



開盤證券
OPEN SECURITIES

绿源集团控股 (2451.HK)



中国电动两轮车龙头品牌，“一主多元”重塑增长逻辑

核心投资亮点

绿源是中国电动两轮车创始品牌之一。公司是中国电动两轮车行业发展的引领者和电动车国家标准制定的推动者。截至 2025 年中期，绿源在全国拥有 4 家智能工厂，电动两轮车年规划产能超 1,000 万辆（路演材料中规划产能 950 万辆）。终端零售门店数量超 14,000 家，覆盖中国 31 个省级行政区的 336 个城市。

政策驱动电动两轮车行业回暖。受“以旧换新”及“新国标”两大政策的驱动，2025 年中国电动两轮车行业强劲反弹。“新国标”或将重塑行业竞争格局，随着中小企业出清，行业有望摆脱价格战的泥沼，迎来高质量发展新周期。

绿源战略布局高端品牌 LYVA，紧抓千亿蓝海市场机遇。搭载绿源自主研发的中置电机及三类八大传感器系统的碳纤维智能电助力公路车 Delta G01-Sport 已成功推向市场，聚焦于对生活品质、科技体验和设计美学有更高追求的都市新中产及高净值人群。绿源已经为 LYVA 构建了线上线下融合、多触点、体验式的立体化销售网络，有望打造公司第二增长曲线。

从制造商战略升级为“全场景轻出行方案引领者”。绿源通过构建“租、售、换”一体化服务闭环，覆盖用户全生命周期。将业务从单一的硬件制造延伸至全场景的服务运营，极大地增强了用户粘性。并且公司还战略布局轮式机器人业务，有望于 2026 年投产机器人专用电机智能工厂。

我们认为，短期公司将受益于“新国标”及“以旧换新”等政策刺激，长期受 LYVA 高端品牌孵化、全场景轻出行生态布局及机器人业务发展的驱动。预计 2025-2027 年，公司营收分别为 64.57 亿元/73.02 亿元/87.21 亿元，增速分别为 27.31%/13.09%/19.43%；归母净利润分别为 1.92 亿元/2.72 亿元/4.17 亿元，增速分别为 65.52%/41.67%/53.31%；PE 分别为 19.58/13.82/9.01。考虑到绿源目前正处于高速增长时期，且未来业务潜力较大，我们认为 2025 年公司合理 PE 应为 27 倍，目标价 13.28 港元，相较现价存在约 32.53% 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、LYVA 发展不及预期、品牌风险

2025 年 9 月 23 日

最新收盘价：10.02 (HKD)

总市值：41.1 亿 (HKD)

市盈率：23.3

市净率：2.37

总股本：4.1 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	64.57	73.02	87.21
YoY	-0.22%	27.31%	13.09%	19.43%
归母净利润 (亿元)	1.16	1.92	2.72	4.17
YoY	-	65.52%	41.67%	53.31%
EPS (元/股)	0.27	0.45	0.64	0.98
PE	25.62	19.58	13.82	9.01

目录

一、中国电动两轮车龙头品牌	3
1.1 业务介绍：全场景轻出行方案引领者	3
1.2 财务分析：业绩增长强劲，经营拐点确立	6
二、触底反弹，行业东风已至	8
2.1 行业回暖与政策红利叠加	8
2.2 高质量发展新周期	9
2.3 高颜值设计成为品牌突围的核心竞争力	10
三、高端品牌 LYVA 打造公司第二增长曲线	11
3.1 全球电助力车市场前景广阔	11
3.2 绿源正式将 LYVA 升级为公司战略	12
3.3 建设立体化营销网络，有效推动商业化落地	13
四、布局生态，决胜未来	15
4.1 “租、售、换”一体化服务闭环，打造全场景轻出行方案	15
4.2 拓展机器人业务有望迅速落地	16
五、盈利预测及投资建议	17
六、风险提示	18

一、中国电动两轮车龙头品牌

中国电动两轮车创始品牌。绿源创始于 1997 年，是中国电动两轮车创始品牌之一，公司是中国电动两轮车行业发展的引领者和电动车国家标准制定的推动者。在近三十年发展历程中，绿源通过耐用性方面的技术创新，推动了电动两轮车由“消耗品”向“耐用品”的转变。截至 2025 年中期，绿源在全国拥有 4 家智能工厂，电动两轮车年规划产能达千万辆级别。终端零售门店数量超 14,000 家，覆盖中国 31 个省级行政区的 336 个城市。

图：公司发展历程



资料来源：公司官网，公开资料整理，XX 证券研究所

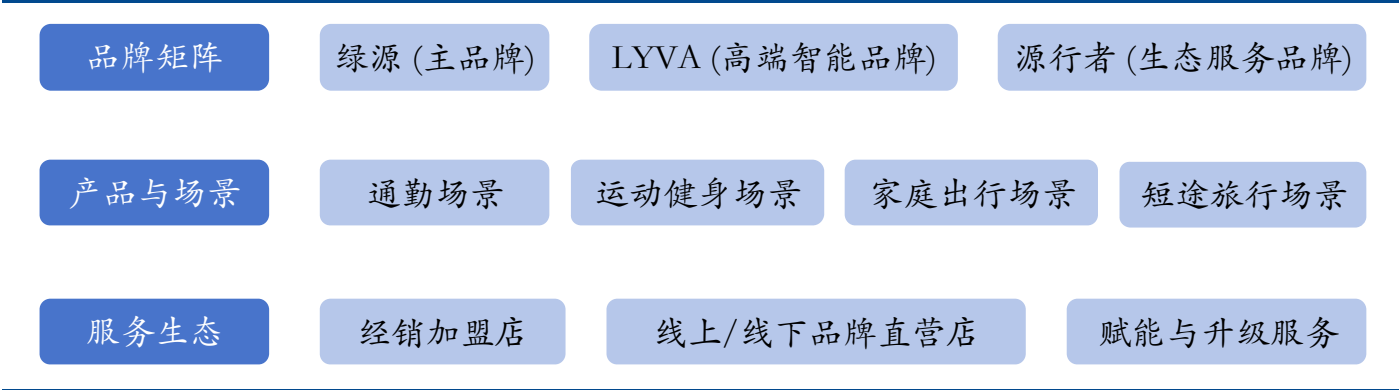
经验丰富的创始团队奠定企业“技术基因”。绿源集团创始人倪捷先生和胡继红女士均为工学硕士出身，并有大学任教经历，这使得“技术基因”深植企业骨髓。倪捷作为共同创始人及董事会主席拥有 28 年电动两轮车行业经验，37 年产品开发经验。共同创始人及 CEO 胡继红同样拥有 28 年电动两轮车从业经验，拥有国家技术发明奖等多项专利。绿源管理层的优势不仅在于个人的经验和能力，更在于其共同塑造的技术驱动、长期主义、传承与创新结合的企业文化和发展模式。这为绿源在激烈的市场竞争中提供了差异化的核心竞争力，并支撑其向“全场景轻出行方案引领者”的战略转型。

