

# 涛涛车业 (301345)

证券研究报告

2024年11月11日

## 制造、品牌、渠道兼具竞争力的休闲车龙头

涛涛车业专注于户外休闲娱乐、兼具短途交通代步工具产品。公司聚焦于休闲车产品拓展，中长期目标成为低速车行业龙头。

涛涛深耕美国市场，产品需求多数在美国。从2023年分地区收入看，美国营收15.3亿元，YOY+41.3%，营收占比达71.3%，毛利率达到40.9%。公司本土化运营主要包括深耕北美多年的本土化团队，融合地理与时间效率的仓储式销售，快速响应的全流程售前售后服务体系。

### 高尔夫球车：推出高性价比产品，打开需求空间

在美国归类为低速车辆，使用场景为高尔夫球场/封闭社区道路，通常无需驾照。美国市场需求强劲，分为场地电动车、社区应用低速电动车。涛涛高尔夫球车品牌主要为Denago，公司有分别针对高端经销商网络、商超两类渠道。从价格端看，Denago品牌下Nomad XL售价7995美元，Rover XL售价9995美元。对比同行，涛涛产品性价比更高，有望打开需求空间。

从使用人群看，电动高尔夫球车受到中产新富、社区老人、家庭等人群喜爱。美国对来自中国的LSPTV发起“双反调查”，涛涛积极应对贸易摩擦，海外产能加快建设规避风险。越南工厂已有小部分全地形车完成生产，美国工厂也已经在10月可实现美国本土制造。

### 全地形车：小排量ATV为主，从小排量延伸至大排量

涛涛产品集中在小排量发动机，以ATV为主，主要目标人群为儿童、青年。小排量TV产品多数在千元美金以下，款式选择多样且价格实惠。自有品牌Tao Motor主打实用，高端品牌Denago更注重专业性。大排量ATV车型已实现量产，UTV产品也计划进入美国市场，产品线不断开拓。

### 公司优势：品牌力、本土团队运营&成本优势

公司有两大主力品牌，定位不同消费者。公司对细分品牌进行精细化运营，保持相对独立且可以覆盖更多消费群体，兼顾规模和盈利，具备互补优势。公司旗下有主力品牌DENAGO、GOTRAX，分别定位不同市场，自主品牌销售占比超过60%。公司渠道包括大型连锁商超、自有网站、第三方电商平台、批发零售商、经销商等。成本方面，公司自制核心零部件，运营框架不断完善提高生产效率。

### 盈利预测与估值

预计2024-2026年公司营收33.1、41.1、49.9亿元，同增54%、24%、22%；归母净利4.0、5.1、6.3亿元，同增43%、27%、24%。考虑公司成长性，以及同类型公司估值水平，给予2025年PE 18x，对应股价83.6元，首次覆盖，给予“买入”评级。

**风险提示：**贸易摩擦、新品类开拓不及预期、市场需求下降、原材料成本大幅上升、汇率波动等

### 投资评级

行业	汽车/摩托车及其他
6个月评级	买入（首次评级）
当前价格	65.45元
目标价格	83.6元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	109.75
流通A股股本(百万股)	29.80
A股总市值(百万元)	7,182.81
流通A股市值(百万元)	1,950.41
每股净资产(元)	27.64
资产负债率(%)	32.91
一年内最高/最低(元)	86.80/42.61

### 作者

孙潇雅 分析师  
SAC执业证书编号：S1110520080009  
sunxiaoya@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：聚源数据

### 相关报告

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,765.67	2,144.25	3,305.74	4,107.51	4,992.60
增长率(%)	(12.49)	21.44	54.17	24.25	21.55
EBITDA(百万元)	319.01	423.78	465.34	605.98	756.59
归属母公司净利润(百万元)	206.31	280.48	402.10	509.77	631.16
增长率(%)	(15.00)	35.95	43.36	26.78	23.81
EPS(元/股)	1.88	2.56	3.66	4.65	5.75
市盈率(P/E)	34.82	25.61	17.86	14.09	11.38
市净率(P/B)	7.53	2.44	2.29	2.11	1.93
市销率(P/S)	4.07	3.35	2.17	1.75	1.44
EV/EBITDA	0.00	11.57	11.47	9.53	7.05

资料来源：wind，天风证券研究所

## 内容目录

1. 引言	4
2. 终端市场主要在北美，产品线不断丰富	4
2.1. 休闲车产品拓张，主要市场在北美	4
2.2. 产品线不断丰富，目标成为低速车行业龙头	5
3. 高尔夫球车：推出高性价比产品，打开销量空间	7
3.1. 使用场景分为球场和社区道路，美国市场需求强劲	7
3.2. 高性价比产品，打开需求空间	8
3.3. 贸易摩擦：公司强执行力积极应对，越南、美国工厂进程加速	9
4. 全地形车：小排量 ATV 为主，从小排量延伸至大排量	10
4.1. 小排量 ATV 为主，用户主要为儿童&青年	10
4.2. 高端品牌扩大产品线，小排量向大排量拓张	10
4.3. 高性价比产品取得高利润率，成本制造与售后兼具优势	11
5. 公司优势：品牌力、本土团队运营&成本优势	11
5.1. 深耕北美市场，设立本土化品牌	11
公司有三大自有品牌，定位不同消费者。公司对细分品牌进行精细化运营，保持相对独立且可以覆盖更多消费群体，兼顾规模和盈利，具备互补优势。公司旗下有 TAOMOTOR、DENAGO、GOTRAX 三大自有品牌，自主品牌销售占比超过 60%：	11
5.2. 本土团队运营，构建高效运营机制	12
5.3. 成本优势明显，保持高利润率	13
6. 盈利预测与估值	14
6.1. 我们预计 2024-2026 年营收 33.1、41.1、49.9 亿元，同增 54%、24%、22%；归母净利润 4.0、5.1、6.3 亿元，同增 43%、27%、24%	14
6.1. 给予 2025 年 PE 18X，给予“买入”评级	15
7. 风险提示	15

## 图表目录

图 1：涛涛车业营收、归母净利及增速（亿元，%）	4
图 2：涛涛车业分产品营收（亿元）	4
图 3：涛涛车业分产品营收（亿元）、毛利率（%）	5
图 4：涛涛车业 2023 年分地区收入（亿元）、毛利率（%）	5
图 5：涛涛车业发展历程	6
图 6：涛涛车业产品布局发展史	6
图 7：涛涛车业股权结构（截至 2024.09.30）	7
图 8：中国出口高尔夫球车数量（万辆）及增速（%）	7
图 9：中国出口到美国高尔夫球车数量（万辆）及增速（%）	7
图 10：美国太阳城社区设施与服务	8
图 11：美国太阳城运动、娱乐设施	8

