

绿源集团控股

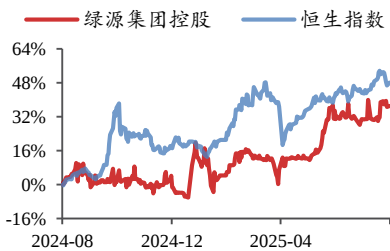
(02451.HK)

2025 年 08 月 05 日

投资评级：买入（首次）

日期	2025/8/4
当前股价(港元)	8.380
一年最高最低(港元)	9.360/5.810
总市值(亿港元)	35.75
流通市值(亿港元)	34.37
总股本(亿股)	4.27
流通港股(亿股)	4.10
近 3 个月换手率(%)	4.72

股价走势图



数据来源：聚源

电动两轮车优质企业，技术升级与产品迭代双轨并行

——港股公司首次覆盖报告

吕明（分析师）

lvming@kysec.cn

证书编号：S0790520030002

骆扬（分析师）

luoyang@kysec.cn

证书编号：S0790525050002

● 电动两轮车优质企业，看好规模稳步扩大，首次覆盖给予“买入”评级

新国标政策推行下，国内电动两轮车行业逐步趋于高质量、高标准的规范化方向发展，合规优质企业市占率预计逐步提升，集中度也预计趋高。绿源集团控股作为电动两轮车行业优质的二线龙头企业，渠道布局、研发实力、产品迭代力均领先行业。2020-2024 年，公司营收从 23.8 亿元升至 50.7 亿元，CAGR 为 20.8%、归母净利润从 0.40 亿元增至 1.17 亿元，CAGR 为 30.5%。我们预计 2025-2027 年公司归母净利润为 1.84/2.67/3.47 亿元，对应 EPS 为 0.4/0.6/0.8 元，当前股价对应 PE 分别为 17.6/12.2/9.4 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

● 电动两轮车行业拐点显现，政策利好带来增长潜力

电动两轮车行业迈入高质量发展阶段，预计 2025 年及以后行业总量增长将恢复稳态，以自然换新为主要拉动，即时配送、国内共享骑行等为行业潜在增长点。展望 2025 年，我们预计行业基本面有望呈现量价齐升趋势。出货量方面，在以旧换新和经销商补库的带动下，我们预计行业动销将展现强劲势头。产品价格方面，头部品牌回归中高端产品推新，产品价格带自 2024 年起逐步上移。新国标正式版落地后，行业将全面回归高质量产品竞争，届时，我们看好绿源凭借技术储备和差异化定位，成为行业格局重塑的受益者之一。

● 公司亮点：加大研发投入夯实核心优势，加速布局蓝海新赛道

（1）**研发端**：公司持续投入五大核心系统：液冷电机系统、固态电气系统、数字电池维护系统、安全驾驶系统、智能互联系统。2024 年，公司研发投入达 2.31 亿元（同比增长 22.1%），进一步巩固液冷电动车技术壁垒，提升产品竞争力。（2）**产品端**：公司已经打造出多元化的产品矩阵，构建了覆盖经济型、中端及豪华车型的完整产品谱系，并提出重点布局中高端市场的战略发展。我们看好，以 S 系列、Moda 系列以及 F 系列为主的多元化产品矩阵托底公司的发展，2025 年 S95、F35、Cola10 等产品的研发打造将顺利布局行业中高端化产品迭代更新风口。（3）**新业务**：全球电助力车市场蓝海已现，预计市场规模从 2024 年的 350 亿美元增至 2030 年的 620 亿美元，CAGR 高达 10%。公司方面，绿源集团首推高端品牌 LIVA，同时已在泰国、印尼、菲律宾等多个海外市场建立了经销网络，通过自营电商平台及社交媒体渠道销售公司产品。

● 风险提示：技术研发及产品迭代不及预期；终端需求不及预期；渠道库存积压。

财务摘要和估值指标

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	5,083	5,072	6,554	7,619	8,269
YOY(%)	6.3	(0.2)	29.2	16.2	8.5
净利润(百万元)	146	117	184	267	347
YOY(%)	23.4	(19.8)	57.2	45.3	30.2
毛利率(%)	13.4	13.1	13.5	13.7	14.2
净利率(%)	2.9	2.3	2.8	3.5	4.2
ROE(%)	9.5	7.8	10.7	11.4	10.6
EPS(摊薄/元)	0.3	0.3	0.4	0.6	0.8
P/E(倍)	22.3	27.9	17.6	12.2	9.4
P/B(倍)	2.1	2.2	1.9	1.4	1.0

数据来源：聚源、开源证券研究所(2025 年 8 月 5 日汇率：1 港元=0.91 人民币)

目录

1、 全国电动两轮车龙头：液冷技术及研发创新驱动业务增长.....	4
1.1、 全国领先的电动两轮车制造企业，深化液冷战略长期布局.....	4
1.2、 业务结构：研发驱动品牌升级，国内业务持续增长.....	4
2、 电动两轮车行业：行业量价齐升逻辑兑现.....	7
2.1、 行业基本面：进入高质量发展阶段，关注以旧换新对行业刺激.....	7
2.1.1、 行业总量：电动两轮车行业进入稳态增长长期，高质量发展取代高速扩张.....	7
2.1.2、 行业基本面：价格战退潮，头部品牌单车利润回升.....	7
2.2、 行业政策积极变化：以旧换新政策刺激终端动销，行业标准完善.....	9
3、 公司亮点：夯实电动两轮车核心优势，加速新赛道布局.....	10
3.1、 电动两轮车：研发、多元化产品矩阵及渠道布局筑牢基本盘.....	10
3.1.1、 研发：品牌竞争力驱动专利创新，提升技术壁垒.....	10
3.1.2、 多元化产品矩阵：持续发布新品拓展潜在市场.....	10
3.1.3、 全渠道深化：线下 12,800 店覆盖 328 城，ERP 驱动线上线下高效协同.....	12
3.2、 新业务：电助力自行车开辟第二增长曲线.....	12
4、 盈利预测与投资建议.....	13
4.1、 关键假设.....	13
4.2、 相对估值.....	14
5、 风险提示.....	15
附：财务预测摘要.....	16

