

扎根海外筑壁垒，品类拓展促成长

华泰研究

2025 年 1 月 15 日 | 中国内地

首次覆盖

汽车零部件

投资评级(首评):

买入

目标价(人民币):

84.91

研究员

SAC No. S0570522110001
SFC No. BTK945

宋亭亭

songtingting021619@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

研究员

SAC No. S0570524080001
SFC No. BTK466

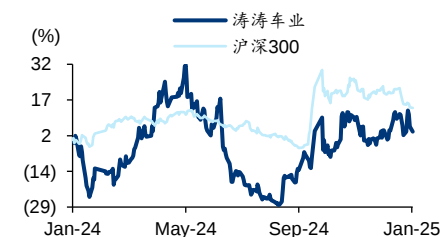
陈诗慧

chenshihui@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

基本数据

目标价(人民币)	84.91
收盘价(人民币 截至 1 月 13 日)	61.35
市值(人民币百万)	6,733
6 个月平均日成交额(人民币百万)	69.23
52 周价格范围(人民币)	43.04-80.52
BVPS(人民币)	27.64

股价走势图



资料来源: Wind

首次覆盖涛涛车业并给予“买入”评级，目标价 84.91 元（基于 18.3x 25E PE）。公司主营电动滑板车、全地形车、电自及高尔夫球车，是全球领先的户外休闲设备制造商。我们认为公司在美国渠道网络优势显著，高尔夫球车、大排量 ATV 等高端新品落地放量或显著优化收入/盈利结构，注入成长动能。

扎根美国市场，全面构筑品牌、渠道优势

公司深耕北美市场近 20 年，通过本地化品牌和立体渠道网络建立竞争壁垒：1) 三大品牌差异化定位，覆盖低中高多层次消费群体；2) 渠道端，公司具备商超（沃尔玛、TSC 等覆盖率超 85%）、高端经销商、电商、自有网站全域覆盖的多元渠道布局，在新品导入/市场铺货/成熟期销售/品牌力兑现等环节可实现优势互补。渠道端积累的成熟经验是公司实现新品类快速放量及份额拓张的关键要素。以高尔夫球车为例，公司 1 年内已扩展经销商 120+/TSC 门店 300+，从而在 24H1 贡献 3.4 亿营收增量，占公司同比总增量 57%。

产品矩阵高端化升级，有望带动价、利双升

公司产品结构升级逻辑明确，通过强化发动机等核心件的研发实力，将主营产品从低价/玩具属性强的滑板车/平衡车(售价\$300-\$2000)，拓展至溢价空间大的高尔夫球车及大排量 ATV(\$4000-\$10,000)。尤其美国高尔夫球车作为短途代步工具的需求激增，2%~7%家庭以球车替代第二辆车的假设下，我们测算潜在市场空间约 115~403 万辆，较场内球车市场容量增加 89%~310%。公司 24 年起集中推出球车产品，较美国竞品存在 20~30%+定价及配置优势，有望充分把握增量需求，加速抢占市场，我们预计 23-26 年球车收入 CAGR 达 212%，看好公司高价值量的新产品序列驱动业绩快速增长。

我们与市场观点不同之处

市场担忧公司面临海外贸易政策收紧的风险，继而导致产品价格竞争力下滑。我们认为一方面，公司本土产能建设有序推进，将较大程度消化关税风险。此外，针对海外生产带来的成本提高，目前公司高尔夫球车等关键产品与 Club-car 及 EZGO 相比价差上千美元，尚有显著提价空间，并且随着渠道建设完善，产品度过市场导入期，公司可通过压缩经销商端利润以实现部分压力转嫁，仍看好公司持续提升海外份额，释放利润弹性。

盈利预测与估值

我们预计 2024-2026 年公司营业收入 33.3/43.3/54.5 亿元、归母净利润 4.0/5.1/6.4 亿元，三年 CAGR 均超 30%。Wind 一致预期下，可比公司 25E PE 平均为 18.3x，我们基于 18.3x 25E PE，对应公司目标价 84.91 元，给予“买入”评级。

风险提示：海外消费需求不及预期；国际贸易政策波动。

经营预测指标与估值

会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(人民币百万)	1,766	2,144	3,332	4,330	5,453
+/-%	(12.49)	21.44	55.39	29.95	25.94
归属母公司净利润(人民币百万)	206.31	280.48	399.87	508.90	642.18
+/-%	(15.00)	35.95	42.57	27.26	26.19
EPS(人民币，最新摊薄)	1.88	2.56	3.64	4.64	5.85
ROE(%)	24.35	14.40	13.07	15.19	17.20
PE(倍)	32.64	24.00	16.84	13.23	10.48
PB(倍)	7.06	2.29	2.12	1.91	1.71
EV/EBITDA(倍)	23.54	14.23	11.60	8.62	6.76

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	1,273	3,333	3,314	3,586	4,421
现金	190.98	1,938	1,119	1,137	1,091
应收账款	287.99	588.10	693.43	971.88	1,125
其他应收账款	12.09	17.64	28.56	31.48	44.13
预付账款	22.03	27.01	47.04	49.18	72.00
存货	722.79	714.80	1,378	1,349	2,041
其他流动资产	36.90	47.91	47.91	47.91	47.91
非流动资产	417.58	454.51	1,017	1,128	1,250
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定投资	301.65	316.58	549.36	718.22	885.71
无形资产	37.94	49.44	51.91	55.18	57.31
其他非流动资产	78.00	88.49	415.45	354.86	306.88
资产总计	1,690	3,787	4,331	4,714	5,671
流动负债	651.98	745.35	1,048	1,091	1,628
短期借款	264.10	224.28	224.28	224.28	419.00
应付账款	294.33	368.04	667.90	681.90	996.23
其他流动负债	93.55	153.03	155.88	184.34	212.64
非流动负债	84.67	100.30	104.92	101.92	98.54
长期借款	9.04	14.53	19.14	16.14	12.76
其他非流动负债	75.63	85.78	85.78	85.78	85.78
负债合计	736.65	845.65	1,153	1,192	1,726
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	82.00	109.33	109.75	109.75	109.75
资本公积	54.79	1,900	1,900	1,900	1,900
留存公积	811.99	928.44	1,226	1,714	2,332
归属母公司股东权益	953.70	2,942	3,178	3,522	3,945
负债和股东权益	1,690	3,787	4,331	4,714	5,671

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金	38.97	176.69	(8.51)	389.70	240.16
净利润	206.31	280.48	399.87	508.90	642.18
折旧摊销	44.54	55.05	43.72	63.73	86.71
财务费用	(15.01)	(45.68)	22.92	30.57	51.39
投资损失	10.20	(0.49)	(0.49)	(0.49)	(0.49)
营运资金变动	(212.23)	(182.84)	(457.37)	(190.86)	(506.42)
其他经营现金	5.16	70.17	(17.16)	(22.15)	(33.22)
投资活动现金	(76.16)	(71.68)	(604.94)	(174.29)	(207.36)
资本支出	(76.61)	(71.92)	(589.03)	(151.97)	(174.27)
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	0.45	0.24	(15.90)	(22.31)	(33.10)
筹资活动现金	(36.55)	1,544	(204.82)	(197.73)	(79.08)
短期借款	42.39	(39.82)	0.00	0.00	194.72
长期借款	9.04	5.49	4.61	(2.99)	(3.38)
普通股增加	0.00	27.33	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	1,845	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(87.98)	(294.11)	(209.44)	(194.74)	(270.42)
现金净增加额	(70.47)	1,657	(818.27)	17.68	(46.28)

资料来源：公司公告、华泰研究预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	1,766	2,144	3,332	4,330	5,453
营业成本	1,134	1,338	2,093	2,727	3,390
营业税金及附加	4.52	8.47	14.99	19.48	27.27
营业费用	254.00	314.92	416.50	528.24	654.38
管理费用	71.78	93.41	149.94	194.84	239.94
财务费用	(15.01)	(45.68)	22.92	30.57	51.39
资产减值损失	(9.80)	(6.75)	(12.66)	(16.45)	(24.54)
公允价值变动收益	(1.54)	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(10.20)	0.49	0.49	0.49	0.49
营业利润	239.73	340.74	486.94	632.27	827.30
营业外收入	0.56	0.05	0.00	0.00	0.00
营业外支出	3.11	4.21	4.00	4.00	4.00
利润总额	237.18	336.58	482.94	628.27	823.30
所得税	30.87	56.10	83.07	119.37	181.13
净利润	206.31	280.48	399.87	508.90	642.18
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	206.31	280.48	399.87	508.90	642.18
EBITDA	291.10	356.69	506.26	679.27	901.43
EPS (人民币, 基本)	2.52	2.74	3.64	4.64	5.85

主要财务比率

会计年度 (%)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	(12.49)	21.44	55.39	29.95	25.94
营业利润	(16.03)	42.13	42.91	29.85	30.85
归属母公司净利润	(15.00)	35.95	42.57	27.26	26.19
获利能力 (%)					
毛利率	35.75	37.60	37.20	37.03	37.84
净利率	11.68	13.08	12.00	11.75	11.78
ROE	24.35	14.40	13.07	15.19	17.20
ROIC	20.02	19.72	16.57	18.92	19.28
偿债能力					
资产负债率 (%)	43.58	22.33	26.62	25.29	30.44
净负债比率 (%)	12.56	(56.36)	(26.99)	(24.93)	(16.22)
流动比率	1.95	4.47	3.16	3.29	2.72
速动比率	0.75	3.41	1.76	1.96	1.39
营运能力					
总资产周转率	1.11	0.78	0.82	0.96	1.05
应收账款周转率	7.54	4.89	5.20	5.20	5.20
应付账款周转率	3.39	4.04	4.04	4.04	4.04
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	1.88	2.56	3.64	4.64	5.85
每股经营现金流(最新摊薄)	0.36	1.61	(0.08)	3.55	2.19
每股净资产(最新摊薄)	8.69	26.81	28.96	32.09	35.94
估值比率					
PE (倍)	32.64	24.00	16.84	13.23	10.48
PB (倍)	7.06	2.29	2.12	1.91	1.71
EV EBITDA (倍)	23.54	14.23	11.60	8.62	6.76

