

涛涛车业：户外休闲设备领先者，机器人布局积蓄 新势能

华西证券轻工团队

2025年10月10日

分析师：徐林锋

邮箱：xulf@hx168.com.cn

SAC NO:S1120519080002

分析师：吴菲菲

邮箱：wuff@hx168.com.cn

SAC NO:S1120525090001

深耕北美市场，本土化品牌+本土化营销网络+本土化产能布局打造核心优势。（1）多品牌、多品类布局涵盖全层级消费人群。公司高尔夫车深挖美国市场，受益美国消费者将其作为短途代步工具的需求增长同时以高质价比提升产品份额；全地形车不断向上推出300-500CC大排量产品，打开量价空间；（2）渠道布局持续开拓，“线上与线下”立体销售渠道优势凸显。线下渠道已进入WALMART（3900+家）、TARGET（1800+家）等北美大型连锁超市，超520+经销商布局同时还在开拓TSC、劳氏等专业商超。线上布局10+第三方电商平台及14+自有网站，电动滑板车在亚马逊销量领先；（3）产能方面构建“中国+东南亚+北美”三位一体的全球化产能布局，形成显著供应链优势。国内以永康和丽水两大制造基地为核心，充分发挥永武缙产业优势，核心部件自制率高，成本优势明显。海外越南、美国等产能顺利投产爬坡，公司多区域、多层次的产能布局既实现了规模效应，又具备了灵活调配的地缘风险抵御能力，特别是在电动高尔夫球车和全地形车领域形成了显著的竞争壁垒。

同优质科技企业合作前瞻布局人形机器人等构建新的增长动能。公司同K-Scale合作融合了K-Scale在AI算法与机器人控制领域的技术优势和公司在规模化量产与精益生产方面的制造专长，既规避了纯技术公司普遍存在的量产能力短板，又突破了传统制造企业的技术局限，形成了独特的竞争壁垒。目前双方已在工业AGV、家庭服务机器人等领域建立先发优势，挖掘新的增长动能。

投资建议：公司是全球领先的户外休闲设备企业，电动高尔夫车、大排量全地形车、电动自行车等核心品类不断升级扩充产品矩阵，提升产品力；另外公司在美国本土线上线下立体化营销网络优势明显，越南/美国等海外产能加速布局提升应对全球贸易不确定性的能力。此外携手K-scale、宇树科技等国内外优质科技企业战略布局人形机器人等前沿领域，开辟新的业务增长点。我们预计公司2025-2027年营收分别为40.55/50.11/61.36亿元，增速为36.2%/23.6%/22.5%；归母净利润为6.93/8.78/10.96亿元，增速为60.6%/26.8%/24.9%，EPS分别为6.35/8.05/10.05元，对应2025/10/9日211.51元/股收盘价，PE分别为33x/26x/21x，首次覆盖，给予“增持”评级。

历史股价复盘



目录

- 1 公司：深耕海外市场，业绩持续高增
2. 行业：基本盘稳固，产品迭代打开成长空间
- 3 优势：多维度构造核心竞争壁垒，机器人合作打造新的增长点
- 4 投资建议与风险提示



01 公司：深耕海外市场，业绩持续高增

1.1 历史沿革：技术深耕与全球扩张的进阶之路

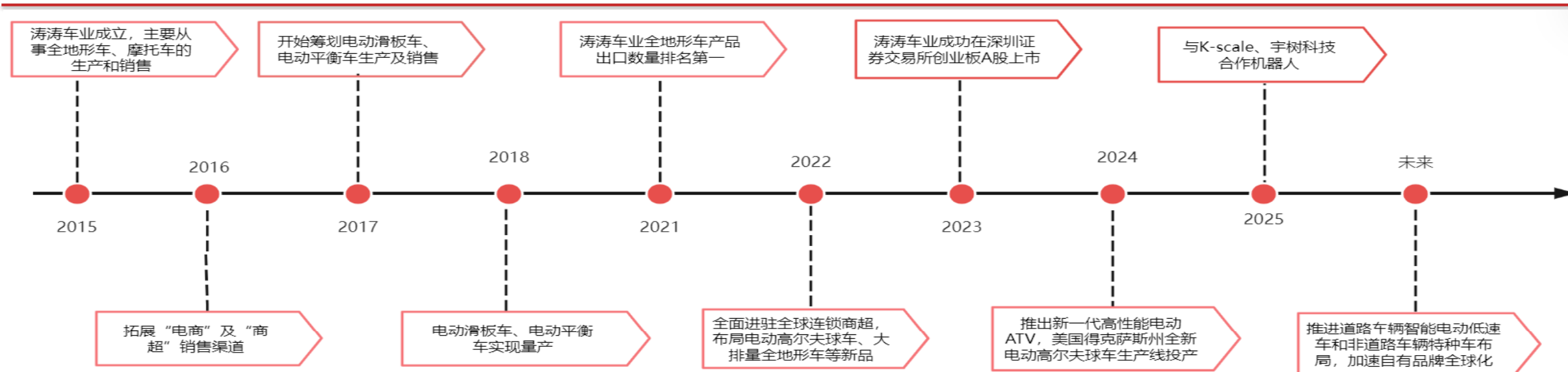
公司创立与早期发展（2015年前） 公司成立，逐步建立研发团队，专注于动力运动装备的制造技术。

转型与海外拓展（2015年-2020年） 从传统代工转向自主品牌，重点研发全地形车、电动滑板车等；主攻北美、欧洲市场，通过跨境电商和线下渠道布局，海外营收占比显著提升；2017-2018年公司自主生产及销售电动滑板车和电动平衡车。

资本化与产业升级（2020年-至今） 2021年公司全地形车产品出口数量排名第一；2022年全面进攻全球连锁超市，布局各类新品；2023年公司在深圳证券交易所创业板A股上市；2024年公司推出新一代高性能电动ATV，北美全新电动高尔夫球车生产线正式投产，首台本土制造的电动高尔夫球车下线；2025年公司S-scale、宇树科技推进机器人合作项目。

未来规划与战略（2025年以后） 引入自动化生产线，加大新能源车型研发，覆盖全系列电动运动车辆，布局电动化、智能化产品线，巩固欧美市场，拓展东南亚、中东等新兴区域。