图表目录

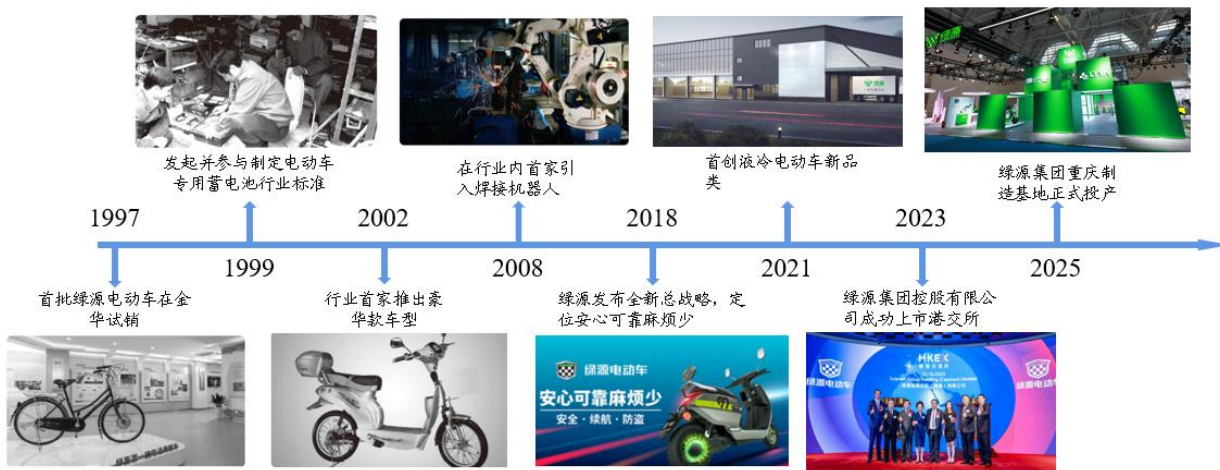
图 1： 长年深耕电动两轮车行业，深度参与行业标准制定.....	4
图 2： 2020 年以来公司营业收入稳步增长.....	5
图 3： 2023-2024 公司盈利能力阶段性承压.....	5
图 4： 2020-2024 年毛利率及净利率稳步上升.....	6
图 5： 2021-2024 年销售费用率及研发费用率大幅上升.....	6
图 6： 中国电动两轮车行业二十年发展图谱：从初步规模化到高质量发展.....	7
图 7： 2024 爱玛科技 ASP 及单车利润增长明显.....	8
图 8： 2024 年雅迪控股单车 ASP 及单车利润增长明显.....	8
图 9： 2025 年电动两轮车市场中高端化车型上新.....	8
图 10： 五大核心系统强化液冷电动车技术壁垒，提升产品耐用性.....	10
图 11： 2024 年电动自行车/电池收入占比分别为 59.5%/20.6%.....	11
图 12： 电动两轮车核心产品线及旗舰车型一览.....	11
图 13： 绿源全国线下经销商数量.....	12
图 14： 绿源渠道占比及收入（亿元）.....	12
图 15： LYVA 电助力公路车 Delta G01-Sport.....	13
表 1： 2024 年电动两轮车行业政策密集出台.....	9
表 2： 我们预计 2025-2027 年归母净利润为 1.84/2.67/3.47 亿元，同比增长 57.17%/45.31%/30.24%.....	14
表 3： 绿源集团依托渠道深化、多元化产品矩阵等先发优势，未来发展稳健向好.....	15

1、全国电动两轮车龙头：液冷技术及研发创新驱动业务增长

1.1、全国领先的电动两轮车制造企业，深化液冷战略长期布局

全国领先的电动两轮车制造商，参与行业标准制定。公司创立于1997年，1998年，公司参与全国“电动自行车通用技术条件”标准制定起草，展现行业引领地位。2020年，绿源率先掌握液冷技术，并在全系产品中搭载液冷电机。2023年10月，公司成功登陆香港资本市场主板，开启全新发展篇章。同年，发布All in液冷战略长期行动蓝图。2024年3月，重庆智能制造基地开工奠基，并于2025年2月正式投产，至此，集团完成浙江、山东、广西、重庆四大生产基地布局。2025年3月，绿源公布全新战略，推进“全场景轻出行方案”，从单一品牌运营转变为“一主多元复合品牌架构”。

图1：长年深耕电动两轮车行业，深度参与行业标准制定



资料来源：绿源集团官网、开源证券研究所

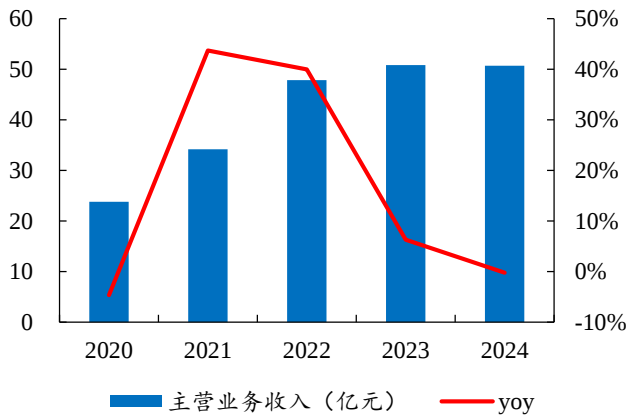
1.2、业务结构：研发驱动品牌升级，国内业务持续增长

公司持续向好，营收与盈利水平保持稳健提升。2020-2024 绿源集团营业收入稳步增长。公司营收从 2020 年的 23.8 亿元升至 2024 年的 50.7 亿元，CAGR 为 20.8%。受益于渠道扩张、产能释放及核心技术升级带来的产品竞争力提升，叠加品牌营销推动高端车型放量，公司利润实现强劲增长。2020-2024 年，公司归母净利润从 0.40 亿元增至 1.17 亿元，CAGR 为 30.5%，其中 2022-2024 年分别为 1.18/1.46/1.17 亿元，CAGR 为 -0.5%。2022 年公司归母净利润 1.18 亿元，同增 99.2%，表现突出。2024 年公司归母净利润下滑 19.8%，主要系电动两轮车行业景气度步入周期性低谷，市场需求放缓，行业整体出现两位数下滑；同年，公司持续强化自有品牌建设并加码智能产品研发，销售及研发费用显著增长。

