



绿源集团控股（2451.HK）

穿越周期的成长韧性，有望迎来价值重估

核心投资亮点

绿源品牌创立于 1997 年，是中国电动两轮车行业创始品牌。公司始终坚持研发驱动的发展战略，持续引领行业发展。公司首创液冷电机和数字化电池养护系统，大幅提升电动两轮车续航与耐用性，实现电机“十年质保”、耐寒续航无衰减等行业领先的技术优势。

新国标和以旧换新双轮驱动行业换代需求。2025 年新国标正式实施后，行业规范性提高，头部企业份额有望提升；国家延续实施以旧换新补贴，全国 31 省市推动换购，截至 2025 年上半年，以旧换新换购 846.5 万辆（月均环比增长 113.5%），拉动新车销售约 247.7 亿元，平均拉动单店销售增长 30.2 万元。在双重政策红利作用下，预计 2025 年我国电动两轮车市场将持续回暖。

公司战略性布局高端细分市场，推出高端电助力自行车品牌 LYVA。全球电助力车市场规模庞大且快速扩张（2024 年约 350 亿美元，2030 年预计达 622 亿美元，CAGR 约 10%），而国内市场仍处于早期阶段，行业集中度较低。LYVA 已推出性能媲美进口品牌的 G01-Sport 等车型，并具有显著性价比优势；依托公司广泛的渠道网络和创新营销策略，LYVA 品牌有望迅速放量，助力公司打开中高端市场的“第二增长曲线”。

从产品驱动到生态赋能，绿源集团控股“第三增长曲线”日渐清晰。公司正构建涵盖换电、租车等服务的全场景轻出行生态，目前已与滴滴换电达成战略合作，布局 2000 余个换电柜，实行零押金按次付费模式，助力用户节省充电成本；同时在多个景区开展电动车租赁试点，探索盈利模式并加强品牌用户培育。公司提出“携生态出海”战略，计划在生态服务体系成熟后，加大海外市场开拓力度，通过参加国际展会和与当地品牌合作，推广 LYVA 高端电助力车及全场景服务。

在新国标换购周期开启、高端产品放量、生态出行系统加速渗透和国际化拓展等多重利好推动下，公司收入与利润具备持续改善基础。预计公司 2025 - 2027 年营收分别为 65.98 亿元、76.82 亿元和 87.63 亿元，归母净利润分别为 1.97 亿元、3.23 亿元和 4.58 亿元；对应 PE 分别为 16.14/9.84/6.94 倍。我们认为市场低估了公司业绩增长潜力，目前估值处于相对低位，具备较高安全边际。给予“买入”评级，目标价为 14.80 港元，建议投资者重点关注其在行业整合周期中的中长期配置价值。

风险提示：新国标及消费刺激政策不及预期、LYVA 放量不及预期、市场竞争加剧、原材料价格波动

2025 年 7 月 25 日

最新收盘价：	8.49 港元
总市值：	36.22 亿港元
市盈率：	29.27
市净率：	2.28
总股本：	4.27 亿股

公司股价走势



盈利预测与估值

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（亿元）	50.72	65.98	76.82	87.63
同比增长	-0.22%	30.09%	16.43%	14.07%
归母净利润（亿元）	1.17	1.97	3.23	4.58
同比增长	-	68.38%	63.96%	41.80%
毛利率	13.11%	15.00%	17.10%	19.80%
净利率	2.29%	3.00%	4.20%	5.20%
PE	25.72	16.14	9.84	6.94



目录

一、公司概况	3
1.1 电动两轮车行业的开拓者与技术引领者	3
1.2 经验丰富的创始人团队	4
二、核心竞争力分析	5
2.1 技术驱动的耐用品战略，树立行业口碑标杆	5
2.2 构建全域协同生态，夯实销售与服务网络	7
2.3 四大基地联动，构建行业领先智造体系	9
三、消费刺激政策驱动行业景气度回暖	10
3.1 政策驱动：新国标与以旧换新激活更新需求	10
3.2 家用与商用双轮驱动，场景持续扩容	13
3.3 供给端优化：高端化升级与电池降本释放利润空间	17
四、基本盘稳健支撑转型升级，盈利能力有望持续增强	20
五、盈利预测与投资建议	23
六、风险提示	24

一、公司概况

1.1 电动两轮车行业的开拓者与技术引领者

绿源品牌创始于 1997 年，绿源集团控股有限公司（股票代码：2451.HK）于 2023 年登陆港交所，公司总部位于浙江金华，公司是中国电动两轮车创始品牌之一，电动车国家标准制定的推动者，核心技术和智能制造的先行者，致力于成为全场景轻出行方案的引领者。公司在液冷电机、电池数字化养护等领域的技术突破，引领了电动两轮车行业在耐用性和续航能力方面的进步，荣获“中国驰名商标”“浙江名牌产品”等殊荣。

二十八载砥砺前行，绿源已迈入智能制造新纪元。2023 年，绿源成功登陆香港联交所。截至 2024 年末，公司年产能达 580 万台，规划产能 950 万台，拥有 1,400 余家经销商及超 12,800 家终端门店。2024 年绿源实现营业收入 50.72 亿元，近五年 CAGR20.84%。在公司业绩快速增长的同时，根据弗若斯特沙利文调研数据，绿源在客户满意度方面同样位居行业首位。

发展里程碑

1997：绿源电动车成立，开启中国电动车产业探索之路。

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：获得观光车生产许可，业务拓展至非电动两轮车领域

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：“一部车骑 10 年”新定位，挑战吉尼斯世界纪录（50000 公里零损耗）。

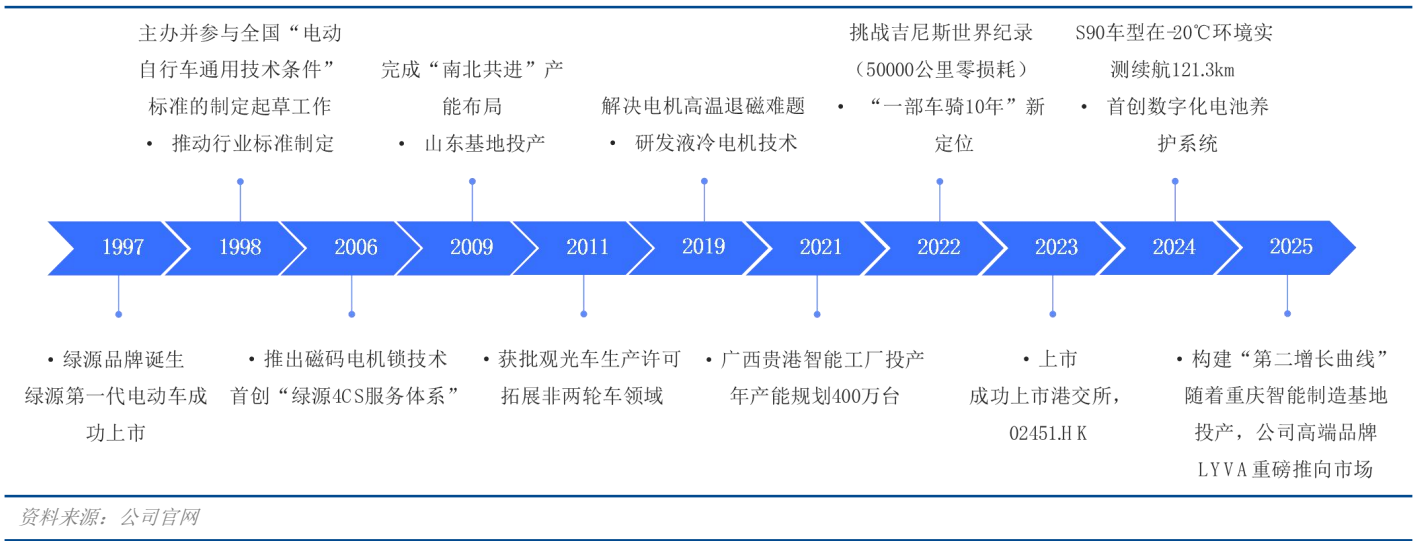
2023：港交所上市（股票代码：2451.HK），签约中国国家乒乓球队。

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：绿源集团发展历程



1.2 经验丰富的创始人团队

绿源集团由倪捷先生与胡继红女士共同创立，两位创始人长期深耕电动两轮车领域，积累了丰富的行业洞察与管理经验。作为企业和行业发展的引领者，两位创始人共同塑造了绿源“以技术立命、以耐用品为核心”的品牌路径，也为公司持续健康增长和高质量转型奠定了坚实的领导基础。