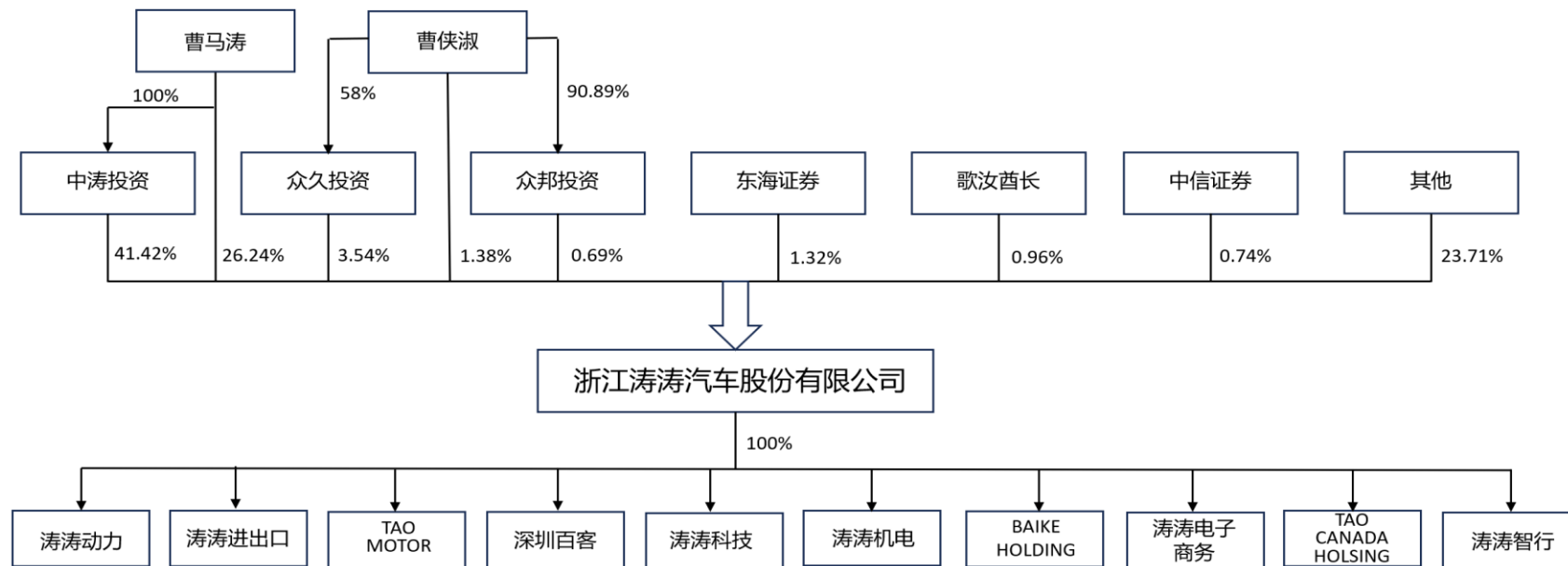
图：公司主要里程碑



1.2 股权结构高度集中，便于决策管理

• 公司股权结构集中，控股股东为中涛投资，实际控制人为曹马涛先生。截至 2025年6月30日，曹马涛直接持股26.24%，通过中涛投资间接持股41.42%，合计持股67.66%；曹侠淑直接持股1.38%，通过众邦投资等间接持股约4%，兄妹二人合计持股约72%。

图：公司股权结构图（截至2025年6月30日）



资料来源：Wind，华西证券研究所

1.3 核心管理团队经验丰富

• **公司高层管理团队稳定**，17名核心管理人员平均任期超6年，平均年龄47岁，均具备专业技术背景和丰富的行业经验，为公司在户外休闲车领域的持续发展提供了有力保障。

表：创始人及管理層行业经验丰富





姓名	职务	年龄	加入公司的时间	履历
曹马涛	董事长、总经理	41	2004年	曾担任Taotao USA, Inc.董事、总经理，Canada TT Enterprises Ltd董事，杭州智周投资管理有限公司董事长，现担任涛涛车业董事长、总经理、浙江中涛投资有限公司执行董事。
孙永	财务负责人、董事、 董事会秘书	52	2017年	曾任永康天正会计师事务所有限公司部门经理、副所长，天健会计师事务所高级项目经理、经理助理等职位。现任涛涛车业财务负责人、董事会秘书、董事。
曹跃进	董事	66	2004年	曾担任永康市涛涛铸造有限公司董事、总经理，后吴机械厂总经理，浙江远航机车有限公司董事、总经理，现任涛涛集团董事。
姚广庆	董事、副总经理	49	2020年	曾任涛涛集团采购经理、涛涛车业采购中心副总经理，现任涛涛车业董事、副总经理，涛涛动力执行董事、总经理。
朱红霞	副总经理	52	2017年	曾任翔远实业、涛涛集团办公室主任、行政副总经理，恒涛小额贷款股份有限公司副总经理，涛涛车业运营中心副总经理，现任涛涛车业副总经理。

资料来源：公司公告，华西证券研究所

1.4 业绩增长势头强劲，盈利动能持续释放

· 公司立足全球化市场，构建了覆盖智能电动低速车和特种车的多元化产品体系。全系产品通过智能化配置升级和场景化功能设计，为全球消费者提供从城市通勤到户外探险的全方位出行解决方案，充分满足不同消费层级的多样化需求。