展望 2025 年，在政府环保政策支持、消费市场复苏以及公司在电动两轮车制造领域的持续深耕下，2025 年将重点布局高端电助力自行车，并战略拓展电动出行生

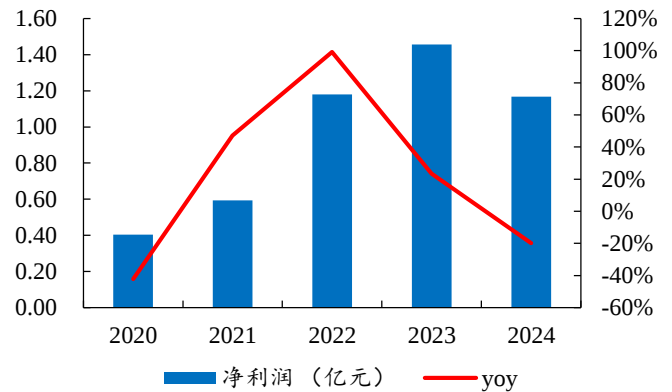
态，涵盖换电、共享出行及售后升级，公司业务有望迎来加速发展期。

图2：2020年以来公司营业收入稳步增长



数据来源：绿源集团公告、开源证券研究所

图3：2023-2024 公司盈利能力阶段性承压

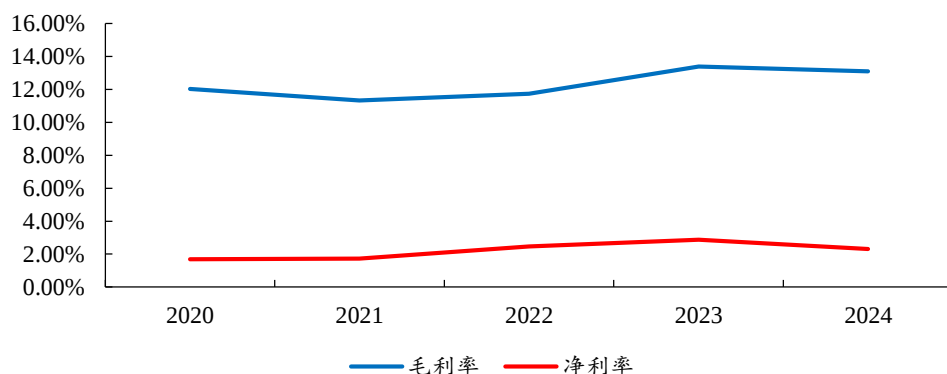


数据来源：绿源集团公告、开源证券研究所

2020-2024 年公司毛利率及净利率平稳增长。2020-2024 年，公司毛利率由 12.03% 上升至 13.11%，增幅 1.1pct。2023 年上升 1.7pct 至 13.40%，增幅明显。2020-2024 年，公司净利率由 1.69% 上升至 2.30%，增幅 0.6pct，2022 年上升 0.7pct 至 2.47%，同期增速表现突出。2024 年，电动两轮车行业景气度步入周期性低谷，在监管收紧及市场需求放缓的双重作用下，行业规模同比下降 11.6%。公司新推出的数字化电池养护系统和固态电气系统增强了绿源品牌的产品竞争力，使公司在行业销量和平均售价双双下滑的局面下，依然保持了毛利率的稳定。2024 年绿源集团毛利率及净利率的小幅下降，显示出公司在成本控制和产品定价的能力。

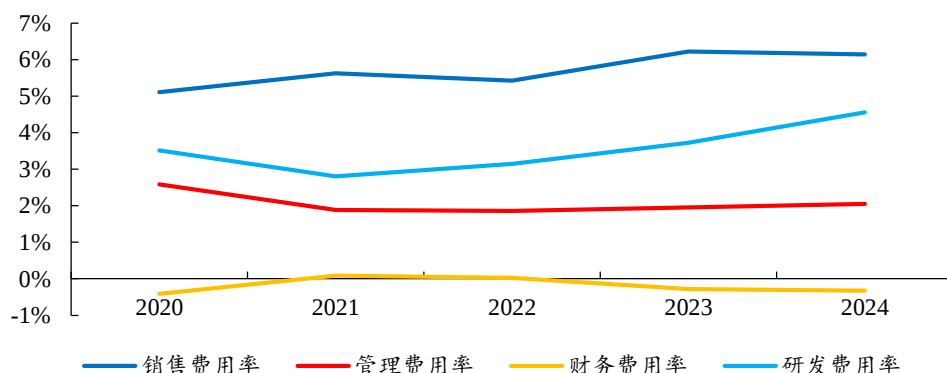
销售毛利率方面，2020-2023 年销售毛利率稳步上升主要得益于以下三方面的结构性优化：（1）毛利率较高的高端产品的销售贡献增加；（2）公司优化制造流程，生产制造成本有所下降；（3）采购量增长带来规模经济，使得平均采购成本下降。2024 年，电动两轮车行业终端需求疲软，低价车占比提升，公司毛利率小幅下跌。

销售净利率方面，2020-2024 年，净利率上升 0.6pct，毛利率上升 1.1pct，毛利率增幅超过净利率的主要原因在于期间费用率的上升，其中销售费用率上升 1.0pct，研发费用率上升 1.1pct。

图4：2020-2024 年毛利率及净利率稳步上升


数据来源：绿源集团公告、开源证券研究所

研发投入持续加码，销售费率战略性攀升。2020-2024 年公司期间费用率分别为 10.8%/10.4%/10.5%/11.6%/12.4%，2020 年以来期间费缓慢上升，增幅 1.6pct。2020-2024 年销售费用率分别为 5.1%/5.6%/5.4%/6.2%/6.1%，上升幅度 1.1pct，主要由于广告开支、雇员福利开支及电商信息系统费增加。2020-2024 年管理费用率分别为 2.6%/1.9%/1.9%/2.0%/2.1%，基本保持稳定。2020-2024 年研发费用率分别为 3.5%/2.8%/3.2%/3.7%/4.6%，研发费用波动率较大，主要系公司在研发电动两轮车核心系统方面加大研发投入，进一步夯实液冷电动车的技术壁垒以提升耐用性。2020-2024 年财务费用率分别为-0.4%/0.1%/0.0%/-0.3%/-0.3%，财务费用率总体维持在 0.1%左右。总体来看，研发费率因新品及技术创新主动加码，销售费率因销售渠道与品牌知名度建设战略性上升。