图 12: 涛涛车业美国本土 3 大组装工厂 .....	9
图 13: 涛涛车业组装厂 .....	9
图 14: Tao Motor ATV 产品 .....	10
图 15: 涛涛 ATV 产品价格 .....	10
图 16: Denago ATV 产品及价格 .....	11
图 17: Denago ATV 产品 .....	11
图 18: 涛涛车业全地形车营收 (亿元) 及增速 (%) .....	11
图 19: 涛涛车业全地形车毛利率 (%) .....	11
图 20: 涛涛车业自有品牌 Denago、Gotrax .....	12
图 21: 涛涛旗下自有品牌 .....	12
图 22: 涛涛车业线上渠道 .....	12
图 23: 涛涛车业连锁商超渠道 .....	12
图 24: 涛涛车业运营机制 .....	13
图 25: 同类型公司毛利率对比 (%) .....	13
图 26: 同类型公司净利率对比 (%) .....	13
<b>表 1: 涛涛车业高尔夫球车产品 .....</b>	<b>8</b>
表 2: 涛涛车业 2022、2023 年成本结构 (亿元、%) .....	14
表 3: 2024-2026 年盈利预测 .....	15
表 4: 同类企业估值对比 (PE) .....	15

## 1. 引言

涛涛产品主要市场在北美，2024 年 5 月以来股价经历大幅下跌，我们认为原因为电动高尔夫球车双反带来的估值影响，但涛涛强执行力，2024 年 10 月美国工厂已投产，从工厂正式筹建到第一台下线仅用了 104 天，快速解决双反带来的潜在风险。

公司 2024 年最大增长点在于电动高尔夫球车，公司对美国本土市场深入了解，产品、售后贴近当地消费者。产品端，公司产品价格低于竞争者，产品高性价比打开需求空间。后续大排量全地形车、ebike 等品类有望继续开拓新增长点。

与其它出海的国内企业相比，涛涛在美国本土具有品牌、渠道优势。公司有 DENAGO、GOTRAX 两大主力品牌，定位不同消费者，自主品牌销售占比超过 60%。

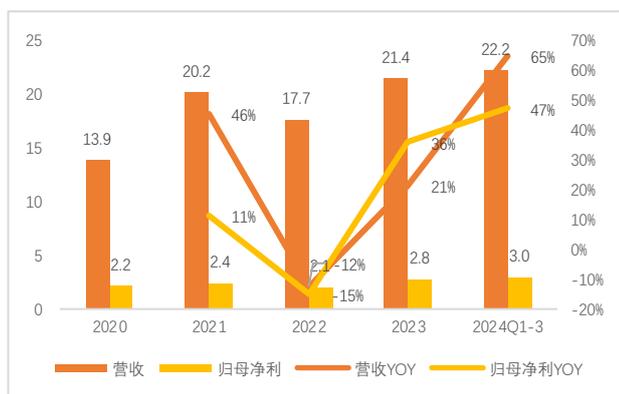
## 2. 终端市场主要在北美，产品线不断丰富

### 2.1. 休闲车产品拓张，主要市场在北美

涛涛车业专注于户外休闲娱乐、兼具短途交通代步工具产品。2024 年 Q1-3 营收、利润高增，2024Q1-3 公司营收 22.2 亿元，同比增长 65%，归母净利 3 亿元，同比增长 47%。分产品情况看，2019-2021 年电动滑板车及配件营收从 1.4 亿元增长至 6.4 亿元，全地形车营收从 3.1 亿元增长至 7.8 亿元，这两个品类在 2022、2023 年增速放缓/出现下滑。但公司平衡车在 2022、2023 年营收达到 2.9、2.96 亿元，相比 2019-2021 年增长明显；电动自行车作为新品类在 2022、2023 年营收达到 0.78、1.65 亿元。

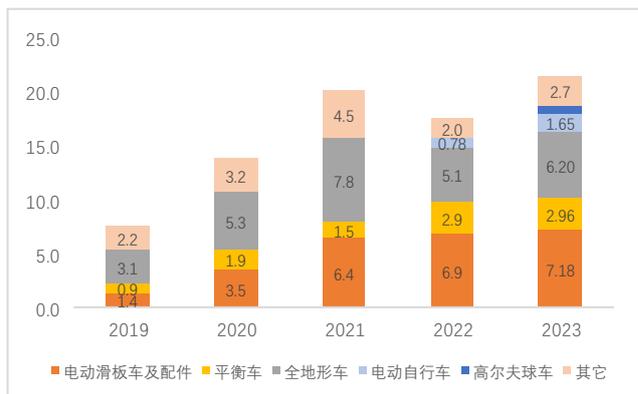
聚焦于休闲车产品拓展，针对客户需求、渠道、生产环节等做产品延展。公司主要聚焦于休闲车门类中地产品进行拓展，拓品逻辑基于：1) 客户需求、销售渠道类似，以电动自行车为例，渠道可复用其它产品品类，线上渠道如自建站、亚马逊可以销售，线下渠道也可以和电动滑板车共用；2) 生产环节和工艺接近，如车架、电池 Pack、电机等，电动平衡车、电动滑板车、电动自行车、电动高尔夫球车等产品都有用到。

图 1：涛涛车业营收、归母净利及增速（亿元，%）



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 2：涛涛车业分产品营收（亿元）



资料来源：Wind、天风证券研究所

2024 年主要增长点来自高尔夫球车。2024 年以来涛涛电动高尔夫球车在美国销售业务开展顺利，一季度销售同比增长 9000 多万元。2023 年涛涛电动高尔夫球车营收 0.8 亿元，营收占比 3.7%，2024 年一季度已经超过 9000 万元。公司通过高端经销商、大型专业商超两大渠道以保证新品投放，到 2024 年 5 月涛涛已拓展经销商 120 多家，产品入驻专业商超 TSC 门店 800 多家。

全地形车看点在新品类开拓，大排量全地形车进入欧洲市场、UTV 产品进入美国市场。2023 年涛涛全地形车营收 6.2 亿元，YOY+21.2%，营收占比 28.9%。公司全地形车产品核心部件自研自制为主，有效降低成本。小排量全地形车 2024 年计划进入北美高端经销商网络，大排量 300ATV 已获得欧盟 T3B 认证，在手订单已陆续生产和出货；550UTV 已获得 EPA 认证，将进入美国市场。

图 3：涛涛车业分产品营收（亿元）、毛利率（%）

	2023年营收（亿元）	YOY	营收占比（%）	毛利率（%）
<b>智能电动低速车</b>				
其中：电动滑板车	7.2	4.5%	33.5%	42.4%
电动平衡车	3.0	1.8%	13.8%	34.9%
电动自行车	1.6	111.1%	7.7%	45.0%
电动高尔夫球车	0.8	0.0%	3.7%	28.3%
其他电动车	0.2	121.2%	1.0%	22.3%
<b>特种车</b>				
其中：全地形车	6.2	21.2%	28.9%	34.1%
越野摩托车	1.2	303.2%	5.7%	35.5%
其他	1.2	-22.4%	5.7%	34.8%
公司整体收入	21.4	21.44%	100%	37.6%

资料来源：公司公告、天风证券研究所

涛涛深耕美国市场，产品需求多数在美国。从 2023 年分地区收入看，美国营收 15.3 亿元，YOY+41.3%，营收占比达 71.3%，毛利率达到 40.9%。公司本土化运营主要包括深耕北美多年的本土化团队，融合地理与时间效率的仓储式销售，快速响应的全流程售前售后服务体系。公司凭借自有品牌、自有销售渠道等优势，把握对客户的主动议价权，并加大力度开拓新渠道新市场。