正文目录

投资要点	4
我们与市场观点不同之处	5
休闲娱乐产品领跑行业，国产品牌出海扬威	6
股权结构集中，管理层产业经验丰富	6
产品矩阵丰富立体，自主品牌定位准确	7
核心零部件自主造，盈利能力稳步高	7
扎根美国市场，三品牌+全渠道构筑优势	10
自主品牌销售占比超 60%，三大主力品牌覆盖各消费圈层	10
商超、经销、自营渠道优势互补，线上线下全域覆盖	10
深耕美国市场，仓储式销售带来快速响应优势	12
高尔夫球车增速迅猛，开辟公司第二成长曲线	14
应用场景向社区出行延伸，高尔夫球车市场规模具备扩大潜力	14
大步进军高尔夫球车赛道，开辟成长新曲线	16
加速全球产能布局，抵御贸易政策风险	17
产品矩阵拓展叠加高端化升级，自研自制提高盈利能力	18
由“玩具类”走向“玩乐类”，品类高端化拓展带动单价提升	18
高自制比例构筑成本优势，产品结构优化带动盈利持续向上	19
盈利预测	20
风险提示	22

投资要点

涛涛车业是全球领先的户外休闲及电动化出行设备制造商，深耕北美市场并不断拓展全球化布局。公司深耕北美市场近 20 年，以品类拓展为主要成长路径，通过本地化品牌和立体渠道网络的建立构建自身竞争壁垒。展望未来，高尔夫球车、大排量 ATV 等高端新产品落地放量有望不断优化公司产品及盈利结构，为未来成长注入持续动能。

扎根美国本土，全面构筑品牌、渠道、制造优势

公司进军北美市场已有近 20 年，期间逐步建立本地化的自有品牌，打造全渠道壁垒，并将走向本土化制造。

1) 品牌：公司建立三大本地化品牌（TAOMOTOR、GOTRAX、DENAGO），差异化定位覆盖多层次消费群体，形成了完整的品牌体系。

2) 渠道：公司构建了“线下批发零售+线上电商平台”双线并行的全渠道销售网络，线下网点覆盖率较高，公司在主要商超如 WALMART、TARGET、ACADEMY，大型专业商超 TSC 均超 85%。

多元化的渠道布局帮助公司在新品导入、市场铺货及成熟期销售各环节均展现出强大适应能力，精准触达广泛消费群体——新产品导入期可通过 ODM 形式验证产品力，推广阶段利用商超渠道快速实现规模起量，低售价吸引广泛客户群，借由电商平台扩展销售覆盖面，增强品牌曝光率，成熟阶段则可通过经销商渠道助力稳定销售增长，以及自建网站销售实现品牌溢价，17-23 年公司传统产品销售毛利率均维持在 32%+。

长期深耕美国的成熟经验使公司在高尔夫球车新品类上，也得以迅速拓展渠道，近一年时间内累计扩展高端经销商 120 多家，入驻 TSC 门店 300 余家，继而带来起步晚、但起量快的结果，球车占公司收入比例已从 23 年的 4% 提升至 24Q2 的 30%，我们预计 24 年销量有望突破 2 万辆。

3) 制造：继越南工厂之后，公司以“北美制造+”为目标，计划在美国得克萨斯州、佛罗里达州、加利福尼亚州建设三大工厂，持续增强本土制造能力。24 年公司美国得州工厂已成功投产，电动高尔夫球车顺利下线。通过全球产能布局，公司将实现有效规避贸易摩擦带来的风险，进一步分散供应链风险并优化成本结构，强化全球竞争力。

把握高尔夫球车增量需求，产品矩阵高端化升级

公司过往主要产品集中在电动平衡车、滑板车、小排量 ATV 等低单价、玩具属性更强的类别，23 年以来公司通过强化发动机、电机等核心部件的研发力量，成功将产品矩阵拓展至高附加值、高溢价的电动高尔夫球车及大排量 ATV。

1) 电动高尔夫球车：因电动高尔夫球车具备售价经济、保险费低、低速安全等特点，其取代家庭第二辆车、作为短途代步工具的需求迎来快速增长。10M24 美国进口球车量达 21 万辆，同比+110%，基本均由中国出口。我们假设允许球车上路的州及直辖特区中，2%/5%/7%/10%的二车家庭选择高尔夫球车作为“第二辆汽车”替代的不同情形，测算得代步用途的高尔夫球车潜在市场空间或达 115/288/403/576 万辆，较仅包含场内球车的市场容量（130 万辆）增加 89%/221%/310%/443%。

公司把握电动高尔夫球车从球场内向社区短途出行场景衍生的增量需求，成功开发 2+2、正四座、正六座等产品序列，并积极拓展高端经销商和专业商超 TSC 渠道。公司产品较美国品牌竞品存在 20~30%+的定价优势以及配置优势，并且本土产能正在建设中，已具备一定生产能力，消化关税风险后，有望继续加速抢占美国品牌份额。

2)全地形车:23年公司首次向市场投放300cc大排量全地形车,10月公司再度发布350ATV、550ATV和1000ATV三款样车,其中350/550CC发动机均已实现自研自制。公司有望通过进一步拓宽全地形车排量段覆盖,继续在非美市场提高品牌认知度,并于北美市场实现0-1的突破。

我们认为公司产品结构升级逻辑明确,23-24年间,主营产品ATV终端售价从Tao Motor品牌110cc ATV(23年以前主销产品之一)的550美元提高至Denago品牌300cc ATV的4199美元(24年12月发布);24年发力的新品类电动高尔夫球车,单车售价更提升至7999美元以上。我们看好公司高客单价的产品放量,继而持续带动营收、利润成长。

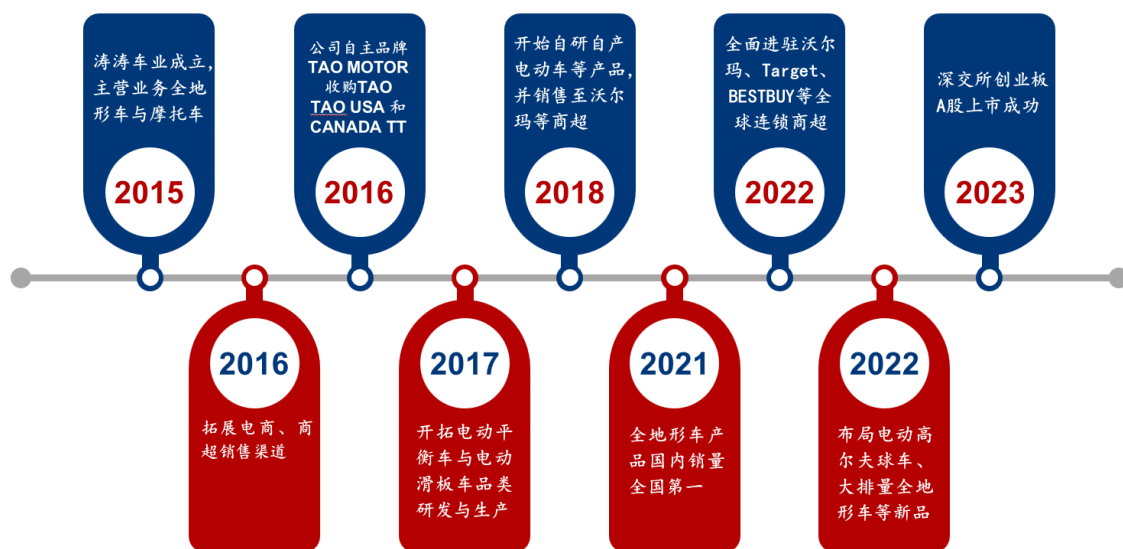
我们与市场观点不同之处

市场担忧公司作为中国企业面临海外贸易政策收紧的风险,继而导致产品价格竞争力下滑。我们认为,一方面,公司海外产能建设有序推进,将较大程度消化关税风险。此外,针对海外生产带来的成本提高,我们认为公司高尔夫球车等关键产品与Club-car及EZGO相比价差上千美元,尚有显著提价空间,并且随着渠道建设完善,产品度过市场导入期,公司可通过小幅回收经销商端利润以实现部分压力转嫁,仍看好公司持续提升海外份额,释放利润弹性。

休闲娱乐产品领跑行业，国产品牌出海扬威

涛涛车业成立于2015年，专注于研发、生产并销售户外休闲小型车，98%以上产品销往海外。自成立以来，涛涛车业迅速成长为聚焦创新的技术企业，盈利能力出色。公司产品线丰富，初期公司主营全地形车与摩托车，2019年以来以电动平衡车、电动滑板车为代表的电动类车型销售占比逐年上升，成为公司的主营车型；2020年以来公司加强了头盔及配件的研发生产，最终形成当下以智能电动低速车、特种车为主的产品矩阵。公司建立了线上线下多渠道销售网络，与沃尔玛、亚马逊、TARGET等国际零售巨头建立了稳定的合作关系，其自主品牌TAO MOTOR、GOTRAX等以高性价比和优质的售后服务赢得消费者青睐，产品主要销往美国、加拿大、欧洲等地区。