图5：2021-2024 年销售费用率及研发费用率大幅上升


数据来源：绿源集团公告、开源证券研究所

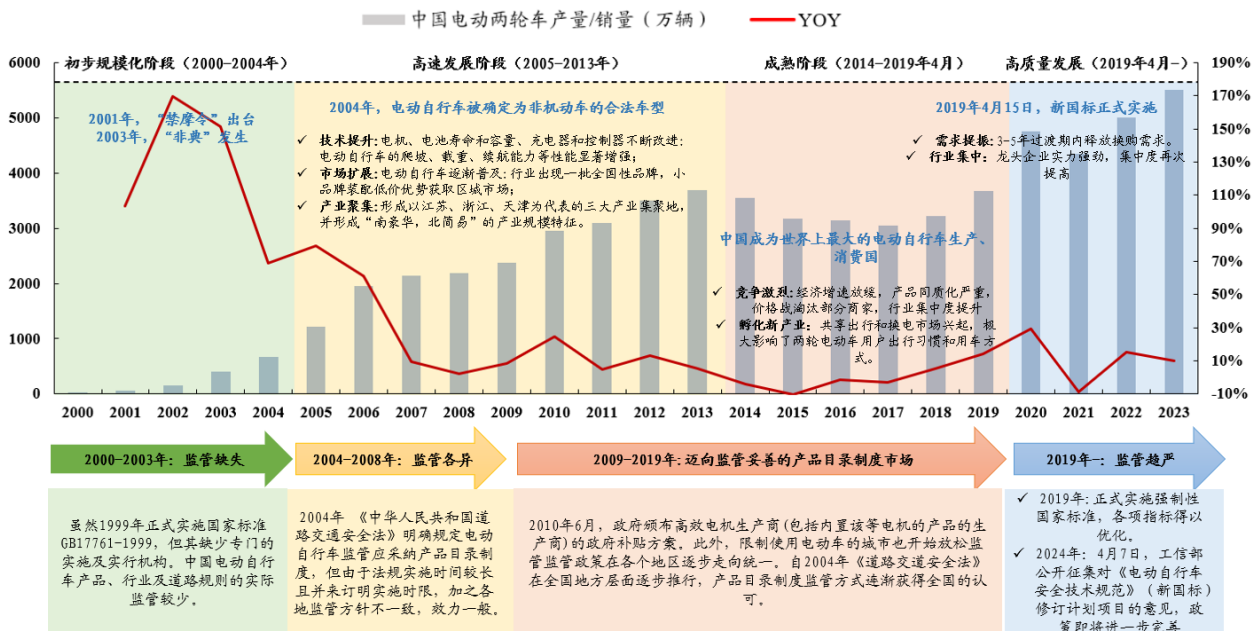
2、电动两轮车行业：行业量价齐升逻辑兑现

2.1、行业基本面：进入高质量发展阶段，关注以旧换新对行业刺激

2.1.1、行业总量：电动两轮车行业进入稳态增长长期，高质量发展取代高速扩张

电动两轮车行业迈入高质量发展阶段，预计行业总量增长恢复稳态。我国电动两轮车的监管体系从监管欠缺迈向逐步完善，行业也从初具规模、高速发展走向提质增效的成熟发展阶段。2019-2023 年我国电动两轮车行业销量复合增速为 10.6%，主要为新国标换购需求刺激，2023 年我国电动两轮车行业销量为 5500 万辆（同比+10%），行业销量并未因为高基数出现明显下滑。展望后续行业总量发展，预计 2023 年及以后行业总量增长将恢复稳态，以自然换新为主要拉动，即时配送、国内共享骑行等为行业潜在增长点。

图6：中国电动两轮车行业二十年发展图谱：从初步规模化到高质量发展



资料来源：中央人民政府、工业和信息化部、国务院公报、新浪新闻、开源证券研究所

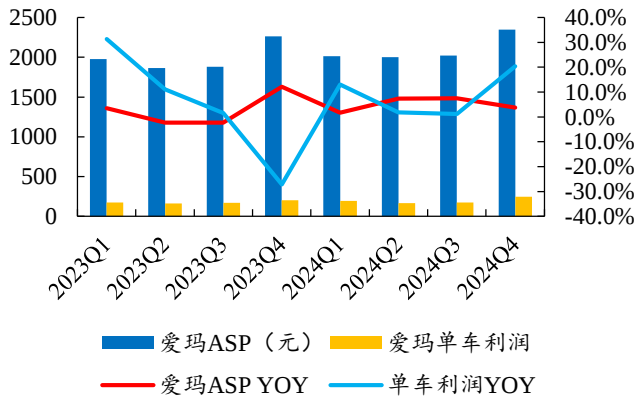
2.1.2、行业基本面：价格战退潮，头部品牌单车利润回升

2024 年行业出货量于政策切换期承压，价增逻辑兑现顺利。2024 年全年看，出货量方面，全年行业出货量 4920 万台，同比下降 10.55%，主系行业处于政策切换期，影响终端动销需求。价格方面，行业价增逻辑兑现，以龙头爱玛为例，2024 年爱玛单车利润为+5.11%，价增趋势明显；另一方面看，以中高端车型为主的极核、九号声量逐步走高，有效带动行业价格带上移。

展望 2025 年，我们预计行业基本面有望呈现量价齐升趋势。出货量方面，在以旧换新和经销商补库的带动下，我们预计行业动销将展现强劲势头。价格方面，预

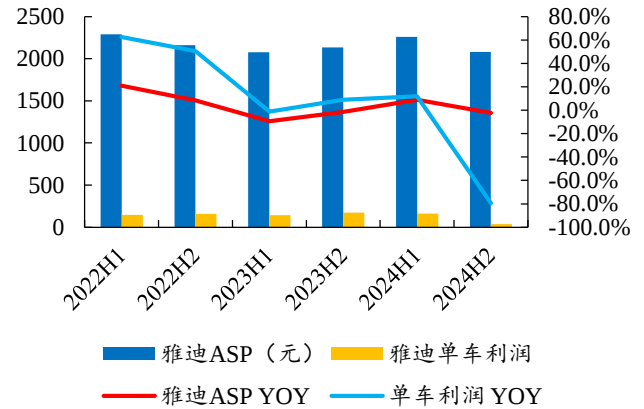
计龙头公司不会发起行业性价格战并加大中高端产品推新，新国标正式版落地后，行业全面回归高质量产品竞争。