图 4：涛涛车业 2023 年分地区收入（亿元）、毛利率（%）

	2023年营收（亿元）	YOY	营收占比（%）	毛利率（%）
<b>美国</b>	<b>15.3</b>	<b>41.3%</b>	<b>71.3%</b>	<b>40.9%</b>
欧洲	2.7	-27.1%	12.5%	26.3%
美洲（不含美国、加拿大）	1.5	47.9%	7.2%	26.8%
加拿大	1.1	-22.7%	5.1%	35.9%
亚洲（不含中国）	0.5	15.3%	2.5%	31.4%
中国	0.2	35.5%	1.1%	45.4%
大洋洲	0.1	-3.3%	0.2%	42.8%
非洲	0.0	7.3%	0.1%	32.4%

资料来源：公司公告、天风证券研究所

## 2.2. 产品线不断丰富，目标成为低速车行业龙头

2015 年涛涛车业股份有限公司正式成立，2023 年上市开启新篇章。2015 年，浙江涛涛车业股份有限公司正式成立，主要从事全地形车和摩托车的生产与销售。公司逐步拓展到电动滑板车、电动自行车和电动高尔夫球车等领域，不断丰富产品线。2018 年，涛涛车业开始自研自产电动滑板车，并将产品成功推向沃尔玛等全球知名商超。2021 年，公司全地形车出口数量荣登行业榜首，彰显了其在全球市场的强大竞争力。2022 年，公司全面进驻全球连锁商超，进一步拓宽销售渠道并推出新品。2023 年 3 月 21 日，涛涛车业在深圳证券交易所创业板成功上市。

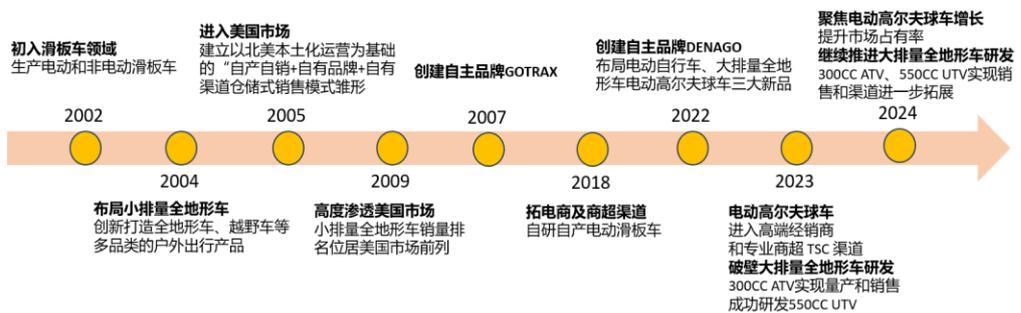
图 5：涛涛车业发展历程



资料来源：公司官网、天风证券研究所

从产品布局看，涛涛从滑板车、全地形车延伸至电动高尔夫球车，目标成为电动低速车行业龙头。2002年，涛涛初入滑板车领域，生产电动和非电动滑板车；2004年公司布局小排量全地形车；2005年公司建立以北美本土化运营为基础的“自产自销+自有品牌+自有渠道”仓储式销售模式雏形；2009年，公司小排量全地形车销量排名位居美国市场前列；2023年，公司电动高尔夫球车进入高端经销商和专业商超 TSC 渠道，且破壁大排量全地形车研发，300cc ATV 实现量产和销售；2024年，公司聚焦电动高尔夫球车增长，提高市占率，继续推进大排量全地形车研发。公司中长期目标成为电动低速车行业龙头。

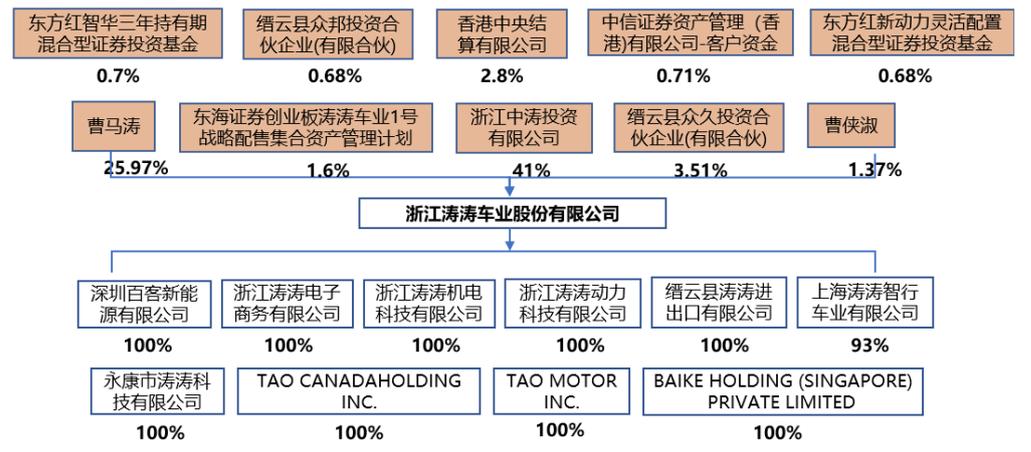
图 6：涛涛车业产品布局发展史



资料来源：涛涛车业公众号、天风证券研究所

公司股权结构清晰，股权较为集中。曹马涛持有浙江涛涛车业股份有限公司主要股份，占比 25.97%，为公司的主要股东和决策核心。浙江中涛投资有限公司持有涛涛车业 41% 股份，为公司第一大股东。公司治理结构展现出集中与效率，涛涛车业带动旗下深圳百客、涛游动力等子公司积极拓展全球业务，推动品牌国际化。

图 7：涛涛车业股权结构（截至 2024.09.30）



资料来源：Wind、天风证券研究所

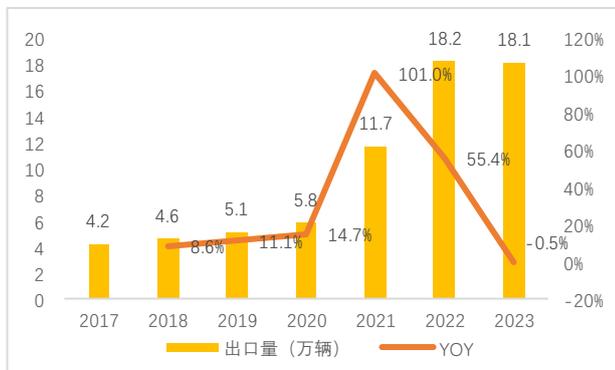
### 3. 高尔夫球车：推出高性价比产品，打开销量空间

#### 3.1. 使用场景分为球场和社区道路，美国市场需求强劲

在美国归类为低速车辆，使用场景为高尔夫球场/封闭社区道路，通常无需驾照。涛涛的电动高尔夫球车在美国被归类为低速车辆（Low Speed Vehicle, LSV），总重小于 3000 磅（1400kg）且最高时速为 25 英里/h（40km/h）的四轮机动车辆。电动高尔夫球车使用场景为高尔夫球场，或一些封闭社区的道路，通常无需驾照。若需上牌上路，可通过经销商合法转换为低速车辆(LSV)，持有小汽车驾驶证后，可在美国大多数州限速 35 英里/h 或以下道路行驶。