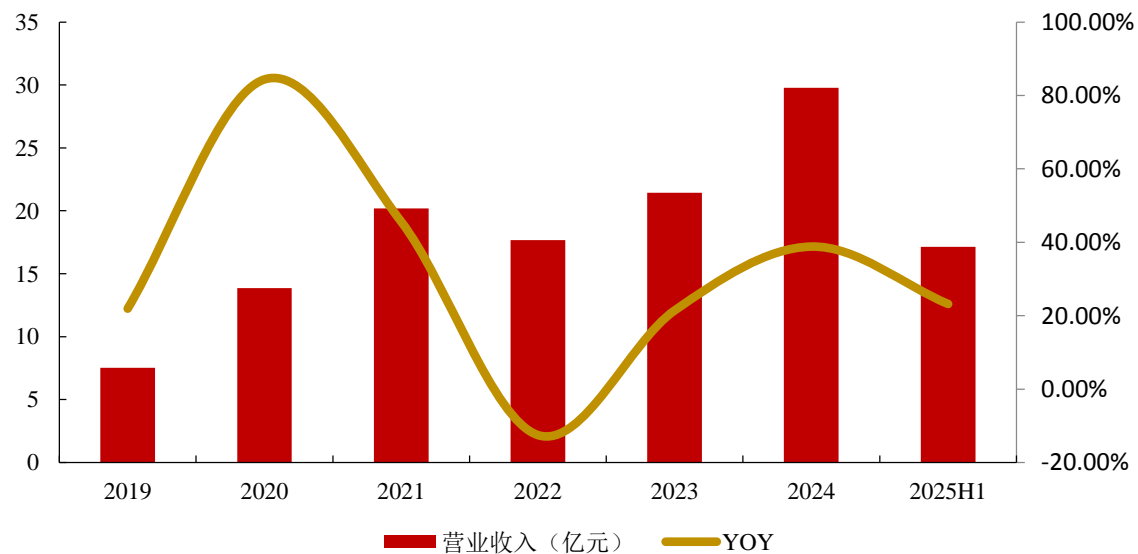
表：公司主要产品介绍

产品图片	产品系列	主流价格带	市场定位	产品特点	适用场景
	电动自行车	入门款：1500-3500元 高端款：3500-6000元	二三线城市短途代步；符合新国际	铅酸/锂电池可选，续航40-80km，基础款无智能功能，高端款配APP互联	适用于城市高频短途通勤，解决3-10公里的通勤的痛点
	电动平衡车	个人款：800-2000元 竞技款：2000-5000元	青少年、城市短途代步，商用租赁	自平衡技术，时速10-20km，折叠便携设计	适用于娱乐化短途移动，聚焦商场巡逻、景区游览等低速场景
	电动滑板车	主流款：1200-3000元 高性能款：3000-8000元	地铁接驳、校园代步，改装文化衍生高端市场	铝合金车身，续航30-50km，部分成型支持快充	成人版主要用于最后一公里微出行，儿童电动滑板车为休闲娱乐类电动玩具，使用场地为小区、广场、公园等。
	电动高尔夫球车	基础款：2-5万元 豪华款：5-10万元	高尔夫球车交通工具，环保接驳车	铅酸电池为主，载客4-6人，低速，带防翻滚架	适用于高端商务休闲与封闭社区代步，专为高尔夫球场、度假村及高端住宅区设计
	越野摩托车	业余款：8000-2万元 专业款：2-5万元	山地/沙漠越野，替代燃油车降低噪音污染	高扭矩电机，爬坡角度大于30度，防水防尘	适用于竞技级户外运动，满足山地穿越、摩托车赛事等专业需求

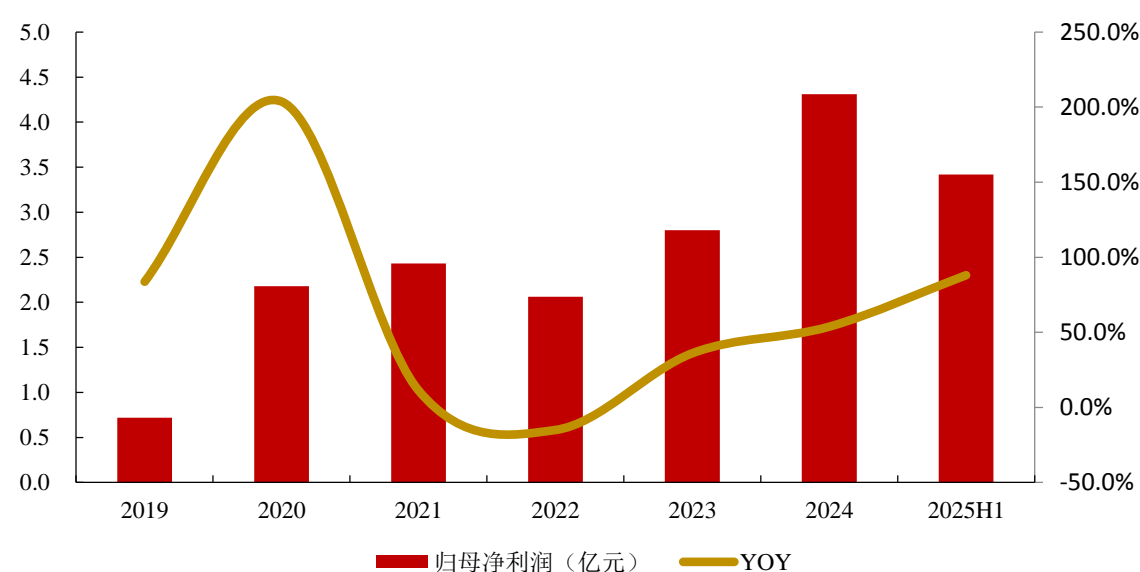
1.4 业绩增长势头强劲，盈利动能持续释放

• **营收分析**：公司营业收入从2019年的7.52亿元增长至2024年的29.77亿元，CAGR为31.68%。2019-2024年间，公司整体呈现快速增长态势，其中电动滑板车业务的蓬勃发展是主要驱动力。2022年公司营收和净利润出现短暂回落，这主要系源于全地形车业务面临阶段性压力，同时欧美市场受多重因素制约：包括海运成本激增、俄乌冲突以及消费需求减弱等不利影响；2024年显著增长主要受益于海外市场销售放量、产品竞争力提升及汇率变动等因素影响。分季度来看，2024Q1-Q4公司收入同比增速分别为49.06%、99.76%、47.61%、-5.16%；2025Q1 收入同比增速为22.96%。2024年Q2收入大增，主要受益于北美旺季需求爆发和低基数，Q4增速下降主要系受高基数，叠加北美市场需求回落和欧洲新规实施的影响。