1.1 业务介绍：全场景轻出行方案引领者

全场景轻出行方案引领者。绿源已从传统的电动两轮车制造商，逐步战略升级为“全场景轻出行方案引领者”。围绕用户生活的各个场景，通过场景化产品矩阵和生态化服务体系的深度融合与协同作用，为用户提供全方位、多维度的出行体验。这一战略构想并非简单的产品线扩展，而是全方位提升市场竞争力的

关键举措。物联网、AI 算法、数字化电池、液冷电机等核心技术的快速成熟与规模化商用，正逐步将电动车从传统的“机械代步工具”转变为“智能移动终端”。消费者对产品智能化与使用便利性的关注度也在持续提升，“智能化功能”、“多场景适配性”与“服务生态完善度”正日益成为取得市场竞争力的关键。

图：绿源业务生态



资料来源：公开资料整理，XX 证券研究所

场景化产品矩阵。绿源围绕日常通勤、休闲娱乐、户外运动、家庭出游、短途旅行等出行场景，打造场景化的产品矩阵。在日常出行场景，绿源推出了搭载液冷电机、数字化电池的“新一代液冷电动车”。不仅一次充电续航能够突破百公里，而且在冬季也能保持稳定的续航表现，完美解决了城市短途出行的续航焦虑问题。在运动场景，绿源开发了更加适合户外健康出行的 LYVA 品牌，让用户在享受户外健康运动的同时，也能感受到绿源产品科技感。在家庭场景，绿源则推出了超大空间和超强续航的 MODA 系列，无论是接送孩子上学、还是家庭周末出游，都能轻松应对，满足了现代家庭对高品质出行的追求。

多元化品牌矩阵。在品牌矩阵方面，通过“绿源”主品牌，覆盖大众市场，聚焦 2000-5000 元价位，主打耐用、性价比；通过“LYVA”高端智能品牌，进军中高端市场，覆盖万元级别客户群体，LYVA 为产品融入健康管理与智能科技，倡导健康生活。通过“源行者”生态服务品牌，为用户提供“租、换、售”一体化服务，通过智能芯升级非智能车，并依托绿源全国超 14,000 家终端智慧门店，构建“3 公里服务圈”，打造完善的服务生态。

基石业务经营稳健。绿源电动车作为公司业务的主体，在中长期内仍将是公司的业绩的“基本盘”和现金流的“压舱石”。凭借液冷电机、固态电气系统、数字化电池养护系统等核心技术，绿源在耐用性、智能化和长续航等领域构建了强劲的市场竞争力。2022 年 9 月，绿源 S30 智速版电动车在全网超百万粉丝见证下，连续运转 624 小时 37 分 55 秒，成功挑战“骑 10 年零损耗”吉尼斯世界纪录™。2024 年 1 月，绿源 S90 直面零下 20℃极寒，在长白山完成行业首个整车全性能冬季极寒测试，最终续航达 121.3 公里。次年，搭载行业首发数字化

电池技术的绿源产品再度征服零下 20℃极寒，创下 123.3 公里续航成绩。2025 年 9 月 15 日，一场历时百天、覆盖百城、行驶超百万公里的绿源电动车“智能超续航百万公里性能大挑战”在成都圆满收官（相当于绕地球赤道 25 圈）。通过在实际使用场景中的表现，“一部车骑 10 年”的品牌形象深入人心。

绿源掌握行业领先的核心技术。绿源液冷电机是行业内唯一注入绝缘冷却液的电机，荣获 8 项国家专利技术，电机工作效率超 92%。市场上普通电机质保期仅 1-2 年，而绿源液冷电机则提供十年的超长质保。而公司另一项核心技术，绿源数字化电池养护系统通过对电池温度的监控和调节，能够解决冬季铅酸电池活性下降、电池容量降低和续航里程减短的问题，该系统还具备电池充电安全以及健康的监测功能。

图：公司核心技术优势

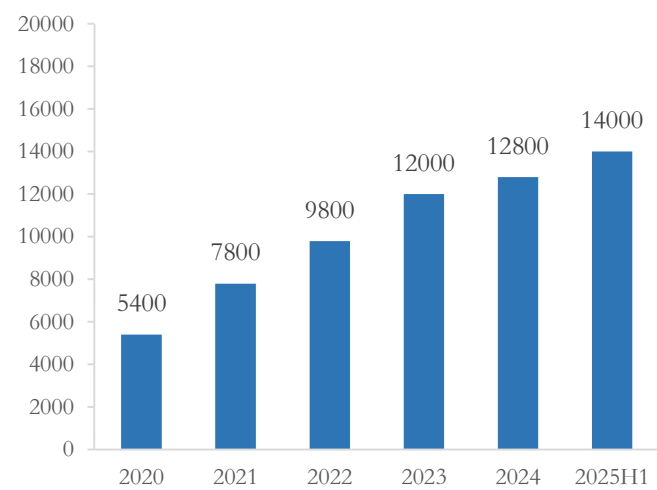


资料来源：公开资料整理，XX 证券研究所

门店数量稳步扩张，销售渠道多维发力。截至 2025 年 6 月 30 日，绿源终端零售门店数量已超过 14,000 家，覆盖中国 31 个省级行政区的 336 个城市。绿源线上渠道覆盖中国主流电商平台，并且依托线下庞大的服务网点，创新性推出“总部带货+门店接单”的新零售模式，线上线下无缝衔接的服务体验。这不仅为消费者提供了便捷可靠的购车新选择，也为品牌在数字化竞争中赢得了优势。绿源不仅建立了扎实稳固的 C 端销售渠道，还紧抓共享出行和即时配送市场机遇，成为电动两轮车行业唯一与哈啰、滴滴青桔、美团三大共享出行服务商均建立紧密合作的制造商。B 端及 C 端市场相结合的渠道战略，显著增强了绿源