图表1：涛涛车业发展历程

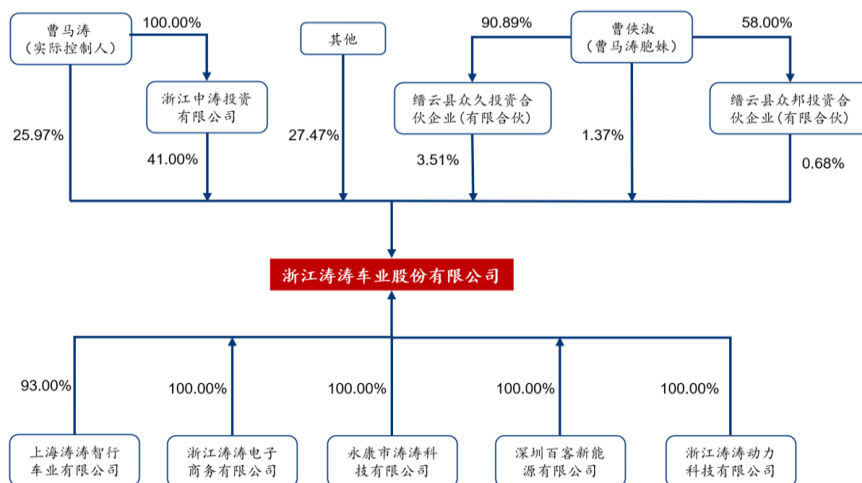


资料来源：公司官网、涛涛车业招股说明书、华泰研究

股权结构集中，管理层产业经验丰富

涛涛车业的股权结构集中，管理层拥有丰富的产业经验。截至2024年9月，浙江中涛投资有限公司持有涛涛车业41%的股份，为公司第一大股东，其背后实控人为涛涛公司第二大股东曹马涛，其实际持股66.97%，股权集中度高。管理层在全地形车、摩托车等相关市场深耕多年，具有丰富的行业与市场经验，这为公司的稳定发展提供了坚实的基础。

图表2：股权结构图（截至2024.9）



资料来源：公司公告、华泰研究

产品矩阵丰富立体，自主品牌定位准确

涛涛车业全方位构建从入门级到专业级的产品体系，产品矩阵基本全覆盖休闲车品类。当下，公司主营的休闲车产品为智能电动低速车和特种车。智能电动低速车主要包括电动滑板车、电动平衡车、电动自行车、电动高尔夫球车四类，行驶速度在 70km/h 之内，特种车包括全地形车与摩托车两类，每类车系均构建从入门级到专业级的产品体系，搭配上头盔与其他配件，公司多样化的产品致力于为全球消费者提供“无限户外驾乘体验”。

图表3：公司主要产品矩阵

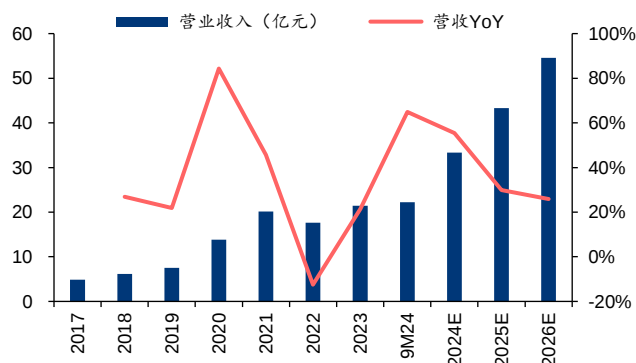
车型大类	产品名称	产品图片	产品特点与用途
智能电动低速车	电动滑板车	 电动滑板车GX3	电动滑板车是以传统人力滑板为基础，加上电力套件的交通工具，其作为一种新型运动休闲娱乐产品，在欧美等发达国家十分流行，使用人群广泛，适合于公园、游乐场等休闲娱乐及短途交通代步使用。
	电动平衡车	 电动平衡车E4	公司电动平衡车主要指两轮电动平衡车，其采用两轮并排固定的方式，依靠人体重心的改变实现车辆的启动、加速、减速、停止等动作，是现代人作为休闲娱乐和短途交通代步的一种新型绿色环保产品。
	电动自行车	 电动自行车GOTRAX Z4PRO	电动自行车是以蓄电池作为辅助能源，在普通自行车的基础上，安装了电机、控制器、蓄电池、加速转把、闸把等操纵部件和显示仪表系统的机电一体化的个人交通工具。多用于代步健身用途。
	电动高尔夫球车	 电动高尔夫球车Rover XL	电动高尔夫球车最初是为满足高尔夫球场的特定需求而开发的场地用车，随着时间的推移，其应用场景已经远远超出了高尔夫球场，如酒店业、旅游业、医疗保健业和安保业，都较广泛地使用电动高尔夫球车进行现场交通。此外，封闭社区、度假村和大型活动也正在采用电动高尔夫球车作为便捷、经济实惠且环保的移动解决方案。
特种车	全地形车	 300CC ATV	全地形车（All Terrain Vehicle）是一种被设计用于非高速公路行驶的、具有4个或以上低压轮胎且可用在非道路上行驶的轻型车辆。作为集实用、娱乐、体育运动等功能于一体的特种车辆，目前主要用于户外作业（农业、畜牧业、林业、工业、建筑等）、休闲运动、消防巡逻、军事防卫等众多领域。
	越野摩托车	 MX4 DIRT BIKE	越野摩托车，也称非道路两轮摩托车，在欧美国家与全地形车等统一称为ORV（非道路车），是一种封闭越野线路中所使用的摩托车车型，不在公路和城市道路上行驶，主要用于休闲娱乐和竞技运动。作为赛事项目，越野摩托车惊险刺激、赏心悦目；作为日常运动，越野摩托车不仅能让参与者享受驾驶乐趣，还能强身健体、释放压力。

资料来源：公司公告、公司官网、华泰研究

核心零部件自主造，盈利能力稳步高

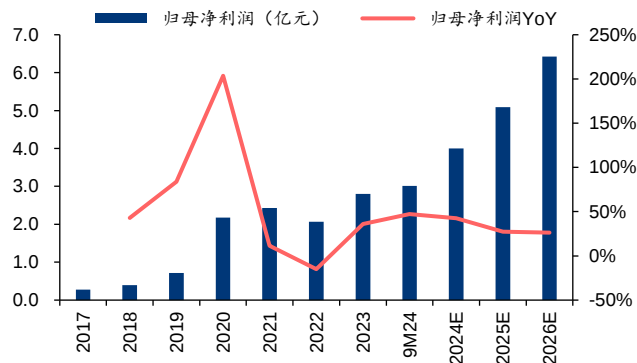
2022 年起营收稳步增长，归母净利润 9M24 同比+47.40%。2017-2024Q3，涛涛车业营收与归母净利润整体呈现波动上升趋势。公司发展可分为两个主要阶段。2017-2021 年，公司依靠出海的先发优势迅速扩张并积累资本，营收增长迅速。2022 年度营收与净利润小幅下降，主要原因系受欧美等主要市场宏观经济波动及俄乌冲突等因素造成的通货膨胀、需求放缓等影响，导致公司销售收入减少，归母净利润受营业收入影响同比例下降，但利润率仍保持相对稳定。2023 年起，公司聚焦“新能源智能出行”，开发电动高尔夫球车新产品，拓展新渠道，实现了新老产品营收的同步增长。2017-2023 年间营收 GAGR 达 28.07%，2024Q1-Q3 公司归母净利润 3.01 亿元，同比+47.40%。

图表4：2017-2026E 营收及预测



资料来源：同花顺 iFinD，华泰研究预测

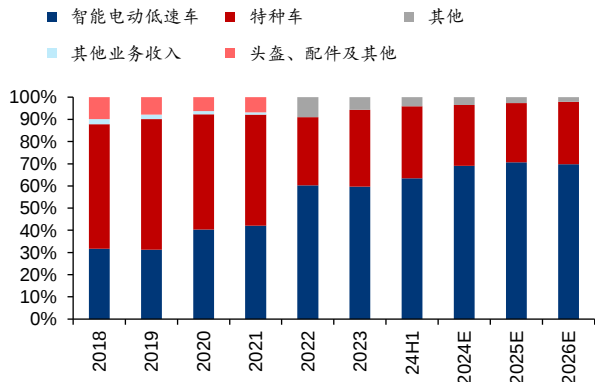
图表5：2017-2026E 归母净利润及预测



资料来源：同花顺 iFinD，华泰研究预测

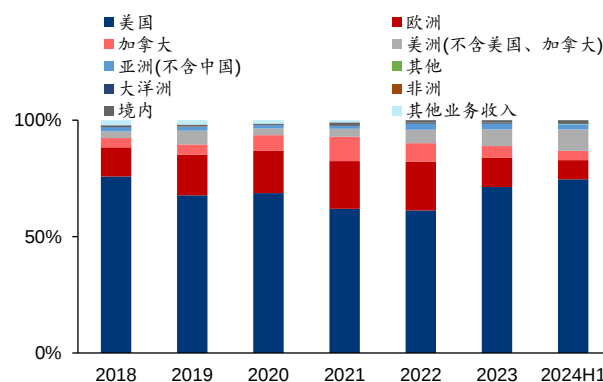
公司营收结构中智能电动低速车占比稳步上升，产品深耕海外，2024H1 出海率高达 98.49%。成立初期，公司依靠特种车（摩托车与全地形车）开拓海外，实现第一轮资本扩张，至 2021 年特种车占比均达 50% 以上。2018 年起，随着新能源产业蓬勃发展及消费者对节能减排、绿色出行理念的逐步认可，公司开始布局智能电动休闲车型。经过四年的研发开拓，公司成功实现“电动化+智能化”转型，2022 年公司智能电动低速车营收占比首次超过特种车占比，达到 60%，随后逐年上升。分地区上看，2018-2024H1 期间 95% 以上产品均销往欧美国家，美国、加拿大为首的美洲是最主要销售市场，销售地区稳定。境内销售占比低于 1.5%。