倪捷先生现任公司董事会主席及执行董事，负责把控本集团发展战略及整体运营，并主持技术研发工作。倪捷先生在产品研发与技术管理领域拥有三十七年从业经验，其中二十八年专注于电动两轮车行业，拥有 52 项电动两轮车发明专利及实用新型专利。自绿源创立以来，倪先生带领团队在液冷电机、控制系统等关键技术上取得多项突破，是液冷电机方案的主要推动者之一，并担任中国自行车协会技术委员会副主任委员。

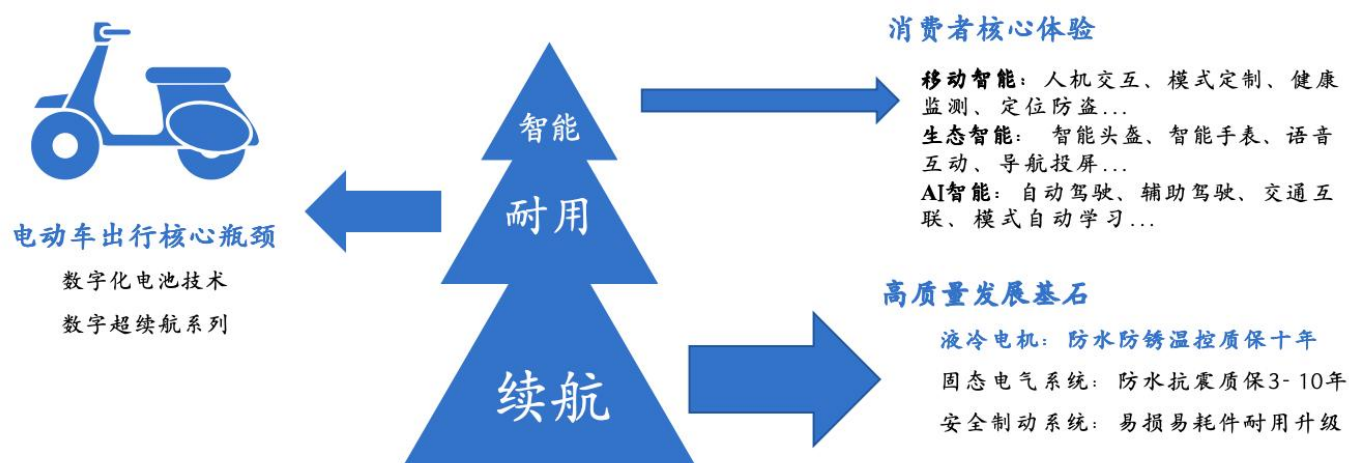
胡继红女士为绿源执行董事兼首席执行官，负责公司运营与战略管理。自 2003 年起担任公司总裁，深度参与企业各阶段的组织构建与渠道布局。胡女士拥有电力系统自动化专业背景，先后取得合肥工业大学学士与硕士学位，并于 2014 年获得中欧国际工商学院 EMBA 学位。凭借卓越的管理能力与对市场趋势的敏锐洞察，胡女士在推动公司智能制造升级、产品结构优化等方面发挥了关键作用。

二、核心竞争力分析

2.1 技术驱动的耐用品战略，树立行业口碑标杆

核心技术打造品质壁垒，消费者口碑行业领先。绿源始终坚持以技术创新驱动产品力升级，围绕“耐用品”战略，打造差异化的竞争优势。公司凭借自研液冷电机与数字化电池养护系统两项核心技术，率先提出“一部车骑 10 年”的承诺口号，树立了行业领先的技术标杆与品质形象。其中，液冷电机通过高效冷却系统显著提升散热性能，将电机运行效率提升至 92%，同时有效延长整车使用寿命。配合数字化电池养护系统，即使在-20℃极端低温环境下，搭载绿源系统的整车依然可实现 121.3 公里的稳定续航，显著优于行业平均水平。在售后服务方面，绿源提供液冷电机 10 年质保与数字化铅酸电池 3 年质保等保障政策，切实消除用户使用顾虑，强化产品信任度。根据车讯网相关资料，在 2025 年第一季度行业质量用户调查中，绿源以 78% 的用户满意度位列行业第一，充分印证其在产品性能、使用体验与服务体系方面的综合优势。

图：强劲的产品竞争力



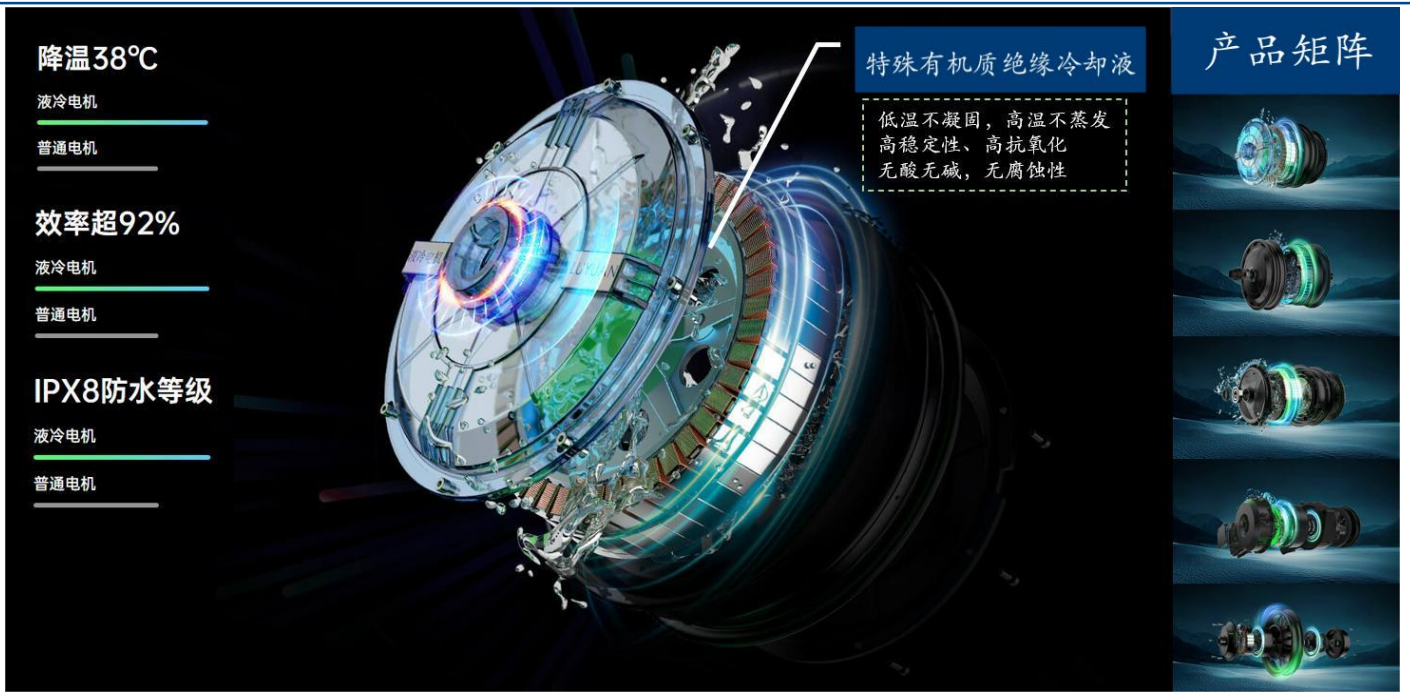
资料来源：公司路演材料

电动两轮车行业技术引领者。绿源始终走在电动两轮车技术前沿，围绕耐用性、续航力、安全性与智能化等核心性能指标持续深耕，打造差异化的技术壁垒。公司自主研发的液冷电机与数字化电池养护系统，有效突破传统电动车在性能衰减、电池寿命短等方面的行业痛点，重塑产品价值逻辑。

作为行业首创者，绿源液冷电机技术在结构设计 with 冷却系统上实现重大突破。该系统通过向电机内部注入特殊绝缘冷却液，构建高效闭环的散热通路，有效降低电机运行温度。同时，密封与气体交换系统协同作用，可有效防止氧化与磁性衰减，从根本上解决因高温水汽引起的性能下降问题。这一技术不仅令电机效率长期维持在 90% 以上，更将电机寿命延长至传统方案的 3 - 5 倍，实现