图：公司2019-2024营收CAGR为31.68%



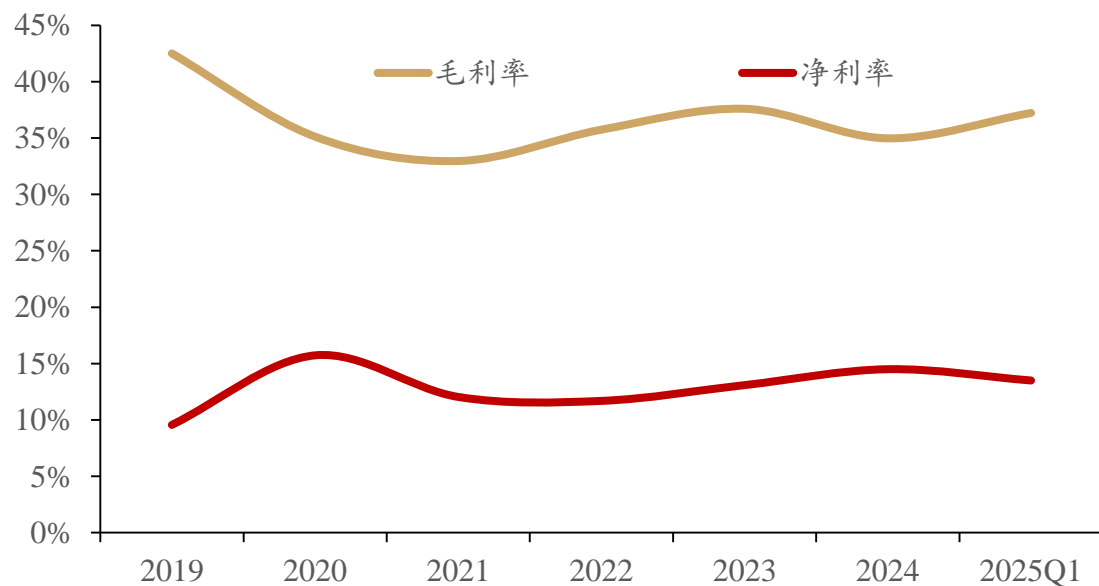
图：北美核心市场的战略深耕催生业绩增长



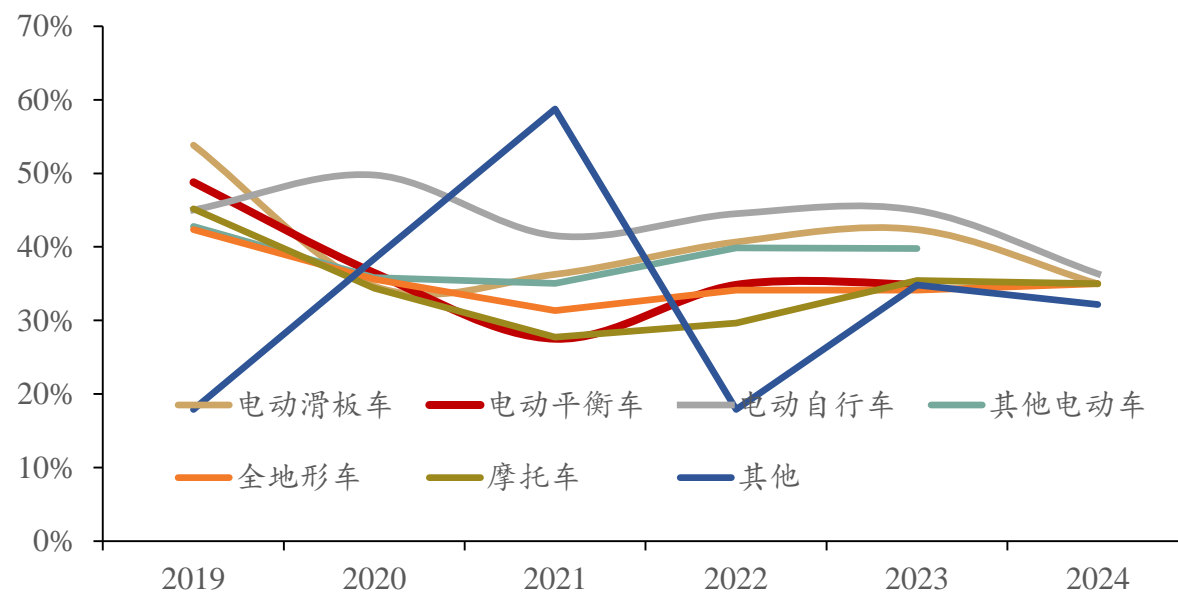
1.4 业绩增长势头强劲，盈利动能持续释放

• **毛利率分析**：公司的整体盈利能力保持稳定，智能低速电动车和特种车是主要盈利来源。从2019年开始，公司的盈利状况基本呈现稳定格局，毛利率始终维持在36%上下，净利率保持在13%左右，展现出良好且稳健的盈利水平。2020-2021毛利率出现下滑，这主要系受到会计准则调整以及运输费用同比大幅增长的影响。2022-2023年，毛利率持续提升，一方面得益于高端产品在整体产品结构中的占比有所提高，另一方面也得益于汇率带来的利好以及海运费用的下降。分产品来看，2023-2024电动滑板车的毛利率从42.35%下降至34.98%，电动自行车的毛利率从44.96%下降至36.32%，这种变化可能主要是由同期较高的基数、海运成本上升以及销售结构调整等因素所致。