图表6：2018-2026E 公司营收产品结构及预测



资料来源：同花顺 iFinD，华泰研究预测

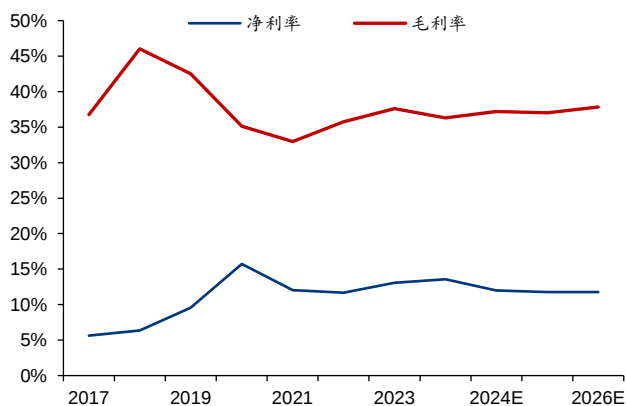
图表7：2018-2024H1 公司营收地区结构



资料来源：同花顺 iFinD，华泰研究

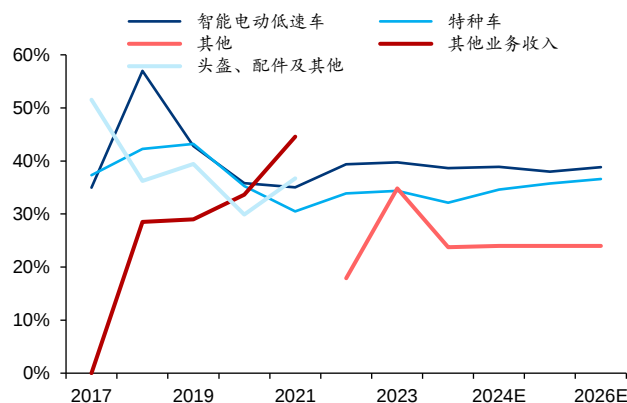
公司总体盈利能力稳定，智能低速电动车与特种车贡献主要毛利。2020 年以来，公司基本呈现稳定的盈利格局，毛利率维持在 36% 左右，净利率维持在 13% 左右，呈现良好稳健的盈利能力。即使是在营收小幅下降的 2022 年，公司盈利能力仍未受到任何影响。分产品看，公司最主要产品智能电动低速车贡献最高毛利且盈利稳定，主要原因在于高核心部件自制构筑的护城河成本优势与高效的制造体系和自有品牌、自有渠道的销售优势带来的核心竞争力。

图表8：2017-2026E 公司毛利率及预测



资料来源：同花顺 iFinD，华泰研究预测

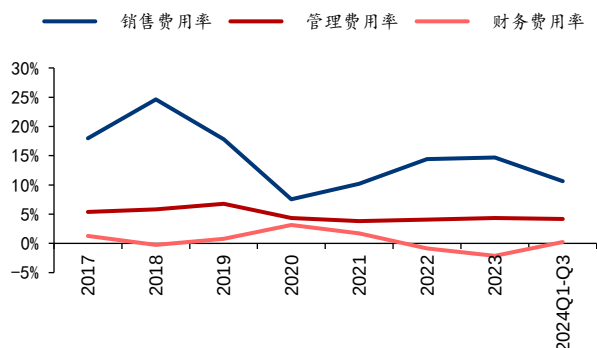
图表9：2017-2026E 公司分产品毛利率及预测



资料来源：同花顺 iFinD，华泰研究预测

公司控制费用能力稳健，研发费用率波动上升至 9M24 的 3.64%。2017 年至今，公司期间费用率（销售+财务+管理费用率）波动下降至 15% 上下并保持稳定，体现了公司在控制费用方面的能力。销售费用率 2021-2022 年增幅较大，主要系年度市场推广、仓库费用以及咨询服务费扩大所致，属于正常可控范围，2022 年后其波动下降至 11%。公司财务费用率自 2020 年起变动较大，主要系汇率波动导致汇兑收益变化、利息收入影响所致。管理费用率相对稳定，近年来保持在 4% 上下。研发费用率整体呈波动上升趋势，9M24 研发费用达 0.81 亿，费用率达 3.64%。

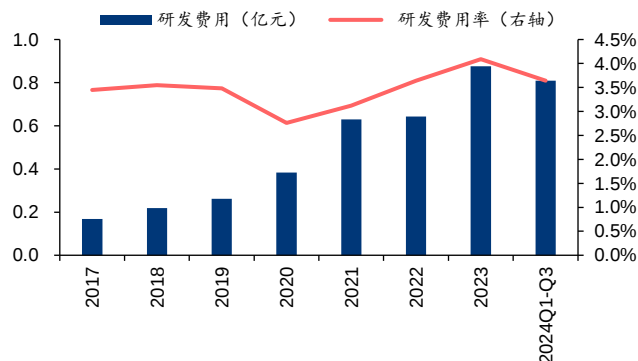
图表10：2017-2024Q3 公司期间费用率



注：根据财政部 2018 年颁布的第 15 号公文《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》，在“财务费用”项目下增加“其中：利息费用”和“利息收入”行项目。

资料来源：同花顺 iFinD，华泰研究

图表11：2017-2024Q3 公司研发投入情况



资料来源：同花顺 iFinD，华泰研究

扎根美国市场，三品牌+全渠道构筑优势

自主品牌销售占比超 60%，三大主力品牌覆盖各消费圈层

涛涛车业目前拥有 TAOMOTOR、GOTRAX、DENAGO 三大主力品牌，全方位覆盖和渗透各消费圈层，自主品牌销售占比 60%+。公司通过三大品牌的协同效应，形成了完整的产品矩阵，实现对各个市场层次的全面覆盖。

TAOMOTOR 专注于全地形车与越野摩托车，产品注重复杂地形的适应性与强劲动力输出，并通过流畅的车身线条和鲜艳的色彩设计，展现“年轻、活力”的属性。**GOTRAX** 品牌定位相对大众。主攻电动滑板车、电动平衡车和电动越野摩托车，聚焦“新潮、环保、高性能”的主张，其产品凭借新颖设计、长续航能力与稳定性多次入选亚马逊畅销榜单。**DENAGO** 则定位高端市场，专注电动自行车、电动高尔夫球车及特种车，满足高端消费者对舒适性与差异化体验的需求。此外 DENAGO 还将通过大排量特种车覆盖更多细分市场，进一步增强市场竞争力。

图表12：涛涛车业三大自主品牌布局

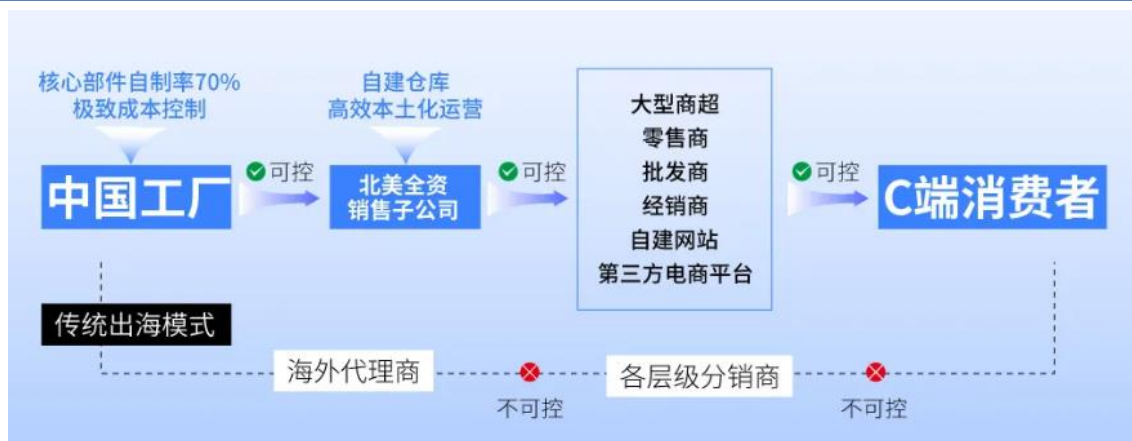
品牌名称	品牌理念	品牌定位	主营产品	销售渠道
 DENAGO	高端、专业、活力	高端市场、定制化创新需求	主营电动自行车、全地形车与越野摩托车等专业级产品	高端经销商网络、开设线下体验中心
 GOTRAX	新潮、环保、高性能	高端新能源市场	主营电动自行车、电动滑板车、电动摩托车等兼具设计与性能的新能源产品	大型连锁商超和线上销售平台
 TAO MOTOR	实用、乐趣、动感	中端日用家庭市场	主营燃油/纯电ATV、家用摩托车、电动自行车、滑雪车等家用多功能车	批发商、零售商

资料来源：公司官网、公司公告、华泰研究

商超、经销、自营渠道优势互补，线上线下全域覆盖

涛涛车业坚持以自主品牌销售为核心，构建了“线下批发零售+线上电商平台”双线并行的全渠道销售网络，结合“国内生产、海外仓储、海外销售、当地服务”的模式，打造覆盖广泛、响应高效的仓储式销售体系。多元化的渠道布局帮助公司在新品导入、市场铺货及成熟期销售各环节均展现出强大的适应能力，实现广泛消费群体的全面覆盖与细分市场的精准触达。此外，公司积极开展 ODM 模式，通过与国际知名品牌合作，提供设计、生产及技术支持，不仅有效规避市场推广风险，还能灵活调配产能应对需求波动，收入来源更多元化。

图表13：涛涛车业搭建全渠道销售网络



资料来源：公司公众号，华泰研究

线下渠道包括：大型商超+批发零售商+经销商

(1) 商超渠道：快速实现规模化销量，通过低售价吸引广泛客户群体。商超渠道进入门槛较高，要求供应商具备高效的物流配送能力和稳定的供货能力。商超渠道售价一般较低、起量较快，是公司实现销量快速增长的关键。公司大型商超入驻覆盖率不断提升，截止2024H1，公司产品入驻 WALKMART (3,900 多家，覆盖率 85%+)、TARGET (1,800 多家，覆盖率 90%+)、ACADEMY (260 多家，覆盖率 87%+) 在美门店，BEST BUY 在美门店入驻 360 多家 (覆盖率 34%+)，入驻垂直领域大型专业商超 TSC 门店 900 多家以及 LOWE'S 部分门店，全面覆盖主要消费市场，迅速提高了品牌知名度和销量基础。