业务发展潜力及业绩稳定性。

图：绿源终端零售门店数量



资料来源：公开资料整理，XX 证券研究所

图：绿源线上及企业客户渠道

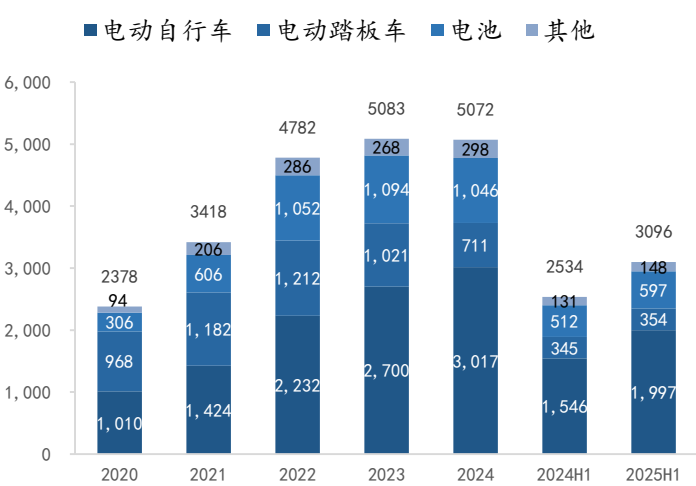


资料来源：公开资料整理，XX 证券研究所

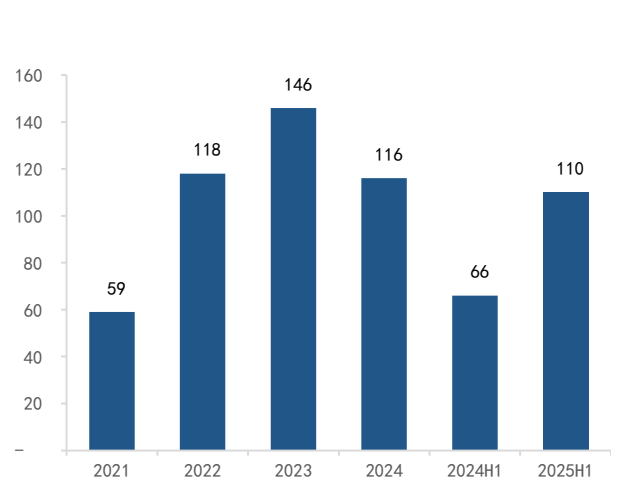
1.2 财务分析：业绩增长强劲，经营拐点确立

2024 年，在行业整体承压的背景下，公司营收保持稳定，但净利润因股份支付费用及研发投入增加而有所下滑。进入 2025 年公司业绩实现 V 型反转，经营拐点已然确立。2025 年上半年，公司实现营收人民币 30.96 亿元，同比增长 22.2%；归母净利润高达 1.10 亿元，同比大幅增长 66.9%。尤为关键的是，毛利率同比提升 1.6 个百分点至 13.6%，净利率则提升 1.0 个百分点至 3.6%，盈利能力显著增强。反映出公司在产品结构优化、成本控制及运营效率提升方面取得了显著成效。这一表现与 2024 年行业低谷期营收持平、利润下滑的状况形成鲜明对比，充分证明公司已成功摆脱行业下行周期影响，凭借其产品结构优化和运营效率提升，进入了高质量的快速增长通道。

图：营业收入及分产品拆分（百万元）



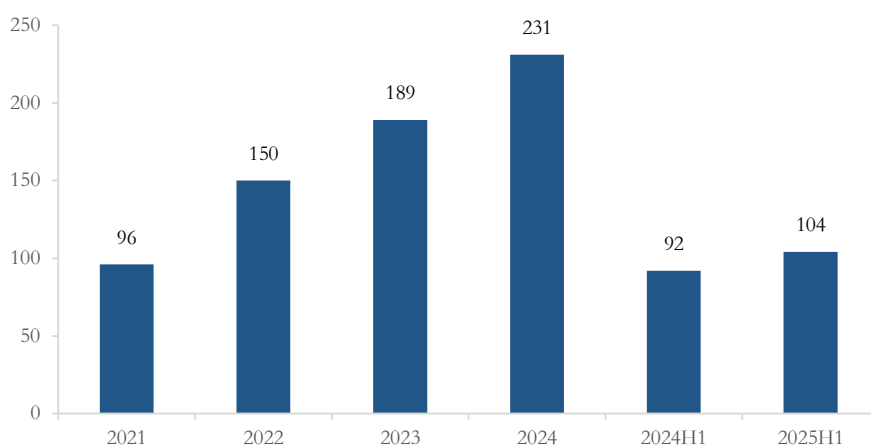
图：归母净利润（百万元）



电动自行车业务是公司业绩增长的核心引擎。2025 年上半年，该业务板块实现收入人民币 19.97 亿元，同比增长 29.2%，占总营收比重提升至 64.5%。这充分表明公司在主流消费市场的产品策略和渠道布局取得了巨大成功。同时，电池业务也贡献了 16.5% 的稳健增长，进一步巩固了公司的收入基本盘。

业绩增长的背后是公司对技术创新的坚定投入。2020-2024 年，绿源研发费用复合增长率高达 28.8%。2025 年上半年，公司研发开支达人民币 1.04 亿元，同比增长 13.3%。截至 2025 年上半年，绿源已拥有 912 项专利，构建了完整的自主知识产权体系，为产品创新提供了坚实基础。持续的研发投入不仅巩固了公司在液冷电机、数字化电池等核心技术领域的领先优势，也为推出更具竞争力的高端产品、优化产品结构和提升毛利率提供了有力保障，形成了“技术投入-产品升级-业绩增长”的良性循环。

