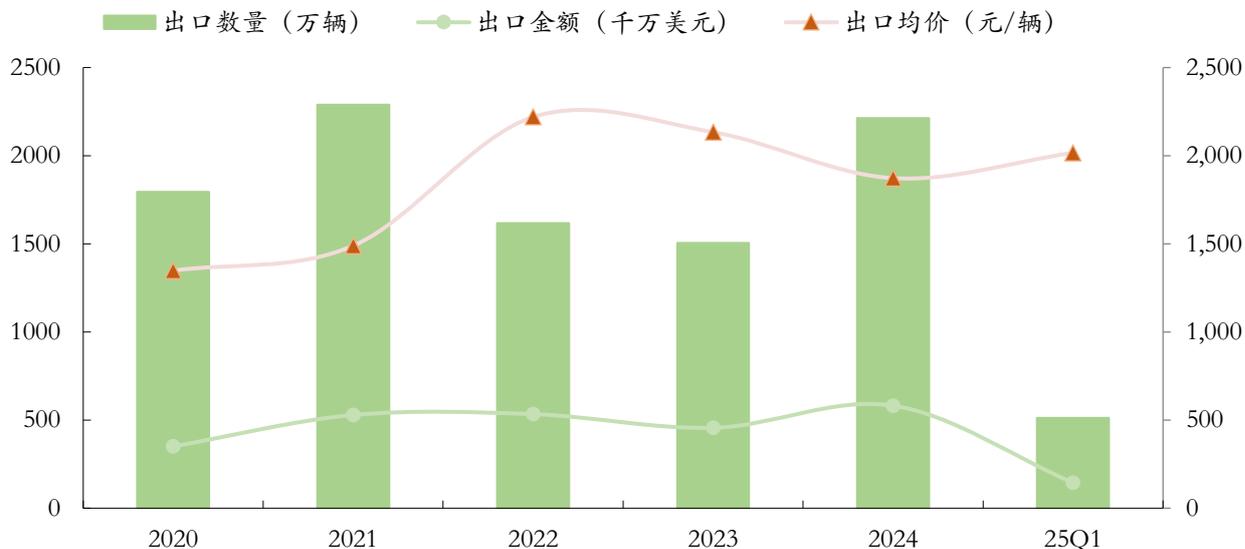
图 8. 2024 我国电动两轮车继续朝智能化方向发展（各智能化评测类别年度平均分）



资料来源：iResearch，盈立证券全球研究部

我国电动两轮车出口均价整体呈现出上扬趋势。从市场数据来看，2020 年电动两轮车出口均价约 1400 元，2025 年一季度已上升至 2000 元，出口均价显著提高。2024 年我国电动两轮车出口额达 58.16 亿美元，同比增长 27.6%，出口量增长 47% 至 2211.8 万辆，出口均价虽因中低端市场扩张略有波动，但高端化趋势仍然明显。