(2) 经销商渠道：通过合作提升品牌溢价能力，利于进一步扩大市场份额。经销商渠道售价一般略高于商超渠道，是公司实现品牌溢价的重要途径。公司通过与全美各地优质经销商的长期合作，确保产品在细分市场中的稳定推广，特别是在高端和新兴产品线（如电动自行车和高尔夫球车）上加速布局。截止2024H1，公司北美经销商网络已覆盖 450+ 家，持续加速高端经销商的布局，以进一步提升在高附加值产品上的市场影响力。

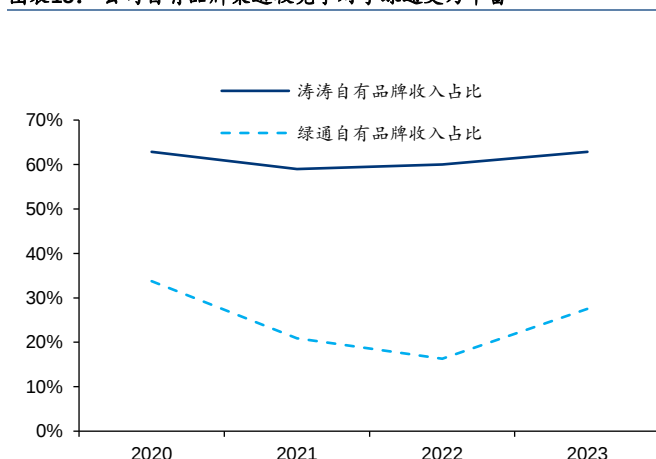
(3) 批发商与零售商合作：拓展北美市场外的业务。公司与北美合作的批发商和零售商数量超过 600 家，此外在北美以外市场也与 SOFLOW、ASPEKT LLC、ASIA VNA GROUP 等知名批发商和零售商展开合作，通过广泛的批发商网络实现全球市场的渗透，截止2024H1 产品已经销往全球 60 多个国家和地区。

图表14：涛涛车业和九号公司北美渠道对比

涛涛车业				九号公司			
涛涛车业				九号公司			
商超	WALMART		√	批发/零售商	SOFLOW	√	
	TARGET	√	√		ASPEKT	√	
	ACADEMY	√			WALBERG	√	
	BEST BUY	√	√		URBAN		
	TSC	√		线上	AMAZON	√	√
	LOWE'S	√			E-Bay	√	
	Costco		√		MediaMart		√
	Big5		√				
	Sam'sClub		√	ODM		√	√

资料来源：公司公告、华泰研究

图表15：公司自有品牌渠道较竞争对手绿通更为丰富



资料来源：公司公告、华泰研究

线上渠道包括：14+自有网站销售与 10+第三方电商平台

(1) 自有网站销售：通过自有平台直面消费者，增强品牌影响力。公司拥有 14 个以上销售网站，尽管当前销售占比相对较少，但是实现公司品牌溢价的主要途径，定价相对较高，公司还可通过自有网站快速收集消费者反馈与数据，为产品开发和市场策略提供参考，并借由自然流量实现新品的快速销售，有效提升市场份额并促进品牌效应的形成。

(2) 众多第三方电商平台：扩展销售覆盖面，增加品牌曝光率。根据公司官网，公司已入驻 10 个以上的第三方电商平台，包括亚马逊 (Amazon)、eBay 等，通过这些高流量的平台，公司能够快速触达更广泛的客户群体，尤其是注重便捷购物体验的年轻消费者。公司产品在在 AMAZON 等电商平台的销量长期处于同行业领先地位，帮助公司在短时间内实现品牌快速推广和销售增长，进一步巩固了公司在线上渠道中的竞争优势。

图16: 公司自主产品销售渠道多样化, ODM 产品销售主要通过批发零售商

类别	销售渠道	代表性产品	主要客户群体
自主产品	自有网站线上销售	汽动全地形车、摩托车	终端客户
		电动滑板车、电动平衡车	终端客户
	通过第三方网站平台销售	电动滑板车、电动平衡车	终端客户
	直接销售给批发商、零售商	全系列产品	沃尔玛、亚马逊、SMART TOYS LLC、BWINC、MAXPRO LLC、TOMAHAWK TRADING INC、MY SCOOTERS AND ATV INC、TARGET 等
ODM 产品	直接销售给境内外批发商、零售商	全系列产品	SUNDANCE GS LLC、MGTS S.A、PROPHETE GMBH U.CO. KG、GO-VEKS、LOGICOM S.A、MOTOLAND、FUEL HELMES.INC、XIAN FU MOTORCYCLE PARTS TRADING CO.,LIMITED、PERFORMANCE.POWERSPORTS GROUP INC、SOFLOW 等

资料来源: 公司招股书、华泰研究

ODM 模式: 以较低市场风险实现新市场拓展, 提升收入来源。 ODM 模式是公司拓展新市场的重要方式, 通过与知名品牌合作, 公司为其提供设计、生产和技术支持, 使合作品牌快速推向市场。ODM 模式可以①通过代工生产规避市场推广风险; ②灵活产能应对需求波动, 最大限度减少库存压力; ③借助合作品牌的市场影响力, 快速提升知名度和产品曝光度; ④通过长期生产合同实现稳定收入来源; 与高要求品牌合作提升制造与研发能力, 进一步反哺自主品牌发展。

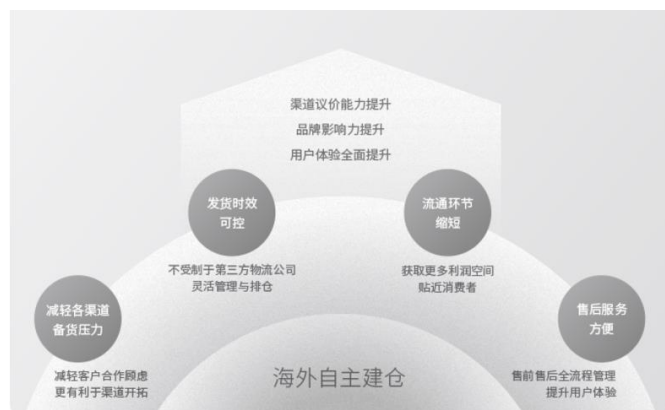
以公司电动滑板车产品为例, 公司 18 年完成新品研发后, 19-21 年间 ODM 模式每年贡献增量的 38-40%, 推动该品类在 3 年内营收突破 6 亿元, 2 年复合增速超 110%。通过 ODM 模式, 涛涛车业不仅拓展了收入来源, 还借助外部品牌的市场力量增强了自身竞争力, 为未来自主品牌的全球扩展奠定了基础。

深耕美国市场, 仓储式销售带来快速响应优势

公司长期深耕北美, 仓储式销售模式实现高效库存管理和服务体系快速响应。公司在北美有着近 20 年的深耕历程, 已经建立了超过 200 人的本土化运营团队, 并设有 5 个仓储中心。通过这些仓储中心, 公司能够根据各区域市场的需求进行快速调整, 确保产品供应的连续性与市场响应的灵活性, 从而有效减少各区域备货压力, 降低整体物流成本。

同时公司在北美提供本土化的技术支持和售后服务, 借助当地团队优势快速响应客户需求, 为当地消费者提供优质的本土化服务。仓储式销售模式不仅减少了库存周转的中间环节, 还提高了发货时效的可控性, 使公司在面对美国市场的复杂需求时能够迅速做出响应, 进一步提升了用户体验。

图表17：仓储式销售降低库存提升效率，并提高品牌影响和用户体验



资料来源：公司官网，华泰研究

图表18：美国本土化运营，实现高效售后服务



资料来源：公司官网，华泰研究

此外公司已实现北美本土化营销，积极开展线上线下结合的品宣活动。一方面，公司充分利用 YouTube、Facebook 等线上媒体平台，这些平台具有广泛的用户基础和强大的传播力，可以快速触达大量的当地消费人群。另一方面，积极参与展会、体育赛事等线下活动，增加与消费者的互动和品牌曝光度。通过线上线下相结合的方式，实现全方位的营销覆盖。

高尔夫球车增速迅猛，开辟公司第二成长曲线

应用场景向社区出行延伸，高尔夫球车市场规模具备扩大潜力

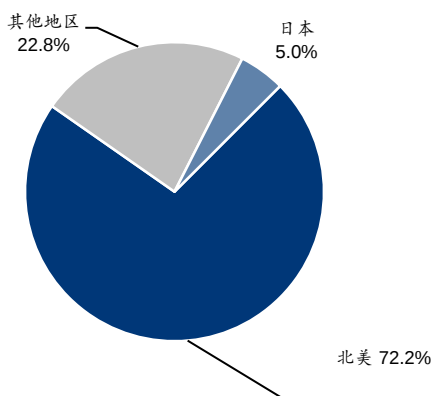
高尔夫球车应用逐渐从高端俱乐部向日常场景拓展。高尔夫球车的发展阶段大致可分为三个阶段：起步阶段(1950s-1960s)：高尔夫球车最初出现于 20 世纪 50 年代末期，主要在美国的一些高尔夫俱乐部中使用。快速发展期(1970s-1990s)：随着高尔夫运动的普及和技术的进步，高尔夫球车开始采用电动驱动系统，并逐步向其他应用场景拓展。多元化发展阶段(2000s 至今)：进入 21 世纪后，高尔夫球车的设计更加注重环保与节能，同时功能也更加多样化，不仅限于高尔夫球场内使用，逐渐拓展到短途出行和社区交通等场景。

1) 美国高尔夫球场需求稳定，电动化升级成主流趋势

美国高尔夫球产业发展较早，而且规模庞大，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%。近年来美国高尔夫球场数量相对稳定，球车的更新换代需求持续存在。尤其在中高端球场，随着环保政策的加强，电动高尔夫球车逐渐替代燃油车型成为主流，电动化转型不仅符合环保法规，也显著提升了用户体验，满足了高端球场对低噪音、低排放设备的需求。