图：研发开支（百万元）



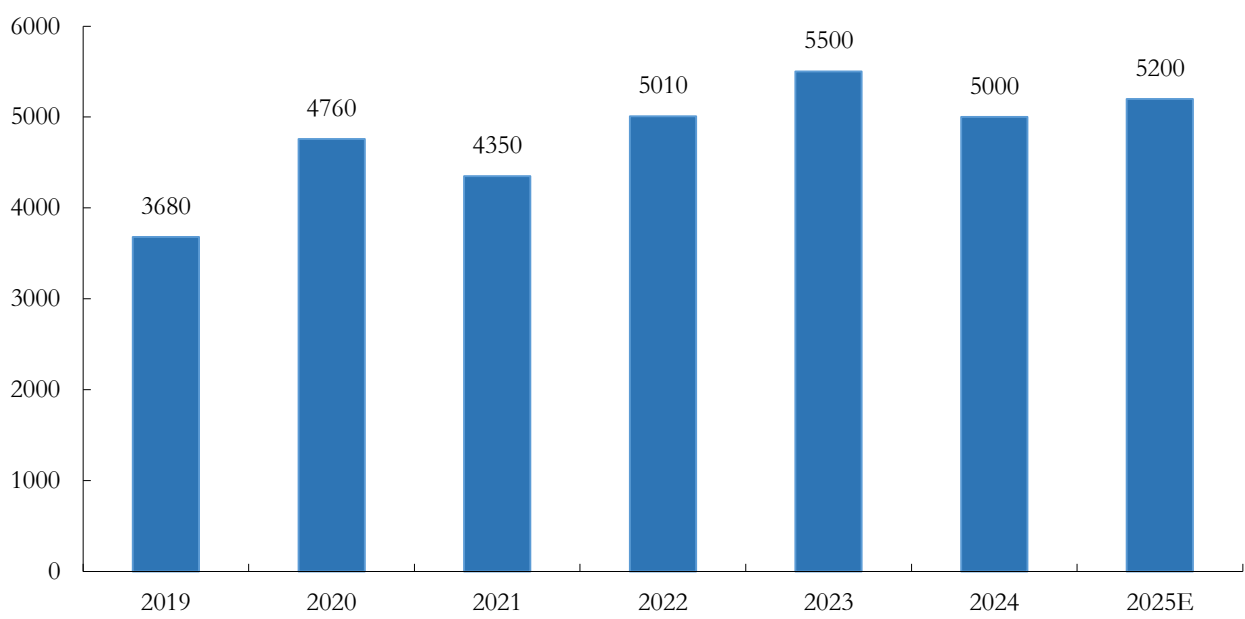
资料来源：iFind，XX 证券研究所

二、触底反弹，行业东风已至

2.1 行业回暖与政策红利叠加

中国电动两轮车行业在经历 2024 年的深度调整后，于 2025 年上半年迎来明确的复苏拐点，行业景气度显著回升。从存量规模看，截至 2024 年，中国电动两轮车保有量已高达 4.25 亿辆，人均保有密度为每 3 人 1 辆，标志着行业已进入以存量替换为主的成熟阶段。然而，存量市场并非零增长，其内部蕴含着巨大的结构性升级潜力。在低基数效应、渠道补库存以及政策刺激的多重利好下，行业出货量增速强劲反弹。

图：2019A-2025E 中国电动车销量（万辆）



资料来源：艾瑞咨询，XX 证券研究所

2025 年，“以旧换新”及“新国标”两大核心政策成为驱动行业变革与增长的强劲引擎，共同加速了产业洗牌和市场份额向头部集中的进程：

“以旧换新”激活存量市场：大规模设备更新和消费品以旧换新政策的落地，极大地激活了庞大的存量替换需求。商务部数据显示，2025 年 1-2 月，全国以旧换新置换量已达 101.9 万辆，其中 2 月单月置换量高达 86.3 万辆，已超越 2024 年任何单月峰值水平。在浙江（最高补贴 1200 元）、陕西、青海（补贴 300-600 元）等多地补贴政策的激励下，超过 4 万家门店积极参与，有效撬动了消费者的换购意愿，为 2025 年行业增长提供了坚实的需求基础。

“新国标”重塑竞争格局：于 2025 年 9 月 1 日正式实施的新版《电动自行车安全技术规范》（GB 17761—2024），对行业进行了釜底抽薪式的供给侧改革。

新标准在防火阻燃、智能安全（强制配备北斗定位）、刹车性能等方面提出了远高于旧国标的要求，并对生产企业设置了严格的准入资质。这大幅抬高了行业的技术与资金壁垒（例如，100万台产能的投资额约需6.7亿元），导致大量缺乏核心技术和规模优势的中小企业面临出清，市场份额加速向具备研发实力、供应链优势和品牌效应的头部企业集中。