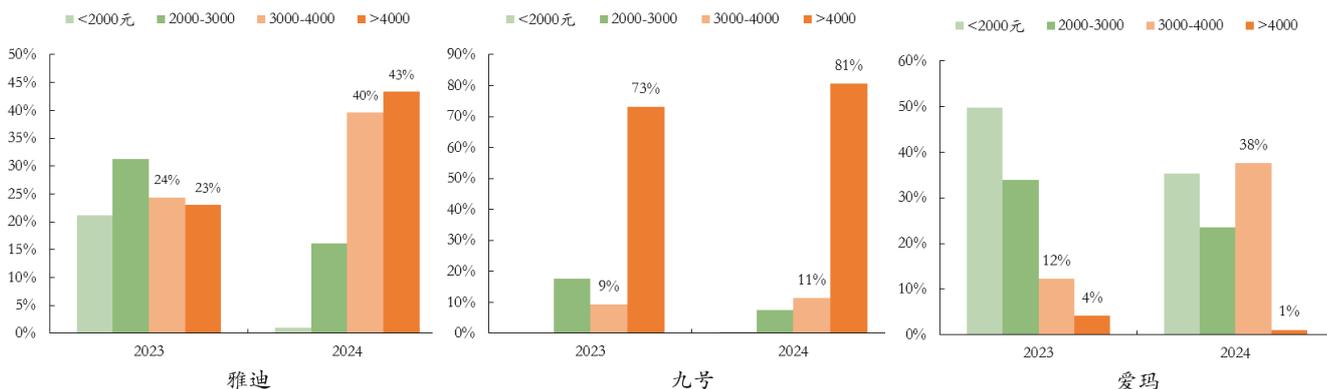
图 9. 2020-2025Q1 中国电动车出口均价呈现趋势向上特征



资料来源: 中国海关总署, 盈立证券全球研究部

头部品牌推动产品升级迭代, 中高端价格带产品占比提升。从线上产品销售价格占比来看, 2024 年我国传统两轮车车企产品销售明显向中高端倾斜, 3000-4000 元腰部区间及 4000 元以上的中高端产品销售占比有显著提升。其中, 雅迪电动车及九号电动车 4000 元以上电动车占比分别达到 43%、81%, 较 2023 年分别提升 20pct、8pct; 爱玛电动车 4000 元以上占比下降, 但 3000-4000 元区间产品销售占比提升显著。

图 10. 主要两轮车企线上销售价格带变化



资料来源: 公开资料, 盈立证券整理, 盈立证券全球研究部

新国标在信息化及安全性能等方面要求提升, 进一步推动产品品质升级。2024 年, 国家工信部、公安部等部门联合发布《电动自行车安全技术规范》, 本次修订旨在为用户提供更加安全的出行工具, 新标准将于 2025 年 9 月 1 日实施。本次新国标不仅对企业生产资质提出明确要求, 同时对生产产品的安全性能及功能性作出进一步规定。其中, 在安全性能

方面，新国标对电动车非金属防火阻燃要求进一步强化，规定电动自行车使用塑料的总质量不应超过整车质量的 5.5%，同时对电动车制动性能、电动机性能等方面要求进一步完善；在功能性方面，新国标要求电池组、控制器、限速器应具备防篡改功能，并且规定电动自行车须具备北斗定位、通信与动态安全监测功能。本次电动自行车国家标准的修订减少了电动车塑料件使用，进步一步提升了产品的阻燃性能，同时增加了北斗和通信模块及防篡改等新要求，将进一步推动我国两轮电动车产品升级迭代。

表 2. 新旧国标电动自行车主要区别

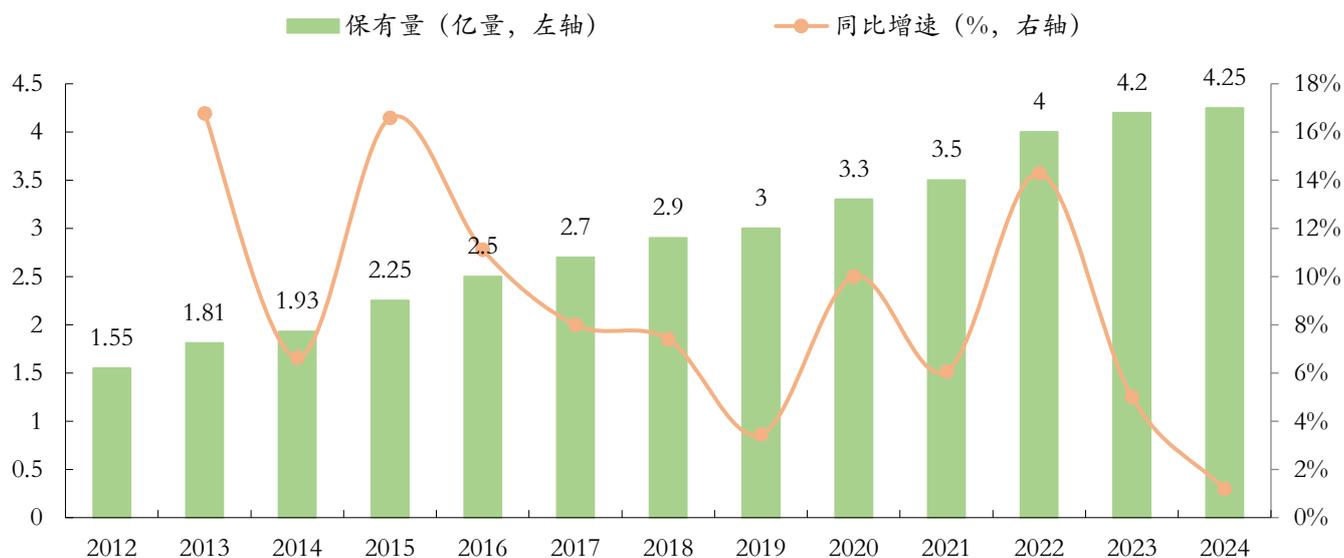
主要区别	GB17761-2024（新国标）	GB17761-2018
新增了企业质量保证能力和产品一致性要求	生产企业应具有与电动自行车整车产能相匹配的整车及车架等关键部件的生产能力、检测能力和质量控制能力。	无要求
强化了非金属材料防火阻燃要求	电动自行车使用塑料的总质量不应超过整车质量的 5.5%	无要求
提升整车质量上限	整车质量上限提升到 63 公斤	55 公斤
不再强制要求所有车型均安装脚踏骑行装置	仅具有电驱动功能的电动自行车可不设置	要求具备
信息化提升	要求电动自行车具备北斗定位、通信与动态安全监测功能	无要求
防篡改要求提升	电池组、控制器、限速器应具有防篡改功能	未强制要求
整车标志	要求明确标示电动自行车的建议使用年限；要求区分并标明用于城市物流、商业租赁等经营性活动的电动自行车	无要求
安全性能提升	改善了制动性能要求,缩短了刹车距离；完善电动机性能要求，确保车辆爬坡能力的同时防止超速行驶	-