图7：2024 爱玛科技 ASP 及单车利润增长明显



数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

图8：2024 年雅迪控股单车 ASP 及单车利润增长明显



数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

头部品牌加大中高端产品推新，2025 年电动两轮车市场中高端化加速。随着消费升级与技术迭代的双重驱动，电动自行车以及电动摩托车品类价格带分布持续向中高区间迁移，带来从“价格导向”转向“价值导向”的结构性机会。行业头部品牌纷纷加码中高端产品布局：2025 年，绿源 S95 搭载新一代液冷电机，续航达 120km；爱玛 A7 Ultra 配备智能座舱和 HUD 显示；雅迪冠能 ST35 实现 200km 超长续航等。绿源凭借技术储备和差异化定位，有望成为市场中高端化受益者之一，预计利润提升动能来自毛利率提升、费用率优化、供应链增效三重驱动。

图9：2025 年电动两轮车市场中高端化车型上新

系列	绿源 S95	爱玛 A7 Ultra	冠能 S T35	九号 Mz MIX 2025	极核 AE7
图片					
上市时间	2025 年 1 月	2025 年 1 月	2025 年 6 月	2025 年 4 月	2025 年 6 月
续航里程	123.3km+	120km+	81-100km	101-120km	105km+
制动	前后碟刹	前后碟刹	前后碟刹	前后碟刹	前后碟刹
价格（元）	5599+	4999+	3799+	4599+	12699+
主打功能	72V35Ah 的数字化电池、12 寸大功率液冷电机、BDCS 数字化电池养护系统	蓝牙智能操作系统、爱玛雷霆电机 V10(百常青藤 2 代铅系统、真智能操作四合一侧挂电机、双肩米加速 8.3 秒)、72V38Ah 的金标石墨烯电池	TCS 牵引力控制	酸电池、AECS 系统(提供个性化围栏式车架、FCW 碰撞预警、记忆座驾、音效、无钥匙启动等)、鼯鼠控体验	

资料来源：各个品牌官网、京东官方旗舰店、开源证券研究所

2.2、行业政策积极变化：以旧换新政策刺激终端动销，行业标准完善

政策双轨发力推高行业准入门槛、加速产能出清。绿源跻身首批合规白名单企业。2024 年 4 月 7 日，工信部启动新国标修订，重点强化电池安全和整车质量，旨在提升政策执行力并刺激换购需求，新增要求可能提高行业成本与进入门槛。同时，以旧换新行动方案深化供给侧改革与扩大需求协同发力，顺应消费新趋势，刺激高端换购热潮。通过标准升级倒逼产业升级、财政激励激活消费需求以及循环体系降低置换成本，构建可持续的以旧换新生态。

绿源跻身首批行业白名单企业。2024 年 7 月 30 日，工信部新规通过提高全产业链标准和公布严格的白名单，大幅抬升了电动自行车行业的成本和合规门槛，加速行业整合与落后产能出清。合规门槛的提升使绿源集团现有技术和达标产品成为优势，在行业洗牌期获得更多市场份额。工信部白名单制度引发的合规性壁垒导致渠道资源加速向头部品牌集中，绿源集团作为首批认证企业获渠道扩张窗口期。

表1：2024 年电动两轮车行业政策密集出台

时间	部门	政策内容
2024 年 4 月 7 日	工业和信息化部	就申请立项的《电动自行车安全技术规范》（新国标）强制性国家标准修订计划项目予以公示，并公开征集反馈意见。
2024 年 4 月 13 日	商务部等 14 部门联合	《推动消费品以旧换新行动方案》发布，坚持深化供给侧结构性改革和着力扩大有效需求协同发力，顺应消费市场新形势新趋势，坚持中央财政和地方政府联动，以提高技术、能耗、排放等标准为牵引，以政策为激励，以畅通循环为驱动，逐步建立“去旧更容易、换新更愿意”的有效机制。同时提出，参照汽车、家电以旧换新相关做法，有关部门研究推动电动自行车以旧换新工作，有效防控老旧电动自行车安全风险。
2024 年 4 月 12 日	国务院常务会议	国务院总理李强 4 月 12 日主持召开国务院常务会议，部署开展电动自行车安全隐患全链条整治工作。会议提出要注重疏堵结合，完善配套服务和扶持政策，大力推进充电设施建设、蓄电池以旧换新等工作，在加强安全监管同时更好满足群众生活需求。
2024 年 4 月 25 日	工业和信息化部、市场监管总局	由工业和信息化部组织起草的《电动自行车用锂离子蓄电池安全技术规范》强制性国家标准已由市场监管总局（国家标准委）发布。《技术规范》从单体电池和电池组两个层面规定了适用于《电动自行车安全技术规范》（GB 17761）的电动自行车用锂电池的安全要求和试验方法。
2024 年 4 月 25 日	工业和信息化部	组织完成《电动自行车用充电器安全技术要求》强制性国家标准第 1 号修改单(征求意见稿)的编制工作。
2024 年 4 月 30 日	工业和信息化部、国家市场监督管理总局、国家消防救援局	联合印发了《电动自行车行业规范条件》和《电动自行车行业规范公告管理办法》，目的为加强电动自行车行业管理，促进电动自行车企业规范化发展，提升电动自行车产品质量安全水平，推动我国电动自行车行业高质量发展。
2024 年 7 月 30 日	工业和信息化部	发布《拟公告符合电动自行车行业规范条件企业名单（第一批）的公示》即电动自行车第一批白名单企业公示，雅迪、爱玛、台铃、绿源，共计 4 个品牌入选。

资料来源：工信部官网、开源证券研究所

3、公司亮点：夯实电动两轮车核心优势，加速新赛道布局

3.1、电动两轮车：研发、多元化产品矩阵及渠道布局筑牢基本盘

3.1.1、研发：品牌竞争力驱动专利创新，提升技术壁垒

持续高研发投入铸就公司核心竞争力。截至 2024 年 12 月 31 日，绿源集团拥有 729 项专利，发明专利数量行业领先。公司研发聚焦耐用性、安全性、电池寿命及智能功能，持续投入五大核心系统：液冷电机系统、固态电气系统、数字电池维护系统、安全驾驶系统、智能互联系统。2024 年，公司研发投入达 2.31 亿元（同比增长 22.1%），新增 313 项专利申请，获授权专利 247 项，进一步巩固液冷电动车技术壁垒，提升产品竞争力。