图：新国标政策对电动车提出了更高的质量要求

	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

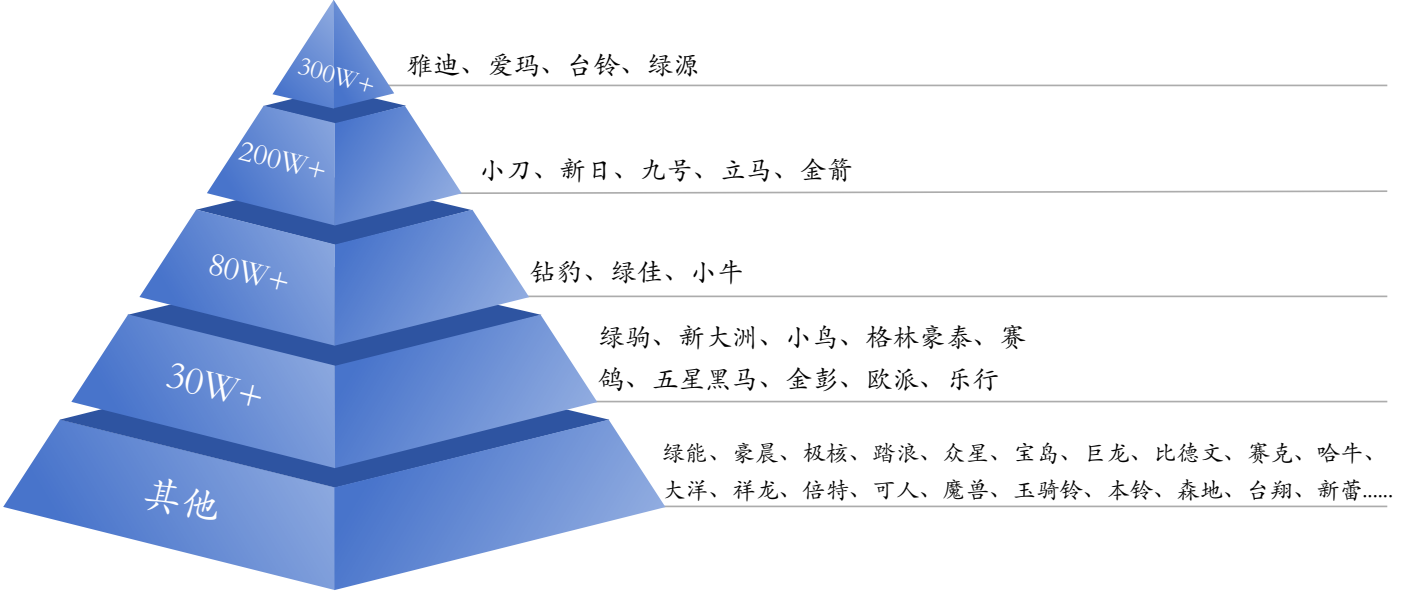
资料来源：公开资料整理，XX 证券研究所

2.2 高质量发展新周期

根据电动车观察网的统计，2024 年度电动两轮车行业累计活跃品牌数量为 365 家，其中前十名品牌销量占比为 85.6%。雅迪、爱玛、台铃、绿源等行业巨头市场地位稳固，电动两轮车行业已从存量博弈转向高质量发展的新周期。

随着缺乏核心技术、品牌特色和规模优势的中小企业出清，行业有望摆脱价格战的泥沼，消费结构升级可期。智能化或将成为未来电动两轮车行业的技术高地，智能化功能已成为除了耐用性和续航之外，用户购车的第三大考量因素。未来竞争将是操作系统、生态互联、用户体验的竞争，而不仅是硬件堆砌。以绿源为例，除了多种解锁方式、APP 远程控车和 PCDS 骑行管家自定义模式之外，公司创新性的将智能化与耐用性相结合，通过智能系统延长硬件寿命（如数字化电池养护系统延长电池寿命并保障续航能力）。此外电动两轮车行业或将迎来商业模式变革，头部企业正尝试从一次性“卖车”转向提供“硬件+软件+服务”的持续运营模式，通过智能功能和服务增值提升用户粘性和利润。

图：2024 年度电动车品牌阵营（以销量统计）

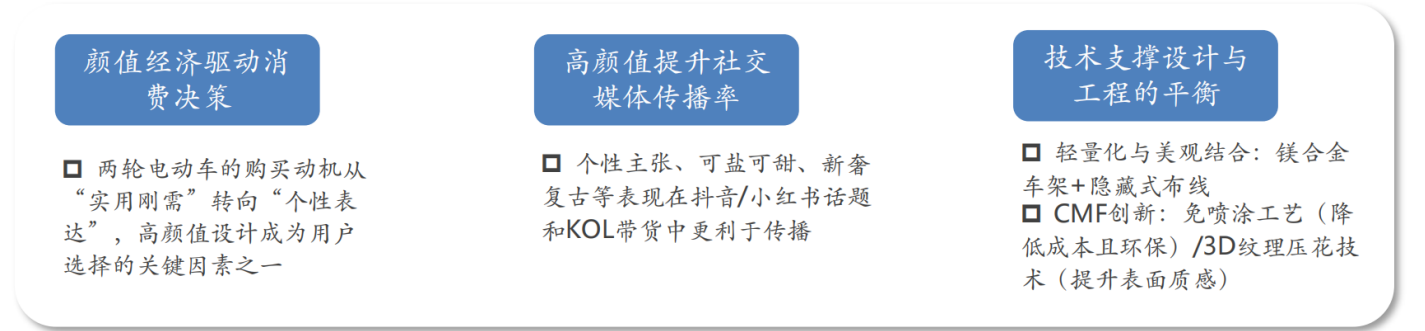


资料来源：电动车观察网，XX 证券研究所

2.3 高颜值设计成为品牌突围的核心竞争力

在电动两轮车同质化严重的市场中，高颜值设计已成为产品差异化、品牌高端化、用户年轻化的核心抓手。未来，品牌需建立“设计研发—用户洞察—供应链响应”的一体化能力，方能在“设计驱动”的时代赢得持续增长。那些仅堆砌参数而忽视美学的产品，终将被消费者淘汰出局。以绿源为例，李凤朗先生现任绿源集团副总裁，分管集团产品创新战略及视觉传播体系的设计，体现公司对设计与美学投入的重视。李凤朗是全球知名的工业设计师，曾任联想集团全球消费产品设计总监，代表作是2008年奥运会火炬。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。