资料来源：国家标准委，工信部，盈立证券整理

2.3 需求升级：多元场景催生增量空间

电动两轮车渗透率高，基础出行需求被充分满足。我国电动两轮车行业经过数十载的快速发展，目前已形成了全球规模最大、产业链最完整的电动两轮车生产体系，随着电动两轮车充电效率、续航里程、安全等综合性能的持续优化，电动两轮车出行已逐步渗透我国绝大部分城镇及农村地区，成为我国最主要的短途出行方式，此外 2019 年实施的《电动自行车安全技术规范》以及 2025 年即将实施的新国标将继续推动产业规范化升级，加速淘汰落后非标车型，传统出行市场将迈入存量竞争阶段。据统计，2024 年我国电动两轮车保有量已达到 4.25 亿辆，同比 2023 年仅微增约 0.05 亿辆。在基本出行需求已充分满足的背景下，多元场景出行成为我国电动两轮车企主要竞争高地，部分车企正通过多元化布局以及差异化竞争方式，在充分筑牢基本市场的基础之上，进一步构建全新的增长曲线。

图 11. 中国电动两轮车保有量



资料来源: 鲁大师, 电动观察员, 盈立证券全球研究部

海外电助力车市场景气度高，国内市场尚处于起步阶段。据大数跨境研究，2024 年全球 E-bike（电助力车）市场规模约 350 亿美元，到 2030 年将达到 622.5 亿美元，CAGR 约 10%。电助力车不仅能够满足消费者的短途出行需求，同时也具备自行车的运动健身功能，在海外市场已经得到充分验证。电助力车售价在 2000-5000 美元区间，显著高于电动自行车，因此主要在欧美发达国家流行，在我国还处于发展起步阶段。随着中国市场的消费升级和 LYVA 等品牌大力推动市场教育，中国高端电助力车市场有望迎来高速发展期。

