

涛涛车业 (301345.SZ)

2024年04月25日

聚焦休闲出行市场，高尔夫球车延伸至 LSV 有望打开增长空间

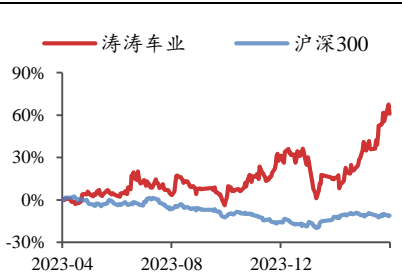
投资评级：买入（首次）

——公司首次覆盖报告

日期	2024/4/24
当前股价(元)	73.21
一年最高最低(元)	80.48/43.50
总市值(亿元)	80.04
流通市值(亿元)	21.48
总股本(亿股)	1.09
流通股本(亿股)	0.29
近3个月换手率(%)	192.41

吕明（分析师）	周嘉乐（分析师）	林文隆（联系人）
lvming@kysec.cn	zhoujiale@kysec.cn	linwenlong@kysec.cn
证书编号：S0790520030002	证书编号：S0790522030002	证书编号：S0790122070043

股价走势图



数据来源：聚源

● **聚焦高尔夫球车/大排量拓宽成长边界，首次覆盖给予“买入”评级**
公司创立以来持续聚焦智能电动低速车和特种车领域，2016-2021年自研自产电动滑板车并拓展海外电商及商超渠道，形成“自主品牌+ODM 销售”相结合的销售模式且全渠道覆盖。2022年起公司发力电动高尔夫球车、E-Bike 和大排量全地形车，同时配合开拓高端经销商渠道以及建立大排量特种车和高尔夫球车产线，新品类面向更大市场有望拓宽公司成长边界。我们预计2024-2026年公司归母净利润为3.91/5.21/6.52亿元，对应EPS为3.58/4.76/5.96元，当前股价对应PE分别为20.5/15.4/12.3倍，首次覆盖给予“买入”评级。

● **高尔夫球车延伸至低速车辆（LSV）或迎红利期，场景拓宽有望打开增长空间**
以美国为代表的市场城镇短途出行需求增加有望拓宽高尔夫球车市场空间。传统高尔夫球车主要面向ToB场景及景区/机场等专用场地，ToC场景主要面向封闭社区且上路限制较多。2021年以来国内外企业推出性能更强的LSV车型，LSV凭借更广的可行驶范围（城区绝大部分道路可行驶）逐渐成为美国消费者城镇短途出行补充工具。市场空间上看，LSV ToB场景规模高于传统高尔夫球车市场，ToC市场对标E-Bike/电动滑板车具备上百万辆潜在空间（麦肯锡数据显示26%受访者非常有可能考虑使用LSV作为未来出行工具）。行业竞争上看，ToB专用场景市场以海外品牌商为主，ToC场景中国企业快速增长但行业仍相对分散。公司2022年发力高尔夫球车（LSV）市场以来已推出第二代产品，产品相较于国内外品牌具备较强价格竞争力，渠道方面“ODM+专业经销商+商超”稳步推进，随着未来低速车产品矩阵完善，公司有望凭借更强的产品性价比以及更快的迭代速度快速抢占份额，受益球车到LSV领域的红利期。

● **新品类E-Bike/大排量全地形车有增量，滑板车/平衡车或维持平稳**
全地形车：行业规模平稳。公司从小排量走向大排量，2023H1 500ATV 和UTV 陆续进入小批量试产，此外公司同步开拓高端专业经销商渠道。大排量全地形车面向主流市场且客单价更高，伴随渠道拓展公司全地形车仍有增量空间。
E-Bike：北美市场低渗透率，未来为主要增长区域。公司现有产品已覆盖城镇通勤类/巡航类/雪地/山地等多种场景。基于此前北美市场较好的积累，公司E-Bike 经销商渠道快速拓展，北美市场增长+渠道拓展下E-Bike 业务有望稳步增长。

● **风险提示：**新品类市场拓展不及预期；海外需求快速回落；行业竞争加剧等。

财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,766	2,144	2,910	3,690	4,543
YOY(%)	-12.5	21.4	35.7	26.8	23.1
归母净利润(百万元)	206	280	391	521	652
YOY(%)	-15.1	36.1	39.4	33.2	25.3
毛利率(%)	35.8	37.6	37.6	38.7	38.7
净利率(%)	11.7	13.1	13.4	14.1	14.4
ROE(%)	21.6	9.5	11.7	13.7	14.8
EPS(摊薄/元)	1.89	2.57	3.58	4.76	5.96
P/E(倍)	38.8	28.5	20.5	15.4	12.3
P/B(倍)	8.4	2.7	2.4	2.1	1.8

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 大众走向高端，电动滑板车/小排量走向高尔夫球车/大排量拓宽场景边界.....	4
1.1、 股权架构：各子（孙）公司业务分工明确，设立员工持股平台激励充分.....	5
1.2、 募投项目：超募资金聚焦高尔夫球车/大排量.....	7
1.3、 财务分析：高尔夫球车/E-Bike 放量带动 2023Q3 营收改善，高端化带动毛利率持续提升.....	7
2、 未来增长引擎：球车到低速车辆（LSV），场景拓宽有望打开增长空间.....	11
2.1、 高尔夫球车与 LSV：LSV 认证要求严格但可行驶的道路范围更广.....	11
2.2、 LSV 行业空间：专业场景全球体量数倍于高尔夫球车，ToC 场景（城镇短途出行）对标 E-Bike/电动滑板车成长空间广阔.....	14
2.3、 LSV 行业竞争：专用场景海外品牌商为主，ToC 场景中国品牌商快速增长.....	18
2.4、 涛涛车业：产品端/渠道端快速落地，产品性价比更高.....	20
2.5、 产品/渠道快速落地反映背后的竞争优势：成本/渠道/本地化运营/品牌优势.....	21
2.5.1、 制造和成本优势：地处区域性制造集群，自研自制打造成本优势.....	21
2.5.2、 全渠道覆盖优势：商超零售商/批发商/经销商/线上全渠道覆盖，新品类一定程度可复用原有渠道.....	23
2.5.3、 本地化运营优势：海外本土运营销售团队+本地化仓储提升供应链效率.....	24
2.5.4、 品牌优势：三大品牌各有侧重，DENAGO 定位高端且开设线下体验店提高品牌曝光度.....	24
3、 全地形车/电动滑板车/E-Bike：行业平稳，大排量与 E-Bike 有增量.....	25
3.1、 全地形车：美国市场 UTV/SSV 为主导，行业进入平稳期.....	25
3.1.1、 涛涛车业：布局大排量全地形车，配合开拓高端渠道.....	26
3.2、 电动滑板车/E-Bike：E-Bike 北美市场或仍有增量，滑板车/平衡车市场维持平稳.....	26
3.2.1、 涛涛车业：2022 年起发力，快速推新覆盖多种场景且同步开拓渠道.....	28
4、 盈利预测与投资建议.....	29
5、 风险提示.....	31
附：财务预测摘要.....	32

图表目录

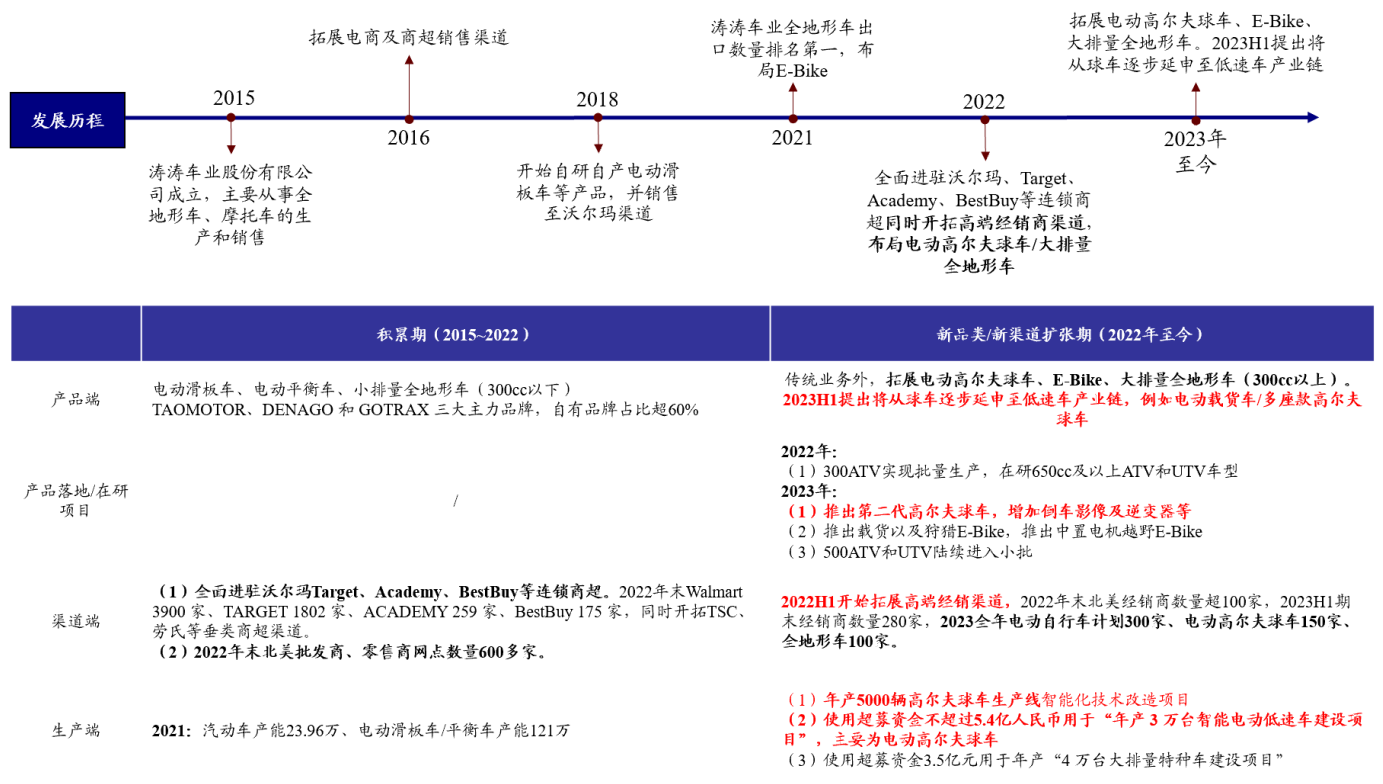
图 1： 创立之初主营电动滑板车/平衡车/小排量全地形车，2022 年起发力电动高尔夫球车、E-Bike、大排量全地形车新兴品类的同时配合开拓高端经销商渠道.....	4
图 2： 全渠道布局、DENAGE/TaoMotor/Gotrax 多品牌运营，DENAGO 定位“高端/专业”，高尔夫球车开拓 TOC 市场.....	5
图 3： 股权集中，各子（孙）公司业务分工明确，设立员工持股平台激励充分.....	6
图 4： 2017-2022 年公司营业收入 CAGR 为 29%.....	8
图 5： 2023Q3 公司营业收入同比+30.4%，环比改善显著.....	8
图 6： 电动滑板车/电动平衡车/全地形车为主要品类，2023H1 新品类电动自行车/电动化高尔夫球车占比提升明显.....	8
图 7： 公司以海外市场为主，欧美占据绝大部分份额.....	9
图 8： 公司线上线下全渠道覆盖，线下批发/零售商渠道占比较大.....	9
图 9： 全地形车以 ODM 以及自主品牌线下业务为主，电动滑板车销售渠道相对均衡，电动平衡车以自主品牌为主.....	9
图 10： 2021 年以来公司毛利率稳步提升.....	10
图 11： 2021 年以来电动滑板车/平衡车/自行车毛利率持续提升.....	10
图 12： 2022~2023H1 期间费用率保持相对稳定.....	10
图 13： 2021 年以来销售费用率/管理费用率/研发费用率提升明显.....	10
图 14： 2017-2022 年公司归母净利润 CAGR 为 49.8%.....	11
图 15： 2017 年以来伴随营收增长和毛利率提升公司扣非净利率稳步提升趋势.....	11
图 16： 海外高尔夫球车泛指场地电动车.....	11

图 17: LSV 可上公共道路, 符合认证的球车可从 TOB 场景拓宽至 TOC 场景.....	12
图 18: 相较于高尔夫球车, LSV 车辆认证要求严格但可行驶的道路范围更广.....	12
图 19: 洛杉矶为例, LSV 可上城区大部分道路, 若 LSV 具备长续航甚至可达较远的山区露营地.....	13
图 20: 2019 年全球高尔夫球车销量近 100 万辆.....	15
图 21: 2023 年中国场地电动车出口 18 万辆, 美国为主.....	15
图 22: LSV 下游市场, 高尔夫球场/工业区/机场/酒店等场景各占一定比重.....	16
图 23: LSV 市场以北美区域为主.....	16
图 24: 产品功能/性能的提升、可定制化、适配部分消费者出行需求等是 LSV 城镇短途出行需求增长的驱动因素.....	17
图 25: 麦肯锡数据显示全球大部分受访者愿意考虑购买微型汽车.....	18
图 26: GEM 创立之初便聚焦 LSV/NEV 领域, Club Car 面向消费者逐步推出可定制化系列车型.....	20
图 27: 2022H2 进入高尔夫球车市场以来产品/渠道快速落地, 2023 已推出性能更好的二代高尔夫球车.....	20
图 28: 相较于海外品牌, 中国品牌产品更具价格竞争力.....	21
图 29: 涛涛发动机、车架、轮毂、电机等自制为主, 成本较外采低.....	22
图 30: 公司全地形车毛利率高于春风动力.....	22
图 31: 自制预计对各业务毛利率正贡献 2.5pct 左右.....	22
图 32: 公司聚焦短交通出行/低速车辆领域, 电机/电池/控制器/轮毂/轮胎/钢材/铝材等核心零部件或原材料可复用.....	23
图 33: 公司线下连锁商超、批发商/零售商、经销商、线上自有网站/亚马逊全渠道覆盖, 新品类可复用原有渠道.....	23
图 34: 海外设立分公司、本地运营团队、仓储中心, 需求洞察/销售/仓储/售后一体化有效提升供应链效率.....	24
图 35: DENAGO 于北美 E-Bike 市场已开拓上百家经销商渠道, 线下建立首家品牌体验店.....	25
图 36: Gotarx 搜索热度与 Segway 差距缩小, 与 Roborock 相当.....	25
图 37: 2006 年以来 UTV/SSV 车型快速增长, 2022 年占比提升至 61% (单位: 台).....	26
图 38: 美国为全球 ORV 主要市场.....	26
图 39: 涛涛车业聚焦小排量, 整体全地形车销售量高于春风动力和九号公司 (单位: 万台).....	26
图 40: 2022 年德国、法国、荷兰为欧洲 E-Bike 主要市场.....	27
图 41: 2022 年欧洲为全球 E-Bike 主要市场, 其次为美国市场.....	27
图 42: 预计 2023~2029 年欧洲 E-Bike 市场规模 CAGR 为 9.7%.....	27
图 43: 预计 2023~2029 年北美 E-Bike 市场规模 CAGR 为 17.3%.....	27
图 44: 美亚和德亚渠道上看 E-Bike 格局相对分散.....	28
图 45: 2021 年全球滑板车销量 623 万台, 共享/零售滑板车销量分别为 230/393 万台.....	28
图 46: 滑板车市场九号份额领先, 平衡车市场格局分散.....	28
图 47: 自 2022 年发力 E-Bike 以来, 以 DENAGO 品牌为核心推出多款产品且同步配合渠道开拓.....	29
图 48: DENAGO 官网已发售城市通勤、折叠、巡航、山地等多款适用于不同场景 E-Bike.....	29
表 1: 2023 年限制性股票激励计划激励对象覆盖范围广, 侧重于核心管理人员及核心销售/研发骨干等.....	6
表 2: 2023 年限制性股票激励计划+此前战略配售计划, 公司对核心管理人员、研发、销售等人员激励制度相对充分.....	7
表 3: 募投项目聚焦智能电动车和全地形车, 超募资金主要聚焦大排量全地形车以及高尔夫球车.....	7
表 4: 相较于高尔夫球车, LSV 安规更加严格.....	13
表 5: 以 GEM LSV 产品为例, 具备多项安全设备.....	14
表 6: 不同机构数据显示全球平均体量 65~117 亿美元, 反馈北美为主要增长区域/城镇短途旅行需求提升.....	15
表 7: 对标 E-Bike、电动滑板车, LSV 作为城镇短途出行需求空间广阔, 或达上百辆.....	18
表 8: 高尔夫球车全球市场以海外传统品牌商为主, 2020 年以来中国企业在街头合法高尔夫球车领域快速增长.....	19
表 9: 预计 2024-2026 公司营业总收入增速分别为 35.71%/26.79%/23.12%.....	30
表 10: 涛涛车业自主品牌业务为主有望受益高尔夫球车红利期, 高盈利新品类有望带动净利润增速高于同行平均水平, 具备一定估值溢价空间.....	31

1、大众走向高端，电动滑板车/小排量走向高尔夫球车/大排量 拓宽场景边界

聚焦智能电动低速车和特种车领域，2022年发力高尔夫球车/E-Bike/大排量拓宽成长空间，同时配合开拓经销商渠道。公司创立于2015年，创立之初主要从事小排量全地形车、摩托车生产和销售并且聚焦海外市场。2016-2021年公司开始自研自产电动滑板车并拓展电商及商超渠道，2022年已全面进驻沃尔玛、Target、Academy、BesyBuy等连锁商超，至此形成“自主品牌+ODM销售”相结合的销售模式，拥有定位相区隔的“GOTRAX”、“DENAGO”和“TAOMOTOR”三大品牌。2022年起公司开始发力电动高尔夫球车、E-Bike和大排量全地形车，同时配合开拓高端经销商渠道以及建立大排量特种车和高尔夫球车产线，新品类面向更大市场有望拓宽公司成长边界。

图1：创立之初主营电动滑板车/平衡车/小排量全地形车，2022年起发力电动高尔夫球车、E-Bike、大排量全地形车新兴品类的同时配合开拓高端经销商渠道



资料来源：公司招股说明书、公司年报、公司官网、开源证券研究所

公司全渠道布局，“GOTRAX”、“DENAGO”和“TAOMOTOR”三大品牌定位有所区隔，新品类高尔夫球车/E-Bike/大排量全地形车存想象空间：

(1) **高尔夫球车**：2023H1公司推出第二代高尔夫球车，增加倒车影像/逆变器等功能，目前主要针对ToC场景，“自主品牌+ODM”销售模式相结合。未来公司将从高尔夫球车逐步延申至低速车产业链，例如电动载货车等。作为海外市场特别是北美市场城镇短途旅行新一代代步工具，对标E-Bike/电动滑板车体量，长期空间值得想象。

(2) **全地形车**：从小排量走向大排量，2023H1 500ATV和UTV陆续进入小批

量试产，同时在研 650cc 及以上 ATV 和 UTV 车型。针对大排量市场，公司同步开拓高端专业经销商渠道。

(3) E-Bike: 2023H1 推出载货以及特种 E-Bike 等新车型。DENAGO 品牌定位高端，Gotrax 品牌定位大众款，一定程度复用电动滑板车/电动平衡车渠道。

(4) 电动滑板车/电动平衡车: 电动滑板车渠道分布相对均衡，电动平衡车以自有品牌 Gotrax 为主，线下渠道中 Walmart 占据一定体量。

图2：全渠道布局、DENAGE/TaoMotor/Gotrax 多品牌运营，DENAGO 定位“高端/专业”，高尔夫球车开拓 TOC 市场

品类	应用场景	市场体量	产品	品牌/ODM	渠道
高尔夫球车	专业场景（高尔夫球场、景区等） ToC场景（城镇短途旅行）	2023年21.5亿美元，2019年全球出货量近100万辆	待开发 	/	/
全地形车	大排量（300CC以上） 小排量（300CC及以下）	新兴领域（疫情+产品升级刺激北美市场短途旅行需求），球车延伸至LSV车辆，市场空间更广 全球体量80-100万辆，北美市场为主	2023H1 500ATV和UTV完成研发并陆续进入小批量试产 	自有品牌DENAGO（高端）、TaoMotor（大众款），ODM	专业经销商渠道、商超渠道（沃尔玛为主）、ODM客户-->分销商或商超
E-Bike	城镇短途出行、越野、载货等	全球体量超600万台，欧美市场为主		自有品牌DENAGO（高端）、Gotrax（大众款）	专业经销商渠道、商超渠道（沃尔玛为主）、线上渠道
电动滑板车	城镇短途出行	2021年共享滑板车230万台，零售滑板车390万台		Gotrax、ODM	商超渠道（沃尔玛为主）、线上渠道、ODM-->分销商或商超
电动平衡车	城镇短途出行	2020年全球体量1032万台		Gotrax	商超渠道（沃尔玛为主）、线上渠道

资料来源：公司官网、Mordor Intelligence、绿通科技招股说明书、北极星年报、亿邦动力、德勤数据、研精毕智、EV Tank、开源证券研究所

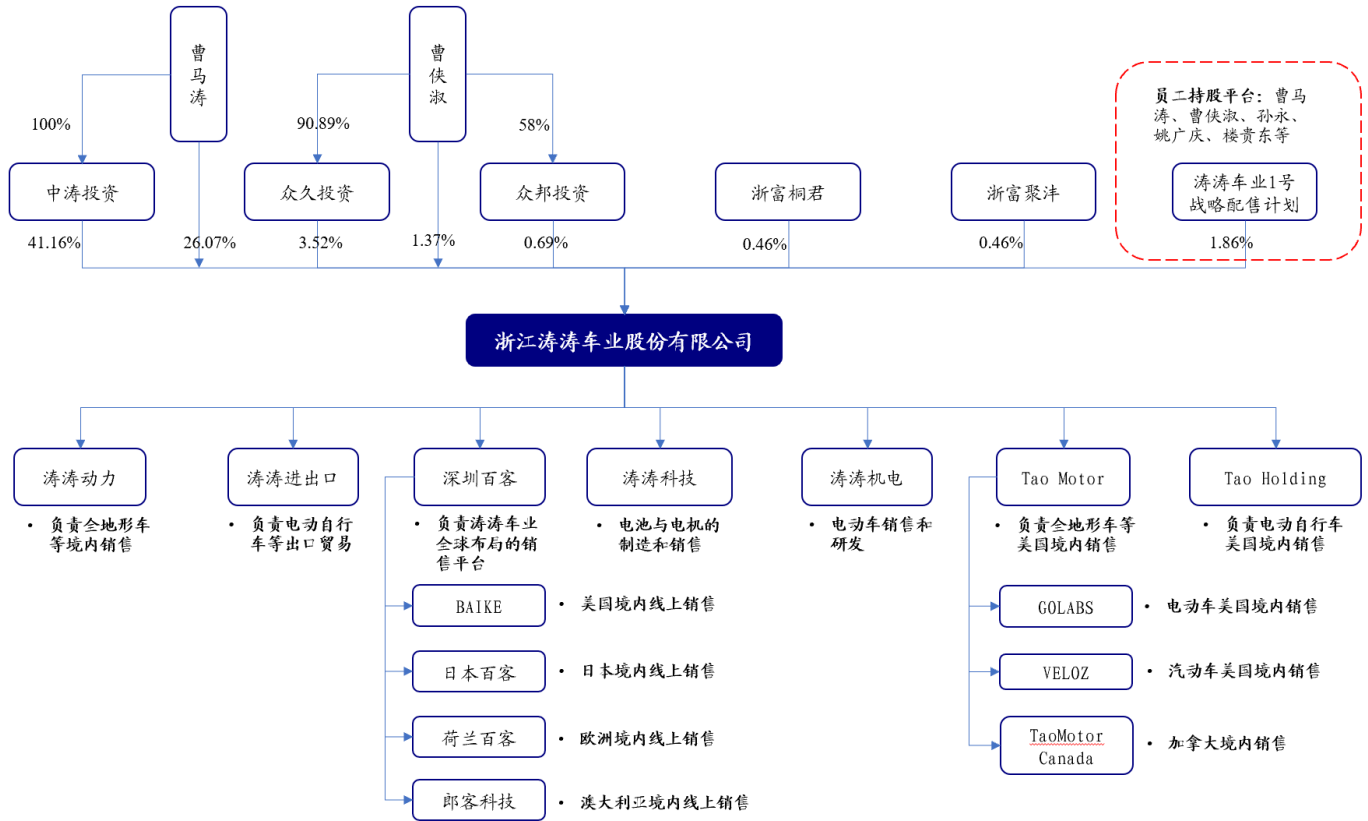
1.1、股权架构：各子（孙）公司业务分工明确，设立员工持股平台激励充分

实际控制人为曹马涛，设立员工持股平台激励充分。公司控股股东为中涛投资，实际控制人为公司董事长、总经理曹马涛，曹马涛直接或间接持有公司 67.2%股份。2022 年 11 月公司为高级管理人员与核心员工设立专项战略配售计划，总计股份 204 万股，其中曹马涛持有比例 30.07%、孙永、姚广庆、楼贵东、朱红霞、柴爱武等高级管理人员均持有一定份额。

截至 2023H1 期末，公司合并财务报表范围内子公司有 18 家，在境内外设立多家子(孙)公司，业务分工明确，深耕本地化运营。针对海外线下销售，设立 TaoMotor、Tao Holding 负责美国境内销售。其中 TaoMotor 下设 GOLABS、VELOZ 分别负责电

动、汽车产品美国境内销售；针对海外线上销售，设立深圳百客，深圳百客下设多家子公司负责不同区域线上销售。此外公司坚持核心零部件自研自产，针对核心零部件设立涛涛科技负责电池与电机制造销售。

图3：股权集中，各子（孙）公司业务分工明确，设立员工持股平台激励充分



资料来源：Wind、公司招股说明书、开源证券研究所

2023年7月，公司发布2023年限制性股票激励计划：（1）激励对象覆盖范围广，本次限制性股票激励主要授予公司各事业部总经理等高级管理人员以及核心销售/研发骨干等。加上此前战略配售计划，公司对核心管理人员、研发、销售和供应链采购人员激励制度相对充分。（2）业绩考核目标相对稳健。以公司2022年营业收入或净利润为基数，2023年、2024年、2025年的营业收入或净利润增长率的触发值分别为12%、32%、56%，目标值分别为15%、40%、70%。（3）本次激励计划预计总摊销0.28亿元，2023~2026年分别为0.08/0.14/0.05/0.02亿元。

表1：2023年限制性股票激励计划激励对象覆盖范围广，侧重于核心管理人员及核心销售/研发骨干等

激励对象	授予比例	业绩考核目标	摊销费用
首次授予64人，合计103万股。吴国强、姚广庆、楼贵东、柴爱武、朱红霞等高级管理人员，以及其他中层管理人员及核心骨干人员59人。预留部分25.5万股。	首次授予部分中，吴国强、姚广庆、楼贵东、柴爱武、朱红霞等高级管理人员授予股份占比均2.33%，其他中层管理人员及核心骨干股份合计占比68.54%	以2022年营业收入或净利润为基数，2023年、2024年、2025年的营业收入或净利润增长率的触发值分别为12%、32%、56%，目标值分别为15%、40%、70%	预计总摊销0.28亿元，2023~2026年分别为0.08/0.14/0.05/0.02亿元

资料来源：公司公告、开源证券研究所

表2：2023 年限制性股票激励计划+此前战略配售计划，公司对核心管理人员、研发、销售等人员激励制度相对充分

		战略配售比例	限制性激励计划比例
曹马涛	董事长、总经理	30.07%	-
曹侠淑	销售经理	21.08%	-
孙永	董事、财务负责人、董事会秘书	16.71%	-
楼贵东	副总经理	3.34%	2.33%
朱红霞	副总经理	2.74%	2.33%
柴爱武	副总经理	1.07%	2.33%
付雨强	电动车事业部总经理	2%	√
姚广庆	副总经理；涛涛动力总经理	6.48%	2.33%
曹君南	涛涛科技总经理	1.00%	√
吴国强	董事，涛涛进出口总经理	-	2.33%
李海波	涛涛车业销售经理	1.20%	√
徐黎健	涛涛车业事业部经理	1.07%	√
陈红波	涛涛车业研发人员	1.0%	√
朱剑	涛涛车业采购经理	1.0%	-

资料来源：公司公告、开源证券研究所

1.2、募投项目：超募资金聚焦高尔夫球车/大排量

在投资项目聚焦大排量全地形车以及高尔夫球车。针对 12.65 亿元超募资金，公司拟用 3.5 亿元用于“年产 4 万台大排量特种车建设项目”以及 0.73 亿美元用于“年产 3 万台智能电动低速车建设项目”和“营销网络建设项目”，上述三个募投项目主要聚焦于公司三大新品的生产和销售，其中包括电动高尔夫球车的制造和营销项目。此外，针对高尔夫球车投入“年产 5000 辆高尔夫球车生产线智能化技术改造项目”。

表3：募投项目聚焦智能电动车和全地形车，超募资金主要聚焦大排量全地形车以及高尔夫球车

项目	计划投资总额 (亿元)	截至 2023H1 累计投入金额 (亿元)	项目达到预定可使用状态日期	截至 2023H1 累计实现效益 (亿元)
年产 100 万台智能电动车建设项目	2.6	1.5	2022.9.20	1.04
全地形车智能制造提升项目	0.7	0.44	2023.3.1	0.14
研发中心建设项目	0.7	0.7	2022.3.15	/
营销平台建设项目	0.5	0.43	2023.3.10	/
补充流动资金	1.5	1.5	/	/
募投项目投资合计	6	4.6	/	1.18
年产 4 万台大排量特种车建设项目	3.5	/	2026.5.23	/
年产 3 万台智能电动低速车建设项目	0.27 亿美元	/	2026.7.18	/
营销网络建设项目	0.46 亿美元	/	2026.7.18	/
补充流动资金	3.7	/	/	/
超募资金合计	12.65	/	/	/

资料来源：公司公告、开源证券研究所

1.3、财务分析：高尔夫球车/E-Bike 放量带动 2023Q3 营收改善，高端化带动毛利率持续提升

2018~2021 年受益电动滑板车高景气营收快速增长，2023Q3 电动高尔夫球车/E-Bike 带动营收增速改善。公司营业收入从 2017 年的 4.86 亿元增长至 2022 年的 17.66 亿元，CAGR 为 29%。其中 2018~2021 年营收快速增长，主要系受益于电动滑板车行业高景气，2022 年公司营收有所下滑主要系全地形车阶段承压。单季度来看，2023Q1-Q3 营收同比分别-4.97%/+7.24%/+30.42%，2023Q3 营收增速改善显著，或主要系电动高尔夫球车/E-Bike 等新品类贡献增量。

图4：2017-2022 年公司营业收入 CAGR 为 29%

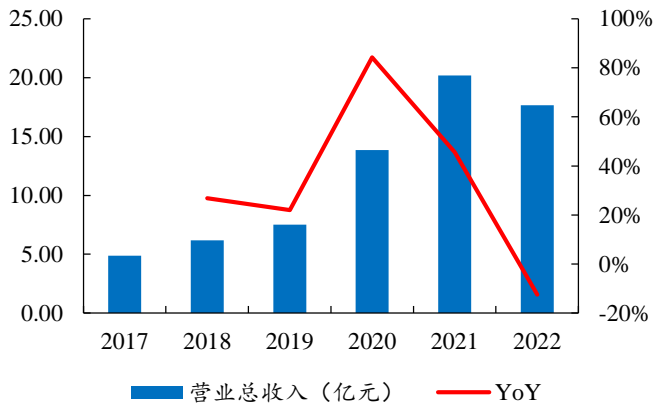
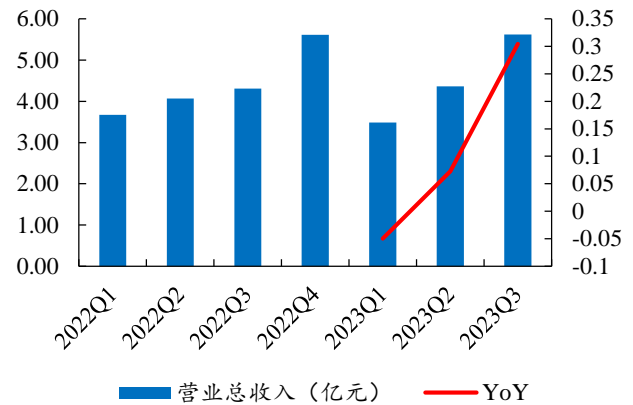


图5：2023Q3 公司营业收入同比+30.4%，环比改善显著

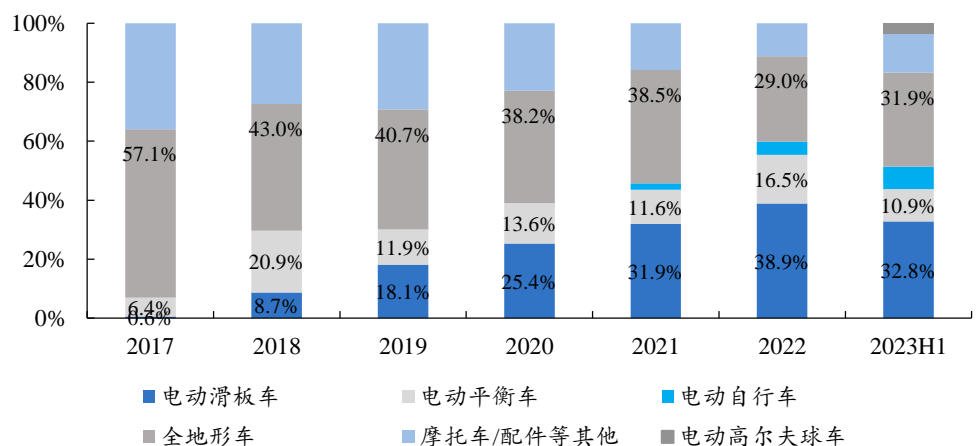


数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

营收拆分品类：电动滑板车/全地形车营收占比较大，新品类电动高尔夫球车/E-Bike 有望助力营收增长。公司创立之初主营电动滑板车/平衡车/小排量全地形车，受益电动滑板车行业高景气公司电动滑板车业务营收占比由 2018 年的 8.7%快速提升至 2022 年的 38.9%。2022 年起公司发力电动高尔夫球车、E-Bike、大排量全地形车新兴品类，2023H1 电动高尔夫球车/E-Bike 营收占比分别达到 3.6%/7.6%，电动自行车营收同比+96.5%。

图6：电动滑板车/电动平衡车/全地形车为主要品类，2023H1 新品类电动自行车/电动化高尔夫球车占比提升明显



数据来源：公司公告、开源证券研究所

营收拆分地区：公司以欧洲和美国市场为主。2019~2022 年美国地区营收占比稳定在 60%以上，欧洲地区营收占比由 2019 年的 17.4%提升至 2022 年的 20.8%。

营收拆分渠道：公司线上线下全渠道覆盖。2019-2022 年线上渠道营收占比由

19%提升至 24%，线上渠道又以自有网站和亚马逊渠道为主（2021 年自有网站和亚马逊渠道营收占线上营收比重分别为 39%/56%）。线下渠道营收占比维持在 70%以上，2021 年 ODM 和自有品牌营收占线下渠道营收比重分别为 49%/51%。

图7：公司以海外市场为主，欧美占据绝大部分份额

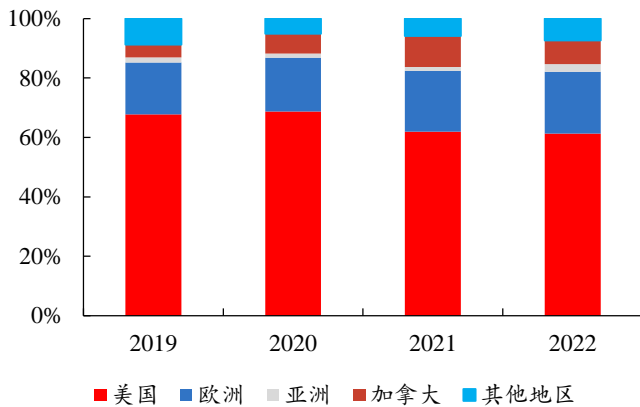
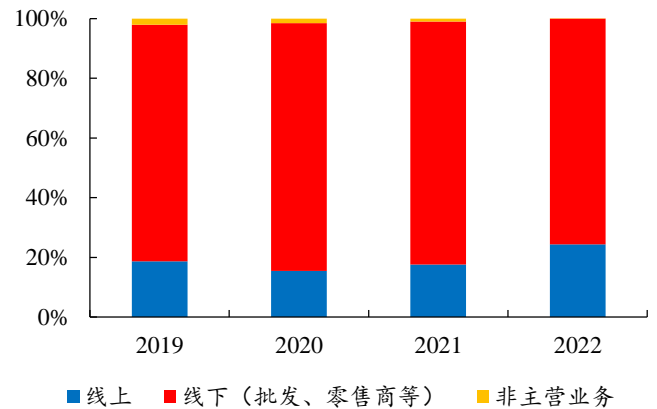


图8：公司线上线下全渠道覆盖，线下批发/零售商渠道占比较大



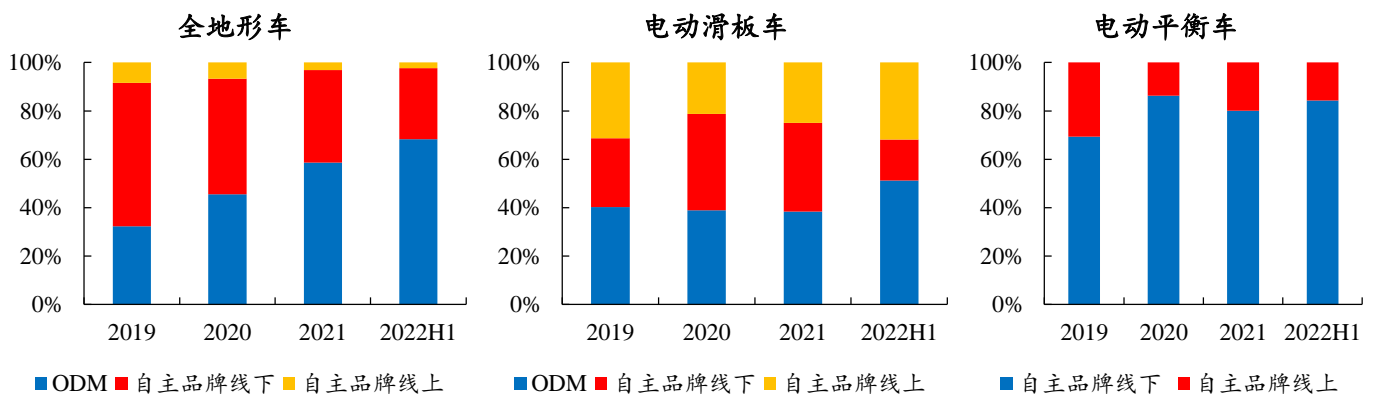
数据来源：公司公告、开源证券研究所

数据来源：公司公告、开源证券研究所

不同品类拆分销售渠道：（1）全地形车以 ODM 以及自主品牌线下业务为主，2022H1 ODM 和自主品牌线下营收占比分别为 68%/29%，ODM 主要客户为 SUNDANCE、Coleman、AISA VNA 等，自主品牌线下主要为各类批发商/零售商。

（2）电动滑板车销售渠道相对均衡，2022H1 ODM/自主品牌线下/自主品牌线上营收占比分别为 51%/17%/32%，ODM 客户主要 SOFLOW、LOGICOM、MGT（三大客户营收合计占比 82%），自主品牌线下主要为 Walmart 等零售商。（3）电动平衡车以自主品牌线下为主，2022H1 自主品牌线下营收占比为 84%。

图9：全地形车以 ODM 以及自主品牌线下业务为主，电动滑板车销售渠道相对均衡，电动平衡车以自主品牌为主

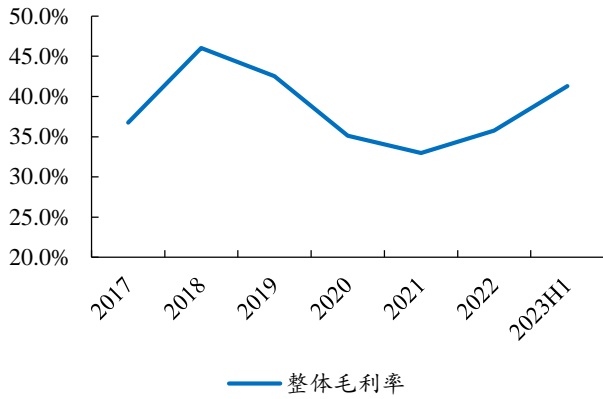


数据来源：公司公告、开源证券研究所

产品升级+规模效应+外部汇率/海运成本利好，2021 年以来公司毛利率稳步提升。2020~2021 年毛利率同比下滑主要系会计准则变化以及运输费用同比较大增长，剔除运输费用后 2020/2021 年毛利率同比分别+1.7pct/+2.0pct。2022/2023H1 毛利率同比分别+2.8pct/+8.7pct，一方面系高端产品占比提升，另一方面系汇率利好以及海运费用下降。分品类上看，2020~2023H1 电动滑板车毛利率由 34.7%提升至 51.3%，2021~2023H1 电动自行车毛利率由 38.4%提升至 53.6%，全地形车毛利率保持相对稳

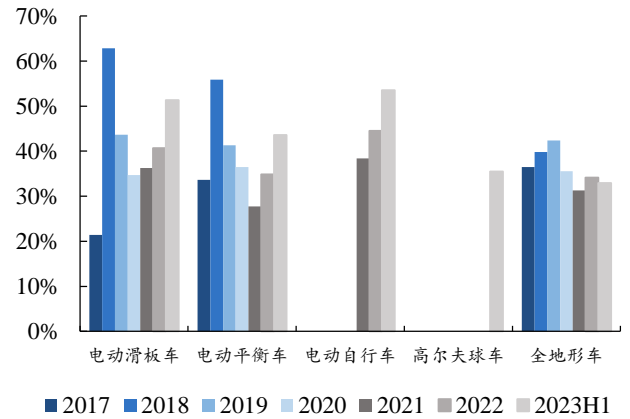
定，2023H1 高尔夫球车毛利率 35.5%。产品技术迭代下高端品类占比提升+规模效应+运费下降致各品类毛利率均有不同程度提升。

图10：2021 年以来公司毛利率稳步提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

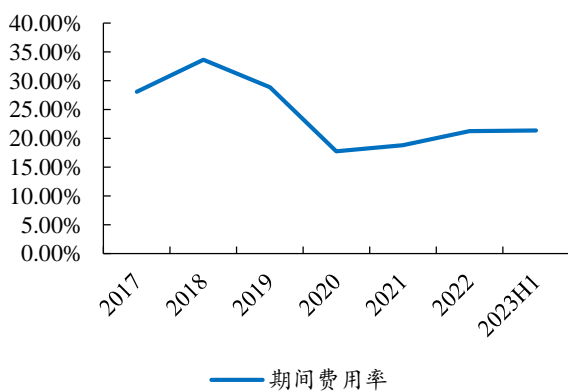
图11：2021 年以来电动滑板车/平衡车/自行车毛利率持续提升



数据来源：公司公告、开源证券研究所

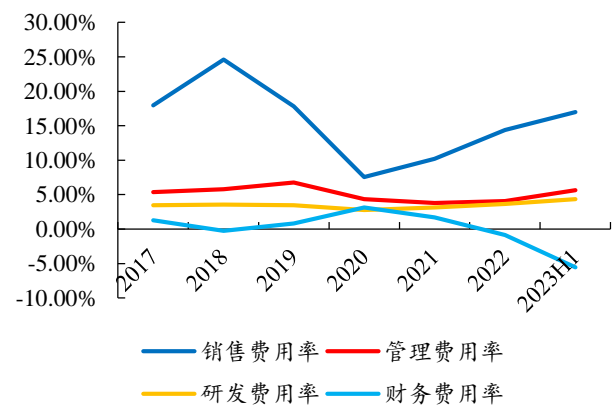
2022~2023H1 期间费用率保持稳定，销售/管理/研发费用率提升被财务费用率下降所对冲。2020 年期间费用率下降主要系会计准则调整，2022/2023H1 期间费用率相对稳定。2020~2023H1 销售费用率由 7.5%提升至 17.0%，管理费用率由 4.3%提升至 5.6%，研发费用率由 2.8%提升至 4.3%，费用率提升一方面系公司规模扩张下人员数量增长（员工人数由 2019 年的 778 名提升至 2022 年的 1520 名），另一方面系自主品牌投入以及渠道建设投入费用增加等。2020~2023H1 财务费用率由 3.15%下降至-5.56%，主要系 2022 年以来人民币贬值带来较大规模汇兑收益。

图12：2022~2023H1 期间费用率保持相对稳定



数据来源：Wind、开源证券研究所

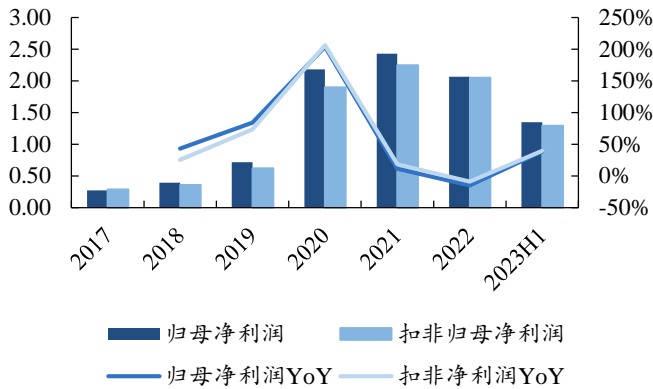
图13：2021 年以来销售费用率/管理费用率/研发费用率提升明显



数据来源：Wind、开源证券研究所

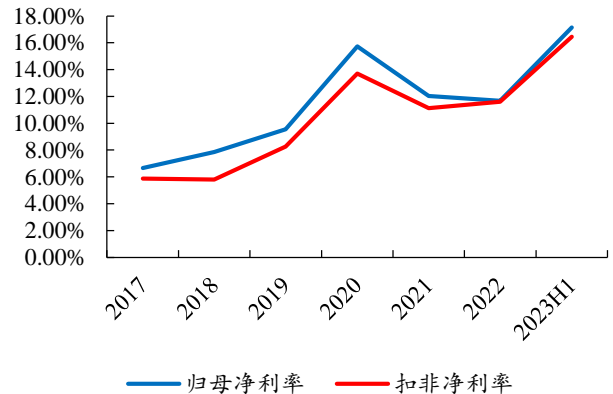
业绩方面，伴随营收快速增长以及毛利率提升，公司扣非净利率稳步提升。2017-2022 年公司归母净利润 CAGR 为 49.8%，2021 年净利率下降主要系海运成本上涨。2022/2023H1 净利率同比分别 -0.35pct/+4.57pct。扣非净利率同比分别 +0.47pct/+4.48pct。

图14: 2017-2022 年公司归母净利润 CAGR 为 49.8%



数据来源: Wind、开源证券研究所

图15: 2017 年以来伴随营收增长和毛利率提升公司扣非净利率稳步提升趋势



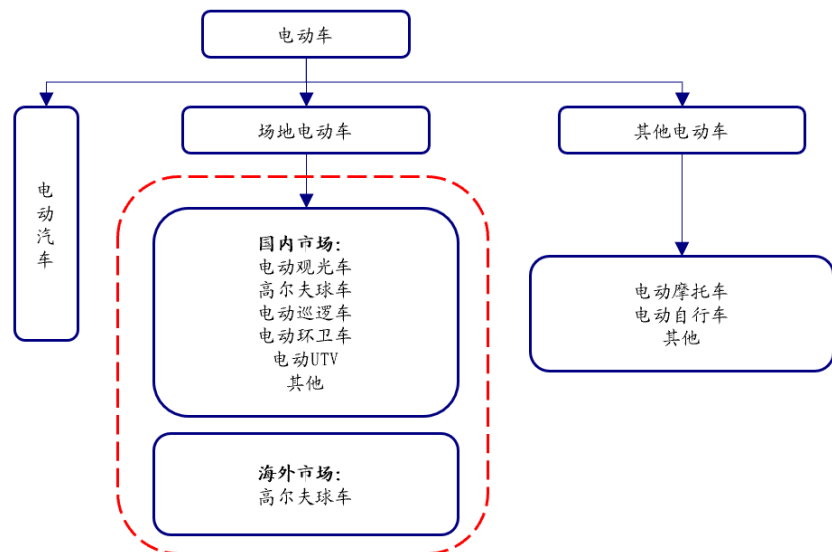
数据来源: Wind、开源证券研究所

2、未来增长引擎：球车到低速车辆（LSV），场景拓宽有望打开增长空间

2.1、高尔夫球车与 LSV：LSV 认证要求严格但可行驶的道路范围更广

海外高尔夫球车泛指场地电动车市场。国内市场，场地电动车指旅游景区/高尔夫球场等特定区域使用的专用车辆。海外市场，场地电动车最早应用于高尔夫球行业，因此高尔夫球车也泛指场地电动车。根据是否可上公共道路，美国市场又可将高尔夫球车分为合法上路车辆（取得 LSV 认证认定为 LSV 车辆，或得到相应州地区法律允许）以及非合法上路车辆。

图16: 海外高尔夫球车泛指场地电动车

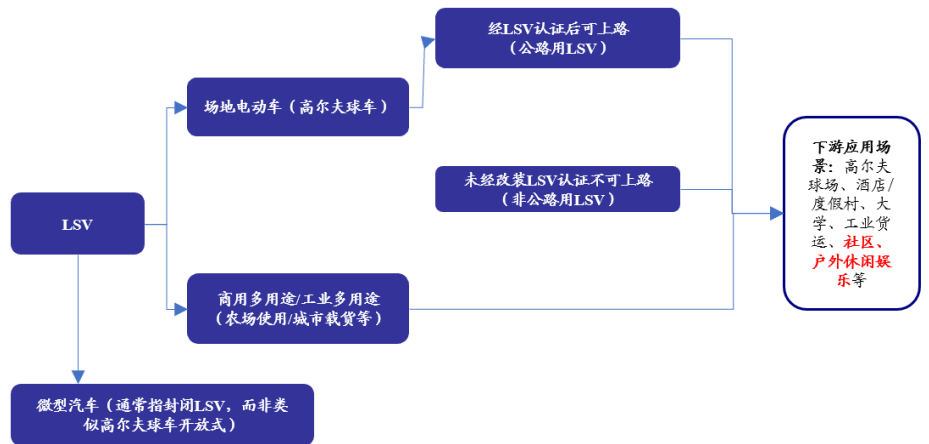


资料来源: 绿通科技招股说明书、开源证券研究所

LSV(低速车辆)在美区域泛指速度20mph~25mph、车重≤3000磅、符合NHTSA标准等可上公共道路的低速四轮车，面向 TOB 和 TOC 市场。根据美国联邦法律，传统球车限速 20mph，若超过 20mph 则被视为机动车辆，是否可上公共道路需看当

地法律和认证。LSV 的商用场景主要为高尔夫球场、酒店/度假村、大学、工业区等，TOC 场景主要为社区、户外休闲娱乐等。

图17: LSV 可上公共道路，符合认证的球车可从 TOB 场景拓宽至 TOC 场景



资料来源：绿通科技公司公告、Golf Cart Resource、Electrek、开源证券研究所

● 球车上路限制更多，LSV 认证要求严格但可行驶的道路范围更广

(1) 高尔夫球车：目前美国大部分州（堪萨斯州、加州、田纳西州等）允许高尔夫球车上公共道路，部分州不允许上公共道路（夏威夷州、华盛顿州）或未明确禁止上公共道路（俄勒冈州、纽约州、爱达荷州等）。高尔夫球车上路受到限制较多，是否上路由地方授权因此法规相对模糊且不确定性多，例如：（1）阿肯色州等不允许在县级道路上行驶；（2）密苏里州等不允许在十字路口穿越高速公路；（3）部分州夜间不能行驶高尔夫球车等。

(2) LSV（低速车辆）：法规背书能够在任何限速 35 英里及以下的公共道路上行驶。美国超 50%道路时速≤35mph。洛杉矶为例，除高速公路外，LSV 基本可以行驶至城区医院、公园、学校甚至海滩、户外露营地等。

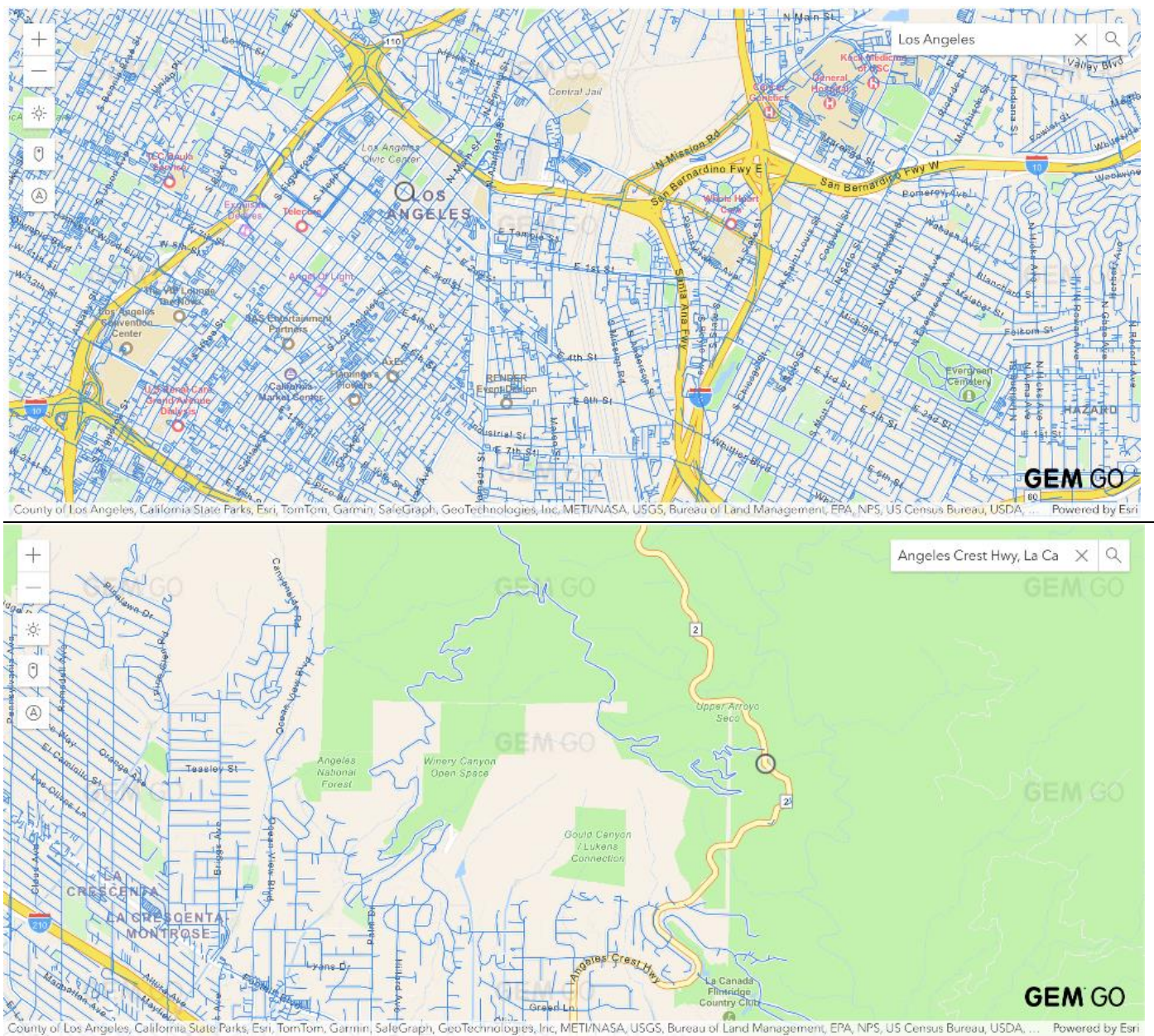
图18: 相较于高尔夫球车，LSV 车辆认证要求严格但可行驶的道路范围更广

高尔夫球车/LSV车道限制		州级行政区
高尔夫球车	经当地政府授权批准后可上路，但需配备足够安全装置或需要取得许可证等。部分州禁止在联邦或州高速公路行驶	堪萨斯州、加州、田纳西州、德州、宾夕法尼亚州、佛罗里达州、肯塔基州等大部分州
	未明确表示禁止在公共道路上行驶（或限定区域行驶）	俄勒冈州、纽约州、爱达荷州、科罗拉多州、亚利桑那州、内达华州、内布拉斯加州、北达科塔州、路易斯安那州、卡罗来纳州
	不允许公共道路上行驶	夏威夷州、华盛顿州
LSV	LSV车型符合VIN码、时速20~25mph、重量小于3000磅、通过FMVSS认证等信息后可在仍和限速≤35mph的公共道路上行驶	

注：美国联邦法律规定，高尔夫球车时速不应超过20mph。时速若超过20mph则被视为机动车辆。20mph~25mph视为低速车，要求低速车辆配备前照灯、刹车灯、转向信号灯、尾灯、反射镜、驻车制动器、后视镜、挡风玻璃、安全带和车辆识别号

资料来源：Golf Cart Resource、开源证券研究所

图19: 洛杉矶为例, LSV 可上城区大部分道路, 若 LSV 具备长续航甚至可达较远的山区露营地



资料来源: GEM 官网

LSV 认证要求比传统球车更加严格但较传统汽车相对简单: (1) 车辆总重量低于 3000 磅 (1400 公斤); (2) 时速 20~25 英里/小时 (32~40 公里/小时); (3) **必须配置:** 符合要求的挡风玻璃/安全带/轮胎 (安全带/挡风玻璃通过 DOT/FMVSS 标准, 由已在 DOT 注册的供应商生产)、喇叭、倒车摄像头、美国 VIN (车辆识别号)、前照灯 (大灯)、前后转向信号灯、尾灯、刹车灯、后视镜、驻车制动器、反光镜、里程表、车速表; (4) 需要进行 DMV 注册和保险; (5) 驾驶员需有驾驶执照。虽然 LSV 认证较传统球车更加严格, 但相较于传统汽车安规认证更加简单。

表4: 相较于高尔夫球车, LSV 安规更加严格

	LSV	高尔夫球车
主要用途	用于道路驾驶	用于高尔夫球场驾驶 (部分州地区允许后可上路)
载容量	2-6 人	2-4 人

	LSV	高尔夫球车
相关法律	在美国大多数州可合法上路，司机必须有驾驶执照	绝大部分情况下不需要驾照，部分地区允许后可上公共道路
安全标准	符合 NHTSA 标准，必须配置安全带、大灯、尾灯、反光板、转向灯、车速表、后视镜、喇叭、挡泥板、挡风玻璃等	可选装安全带、转向灯、大灯
车速	≤25mph/h	≤20mph/h

资料来源：GEM 官网、开源证券研究所

表5：以 GEM LSV 产品为例，具备多项安全设备

相关参数	GEM	
	E4（铅酸）	E4（锂电）
建议零售价	\$17490~\$19070	\$23480~\$29470
载客量	正四座	
电机功率/kW	5	
续航/英里	24~58（电池选配）	37~106（电池选配）
最高时速/mph	25	
电池保修/年	2	7
充电时间/h	7h	9~13h
符合 DOT 标准的轮胎和挡风玻璃	√	√
LED 刹车灯	√	√
转向灯	√	√
坡道控制	√	√
倒车警告信号	√	√
倒车摄像头	√	√
EPS 系统	√	√
车载充电器	√	√
其他	安全标准通过 LSV 认证，可选配太阳能电池板	

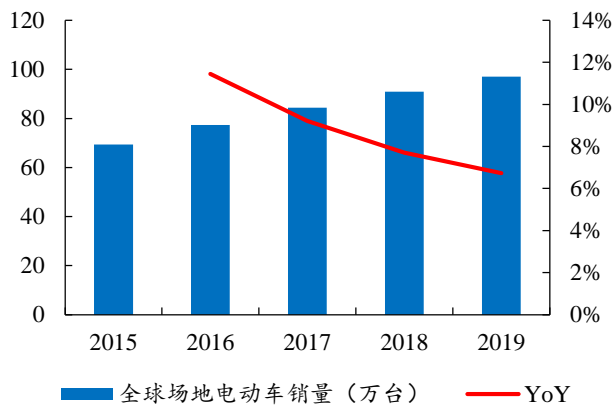
资料来源：GEM 官网、开源证券研究所

2.2、LSV 行业空间：专业场景全球体量数倍于高尔夫球车，ToC 场景（城镇短途出行）对标 E-Bike/电动滑板车成长空间广阔

高尔夫球车市场上看，ToB 场景为主全球销量近 100 万辆，美国市场为主。根据绿通科技招股说明书数据显示，2019 年全球高尔夫球车销量 97.02 万台，2015-2019 年复合增长率约为 8.8%。国际市场以美国市场为主，主要系庞大的高尔夫球产业根据美国 NGF 的统计数据，截至 2020 年末，全世界共有 38,081 个高尔夫球场，其中美国拥有 16,156 个高尔夫球场，占比为 42.43%。从中国出口数据上看美国亦是主要出口地，海关总署数据显示 2023 年场地电动车出口 18 万辆，美国占比 75%。

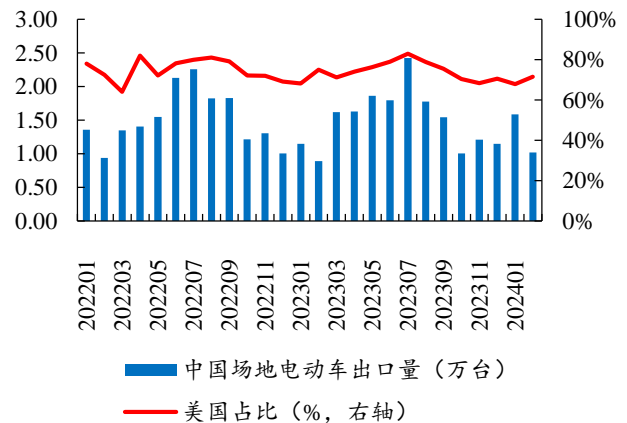
根据 Mordor Intelligence 预测，2023 年全球场地电动车（高尔夫球车）市场规模预计 21.5 亿美元，2028 年预计 28.4 亿美元，CAGR 为 5.71%，预计仍将保持小幅增长。

图20: 2019 年全球高尔夫球车销量近 100 万辆



数据来源: 绿通科技招股说明书、开源证券研究所

图21: 2023 年中国场地电动车出口 18 万辆, 美国为主



数据来源: 海关总署、开源证券研究所

- LSV 市场上看, 不同机构数据显示全球体量 65~117 亿美元, 体量高于高尔夫球车市场, 反馈北美为主要增长区域(得益于城镇短途旅行需求提升):

(1) 不同机构对 LSV 定义有所差异, 但整体体量预期相差不大, 市场体量数倍于高尔夫球车。

(2) 北美为主要市场, 根据 MRF 数据显示 2022 年北美市场 34.7 亿美元 (占比近 40%), 根据 Fortune 数据预期 2022-2030 年美国市场 CAGR 12.8%, 美国市场未来增速预期高于全球市场。

(3) 电动为主要动力类型, GMI 数据显示 2022 年电动 LSV 份额 64%。

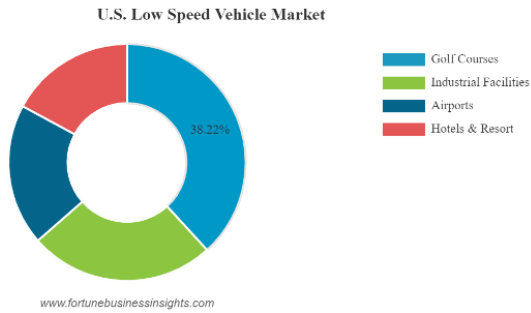
(4) 从应用场景上看, 高尔夫球场、工业场景、机场、酒店/度假村各占一定比重。城镇短途出行需求作为新兴需求, 占比还较低但从各机构反馈来看具备较强潜力。

表6: 不同机构数据显示全球平均体量 65~117 亿美元, 反馈北美为主要增长区域/城镇短途旅行需求提升

机构	LSV 全球体量概况
Markets and Markets (2023)	2022 年 97 亿美元, 2028 年 150 亿美元, CAGR 7.4%
GMI (2023.5)	2022 年 65 亿美元, 2032 年 150 亿美元, CAGR 10%
MRF (2024.3)	2022 年 90 亿美元, 2032 年 144 亿美元, CAGR 4.8%
Business Research (2024.1)	2023 年 73.4 亿美元, 2028 年 107.3 亿美元, CAGR 7.4%
MWR (2024.1)	2023 年调查反馈美国市场需求快速增长, 预期未来将保持较大幅度增长, 主要驱动为城镇短途旅行需求提升
Spherical Insights (2024.4)	2023 年 117 亿美元, 2033 年 286 亿美元, CAGR 9.32%。反馈预计北美市场增长最快
MarkNtel (2023.7)	2022 年 85 亿美元, 2022-2028 年 CAGR 6.5%。反馈北美地区增长最快, 归因于城镇短途旅行需求量增长
BlueWeave (2022.11)	2021 年 83.5 亿美元, 2028 年 136.2 亿美元, CAGR 7.3%
Fortune (2023.9)	2022 年美国市场 35.2 亿美元, 2030 年 91.5 亿美元, CAGR 12.8%。反馈城镇短途旅行需求量增长为主要驱动

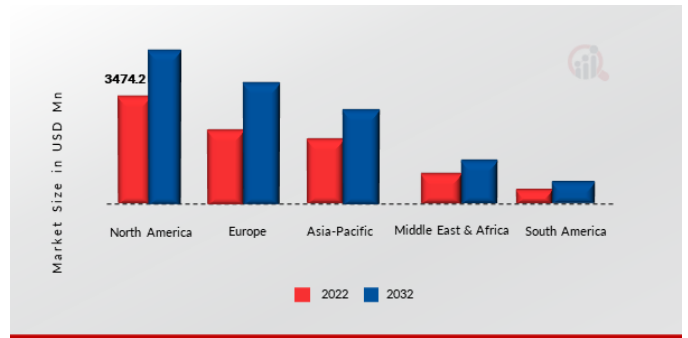
资料来源: 各机构官网、开源证券研究所

图22: LSV 下游市场, 高尔夫球场/工业区/机场/酒店等场景各占一定比重



资料来源: Fortune

图23: LSV 市场以北美区域为主



资料来源: MRF

- 前文提到北美城镇短途出行正成为北美 LSV 市场新细分场景, 背后是产品功能/性能的提升以及相较于汽车的经济性等:

(1) **产品使用体验提升:** 2022 年以来 Club Car、GEM 等厂商推出功能性更强的 LSV, 例如多功能可定制 (包括储物空间、配件、电池)、续航提升 (GEM 推出高续航及选配太阳能板产品)。

(2) **经济性:** 购置成本和运维成本低。麦肯锡数据显示 58% 的 LSV 人群薪资处中低水平。

(3) **车身结构紧凑易于操作:** 比传统车辆更具机动性并且更容易停车。

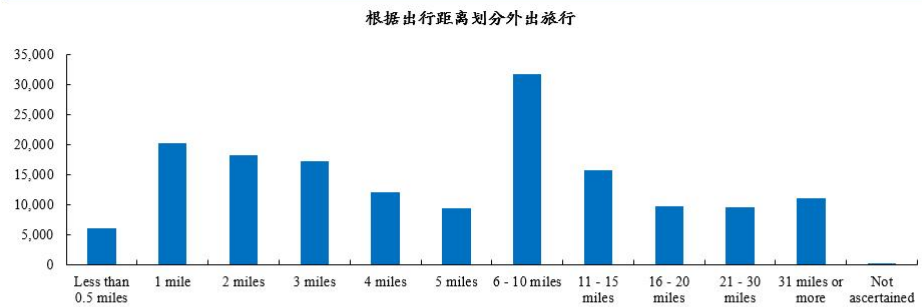
(4) **满足部分人群出行需求:** 从美国消费者出行数据上看, 近 40% 出行车辆行程不足 3 英里, 按当前低速车辆续航能够较好满足出行需求。

(5) **法规完善:** 具备符合联邦安全标准车牌和车辆识别号 (VIN), 确保受到监管的同时更容易跟踪盗窃事件。

(6) **开放式架构:** 比传统车辆更适合户外休闲旅游观光。

图24：产品功能/性能的提升、可定制化、适配部分消费者出行需求等是 LSV 城镇短途出行需求增长的驱动因素

近40%出行车辆行程不足3英里，按当前低速车辆续航能够较好满足出行需求



GEM e4 LSV 可选配电池支持不同续航里程 Club Car LSV 可选配配件提高实用性

GEM e4 电池选项

GEM e4	Maintenance-Free AGM	Business Maintenance-Free AGM	Lithium-Ion 7.2 kWh	Lithium-Ion 16.4 kWh
USD MSRP	Standard included	\$1,580	\$5,990	\$11,980
Battery Life Cycles	600	600	3,500	3,500
Battery Range*	24-33 mi	44-58 mi	37-53 mi	76-106 mi
Operating Temp.	9-122 °F	9-122 °F	-22-149 °F	-22-149 °F
Charge Time	7 hr	12 hr	9 hr	13 hr
Fast Charge Time	Not available	Not available	1.5-3 hr	3-5 hr
Battery Weight	369.6 lbs	580 lbs	152 lbs	304 lbs
Battery Warranty	2 yrs (8k miles)	2 yrs (8k miles)	7 yrs (30k miles)	7 yrs (30k miles)

*BASED ON STANDARD CONFIGURATION. RANGE Varies BY TERRAIN AND LOAD. ALWAYS USE PROPER DRIVING TECHNIQUE. ALWAYS WEAR YOUR SEATBELT. ALWAYS DRIVE RESPONSIBLY. ALWAYS FOLLOW LOCAL LAWS AND REGULATIONS.

MAKE IT YOURS

Your GEM® is completely customizable. Choose from many colors, seats, and wheels to make your golf cart fit your lifestyle.

LSV 增加配件可满足除雪/耕种/施工等不同需求



资料来源：Federal Highway Administration、Club Car 官网、GEM 官网、开源证券研究所

- 前述探讨了 LSV 与高尔夫球车的区别，以及 LSV 具备 TOC 场景的潜力，考虑到城镇短途出行属新增需求而三方机构尚未做出空间预测，我们尝试探讨 LSV 作为城镇短途出行（TOC 场景）需求的长期空间：

疫情催生 LSV 城镇出行需求，对此麦肯锡 2021 年对微出行工具（电动滑板车、电动自行车、轻便摩托车、电动低速三轮/四轮车）做出相关报告（N=26000），结论表明微型汽车（电动低速车辆）有可能成为继电动滑板车/电动自行车后新一轮微出行工具。具体来看：

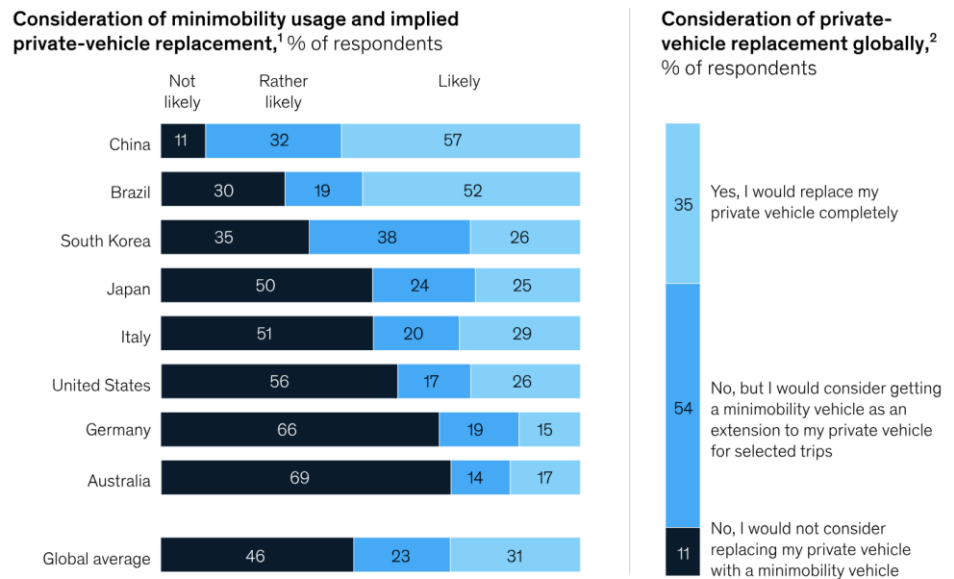
- (1) 全球领域，35%受访者愿意考虑购买微型汽车取代传统汽车，54%受访者愿意考虑购买微型汽车作为传统汽车的补充工具。
- (2) 美国市场，26%受访者非常有可能考虑使用微型汽车作为未来出行工具。

相较于 E-Bike、电动滑板车，符合上路标准的电动低速车能够提供更大的便利性和舒适性，同时可扩展空间/可定制化满足多种需求。对标 E-Bike 和电动滑板车，LSV 使用场景更广，城镇短途出行需求或能支撑上百万辆需求。根据麦肯锡数据，美国市场 26%调查者非常有可能考虑使用微型汽车作为未来出行工具，长期来看 26%补充需求或对应上百万辆销量。

表7: 对标 E-Bike、电动滑板车, LSV 作为城镇短途出行需求空间广阔, 或达上百辆

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
美国家庭数 (万户)	12582	12622	12759	12858	12845	12922	13120	13143
自行车销量 (万台)	1514	1493	1443	1435	1427	2083	1946	1771
E-Bike 销量 (万台)	0.9	1.3	4.0	6.0	11.3	27.7	44.6	70.8
汽车销量 (万台)	1785	1787	1755	1770	1749	1488	1541	1423
电动滑板车销量 (万台)								210
滑板车+E-Bike 销量 (LSV 可 对标工具)								280
26%对应 LSV 空间 (万台)								370

资料来源: Wind、Statista、开源证券研究所

图25: 麦肯锡数据显示全球大部分受访者愿意考虑购买微型汽车


资料来源: 麦肯锡

2.3、LSV 行业竞争: 专用场景海外品牌商为主, ToC 场景中国品牌商快速增长

专用场景市场以海外品牌商为主, ToC 场景中国企业快速增长:

(1) 专用场景市场 EZGO、Yamaha、Club Car 先发优势明显, 在北美地区占据较大份额。其中 Club Car 累计出货量已超 500 万辆, 2023 年 Yamaha 高尔夫球车销量 7 万辆 (+18%)。

(2) ToC 场景市场 (LSV) 还包括 GEM 等传统企业, GEM 创立之初便聚焦

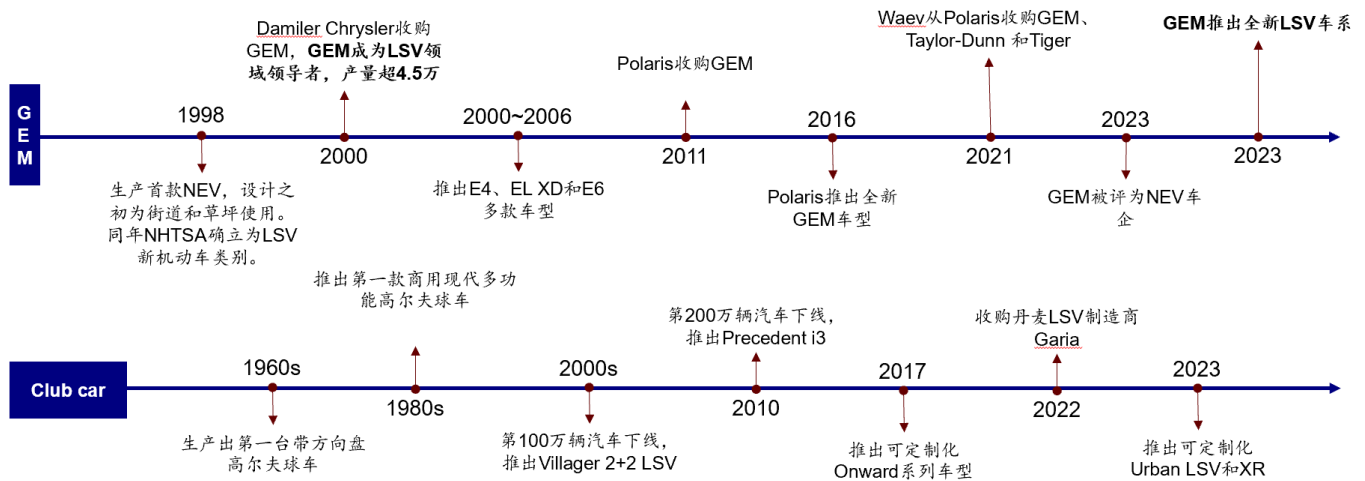
NEV 领域，2000 年销量便已超 4.5 万台。随着 ToC 场景需求提升，Club Car 等企业面向 ToC 市场逐步推出可定制化产品，例如 Club Car 2023 年推出 Urban LSV 可根据客户要求定制，EZGO 2023 年 6 月推出 Liberty LSV。中国企业以戴尔乐、绿通和益高为主，产品性价比要优于海外品牌，绿通主要通过 ODM 模式为 ICON 提供街头合法高尔夫球车，2023 年戴尔乐凭借可认证上路的车型快速增长。

表8：高尔夫球车全球市场以海外传统品牌商为主，2020 年以来中国企业在街头合法高尔夫球车领域快速增长

高尔夫球车/LSV 品牌	企业简介	规模
Club Car	创立于 1958 年，2021 年被美国铂金资本收购，主营个人、商用及高尔夫多功能车辆	2010 年第 200 万辆高尔夫球车下线，至今累计出货 500 万辆+
E-Z-GO (Textron 旗下品牌)	成立于 1954 年，美国最早致力于高尔夫球车及其它多用途车辆研发及生产的企业	/
Yamaha	雅马哈于 1975 年开始生产高尔夫球车	2023 年高尔夫球车销量 7 万辆 (+18%)
GEM	成立于 1998 年，生产首款 NEV，2021 年被 Waev 收购，全球 LSV 领域领导者	2000 年产量超 45000 辆
ICON	成立于 2017 年，提供街头合法上路高尔夫球车，绿通供货为主	美国发展较快的高尔夫球车企业
戴尔乐/HDK 电动车	成立于 2007 年，美国 HDK 电动车设立在中国的生产基地，美国 HDK 拥有四大系列 200 多个品种的新能源特种车、高尔夫球车、电动观光车、微型电动车。欧盟和美国均取得上路证	全球累计销量 40 万+，年产能 50000 辆左右，大部分在美国销售
绿通	广东绿通新能源电动车科技股份有限公司成立于 2004 年，主营场地电动车	2022 年高尔夫球车营收 12.45 亿元 (+58.02%)，产量 5.83 万台。2023 年预计有所下降
领鹿	敏实集团旗下公司，主营高尔夫球车、观光车、工具车、PTV 四大产品系列	年产能 50000 辆+
益高	成立于 1998 年，主要从事非公路用四轮电动车的开发及生产，包括观光游览车、高尔夫球车、电动货车等	年产能 30000 辆+

资料来源：各公司官网、绿通科技招股说明书、开源证券研究所

图26: GEM 创立之初便聚焦 LSV/NEV 领域, Club Car 面向消费者逐步推出可定制化系列车型



资料来源: GEM 官网、Club Car、开源证券研究所

2.4、涛涛车业: 产品端/渠道端快速落地, 产品性价比更高

2022H2 进入高尔夫球车市场以来产品/渠道快速落地, 2023 已推出性能更好的二代高尔夫球车。(1) 2022H2 公司针对市场推出第一代电动高尔夫球车。该款电动高尔夫球车具有汽车级享受同时兼具乘用车和工具用车功能, 基于前期渠道积累, 陆续收到来自美国、马来西亚、加拿大、墨西哥等国家地区的订单。(2) 2023H1 第二代电动高尔夫球车已研发完成并进行试产, 在第一代的基础上增加倒车影像、逆变器等功能。并逐步开拓 TSC (Tractor Supply Co.)、劳氏 (LOWE'S)、百思买 (Best Buy) 等大型商超。(3) 未来公司将持续拓展“电动化+高端化+个性化”的电动高尔夫球车产品, 同时逐步延伸低速车类产品产业链, 电动载货车和多座款高尔夫球车正在研发设计中。

图27: 2022H2 进入高尔夫球车市场以来产品/渠道快速落地, 2023 已推出性能更好的二代高尔夫球车



资料来源: 公司公告、开源证券研究所

相较于海外品牌, 中国品牌产品更具备价格竞争力。(1) 2+2 车型: 涛涛车业零售价 7995 美元, 戴尔乐 9999 美元, 均低于 10000 美元。而 EZGO、康迪、Yamaha 产品售价均高于 10000 美金。(2) 正四座: 涛涛车业零售价 9995 美元, 戴尔乐 9999 美元, 均低于 10000 美元, 售价较海外品牌低 20% 以上。

图28：相较于海外品牌，中国品牌产品更具价格竞争力

	涛涛车业		戴尔乐		E-Z-GO (Valor系列为铅酸)			康迪车业		Yamaha	GEM
	NOMAD XL	Rover XL	DEL3042G	DEL3022G2Z	Express S4	Liberty	Liberty LSV	Kruiser 4P	Kruiser 4PRO Forward A	Umax Rally™	E4
建议零售价	\$7,995	\$9,995	\$9,999	\$9,999	\$12,609	\$15,899	\$18,999	\$10,499	\$12,999	\$13,995	\$17,490
载客量	2+2	正四座	正四座	2+2	2+2	正四座	正四座	2+2	正四座	2+2	正四座
电机功率/kW	5	5	4	3	8.7	8.7	8.7	5	5	5	5
续航/英里	40	-	-	-	-	-	-	40	40	-	37-106 (可选配)
最高时速/mph	25	-	20/40 km/h	20/40 km/h	19	19.5±0.5	25	20/25 (LSV)	20	15	25
电池保修/年	5	-	-	-	-	-	-	3	3	-	-
充电时间/h	5	-	8-10	8-10	-	-	-	6.5	6.5	-	-
其他	后置摄像头、110V交流电源、LiFePO4锂电池、制动系统	后置摄像头、110V交流电源、LiFePO4锂电池、制动系统	获得“美国低速公路获得”、“美国低速公路上路许可证”、电控电机均美国进口	获得“美国低速公路获得”、“美国低速公路上路许可证”、电池转弯半径3.4m、电控电机均美国进口	牵引能力500磅/后货架负载能力100磅、减震器	牵引能力500磅/后货架负载能力100磅、液压转弯半径3.92m、液压减震器	倒车摄像头等在内多项安全设备 (符合SAE J2358行业标准、和FMVSS 500联邦标准)、牵引能力500磅/后货架负载能力100磅	牵引能力300磅、前独立悬架、附冰桶	牵引能力1200磅、前独立悬架	安全标准通过LSV认证	

资料来源：各公司官网、开源证券研究所

2.5、产品/渠道快速落地反映背后的竞争优势：成本/渠道/本地化运营/品牌优势

2.5.1、制造和成本优势：地处区域性制造集群，自研自制打造成本优势

基于制造和生产优势，公司全地形车毛利率要优于春风动力，滑板车毛利率预计与龙头九号公司相当：

(1) **自研自制**：核心部件发动机、车架、轮毂、电机、电池（组装）等自主研发和生产，自制率高达 70%，对毛利率平均拉动 2.5pct。

(2) **产业集群**：地处“永武缙”千亿五金产业带，生产所需钢材、铝材、发动机配件、塑料颗粒、轮胎等均可就近采购降低成本。

(3) **自动化生产**：2022 年起持续提升智能制造能力，采购激光切割机/大型注塑机等设备 32 台，自动化设备 28 台，提高生产效率。

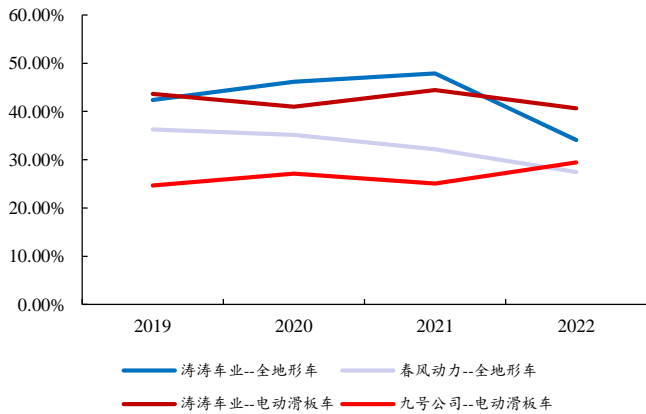
图29：涛涛发动机、车架、轮毂、电机等自制为主，成本较外采低

	发动机		车架		轮毂	
	单用量	主要来源	单用量	主要来源	单用量	主要来源
全地形车	1	主要自制，部分外购	1	基本为自制	4	主要自制，部分外购
摩托车	1	主要自制，部分外购	1	基本为自制	2	主要自制，部分外购

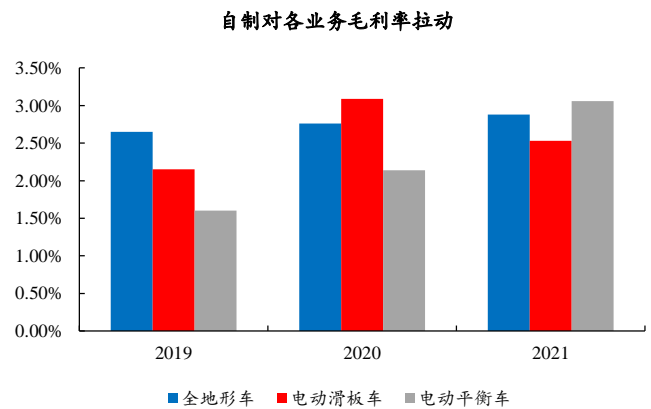
	电机		控制器		电池	
	单用量	主要来源	单用量	主要来源	单用量	主要来源
电动滑板车	1	主要自制，部分外购	1	外购	1	主要自制，部分外购
电动平衡车	2	主要自制，部分外购	2	外购	1	主要自制，部分外购

		2019	2020	2021	2022H1
发动机 (110cc发动机)	外购平均单价	643.34	535.73	661.06	675.34
	自制平均成本	416.39	421.96	444.21	475.58
	差异率	55%	27%	49%	42%
车架 (135D2/125D2 全地形车)	外购平均单价	148.12	148.12	183.35	
	自制平均成本	114.39	109.85	128.8	125.14
	差异率	29%	35%	42%	
轮毂 (全地形车6寸铁轮毂)	外购平均单价	8.26			
	自制平均成本	5.95	4.83	7.86	7.82
	差异率	39%			
电动平衡车电机	外购平均单价	46.02	99.12	68.58	69.03
	自制平均成本	47.02	86.41	52.36	57.37
	差异率	-2%	15%	31%	20%

数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

图30：公司全地形车毛利率高于春风动力


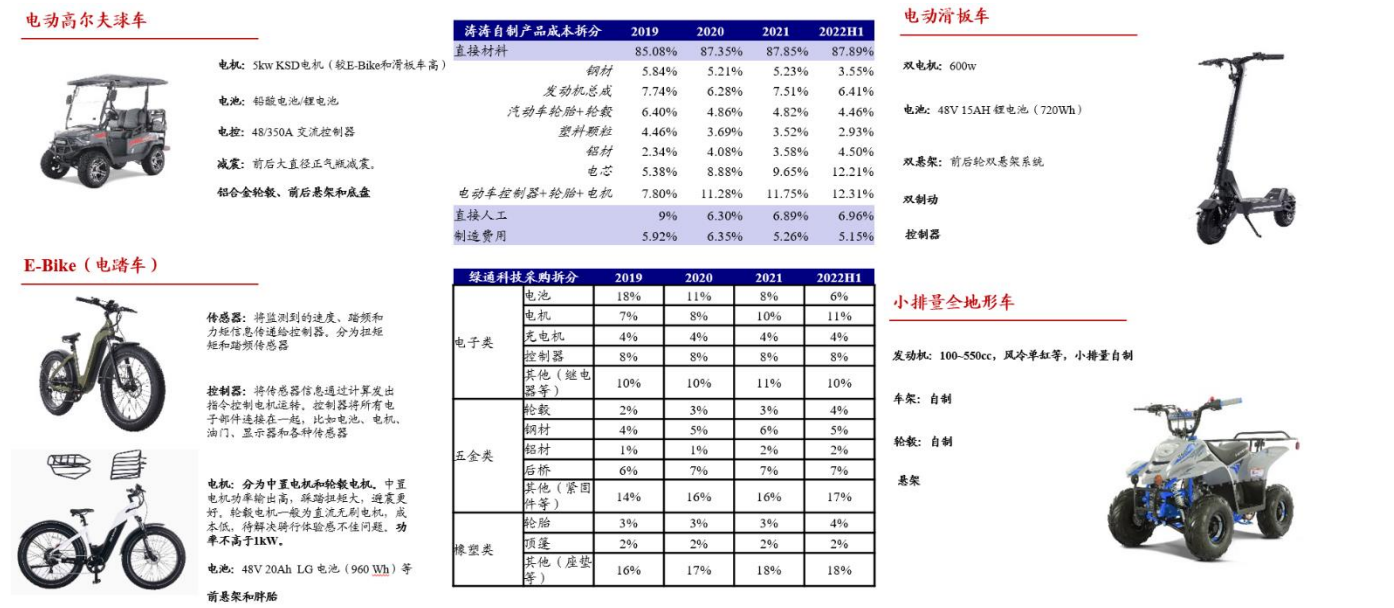
数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图31：自制预计对各业务毛利率正贡献 2.5pct 左右


数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

聚焦于短交通出行/低速车辆领域，各大业务线核心材料和产线可复用，从而加速产品迭代速度。电动高尔夫球车为例，原材料采购和产线可共用（从涛涛车业和绿通科技采购材料相当，均多为锂/铅酸电池、电机、控制器、轮毂、钢材/铝材等），电池/电机/车架等材料可通过各子公司制造或集团子公司采购。

图32：公司聚焦短交通出行/低速车辆领域，电机/电池/控制器/轮毂/轮胎/钢材/铝材等核心零部件或原材料可复用

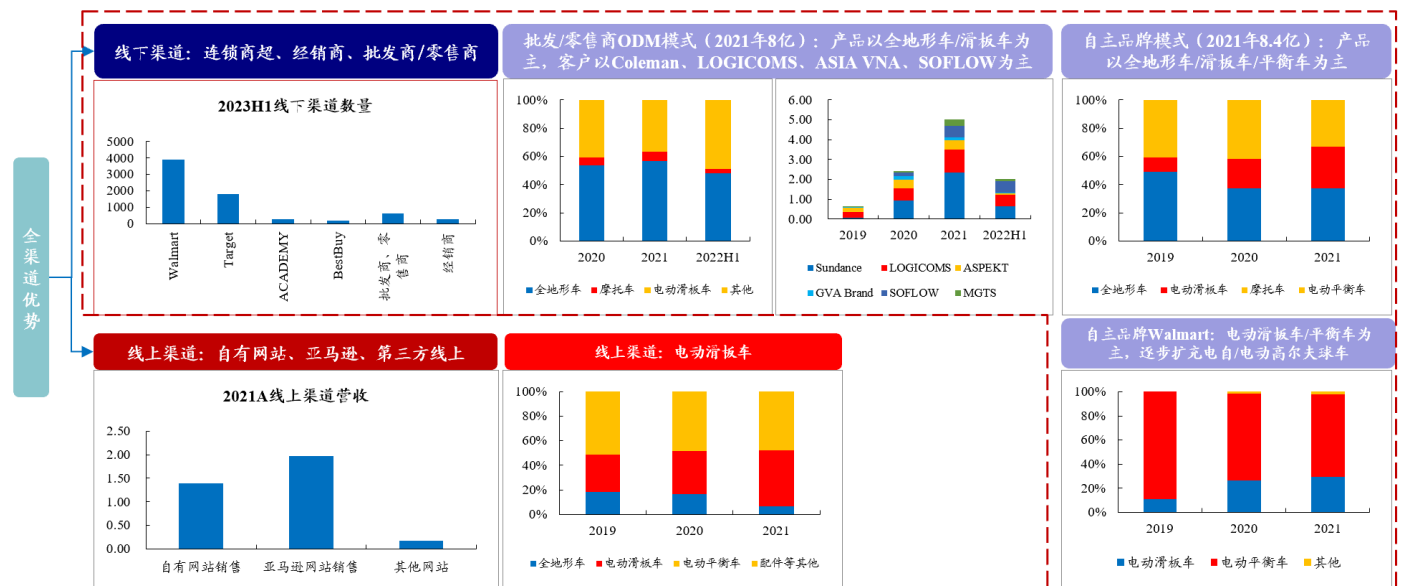


资料来源：公司招股说明书、绿通科技招股说明书、开源证券研究所

2.5.2、全渠道覆盖优势：商超零售商/批发商/经销商/线上全渠道覆盖，新品类一定程度可复用原有渠道

线下覆盖大型连锁商超（沃尔玛等）、批发商/零售商 600 多家、经销商 280 多家（2022H2 开始搭建），线上自有网站/亚马逊并行。基于前期渠道积累，电动自行车/电动高尔夫球车能够快速导入现有零售商/高端经销商/商超体系，例如电动高尔夫球车早期 ODM 厂商为全地形车 ODM 厂商 Coleman，电动自行车进入线下 Walmart 渠道。

图33：公司线下连锁商超、批发商/零售商、经销商、线上自有网站/亚马逊全渠道覆盖，新品类可复用原有渠道

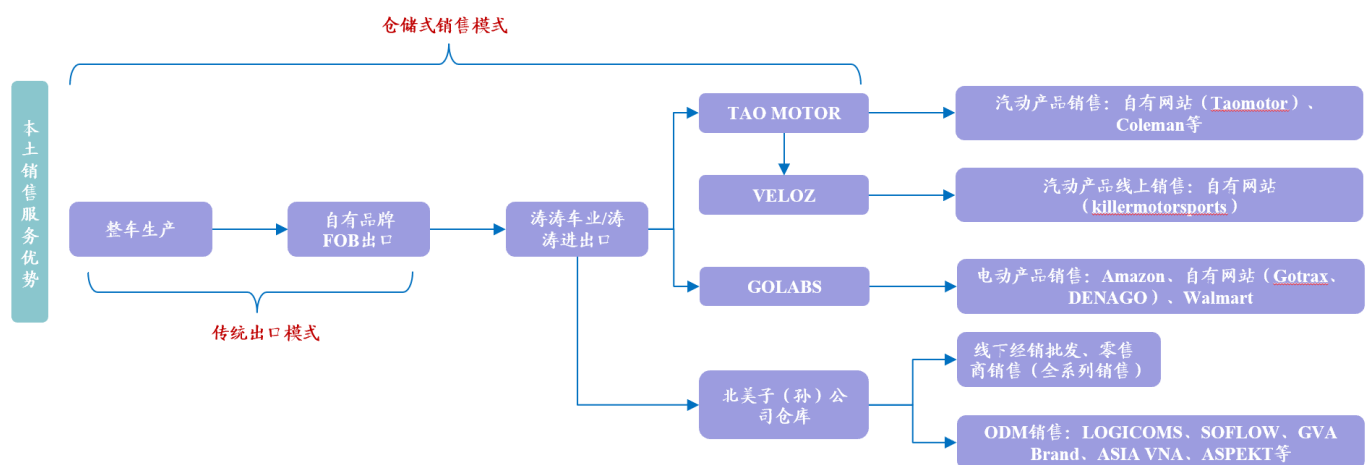


资料来源：公司公告、开源证券研究所

2.5.3、本地化运营优势：海外本土运营销售团队+本地化仓储提升供应链效率

海外设立分公司、本地运营团队、仓储中心，需求洞察/销售/仓储/售后一体化有效提升供应链效率。(1) 北美建设电动自行车、智能电动低速车、高端品牌全地形车三大营销中心。境外设立 TAO MOTOR、GOLABS 等公司负责当地线上线下销售。(2) 美国、加拿大均建有本土运营团队，负责洞察当地市场需求变化。(3) 海外有 4 个仓储中心：美国得克萨斯州、加利福尼亚州和印第安纳州设立了 4 个销售仓储中心，在加拿大多伦多设立 1 个销售仓储中心，仓库面积合计约 3.53 万平方米。仓储中心提高供应链效率。(4) 售后服务：现有境外仓库中近 5000 平方米专门用于存放各式各样的配件，方便客户采购和售后维修用售后服务，配合本土团队最大程度提高售后体验。

图34：海外设立分公司、本地运营团队、仓储中心，需求洞察/销售/仓储/售后一体化有效提升供应链效率



资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

2.5.4、品牌优势：三大品牌各有侧重，DENAGO 定位高端且开设线下体验店提高品牌曝光度

公司旗下拥有 TAOMOTOR、GOTRAX 和 DENAGO 三大主力品牌，DENAGO 聚焦高端，谷歌趋势上看 Gotarx 搜索热度与 Segway 差距缩小。TAO MOTOR 以“实用、乐趣、动感”的品牌主张，已在欧美市场上获得了广泛的认可；GOTRAX 专注于“新潮、环保、高性能”的品牌主张，多次入选亚马逊“AMAZON BEST SELLER”、“AMAZON’S CHOICE”畅销品名单；DENAGO 以“高端、专业、活力”的品牌主张。

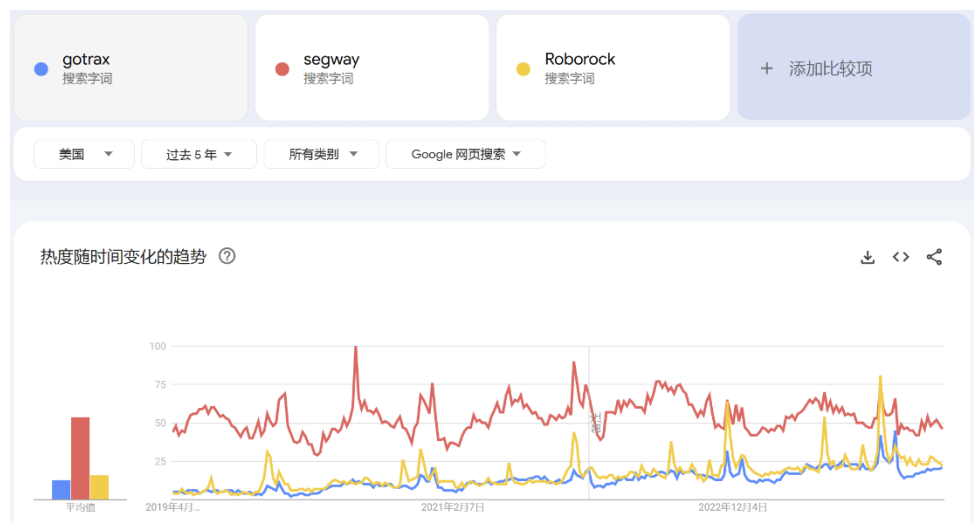
国际化运营团队赋能品牌建设，线下开设体验店提高品牌曝光度。公司组建了国际化的高端运营团队，由业内知名人士和行业专家组成，为公司自有品牌建设加码赋能。2022 年 11 月，DENAGO 品牌在北美得克萨斯州高端商场(Stonebriar Mall)开设了首家线下品牌体验中心，第 2 家线下品牌体验中心将于 2023 年下半年入驻佛罗里达州坦帕市的国际广场。

图35: DENAGO 于北美 E-Bike 市场已开拓上百家经销商渠道, 线下建立首家品牌体验店



资料来源: DENAGO 官网、Instagram、开源证券研究所

图36: Gotarx 搜索热度与 Segway 差距缩小, 与 Roborock 相当



资料来源: Google Trend

3、全地形车/电动滑板车/E-Bike: 行业平稳, 大排量与 E-Bike 有增量

3.1、全地形车: 美国市场 UTV/SSV 为主导, 行业进入平稳期

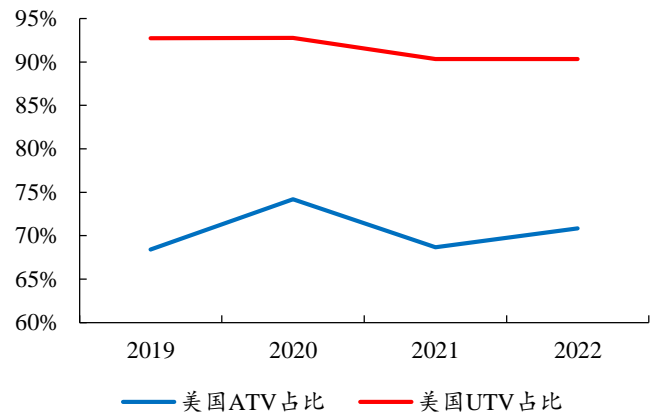
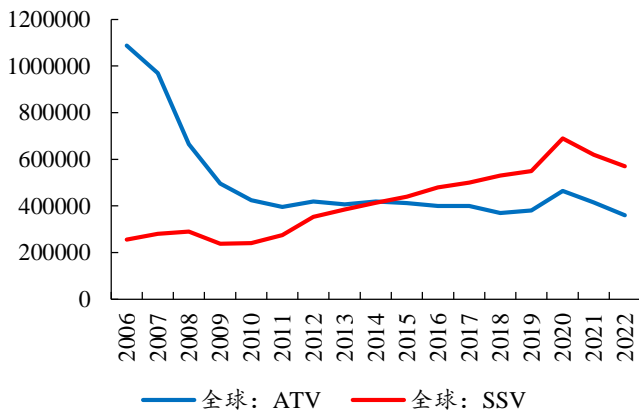
全球体量 90-100 万辆, 以美国市场 UTV/SSV 为主。根据北极星年报数据显示: (1) 2006 年以前本田为代表的企业推行 ATV 产品, 销量于 2005/2006 达到高点。2006 年以来 Polaris 为代表的企业推出 UTV/SSV 新车型, 由于 UTV 具备防滚架, 承载以及托载能力大幅提升, 适用于农牧场工作/休闲娱乐等多种场景, ATV 开始向 UTV/SSV 转变, 2022 年 UTV/SSV 占比提升至 61%。美国多草地、山路、沙路等复杂地形, 叠加人均收入水平高以及富于冒险, 成为全球全地形车主要销售地, 2022 年美国占全球 ATV 市场比重 71%, 占全球 UTV/SSV 市场比重 90%。

行业整体增速上看, 疫情刺激 2020 年行业快速增长, 需求透支后 2021-2022 年

行业销量有所下滑，2021-2022 年同比分别-10%/-10%。

图37：2006 年以来 UTV/SSV 车型快速增长，2022 年占比提升至 61%（单位：台）

图38：美国为全球 ORV 主要市场



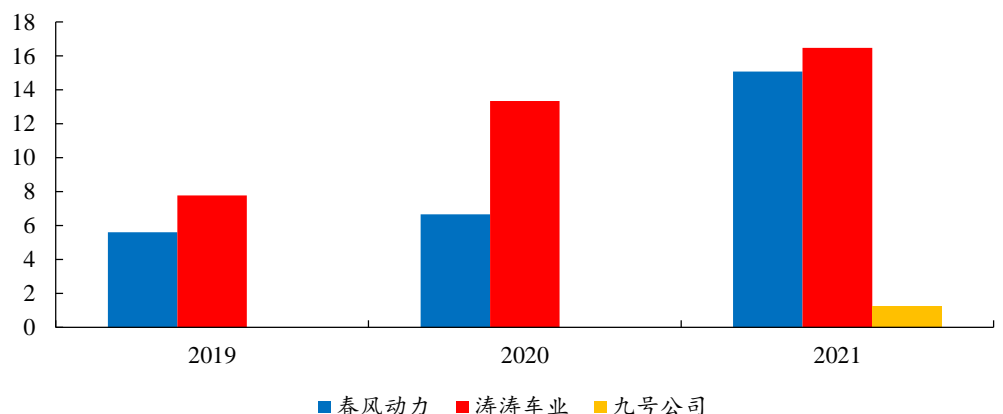
数据来源：北极星年报、开源证券研究所

数据来源：北极星年报、开源证券研究所

3.1.1、涛涛车业：布局大排量全地形车，配合开拓高端渠道

春风动力和九号公司聚焦大排量，涛涛车业聚焦小排量。(1)销量上看，2021 年涛涛车业全地形车出货量 16 万台左右，聚焦小排量市场（300cc 以下）易放量，而春风动力（2022 年出货量 17 万台）和九号公司均聚焦大排量市场。(2)均价上看，春风动力和九号公司远高于涛涛车业，大排量单价高。(3)渠道布局上看，涛涛车业小排量导入现有商超/零售商渠道体系中，大排量逐步开拓高端经销商网络（2023H1 280 家，其中全年预计开拓全地形车经销商 100 家），较春风仍有提升空间。

图39：涛涛车业聚焦小排量，整体全地形车销售量高于春风动力和九号公司（单位：万台）



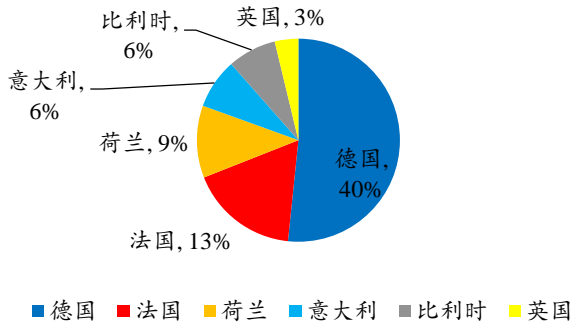
数据来源：各公司公告、开源证券研究所

3.2、电动滑板车/E-Bike：E-Bike 北美市场或仍有增量，滑板车/平衡车市场维持平稳

电动自行车欧美为主。预计未来北美市场为主要增长点，行业格局相对分散。根据欧洲自行车工业联合会数据，2022 年欧洲传统自行车/电踏车销量分别为

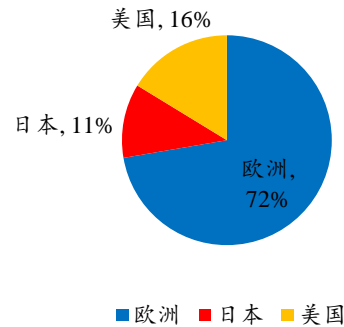
1470/550 万台，同比分别-9%/+9%，电踏车渗透率 37%，其中德国/法国/荷兰为主要市场。此外美国市场 2021 年电踏车销量 114 万辆，渗透率仅为 3.8%，相较于欧洲市场仍有较大提升空间。此外根据 Mordor Intelligence 数据显示，预计 2023~2029 年北美市场 E-Bike 规模将从 28.9 亿美元提升至 75.4 亿美元（CAGR 为 17.3%）。

图40：2022 年德国、法国、荷兰为欧洲 E-Bike 主要市场



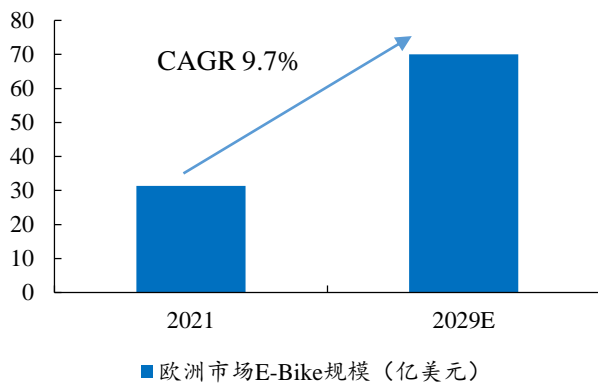
数据来源：欧洲自行车工业联合会、INNKR 拓氮科技公众号、开源证券研究所

图41：2022 年欧洲为全球 E-Bike 主要市场，其次为美国市场



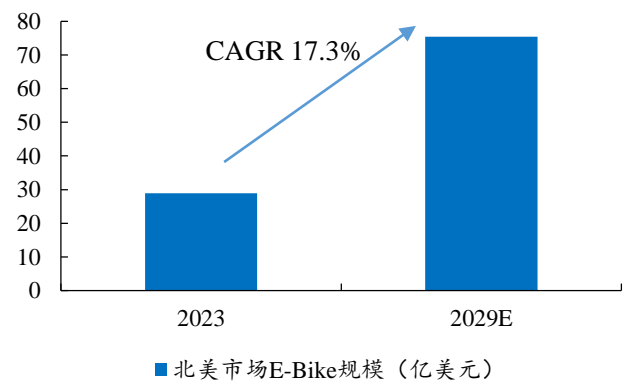
数据来源：欧洲自行车工业联合会、INNKR 拓氮科技公众号、八方股份公司公告、开源证券研究所

图42：预计 2023~2029 年欧洲 E-Bike 市场规模 CAGR 为 9.7%



数据来源：marketsandmarkets、开源证券研究所

图43：预计 2023~2029 年北美 E-Bike 市场规模 CAGR 为 17.3%



数据来源：Mordor Intelligence、开源证券研究所

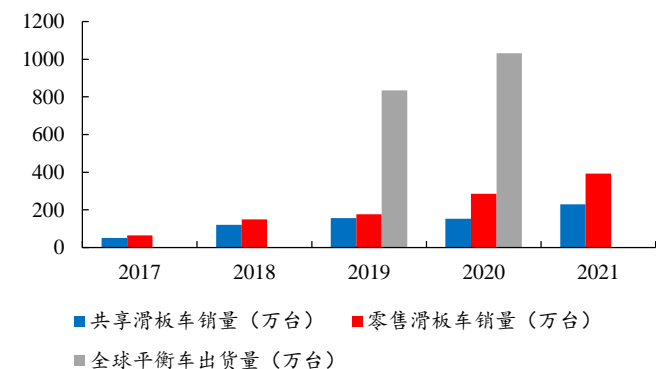
市场竞争上看，线上消费格局上看尚未形成领导品牌。卖家精灵数据显示，德国亚马逊 E-Bike 行业头部品牌市场份额 10%左右，CR5 份额不足 50%，仍处发展初期相对分散。美国市场方面，头部品牌 Heybike 份额 15-20%左右，其他品牌份额不足 10%，格局亦相对分散，尚未形成领导品牌。

图44：美亚和德亚渠道上看 E-Bike 格局相对分散

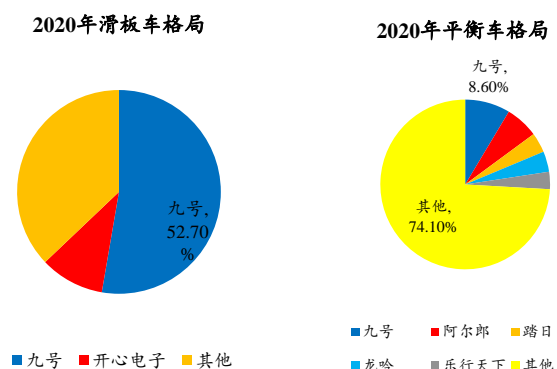
美亚E-Bike格局	202204	202205	202206	202207	202208	202209	202210	202211	202212	202301	202302	202303	202304	202305	202306	202307	202308	202309
Heybike	0.0%	6.4%	10.6%	8.1%	8.3%	12.4%	16.8%	12.5%	13.2%	12.7%	12.2%	11.3%	14.2%	16.3%	16.3%	22.2%	18.6%	13.1%
Vivi	12.0%	3.5%	6.9%	4.8%	5.5%	7.4%	8.0%	9.8%	7.4%	8.9%	10.4%	5.6%	12.5%	6.1%	5.9%	6.6%	11.4%	7.8%
Jasion	2.5%	1.5%	9.9%	4.6%	6.8%	7.0%	6.4%	4.5%	9.0%	5.7%	3.4%	4.7%	5.4%	5.5%	3.7%	5.1%	8.1%	6.5%
ANCHEER	6.1%	4.4%	7.2%	3.7%	5.5%	3.2%	2.8%	1.9%	6.0%	3.4%	2.0%	3.2%	2.7%	3.4%	4.0%	3.2%	4.3%	4.6%
Oraimo	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.2%	4.2%	4.0%	6.5%	4.1%	4.5%
Gotrax	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.2%	1.5%	4.3%
TotGuard	5.4%	5.2%	8.0%	4.9%	3.7%	5.0%	7.2%	8.9%	3.5%	2.2%	2.5%	2.8%	3.6%	3.2%	2.1%	4.4%	4.7%	3.6%
LECTRIC	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.2%	2.5%	3.8%	3.8%	4.2%	1.9%	2.6%
Generic	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.7%	2.8%	2.2%	1.7%	0.6%	0.5%	0.5%	0.9%	1.7%	0.6%	1.3%	3.8%	0.4%	0.2%
VELOWAVE	9.1%	7.7%	10.0%	6.0%	7.8%	6.8%	6.0%	4.4%	2.7%	2.7%	2.2%	1.8%	1.9%	0.0%	2.8%	1.2%	0.0%	0.0%
德亚E-Bike格局	202204	202205	202206	202207	202208	202209	202210	202211	202212	202301	202302	202303	202304	202305	202306	202307	202308	202309
FISCHER	21.7%	4.8%	9.4%	2.2%	4.7%	4.1%	9.1%	7.1%	5.7%	6.4%	4.1%	14.0%	13.8%	13.7%	13.0%	18.3%	15.6%	10.0%
TELEFUNKEN	8.5%	6.4%	6.3%	2.5%	4.9%	19.3%	16.7%	12.2%	6.0%	3.8%	5.0%	5.2%	6.8%	4.6%	4.6%	4.1%	9.4%	9.4%
Bluewheel Electromob	5.0%	5.7%	9.6%	3.9%	4.3%	3.2%	6.1%	6.4%	4.6%	1.7%	7.4%	9.0%	7.3%	5.5%	7.7%	1.4%	8.1%	8.5%
Prophete	2.2%	0.0%	0.0%	4.9%	0.0%	1.4%	0.0%	1.8%	3.5%	1.3%	5.1%	1.0%	1.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	8.1%
naxus	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.1%	4.9%	0.0%	0.5%	4.3%	6.0%	7.7%
Eleglide	0.0%	2.3%	1.2%	0.0%	1.0%	0.7%	5.4%	4.4%	4.0%	4.5%	5.9%	6.3%	3.7%	4.2%	3.0%	5.6%	6.4%	3.1%
ENGWE	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.8%	1.6%

数据来源：美国亚马逊、德国亚马逊、卖家精灵、开源证券研究所

预计电动滑板车/平衡车市场维持平稳。研精毕智数据显示，2021年滑板车全球销量623万台，其中零售滑板车/共享滑板车销量393/230万台，考虑共享行业需求下滑预计未来滑板车整体市场维持平稳。行业格局上看，滑板车市场九号公司份额领先，根据2021年行业销量以及公司滑板车出货量测算公司滑板车份额10%左右。平衡车由于客单价低、进入门槛低等特征行业格局相对分散。

图45：2021年全球滑板车销量623万台，共享/零售滑板车销量分别为230/393万台


数据来源：研精毕智、开源证券研究所

图46：滑板车市场九号份额领先，平衡车市场格局分散


数据来源：研精毕智、EV Tank、开源证券研究所

3.2.1、涛涛车业：2022年起发力，快速推新覆盖多种场景且同步开拓渠道

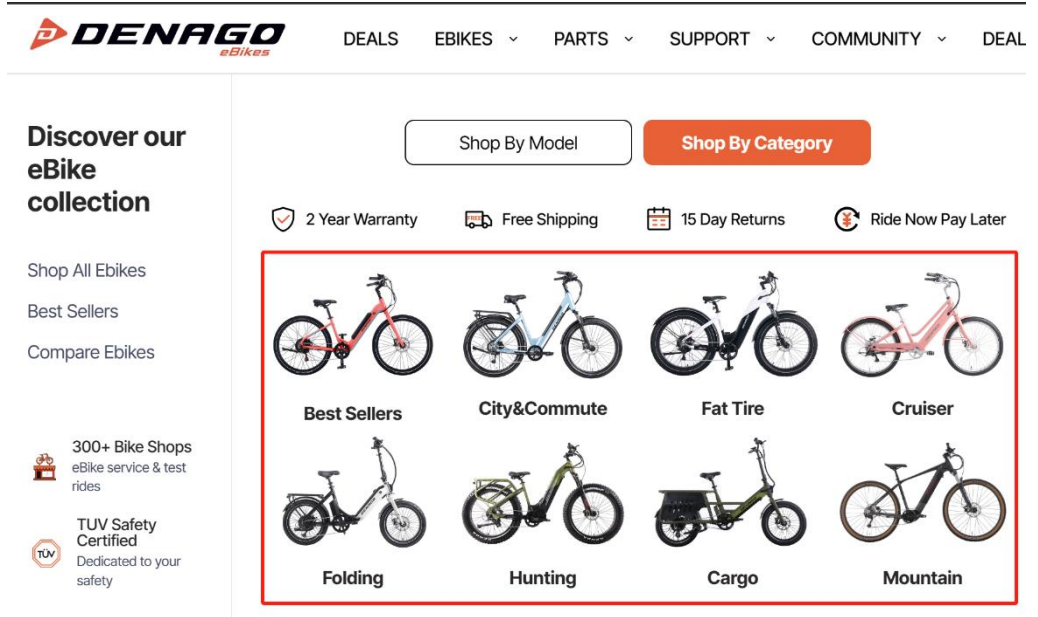
2022H2公司电动自行车完全实现量产，以高端DENAGO品牌推出城市通勤类、巡航类等多款电动自行车，2023H1维持高速增长。产品端，自2022年发力电动自行车以来，公司已陆续推出城市通勤类、折叠类、巡航类、雪地车类的一系列产品。2023年6月，公司首次研发推出搭载中置电机的高性能越野电动山地车。渠道端，除利用原有商超渠道快速导入电动自行车外，2023年公司计划开拓电动自行车专业经销商300家。截至目前，DENAGO品牌电动自行车已获多个奖项，2022/2023H1销售收入保持高速增长态势。

图47：自 2022 年发力 E-Bike 以来，以 DENAGO 品牌为核心推出多款产品且同步配合渠道开拓



资料来源：公司公告、开源证券研究所

图48：DENAGO 官网已发售城市通勤、折叠、巡航、山地等多款适用于不同场景 E-Bike



资料来源：DENAGO 官网

4、盈利预测与投资建议

整体预计 2024-2026 年营收同比分别+35.71%/+26.79%/+23.12%，具体拆分品类上看：

(1) **电动高尔夫球车业务**：公司聚焦 ToC 场景，从高尔夫球车延伸至低速电动车产业，新建项目达产后预计每年新增 3 万台产能及 8 亿元以上营业收入。受益于未来北美城镇短途出行需求增加，预计电动高尔夫球车将迎来红利期推动营收快速增长，我们预计 2024-2026 年电动高尔夫球车业务营收分别为 7/13.3/20.62 亿元，同比分别+792%/+90%/+55%。

(2) **电动自行车业务**：行业层面，北美市场低渗透率，预计未来仍有增量需求。自 2022 年发力电动自行车以来，公司以 DENAGO 品牌持续推出多款产品且同步配

合渠道开拓。截至目前预计北美经销商数量超百家，预计未来有望实现双位数增长，2024~2026 年营收同比分别+20%/+15%/+10%。

(3) 全地形车业务：行业相对成熟预计未来全球体量保持稳定。公司从小排量向市场规模空间更大的大排量全地形车发展，2023H1500ATV 和 UTV 陆续进入小批量试产，同时在研 650cc 及以上 ATV 和 UTV 车型。预计高客单价大排量车型拉动全地形车整体 2024~2026 年保持 10%左右增长。

(4) 电动滑板车：滑板车作为微出行补充工具目前欧美渗透率已达阶段性高位，行业层面预计维持相对平稳。公司仍持续坚持推新，线上+线下+ODM 全渠道发展，预计 2024~2026 年营收同比分别+5%/+5%/+2%。

毛利率方面：(1) 滑板车/平衡车格局相对稳定，预计未来毛利率保持相对平稳，毛利率或主要受海运成本以及汇率影响。(2) 伴随营收增长，2021-2023 年预计电动自行车毛利率提升显著，公司持续聚焦中高端领域，预计 2024-2025 年毛利率维持高位。(3) 电动高尔夫球车，考虑到行业中短期将处红利期，预计毛利率高于全地形车，同时伴随营收规模增长预计 2024 年毛利率提升显著，2025 年维持高位。(4) 全地形车，从小排量走向高客单价大排量市场，预计毛利率稳步提升。

费用方面，预计 2024-2026 年期间费用率分别为 21.77%/22.18%/21.74%：(1) 销售费用率，2022~2023 年线下渠道和人员规模快速增长，预计 2023 年费用率同比显著提升。考虑到后续仍需要持续拓展专业经销商渠道以及品牌推广，预计 2024-2026 年销售费用率分别为 14.5%/14.3%/14.20%。(2) 管理费用率和研发费用率，人员规模扩张达到较高水平，伴随营收规模增长预计有一定规模效应，2024-2026 年费用率延续下降趋势。(3) 财务费用率 2022-2023 年受益汇兑收益财务费用率历史新低，中性预期后续汇率回归常态化，2024-2026 年费用率分别为-0.34%/0.68%/0.66%。

表9：预计 2024-2026 公司营业总收入增速分别为 35.71%/26.79%/23.12%

分产品拆分营收	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	20.18	17.66	21.44	29.10	36.90	45.43
YoY	45.62%	-12.49%	21.44%	35.71%	26.79%	23.12%
电动车	9.31	10.65	12.79	18.70	24.79	32.02
其中：电动滑板车	6.44	6.87	7.18	7.54	7.92	8.08
yoy	83.3%	6.6%	4.5%	5.0%	5.0%	2.0%
电动平衡车	2.34	2.90	2.96	2.96	2.96	2.96
yoy	24.3%	24.0%	1.8%	0.0%	0.0%	0.0%
电动自行车	0.43	0.78	1.65	1.98	2.27	2.50
yoy		81.3%	111.1%	20.0%	15.0%	10.0%
电动高尔夫球车			0.79	7.00	13.30	20.62
yoy				791.7%	90.0%	55.0%
汽车/特种车	9.28	5.42	7.43	8.11	8.86	9.53
全地形车	7.77	5.12	6.20	6.82	7.51	8.26
yoy	46.9%	-34.1%	21.2%	10.0%	10.0%	10.0%
毛利率	32.97%	35.75%	37.60%	37.59%	38.68%	38.73%
电动滑板车	36.28%	40.67%	42.35%	42.00%	42.50%	42.50%
电动平衡车	27.74%	34.84%	34.87%	34.50%	35.00%	34.50%
电动自行车	38.37%	44.51%	44.96%	46.50%	48.00%	48.00%

分产品拆分营收	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
电动高尔夫球车			28.26%	35.50%	38.00%	38.00%
全地形车	31.32%	34.12%	34.14%	35.00%	36.00%	37.00%
期间费用率	18.82%	21.25%	21.00%	21.77%	22.18%	21.74%
销售费用率	10.21%	14.39%	14.69%	14.50%	14.30%	14.20%
管理费用率	3.81%	4.07%	4.36%	3.99%	3.84%	3.59%
研发费用率	3.12%	3.64%	4.09%	3.90%	3.76%	3.51%
财务费用率	1.69%	-0.85%	-2.13%	-0.34%	0.68%	0.66%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

我们预计 2024-2026 年公司归母净利润为 3.91/5.21/6.52 亿元，对应 EPS 为 3.58/4.76/5.96 元，当前股价对应 PE 分别为 20.5/15.4/12.3 倍。

与可比公司相比, 2024 年涛涛车业 PE 较自主品牌为主的春风动力以及 ODM 业务为主的久祺股份高, 但涛涛车业 2023-2025 年净利润预期增速更高, 同时自主品牌业务有望受益高尔夫球车红利期, 我们认为具备一定估值溢价空间。从 PEG 角度看, 九号公司/春风动力/久祺股份平均 PEG (2023 年对应 PE/未来三年净利润复合增速) 为 0.91, 涛涛车业 PEG 0.88 与行业相当。**展望后续**, 公司聚焦电动高尔夫球车、E-Bike 和大排量全地形车, 同时配合开拓高端经销商渠道以及建立大排量特种车和高尔夫球车产线, 新品类面向更大市场有望拓宽公司成长边界, **首次覆盖给予“买入”评级。**

表10: 涛涛车业自主品牌业务为主有望受益高尔夫球车红利期, 高盈利新品类有望带动净利润增速高于同行平均水平, 具备一定估值溢价空间

证券简称	评级	收盘价 (元)	归母净利润增速 (%)				2023-2026 三年利润 CAGR			PE (倍)			PEG
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	
九号公司	买入	31.81	32.6%	35.5%	48.6%	42.9%	42.2%	28.1	18.9	13.2	0.90		
春风动力	未评级	142.90	43.7%	21.8%	24.2%	24.7%	23.6%	17.5	14.1	11.3	0.91		
久祺股份	未评级	11.71	-36.6%	59.0%	25.4%	13.0%	31.1%	16.2	12.9	11.4	0.83		
	平均值		13.2%	38.7%	32.8%	31.3%	31.1%	21.3	16.2	20.6	0.91		
涛涛车业	买入	73.21	36.1%	39.4%	33.2%	25.3%	32.5%	20.5	15.4	12.3	0.88		

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：九号公司、涛涛车业为开源证券研究所预测，其余为 Wind 一致预测，收盘价截至 2024 年 4 月 24 日）

5、风险提示

(1) 新品类市场拓展不及预期：电动高尔夫球车作为公司未来增长主要引擎, 若海外消费者接受度提升不及预期或公司新品高尔夫球车在海外市场迭代速度没有达到预期, 则可能对公司未来营收增长产生影响。

(2) 海外需求快速回落：公司主营市场欧美为主, 若海外消费者对公司主营产品需求快速回落, 或者说前期需求已被较好释放, 则可能对公司未来营收增长产生影响。

(3) 行业竞争加剧：电动高尔夫球车作为新兴赛道当前玩家较少, 若随着市场增长导致竞争者增加, 则可能对后续行业盈利中枢产生影响。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	1273	3333	4577	5556	6992
现金	191	1938	2629	3334	4105
应收票据及应收账款	288	588	601	907	949
其他应收款	12	18	23	28	35
预付账款	22	27	40	45	59
存货	723	715	1237	1194	1796
其他流动资产	37	48	48	48	48
非流动资产	418	455	556	646	743
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	302	317	411	495	588
无形资产	38	49	52	55	57
其他非流动资产	78	88	93	96	98
资产总计	1691	3787	5133	6202	7735
流动负债	652	745	1701	2292	3227
短期借款	264	224	1007	1589	2290
应付票据及应付账款	294	409	605	611	842
其他流动负债	94	112	88	93	94
非流动负债	85	100	99	97	95
长期借款	9	15	13	11	9
其他非流动负债	76	86	86	86	86
负债合计	737	846	1800	2390	3322
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	82	109	109	109	109
资本公积	55	1900	1900	1900	1900
留存收益	812	928	1261	1684	2185
归属母公司股东权益	954	2942	3333	3812	4413
负债和股东权益	1691	3787	5133	6202	7735

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	39	177	47	305	277
净利润	206	280	391	521	652
折旧摊销	21	28	23	29	36
财务费用	-15	-46	-10	25	30
投资损失	10	-0	-2	-6	-9
营运资金变动	-212	-183	-361	-272	-442
其他经营现金流	29	97	6	8	10
投资活动现金流	-76	-72	-122	-114	-125
资本支出	77	72	124	120	133
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	0	0	2	5	8
筹资活动现金流	-37	1544	-15	-67	-83
短期借款	42	-40	783	582	702
长期借款	9	5	-1	-2	-2
普通股增加	0	27	0	0	0
资本公积增加	0	1845	0	0	0
其他筹资现金流	-88	-294	-797	-647	-783
现金净增加额	-70	1657	-91	123	69

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	1766	2144	2910	3690	4543
营业成本	1134	1338	1816	2262	2783
营业税金及附加	5	8	10	13	16
营业费用	254	315	422	528	650
管理费用	72	93	112	124	142
研发费用	64	88	110	137	164
财务费用	-15	-46	-10	25	30
资产减值损失	-10	-7	-7	-9	-11
其他收益	14	17	25	25	25
公允价值变动收益	-2	0	-0	-0	-1
投资净收益	-10	0	2	6	9
资产处置收益	0	-1	-0	-0	-0
营业利润	240	341	464	615	770
营业外收入	1	0	0	0	0
营业外支出	3	4	4	3	4
利润总额	237	337	460	612	767
所得税	31	56	69	92	115
净利润	206	280	391	521	652
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	206	280	391	521	652
EBITDA	269	321	452	631	809
EPS(元)	1.89	2.57	3.58	4.76	5.96

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	-12.5	21.4	35.7	26.8	23.1
营业利润(%)	-16.0	42.1	36.0	32.7	25.3
归属于母公司净利润(%)	-15.1	36.1	39.4	33.2	25.3
获利能力					
毛利率(%)	35.8	37.6	37.6	38.7	38.7
净利率(%)	11.7	13.1	13.4	14.1	14.4
ROE(%)	21.6	9.5	11.7	13.7	14.8
ROIC(%)	17.1	7.6	8.3	9.4	9.8
偿债能力					
资产负债率(%)	43.6	22.3	35.1	38.5	42.9
净负债比率(%)	12.4	-56.4	-47.8	-45.0	-40.5
流动比率	2.0	4.5	2.7	2.4	2.2
速动比率	0.8	3.4	1.9	1.9	1.6
营运能力					
总资产周转率	1.1	0.8	0.7	0.7	0.7
应收账款周转率	7.5	4.9	4.9	4.9	4.9
应付账款周转率	3.4	4.0	3.7	3.7	3.8
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.89	2.57	3.58	4.76	5.96
每股经营现金流(最新摊薄)	0.36	1.62	0.43	2.79	2.53
每股净资产(最新摊薄)	8.72	26.91	30.48	34.87	40.36
估值比率					
P/E	38.8	28.5	20.5	15.4	12.3
P/B	8.4	2.7	2.4	2.1	1.8
EV/EBITDA	30.2	19.8	14.2	10.0	7.7

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

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。

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10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