图：电动两轮车高颜值优势



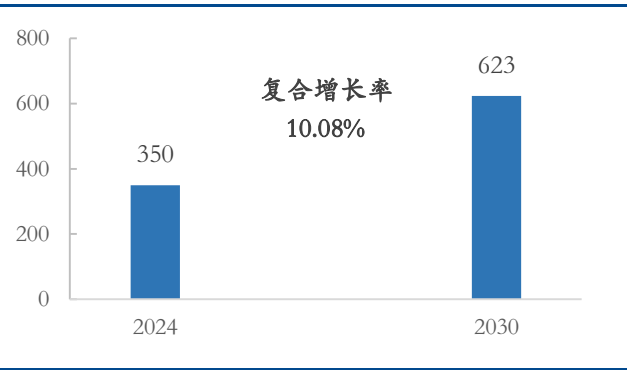
资料来源：艾瑞咨询，XX 证券研究所

三、高端品牌 LYVA 打造公司第二增长曲线

3.1 全球电助力车市场前景广阔

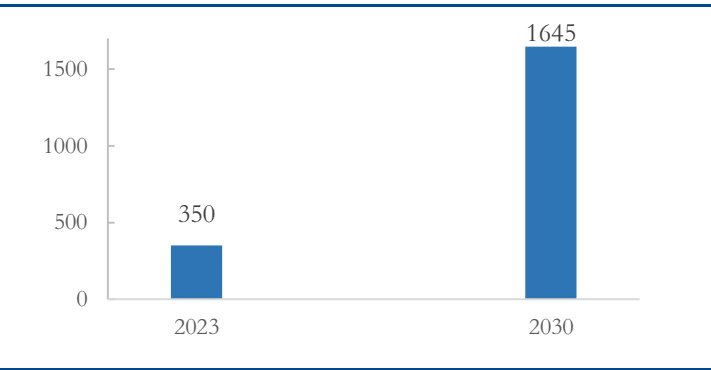
千亿蓝海市场，方兴未艾。全球电助力车（E-bike）市场正处于长期高增长与短期强劲复苏叠加的黄金发展期，展现出千亿级的蓝海市场机遇。根据 Statista 数据，2024 年全球 E-bike 市场规模已达约 350 亿美元，并预计在 2030 年增长至 623 亿美元，期间复合年增长率（CAGR）高达 10.08%。欧美日等高价值核心市场增长势头更为迅猛，市场规模预计将从 2024 年的约 200 亿美元增至 2030 年的 406 亿美元，CAGR 达到 12.54%。从销量维度看，全球 E-bike 销量预计将从 2023 年的 780 万辆翻倍增长至 2030 年的近 1645 万辆，市场渗透率的持续提升将为行业带来巨大的增量空间。

图：全球电助力车市场规模（亿美元）



资料来源：Statista，XX 证券研究所

图：全球电助力车销量增长趋势



资料来源：Statista，XX 证券研究所

全球 E-bike 市场增长呈现显著的区域分化特征，欧洲与美国市场是未来增长的核心引擎。作为全球最大且最成熟的市场，欧洲 2024 年市场规模约为 148.6 亿美元，预计到 2030 年将增长至 298.7 亿美元，CAGR 达 12.34%。市场渗透率有望从 2023 年的 44% 提升至 2030 年的 67%。更重要的是，市场短期复苏信号明确：截至 2025 年 7 月，欧洲零售商库存评估值已降至 13.7% 的健康水平，叠加欧盟零售销售指数转正及降息预期带来的消费刺激，市场需求已进入明确的回暖通道。美国是全球最具增长潜力的市场之一，其市场规模预计将从 2022 年的 19.8 亿美元高速增长至 2030 年的 63.1 亿美元，CAGR 高达 15.6%。尽管当前渗透率不足 10%，但乐观预期下，2030 年渗透率有望接近 50%，为新进入者提供了巨大的市场窗口。

中国电助力车市场正处于快速成长和变革的时期，它凭借绿色环保、骑行体验好和使用场景灵活等特点，吸引了越来越多追求品质生活和健康出行方式的消费者。根据中国社科院《当代中国社会阶层研究报告》的统计分析，中国的基础中产和新中产群体约为 5 亿人，这部分人群的短途代步及轻运动需求将会是一个庞大的蓝海市场。目前该领域尚未形成明确的龙头玩家，甚至部分国产整

车厂商供应链仍停留在“车架+电池+电机”的简单组合阶段，尚且不能实现中置电机等核心零部件的自主研发能力。

3.2 绿源正式将 LYVA 升级为公司战略

LYVA 已经历近十年的酝酿，有望成长为公司第二增长曲线。绿源自 2015 年开始探索高端电动车的国际化，并成立 LYVA 项目组服务欧美、东南亚高端市场。2022 年正式注册 LYVA 品牌，组件国际化团队。经过多年的研究和筹备，绿源于 2024 年正式将 LYVA 品牌升级为公司战略，并推出了首款旗舰产品 Delta G01-Sport 碳纤维智能电助力公路车，是 LYVA 品牌技术与美学融合的集中体现，为行业树立了新的标杆。

图：Delta G01-Sport 碳纤维智能电助力公路车



资料来源：LYVA 官网，XX 证券研究所

设计美学与轻量化：该车型由国际奥运设计团队操刀，采用 T800 级碳纤维车身与全内走线工艺，整车线条流畅，极具现代感与运动气息。独创的“车语灯”系统不仅提升了安全性，更赋予产品独特的视觉识别度，彰显了其高端定位。

自研核心技术：LYVA 的核心竞争力源于绿源集团深厚的技术积淀。Delta G01-Sport 搭载了自主研发的中置电机，配合先进的能量管理系统，可实现百公里级别的超长续航。其独有的液冷电机系统，相比普通电机可将工作温度降低约 38℃，确保电机效率高达 92%，在长时间高负荷运行下依然能保持巅峰性能。此外，数字化电池系统有效解决了锂电池在冬季低温环境下续航衰减的行业痛点，保障了全天候的可靠表现。

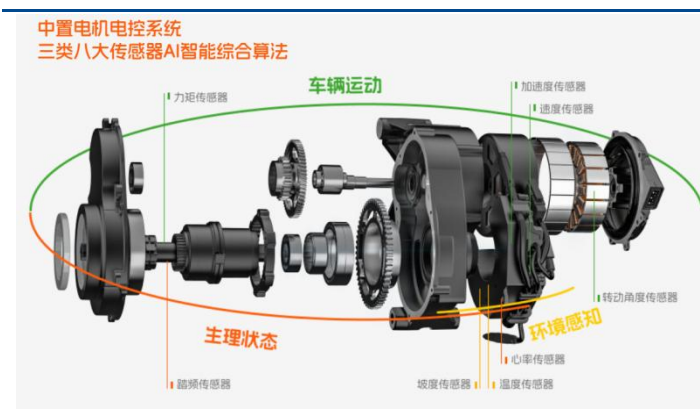
智能骑行大脑：LYVA 品牌颠覆传统 E-bike 体验的关键，在于其独创的“骑行

大脑”AI 系统。该系统通过内置的多维传感器与强大的 AI 算法，将车辆从单一的工具升维为智能化的健康管理及社交平台，创造出极高的附加值。

智能化服务创新：系统能够实时监测用户的骑行姿态、踏频、心率等生理数据，并结合路况信息进行智能分析。基于此，系统可为用户生成个性化的“运动处方”，提供科学的骑行强度建议与训练计划。同时，它还具备“健康预警”功能，在监测到心率异常等潜在风险时及时提醒用户，将主动安全提升至新的维度。