图：2021年后公司毛利率呈现出稳步上涨态势



图：2024年受海运成本上升影响毛利率同比略有波动

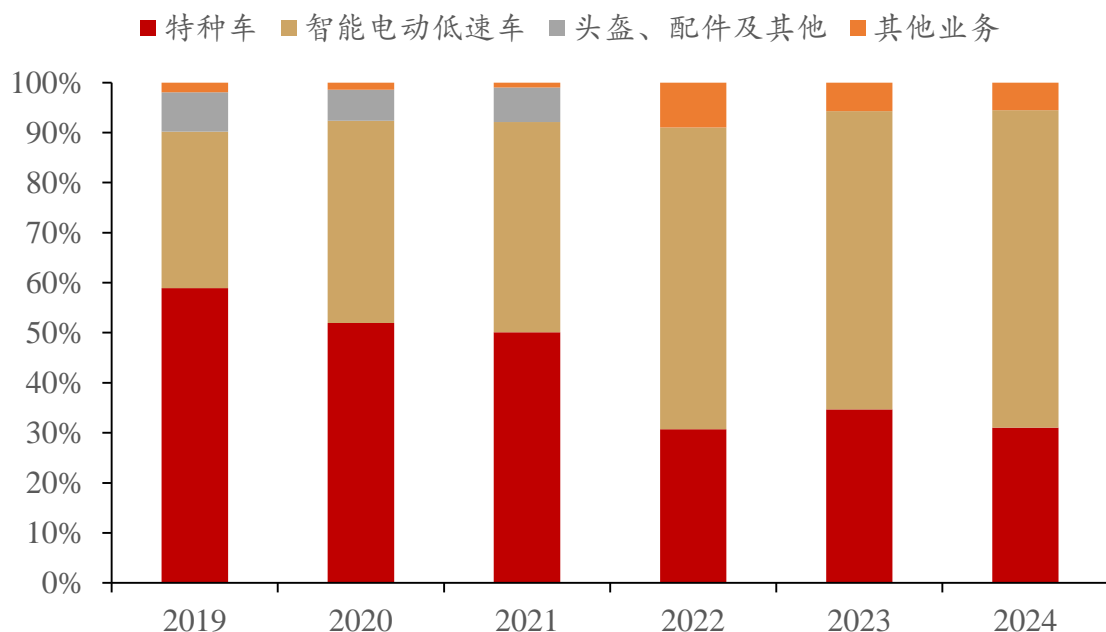


资料来源：公司公告，华西证券研究所

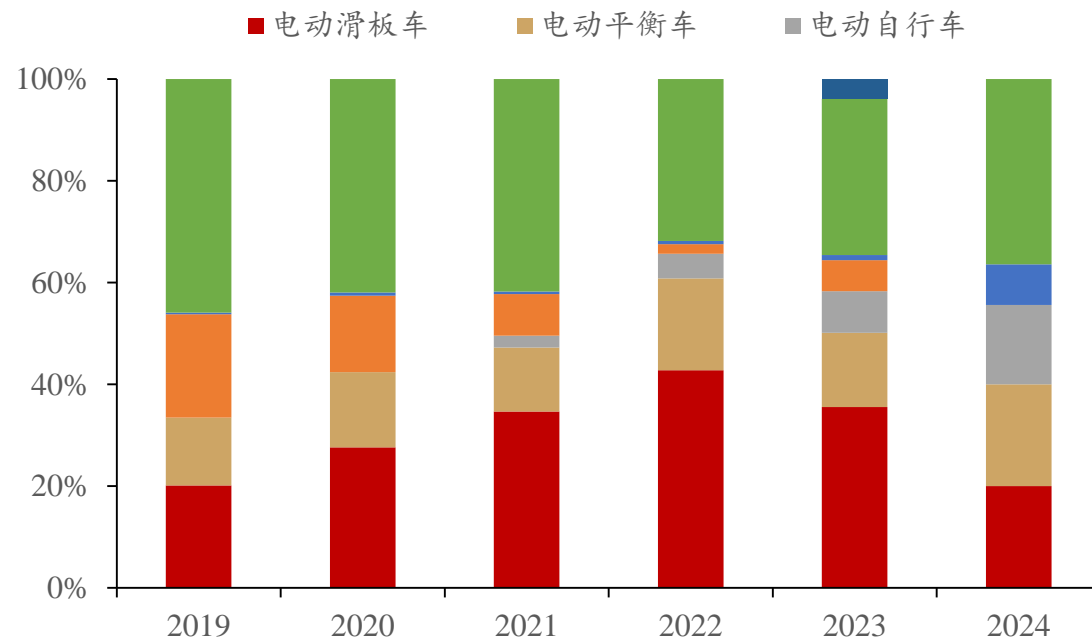
1.4 业绩增长势头强劲，盈利动能持续释放

• **产品分析**：公司创立初期以全地形车、摩托车等特种车为核心业务，随着全球电动化趋势加速，公司自2018年起重点布局智能电动休闲车产品线，电动滑板车业务快速崛起，营收占比从2019年的18.47%大幅提升至2023年的33.49%，并在2022年推动智能电动低速车整体营收占比首次突破60%。为持续强化增长动能，公司于2022年进一步拓展产品矩阵，重点培育电动高尔夫球车、E-Bike等新兴品类，至2023年，这两大新品营收占比已分别达到3.66%和7.69%，其中电动自行车业务同比增速高达111.11%。

图：智能电动低速车占比稳步上升



图：电动滑板车&全地形车为主，新品类快速增长

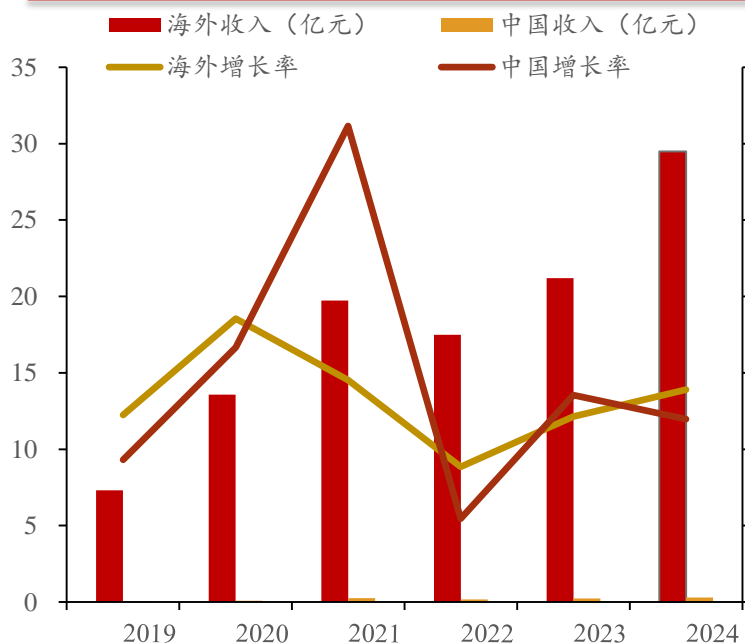


资料来源：公司公告，华西证券研究所

1.4 业绩增长势头强劲，盈利动能持续释放

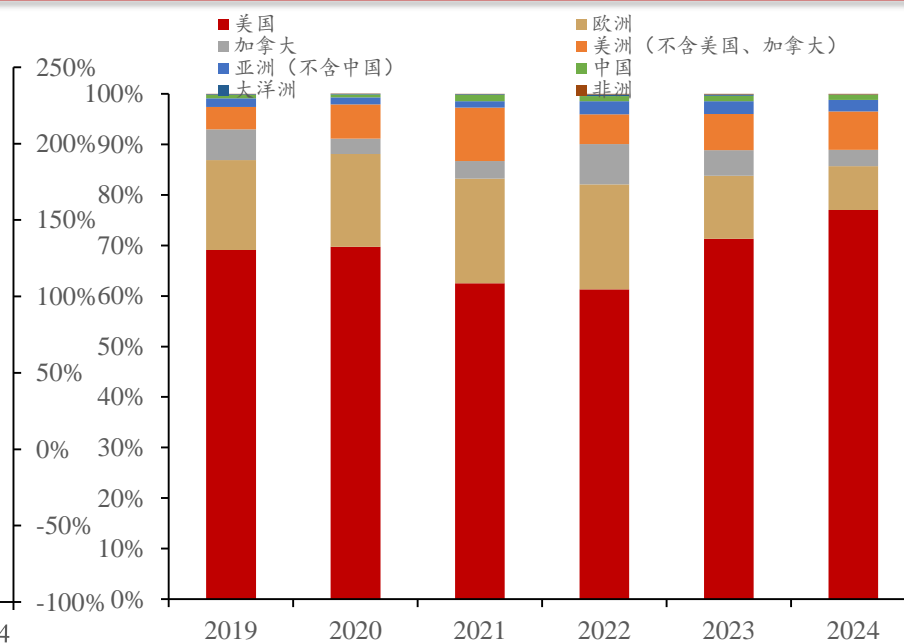
• **地区分析**：公司主营业务主要依靠海外销售，主要系因为海外市场机会更多并享受新能源补贴，海外收入从2019年的7.32亿元增长至2024年的29.48亿元，占比整体维持在85%以上，CAGR为32.13%。公司以美国和欧洲市场为主，2019-2024年美国地区营收占比稳定在60%以上，欧洲地区营收占比由2019年的17.77%提升至2022年的 20.81%，2022年后有所下降，主要受俄乌冲突以及欧盟对电动滑板车实施新规的影响。海外毛利率因海运费暴涨而于2021年整体下降至32.98%，2024年回升至34.86%，国内毛利率提升至47.51%。