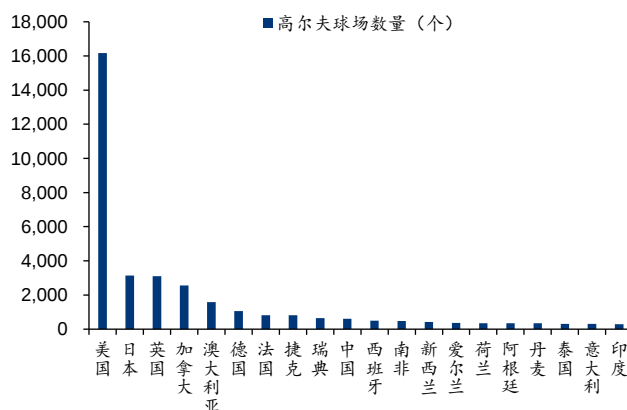
根据雅马哈 2024 Fact Book，23 年美国用于高尔夫球场内的球车销量约 13 万辆，简单假设球车生命周期为 10 年，每年存量的 10%需更新，则美国场内高尔夫球车保有量约 130 万辆。

图表19：北美地区占据全球高尔夫球车需求的 7 成（2023 年）



资料来源：雅马哈官网，华泰研究

图表20：美国高尔夫球场数量远超第二名日本（2022 年）



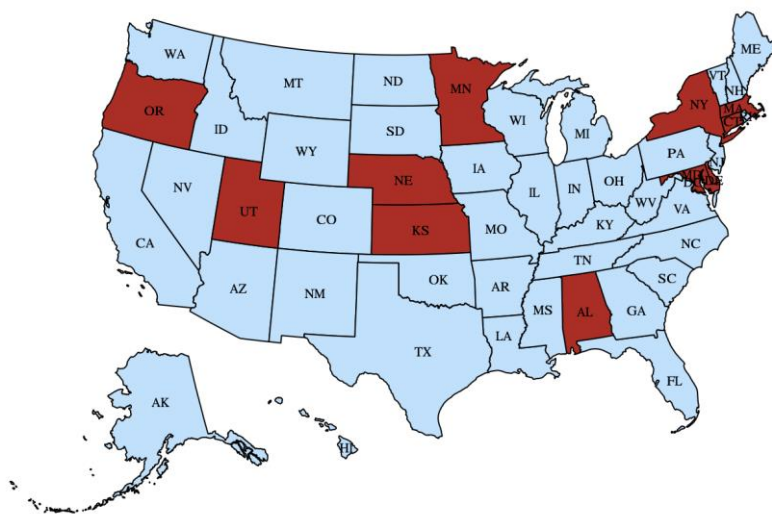
资料来源：Mordorintelligence，华泰研究

2) 社区代步需求带动球车需求激增，中国企业快速抢占份额

相较于汽车而言，电动高尔夫球车具备诸多优势，包括更经济的售价、更低的保险费、便于停车、方便进出的开放式设计以及低速安全等特点，足以满足社区内的短途通行需求。同时目前在美国共 51 个州及直辖特区中，已有 40 个允许高尔夫球车在低速公共道路上行驶，因此越来越多家庭开始选择高尔夫球车作为短途代步工具，取代第二辆车的功能。

测算代步用途的高尔夫球车潜在空间，美国允许上路 40 个州及直辖特区共有 9848 万家庭（根据美国交通部 2022 年数据），其中 58.5% 家庭拥有 2 台以上汽车。假设其中 2%/5%/7%/10% 的家庭选择高尔夫球车作为“第二辆汽车”的替代的不同情形，那么对应市场空间也分别将达到 115/288/403/576 万辆，较前文测算的仅包含场内球车的市场容量（130 万辆）增加 89%/221%/310%/443%。

图表21: 美国共有 40 个州及直轄特區允許電動高爾夫球車上路

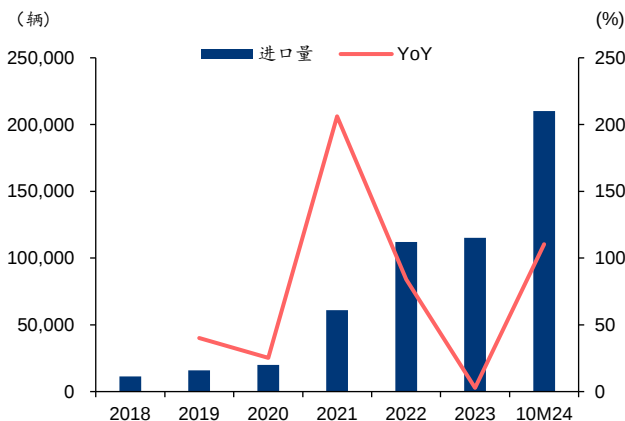


注：浅蓝色为允许高尔夫球车上公共道路的地区

资料来源：各州官网，华泰研究

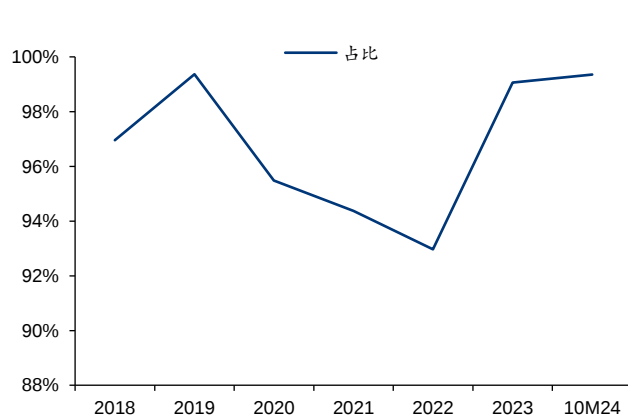
作为佐证，我们观测到近年来美国进口高尔夫球车数量正快速上升，从 2018 年的 1.1 万辆攀升至 10M24 的 21 万辆，10M24 同比增长长达 110%，基本均由中国出口（2018 年以来占比在 93%+，10M24 中国出口占比 99%）。由于高尔夫球场内消费者对品牌要求较高，市场份额集中在本土 ClubCar/E-Z-GO 及 Yamaha 等经营历史悠久、知名度较高的品牌，因此中国出口的球车基本都用于短途通行。

图表22： 2018 年-10M24 美国高尔夫球车进口量



资料来源：USITC，华泰研究

图表23: 2018年-10M24 中国出口占美国球车总进口量比例



资料来源：USITC，华泰研究

3) 国内旅游景点等场景需求增长, 电动化需求助推市场扩展

除出口外，随着国内景区对环保、安全及游客体验的要求不断提升，电动高尔夫球车凭借无噪音、零排放的环保特性以及舒适性，也逐渐成为景区接驳的重要工具。根据智研咨询，2017年中国电动高尔夫球车市场规模仅有5.78亿元，2023年市场规模扩张为15.09亿元，需求量约4.6万辆，应用场景包括高尔夫球场、休闲度假村、别墅楼盘、园林式酒店餐厅、旅游景点等。

大步进军高尔夫球车赛道，开辟成长新曲线

2022 年初公司拓展高尔夫球车品类，并于 23 年开始小批量销售。电动高尔夫球车与原有产品生产工艺类似，可迅速融入现有研发与生产体系；公司立足于 20 年北美本土化运营经验，快速拓展北美市场，并在美国新设立三大高尔夫球车组装工厂以可快速响应市场需求。24 年电动高尔夫球车继续面向家庭和社区应用不断推出新车型，成功量产正四座产品，露营款、六座款等车型也将陆续推出。在高客单价和渠道快速铺开的加持下，电动高尔夫球车产品占公司收入比例已从 23 年全年的 4%，提高至 24Q2 的 30%，打造全新成长曲线。

自主产品具备价格、配置双重优势，抢占本土企业份额

1) 较海外品牌价格优势显著，高性价比吸引海外消费者。公司通过严格控制供应链和生产成本，高尔夫球车在价格上具有显著优势，通过严格控制供应链和生产成本，在中端市场提供更具竞争力的价格。相较美国本土竞品品牌如 Club Car，同等配置下公司产品价格可低出 30%-40%。考虑到以高尔夫球车作为汽车替代品进行短途出行或代步的需求开始兴起，这部分增量客户群体对价格或更为敏感，公司高性价比产品的吸引力大大增加。

此外在当前价差下，即使不考虑公司的海外产能，公司也有充足空间应对关税增加风险。以 Nomad XL 产品为例，我们假设公司向经销商销售价格为终端价 70%，关税税率由 7.5% 增加至 22.04%，由此计算增加成本约 923 美金（实际报关 CIF 价值更低于售价），纳入终端价格后仍较竞品有 3000 美金以上价差。

2) 配置领先，用户体验升级。高配置成为公司差异化竞争的重要手段，公司高尔夫球车产品将高端音响、触控屏幕、智能中控系统等作为标配搭载，并将其普及至更多中端型号。相较之下，海外品牌在舒适度配置方面相对较弱，不少功能仅在高价车型中搭载。

图表24：公司高尔夫球车相较于竞品拥有显著价格和配置优势

	Denago EV Nomad XL	YAMAHA DRIVE2 Adventurer Sport 2+2	Club Car Onward 2 座
价格	\$7,995	\$12,840	\$13,995
座位	4 (2+2)	4 (2+2)	2
电机	5kW 交流电机	2.6kW (3.5 hp) 直流电机	-
电池	51.2V 105Ah LiFePO4 锂电池	六个 8V Trojan T875 电池	高性能锂离子电池
续航	约 40 英里	-	-
充电器类型	-	自动微处理器高频充电器	-
速度	最高 25 英里/小时	最高 14.9 英里/小时	最高 19 英里/小时
制动系统	电磁制动系统	不详	-
悬挂系统	不详	独立后悬挂系统	-
触摸屏	配备数字显示屏，显示速度、电池电量和里程等信息	-	可选配 5 英寸触摸屏，提供导航、音乐和车辆信息显示功能
音响系统	标配音响系统，支持蓝牙连接，可播放音乐	-	可选配高级音响系统，支持蓝牙和 USB 连接
其他功能	标配高级座椅、倒车影像、LED 前大灯、尾灯、刹车灯、转向灯、危险警示灯、喇叭、USB 端口、倾斜转向、四轮液压制动	可选配高级座椅、车轮、LED 前大灯、转向灯、行车灯等	可选配高级座椅、车轮、LED 前大灯、转向灯、行车灯等