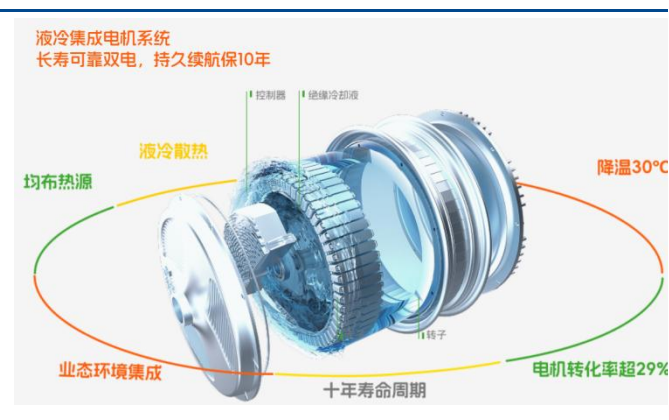
重塑用户体验：通过 AI 智能感应交互，“骑行大脑”实现了人、车、环境的无缝连接，为用户提供智能导航、社交分享、骑行数据分析等丰富功能。这种从“功能满足”到“体验创造”的转变，极大地增强了用户粘性，构建了以数据和服务为核心的护城河，是 LYVA 区别于传统硬件厂商的核心差异化优势。

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

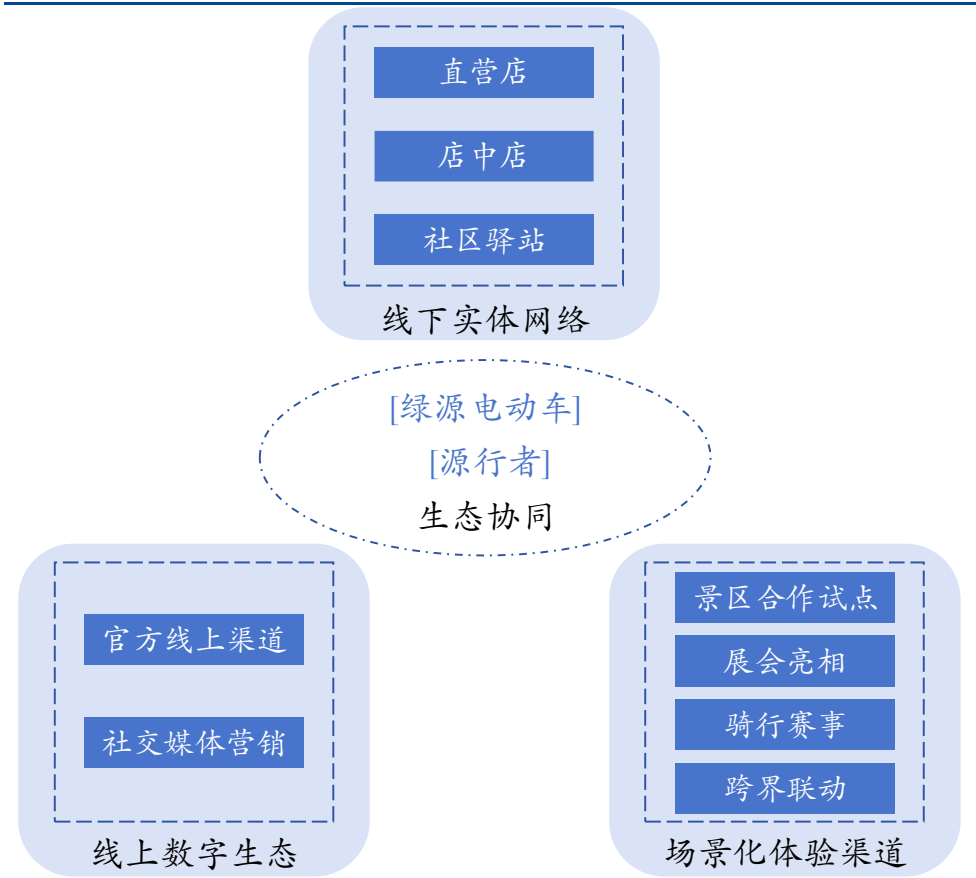
作为绿源打造的第二增长曲线，LYVA 品牌的战略定位极为清晰：精准切入高端电助力车（E-bike）市场，聚焦于对生活品质、科技体验和设计美学有更高追求的都市新中产及高净值人群。此举标志着绿源从传统电动两轮车制造商向高端化、智能化出行方案提供商的战略升级。LYVA 的商业模式核心在于“硬件+软件+服务”的深度整合，它不仅提供高性能的电助力车硬件，更通过智能化的软件系统和覆盖全生命周期的配套服务，创造出完整的用户生态体验，旨在填补国内 5 亿中高收入人群在高端智能轻出行领域的需求缺口。LYVA 品牌旗下产品定价约为 5,000-20,000，产品定价和盈利能力显著高于绿源电动车业务。通过构建“一主多元复合品牌架构”，LYVA 与绿源主品牌形成高低搭配，在巩固基本盘的同时，有效向上拓展品牌价值与市场空间，实现对不同消费层级的全面覆盖。

3.3 建设立体化营销网络，有效推动商业化落地

在销售渠道方面，LYVA 没有单纯依靠传统电动两轮车的经销模式，而是构建

了一个线上线下融合、多触点、体验式的立体化销售网络。线下通过直营旗舰店提升品牌形象，，提供沉浸式体验。并依托绿源超万家门店打造“店中店”模式，快速覆盖市场，降低初期渠道成本。在线上公司依托社交媒体等方式营销，与学习强国平台发起“破路者先锋行动”，有效扩大品牌声量，实现线上引流。并且还通过展会、骑行赛事、跨界联动以及景区合作试点等多种创新营销方式，触达目标圈层用户，塑造品牌专业与高端形象，开拓新兴市场。LYVA的销售渠道已经构建了一个以用户体验为核心、线上线下紧密融合、多场景渗透的立体化网络。其优势在于能复用集团资源、强调体验营销、实现生态协同并进行精准圈层触达。