美国市场需求强劲，分为场地电动车、社区应用低速电动车，中国出口数量高增。美国高尔夫球产业发展较早，且规模庞大。2020 年末，全世界有 3.8 万个高尔夫球场，其中美国有 1.6 万个高尔夫球场，占比 42%。从出口数据看，中国出口到全球以及美国地区的电动高尔夫球车数量也在增长。2017-2022 年，中国出口到全球的电动高尔夫球车数量从 4.2 万辆增长至 18.2 万辆，2023 年略微下降至 18.1 万辆，2017-2023 年 6 年复合增长率 28%；2017 年-2022 年，中国出口到美国电动高尔夫球车数量从 1.4 万辆增长至 13.8 万辆，2023 年略微下降至 13.6 万辆，2017-2023 年复合增长率 45%。

图 8：中国出口高尔夫球车数量（万辆）及增速（%）



资料来源：海关总署、天风证券研究所

图 9：中国出口到美国高尔夫球车数量（万辆）及增速（%）



资料来源：海关总署、天风证券研究所

从使用人群看，电动高尔夫球车受到中产新富、社区老人、家庭等人群喜爱。社区代步、接送小孩、家庭郊游等使用场景下，电动低速车是微出行短途代步最好的选择之一。

✓ **中产新富**：电动高尔夫球车环保经济、时尚轻奢，符合北美中产阶层的品味喜好。平

- 均 1 万美元上下的售价可轻松负担，且以“环保”作为美国中产社交的“通行证”。
- ✓ **社区老人**：电动高尔夫球车低速安全、便捷舒适且易操作，无论去社区中心参加瑜伽课，还是午后与老友咖啡时光，对于退休老人来说不只是代步工具，更是连接社区、激活邻里的社交神器。
- ✓ **家庭**：“2 辆汽车+1 辆电动高尔夫球车”的搭配正成为美国家庭新潮流，电动高尔夫球车是家庭出行的智能平替，空间宽敞且具备家庭娱乐功能。

**美国社区规模较大，高尔夫球车为新出行交通工具。**在美国的主要城市，社区规模通常较大，以纽约为例，其中一些社区人口达到数百万人，这些社区通常包括大型住宅区、商业区、教育机构及其他社会设施。美国社区数量在过去几十年快速增长，主要受到城市化进程推动和人口流动影响，新社区不断涌现，原有社区也不断发展，为高尔夫球车作为社区车的应用场景之一。

图 10：美国太阳城社区设施与服务



资料来源：财经新康养公众号、天风证券研究所

图 11：美国太阳城运动、娱乐设施



资料来源：新康养研究公众号、天风证券研究所

### 3.2. 高性价比产品，打开需求空间

涛涛高尔夫球车有 Denago、Gotrax 两个品牌，分别针对高端经销商网络、商超两类渠道。涛涛 Denago 品牌主要有 3 款产品：Nomad、Nomad XL、Rover XL，三款车都为锂电车型。其中 Nomad 2 款车型都为 2+2 座，Rover XL 为正 4 座车型。Gotrax 主要针对商超渠道，为正 4 座车型。

表 1：涛涛车业高尔夫球车产品

	车型	续航（英里）	电池类型	发电机	车型	价格（美元）
Denago	Nomad	40	锂电	5/6.3kw	2+2	
	Nomad XL	40	锂电	5/6.3kw	2+2	7995
	Rover XL	40	锂电	5/6.3kw	4	9995
Gotrax	Gotrax	43	铅酸	5kw	4	10689

资料来源：Denago 官网、Grapevine Golf Cars、Lowe's、天风证券研究所

**售价低于同类别产品，打开需求空间。**从价格端看，Denago 品牌下 Nomad XL 售价 7995 美元，Rover XL 售价 9995 美元。对比 EZGO 正四座锂电车型 Liberty 售价 12499 美元，Clubcar 锂电 4 座车型 ONWARD 4 PASSENGER 售价 10722 美元，涛涛产品性价比更高，有望打开需求空间。但从产品型号数量来看，涛涛产品型号丰富度明显低于 EZO、Clubcar 等国外品牌，且国外品牌有个性化定制等选项。随着涛涛新产品推出，产品丰富度提升，有望进一步打开市场空间。

**拓展专业经销商、大型专业商超两大渠道，保证新品投放。**截至 2024 年 1 月，公司已拓

展高端经销商 60 多家，并和美国当地多家头部经销商达成合作意向；商超渠道方面，公司已入驻 TSC 商超 300 多家门店，后续入驻门店计划扩产到 1000 多家。

对美国本土市场深入了解，产品、售后贴近当地消费者。公司电动高尔夫球车在美国本土化运营，对美国本土市场深入了解，便于为当地消费者提供更高效率的售后服务。在美国本土化生产能够更快响应市场需求，比如满足美国当地消费者对于产品挡风玻璃、坐垫、轮毂加装及其他个性化改造等需求。产品力方面，公司产品采用行业最新外观设计，结构设计合理，驾乘舒适。车架采用铝制车架，轻便坚固。

### 3.3. 贸易摩擦：公司强执行力积极应对，越南、美国工厂进程加速

美国对来自中国的 LSPTV 发起“双反调查”，电动高尔夫球车或受到影响。2024 年 6 月 20 日，美国个人交通工具制造商联盟（由 Club Car、Textron Specialized Vehicles 组成）向美国商务部、美国国际贸易委员会提出申请，要求对进口来自中国的低速载人车辆（LSPV）发起反倾销和反补贴调查。调查产品包含中国出口至美国的场地电动车产品，反倾销调查期间为 2023 年 10 月 1 日至 2024 年 3 月 31 日，反补贴调查期间为 2023 年度全年。

双反调查处于初期阶段，当前对于国内高尔夫球车产业链影响较小。美国商务部预计在 2024 年 9 /13- 11/18 日之间发布其初步补贴裁定；预计在 2024 年 11/27 -2025 年 1/16 日之间发布其初步倾销裁定。商务部在初步裁定后 75 至 135 天内发布其最终倾销和补贴裁定。整个调查耗时约 1 年，倾销、补贴和损害的最终裁定可能在 2025 年中期作出。

涛涛积极应对贸易摩擦，海外产能加快建设规避风险。在美国对中国出口的特定低速载人车辆发起反倾销、反补贴调查之后，公司即刻成立“双反”调查工作组，聘请专业律师团队，全力应对本次调查。此外，公司进一步规划和加快越南工厂和美国电动高尔夫球车建造基地：

- ✓ **越南**：工厂已有小部分全地形车完成生产，电动高尔夫球车的产线也在布局和建设，计划第四季度小批试产。
- ✓ **美国**：公司在美国有 3 大组装工厂，分别在加州、德州、佛罗里达州，满足北美市场强劲需求。根据长期战略规划，公司在美国实施“年产 3 万台智能电动低速车”募投项目，有利于优化公司全球化生产布局。