图10：五大核心系统强化液冷电动车技术壁垒，提升产品耐用性

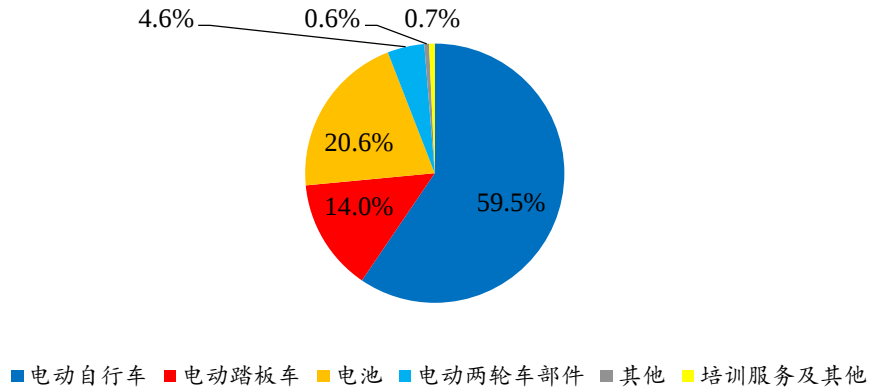


资料来源：绿源集团招股说明书、开源证券研究所

3.1.2、多元化产品矩阵：持续发布新品拓展潜在市场

绿源集团拥有多元化产品矩阵。公司主要业务含电动自行车、电动踏板车（电动摩托车及电动轻型摩托车）、电池、电动两轮车部件（轮胎、电池等车辆零件）、其他、培训服务及其他。2020-2024 年，电动踏板车收入从 9.68 亿元下降至 7.11 亿元，CAGR 为 -7.0%，收入占比从 40.7%下降至 14.0%。2020-2024 年，电动自行车收入从 10.10 亿元增至 30.17 亿元，CAGR 为 31%，收入占比从 42.5%增至 59.5%。同期，电池收入从 3.06 亿元增至 10.46 亿元，CAGR 为 36%，历年占比均为 20%左右。2024 年，电动踏板车收入同比下跌 30.3%至 7.11 亿元，由于市场需求的结构性变化；同期，电动自行车收入同比增长 11.7%至 30.17 亿元，由于电动自行车销量增加，得益于产品可靠性、完善的服务体系以及智能生产供应链，协同效应推升收入。

图11：2024 年电动自行车/电池收入占比分别为 59.5%/20.6%



数据来源：绿源集团招股说明书、开源证券研究所

公司成功打造多元化产品矩阵，持续推进重点布局中高端市场的战略发展。公司研发投入专注提升电动两轮车的安全、续航和智能化，持续推出满足不同需求的高品质产品，为用户提供更安全、更智能的出行体验。2024 年，绿源集团成功上市了包括 S90、Moda8 和 Cola10 系列等 30 余款行业标杆车型。全系新品均搭载了创新的智能电池系统与防滑安全牵引力控制系统（TCS），这些前沿技术精准匹配市场需求以及强化行业技术优势。总体看，绿源集团已经打造出多元化的产品矩阵，构建了覆盖经济型、中端及豪华车型的完整产品谱系，并提出重点布局中高端市场的战略发展。我们看好，以 S 系列、Moda 系列以及 F 系列为主的多元化产品矩阵托底公司的发展，2025 年 S95、F35、Cola10 等产品的研发打造将顺利布局行业中高端化产品迭代更新风口。

图12：电动两轮车核心产品线及旗舰车型一览



资料来源：绿源集团官网、京东、开源证券研究所

3.1.3、全渠道深化：线下 12,800 店覆盖 328 城，ERP 驱动线上线下高效协同

绿源集团持续优化全渠道战略，深化线上线下融合，强化终端零售服务能力。基于电动两轮车行业线下分销仍占据主导地位的现状，绿源集团通过持续拓展全国分销网络，继续透过进一步扩大其广泛的分销网络来巩固其在中国市场的地位。截至 2024 年 12 月 31 日，本集团线下分销网络已覆盖中国大陆 31 个省级行政区的 328 个城市，拥有超过 1,400 家经销商及超过 12,800 家线下零售店，主要聚集在东南方城市。

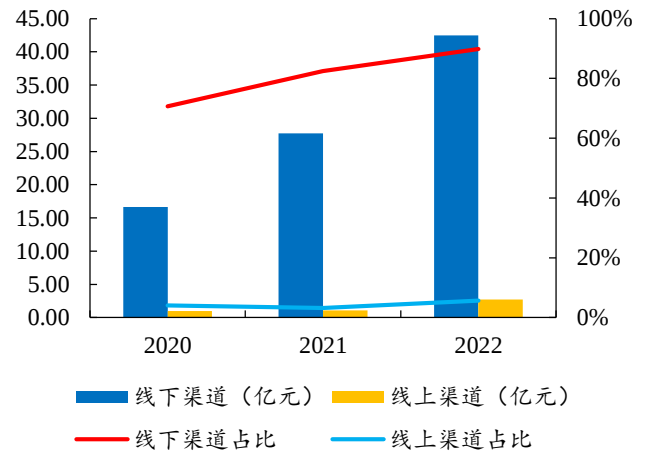
公司主要部署线下渠道经销商，2022 年线下渠道收入增速为 53.16%，收入占比高达 89.80%。为与线下业务相辅相成，绿源集团已在天猫、京东等主流电商平台开设网店。另一方面，绿源集团积极透过 ERP（企业资源规划）系统整合线下及线上渠道，推广线上下单、实体店试驾或取车的新零售模式，这种整合将网上购物的便利性与线下服务的可触及性结合，提升了顾客体验。