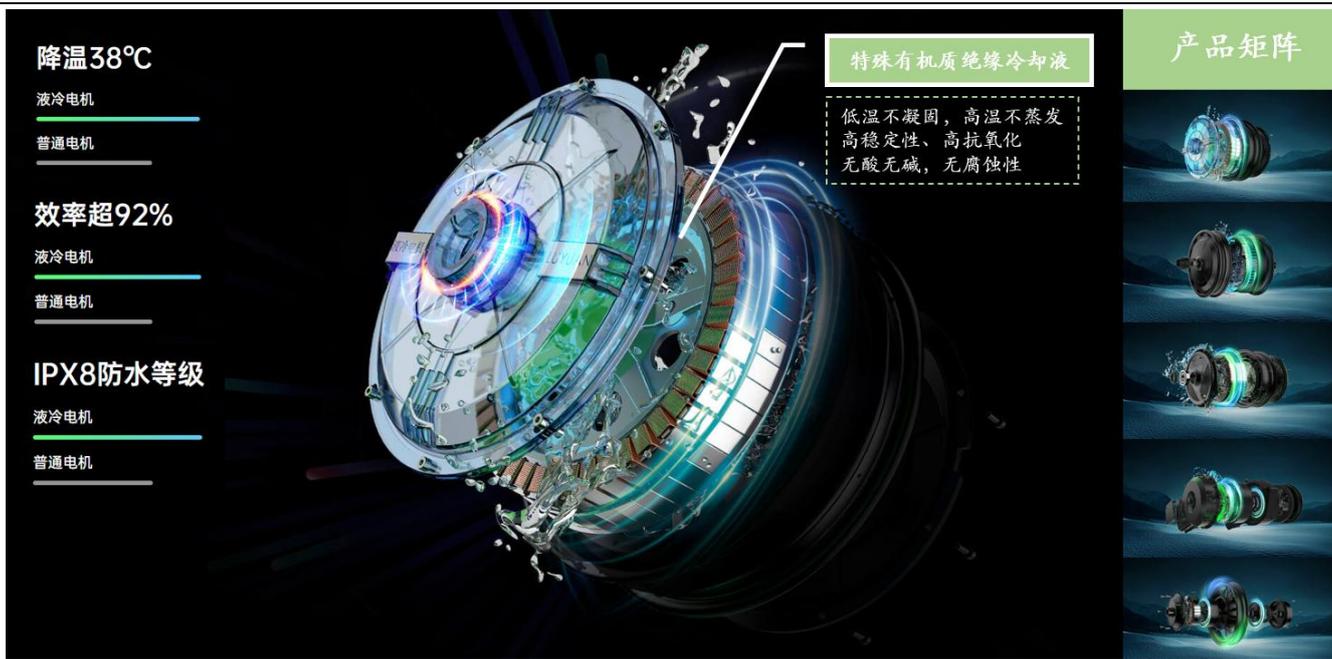
三、技术铸就品质壁垒，产能支撑份额扩张

3.1 技术创新引领行业发展，构建核心技术护城河

绿源长期以来一直是行业前沿技术的开拓者。公司围绕产品的耐用性、续航性、安全性和智能性等关键方向，不断开发和巩固核心技术壁垒。公司首创的液冷电机和数字化电池技术，大幅提高了产品的耐用性和续航能力，打破了电动两轮车产品性能衰减、电池保修期短等核心瓶颈。

首创液冷电机技术，实现十年质保。绿源液冷电机通过在电机内部注入特殊绝缘冷却液，形成高效散热循环系统，使电机工作温度较传统风冷电机显著降低，同时通过密封工艺和气体交换系统实现防氧化、防退磁。这一技术攻克了电机因高温和水气导致性能衰减的行业难题，使电机效率保持在 90% 以上，寿命延长至传统电机的 3-5 倍，并实现 10 年质保。液冷电机技术改变了电动两轮车“易耗品”属性，显著提高电动两轮车使用寿命，推动行业进入“耐用品”时代。

图 12. 液冷电机技术介绍



资料来源：公司官网，盈立证券

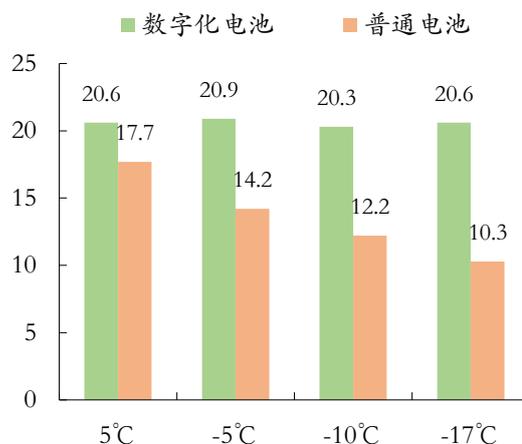
数字化电池技术，突破铅酸电池续航天花板。绿源数字化电池依托 BDCS-数字化电池养护系统，集成 BMS 管理、热控制和 AI 养护功能，通过实时监测电池状态、智能调控充放电过程，有效解决了传统电池在高温鼓包、低温衰减等痛点。在 -20°C 极寒环境下，搭载该技术的车型续航仍达 123.3 公里，且充电时自动加热使电池容量接近满充，冬季续航较普通电池提升 30%。数字化电池技术打破了铅酸电池无质保或短质保期的行业困境，实现了铅酸电池 3 年质保，切实改善消费者使用体验。

图 13. 数字电池系统



资料来源：公司官网，盈立证券

图 14. 不同环境温度数字电池对比普通电池放电容量



资料来源：公司官网，盈立证券

智能化功能丰富，解锁安全、便捷、定制化的骑行体验。绿源智能化技术以“绿源智能”APP为核心，整合无感解锁、动力模式自定义、TCS防侧滑等功能，构建全场景骑行解决方案。用户可通过APP实时监控电池温度、充放电状态，异常时自动预警并联动商户响应，显著提升安全性。智能化系统还支持陡坡缓降、移车助力等实用功能，覆盖城市通勤、越野等多元需求，推动绿源从硬件制造商向出行服务商转型，引领行业智能化升级浪潮。