图 12：涛涛车业美国本土 3 大组装工厂



资料来源：涛涛车业公众号、天风证券研究所

图 13：涛涛车业组装厂



资料来源：涛涛车业公众号、天风证券研究所

公司强执行力，2024 年 10 月美国工厂已投产。2024 年 10 月 5 日，涛涛车业位于美国得克萨斯州的工厂全新建成的电动高尔夫球车产线正式投产，并迎来了首台在美国本土化制造的 DENAGO 电动高尔夫球车顺利下线。美国得克萨斯州工厂是涛涛车业在北美自主购建的生产基地，从工厂正式筹建到第一台车下线仅用了 104 天。

## 4. 全地形车：小排量 ATV 为主，从小排量延伸至大排量

### 4.1. 小排量 ATV 为主，用户主要为儿童&青年

涛涛产品集中在小排量发动机，以 ATV 为主，主要目标人群为儿童、青年。与同类 ATV 产品对比，九号 ATV 产品发动机排量 570cc，而涛涛发动机排量多数低于 200cc。从产品目标人群看，涛涛 ATV 产品覆盖儿童、青年、成年人入门款，如 Mudhawk 6 适合 6 岁及以上的小骑手，TRAILHAWK 10、MUDHAWK10 适合 10 岁及以上的青少年骑手，G200、RHINO 250 为成人尺寸车型，且可以用于拉货。

图 14：Tao Motor ATV 产品

序号	型号	发动机	描述
1	Boulder	107cc	涛涛最小的汽油驱动青年 ATV，专为 10 岁及以上的骑手设计，适合初学骑行
2	Rock 110	107cc	适合年轻人的汽油动力 ATV，具有运动风格和倒档
3	Mudhawk 6	四冲程、风冷单缸	适合 6 岁及以上的小骑手，配备自动变速箱，可让侧轮前进和后退
4	D125	107cc	青年尺寸的汽油动力 ATV，具有实用造型，具备出色的安全功能
5	TFORCE	107cc	青年尺寸的汽油驱动 ATV，具有 D125 的所有出色安全功能，但结构更为激进，包括更大的车轮
6	CHEETAH	107cc	运动而敏锐，低维护的四冲程发动机和带倒档的自动变速箱可让您享受数小时的乐趣，同时仍可让您轻松学习如何驾驶运动型 ATV
7	TFORCE PLATINUM	120cc	中型实用型 ATV 适合 12 岁及以上的儿童，配备 120cc 四冲程发动机和带倒档的自动变速箱，为身材较小但经验丰富的骑手提供更多动力
8	TRAILHAWK 10	四冲程、风冷单缸	适合 10 岁及以上的经验丰富的青少年骑手
9	Cheetah Platinum	120cc	中型产品线的一部分，Cheetah Platinum 是渴望拥有运动型 ATV 的竞技车手的绝佳起点。大量升级的组件使 Cheetah Platinum 成为同类产品中的佼佼者
10	MUDHAWK10	120cc	更适合 10 岁及以上的经验丰富的青少年骑手
11	F125(ATA125F1)	107cc	适合所有人的中型摩托车
12	ATA150G	149cc	运动型自动四冲程发动机，提供骑行者所需的所有动力
13	BULL150	149cc	实用型自动四冲程发动机，提供骑行者所需的所有动力
14	BULL 200S	169CC	成人尺寸的多功能 ATV，以安全性为重
15	G 200	169cc	成人尺寸的多功能 ATV，以安全性为重
16	RHINO 250	197cc	成人尺寸的多功能 ATV，耐用且功能强大的 197cc 四冲程发动机可用于农场或小径。大型货架提供额外的空间
17	B1 (BOULDERB1)	107cc	小型 ATV，专为热爱这项运动的年轻人设计
18	G125(CHEETAH)	107cc	Cheetah 是 Tao Motor 的第一款青年运动车型
19	New Cheetah	120cc	全自动中型赛车式 ATV，这款出色的 ATV 拥有许多比之前版本更高级的功能
20	T125 (TFORCE)	107cc	新型高输出 110cc 发动机，是少数配备倒档的 110cc 发动机之一，这提高了这款 ATV 的机动性
21	NEW TFORCE	120 cc	全自动中型实用型 ATV，比之前的车型升级了许多功能，功能多样、价格实惠的家庭 ATV

资料来源：Tao Motor 官网、天风证券研究所

Tao Motor ATV 产品多数在千元美金以下，款式选择多样且价格实惠。从 Tao Motor 官网列出的产品型号看，有 21 款 ATV 产品，产品选择多样，且售价端多数产品在千元美金以下，类似于 ebike 价格，相比高排量 ATV 产品价格实惠。

图 15：涛涛 ATV 产品价格

车型	发动机	价格（美元）
TaoTao Rock 110 with Reverse Kids ATV	110cc	699.95
Tao Motor 250 Rhino Adult ATV	197cc	1549.95
Tao Motor 110cc NEW Boulder - Kids	110cc	559.95
NEW Tao Motor D125 Kids	125cc	549.95
NEW Tao Motor TForce Mid-Size	125cc	699.95
Tao Motor 125 T-Force Platinum	120cc	1149.95
Tao Motor G125	107cc	899.95
Tao Motor 125 Mud Hawk10 Kids Rival	120cc	989.95
Tao Motor 110 Mud Hawk6 Kids Rival ATV	110cc	789.95
Tao Motor 110 TForce Mid-Size ATV	107cc	689.95
Tao Tao 150cc D-Type Bull 150 Adult ATV	150cc	1249.95
TaoTao 125 New TForce Mid-Size ATV	120cc	999.95
Tao Tao Bull 200 Type-S Adult ATV	169cc	1499.95
Tao Motor 200 Sport Adult ATV	169cc	2219.9
Tao Motor 125 Trail Hawk10 Kids Rival ATV	120cc	989.95

资料来源：Killermotorsports 官网、天风证券研究所

### 4.2. 高端品牌扩大产品线，小排量向大排量拓张

双品牌多渠道布局，全方位覆盖和渗透各消费圈层。公司自有品牌包括 Tao Motor、Gotrax、Genago，其中两大主要品牌为 Denago、Gotrax。全地形车、越野摩托车的自有品牌为 Tao Mortor，主打“实用、乐趣、动感”；电动高尔夫球车、大排量特种车的自有品牌 Denago

主打“高端、专业、活力”。Denago 产品价格高于 Tao Motor 品牌，产品同样主要面向儿童及青少年，售价都在 1000 美金以上。

大排量 ATV 车型已实现量产，UTV 产品也计划进入美国市场，产品线不断开拓。到 2023 年末，涛涛 300ATV 已实现量产，500UTV 完成研发并将陆续进入小批量试产，且陆续收到客户订单。2024 年，300ATV 将进入欧洲市场，550UTV 将进入美国市场，同时大排量全地形车的各个产品线也稳步推进。此外，2024 年小排量全地形车计划进入高端经销商网络。