行业首个“10 年质保”。液冷电机的推出，打破了电动车“快消品”标签，真正推动电动两轮车迈入“耐用品”时代，为电动两轮车行业树立了标杆。

图：液冷电机宣传图



资料来源：公司产品图册

绿源自研的数字化电池养护系统（BDCS）成功打破传统铅酸电池在续航、耐寒性与质保周期方面的技术瓶颈，显著提升整车使用体验。该系统融合 BMS 智能管理、热控调节与 AI 算法养护三大功能模块，能够实时监控电池运行状态，智能调节充放电节奏，从源头上解决高温鼓包、低温衰减等长期困扰行业的技术难题。在零下 20°C 的极端低温环境中，搭载 BDCS 的车型续航可达 123.3 公里，并通过智能加热技术在充电阶段主动调升电池温度，实现更接近满充的容量释放。整体来看，冬季续航水平相较普通铅酸电池提升达 30% 以上，在寒冷地区具备显著使用优势。更重要的是，该系统赋能铅酸电池实现行业领先的 3 年质保，打破以往“无质保或极短保”的行业惯例，全面提升用户信任感与产品生命周期价值，助力绿源在中端主力市场构建强有力的产品差异化优势。

多层次产品布局渐成体系，LYVA 高端子品牌开启新一轮增长引擎。为精准响应不同用户群体的出行偏好和审美趋势，绿源持续完善产品结构，从功能、风格、价格和人群四个维度构建“从大众到高端、从通勤到个性”的多层次产品矩阵。公司现有产品覆盖主流大众市场，并根据用户画像推出针对女性用户的轻便车型、面向 Z 世代的时尚潮流款，以及匹配运动场景的动力型车型，满足多样化消费需求。绿源于 2025 年正式发布全新高端子品牌 LYVA，作为公司战略焕新的核心举措，意在撬动更高附加值、更高毛利率的中高端市场。LYVA 定位于“智能+科技+设计”的品牌三角支点，以液冷电机、数字化电池、中置驱动

系统为技术底座，全面导入绿源核心技术积累。同时，LYVA 产品由国际工业设计大师团队操刀，从整车美学、用户交互到品牌体验全面焕新，以国际化审美与高辨识度的设计风格打破传统两轮车的“工具属性”，强调“品质出行”与“生活方式”标签。

在市场策略上，LYVA 覆盖价格区间为 5000-20000 元，精准切入企业管理者、职场新中产、科技审美导向人群等高潜力消费群体，不仅拓宽了绿源的客群覆盖与品牌纵深，更在国内高端电动两轮车市场尚处蓝海的阶段占得先机。LYVA 将成为绿源迈向“多品牌、多价带、多人群”体系化运营模式的重要里程碑，有望通过差异化溢价实现公司整体产品结构的跃升与盈利能力的提升。伴随 LYVA 的战略落地，绿源将逐步打开高端市场的第二增长曲线，进一步夯实其在行业智能化与高端化转型浪潮中的引领者地位。

图：全新高端品牌 LYVA——多场景 AI 智能轻出行解决方案



资料来源：公司路演材料

2.2 构建全域协同生态，夯实销售与服务网络

多元化渠道体系，线上线下协同发展。绿源集团围绕“全渠道、全场景、全客群”建设战略，构建起覆盖全国、协同高效的多元化销售网络。2024 年，公司线下业务收入占比达 89.1%，同时线上渠道增长迅速，与线下形成互补协同，合力推动终端销售与用户运营效率的持续提升。

1) 线下渠道：全国最大终端网络之一



截至 2024 年底，绿源合作的线下经销商超过 1400 家，终端超过 12800 家，覆盖 31 个省和 328 个城市。未来，绿源线下渠道的拓展将聚焦于三大门店类型：一是位于繁华商业区的核心零售店，旨在强化品牌在当地的影响力；二是深入社区及乡镇的零售店，以拓宽渠道覆盖范围；三是于商业地标处开设的体验零售店，旨在提升品牌形象，增强顾客体验。

2) 线上销售：电商+新零售打造数字化增长引擎

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。为减少与线下经销商的内部竞争，绿源在线上提供若干专有产品以作区别，定价较高，且不用向经销商返点，因此线上销售的毛利率水平较高。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。绿源线上渠道销售成绩斐然，根据最新数据，2025 年 618 期间，绿源线上销售额破 2 亿+，抖音本地生活直播间实时在线突破 10 万+，区域全平台本地化门店核销环比增长 2364%，S70-D、S75 Ultra、S70、LIVA7、Moda50-Q 等多款爆品霸榜主流电商平台品类销量榜单。

3) B 端合作客户：共享出行与即时配送双轮驱动

绿源直接向机构客户提供两轮车定制服务，客户包括青桔单车、哈啰单车、即时电商公司、物流公司及若干政府机构。大量 B 端客户的青睐，充分验证了绿源优秀的产品品质和供应链优势。由于 ToB 端业务主要为定制产品，与客户深度绑定。虽然 B 端业务毛利率较低，但为公司贡献了稳定了利润基础。随着部分共享出行领域大客户订购量的增加，预计在未来一至两年内，绿源机构客户的收入将迎来显著增长。

4) 海外市场：“中国技术+生态服务”进军海外蓝海市场

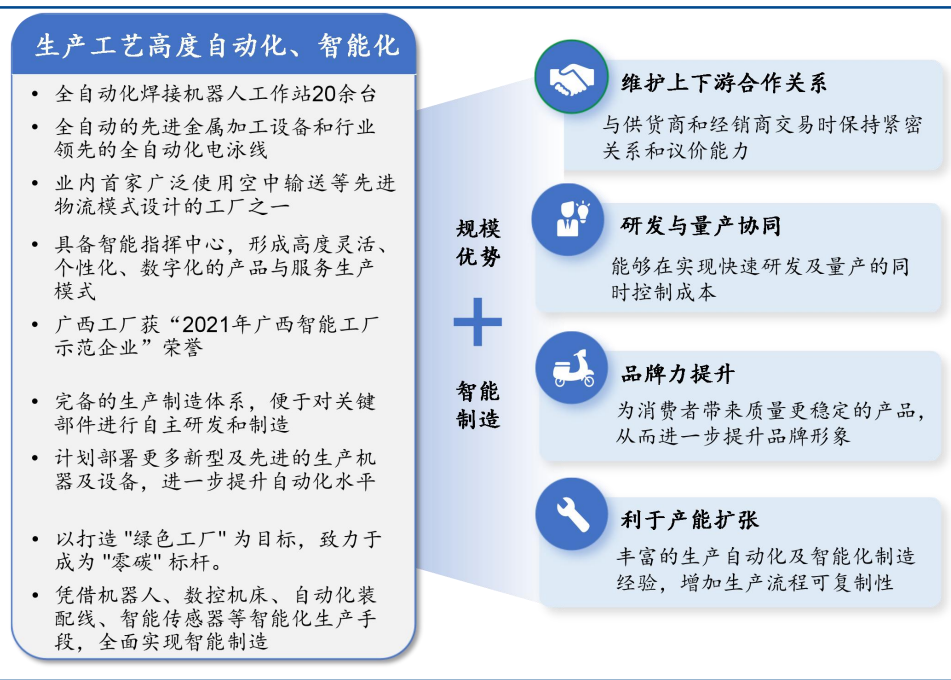
绿源产品覆盖全球超过 80 多个国家和地区，在东南亚与南亚市场，公司与当地品牌（如印尼 Davigo）合作推进市场渗透。在欧美市场，以高端品牌 LYVA 切入电助力自行车（E-bike）领域，瞄准年增长率超 20%的欧洲市场（预计 2030 年销量达 1700 万辆）。

绿源的海外战略以技术差异化（液冷电机、低温电池）和本土化深耕（区域合资、认证适配）为核心，借力数字化营销与绿色生态构建提升全球影响力。不仅响应了东南亚政策红利与欧美消费升级趋势，更以“中国技术+生态服务”模式，为中国制造出海提供了创新范本。

2.3 四大基地联动，构建行业领先智造体系

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”，其中重庆基地更是以“中国制造 2025”标准打造成为“智能制造示范工厂”，确立了绿源在行业中的产能合规与技术领先地位。

图：智能制造再上新台阶



资料来源：公开资料

三、消费刺激政策驱动行业景气度回暖

3.1 政策驱动：新国标与以旧换新激活更新需求

尽管市场普遍预期电动两轮车“新国标”置换潮已近尾声，但从各地实际执行情况来看，政策过渡期的延长正使这一轮更新需求在 2024 - 2025 年持续释放。原定的 3 - 5 年过渡期虽始于 2019 年，但多个省市基于地方现实，陆续调整政策期限以保障车主权益、平稳完成换车周期。

以陕西省为例，其将超标车过渡期延长至 2025 年 6 月 30 日；郑州市推迟至 2023 年 12 月 31 日；广西南宁甚至给出长达 10 年的柔性过渡安排。此外，河北、江西、广西、陕西等地普遍将原定 2022 年的过渡期限延长至 2024 - 2025 年，均体现出政策执行上的渐进性与宽容性。

从已执行情况看，2021 年北京、2022 年浙江与山东等省市已完成换车过渡，但仍有江苏（保有量超 3,000 万辆）、广西（约 2,000 万辆）、陕西（超 1,000 万辆）、天津（约 500 万辆）等多个电动车保有量大的省市将在 2024-2025 年陆续结束过渡期。这意味着全国仍有相当规模的置换需求尚未完全释放，将为未来两年行业销量提供有力支撑。

2019 年“新国标”首次落地，已为行业带来一轮深刻洗牌。新规不仅对车速、整车质量、电池电压等技术参数作出严格限定，还引入 3C 认证、工厂审核、资质许可等多重合规门槛。以 3C 认证为例，一台新车型需承担包括申请费、测试费、工厂检查费等在内的数千元成本；而电摩生产资质的获取更需强大的资金、工艺及质量管理体系作为支撑。

这一系列制度门槛对中小厂商构成巨大压力。数据显示，2017 年中国电动两轮车生产企业仍有约 400 家，但至 2019 年新国标全面实施后，数量锐减至 110 家，验证了合规政策对行业格局的深远影响。本轮新国标的深化执行，将进一步加速“灰色产能”的淘汰，也将迫使企业从低价竞争向技术、质量、服务等核心要素转型。在这一过程中，具备合规资质、技术积淀与品牌优势的龙头企业将显著受益。

绿源集团作为行业标准参与者和核心技术领跑者，不仅早期完成新国标适配，并已构建起包括液冷电机、数字电池、智能控制平台在内的多项关键技术壁垒。同时，其在制造规范性、质量稳定性、渠道覆盖及服务保障能力等方面均显著领先，具备持续吸纳市场份额、拉开与二三线品牌差距的结构性优势。

因此，2024-2025 年将不仅是置换需求的持续窗口期，更是绿源等龙头企业借势扩张、提升集中度的关键机遇期。行业高门槛化和品牌化趋势的加速演进，也将为绿源未来盈利质量与估值提升奠定坚实基础。

表：“新国标”主要变化

- 1月13日，强制性国家标准《电动自行车安全技术规范》正式发布，新国标将于**2025年9月1日**开始实施，在此之前出厂的产品可以销售至**2025年11月30日**
- 2024年新国标侧重产品合规及强化执法，有望**刺激消费者换购需求**。并且新国标新增企业资质要求，**提升供给端门槛**，绿源集团有望顺势**提升市场份额**

	电动自行车		电动轻便摩托车	电动摩托车
国家标准	GB17761-2018（2018版新国标）	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	无要求	无要求
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	无要求		
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	无要求	电池组、控制器、限速器要求防篡改		
载人	一名12岁以下儿童（视乎地区而定）	延续	禁止	一人
驾驶证	无要求	延续	D、E、F证	D、E证

资料来源：公开材料

新一轮国家标准《电动自行车安全技术规范》已于 2024 年 1 月 13 日正式发布，将于 2025 年 9 月 1 日正式实施，过渡期设至同年 11 月 30 日，意在为产销两端提供调整空间。相较于 2019 年版本，本轮新国标更注重整车产品的技术合规与企业资质管理，强化监管执法力度，从源头提升行业质量标准与技术门槛。

这意味着，在监管趋严、门槛提升的背景下，大量技术落后的中小企业将面临出清压力，而具备强合规能力、研发能力和品牌影响力的头部企业，如绿源集团，则有望在新一轮政策窗口期中实现品牌强化与份额跃升。

与此同时，“以旧换新”作为更新需求的核心政策抓手，也在 2025 年迎来密集落地。根据商务部等五部委部署，全国 31 个省市已实现地市级全覆盖，补贴方式也由传统申报制向“支付立减+一站式服务”等更便捷模式演进，极大提升了消费者的换购意愿与购买体验。根据商务部数据，截至 2025 年上半年，以旧换新换购 846.5 万辆（月均环比增长 113.5%），拉动新车销售约 247.7 亿元，平均拉动单店销售增长 30.2 万元，显示出政策带动下消费潜力的强劲释放。

从结构趋势看，此轮更新潮主要受三重驱动叠加：

①政策更替周期叠加：2019 年版新国标落地的首批合规车辆迎来 5 年使用更换周期；②技术标准跃升带动换代：2024 年新国标对智能化、电气安全、结构设计等方面提出更高要求，迫使消费者加速更换更高端、更合规产品；③补贴与执法并重的政策合力：前端有财政激励、后端有执法驱动，进一步推动存量市场快速向合规、高品质产品切换。

在国家“以旧换新”战略部署下，地方政府正因制宜加大对电动两轮车换购的支持力度，特别针对铅酸电池车型给予更高补贴倾斜，加速老旧车辆淘汰与

合规产品替换进程。

例如，在安徽省，消费者更换铅酸电池新车可享受最高 900 元补贴，而锂电车型补贴标准则为 700 元；河北省则按新车售价的一定比例核发补贴，其中铅酸车型补贴比例高达 20%（封顶 500 元），而锂电车型为 10%（封顶 300 元）。这类差异化补贴政策不仅降低了以铅酸电池为主的刚需用户换购门槛，也有效提升了传统市场的出清效率。

与此同时，各地明确要求补贴车型需符合 2024 年新国标并通过 3C 认证，严控产品质量与安全底线，推动消费向合规、安全、高性能方向升级。值得一提的是，各地在补贴发放的同时也加强了对铅酸电池回收体系的建设，通过设立正规回收点、推行闭环监管等方式，铅回收率已提升至 95%以上，在促进资源循环利用的同时实现了环保目标。

从产业角度看，该类政策导向对以技术合规、品质稳定为核心优势的龙头企业构成直接利好。绿源集团作为铅酸电动车领域的重要玩家，旗下产品不仅满足新国标和 3C 认证要求，还在数字化电池管理和安全性能方面具备差异化技术壁垒，有望在补贴红利驱动下获得更大市场份额，进一步巩固在中端主流市场的领先地位。

在此背景下，绿源凭借领先的液冷电机、数字电池养护系统、智能控制系统等技术储备，以及强大的渠道网络与品牌影响力，有望全面受益于本轮更新周期所带来的结构性成长机遇。行业正步入由“政策驱动+品质驱动”的双轮增长阶段，绿源也将在本轮换购浪潮中加速迈向市场份额更高、技术含量更强的下一个成长平台。

地方政策积极引导，鼓励铅酸换购和消费升级。根据最新政策，各地电动两轮车以旧换新活动普遍对铅酸蓄电池新车提供更高补贴，例如在安徽省，铅酸电池新车最高可获得 900 元补贴，而锂电新车为 700 元；河北省则按新车售价的 20%给予铅酸电池新车补贴（最高 500 元），锂电新车补贴为 10%（最高 300 元）。这些政策不仅关注环保和安全，还要求新车必须符合 2024 年新国标并通过 3C 认证。

表：部分省份以旧换新具体政策	
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	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	

3.2 家用与商用双轮驱动，场景持续扩容

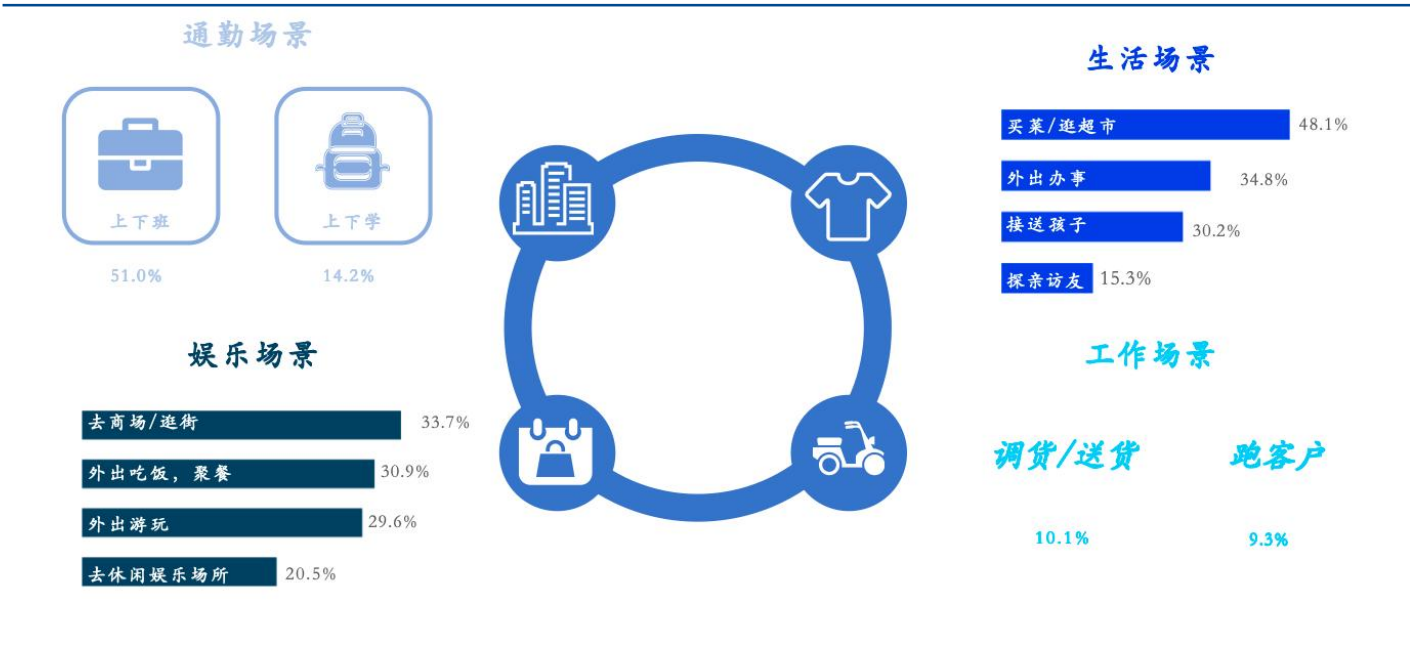
家用需求稳健增长：电动车成为城市家庭“第二辆车”

根据高德地图发布的《2023 年度中国主要城市交通分析报告》，全国 50 个主



要城市中有 84%的城市拥堵程度同比上升，反映出四轮交通出行压力持续加剧。在“开车难、停车贵”的背景下，电动两轮车作为灵活、高效的短途出行工具，成为短途接驳地铁、穿梭社区街巷的理想选择，特别适用于日常通勤、接送孩子、买菜购物等高频家用场景。

图：2024 年两轮车车主使用场景



资料来源：iReserach

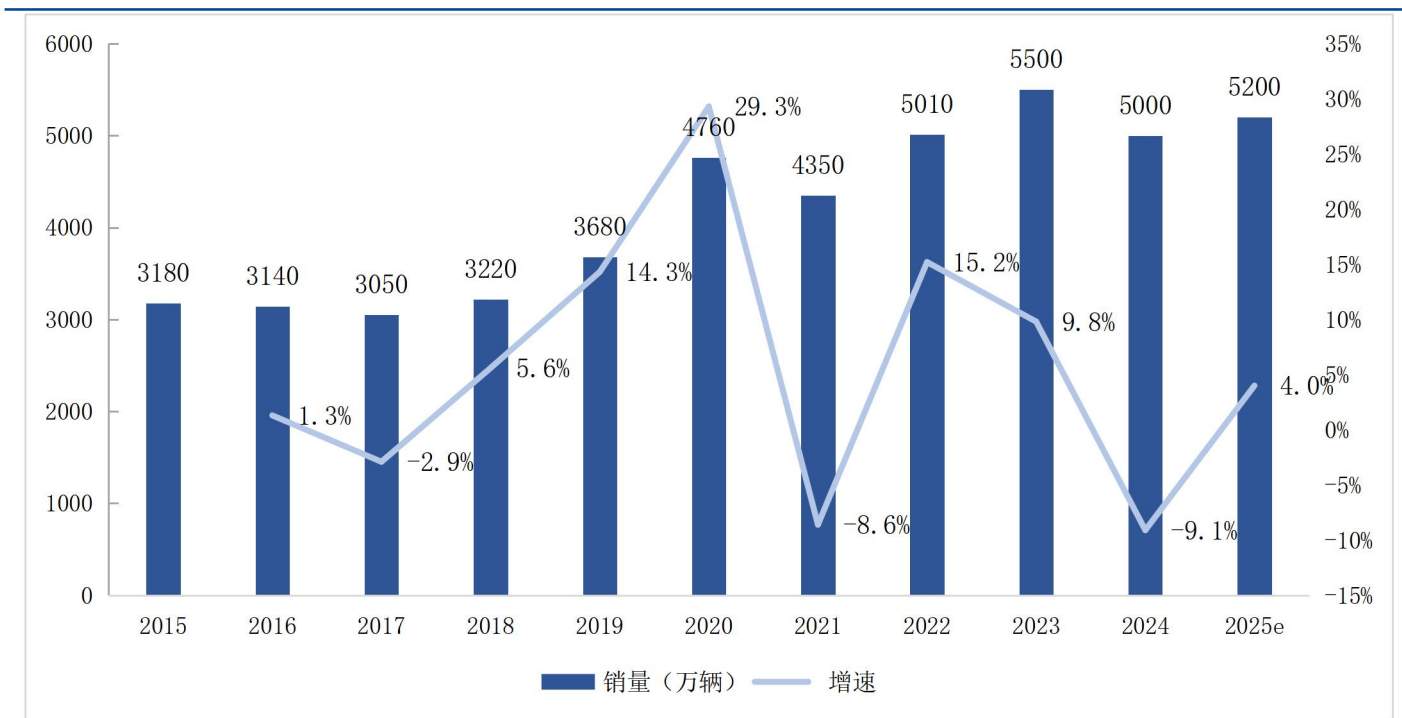
随着城市家庭人均汽车拥有率持续提升，越来越多用户将电动两轮车视作“四轮车+两轮车”的组合补充——二者并非替代关系，而是高度互补关系。数据显示，在多数家庭实现汽车基本覆盖后，电动两轮车的“第二出行工具”属性愈发凸显，尤其在一线与新一线城市，其作为“最后三公里”通勤利器的市场需求不断上升。

从宏观趋势看，居民出行总量持续攀升，“短途高频+刚需多场景”的用车特性，正在构建电动两轮车增长的新驱动逻辑。根据艾瑞咨询数据，电动两轮车最适合 5-10 公里半径的通勤及生活出行场景，其在上班通勤、接驳公共交通、社区代步等领域的渗透率持续提升。与此同时，在国家“双碳”目标、“绿色出行”政策推动下，电动两轮车凭借低碳、节能、便捷的优势，已成为居民日常出行结构中不可或缺的一环。

对于绿源集团而言，这一趋势构成持续利好。公司深耕耐用型产品定位，兼顾城市用户对续航、性能、智能化的多维需求，同时通过液冷电机、数字电池等领先技术，全面覆盖家庭代步、通勤接驳、青少年骑行等场景。结合日益普及的“以旧换新”政策与消费升级风向，公司产品在品质、技术与场景适配度上的优势将持续转化为销售动能，推动其在结构性红利释放期中实现份额提升与品牌跃升。

图：2015—2025 年中国电动两轮车销量及预测





资料来源: iResearch

(2) 商用场景持续扩张：共享出行与即时配送成主力需求

共享电单车迎来发展新机遇，打开电动两轮车需求增量空间。随着城市通勤结构的转变与服务型消费需求的迅猛增长，共享电单车和即时配送作为“短途出行”与“本地生活服务”的关键支点，正成为电动两轮车行业的两大增量场景，为制造企业的 ToB 端业务注入持续动力。

共享电单车进入规模化稳定阶段，利好头部制造商定制订单释放。在共享经济与交通拥堵双重因素推动下，共享电单车凭借其绿色、灵活、低成本的优势，快速覆盖“最后一公里”场景，成为城市短途出行的重要基础设施。根据艾媒咨询数据，截至 2024 年底，全国共享电动自行车保有量已达 713 万辆，覆盖全国 31 个省级行政区，行业格局日趋集中，美团、青桔、哈啰三大头部平台合计投放占比超 90%，单一平台投放量均在 100 万辆以上。

随着监管政策逐步完善和“新国标”的落地实施，共享电单车正从野蛮生长走向规范运营。部分地方政府开始放宽投放限制、完善运营标准，为行业健康扩容提供制度保障。预计 2025 年，全国共享电单车投放规模有望突破 800 万辆，2020 - 2025 年复合增速将达 26%，中长期仍具备广阔增长空间。

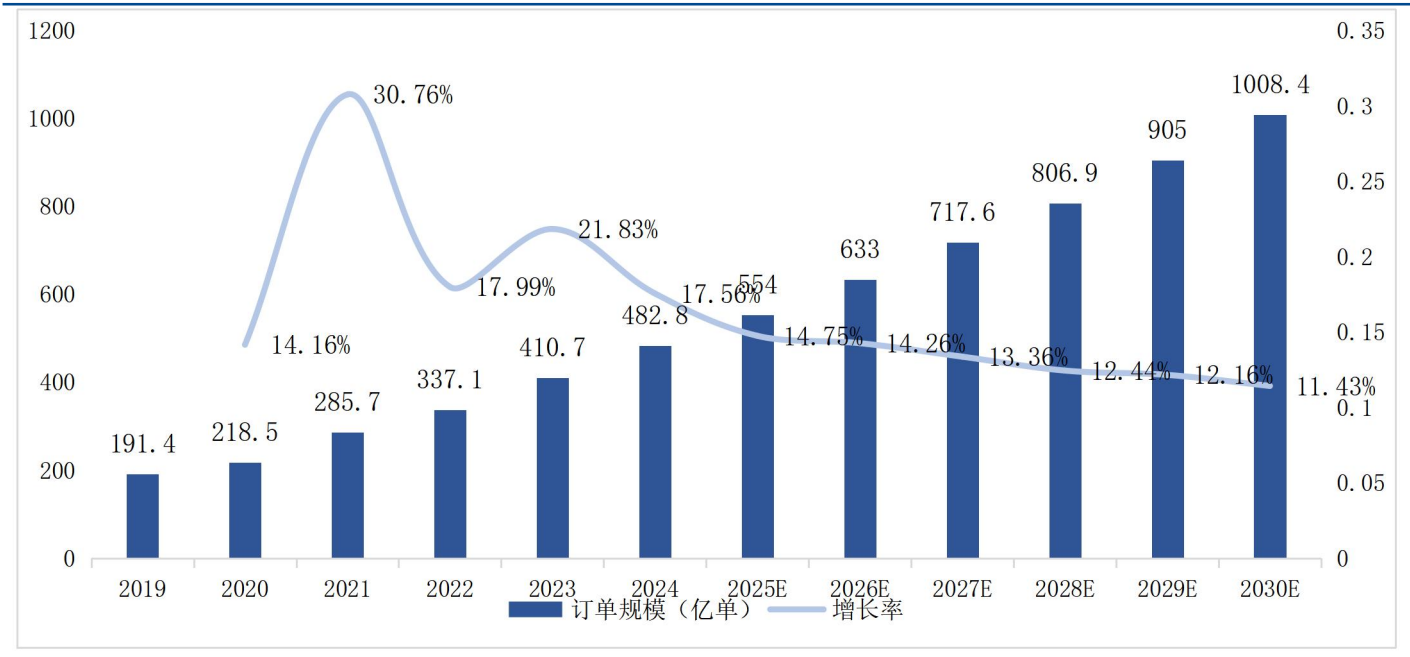
值得关注的是，主流共享运营商普遍采用与头部电动车制造商的直采定制模式，绿源凭借其耐用型液冷电机、可视化电池系统及高性价比定制能力，正逐步成为头部平台的重要供货方。随着共享行业加速更替与升级，对绿源这类具备批量交付、合规资质和成本控制能力的企业构成明显利好，电动两轮车 B 端市场有望迎来订单释放高峰。

即时配送行业形成庞大的电动两轮车刚需用户群体。在 O2O 服务深度渗透的



背景下，即时配送行业快速扩张，成为驱动电动两轮车使用频率和保有量提升的另一核心场景。根据弗若斯特沙利文数据，中国即时配送订单量已从 2019 年的 191.4 亿单跃升至 2024 年的 482.8 亿单，预计到 2030 年订单规模将突破 1,000 亿单。与之相匹配的是，从业骑手数量持续攀升，据中商产业研究院数据，2022 年我国即时配送员数量已达 1120.5 万人，五年 CAGR 为 23.1%。从细分服务场景看，外卖配送已成电动两轮车需求的主要增长点。

图：中国及时配送订单规模变化



资料来源：沙利文研究

外卖：随着线上消费习惯持续深化，外卖服务已成为中国居民日常生活的重要组成部分。根据最新数据，2024 年中国在线餐饮外卖市场规模达到 16,357 亿元，同比增长 7.2%，预计至 2027 年将增至 19,567 亿元，仍具显著增长空间。用户数量突破 5 亿，日均订单量超过 8,000 万单，覆盖人群广泛、使用频率高。

在配送人群方面，美团外卖平台的骑手数量已由 2018 年的 270 万人增长至 2024 年的 745 万人，年均复合增长率接近 20%。庞大的骑手队伍对电动两轮车的需求呈现“量大、频换”的特点，构成了数百万辆级别的市场空间。

快递：国家邮政局数据显示，2024 年全国快递业务量达 1,745 亿件，同比增长 21%；业务收入达到 1.4 万亿元，同比增长 13%，继续稳居全球第一。随着直播电商、社交电商等新型消费模式兴起，快递行业订单规模持续扩容，轻小件、逆向物流等细分需求显著增长，进一步强化对高效短途配送工具的依赖。

与普通用户相比，即时配送骑手普遍具备高强度使用特征：日均使用时间约 12.5 小时，平均行驶距离超 120 公里，需充电两次以上。高强度运转导致整车及电池磨损更快，车辆置换周期普遍在 2 年以内，显著短于民用场景，成为推动电动两轮车销量增长的重要引擎。

3.3 供给端优化：高端化升级与电池降本释放利润空间

(1) 行业进入存量发展阶段，市场向高端化过渡升级

中国电动两轮车行业的发展历史逾 30 年，自 2014 年前后进入相对稳定的成熟期，尾部企业渐次出局，导致 2014-2018 年产量有所波动；2019 年新国标落地后，加速向规范化、高质量方向发展，根据《中国电动两轮车行业发展白皮书(2023 年)》，2019 年至 2022 年期间，中国电动两轮车的产量从 3800 万辆稳步增长至 5904 万辆，2023 年，中国电动两轮车产量与销量分别约为 4647.28 万辆、3142.28 万辆。目前，整体保有量仍超过 3.5 亿辆，平均每 3 至 4 人就拥有一辆电动两轮车，国内电动两轮车行业逐渐过渡到存量发展阶段，市场增速有所放缓，存量替代成主旋律。

产品智能化、设计自主化、研发平台化等趋势持续深化，多维度推动行业高端化升级。随着通信、物联网、移动互联网等基础技术成熟，智能控制系统或解决方案供应商已开发出集成与兼容性良好、适应电动两轮车的低成本方案，与需求端共同驱动行业向智能化、自主化等高端方向转型升级。

产品智能化：随着技术水平提升及规模经济显现，电动两轮车智能化功能持续多元化。车辆定位、无钥匙启动、自动锁车、乘坐感应等智能功能渐成标配，而远程操控、智能头盔、用户定制、个性化灯语、音乐等娱乐化、个性化功能成产品间主要差异点。

设计自主化：电动两轮车制造商强化产品原创设计，推动全产业链自主化，涵盖建模设计至生产制造各环节，同时利用独特标识和家族式语言塑造品牌特色；产品外观设计愈发时尚、个性且年轻化，精准契合年轻消费者的审美偏好。

研发平台化：随着智能化、自主化对研发技术要求提升，运用共平台开发可解决不同车型间的零部件通用问题，从而实现规模化采购、缩短研发周期、降低维修难度、提升快反能力等。

随着市场竞争焦点从价格转向品质，电动两轮车行业开始注重产品的质量与功能创新，以保障行业盈利空间。传统电动两轮车主要提供代步功能，但随着技术进步和消费者需求升级，产品同质化现象有所缓解，头部企业如雅迪、爱玛等通过质量管控和品牌建设，扩大了市场占有率。近年来，在消费升级与智能化加速的双重驱动下，市场竞争焦点逐渐转向产品品质、性能及智能化领域。电动两轮车品牌正致力于开发高价值、高技术含量的智能化产品，通过差异化竞争策略，实现销量与盈利的双重增长。各电动车品牌正积极通过核心技术升级打造产品差异化，推动品牌升级和产品溢价。根据艾瑞咨询《2023 年电动两轮车行业白皮书》的用户调研数据，电动两轮车在各价格段的占比分别为：3000

元以下 16.1%，3000-3999 元 29.2%，4000-4999 元 28.7%，5000-5999 元 19.4%，6000 元以上 6.6%。其中，4000 元以上的高端车型占比高达 54.7%。

(2) 新国标强调轻量化标准，长续航加速锂电化趋势

铅酸型电动自行车质量超标，锂电池替代为轻量化解决方案。《电动自行车安全技术规范》（GB17761-2018）规定，装配完整的电动自行车整车质量不得超过 55 kg，并明确该指标为强制性标准；而现存的大部分铅酸型电动自行车整车质量在 70 kg 以上，远超新国标限制水平。尽管铅酸车型仍可通过减小车身尺寸、采用轻型材料等方式满足相关要求，但面临材料成本高昂、工艺设计困难等挑战。

表：铅酸电池与锂电池的对比

性能比较	铅酸电池	锂电池
能量密度	28~40Wh/kg	120~180Wh/kg
质量（0.96KWh）	28kg	7kg
体积	同规格的铅酸电池体积约为锂电池的2倍	
续航时间	3~6h	2~4h
使用寿命	1~1.5年	4~5年
充电效率	不支持快充	支持快充
绿色环保	污染严重	无污染
安全性	电池充放电稳定性高，但充电时易产生较高热量	电池稳定性相对较差，对存放环境、运输条件有要求

资料来源：公开资料

相对于铅酸电池，锂电池的能量密度约 120~180 wh/kg，是铅酸电池的 4~5 倍，而电池质量仅为铅酸电池的 1/4 左右；因此，以锂电池替代铅酸电池是现阶段满足新国标轻量化要求并保障续航性能的最有效方案，尤其是倍率性能更好、制备相对容易、低温性强、成本较低的锰酸锂电池逐渐在电动两轮车中放量使用，锂电池长续航成为品牌升级主流方向，锂电池车型渗透率持续提升。与铅酸电池相比，锂电池除轻量化特征外，还具备续航时间长、循环寿命长、绿色环保等优点；从理论层面看，符合“新国标”整车质量要求的铅酸车型最高续航里程为 40 km，而锂电车型最高续航里程可达 60 km。鉴于现阶段续航仍是消费者购车及车主满意度的首要考虑因素，传统头部品牌对电动两轮车的升级重点亦多集中于电池耐用及续航能力。

(3) 动力电池成本回落，行业盈利空间打开

动力电池为关键核心部件，占据电动两轮车主要成本。电动两轮车的核心零部件涵盖蓄电池、电机、车架、控制器、前叉及轮胎，它们在生产成本中的占比依次为 23.3%、12.2%、5.7%、4.0%、3.9%和 3.6%。其中，动力电池是电动两轮车成本构成中占比最大的核心部件。动力电池的构成主要包括正极材料、负极材料、隔膜及电解液等，其中正极材料对电池成本具有显著影响。现阶段锂离子电池最常用的正极材料为钴酸锂、锰酸锂、磷酸铁锂和三元材料等，正极材料的价格直接决定电池成本高低。



正极材料价格明显回落，行业整体盈利空间打开。受新冠疫情冲击，2020 至 2022 年间，电池正极材料价格大幅上涨，给电动两轮车的生产制造带来了不小的成本压力。而随着新冠疫情扰动趋缓，原材料价格自 2022 年末开始回落。根据 Wind 数据，从 2022 年 11 月至 2024 年 4 月，电解钴、碳酸锂、磷酸铁锂和锰酸锂的价格经历了显著下降。具体来看，电解钴的价格从 36.2 万元/吨降至 23.80 万元/吨，降幅为 34.3%；碳酸锂价格从 56.76 万元/吨降至 11.32 万元/吨，降幅高达 80.1%；磷酸铁锂价格从 17.70 万元/吨降至 4.39 万元/吨，降幅为 75.2%；锰酸锂价格从 5.11 万元/吨降至 1.55 万元/吨，降幅为 69.7%。材料价格的回落有助于降低电池成本，进而减轻了电动两轮车制造商的成本压力，其盈利能力预计将得到逐步恢复和提升。

表：各材料价格回落情况

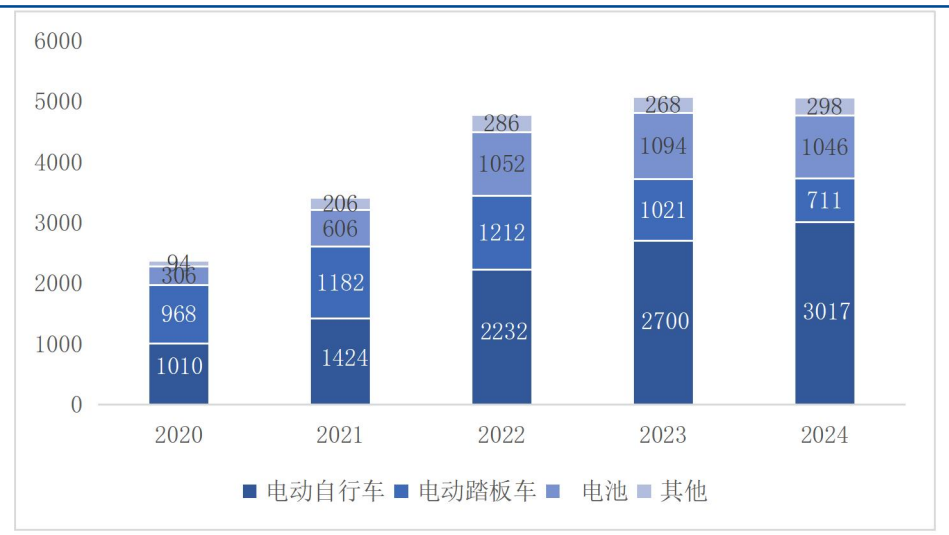
材料	高点价格（万元 /吨）	2024年4月价格	降幅
电解钴	36.2	23.8	-34.30%
碳酸锂	56.76	11.32	-80.10%
磷酸铁锂	17.7	4.39	-75.20%
锰酸锂	5.11	1.55	-69.70%

资料来源：公开资料

四、基本盘稳健支撑转型升级，盈利能力有望持续增强

2024 年，绿源集团实现营业总收入约 50.72 亿元，同比下降 0.22%，在行业价格竞争激烈、消费需求分化的背景下，公司展现出较强的抗压能力。尽管电动两轮车行业整体销量同比下降 10%，绿源集团的收入同比基本持平，主要得益于公司的强劲产品竞争力和渠道健康度。同时公司还主动优化产品结构，加强研发节奏及品牌建设，奠定了未来业务可持续发展的基础。

图：2020—2024 年绿源集团营业收入



来源：wind，DragonRider

绿源集团 2024 年度财务数据显示，其核心业务电动自行车板块表现强劲，收入达到 30.17 亿元，同比增长 11.74%，成为推动公司增长的主要引擎。这一增长主要得益于电动自行车在新国标下的政策适配优势，以及公司在产品可靠性、智能化制造与商用市场拓展上的综合实力提升。与之对比，电动踏板车业务因受新国标规格变化及行业结构调整影响，销售收入为 7.11 亿元，同比下滑 30.36%；电池及配件业务则录得 10.46 亿元，同比下降 4.39%。整体来看，公司正在加速向高附加值与政策驱动型产品结构转型，电动自行车的强势增长不仅稳住了总收入，更为公司未来盈利提升奠定基础。

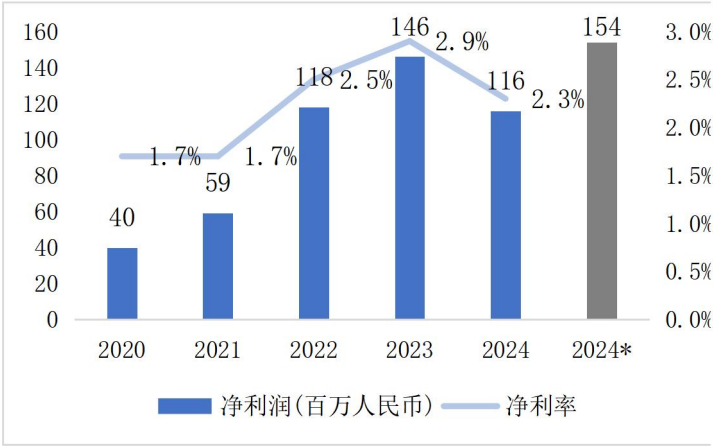
毛利方面，2024 年公司实现毛利 6.65 亿元，同比小幅下降 2.38%；毛利率 13.11%，与去年基本持平。毛利率表现稳定，体现出公司在制造效率、供应链成本控制和产品结构调整方面的协同成效。在原材料价格波动趋稳、制造自动化水平持续提升的背景下，公司未来毛利率具备进一步改善空间。2024 年归母净利润为 1.17 亿元，同比下降约 19.81%，主要由于当期计提股份支付费用、加大研发投入，以及产品平均售价略有回调所致。若剔除股份支付影响，实际净利润为 1.54 亿元，同比略微减少约 5.9%。公司业绩表现优于行业整体水平，显示出较强的业务韧性和精细化管理能力。

图：绿源集团年度毛利润和毛利率



来源：wind, DragonRider

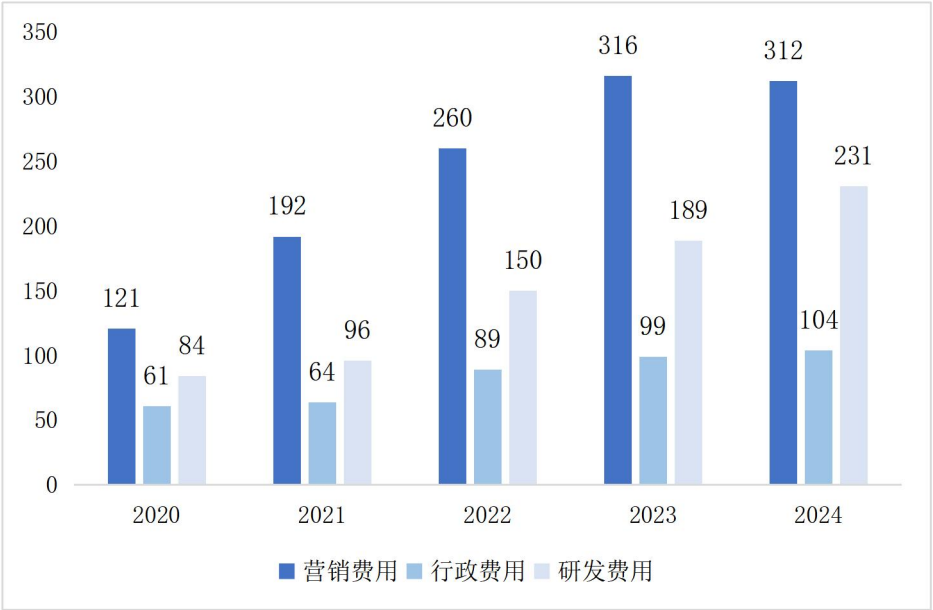
图：2021—2024 年绿源集团净利润



注：2024* 指经调整净利润（剔除股份支付费用影响）

费用端，公司在稳增长的同时持续加码中长期战略投入。2024 年销售费用率为 6.15%，略低于 2023 年的 6.22%；管理费用率维持在 2.05% 的低位，显示出良好的费用管控能力；而研发费用率则提升至 4.55%，彰显了公司坚持技术创新的战略定位。尤其在高端产品、液冷电机、数字电池等领域，公司持续投入强化核心技术壁垒，为新产品差异化和品牌溢价能力提供有力支撑。整体期间费用结构合理，有助于支持公司长期成长逻辑。

图：2020-2024 绿源集团期间费用



资料来源：wind

从运营效率来看，得益于终端去库存的有效推进，公司产能利用率保持高位运行。运营管理效率亦稳中有升：2024 年，公司存货周转天数缩短至 22.75 天，同比减少 5.89 天，彰显供应链及库存管理的持续优化。同时，应收账款账龄结构改善，经营性现金流保持稳定，资金周转效率与资产安全性均有所提升。

纵观 2021 至 2024 年，公司营业收入从 34.18 亿元增长至 50.72 亿元，三年复合增长率达 14.06%；尽管 2024 年出现阶段性利润调整，但主要为公司主动实

施结构升级及长期激励机制所带来的短期影响，并不改写其长期成长逻辑。结合公司高端产品结构优化、核心技术护城河稳固、产能扩张与渠道网络协同推进，公司具备较强的利润修复能力和后续盈利弹性，未来三年业绩有望持续释放。总体而言，绿源的财务表现体现出稳健基础与成长潜力兼具的特征，为后续高质量发展奠定坚实基础。

目前绿源已经构建了以传统电动两轮车为主体，LYVA 高端子品牌及全场景轻出行生态为翼的“一体两翼”发展格局。受益于新国标及消费刺激政策，公司传统优势业务电动两轮车有望显著回暖，随着 LYVA 高端产品的放量，以及全场景轻出行生态的逐步完善，公司三大增长曲线有望凝聚为公司强劲的业绩驱动力。

五、盈利预测与投资建议

未来绿源集团有望在政策刺激、高端产品放量与生态布局深化的多重驱动下，实现收入与利润的持续增长。首先，政策层面利好频出，新国标强制切换及多地“以旧换新”补贴将持续刺激换购需求集中释放。据测算，全国电动两轮车保有量已超 3.5 亿辆，进入更新周期，市场换购空间广阔。绿源在新国标车型适配、产品耐用性与合规性方面布局充分，有望充分享受政策红利。

其次，公司高端化战略持续推进。2024 年推出的 LYVA 子品牌旗下的电助力车型，如 G01 Sport，有望迅速打入中高端细分市场。凭借液冷电机技术、智能控制系统以及长续航电池等核心竞争力，在性能表现和性价比方面公司已成功实现了对竞争对手的超越。高端产品的放量不仅有望带动平均售价（ASP）的提升，更将进一步推动整体毛利率的稳步增长。

第三，公司持续拓展“全场景轻出行”生态系统，通过自营与合作布局换电、租车、物流配送等场景，构建“产品+服务”一体化商业模式。目前已与头部换电平台合作部署超 2000 组换电柜，在多地开展城市出行服务，有望培育第三增长曲线，实现从“单品竞争”向“全场景生态服务”的转型。

盈利能力方面，随着高附加值产品占比上升，出口毛利改善，加之规模效益持续增强，费用率有望逐年下降。公司研发、制造、渠道三位一体的能力建设将强化护城河，为中长期盈利提供保障。

综上，在新国标换购周期开启、高端产品放量、生态出行系统加速渗透和国际化拓展等多重利好推动下，公司收入与利润具备持续改善基础。根据我们测算，公司 2025 - 2027 年营收分别为 65.98 亿元、76.82 亿元和 87.63 亿元；归母净利润分别为 1.97 亿元、3.23 亿元和 4.58 亿元；对应 PE 分别为 16.14/9.84/6.94 倍。我们认为市场低估了公司业绩增长潜力，目前估值处于相对低位，具备较高安全边际。给予“买入”评级，目标价为 14.80 港元，建议投资者重点关注其在行业整合周期中的中长期配置价值。

表：盈利预测

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（亿元）	50.72	65.98	76.82	87.63
同比增长	-0.22%	30.09%	16.43%	14.07%
归母净利润（亿元）	1.17	1.97	3.23	4.58
同比增长	-19.81%	68.38%	63.96%	41.80%
毛利率（%）	13.11%	15.00%	17.10%	19.80%
净利率（%）	2.29%	3.00%	4.20%	5.20%
PE	25.72	16.14	9.84	6.94

资料来源：公司财报

六、风险提示

新国标及消费刺激政策不及预期；

LYVA 放量不及预期；

市场竞争加剧；

原材料价格波动