图13：绿源全国线下经销商数量



资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

图14：绿源渠道占比及收入（亿元）



数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

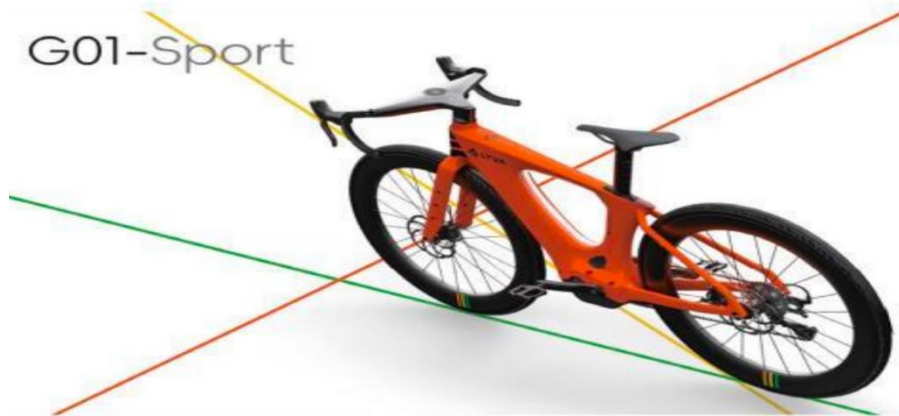
3.2、新业务：电助力自行车开辟第二增长曲线

全球电助力车市场蓝海已现，绿源通过研发及渠道拓展积极布局。全球电助力自行车市场快速增长，预计 2024-2030 年从 350 亿美元增至 620 亿美元，CAGR 高达 10%。同时，中国电助力自行车市场渗透率还处于较低水平，未来渗透率提升有望带动行业边界拓宽。公司方面，绿源集团将借势拓展海外市场，同时布局中国潜力市场：绿源目前已在泰国、印尼、菲律宾等多个海外市场建立了经销网络，通过

自营电商平台及社交媒体渠道销售公司产品。

2024 年，绿源集团首推高端品牌 LIVA 发力电助力自行车新赛道。通过推出高端品牌 LIVA，绿源集团成功开发了以 AI 智能技术为核心的多场景轻出行解决方案，进一步丰富了产品矩阵。首款碳纤维智能电助力公路车 Delta G01-Sport 的上市，这款车融合了 AI 智能感应交互和自主研发的中置电机技术，不仅提供了百公里超长续航，还为用户带来智能健康的轻出行体验。LYVA 品牌陆续在杭州、北京、金华等城市开设自营门店，并计划扩大战略布局，逐步覆盖更多高潜力市场。展望未来，绿源集团将秉持创新理念，以用户需求为核心，持续打造优质产品，积极拓展电助力自行车收入第二曲线。

图15：LYVA 电助力公路车 Delta G01-Sport



资料来源：绿源集团招股说明书、开源证券研究所

4、盈利预测与投资建议

4.1、关键假设

收入端：未来收入增长的核心驱动力在于电动两轮车产品收入规模的提升。在新国标政策、自然更换周期、以旧换新政策以及智能科技进步等因素的推动下，公司凭借较高的品牌知名度、渠道深度及持续创新的多元化产品矩阵等竞争优势在行业需求扩张周期中占据先发优势，能更高效地获取市场增量空间。我们预计 2025-2027 年公司两轮车产品销量分别为 330/380/455 万台，对应销量增速为 10%/15%/20%。

费用端：从历史财务数据来看，由于期间销售费用率及研发费用率的持续增长，公司期间费用率呈现持续小幅上升的趋势。基于这一历史表现，我们预计 2025-2027 年期间费用率将继续保持缓慢上升态势，2025-2027 年我们预计期间费率分别为 12.5%、12.6%、12.7%。

利润端：在公司持续优化产品结构（高端产品占比提升）与期间费用率温和上

升的双重影响下，公司整体净利率有望实现稳中有升表现，我们预计 2025-2027 年公司净利率分别为 2.80%/3.50%/4.20%，对应归母净利润为 1.84/2.67/3.47 亿元。

表2：我们预计 2025-2027 年归母净利润为 1.84/2.67/3.47 亿元，同比增长 57.17%/45.31%/30.24%

收入拆分	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入（亿元）	34.18	47.83	50.83	50.72	65.54	76.19	82.69
YOY	43.70%	39.95%	6.27%	-0.22%	29.22%	16.24%	8.54%
归母净利润（亿元）	0.59	1.18	1.46	1.17	1.84	2.67	3.47
YOY	47.07%	99.17%	23.36%	-19.81%	57.17%	45.31%	30.24%
净利率	1.73%	2.46%	2.86%	2.29%	2.80%	3.50%	4.20%
毛利率	11.33%	11.74%	13.40%	13.11%	13.50%	13.70%	14.20%
分品类收入（亿元）							
两轮车产品							
电动踏板车	11.82	12.12	10.21	7.11	8.89	10.23	10.74
YOY	22.10%	2.57%	-15.73%	-30.35%	25.00%	15.00%	5.00%
占比	34.58%	25.34%	20.09%	14.03%	13.57%	13.42%	12.99%
电动自行车	14.24	22.32	27.00	30.17	42.23	50.68	55.75
YOY	40.94%	56.79%	20.96%	11.73%	40.00%	20.00%	10.00%
占比	41.65%	46.67%	53.12%	59.47%	64.44%	66.52%	67.42%
两轮车收入总计	26.05	34.44	37.21	37.28	51.12	60.90	66.48
YOY	31.72%	32.20%	8.05%	0.18%	65.00%	35.00%	15.00%
两轮车产品占比	76.2%	72.0%	73.2%	73.5%	78.0%	79.9%	80.4%
其他品类							
电池							
电池收入（亿元）	6.06	10.52	10.94	10.46	11.5	12.1	12.7
YOY	97.84%	73.62%	3.92%	-4.36%	10.0%	5.0%	5.0%
占比	17.74%	22.00%	21.52%	20.62%	21.0%	19.0%	17.0%
电动两轮车零部件收入	1.48	2.26	2.01	2.33	2.9	3.2	3.5
YOY	145.42%	53.03%	-11.04%	15.73%	25.0%	10.0%	10.0%
占比	4.32%	4.73%	3.96%	4.59%	1.00%	1.06%	2.60%