示意图



资料来源：JT Kustoms 官网，Yamaha 官网，Club Car 官网，华泰研究

渠道拓展加速，抢占高尔夫球车市场份额。2023 年公司电动高尔夫球车正式进入市场，凭借在北美的深耕运营，快速拓展高端经销商和专业商超 TSC 渠道。截至 2024 年 8 月底，公司高尔夫球车经销商网络已扩展至 120 家，计划在 2024 年底前扩大到 200 家，包括 100 多家行业头部经销商。此外根据公司半年报，DENAGO 电动高尔夫球车开始进入度假村、大型社区等新兴市场，销售路径与品牌影响力不断扩大。我们认为未来凭借产品价格和配置优势，以及销售渠道的快速拓展，公司有望在传统品牌主导的市场中快速扩展份额。

加速全球产能布局，抵御贸易政策风险

“双反调查”下高尔夫球车关税税率将提高。2024 年 7 月，美国商务部对中国出口至美国的特定低速载人车辆（LSPTV）发起“双反”（反倾销和反补贴）调查，主要涉及公司高尔夫球车产品。11 月 27 日，反补贴调查已公布初裁结果，公司相关产品将适用 22.04% 的新税率（此前税率为 7.5%）。

此次双反调查主要涉及公司高尔夫球车（24H1 收入占比约 26.7%），但后续对公司的产品竞争力和盈利性影响或有限。一方面，公司高尔夫球车和 club-car 和 EZGO 的竞品相比仍然有较大的价格上涨空间，价差上千美元，并且可通过提高经销商端售价而实现一部分压力转嫁。另一方面，公司正加速推进中国、越南、美国三地的多制造基地布局，增强供应链的抗风险能力：

- 1) **越南工厂定位于服务东南亚和欧洲市场以降低潜在关税风险。**截至 24 年 11 月已完成一期投产，生产部分全地形车产品，电动高尔夫球车的产线也已在 Q4 开启了小批量试产。公司计划在 2025 年完成二期扩建。当前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，计划第四季度进行小批试产。
- 2) **以“北美制造+”为目标，美国得克萨斯州、佛罗里达州、加利福尼亚州三大工厂的建立将持续增强海外制造能力。**2024 年美国得州工厂成功投产，已具备年产 3 万台电动低速车的产能，叠加未来佛州、加州工厂产能，有望充分覆盖美国部分销售。

通过“美国本地品牌+美国本地制造”策略，公司可以实现有效规避贸易摩擦带来的风险，同时提升北美市场的品牌认知度和产品竞争力。

图表25：全球化布局，设立中国、美国、越南三大制造基地



资料来源：公司官网，华泰研究

图表26：以“北美制造+”为目标，设立美国得克萨斯州、佛罗里达州、加利福尼亚州三大工厂



资料来源：公司公众号，华泰研究

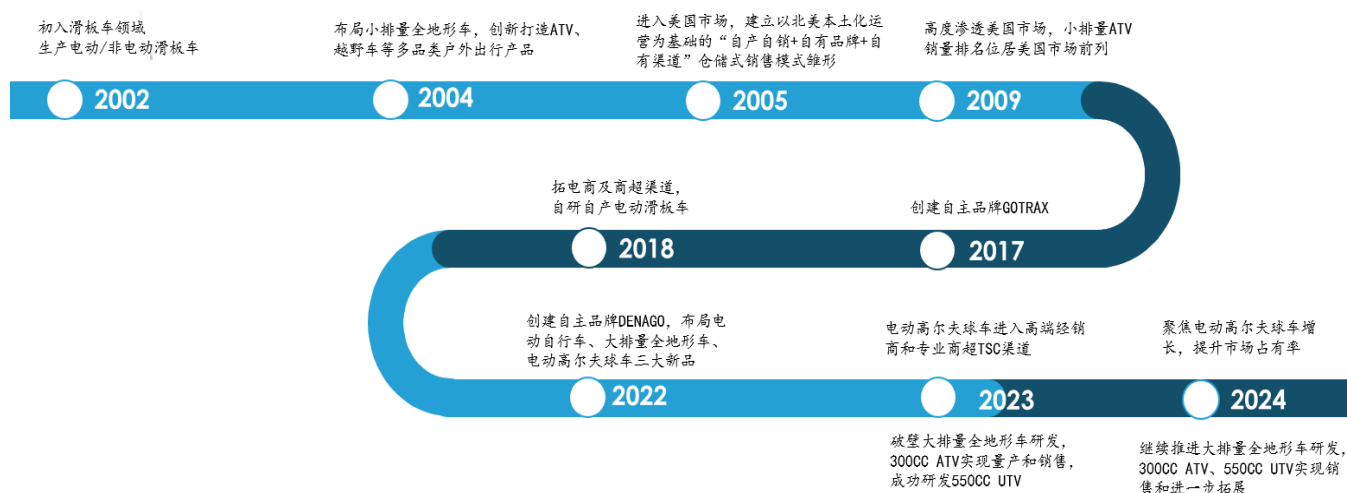
产品矩阵拓展叠加高端化升级，自研自制提高盈利能力

由“玩具类”走向“玩乐类”，品类高端化拓展带动单价提升

持续加大研发投入，为产品高端化升级奠定基石。22 年以来公司研发费用率保持在 204% 以上，逐步构建以自主研发、生产、品牌和渠道为核心的研产销一体化模式。截至 2023 年底，公司研发人员达 268 人，占员工总数的 15.02%，国内团队积极吸纳大排量全地形车、电动高尔夫球车、三电系统及发动机研发等关键领域的技术开发人才；北美市场搭建产品设计领域的海外人才队伍，为产品线拓展奠定了重要基础。

产品开拓路径清晰，目标客群向上延伸。公司一直以来通过扩大品类寻求增长机遇，2002 年涉足滑板车领域以来，公司陆续推出全地形车、电动平衡车、越野车等多类型新产品，但“玩具类”属性较强。以全地形车为例，公司的 ATV 产品线集中在 200cc 以下的小排量发动机，主要面向儿童和青年市场，定价多数在 600-1500 美金之间。近年来，通过关键部件的研发实力加强，公司顺利推出更符合成人“玩乐”需求的大排量 ATV，以及电动自行车和电动高尔夫球车等高附加值品类，标志着产品矩阵的进一步完善，彰显公司在户外休闲及电动化出行领域向上开拓的决心，助力长期竞争优势构建。

图表 27：公司产品不断拓展，全面覆盖户外休闲车领域



资料来源：公司公众号，华泰研究

大排量全地形车产品矩阵不断拓展。2022 年公司第一款大排量全地形车 300ATV 落地试产，并于 23 年正式进入市场试销；2024H1，300CC ATV 面向北美以外市场销量已超千台。10 月广交会上，公司再度发布 350ATV、550ATV 和 1000ATV 三款样车，其中 350CC、550CC 发动机均已实现自研自制。公司有望通过进一步拓宽全地形车排量段覆盖，继续在非美市场提高品牌认知度，并于北美市场实现 0-1 的突破。

与此同时，随着排量段的提升，公司所销售的 ATV 单价将显著提高，从 Tao Motor 品牌 110cc ATV（23 年以前主销产品之一）的 550 美元提高至 Denago 品牌 300cc ATV 的 4199 美元（24 年 12 月发布）。我们看好公司高客单价的产品占比提升，进而持续带动营收成长。

图表28：ATV/高尔夫球车将带动公司平均单品收入显著提升

全地形车ATV			
产品型号	Tao Motor 110 New Boulder Kids ATV	Tao Motor Bull 150 Adult ATV	Tao Motor 250 Rhino Adult ATV
产品价格	\$549.95	\$1,249.95	\$1,549.95
产品规格	110cc	150cc	250cc
产品图片			

电动高尔夫球车			
产品型号	2024 Denago EV Nomad XL	2025 DENAGO ROVER XI	2025 DENAGO ROVER XXI
产品价格	\$7,995	\$9,995	\$12,795
产品规格	2+2座位	正四座	六座版
产品图片			

资料来源：JT Kustoms 官网，Superiorpowersports.com 官网，华泰研究

高自制比例构筑成本优势，产品结构优化带动盈利持续向上

自制比例高，构筑成本优势。公司在发动机、车架、轮毂、电机、电池（组装）、主电缆等核心部件上具备自主研发与生产能力，形成了纵向一体化的产业链，自制比例达 70%，自制零部件的平均成本相比外购的平均单价节约约 30%，显著增厚利润。针对高尔夫球车的生产，公司引入高端装配线、废气催化燃烧环保设备及安全性能测试机等设备，进一步提高了生产效率和成本控制能力。

除此之外，大排量 ATV 及高尔夫球车相较于低客单价的电动平衡车，小排 ATV 而言具备更高技术附加值及品牌溢价能，序列新产品的落地放量有望持续拉动盈利结构改善。

图表29：核心零部件自制显著降低公司成本

零部件	项目	2019 年度	2020 年度	2021 年度	2022 年 1-6 月
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	35.28%	21.24%	32.80%	29.58%
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	22.77%	25.84%	29.75%	/
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	28.04%	/	/	/

资料来源：公司招股书，华泰研究

盈利预测

我们预计 2024-2026 年公司营业收入为 33.3/43.3/54.5 亿元，同比+55%/30%/26%；归母净利润为 4.0/5.1/6.4 亿元，同比+43%/27%/26%。