图 15. 智能化功能介绍

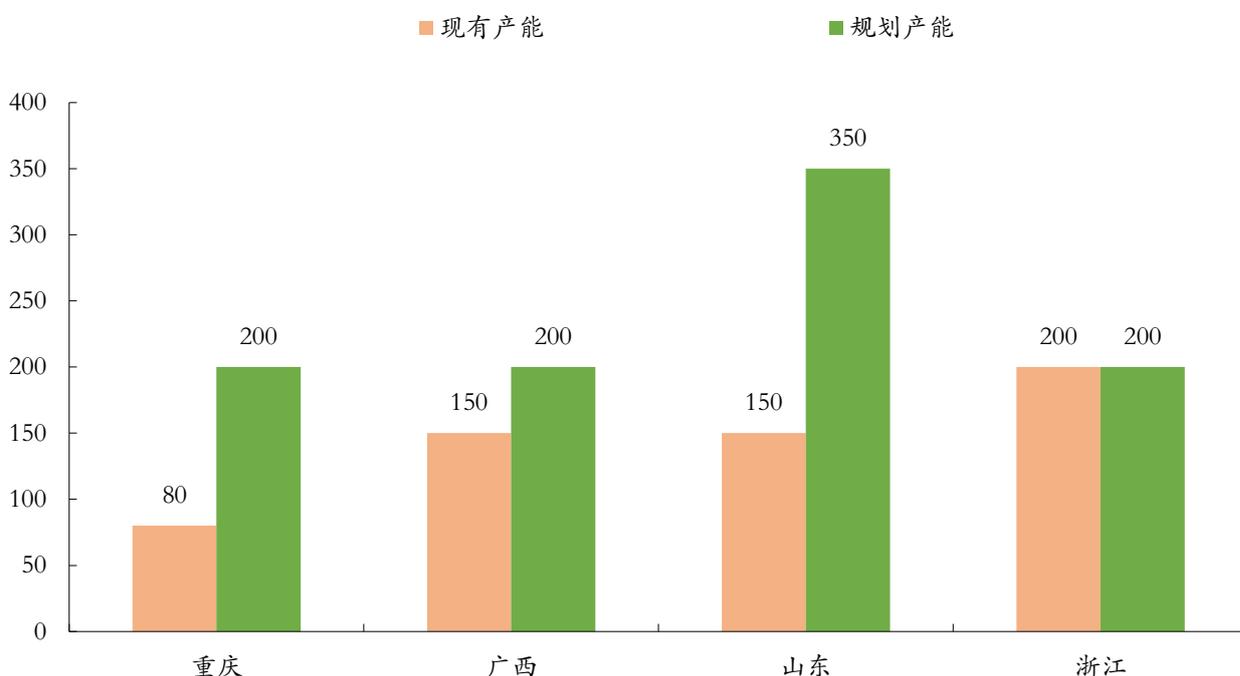


资料来源：公司官网，盈立证券

3.2 产能扩张支撑市占率提升

绿源已建成浙江、山东、广西、重庆四大智能制造基地，形成“东西南北”的战略布局。其中重庆基地在 2025 年初投产，预计当年为公司提供 80 万辆产能使得公司总产能上升至 580 万辆/年。各生产基地远期规划产能合计 950 万辆/年，能够满足公司未来销量增长的需求。截至 2024 年，绿源三大已投产基地均入选工信部电动自行车行业规范“白名单”，重庆基地更以“中国制造 2025”标准打造“智能制造示范工厂”，成为行业产能合规与技术领先的双重标杆。