图：公司主要营业收入来自海外



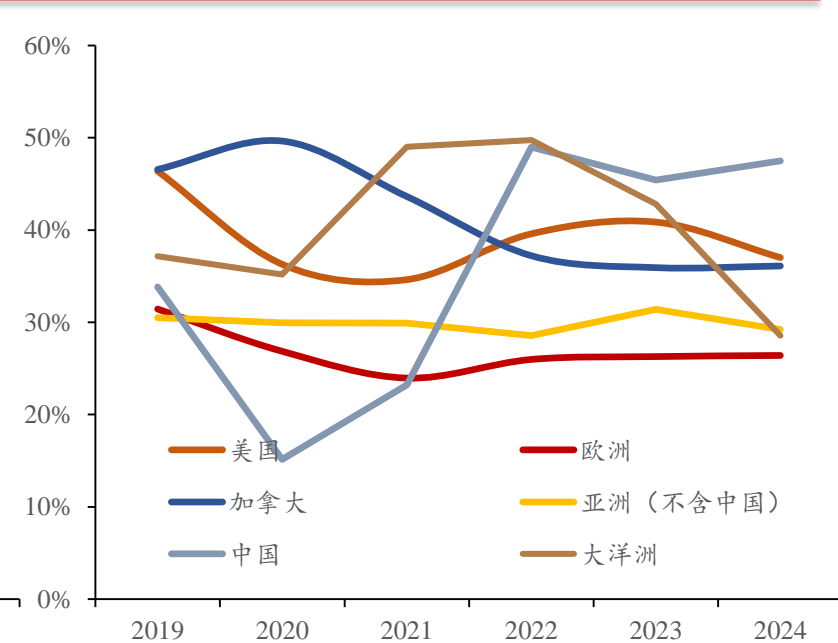
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图：业务收入主要来源于美国、欧洲



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图：公司国内毛利率增长，海外毛利率整体下降

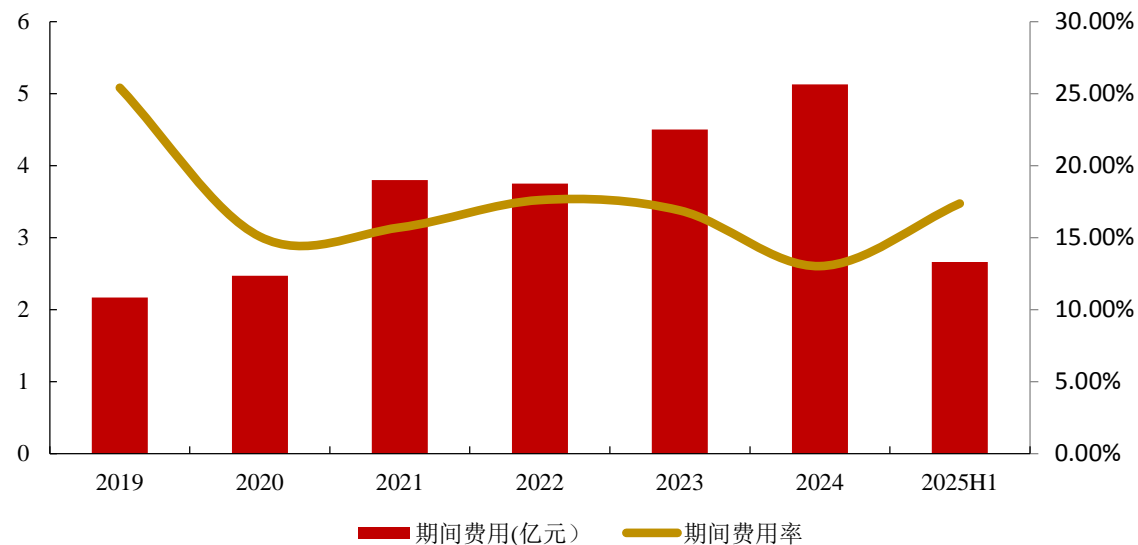


资料来源：公司公告，华西证券研究所

1.4 业绩增长势头强劲，盈利动能持续释放

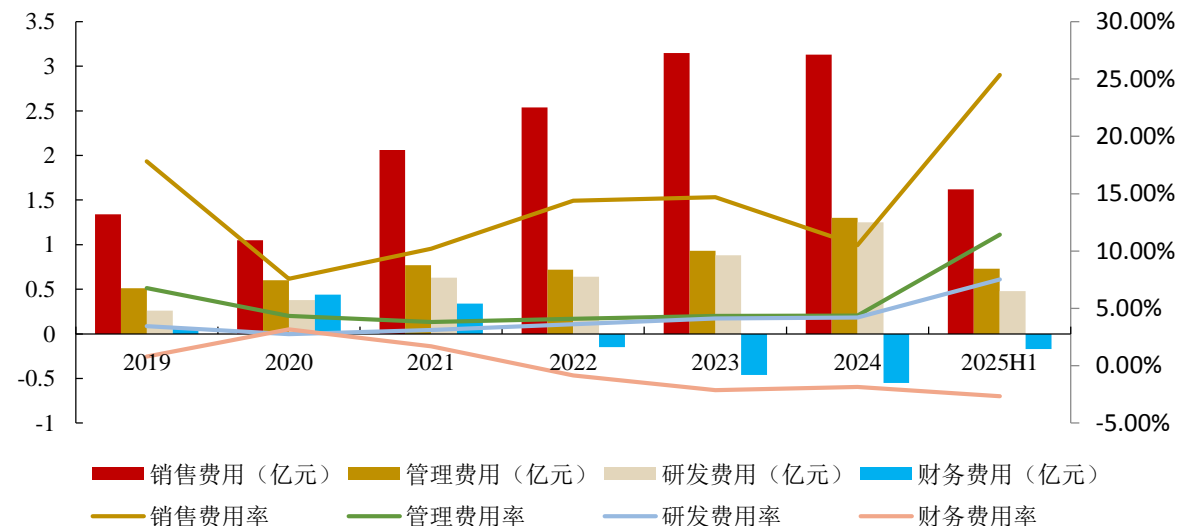
• **费用分析**：公司在费用控制方面展现出稳健的能力。2019-2023期间，公司的期间费用率呈现波动下降的态势，最终稳定在15%左右。其中2020年期间费用率的下降主要系会计准则的调整，2024年期间费用率进一步降至13.03%，这得益于海运成本的回落、越南工厂投产带来的运输费用优化、美元升值所带来的汇兑收益增加。2022-2023销售费用率、管理费用率和研发费用率的上升趋势被财务费用率的下降所抵消。2019-2024销售费用率从17.82%下降至10.51%，管理费用率从6.78%下降至4.37%，研发费用率则在波动中上升至4.2%。2021-2022年销售费用率增幅较大，主要系随着公司亚马逊等第三方平台业务量的增长，年度市场推广费用、仓库费用以及咨询服务费的增加。公司的财务费用率从0.8%下降至-1.85%，自2020年起变动较为明显，主要受人民币贬值导致的汇兑收益变化以及利息收入的影响。