图 16：Denago ATV 产品及价格

系列	车型	发动机	价格 (美元)	产品描述
Youth ATVs	Denago E-Hawk 6 ATV	750W/1600W 无刷电动机	1499	6岁及以上儿童电动全地形车
	Mudhawk 6 ATV	107cc	1099	一流的107cc 发动机排量和带前进挡、空挡和倒挡的全自动变速箱，将在 6 岁及以上的青少年 ATV 类别中处于领先地位
	Mudhawk 10 FI ATV	120cc	1499	同类产品中最高的 CC 发动机，并搭配具有前进和后退功能的全自动变速箱。
	Trailhawk 10 FI ATV	120cc	1499	适合10岁及以上的年轻骑手，是外观和性能俱佳的终极青年四轮摩托车
ATVs	Mudhawk 200FI ATV	169cc	2299	运动型多用途车类别的入门产品，配备强大的单缸四冲程发动机和带倒挡的全自动 CVT 变速箱

资料来源：Denago 官网、天风证券研究所

图 17：Denago ATV 产品



资料来源：Denago 官网、天风证券研究所

### 4.3. 高性价比产品取得高利润率，成本制造与售后兼具优势

全地形车产品高性价比，但维持高利润率。涛涛全地形车 2023 年营收 6.2 亿元，YOY+21%，营收占比 29%。涛涛产品在售价端具有性价比优势，但保持高毛利率。北极星 2023 年毛利率 21.9%，涛涛 2021-2023 年全地形车毛利率分别为 31.3%、34.1%、34%。

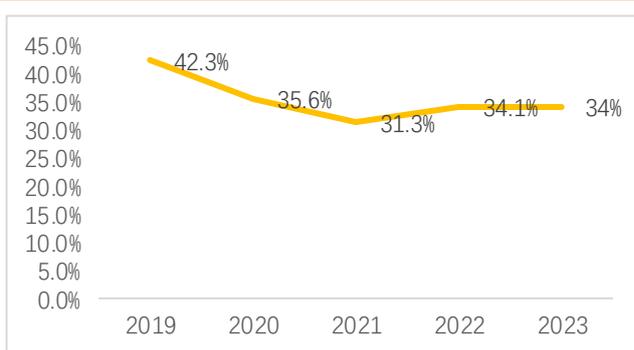
重要部件自制降低成本，重视售后服务提升品牌力。涛涛全地形车核心部件自研自制为主，有效降低成本且让经销商获得更高毛利。售后方面，公司有近 5000 平方米境外仓库专门存放各类配件，便于客户采购和售后维修，提升客户体验感。

图 18：涛涛车业全地形车营收（亿元）及增速（%）



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 19：涛涛车业全地形车毛利率（%）



资料来源：Wind、天风证券研究所

## 5. 公司优势：品牌力、本土团队运营&成本优势

### 5.1. 深耕北美市场，设立本土化品牌

公司有三大自有品牌，定位不同消费者。公司对细分品牌进行精细化运营，保持相对独立且可以覆盖更多消费群体，兼顾规模和盈利，具备互补优势。公司旗下有 TAOMOTOR、

DENAGO、GOTRAX 三大自有品牌，自主品牌销售占比超过 60%：

- ✓ **TAO MOTOR**：以“实用、乐趣、动感”的品牌主张，销售渠道以批发商和零售商为主；
- ✓ **DENAGO**：以“高端、专业、活力”的品牌主张，致力于打造更符合用户个性需求的创新产品，主要面向中高端消费群体，销售渠道为高端经销商网络，并通过开设线下体验中心打造极致用户体验；
- ✓ **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，销售渠道为大型连锁商超和线上销售平台。

图 20：涛涛车业自有品牌 Denago、Gotrax



资料来源：涛涛车业公众号、天风证券研究所

图 21：涛涛旗下自有品牌



资料来源：TaoMotor 官网、天风证券研究所

**全渠道营销优势，渠道数量不断扩张。**公司渠道包括大型连锁商超、自有网站、第三方电商平台、批发零售商、经销商等，涵盖线上、线下渠道。

- ✓ **经销商**：公司持续加速高端经销商布局，经销商数量超过 450 家。
- ✓ **大型连锁商超**：入驻 Walmart 3900 多家、TARGET 1800 多家、ACADEMY 260 多家、BestBuy 360 多家。同时，公司正积极开拓 TSC、LOWE’S 等垂直品类的大型专业商超。
- ✓ **批发商、零售商**：北美合作批发商零售商 600 多家，北美以外市场与 SOFLOW、ASPEKT LLC、ASIA VNA GROUP 等批发商零售商合作。
- ✓ **线上**：公司线上销售渠道包含第三方电商平台以及多个具有行业影响力的自有销售网站。在 AMAZON 等电商平台，公司产品销量位居前列；自有网站方面，公司通过自有网站快速收集消费者反馈和数据，可为产品开发和市场策略调整提供参考价值，同时公司自有网站积累了稳定的流量基础和较高的知名度。

图 22：涛涛车业线上渠道



资料来源：涛涛车业官网、天风证券研究所

图 23：涛涛车业连锁商超渠道



资料来源：涛涛车业官网、天风证券研究所

## 5.2. 本土团队运营，构建高效运营机制

以效率为导向，构建高效的运营机制。公司充分利用成本制造、品牌渠道的两端一体化优势，构建快速响应、精准决策、高效沟通的运营机制，实现精准研发、生产、销售及售后

服务的高效闭合循环。成本端公司有较高的核心部件自制率，品牌渠道端有北美全资销售子公司，通过全渠道销售网络销售给 C 端消费者，北美以外地区与批发零售商合作。

图 24：涛涛车业运营机制



资料来源：涛涛车业官网、天风证券研究所

销售前端主要为美国当地人，有效快速拓展市场份额。运营团队方面，公司在北美前端销售主要为美国当地人，分不同产品、渠道和品牌等组建销售队伍，贴近消费者，直接面对终端市场，可以快速有效拓展市场份额。

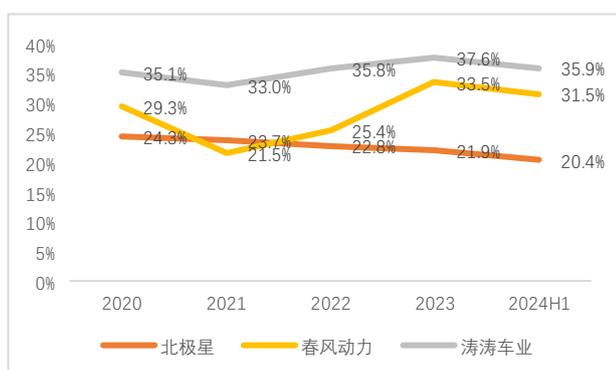
“仓储式”销售模式，库存管理优异。公司采用“仓储式”销售，有效地将“国内生产、国外存放、跨境销售、当地服务”等结合，为客户提供更多优质服务，让公司产品在市场上有更强竞争力。