数据来源：Wind、开源证券研究所

4.2、相对估值

我们认为在新国标政策、自然更换周期、以旧换新政策等因素的推动下，行业需求持续扩张，公司凭借深厚的研发功底、较高的品牌知名度、渠道深化及持续创新的多元化产品矩阵等竞争优势占据先发优势，有望抢占市场增量，巩固领先地位并实现快速发展。我们选取主营业务相似的雅迪控股、爱玛科技、九号公司作为可比公司，2025 年可比公司平均 PE 为 27.7 倍。我们预计 2025-2027 年公司归母净利润为 1.84/2.67/3.47 亿元，对应 EPS 为 0.4/0.6/0.8 元，当前股价对应 PE 分别为 **17.6/12.2/9.4 倍，首次覆盖给予“买入”评级。**

表3：绿源集团依托渠道深化、多元化产品矩阵等先发优势，未来发展稳健向好

公司名称	总市值（亿元）	归母净利润（亿元）				EPS（元）				PE（倍）			
		2024	2025E	2026E	2027E	2024	2025E	2026E	2027E	2024	2025E	2026E	2027E
雅迪控股	380.7	12.7	26.7	32.5	40.0	0.4	0.9	1.0	1.3	27.2	13.0	10.7	8.7
爱玛科技	306.4	19.9	26.3	32.7	37.8	2.3	3.0	3.8	4.3	15.4	11.6	9.4	8.1
九号公司-WD	438.7	10.8	20.2	26.9	36.8	15.1	28.0	37.4	51.2	40.5	21.7	16.3	11.9
平均										27.7	15.4	12.1	9.6
绿源集团控股	35.8	1.2	1.8	2.7	3.5	0.3	0.4	0.6	0.8	27.9	17.6	12.2	9.4

资料来源：Wind（雅迪控股、爱玛科技、九号公司-WD 盈利预测数据均来自开源证券研究所）、开源证券研究所(2025 年 8 月 5 日汇率：1 港元=0.91 人民币)

5、风险提示

- （1）技术研发及产品迭代不及预期。研发成果转化滞后、产品周期脱节、需求周期错配、研发投入效能下降等；
- （2）终端需求不及预期。智能家居摄像机等产品需求疲软、若全球经济波动或当地政策变化，可能导致海外市场需求不及预期等；
- （3）渠道库存积压等。技术升级导致旧款滞销、终端需求疲软，线下经销商囤货激进；

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	2,631	2,668	2,534	3,161	3,958	营业收入	5,083	5,072	6,554	7,619	8,269
现金	1,709	1,431	1,084	1,438	2,058	营业成本	4,402	4,407	5,669	6,575	7,095
应收账款	210	360	368	462	533	营业费用	316	312	393	457	536
存货	254	303	279	378	438	管理费用	99	104	131	152	165
其他流动资产	458	574	803	884	928	其他收入/费用	97	131	190	277	405
非流动资产	1,232	1,656	2,013	2,545	3,212	营业利润	173	149	229	319	407
固定资产及在建工程	959	1,255	1,632	2,122	2,758	净财务收入/费用	22	22	29	29	29
无形资产及其他长期资产	273	401	381	424	454	其他利润	(0)	(0)	- 0	- 0	- 0
资产总计	3,862	4,324	4,547	5,706	7,169	除税前利润	151	127	200	290	378
流动负债	1,829	2,517	2,519	2,938	3,285	所得税	6	9	16	23	30
短期借款	166	743	500	600	700	少数股东损益	- 0	1	- 0	- 0	- 0
应付账款	1,341	1,412	1,620	1,879	2,027	归母净利润	146	117	184	267	347
其他流动负债	322	362	399	460	558	EBITDA	235	223	334	431	528
非流动负债	506	309	309	430	610	扣非后净利润	206	117	184	267	347
长期借款	477	259	259	350	500	EPS(港元)	0.34	0.27	0.43	0.63	0.81
其他非流动负债	29	50	50	80	110						
负债合计	2,335	2,827	2,828	3,368	3,895	主要财务比率					
股本	0	0	0	0	0	成长能力					
储备	569	675	844	1,111	1,458	营业收入(%)	6.3	(0.2)	29.2	16.2	8.5
归母所有者权益	569	675	844	1,111	1,459	营业利润(%)	17.8	(13.7)	53.5	39.2	27.4
少数股东权益	- 0	1	1	1	1	归属于母公司净利润(%)	23.4	(19.8)	57.2	45.3	30.2
负债和股东权益总计	2,904	3,503	3,673	4,481	5,355	获利能力					
						毛利率(%)	13.4	13.1	13.5	13.7	14.2
						净利率(%)	2.9	2.3	2.8	3.5	4.2
						ROE(%)	9.5	7.8	10.7	11.4	10.6
						ROIC(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
						偿债能力					
						资产负债率(%)	60.5	65.4	62.2	59.0	54.3
						净负债比率(%)	334.3	329.3	193.6	190.6	196.6
						流动比率	1.4	1.1	1.0	1.1	1.2
						速动比率	1.0	0.7	0.6	0.6	0.8
						营运能力					
						总资产周转率	1.2	1.5	1.5	1.3	0.0
						应收账款周转率	20.5	17.8	16.5	15.5	14.5
						应付账款周转率	3.1	3.2	3.5	3.5	3.5
						存货周转率	12.6	15.8	15.0	15.0	15.0
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	0.3	0.3	0.4	0.6	0.8
						每股经营现金流(最新摊薄)	0.6	-0.0	0.4	1.0	1.3
						每股净资产(最新摊薄)	3.6	3.5	4.0	5.5	7.7
						估值比率					
						P/E	22.3	27.9	17.6	12.2	9.4
						P/B	2.1	2.2	1.9	1.4	1.0

现金流量表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	261	(3)	152	435	566
税前利润	146	117	184	267	347
折旧和摊销	90	107	149	164	181
营运资本变动	0	(260)	(200)	(22)	12
其他	25	33	18	26	26
投资活动现金流	(311)	(449)	(516)	(562)	(596)
资本开支	203	433	455	501	551
其他	(514)	(882)	(971)	(1,062)	(1,147)
融资活动现金流	655	13	344	481	651
股权融资	700	(183)	- 0	- 0	- 0
银行借款	(17)	355	344	481	651
其他	(28)	(159)	- 0	- 0	- 0
汇率变动对现金的影响	(5)	(2)	- 0	- 0	- 0
现金净增加额	600	(441)	(20)	354	620
期末现金总额	995	554	534	888	1,508

数据来源：聚源、开源证券研究所(2025 年 8 月 5 日汇率：1 港元=0.91 人民币)

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推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、意见及推测不一致的报告。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn