



绿源集团控股 (2451.HK)

成长空间广阔，“一主多元”擘画新蓝图

核心投资亮点

绿源集团控股是中国电动两轮车市场的知名企业。公司成功塑造了“液冷电动车，一部车骑十年”的技术口碑，目前绿源正从产品制造商向“硬件+软件+服务”的全场景轻出行方案引领者转型。

政策驱动叠加消费升级，行业持续景气。电动两轮车国内市场超过4亿辆的基本盘，构成了稳定的自然替换需求，行业已步入存量博弈与结构升级并存的新阶段。2024年新国标政策强制智能化与监管、提升生产门槛、优化产品规范，有望加速供给侧出清，引导需求侧升级。“以旧换新”政策已经成为存量替换的核心催化剂，根据商务部数据，2025年上半年全国电动自行车以旧换新累计完成847万辆，持续推动电动两轮车行业延续景气。

绿源推进“一主多元”的业务发展战略。在高端两轮车领域，绿源通过LYVA品牌进军万元级市场，通过打造极具性价比的电助力自行车产品及多元化的营销渠道拓展市场；在海外市场方面，绿源通过与宝马合作引入“德国标准”，整合全球顶尖资源赋能品牌出海；在生态布局方面，通过构建“租、售、换”一体化服务闭环，持续提升用户粘性，为开拓可持续的服务收入奠定基础；绿源还进军机器人赛道，成功与有鹿机器人达成合作，成为其“高精度行星减速关节模组”的战略供应商，首批订单10万套。

受益于“新国标”和“以旧换新”等短期政策因素的刺激，以及消费升级和出海等中长期因素的推动，中国电动两轮车产业或将持续景气。绿源有望凭借LYVA高端品牌、海外市场拓展及生态业务布局取得超出行业的业绩表现。因此我们预计2025—2027年，公司营收分别为61.82亿元/74.56亿元/89.45亿元，增速分别为21.88%/20.61%/19.97%。归母净利润分别为1.72亿元/2.65亿元/3.65亿元，增速分别为47.01%/54.07%/37.74%；PE分别为23.81/15.45/11.22。考虑到绿源正在布局的高端品牌LYVA、全场景轻出行生态、轮式机器人业务均有较大潜力，我们认为公司2025年合理PE应为30倍，目标价14.21港元（1人民币≈1.095港币），相较现价存在16%的上涨空间，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：市场竞争风险、高端业务及生态布局不及预期、政策风险

2025年12月10日

最新收盘价：12.30 (HKD)

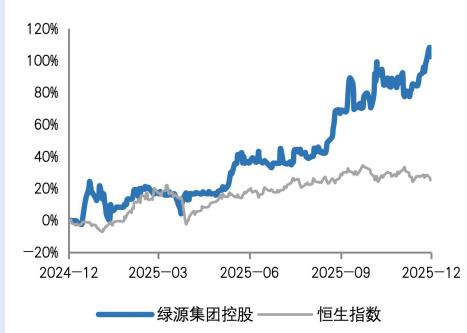
总市值：50.45亿 (HKD)

市盈率：28.60

市净率：2.91

总股本：4.27亿

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	61.82	74.56	89.45
YoY	-0.22%	21.88%	20.61%	19.97%
归母净利润 (亿元)	1.17	1.72	2.65	3.65
YoY	-19.81%	47.01%	54.07%	37.74%
EPS (元/股)	0.27	0.40	0.62	0.85
PE	25.62	23.81	15.45	11.22

目录

一、绿源集团业务简介	3
1.1“一主多元”业务生态	4
1.2 技术创新构筑产品差异化	6
1.3 业绩强劲反弹，业务高质量发展	7
二、新国标重塑行业格局，高端化趋势明确	9
2.1 存量替换与结构升级双轮驱动	9
2.1 新国标加速出清，龙头强者恒强	10
三、高端品牌 LYVA 及海外开拓——第二增长曲线	13
3.1 整合全球顶尖资源，加速海外布局	13
3.2 技术为核，高端破局	13
3.3 全球 E-Bike 市场快速发展	15
四、融合式创新生态——第三增长曲线	18
4.1 全场景轻出行生态引领者	18
4.2 战略布局机器人领域	18
五、盈利预测及投资建议	20
六、风险提示	21

一、绿源集团业务简介

绿源集团控股（02451.HK）是中国电动两轮车市场的知名企业，其业务核心是电动自行车、电动踏板车、电池及相关配件的设计、研发、制造与销售。公司以“液冷电动车，一部车骑十年”为技术口碑，拥有超过 900 项专利，其液冷电机和数字化电池技术是关键的竞争优势。在业务模式上，绿源正从产品制造商向“硬件+软件+服务”的全场景轻出行方案引领者转型。它依托超 14,000 家终端门店，覆盖全国 31 个省级行政区的 336 个城市，为消费者提供“租售换修”等生态服务。2024 年，绿源推出高端品牌 LYVA，正式进军中高端两轮车市场。2025 年上半年，公司营收同比增长 22.2%，净利润增长 66.9%，显示出强劲的发展势头。

回顾绿源的发展历程，公司从技术发明起步，通过持续的技术创新（如液冷电机）筑牢根基，并成功布局全国市场。面向未来，绿源借助 LYVA 拓展中高端两轮车市场，并通过合作全球顶尖资源拓展海外市场，共同打造第二增长曲线。通过“源行者”项目和机器人业务积极构建生态业务，打造第三增长曲线。

图：公司发展历程



资料来源：公开资料整理，XX 证券研究所

绿源有着稳定的领导核心。创始人倪捷、胡继红夫妇为实际控制人，股权集中，战略决策统一且连续，有利于长期技术路线坚持和公司稳健经营。公司管理层规划了清晰的“三条增长曲线”战略：第一曲线：巩固电动两轮车基本盘；第二曲线：打造高端智能品牌 LYVA 并布局全球市场；第三曲线：打造融合式创新业务生态，一方面向全场景出行服务商转型，另一方面进军极具潜力的机器人领域。使公司摆脱了单纯的产品竞争，打开了长期成长的天花板。董事会主席倪捷拥有 28 年电动两轮车行业经验，37 年产品开发经验。深厚的技术背景

确保公司以技术研发为驱动，持续引领公司穿越行业周期，持续突破成长天花板。

1.1“一主多元”业务生态

绿源的品牌架构完成了从单一品牌运营到“一主多元复合品牌架构”的变革，形成了绿源电动车（国民级交通工具）、LYVA（智能轻出行方案的引领者）、生态业务（融合式创新打造增长新动能）三大体系。绿源各业务板块并非独立运作，而是通过紧密的协同效应，形成“1+1+1>3”的战略合力，共同构筑公司的核心竞争力，形成“主业供血-新业务造血-反哺生态”的良性价值循环。

这一宏大的业务布局，源于绿源对行业趋势的深刻洞察和主动出击。首先是应对存量竞争，挖掘用户全生命周期价值。当前中国两轮电动车社会保有量已非常巨大，行业从增量市场进入存量市场。消费者不再仅仅满足于代步功能，对产品的智能化、个性化及与生活方式的结合有了更高要求。其次是契合消费升级，满足多元化场景需求。LYVA 品牌推出的具备健康监测功能的智能电助力自行车，正是为了满足中高端消费者对品质生活和智能功能的新期待。最后是进行融合式创新，打造增长新动能。

表：绿源“一主多元”业务生态

布局维度	核心组成部分	关键内容
品牌与产品矩阵	绿源电动车 (第一曲线)	作为基本盘，主打大众市场（价格带2000-5000元），依托液冷电机、数字化电池等耐用技术，满足日常通勤需求
	高端品牌LYVA及出海战略 (第二曲线)	LYVA定位智能高端系列，瞄准中产消费市场，融合AI中置电机、健康监测等科技，打造智能轻出行生活方式。同时通过整合全球顶尖资源赋能出海战略，目前已成功与宝马集团构建合作范本
	融合创新生态 (第三曲线)	立足现有研发、制造、市场等核心优势，展开基于互联网、智能化、AI及新质生产力相关领域的合作，进行融合式创新，打造增长新动能。
技术基石	“三电”核心技术	以液冷电机、数字化电池、先进电控系统（如石墨烯固态控温）为核心，提供持久续航与安全保障
服务网络	“3公里服务圈”	依托全国约14,000家智慧门店，提供电池租赁、换电、销售及售后等即时服务，实现高效响应
战略纵深	全球化布局	产品远销80多个国家和地区，采取差异化策略：在东南亚等市场推广电摩，以智能设计切入欧美电助力自行车市场

资料来源：XX 证券研究所

自 2025 年 3 月发布战略以来，绿源已在多个方面取得实质性进展，展现了强大的执行力：在第一曲线方面，绿源持续优化产品结构，推出了“智能超续航”系列以及符合 2025 年 9 月实施的新国标（GB 17761-2024）的车型，并入选首批国家电动自行车认证委托企业，确保了基础业务的稳健与合规。

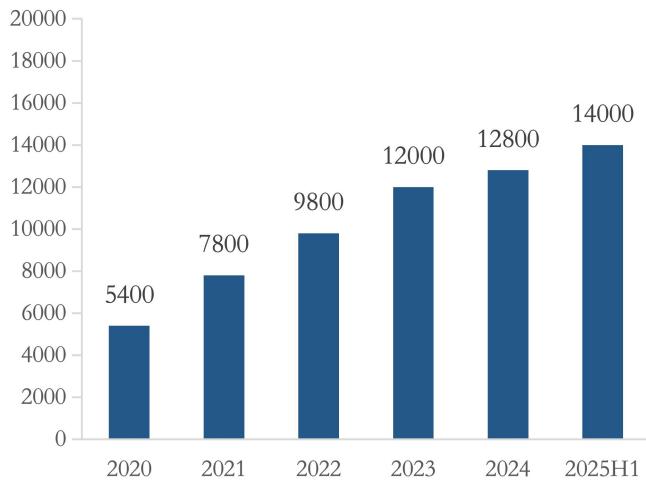
在第二曲线方面，“LYVA”共推出了德尔塔、贝塔和阿尔法三大系列车型，其在“硬件”与“软件”层面实现了双重飞跃。“硬件”方面，自主研发的高端中置电机成功打破了海外技术垄断，展现了绿源在核心技术上的自立自强；“软件”层面，则通过深度融合 AI 算法，实现了多场景下的智能化应用，为用户带来了骑行体验的革新。绿源海外战略取得显著进展，不仅“LYVA”品牌启动欧洲 E-bike 市场的准入认证流程，为产品合规进入市场铺平了道路，公司还成功与宝马集团合作，获得 Dynamic Cargo (智能载物三轮车) 与 Clever Commute (便携折叠滑板车) 的技术新概念授权，通过引入“德国标准”，赋能公司海外品牌建设。

绿源第三曲线包含源行者及机器人业务两大板块，“源行者”的生态模式已成功落地试点。例如，在杭州西湖景区构建的智能租还点网络，在“五一”期间实现了单日租赁量突破 200 人次的成绩，提供了“扫码骑行-智能导航-拍照打卡-异地还车”的一站式闭环体验，验证了服务模式的可行性。机器人业务也于 2025 年取得了突破性进展，一方面公司作为联合牵头单位，组建金华机器人产业联盟，整合区域资源，确立在地方机器人产业链中的核心地位。另一方面公司与有鹿机器人签约，成为其高精度行星减速关节模组战略供应商，首批订单 10 万套（计划 2026 年交付）。标志着绿源成功切入机器人核心零部件产业链，将电动车电机技术优势迁移至机器人关节驱动单元。

绿源的销售与服务网络已遍布全国，截至 2025 年 6 月 30 日，其线下零售门店规模突破 14,000 家，业务范围涵盖中国大陆 31 个省、自治区和直辖市的 336 个城市。在线上布局方面，绿源全面入驻国内主流电商渠道，并依托其广泛的线下服务网点，开创了“总部集中引流、门店属地承接”的新零售模式，实现了线上线下一体化的服务闭环。在巩固个人消费者市场的同时，绿源还积极拓展企业客户，目前已与哈啰、滴滴青桔、美团等主流共享出行平台建立深度合作，成为行业内少数能同时覆盖三大服务商的电动两轮车制造商。这种个人市场与机构业务并重的渠道策略，有效提升了绿源的市场渗透率与经营韧性。

图：绿源面向 C 端的终端零售门店数量

图：绿源线上及 B 端客户渠道



资料来源：公开资料整理，XX 证券研究所

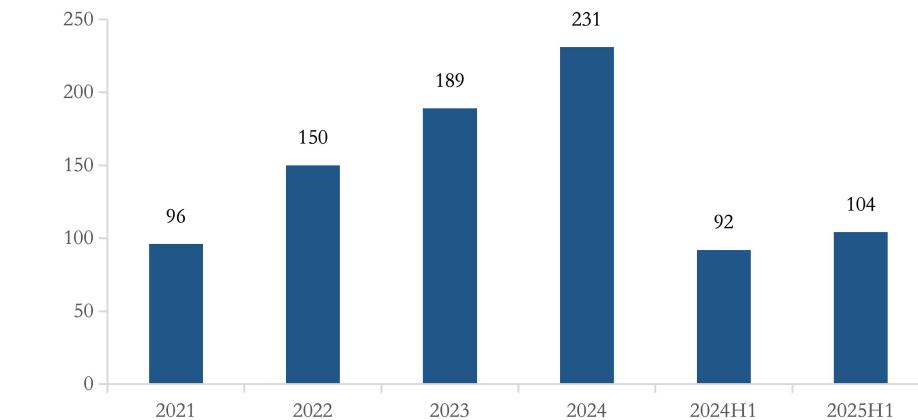


资料来源：公开资料整理，XX 证券研究所

1.2 技术创新构筑产品差异化

绿源坚持以技术创新驱动产品差异化，2024 年研发费用 2.31 亿元，同比增长 22.4%，截至 2025 上半年，绿源已拥有 912 项专利。通过持续的原创性技术攻关，绿源构建了一套以耐用性为根本，兼顾智能化与安全性的立体化技术护城河。绿源的技术优势并非单一技术的突出，而是一个相互关联、协同进化的有机体系。每一项重大技术创新，都源于对用户核心痛点的精准打击。

图：研发开支（百万元）



资料来源：XX 证券研究所

液冷电机系统是绿源的独创性技术王牌，液冷电机通过内部循环的绝缘冷却液，可将电机工作温度有效降低 38℃，使其运行效率稳定在 90% 以上，远超行业平均水平。液冷电机技术不仅解决了电机寿命这一行业长期难题，更是通过 10 年质保重新定义了电动两轮车的耐用标准，推动行业从“易耗品”向“耐用品”转型。其液冷电机技术曾成功挑战连续 625 小时、超过 5 万公里的吉尼斯世界纪录，验证了“一部车骑 10 年”的可靠性。

绿源的固态电气系统是其打造“耐用”产品核心竞争力的关键一环，它从根本上提升了电动两轮车电气部分的可靠性和安全性。通过一体化封装工艺对控制器、

转换器等核心部件内部充填绝缘导热介质，实现包裹式固定。绝缘导热介质在固定内部元件的同时，能向外高效传导热量。固态电气系统采用 IPX7-IPX8 级高标准防水技术，并具备绝缘、阻燃特性。固态电气系统的优点不仅在于基础防护，它还通过高度集成化的设计，减少了传统车辆上大量的线缆和接插件。这不仅降低了因插接件接触不良导致的故障，也减少了线路上的能量损耗，从而对提升整车的续航稳定性有积极贡献。

针对用户在电池使用中的核心痛点，绿源还开发了基于 BDCS 智能养护技术的数字电池系统。该系统通过智能算法实时监测并调节电池状态，有效解决了铅酸电池夏季高温易鼓包、冬季低温续航衰减的行业难题。其核心性能优势包括：可将冬季续航里程提升 30%，并将铅酸电池的质保周期革命性地延长至 3 年，极大提升了用户体验与产品可靠性。

图：绿源技术体系



资料来源：公开资料整理，XX 证券研究所

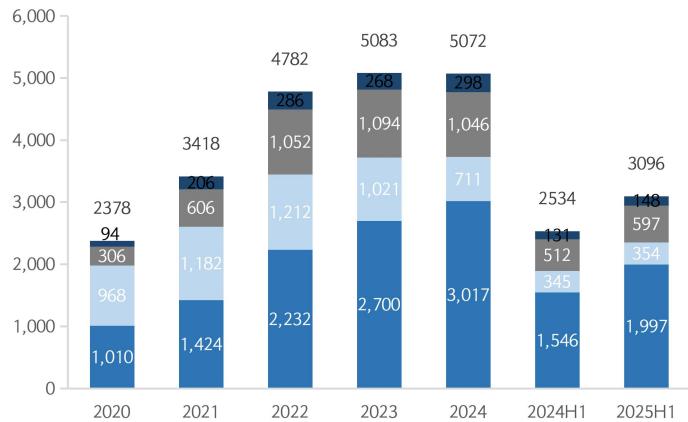
1.3 业绩强劲反弹，业务高质量发展

2025 年上半年，公司实现营业收入 30.96 亿元，同比增长 22.2%，主要受益于电动自行车销量提升及新车型放量；毛利率达到 13.6%，同比增长 1.6 个百分点；实现净利润 1.10 亿元，同比增长 66.9%。在电动两轮车行业回暖的行业背景下，绿源凭借“一主多元复合品牌架构”取得了业绩的快速增长。分业务来看，电动自行车收入 19.97 亿元，同比增长 29.2%，占总营收比重提升至 64.5%。电池业务收入 5.97 亿元，同比增长 16.5%，配件及其他业务保持稳定。

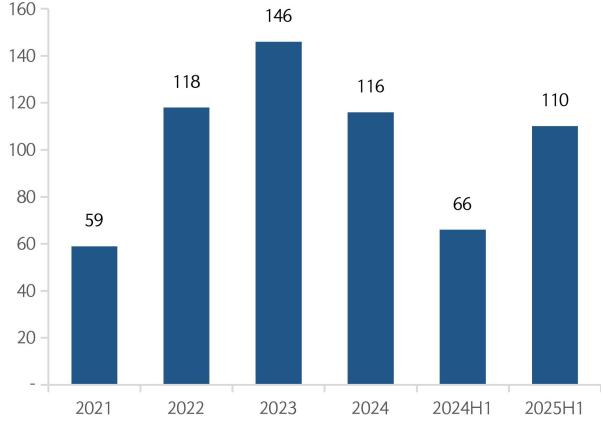
图：营业收入及分产品拆分（百万元）

图：归母净利润（百万元）

■ 电动自行车 ■ 电动踏板车 ■ 电池 ■ 其他



资料来源: Wind, XX 证券研究所



资料来源: Wind, XX 证券研究所

二、新国标重塑行业格局，高端化趋势明确

2.1 存量替换与结构升级双轮驱动

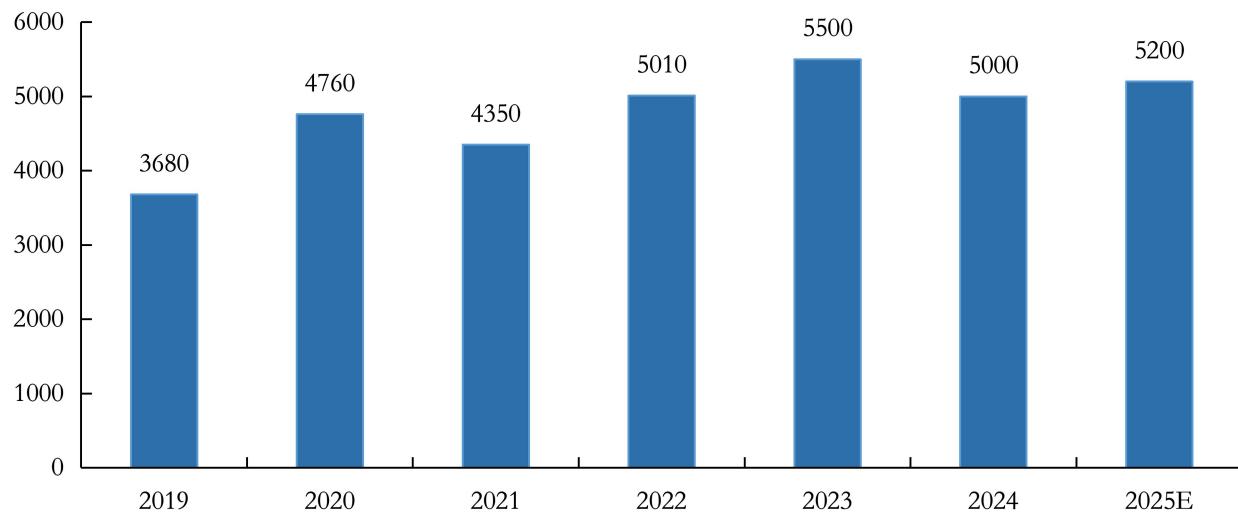
电动两轮车行业国内市场规模由庞大的存量基盘支撑。全国保有量已超4亿台，构成了稳固的自然替换需求基础。即便不考虑新增需求，仅存量替换就为行业提供了巨大的基础盘，支撑着国内市场长期约5000万辆的稳态年销量规模。行业已从增量扩张期步入存量博弈与结构升级并存的新阶段。

图：全国两轮电动车保有量及同比增长



资料来源：营商电动车，XX证券研究所

图：中国电动车销量（万辆）



资料来源：艾瑞咨询，XX证券研究所

“以旧换新”政策成为存量替换的核心催化剂，显著加速了超标车的出清进程。

根据商务部数据，2025年上半年全国电动自行车以旧换新累计完成847万辆，政策效果远超预期。新国标的严格执行与补贴政策的协同发力，不仅驱动了量的替换，更引导了质的升级，为市场注入了强劲动能。

消费升级是驱动行业价值增长的核心引擎，市场正经历从“量增”到“价升”的结构性转变。消费者对产品的智能化、长续航、安全性和设计感的需求日益增强，推动了产品均价和行业整体价值中枢的上移。

在国内市场进入成熟阶段的同时，海外市场展现出巨大的增量空间，成为行业长期增长的第二曲线。泰国、印度尼西亚、马来西亚、菲律宾、越南等东南亚国家，拥有超过6亿人口的庞大市场，呈现低渗透率、高市场潜力的特点。为鼓励电动两轮车发展，东南亚各国都推出了“油改电”的利好政策：菲律宾自2023年起，对电动摩托车及零部件进口实施零关税政策，最新关税减免令将延续至2028年；越南政府去年底宣布，到2030年，全国销售的两轮车至少1/4是由电力驱动的。据TechSci Research的数据，2024年东盟电动二轮车市场规模已达到10.778亿美元。市场预计将持续强劲增长，到2030年市场规模将达到22.32亿美元，预测期内（2025-2030年）的年均复合增长率达12.90%。

2.1 新国标加速出清，龙头强者恒强

2024年新国标（GB17761-2024）是继2018年后又一次深刻重塑行业的政策变革，其核心在于通过提升技术门槛强化产品安全与监管。新标明确了清晰的执行节奏：生产端于2025年8月31日停产旧标产品，渠道端于同年11月30日全面切换。

图：新旧国标电动自行车主要区别

	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：公开资料整理，XX 证券研究所

与旧版相比，新标的核心调整体现在：

强制智能化与监管：强制要求内置北斗定位及4G/5G加密通信模块，并禁止预留改装接口，实现车辆全生命周期追踪与防篡改。

提升生产门槛：要求企业必须具备自动化生产设备、全流程质检能力及完善的质量控制体系，旨在淘汰落后组装产能。

优化产品规范：将铅酸电池车型的整车质量限值提升至63kg，并对脚踏功能的要求进行优化，兼顾了安全性与实用性。

供给侧加速出清：新国标通过强制性的技术升级（如北斗模块）和生产准入要求，显著增加了中小企业的合规成本与技术压力，将引发行业供给侧的剧烈洗牌。市场预计，本轮新国标将直接出清70%-90%的中小尾部企业，从而释放出5.1%-6.6%的市场份额，为头部企业提供了明确的增量空间。这一趋势在历史数据中得到印证：本轮新国标的执行力度与技术壁垒更高，预计将进一强化马太效应，推动行业集中度迈向新高，龙头企业凭借其规模、技术和资本优势，将成为市场出清的最大受益者。

需求侧引导升级：在需求侧，政策组合拳正精准引导消费向高端化、智能化升级。首先，全国范围内推行的“以旧换新”政策成效显著，截至2025年6月30日，累计换新量已达847万辆，持续释放存量替换需求。其次，更具引导性的是地方政府推出的差异化补贴机制。例如，部分省份对符合标准的高能效、智能化车型提供高达售价30%-40%的补贴（如江苏最高1000元，浙江最高1200元），这极大地提升了中高端产品的价格竞争力。此举直接激励消费者选择技术更先进、安全性更高的产品，加速了消费升级进程，利好在智能化和高端产

品线布局完善的头部品牌。

三、高端品牌 LYVA 及海外开拓——第二增长曲线

3.1 整合全球顶尖资源，加速海外布局

2025年11月26日，绿源宣布获得宝马集团自主研发的 Dynamic Cargo（智能载物三轮车）与 Clever Commute（便携折叠滑板车）两项技术新概念授权。这种“技术生态协同”模式不同于传统的代工或并购，而是绿源以整合方身份主导的战略合作，绿源始终掌握产品定义权和品牌主权。

技术授权加速了绿源从单一交通工具向多元化场景解决方案的转型进程，精准切入城市物流、公共交通接驳等新兴市场。同时宝马集团旗下 Designworks 上海团队的设计赋能，将为公司注入国际化设计语言，提升品牌高端质感与全球辨识度，助力打破品牌溢价天花板。更为关键的是，与宝马的合作帮助公司建立“德国工程标准”的品牌形象，为切入欧洲等高端市场带来了战略契机。

绿源与宝马的合作模式，为中国制造业品牌的全球化升级提供了一个有价值的范本。它展示了一条不同于代工或并购的“第四种路径”：即以我为主，整合全球顶尖资源，最终将价值沉淀在自身品牌之上。

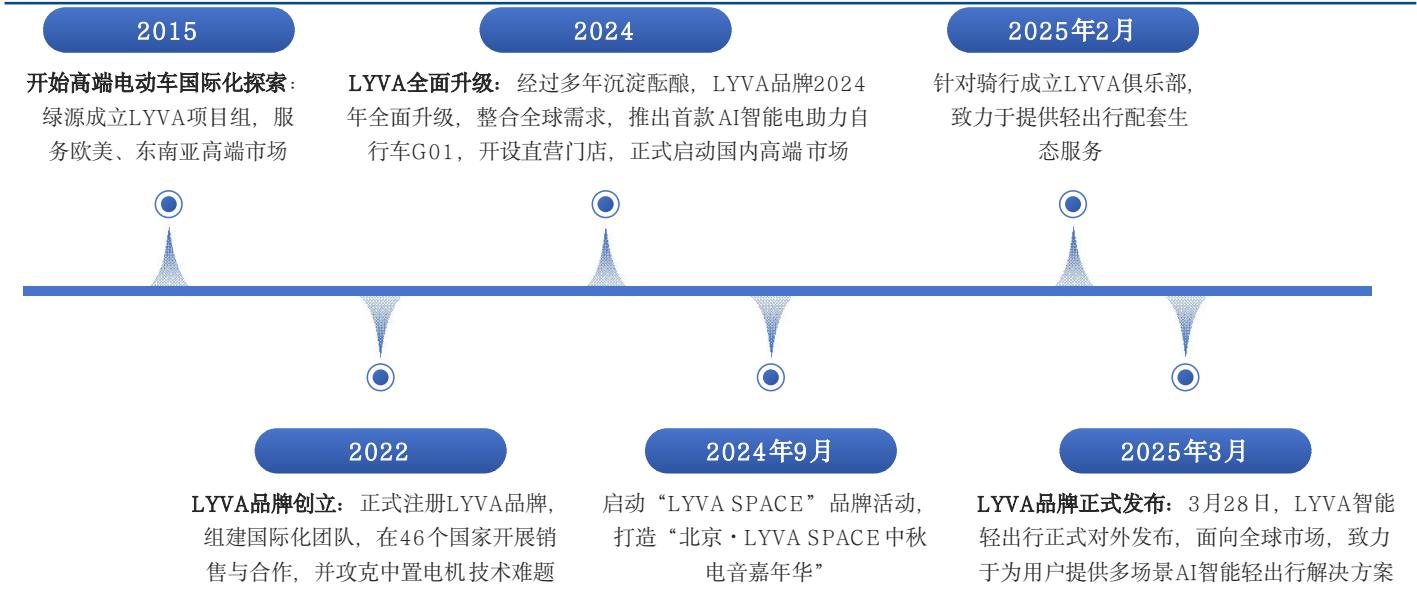
图：绿源与宝马集团签约合作



资料来源：公开资料整理，XX证券研究所

3.2 技术为核，高端破局

绿源旗下的 LYVA 品牌，是公司面向未来出行的一次重要战略转型。它不仅仅是一个新品牌，更像是绿源将其深厚技术积累与对市场新需求的理解相结合，所孵化出的一个“新物种”。LYVA 作为高端智能轻出行品牌，面向都市新中产用户群体，品牌定位由“交通工具”迈向“智能伙伴”和“生活方式”。

图：LYVA 品牌发展历程


资料来源：LYVA 官网，XX 证券研究所

LYVA 强调“不做高端，只做‘超预期价值’”。例如，旗舰车型 G01-Sport 采用了与专业自行车品牌联合研发的碳纤维车架，整车重量显著降低。品牌致力于在国内 1.5 万元的定价上，提供媲美欧美市场 3 万—4 万元产品的体验，打造极高的质价比。

图：Delta G01-Sport 智能电助力公路车

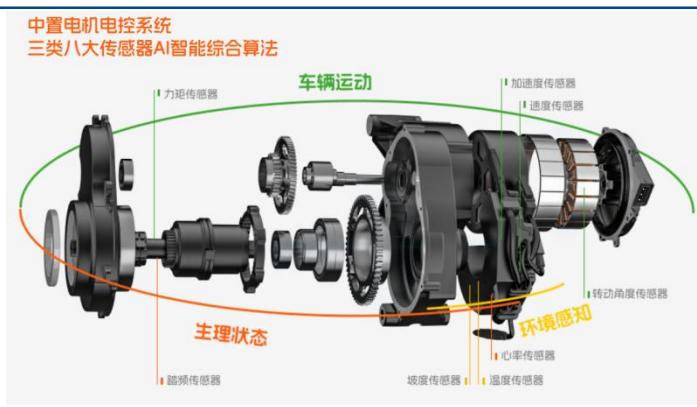

资料来源：公开资料整理，XX 证券研究所

LYVA 的核心优势建立在绿源近 30 年的技术积淀之上，并进行了关键性创新：

①感知系统，从单向指令到“人车共鸣”：LYVA 的起点是让车拥有“视觉”和“触觉”，这依赖于其自研的智能中置电机。它内置了速度、踏频、力矩、坡度等三类八种传感器，实时感知力矩、踏频、坡度等数据。②智慧决策，从通用设置到个性化定制：感知之后是关键决策。LYVA 的“骑行大脑”基于百万量级的骑行数据进行训练，使其不再是简单的程序，而是一个能学习和适应的 AI 伙伴。系统能基于运动科学的 FITT-VP 原则，对用户的骑行数据进行分析，量身

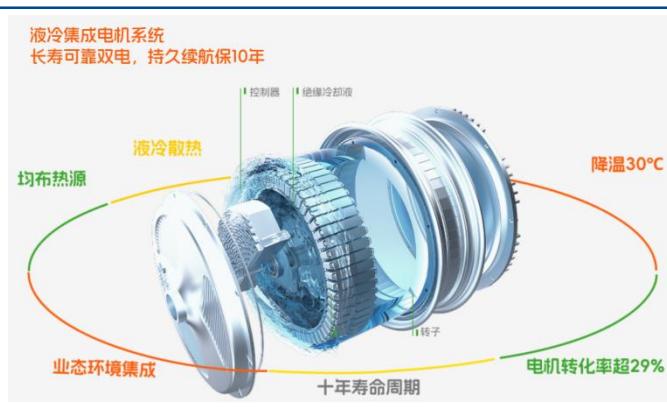
定制运动处方，帮助实现健康减重等具体目标。LYVA 还提供“无汗、微汗、热汗、暴汗”四档智能助力模式，这种基于场景的智能助力调节，使得一辆车能同时满足高效通勤和科学健身的复合需求。③生态与服务，从单一产品到全景体验：LYVA 通过构建生态，将价值延伸至骑行之外。通过 LYVA SPACE 俱乐部，品牌联动骑行赛事、音乐节、民宿等多样化场景，构建“产品+服务+社群”的生态闭环。此外，LYVA 与“学习强国”平台合作的“碳路者先锋行动”，通过碳积分激励体系，将个人骑行行为转化为可量化的环保贡献，为骑行注入了额外的社会价值和精神成就感。

图：LYVA 核心技术——中置电机电控系统



资料来源：LYVA 官网，XX 证券研究所

图：LYVA 核心技术——液冷集成电机系统



资料来源：LYVA 官网，XX 证券研究所

绿源推出 LYVA，是基于对市场的深刻洞察和自身的突破需求。传统两轮电动车市场日趋饱和，同质化竞争激烈。与此同时，消费升级催生了新的需求，都市中产人群不再仅仅满足于“从 A 点到 B 点”的代步功能，他们追求健康、科技感、社交属性和生活品质。绿源通过 LYVA 进军高附加值领域，能够优化产品结构，提升品牌形象，并开辟一条高于传统业务的“第二增长曲线”，从而突破增长天花板。

对绿源而言，LYVA 的成功将带来多重价值。一方面，高端产品意味着更高的毛利率，能直接改善公司盈利水平。另一方面，LYVA 是绿源从“硬件制造商”向“全场景轻出行方案引领者”战略转型的关键支点，通过探索高端出行生态，为集团开拓新的可能性。

3.3 全球 E-Bike 市场快速发展

E-Bike 是指电助力自行车，最初起源于日本，后在欧洲发展壮大。其结合了传统骑行和现代技术的优点，为人们提供了一种环保、成本效益高且方便的交通替代方式。无论是通勤、休闲还是健身，电动自行车都提供了多功能且愉快的骑行体验。近年来，全球电动自行车市场呈指数级增长。由于传统通勤方式因其对环境的影响和交通拥堵问题而受到审查，电动自行车已成为一种引人注目的替代交通方式。

根据价格区间，E-Bike 可以划分为通勤-休闲-专业骑行三种品类：

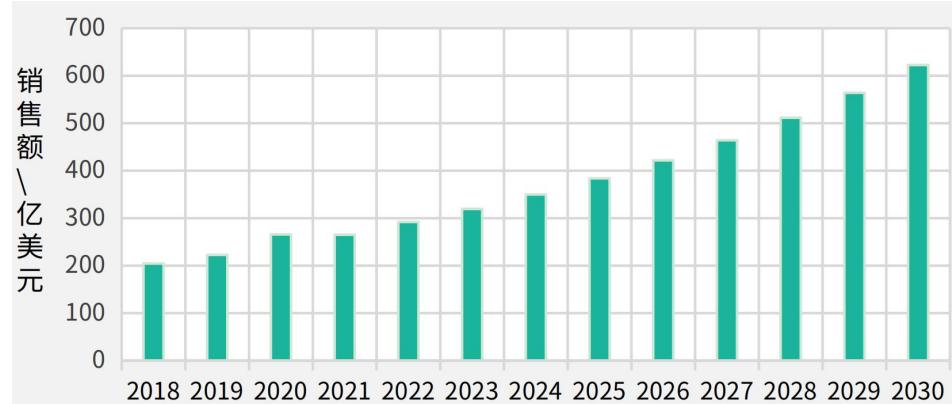
2000 美元以内：该价格段为 E-Bike 产品的主力价格区间，这属于一个低端市场，非常大众化，消费者主要用于通勤。

2000-3000 美元：该价格段主要为休闲产品，比如山地车，主要消费群体为户外爱好者，对产品的要求比通勤车要高一点。

3000-5000 美元：属于高端市场，该价位区间既包括休闲户外运动自行车，也包括专业的运动自行车。5000 美元以上：该价位对应的主要为专业骑行自行车，比如赛事自行车、越野自行车。

根据 Statista 的测算，2024 年 Ebike 的全球市场规模估计为 350 亿美元，现阶段，全球电动车销售量逐年递增，但市场并未达到饱和，预测 2024 年至 2030 年将继续保持增长趋势。预计到 2030 年将达到 622.5 亿美元。预测期内（2024-2030 年），该市场以略低于 10% 的复合年增长率攀升。

图：2018-2030 全球 E-BIKE 市场规模预测

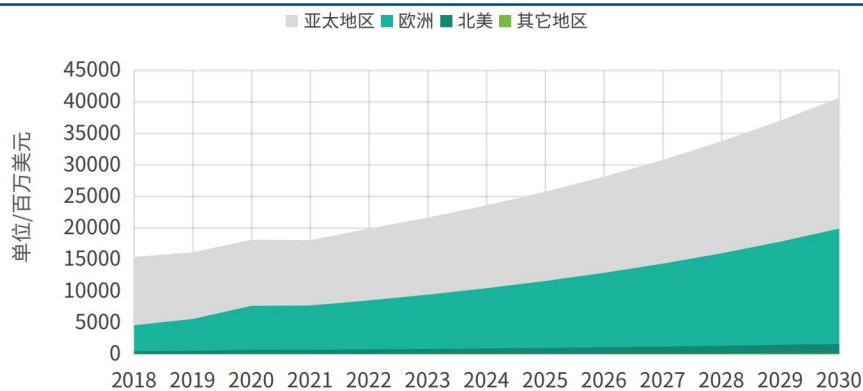


资料来源：Statista

在全球电动自行车市场中，亚太、北美、欧洲是电动自行车（E-Bike）车主要销售阵地，亚太地区占比约为 63%，其次是欧洲（31.4%）和北美（3.9%）。北美市场，人们对健康和环保意识的增强、城市交通拥堵的加剧以及自行车道网络的扩大都促进了推动了电动自行车市场的增长。尤其是美国和加拿大，虽然其起步比欧洲要小，但正处在快速增长的阶段。

图：2018 年至 2030 年全球电动自行车市场预测

图：全球市场格局



资料来源: Statista



资料来源: innovius research

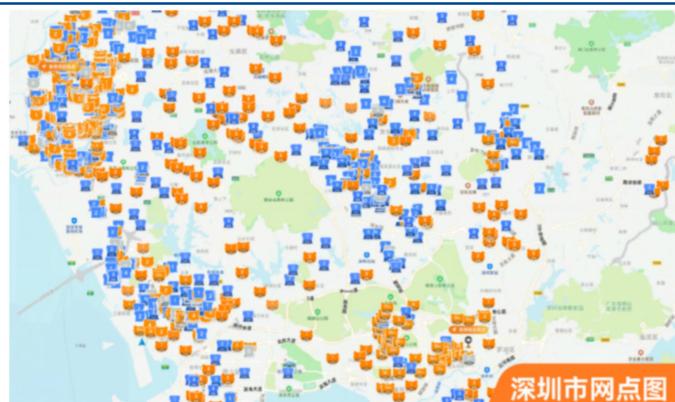
四、融合式创新生态——第三增长曲线

4.1 全场景轻出行生态引领者

2025年3月，在中国北方国际自行车电动车展览会上，绿源集团正式发布“全场景轻出行方案”新战略，并推出专注于出行生态与数据服务的“源行者”子品牌。这标志着公司从一家产品制造商向“硬件+软件+服务”一体化生态解决方案提供商的战略跃迁，旨在整合“租、售、换”等一系列服务，构建覆盖用户多元出行场景的生态闭环。其增长逻辑在于商业模式的根本性变革——从“一次性销售”转向“持续性服务收费”。通过一体化服务闭环，深度绑定用户全生命周期价值，创造新的高毛利收入来源，推动公司价值重估。

在租赁业务方面，绿源聚焦高校云集、就业人口密集或拥有丰富旅游资源的城市进行业务布局，以“源行者”品牌切入景区、校区等场景。在换电业务方面，绿源通过与嘟嘟换电合作，解决用户充电安全与续航焦虑。并使其业务延伸至车辆使用周期内高频的换电服务，这有助于提升用户粘性，并为开拓可持续的服务收入奠定基础。

图：嘟嘟换电深圳网点图



资料来源：嘟嘟换电官网，XX证券研究所

图：嘟嘟换电与绿源电动车协同布局



资料来源：嘟嘟换电官网，XX证券研究所

4.2 战略布局机器人领域

2025年7月17日，浙江工业大学金华创新联合研究院与绿源集团联合牵头成立金华开发区机器人产业联盟。作为一个非营利性产业协同组织，其首批成员集聚了8家科研机构和20家机器人产业链上下游核心企业，致力于推动形成“上游核心零部件—中游整机制造—下游系统集成”的完整产业链条，促进技术攻关、成果转化与产业集聚，打造具有区域竞争力的机器人产业集群。

11月18日，绿源集团与有鹿机器人在杭州签署战略合作协议，成为其“高精度行星减速关节模组”的战略供应商，首批订单10万套，计划于2026年交付。

未来双方还将围绕具身机器人核心零部件、整机制造及联合研发等关键环节开展深度合作，协同推进具身机器人技术研发、产业化布局和市场化落地。

图：绿源集团与有鹿机器人战略合作签约



资料来源：公开资料整理，XX 证券研究所

这次合作的核心基础在于技术上的同源性。绿源近三十年在电动两轮车“三电”系统（电机、电池、电控）方面的技术积累，特别是高性能电机的设计、制造工艺，与具身机器人关节驱动单元（关键同样是“电机+减速器”）的技术要求高度契合。这使得绿源能将其在小功率、低速、高稳定性电驱动技术上的优势，平滑地迁移至机器人核心关节模组的生产制造中。

通过与有鹿这样在“大模型+具身智能”领域拥有顶尖技术的公司合作，绿源不仅能够将自身制造能力转化为新增长点，还得以接触最前沿的人工智能技术和理念。这种融合有望反哺其主营业务，加速绿源电动两轮车在智能辅助驾驶、人机交互等方面升级。

五、盈利预测及投资建议

受益于“新国标”和“以旧换新”等短期政策因素的刺激，以及消费升级和出海等中长期因素的推动，中国电动两轮车产业或将持续景气。绿源有望凭借 LVYA 高端品牌、海外市场拓展及生态业务布局取得超出行业的业绩表现。我们预计 2025-2027 年，公司营收分别为 61.82 亿元/74.56 亿元/89.45 亿元，增速分别为 21.88%/20.61%/19.97%。归母净利润分别为 1.72 亿元/2.65 亿元/3.65 亿元，增速分别为 47.01%/54.07%/37.74%；PE 分别为 23.81/15.45/11.22。考虑到绿源正在布局的 LVYA 高端品牌、海外市场拓展及生态业务均有较大潜力，我们认为公司 2025 年合理 PE 应为 30 倍，目标价 14.21 港元（1 人民币≈1.095 港币），相较现价存在 16% 的上涨空间，首次覆盖给予“买入”评级。

表：盈利预测

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（亿元）	50.72	61.82	74.56	89.45
YoY	-0.22%	21.88%	20.61%	19.97%
归母净利润（亿元）	1.17	1.72	2.65	3.65
YoY	-19.81%	47.01%	54.07%	37.74%
EPS（元/股）	0.27	0.40	0.62	0.85
PE	25.62	23.81	15.45	11.22

资料来源：公开资料整理，XX 证券研究所

六、风险提示

市场竞争风险：国内电动两轮车行业总销量基本维持稳定，主要是存量市场下的结构性调整，如果市场竞争加剧，乃至产生价格战，或将影响公司发展。

高端业务及生态布局发展不及预期：LYVA 高端品牌及融合式创新生态业务，作为绿源第二/第三增长曲线，对公司未来发展具有重要意义，如果发展不及预期，则可能影响公司未来发展潜力。

政策风险：以旧换新及新国标政策，作为短期内影响中国电动车行业的核心政策因素，如果发生不利变化则可能对公司经营构成不利影响。..