### 5.3. 成本优势明显，保持高利润率

公司自制核心零部件，运营框架不断完善提高生产效率。公司已建立起较为完善的业务体系和运营框架，已逐步实现部分核心部件如发动机、车架、轮毂、电机、电池（组装）、主电缆等自主生产，形成完整的生产能力。公司可依托核心部件的自主研发、生产掌握核心技术，及时进行产品创新。

与同行业其它公司相比，涛涛利润率数据亮眼。北极星、春风动力主要产品为全地形车、摩托车等，主要业务与涛涛类似。2024H1 北极星、春风动力、涛涛车业毛利率分别为 20.4%、31.5%、35.9%；净利率分别为 2.0%、9.9%、12.8%。涛涛车业毛利率、净利率数据出色，领先于同类企业。

图 25：同类型公司毛利率对比（%）



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 26：同类型公司净利率对比（%）



资料来源：Wind、天风证券研究所

直接材料在成本占比超 70%，公司就近采购具有优势。从涛涛车业成本结构看，2023 年直接材料、直接人工、制造费用占比分别为 73.6%、5.2%、3.8%，海运费、关税及其他占比 17.5%。公司背靠“永武缙”千亿五金产业带，生产所需的钢材、铝材、发动机、配件、塑料颗粒、轮胎、电芯、磁钢、控制器等大部分原材料或部件，均可就近采购、及时到货。公司生产链条上下游打通，具备完整的生产体系，有助于减少对供应商的依赖，便于成本控制。

表 2：涛涛车业 2022、2023 年成本结构（亿元、%）

	2022 年		2023 年	
	金额（亿元）	占营业成本比重（%）	金额（亿元）	占营业成本比重（%）
直接材料	8.37	73.8%	9.85	73.6%
直接人工	0.58	5.2%	0.69	5.2%
制造费用	0.35	3.0%	0.51	3.8%
海运费、关税及其他	2.04	18.0%	2.34	17.5%
合计	11.34	100.0%	13.38	100.0%

资料来源：公司公告、天风证券研究所

## 6. 盈利预测与估值

**6.1. 我们预计 2024-2026 年营收 33.1、41.1、49.9 亿元，同增 54%、24%、22%；归母净利 4.0、5.1、6.3 亿元，同增 43%、27%、24%**

预计 2024-2026 年，涛涛车业将通过其多元化产品线和市场策略推动营业收入和盈利能力实现持续增长，其中高尔夫球车业务将成为主要增长点。2024 年预计营业收入为 33.1 亿元，2025 年预计为 41.1 亿元，而 2026 年预计将进一步增至 49.9 亿元，归母净利 2024-2026 年 4.0、5.1、6.3 亿元，同增 43%、27%、24%。

- ✓ **电动滑板车**：参考 2021-2023 年销量较为平稳，由于品类较为成熟，我们预计 2024-2026 年营收 7.5、7.9、8.3 亿元，同比增长 5%、5%、5%，毛利率也保持平稳，2024-2026 年为 42.5%；
- ✓ **平衡车**：与电动滑板车类似，公司推出产品较早，发展进入成熟期，我们预计 2024-2026 年营收 3、3.1、3.2 亿元，同比增长 3%、3%、3%，2024-2026 年毛利率分别为 35.5%、35%、35%；
- ✓ **全地形车**：公司在今年推出大排量全地形车，随着进入大排量全地形车领域，且新品陆续推出，我们预计未来三年快速增长，预计 2024-2026 年营收 8.1、10.5、13.6 亿元，同比增长 30%、30%、30%，2024-2026 年毛利率分别为 34.5%、34.8%、35%；
- ✓ **电动自行车**：公司持续加大自建站和品牌的而建设投入，并与谷歌等开展进一步广告合作，且电动自行车 2023 年基数较低，有望进入快速增长阶段。我们预计 2024-2026 年营收 2.5、3.7、4.8 亿元，同比增长 50%、50%、50%，毛利率分别为 45%、45%、45%；
- ✓ **高尔夫球车**：2023 年营收 0.8 亿元，2024Q1 营收已同比增长 9000 多万元。公司处在渠道快速布局，且新品开拓期，预计 2024-2026 年营收 9、12.6、16.4 亿元，同比增长 1046%、40%、30%，毛利率随着规模效应快速提升，预计 2024-2026 年毛利率 33%、34%、35%。

表 3：2024-2026 年盈利预测

	单位	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	亿元					
电动滑板车及配件		6.9	7.2	7.5	7.9	8.3
平衡车		2.9	3.0	3.0	3.1	3.2
全地形车		5.1	6.2	8.1	10.5	13.6
电动自行车		0.8	1.6	2.5	3.7	4.8
高尔夫球车			0.8	9	12.6	16.4
其它		2.0	2.7	2.9	3.2	3.6
合计		17.7	21.4	33.1	41.1	49.9
YOY	%					
电动滑板车及配件			5%	5%	5%	5%
平衡车			2%	3%	3%	3%
全地形车			21%	30%	30%	30%
电动自行车			111%	50%	50%	50%
高尔夫球车				1046%	40%	30%
其它			35%	10%	10%	10%
合计			21%	54%	24%	22%
毛利率	%					
电动滑板车及配件		40.7%	42.4%	42.5%	42.5%	42.5%
平衡车		34.8%	34.9%	35.5%	35.0%	35.0%
全地形车		34.1%	34.1%	34.5%	34.8%	35.0%
电动自行车		44.5%	45.0%	45.0%	45.0%	45.0%
高尔夫球车			28.3%	33.0%	34.0%	35.0%
其它		20.8%	42.4%	43.0%	43.0%	43.0%
合计		35.8%	37.6%	37.5%	37.6%	37.8%
净利率	%	11.7%	13.1%	12.1%	12.4%	12.6%
归母净利润	亿元	2.1	2.8	4.0	5.1	6.3
YOY			36%	43%	27%	24%

资料来源：Wind、天风证券研究所

### 6.1. 给予 2025 年 PE 18X, 给予“买入”评级

与同类企业相比，春风动力、钱江摩托、九号公司 2025 年 PE 分别为 14、13、22x，考虑我们预计 2024-2026 年公司归母净利 4、5.1、6.3 亿元，同比增长 43%、27%、24%，考虑公司成长性，以及同类型公司估值水平，给予 2025 年 PE 18x，对应股价 83.6 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 4：同类企业估值对比 (PE)

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
春风动力	24	15	17	14	11
钱江摩托	21	14	16	13	11
九号公司	48	36	31	22	17

资料来源：Wind、天风证券研究所

注：估值来自 Wind 一致预期，数据截止日期：2024.11.11

## 7. 风险提示

**贸易摩擦：**公司产品需求主要在北美，关税有提高的可能性；

**新品类开拓不及预期：**若公司新产品竞争力不足，或影响公司业绩；

**市场需求下降：**公司产品为消费品，若受到宏观经济影响消费者购买力不足，市场需求或

受到影响；

**原材料成本大幅上升：**若原材料价格上涨，可能影响公司利润率水平；

**汇率波动：**公司海外业务占比较高，若汇率波动较大，可能影响公司利润。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	190.98	1,937.51	2,012.49	1,585.43	2,035.28	营业收入	1,765.67	2,144.25	3,305.74	4,107.51	4,992.60
应收票据及应收账款	287.99	588.10	345.99	963.25	717.40	营业成本	1,134.44	1,337.99	2,066.09	2,563.08	3,105.39
预付账款	22.03	27.01	47.93	46.94	66.85	营业税金及附加	4.52	8.47	13.22	14.38	17.47
存货	722.79	714.80	1,398.28	1,435.43	1,879.86	销售费用	254.00	314.92	512.39	616.13	748.89
其他	48.98	65.56	56.54	73.69	70.56	管理费用	71.78	93.41	145.45	178.68	205.69
<b>流动资产合计</b>	<b>1,272.77</b>	<b>3,332.98</b>	<b>3,861.21</b>	<b>4,104.74</b>	<b>4,769.96</b>	研发费用	64.36	87.65	140.49	168.41	199.70
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	(15.01)	(45.68)	(76.80)	(69.24)	(69.14)
固定资产	301.65	316.58	305.93	296.37	287.82	资产/信用减值损失	(14.55)	(23.53)	(23.00)	(25.00)	(28.00)
在建工程	2.38	4.25	6.75	9.75	13.75	公允价值变动收益	(1.54)	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	37.94	49.44	47.35	45.25	43.16	投资净收益	(10.20)	0.49	0.50	0.50	0.50
其他	75.61	84.24	73.96	77.18	78.14	其他	38.14	29.78	0.00	0.00	0.00
<b>非流动资产合计</b>	<b>417.58</b>	<b>454.51</b>	<b>433.99</b>	<b>428.56</b>	<b>422.87</b>	<b>营业利润</b>	<b>239.73</b>	<b>340.74</b>	<b>482.39</b>	<b>611.57</b>	<b>757.08</b>
<b>资产总计</b>	<b>1,690.35</b>	<b>3,787.48</b>	<b>4,295.20</b>	<b>4,533.30</b>	<b>5,192.82</b>	营业外收入	0.56	0.05	0.30	0.30	0.30
短期借款	264.10	224.28	200.00	210.00	220.00	营业外支出	3.11	4.21	4.00	5.00	6.00
应付票据及应付账款	294.33	408.99	725.18	697.26	989.57	<b>利润总额</b>	<b>237.18</b>	<b>336.58</b>	<b>478.69</b>	<b>606.87</b>	<b>751.38</b>
其他	60.60	86.09	137.96	131.34	170.14	所得税	30.87	56.10	76.59	97.10	120.22
<b>流动负债合计</b>	<b>619.03</b>	<b>719.36</b>	<b>1,063.15</b>	<b>1,038.60</b>	<b>1,379.71</b>	<b>净利润</b>	<b>206.31</b>	<b>280.48</b>	<b>402.10</b>	<b>509.77</b>	<b>631.16</b>
长期借款	9.04	14.53	15.00	18.00	20.00	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>206.31</b>	<b>280.48</b>	<b>402.10</b>	<b>509.77</b>	<b>631.16</b>
其他	75.63	85.78	75.63	79.02	80.14	每股收益(元)	1.88	2.56	3.66	4.65	5.75
<b>非流动负债合计</b>	<b>84.67</b>	<b>100.30</b>	<b>90.63</b>	<b>97.02</b>	<b>100.14</b>						
<b>负债合计</b>	<b>736.65</b>	<b>845.65</b>	<b>1,153.78</b>	<b>1,135.61</b>	<b>1,479.86</b>	<b>主要财务比率</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>成长能力</b>					
股本	82.00	109.33	109.75	109.75	109.75	营业收入	-12.49%	21.44%	54.17%	24.25%	21.55%
资本公积	54.79	1,899.53	1,899.53	1,899.53	1,899.53	营业利润	-16.03%	42.13%	41.57%	26.78%	23.79%
留存收益	811.99	928.44	1,129.49	1,384.37	1,699.95	归属于母公司净利润	-15.00%	35.95%	43.36%	26.78%	23.81%
其他	4.92	4.54	2.67	4.04	3.75	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>953.70</b>	<b>2,941.83</b>	<b>3,141.42</b>	<b>3,397.68</b>	<b>3,712.97</b>	毛利率	35.75%	37.60%	37.50%	37.60%	37.80%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1,690.35</b>	<b>3,787.48</b>	<b>4,295.20</b>	<b>4,533.30</b>	<b>5,192.82</b>	净利率	11.68%	13.08%	12.16%	12.41%	12.64%
						ROE	21.63%	9.53%	12.80%	15.00%	17.00%
						ROIC	27.66%	24.96%	28.72%	35.18%	29.06%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	43.58%	22.33%	26.86%	25.05%	28.50%
						净负债率	11.23%	-56.81%	-56.43%	-39.20%	-47.65%
						流动比率	1.95	4.47	3.63	3.95	3.46
						速动比率	0.84	3.51	2.32	2.57	2.09
						<b>营运能力</b>					
						应收账款周转率	7.54	4.89	7.08	6.27	5.94
						存货周转率	2.55	2.98	3.13	2.90	3.01
						总资产周转率	1.11	0.78	0.82	0.93	1.03
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益	1.88	2.56	3.66	4.65	5.75
						每股经营现金流	0.36	1.61	2.23	-2.15	6.45
						每股净资产	8.69	26.81	28.62	30.96	33.83
						<b>估值比率</b>					
						市盈率	34.82	25.61	17.86	14.09	11.38
						市净率	7.53	2.44	2.29	2.11	1.93
						EV/EBITDA	0.00	11.57	11.47	9.53	7.05
						EV/EBIT	0.00	12.36	12.22	10.02	7.35

现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	206.31	280.48	402.10	509.77	631.16
折旧摊销	20.63	27.75	28.75	29.65	30.65
财务费用	(18.99)	(7.69)	(76.80)	(69.24)	(69.14)
投资损失	10.20	(0.49)	(0.50)	(0.50)	(0.50)
营运资金变动	(214.37)	(172.41)	(108.55)	(705.85)	115.67
其它	35.20	49.06	0.00	0.00	0.00
<b>经营活动现金流</b>	<b>38.97</b>	<b>176.69</b>	<b>245.00</b>	<b>(236.17)</b>	<b>707.84</b>
资本支出	50.34	45.25	28.64	17.62	22.87
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(126.50)	(116.93)	(46.64)	(38.12)	(46.37)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(76.16)</b>	<b>(71.68)</b>	<b>(18.00)</b>	<b>(20.50)</b>	<b>(23.50)</b>
债权融资	69.26	13.69	50.49	83.12	81.38
股权融资	(157.63)	1,708.35	(202.51)	(253.51)	(315.87)
其他	51.82	(178.41)	0.00	0.00	0.00
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(36.55)</b>	<b>1,543.63</b>	<b>(152.02)</b>	<b>(170.39)</b>	<b>(234.49)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>(73.74)</b>	<b>1,648.64</b>	<b>74.98</b>	<b>(427.06)</b>	<b>449.85</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com