图：2022-2023 费用率稳中有降，2024 降幅显现



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图：2020年起销售费率升势显著、财务费率降幅突出

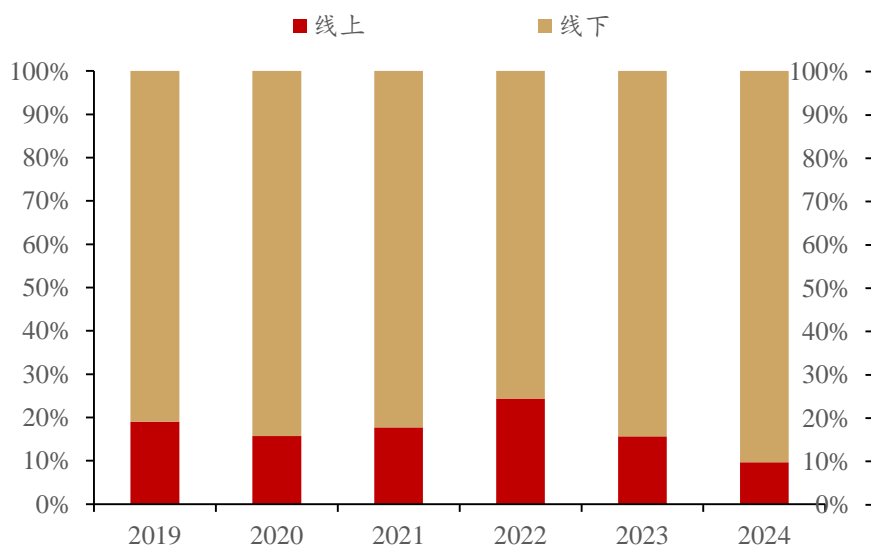


资料来源：公司公告，华西证券研究所

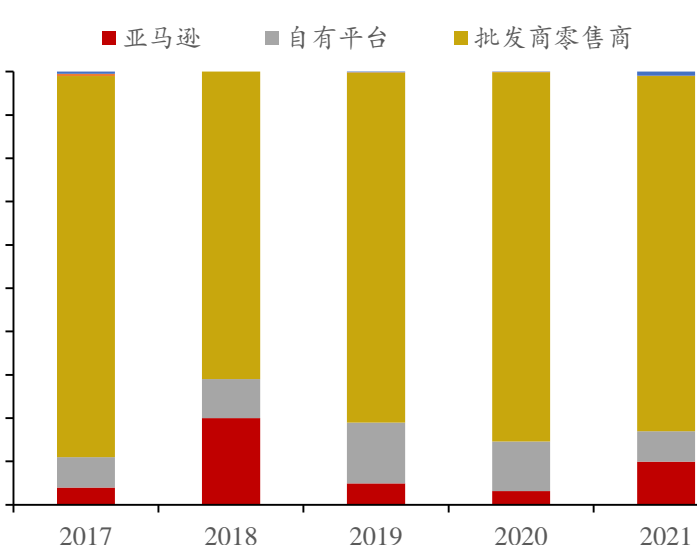
1.4 业绩增长势头强劲，盈利动能持续释放

• **渠道分析**：公司在销售模式上以自主品牌为主导，打造了“线下批发零售+线上电商平台”双轨并行的全渠道销售体系，实现了线上与线下渠道的全面覆盖。在北美市场，公司主要采用自主品牌进行销售，线下渠道涵盖经销商、大型商超以及批发商和零售商；线上渠道则覆盖了亚马逊、沃尔玛、eBay 等第三方电商平台，同时还包括多个自有网站。在非北美市场，公司的销售模式以ODM为主，主要通过批发商和零售商进行产品销售。从2019年到2024年，线上渠道的营收占比从19.06%下降至9.65%。这一变化主要有两方面原因：一方面是线下大客户订单的大幅增长，稀释了线上渠道的营收占比；另一方面，欧盟新规的实施使得欧洲地区的线上销售在短期内面临压力。在公司的线上渠道中，自有网站和亚马逊渠道是主要组成部分，2021年这两个渠道的营收在整体线上营收中的占比分别为 39%和56%。线下渠道的营收占比始终保持在75%以上，2021年线下渠道中ODM模式与自主品牌的营收占比分别为49%和51%。

