



扫描下载  
恒证通APP

LUYUAN

绿源



恒大證券(香港)有限公司  
恒大期貨(香港)有限公司

公司名称	绿源集团
股份编号	2451 HK
行业	汽车

## 新股短评

### 招股资讯一览

招股日期	2023年9月28日 - 2023年10月4日
公开发售结果	2023年10月11日
上市日期	2023年10月12日
招股价	6.00 - 8.00港元
最低入场费	4,040.35港元
集资金额	6.40 - 8.53亿港元
发行市盈率	20.27 - 27.03倍
发行市帐率	1.86 - 2.16倍
股份市值	25.60 - 34.13亿港元
每手股数	500
公开发售股数	10,667,000
国际配售股数	96,000,000
保荐人	中信建投国际
基石投资者	金华金开、重庆大足怀远、 金华产业、海南东方、星 恒电源

### 公司亮点

- 中国内地知名的电动两轮车供货商，不断投资核心技术研发能力
- 注重产品开发能力，同时构建覆盖全国的线下分销网络
- 受惠电动两轮车需求增长势头

### 中国内地按市场地位划分的电动两轮车销量（2018年至2027年（估计））



数据来源：招股书，彭博

分析师：黄俊泓  
2023年9月28日

请阅读者参考最后一页的免责声明。

资料来源：招股书

# 新股短評

## 公司部分產品



電動摩托車(MKK (極影))

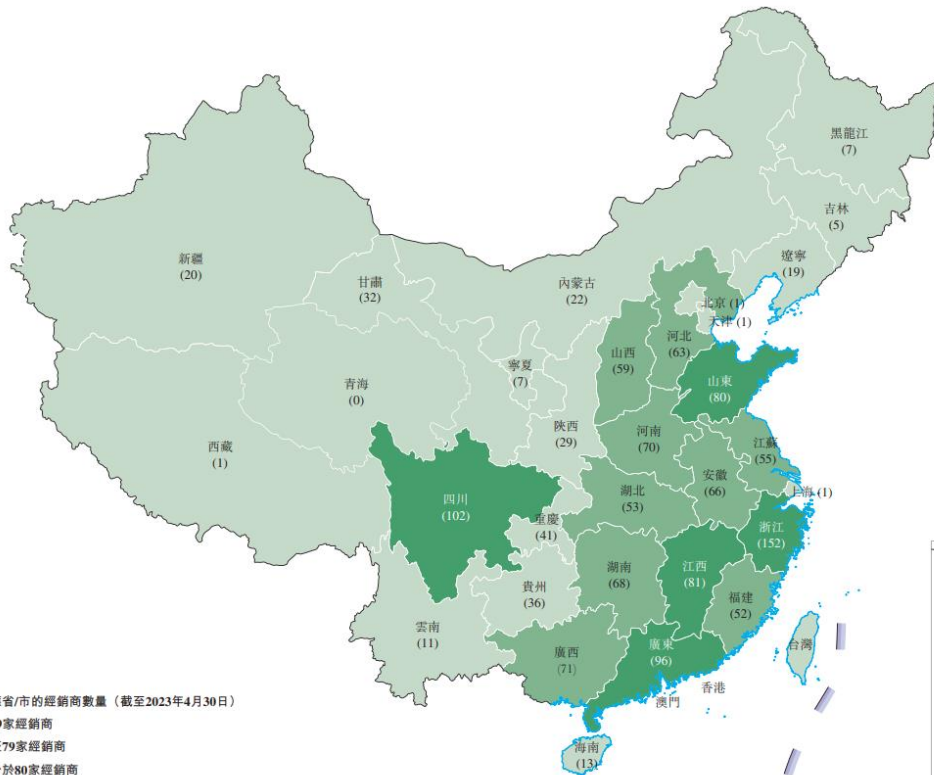


電動輕型摩托車(MOO (MODA3))



電動自行車(ZQQ (INNO9)) 資料來源：招股書

## 公司的線下經銷商數量（截至2023年4月30日）



( ) 相應省/市的經銷商數量（截至2023年4月30日）  
 淺綠色 至39家經銷商  
 中綠色 40至79家經銷商  
 深綠色 不少於80家經銷商



請閱讀者參考最後一頁的免責聲明。

資料來源：招股書

# 新股短评

## 中国内地知名的电动两轮车供货商，不断投资核心技术研发能力

公司是中国内地电动两轮车供货商，专注于设计、研发、制造及销售电动两轮车。根据弗若斯特沙利文的资料，以2022年总收益计，公司是中国内地排名第五的电动两轮车制造商，市场占有率为4.2%。公司的收入由2020年的人民币2,378.3百万元增加至2022年的人民币4,783.0百万元，复合年增长率为41.8%。公司的收入由截至2022年4月30日止四个月的人民币1,162.0百万元增加42.1%至2023年同期的人民币1,651.4百万元。同时，公司高度重视产品升级更新及开发相关技术。公司的核心技术覆盖电动两轮车的关键部件（如电机、控制器、电池和充电器等）。技术的开发进步极大地提升了公司的电动两轮车产品的使用寿命和安全性能。于2022年5月，公司将车辆若干零部件的保修期延长至十年，包括液冷电机、精工车架、前叉及后平叉。在技术研发方面，公司专注于离子电池安全、智能电动两轮车等具备强大潜力的领域。截至最后实际可行日期，公司在中国内地持有合共437项专利，其中46项为发明专利、251项为实用新型专利及140项为外观设计专利。

## 注重产品开发能力，同时构建覆盖全国的线下分销网络

公司具有强大的产品开发能力，能够为消费者提供的车型种类丰富，包括简易款、经典款、运动款、豪华款等多种车型，具备不同功能、适合不同消费群体。例如，电动自行车中的豪华款INNO系列，外观线条流畅，造型具有科技感，搭载绿源核心技术，主要面向年轻化、收入水平较高的消费群体。电动轻型摩托车中的S系列，整体造型较为硬朗，同样配备绿源核心技术，主要面向男性消费群体。公司的部分新车型通过各种传感器和显示输出设备增加了用户与车辆的交互功能，实现了NFC解锁、蓝牙通讯、定位、车辆共享及其他功能，包括定速巡航系统、助行及自动感应大灯。截至2023年4月30日，公司已有16款具备有关智能功能的在产车型及10款在研车型产品。另外，公司构建了全国分销网络，覆盖线下及在线渠道。公司集中于线下经销商，为线下渠道持续拓展企业及机构客户，并为在线渠道积极开拓天猫、京东等热门电商平台。公司的经销商网络不仅作为销售渠道，也为公司带来向消费者提供服务、与消费者互动并提高品牌知名度的重要机会。经过多年的不断积累，公司构建了高效率的扁平化国内经销渠道，高度渗透各区各县。截至2023年4月30日，公司与超过1,300家经销商合作，覆盖分布在中国内地30个省级行政区的超过11,400家零售门店。

## 受惠电动两轮车需求增长势头

随着碳中和战略和绿色出行政策在全球各地持续推行，传统摩托车的淘汰速度将加快，电动两轮车的需求将继续增长。特别是，高端电动两轮车产品（制造商建议零售价人民币3,500元以上）具备极大发展空间。根据弗若斯特沙利文的资料，预计电动两轮车市场的高端细分市场将更受消费者欢迎，并因此获得更强劲的增长势头，由2023年的1.7百万辆增至2027年的4.5百万辆，复合年增长率为27.6%。此外，受COVID-19疫情影响，选择电动两轮车而非公共交通作为通勤方式的消费者增多。以中国和东盟国家为首的实时配送市场发展亦将刺激对电动两轮车的需求。在此背景下，公司将进一步发挥自身优势，取得快速且持续的增长。

资料来源：招股书

# 新股短评

## 同类公司比较

证券简称	代码	总市值 (亿)	市盈率 (倍)	股本回 报率(%)	市账率 (倍)	市销率 (倍)	股息率 (%)
绿源集团	2451 HK	25.60 - 34.13	20.27 - 27.03	19.04	1.86 - 2.16	0.50 - 0.67	N/A
中位数		268.50	14.48	11.00	2.12	1.05	3.63
雅迪控股	1585 HK	437.51	16.14	36.76	5.83	1.16	2.80
爱玛科技	603529 CH	271.11	12.82	31.88	3.43	1.24	4.14
九号公司	689009 CH	268.50	5.53	8.97	0.51	0.25	N/A
新日股份	603787 CH	33.97	19.74	11.00	2.12	0.63	3.63
牛电科技	NIU US	16.78	N/A	N/A	1.08	1.05	N/A

# 新股短评

## 主要财务比率

	截至12月31日			截至4月30日
	2020年	2021年	2022年	2023年
權益回報率(%)	8.3	11.2	19.0	17.6
資產回報率(%)	2.6	2.8	4.0	3.7
流動比率(倍)	0.92	0.88	0.99	1.04
速動比率(倍)	0.72	0.68	0.78	0.86
槓桿率(%)	32.0	119.4	97.3	131.5

## 所得款項用途

30%	(200.6百万港元) 预计将用于公司的研发工作以保持公司的技术优势。
30%	(200.6百万港元) 预计将用作加强销售及分销渠道, 以及用于品牌及营销活动以提升品牌知名度。
30%	(200.6百万港元) 预计将用作加强公司的产能, 主要涉及建设新的生产设施以及升级生产设备及机器。
10%	(66.9百万港元) 预计将用作营运资金及其他一般企业用途。

## 风险因素

- 任何与公司的产品或电动两轮车行业相关的质量问题可能会导致客户及销售的损失, 倘与公司的产品相关, 可能会导致公司遭到行政处罚及产品责任申索。
- 公司的业务在很大程度上依赖于公司的「绿源」品牌的市场认知度, 任何对公司的品牌、商标或声誉的损害, 或未能有效推广公司的品牌, 均可能对公司的业务及经营业绩产生重大不利影响。
- 公司可能无法及时推出新产品并使其多样化, 以适应不断变化的消费者需求、偏好及消费模式。
- 公司在技术开发及投资方面的努力可能不会产生预期的结果。
- 公司可能无法成功执行公司未来的业务计划及战略, 倘公司不能有效及高效地执行, 则公司的业务、财务状况、经营业绩及前景可能会受到重大不利影响。



# 免责声明

## 分析师声明

负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券的看法；分析师的弥偿不会直接或间接地与其就调研报告或投资银行业务所发表的观点及意见有任何连系；分析师并不直接受监管于及汇报予投资银行业务；分析师没有违反安静期的规定，于本报告就相关证券发出调研报告；分析师并非本报告的调研标的公司的主管及董事，或与其及调研标的公司有任何关系。

## 估值方法与风险声明

盈利预测及企业金融相关行为受多方面因素影响，包括经济、金融、会计、规管方向、税务政策等等，所以非常难以准确预测。

## 免责声明

恒大证券(香港)有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。本公司并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任，投资者应当自行关注相应的更新或修改，若有需要，应寻求独立专业意见，再自行分析及判断。在任何情况下，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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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上任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“恒大证券研究部”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

## 披露事项

本公司并无拥有相当于所分析标的证券1%或以上市值的财务权益(包括持股)，与有关标的上市公司无投资银行关系，并无进行有关股份的庄家活动。本公司员工均非该上市公司的雇员。上述分析员并无于本报告所载的上市公司中拥有财务权益。

## 公司投资评级的说明：

强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅；

推荐：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅；

中性：分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动；

减持：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

## 行业投资评级的说明：

推荐：分析师预测未来半年行业表现强于基准指数；

中性：分析师预测未来半年行业表现与基准指数持平；

减持：分析师预测未来半年行业表现弱于基准指数。

地址：香港湾仔告士打道38号万通保险中心20楼2004-6室

网址：[www.gisf.hk](http://www.gisf.hk)

联络电话：+85235506888

传真：+85235506999