图 16. 现有产能和规划产能

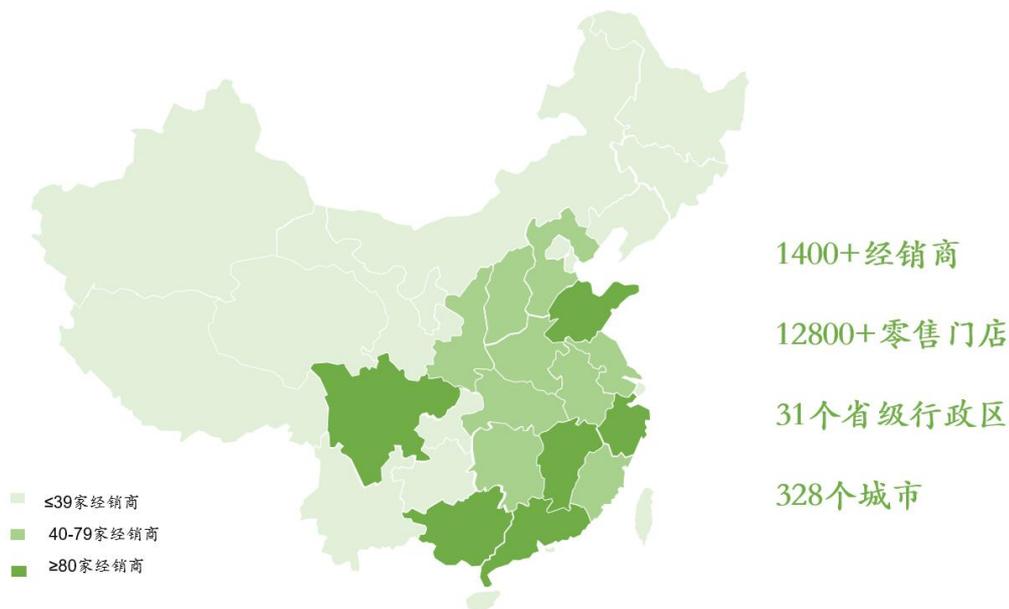


资料来源：公开资料，盈立证券整理

3.3 立体式销售渠道，线上线下协同发展

绿源构建了覆盖全国、深入末梢的销售渠道网络。目前，绿源拥有 1400 多家经销商，在 31 个省级行政区、328 个城市布局了 12800 多家零售门店，形成了多层次、广覆盖的销售体系。从区域分布看，通过对经销商密度的合理规划，实现重点市场的深度覆盖与其他区域的有效渗透，为绿源产品推广、销售增长提供坚实支撑，也为其扩大市场份额、提升品牌影响力奠定了渠道基础。

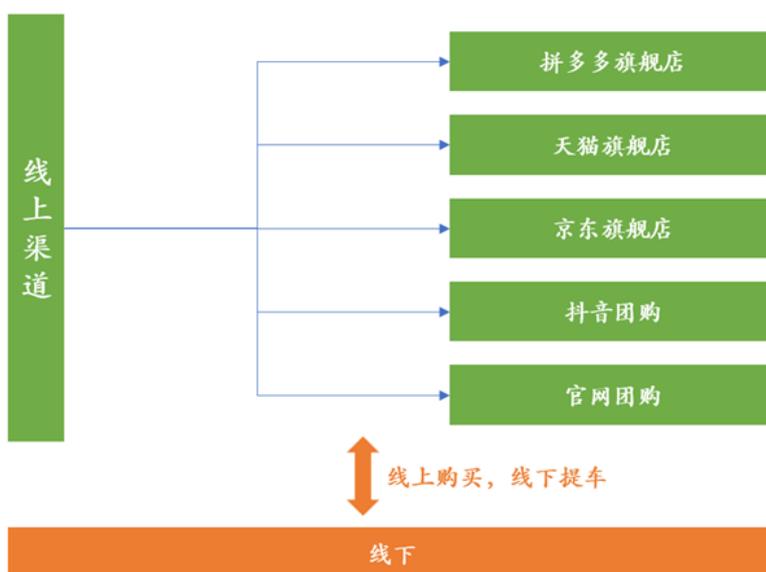
图 17. 线下渠道分布图



资料来源: 公司资料, 盈立证券

线上销售体系成熟，与线下高度联动。绿源积极拓展线上销售渠道，构建起多元化、全覆盖的电商网络，在各主流电商平台布局官方店铺。绿源线上渠道销售成绩斐然，2024 年 618 期间线上交易额达 3.3 亿，在抖音团购、拼多多等平台斩获行业排名 TOP1。绿源还创新推进“新零售”模式，实现线上线下深度融合，用户可线上下单、线下门店试驾取货，既提升了消费便捷性，又为线下门店引流赋能，推动全国门店客单量提升，成功打造了线上线下协同发展的标杆范例，为品牌销量增长与市场拓展注入强劲动力。

图 18. 线上渠道展示



资料来源: 公司官网, 盈立证券

四、高端化与生态布局打造新成长曲线

4.1 LYVA 品牌高端化突围

重磅推出 LYVA 品牌，以技术和设计打开中高端市场。2025 年，绿源将 LYVA（绿力瓦）品牌作为撬开高端市场的支点，推出了 Delta（德尔塔）、Beta（贝塔）、Alpha（阿尔法）三大产品系列，分别布局高端电助力车、户外越野、高端城市通勤等细分高端场景。在技术方面，以 DeltaG01 为例，其在绿源液冷电机和智能化技术的技术上，在核心动力方面搭载了自研的中置电机系统，性能比肩国际一线品牌。在设计方面，DeltaG01 同时邀请了 2008 年北京奥运会祥云火炬设计总负责人李凤朗，率领国际化设计团队进行产品设计。LYVA 通过技术集成与体验升级，不仅满足高端用户对性能、科技与设计多元需求，更以“高端智能出行载体”的角色，重新定义电动两轮车的价值边界，为品牌向上突破树立标杆。