1) 智能低速电动车

该分类主要包含电动高尔夫球车、电动滑板车、平衡车、电自等产品：

(1) 电动高尔夫球车 23 年小批量上市，收入 0.78 亿元。24 年起有望通过正四座、正六座等新品推出实现快速爬坡，我们预计销量达到 2.2 万辆，25-26 年随着经销商渠道继续铺开，产品加速推广，预计销量将提升至 3.3/4.8 万辆。单价方面，24-25 年预计将受益于正四座及正六座等更高单价产品占比提升，以及关税应对下对经销商利润的回收，预计单价分别达 4.6/5.2 万元，26 年随部分老产品进入销售成熟期，给予经销商的利润空间或重新放大，预计平均单价略微降至 5.0 万元。综合看，我们预计 24-26 年收入分别为 10.1/17.2/23.9 亿元，同比+1185%/71%/39%。

(2) 电动滑板车、平衡车 21-23 年营收分别为 6.4/6.9/7.2 亿元 (yoy+83%/+7%/+5%)、1.5/2.9/2.96 亿元 (yoy-20%/+92%/+2%)，考虑到滑板车及平衡车市场已处成熟期，总量或趋于稳定，而公司销售渠道扩张也已基本完成，我们假设 24-26 年收入增速分别为 2%/2%1%，分别对应营收 7.4/7.5/7.6、3/3.1/3.1 亿元。

(3) 电动自行车 22-23 年营收分别为 0.78/1.65 亿元，23 年同比+111%，产品仍在快速拓展期，但 25 年或受欧洲市场整体消费需求影响导致增速放缓，预计 24-26 年营收增速 55%/8%/24%至 2.6/2.8/3.4 亿元。

综合来看，我们预计智能低速电动车 24-26 年营收分别增长 80%/33%/24%至 23/30.6/38 亿元。盈利方面，智能低速电动车 21-23 年毛利率分别为 35.0%/39.4%/39.8%。24 年高尔夫球车快速放量，但其他产品受汇兑波动影响，毛利率或有所下滑，合计毛利率有望达到 38.9%，25 年公司美国工厂投产，短期生产效率或低于国内，影响毛利率表现，但公司或可通过收回部分经销商端利润减轻影响，预计 25 年毛利率小幅回落至 38.0%，26 年随海外工厂产能爬坡，经营改善，预计毛利率回升至 38.8%。

2) 特种车

该品类主要包含全地形车及越野摩托车。(1) 全地形车：21 到 23 年公司全地形车产品均为小排量，销量分别为 16/11/12 万辆，业务营收分别为 7.8/5.1/6.2 亿元，同比+47%/-34%/+21%。24 年公司大排量全地形车加速向全球市场投放，25 年起或有更高排量新品落地推出。大排 ATV/UTV 全新增量叠加小排量 ATV 稳健增长，我们预计 24-26 年全地形车销量将分别达到 13/14/16 万台，同时大排量占比提升将带动 ASP 显著增长，预计分别为 0.60/0.71/0.88 万元 (21-23 年分别为 0.47/0.54/0.52 万元)，对应总营收同比+24%/30%/38%至 7.7/10.1/13.8 亿元。(2) 越野摩托产品 22-23 年营收分别为 0.3/1.2 亿元，随渠道布局完成将逐步进入销售平稳期，预计 24-26 年营收分别+15%/10%/0%至 1.4/1.6/1.6 亿元。

综合看，我们预计特种车业务 24-26 年营收分别+23%/27%/32.5%至 9.1/11.6/15.3 亿元。盈利方面，产品结构优化下，预计 24-26 年毛利率分别达到 34.6%/35.7%/36.6%。

期间费用方面，公司持续优化费用管控，随着新品通过商超、电商等渠道逐步建立认知度后，我们预计 24-26 年销售费用率或小幅下降，分别假设为 12.5%/12.2%/12%；因海外工厂陆续投产，预计 24-25 年管理费用率将维持在 4.5%的较高位，26 年略降至 4.4%；考虑到公司将持续加大新品类开发及核心零件自制研发，预计研发费用率维持在 4.1%高位。

图表30：收入及期间费用率预测

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
总收入	2,018	1,766	2,147	3,332	4,330	5,453
YoY	45.6%	-12.5%	21.6%	55.2%	29.9%	25.9%
毛利率	33.0%	35.8%	37.5%	37.2%	37.0%	37.8%
智能低速电动车	848	1,065	1,279	2,302	3,057	3,804
YoY	51.6%	25.6%	20.1%	79.9%	32.8%	24.4%
毛利率	35.0%	39.4%	39.8%	38.9%	38.0%	38.8%
——电动高尔夫球车	-	-	79	1,009	1,721	2,390
YoY	-	-	-	1185%	71%	39%
销量（万台）	-	-	-	2.2	3.3	4.8
ASP（元）	-	-	-	45,858	52,156	49,793
——电动滑板车	644	687	719	736	752	762
YoY	83.3%	6.6%	4.6%	2.4%	2.2%	1.3%
——平衡车	151	290	296	302	308	311
YoY	-19.7%	92.1%	2.0%	2.0%	2.0%	1.0%
——电动自行车	-	78	165	256	276	341
YoY	-	-	111.1%	55.2%	7.9%	23.6%
特种车	1,011	542	743	913	1,156	1,533
YoY	40.4%	-46.4%	37.0%	22.9%	26.6%	32.5%
毛利率	30.5%	33.9%	34.3%	34.6%	35.7%	36.6%
——全地形车	777	512	620	772	1001	1378
YoY	46.9%	-34.1%	21.2%	24.5%	29.7%	37.6%
销量（万台）	16.5	10.6	12.0	12.9	14.1	15.6
ASP（元）	4,719	5,353	5,170	6,010	7,102	8,831
——越野摩托车	-	30	123	141	155	155
YoY	-	-	303.2%	15.0%	10.0%	0.0%
其他主营业务	159	158	123	117	117	117
YoY	167.1%	-81.5%	-22.4%	-5.0%	0.0%	0.0%
销售费用率	10.2%	14.4%	14.7%	12.5%	12.2%	12.0%
管理费用率	3.8%	4.1%	4.4%	4.5%	4.5%	4.4%
研发费用率	3.1%	3.6%	4.1%	4.1%	4.1%	4.1%

注：21 年特种车按全地形车+摩托车业务加总

资料来源：Wind、华泰研究预测

我们预计 2024-2026 年公司营业收入为 33.3/43.3/54.5 亿元，同比+55%/30%/26%；归母净利润为 4.0/5.1/6.4 亿元，同比+43%/27%/26%。我们选取同样以出口业务为主的久祺股份，主销产品近似的春风动力（全地形车）、九号公司（平衡车、滑板车、全地形车）作为可比公司。Wind 一致预期下可比公司 25E 平均 PE 为 18.3x，我们给予 18.3x 25E PE，对应股价 84.91 元，首次覆盖给予“买入”评级。

图表31：涛涛车业可比估值表

证券代码	公司名称	市值（亿元）	EPS（元）		PE（x）	
			2024 E	2025 E	2024 E	2025 E
300994 CH	久祺股份	24	0.52	0.61	19.9	17.2
603129 CH	春风动力	270	8.93	11.24	20.0	15.8
689009 CH	九号公司-WD	346	16.37	22.78	30.3	22.0
平均		213			23.4	18.3

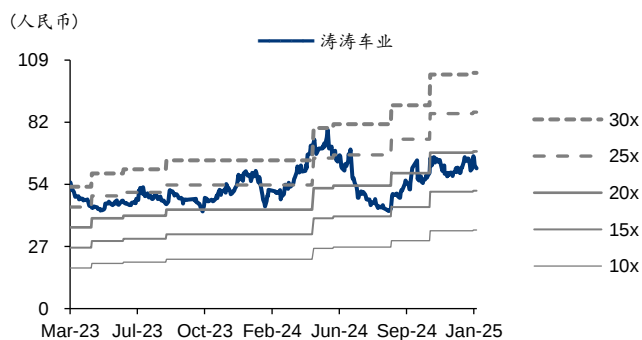
注：数据截至 2025 年 1 月 13 日，EPS 和 PE 均为 Wind 一致预期

资料来源：Wind，华泰研究

风险提示

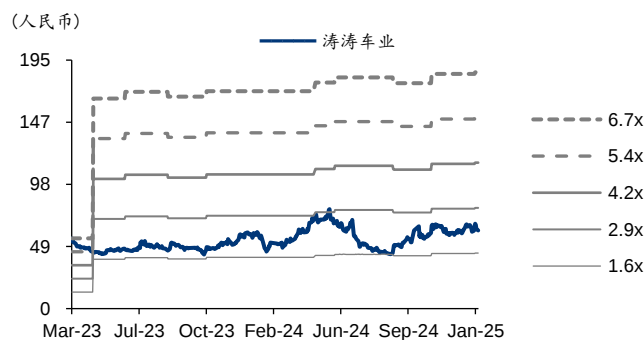
- 1) **海外消费需求不及预期。**公司 90%+收入来源海外，若欧洲、北美消费受通胀等宏观因素波动影响导致需求不及预期，或使公司营收增速放缓。
- 2) **国际贸易政策波动。**若海外国家对中国企业实行的贸易政策进一步收缩，或加征关税，则可能对公司部分产品盈利性产生不利影响。

图表32: 涛涛车业 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

图表33: 涛涛车业 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

免责声明

分析师声明

本人，宋亭亭、陈诗慧，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰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。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或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。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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。投资者应当考虑到华泰及/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信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。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，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师宋亭亭、陈诗慧本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第 32C 条的规定分发其在华泰内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或所分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经 225 指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时 100 指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准

中性：预计行业股票指数基本与基准持平

减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15% 以上

增持：预计股价超越基准 5%~15%

持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

卖出：预计股价弱于基准 15% 以上

暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息



法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡: 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问。公司注册号: 202233398E

华泰证券股份有限公司

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

http://www.htsc.com.hk

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

http://www.htsc-us.com

华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

©版权所有2025年华泰证券股份有限公司