图：LYVA 立体化营销网络



资料来源：LYVA 官网，XX 证券研究所

四、布局生态，决胜未来

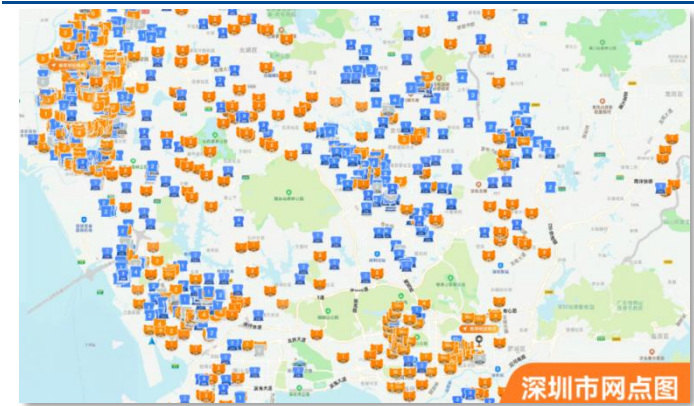
4.1 “租、售、换”一体化服务闭环，打造全场景轻出行方案

绿源集团控股正打破电动两轮车行业传统的“一次性销售”模式，前瞻性地构建了覆盖用户全生命周期的“租、售、换”一体化服务闭环。此举是公司“全场景轻出行方案引领者”战略定位的核心体现，构成了其三大增长曲线中的第三极——智慧出行生态。该模式的战略意义在于，通过将业务从单一的硬件制造延伸至高频的服务运营，极大地增强了用户粘性。它不再仅仅是卖出一辆车，而是通过租赁及换电等持续的服务触点，将用户深度绑定在绿源的生态系统内，从而创造了超越产品本身的长期价值，构筑了难以复制的商业护城河。

租赁服务作为“租售换”模式的重要一环，已展现出极高的商业可行性与盈利能力。以绿源旗下独立服务品牌“源行者”在景区市场的布局为例，其商业模式清晰且回报可观。以景区租车为例，如果在单个景区投入 20 辆 LYVA 高端电助力车用于租赁，仅需 118 天即可收回全部投资成本，预计年化净利润可达 4.68 万元，全国符合投放条件的景区有超过 1 万家。这一模式通过提供“扫码骑行、智能导航、异地还车”的无缝体验，精准切入了旅游场景下的短途出行需求。租赁业务不仅为绿源开辟了全新的高毛利收入来源，更作为品牌体验的窗口，有效提升了 LYVA 高端系列的市场认知度，实现了“服务即营销”的战略目标。

为解决用户的核心痛点——续航焦虑，并切入潜力巨大的商用市场，绿源集团与行业领先的换电服务商“滴滴换电”达成战略合作。滴滴换电在深圳、杭州等核心城市铺设了超过 7000 台换电柜，将单次补能时间缩短至 1 分钟以内，极大地提升了用车效率。绿源通过与滴滴换电的合作，不仅解决了用户的续航难题，还创新“车电分离”模式。这种模式显著降低了用户的首次购车成本（电池成本通常占整车 25%-40%），同时将充电等待变为几分钟的换电操作，显著增强了绿源产品吸引力。2025 年 4 月 25 日，滴滴换电与绿源集团联合举办的“全城骑新，骑车不充电，出行真方便”活动启幕，引发市场广泛关注。

图：滴滴换电深圳网点图



资料来源：滴滴换电官网，XX 证券研究所

图：滴滴换电与绿源电动车协同布局



资料来源：滴滴换电官网，XX 证券研究所

4.2 拓展机器人业务有望迅速落地

2025 年 7 月 17 日，绿源集团与浙工大金华研究院联合牵头，汇聚 8 家科研机构 and 20 家核心企业及产业链配套服务商，成立浙江金华开发区机器人产业联盟。绿源集团创始人倪捷作为首届轮值理事长候选人参加大会并发言，标志着绿源或将开启机器人业务规模化新篇章。

图：绿源牵头成立浙江金华开发区机器人产业联盟



资料来源：公开资料整理，XX 证券研究所

绿源进军机器人并非凭空跨界，而是基于其深厚的技术积累。绿源在电动两轮车行业深耕 20 余年，其独创的液冷电机技术能将电机工作效率提升至 90% 以上，并保证长达 10 年以上的耐用期。电机作为机器人的“关节”和核心驱动部件，其性能直接决定了机器人的运动控制精度、运行稳定性和能效水平。这方面的技术积累是绿源切入机器人领域最坚实的底气。

绿源的轮式机器人将优先聚焦于文旅导览、现代农业、低空经济配套、民生服务等对绝对精密度要求相对较低，但市场需求广泛的领域。这有助于公司控制初期成本，快速实现商业化应用。根据金华日报报道，绿源有望于 2026 年投产机器人专用电机智能工厂，专注于核心零部件的国产化与智能化升级。同时，绿源还计划在未来 1-3 年内，在自有工厂引入人形机器人进行装配等作业，在内部场景验证和优化技术。

五、盈利预测及投资建议

我们认为，短期公司将受益于“新国标”及“以旧换新”等政策刺激，长期受LYVA 高端品牌孵化、全场景轻出行生态布局及机器人业务发展的驱动。预计2025-2027 年，公司营收分别为 64.57 亿元/73.02 亿元/87.21 亿元，增速分别为 27.31%/13.09%/19.43%；归母净利润分别为 1.92 亿元/2.72 亿元/4.17 亿元，增速分别为 65.52%/41.67%/53.31%；PE 分别为 19.58/13.82/9.01。考虑到绿源目前正处于高速增长时期，且未来业务潜力较大，我们认为 2025 年公司合理 PE 应为 27 倍，目标价 13.28 港元，相较现价存在约 32.53%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	64.57	73.02	87.21
YoY	-0.22%	27.31%	13.09%	19.43%
归母净利润（亿元）	1.16	1.92	2.72	4.17
YoY	-19.81%	65.52%	41.67%	53.31%
EPS（元/股）	0.27	0.45	0.64	0.98
PE	25.62	19.58	13.82	9.01

资料来源：公开资料整理，XX 证券研究所

六、风险提示

市场竞争加剧：电动两轮车行业发展较为成熟，竞争激烈，若价格战持续恶化，则可能对公司发展造成不利影响。

LYVA 发展不及预期：LYVA 作为公司第二增长曲线，其业绩增长对于打开公司成长天花板有着重要意义，若 LYVA 品牌高端产品放量不及预期，则可能导致绿源盈利能力不及预期

品牌风险：作为典型的消费型产品，若公司在后续发展中出现负面舆情，导致品牌形象恶化，则可能对公司发展造成不利影响。