表 3. LYVA 核心竞争力

核心竞争优势	详情	产品
中置电机电控系统	三类八大传感器 AI 智能综合算法(力矩传感器、加速度传感器、速度传感器、转动角度传感器、心率传感器、踏频传感器、温度传感器、坡度传感器)	
液冷集成电机系统	长寿可靠双电，持久续航保 10 年，降温 30 度，电机转化率超 29%	
创新车态设计	国际化设计团队，创新使用新人机、新材料、新架构。低鞍座、下沉式脚踏与低位车把的设计，重塑骑乘三角，打造符合人体工程学的沉浸式操控体验。	
多级智能	车控智能、感应 AI 智能、运动 AI 智能、门店智能	

交互灯语

全面提升个性化及社交属性



超百公里续航

无汗模式续航 100 公里

资料来源：LYVA 官网

LYVA 品牌的渠道布局以“线上线下融合、全场景渗透”为核心，构建了立体化的销售网络。线下依托绿源集团上万家门店资源，采用“直营店+店中店”模式快速铺开，已在北京、杭州、金华等地开设 4 家自营门店，并计划在核心城市商圈增设城市中心店与驿站店。宣发策略上，LYVA 一方面通过天津展全球首发德尔塔 G01-Sport 等明星产品，参加各大全球展会进行产品宣传；另一方面与学习强国平台发起“碳路者先锋行动”，用户可通过专区申请体验 LYVA 智能电助力自行车，并参与碳积分激励体系。此外，LYVA 定期举办骑行赛事，与户外营地、音乐节等跨界联动，打造 LYVASPACE 体验空间强化用户粘性，持续塑造“智能轻出行方案引领者”的品牌形象。

4.2 构建全生态服务体系

战略焕新升级，展开全生态布局。2025 年，绿源战略焕新升级为“全场景轻出行方案”，通过构建“硬件+软件+服务”一体化生态体系，推动品牌从传统制造商向出行服务商转型。在生态布局上，绿源推出独立服务品牌“源行者”，整合换电、租赁、维修等业务，形成覆盖“租售换修”的闭环服务体系。公司同步启动“携生态出海”战略，在 5 月上海展推出多款出口新产品，未来将把“车+电+服务”模式输出至东南亚、南亚等市场，以绿色出行方案赋能全球低碳转型。

战略合作滴滴换电，布局换电生态。绿源换电业务的战略布局以解决传统充电痛点为核心，构建了高效、经济、安全的能源服务体系。绿源与滴滴换电达成战略合作，在深圳等城市投放超 2000 个换电柜。换电服务耗时仅三分钟左右，远低于正常充电所需时间。绿源推出“无月租、无套餐”纯按需付费模式，换电成本低于用户正常充电，便利性和经济性优势兼备。同时，换电柜相比于分散的充电桩更易于管理，并可以实时监测电池健康状况，显著降低火灾风险。

开展景区租车业务，瞄准短距出行痛点。绿源租车业务的战略布局以破解短途出行痛点、响应绿色低碳趋势为核心，精准匹配 3-15 公里中短距离出行需求。例如在南京、西安等景区，用户通过小程序租赁 LYVA 电助力自行车，车辆支持电动助力与人力骑行双模式，彻底消除短途出行的

灵活性与成本痛点。同时响应政策导向，通过“碳路者先锋行动”将骑行里程转化为碳积分，用户每骑行 1 公里可兑换 100 碳积分用于抵扣购车费用或支持公益项目，契合“健康中国 2030”与绿色低碳全民行动导向。

生态业务赋能销售，实现商业逻辑闭环。绿源换电业务与租车业务通过“成本优化-体验转化-生态闭环”三维协同，构建了立体化的销售赋能体系。换电业务通过便捷、廉价的服务消除消费者的充电焦虑，提升消费者的使用体验。租车业务则作为“体验式营销”核心入口，通过景区、商圈等高频场景的骑行体验，深度传递 LYVA 电助力车的智能中置电机、碳纤维车架等技术优势。两者联动构建销售赋能体系，通过租车服务实现消费者教育、通过换电服务增强用户粘性，实现从流量获取到价值转化的全链路增效。

图 19. 租售换充生态布局



资料来源：公司官网，公司微信公众号，盈立证券

差异化出海路径，生态业务助力出海战略。绿源针对发达国家和发展中国家市场制定差异化路径，同时依托换电、租车等生态业务构建全球竞争力。在发达国家市场，绿源以高端品牌 LYVA 为载体，主攻欧美电助力车市场，通过参加国际展会、与本地品牌战略合作等方式开拓发达国家市场。在发展中国家市场，绿源以生态业务为核心突破口，换电网络破解基础设施瓶颈，租车业务作为体验式营销入口，用户通过骑行深度感知绿源技术和品质优势，实现高效的消费者教育。

五、盈利预测及投资建议

我们认为随着新国标落地和以旧换新补贴持续，电动两轮车市场有望迎来景气度回升。同时绿源集团控股的战略焕新符合行业发展的长期趋势，高端市场和生态业务有望给公司提供强劲的增长动力，并显著提升公司的盈利能力。我们测算 2025—2027 年，公司营收分别为 60.2/73.2/88.5 亿元，增速分别为 18.69%/21.59%/20.90%；归母净利润分别为 1.75/3.23/4.58 亿元，增速分别为 50.86%/84.57%/41.80%。PE 分别为 17.49/9.48/6.68 倍，结合可比公司估值水平，我们认为绿源集团控股发展前景乐观，2025 年合理 PE 应为 30 倍，目标价 13.41 港元，相比现价存在约 61.2% 的上涨空间，首次覆盖给予“买入”评级。

表 4：盈利预测

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (亿元)	50.83	50.72	60.2	73.2	88.5
YoY	6.27%	-0.22%	18.69%	21.59%	20.90%
归母净利润 (亿元)	1.46	1.16	1.75	3.23	4.58
YoY	23.36%	-20.29%	50.86%	84.57%	41.80%
EPS (元/股)	0.43	0.29	0.41	0.76	1.07
PE	19.67	25.72	17.49	9.48	6.68

资料来源：iFinD，盈立证券预测

表 5：可比公司估值

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
雅迪控股 (1585.HK)	14.52	29.86	13.19	11.30	9.79
爱玛科技 (603529.SH)	11.47	17.78	13.33	11.25	9.74
小牛电动 (NIU.O)	-4.44	-5.27	12.09	6.80	4.30

资料来源：iFinD 一致预期，注：时间截止于 2025 年 5 月 20 日收盘

六、风险提示

竞争加剧的风险：电动两轮车行业竞争激烈，可能会影响公司收入和盈利。

LYVA 销售不及预期的风险：LYVA 销售可能低于预期，导致公司增长逻辑无法兑现。

原材料价格波动的风险：上游电池等原材料价格上涨，可能会影响公司的盈利能力。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期所在市场基准（恒生指数）的表现为标准：

- 推荐：公司股价涨幅超越基准指数大于等于 20%
- 持有：公司股价涨幅超越基准指数介于 5%-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相较基准指数介于±5%之间
- 审慎：不对公司未来 12 个月内股价表现做判断

公司长期评级

- A：公司长期成长性高于行业可比平均水平
- B：公司长期成长性与行业可比平均水平相当
- C：公司长期成长性低于行业可比平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（恒生指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数跑赢基准指数 10%以上
- 中性：行业基本面稳定，行业指数较随基准指数±5%之间
- 审慎：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数-10%以上

免责条款

重要声明

本报告由盈立证券有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司为香港证监会许可的持牌券商（中央编号：BJA907），香港交易所参与者，持有第 1/4/6/9 类受归管活动牌照，严格遵循《证券及期货条例》，为客户就证券提供意见。本报告基于合法、可靠的已公开资料取得信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析及投资意见基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。

本报告所载资料、工具、意见及推测仅对客户提供参考，并非作为所述证券买卖的出价。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的相关研究报告。

除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权属于本公司。未经本公司事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用本报告任何内容，否则由此造成的一切后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。

分析师声明

负责本研究报告的每一位证券分析师均持有香港证监会授予的第四类牌照，即就证券提供意见。在此申明，分析师本人秉持勤勉的职业态度，对本报告的撰写从始至终保持客观、独立。本报告清晰、准确地反映了证券分析师本人的研究观点。分析师本人过去不曾有、现在没有，未来也不会有与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关的任何形式的报酬补偿。