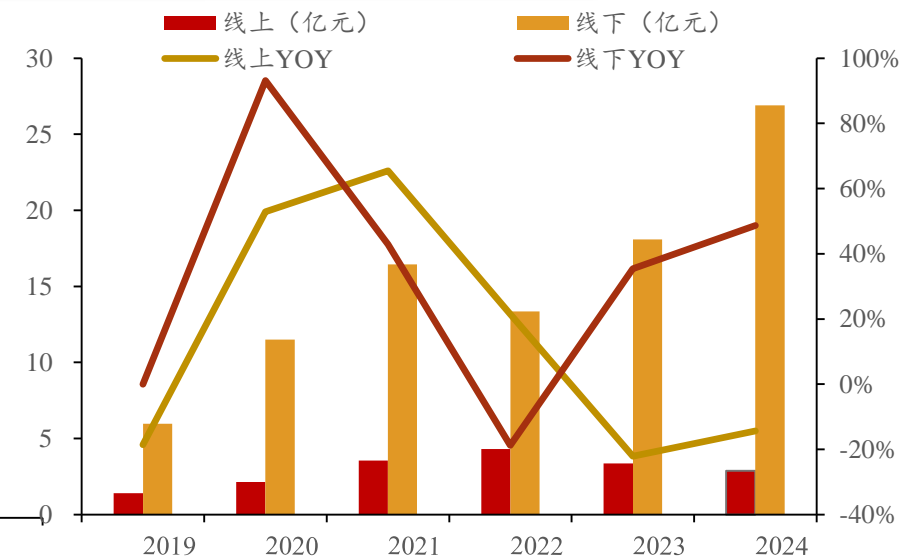
图：公司线上线下全渠道覆盖，以线下为主




图：批发商、零售商是主要销售渠道



图：线上线下收入快速增长



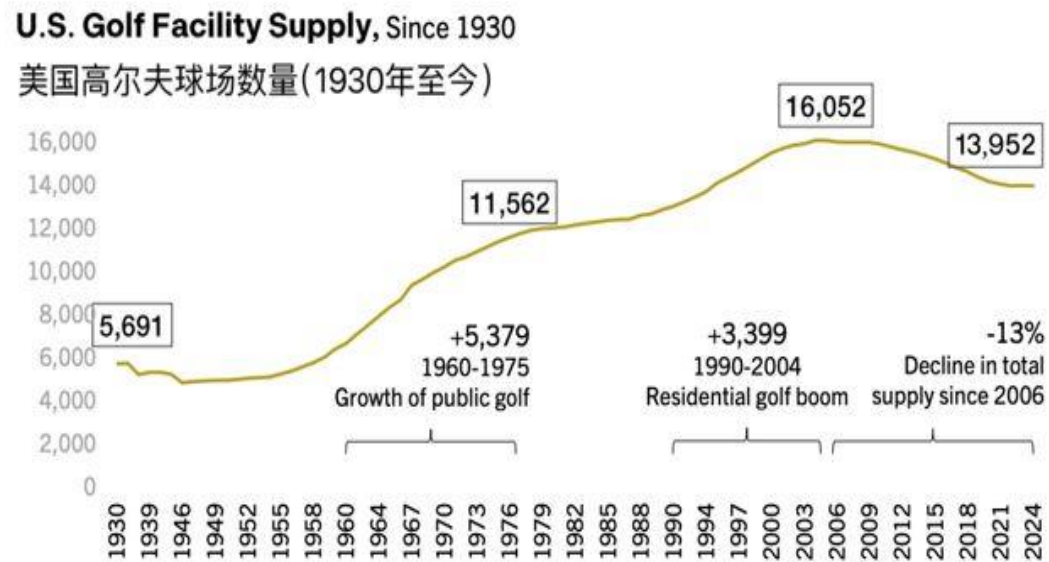


02 行业：基本盘稳固，产品迭代打开成长空间

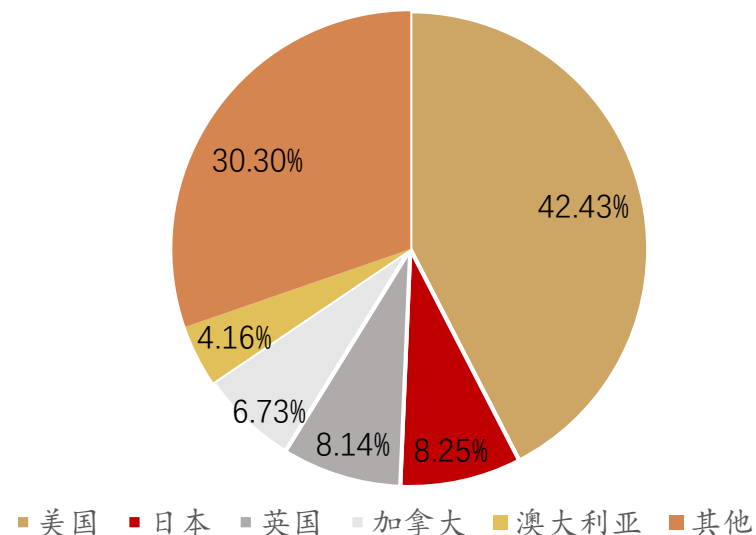
2.1 美国球场增长驱动高尔夫球车需求持续放量

- **高尔夫球车海外市场需求强劲，北美市场在全球占据主导地位，美国更是全球最大的高尔夫市场。**据美国NGF《全球高尔夫2021》报告，2020年底全球38081个高尔夫球场中，北美以19160个占比50.3%，欧洲以8888个占23.3%；截至2023年，美国约有16000+个高尔夫球场，占全球近40%。2024年美国高尔夫球车市场规模达17亿美元，预计2025-2034年CAGR将达到6.4%。
- **美国高尔夫球车年替换需求超20万辆。**高尔夫球车的使用寿命因使用场景和频次而异，通常为5-10年。在商业高尔夫球场中，由于使用频率高且损耗大，球车一般每5-7年就需要更新；而私人球场的更新周期可能延长至10年。按照美国2023年约有1.6万个球场，平均每个18洞球场配备80-150辆球车，我们测算得美国高尔夫球车总保有量为130-240万辆，每年对高尔夫球车更新替换需求为更新替换需求量为20-30万辆。

图：美国高尔夫球场数量占全球总数的近40%



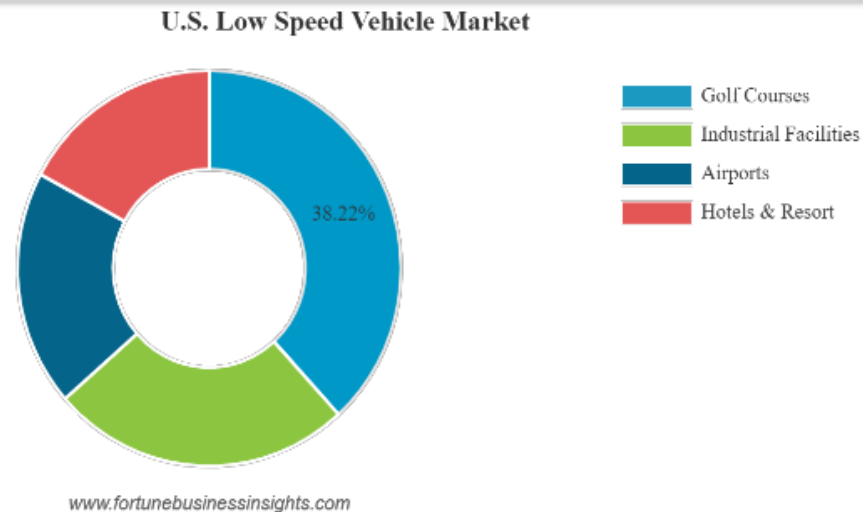
图：2020年美国高尔夫球场数量占比第一



2.1.1 高尔夫球车应用场景多元拓展，非球场领域需求持续攀升

从美国低速车辆市场结构及行业发展来看，电动高尔夫球车的应用场景正在持续多元化拓展。作为核心应用场景，高尔夫球场在2022年以38.22%的市场份额占据主导地位，这主要源于其运营的刚性需求：高尔夫球车为球员、球童及设备运输提供了必不可少的运输保障，成为球场运营的关键基础设施。与此同时，非球场应用场景也呈现显著增长态势，特别是在机场、工业设施以及酒店和度假村领域。在机场环境中，这类车辆不仅用于客运接驳，还在行李运输、地勤服务、安全巡逻及设施维护等多个环节发挥重要作用，其显著的成本效益优势正持续推动市场需求的增长。

图：高尔夫球车应用场景占比



资料来源：Fortune，华西证券研究所

图：高尔夫球车部分应用场景



资料来源：公司招股说明书，华西证券研究所

2.1.2 美国高尔夫球车拥有政策红利，低速特性驱动宽松监管与道路准入

• **美国高尔夫球车享受较为宽松的监管政策，主要得益于其低速特性（时速20-25km/h）。**联邦政府未设统一标准，监管权限下放至各州及地方政府，通常仅需办理许可证而无需州牌照。在具体政策执行上呈现差异化特征：多数州（如堪萨斯、加州、田纳西等）明确允许上路行驶，仅对车道使用和基本安全配置作出规定；少数州（如夏威夷、华盛顿）明令禁止；另有部分州（如俄勒冈、纽约）尚未出台明确规定。这种政策弹性让高尔夫球车在允许上路的地区成为民众青睐的短途工具——比如在加州的规划社区内，居民常用它往返邻里中心或社区公园；佛罗里达的滨海度假区，游客则驾驶其穿梭于酒店与沙滩、酒店之间，拓展了其使用场景和市场需求。

表：美国部分州关于高尔夫球车上路行驶要求

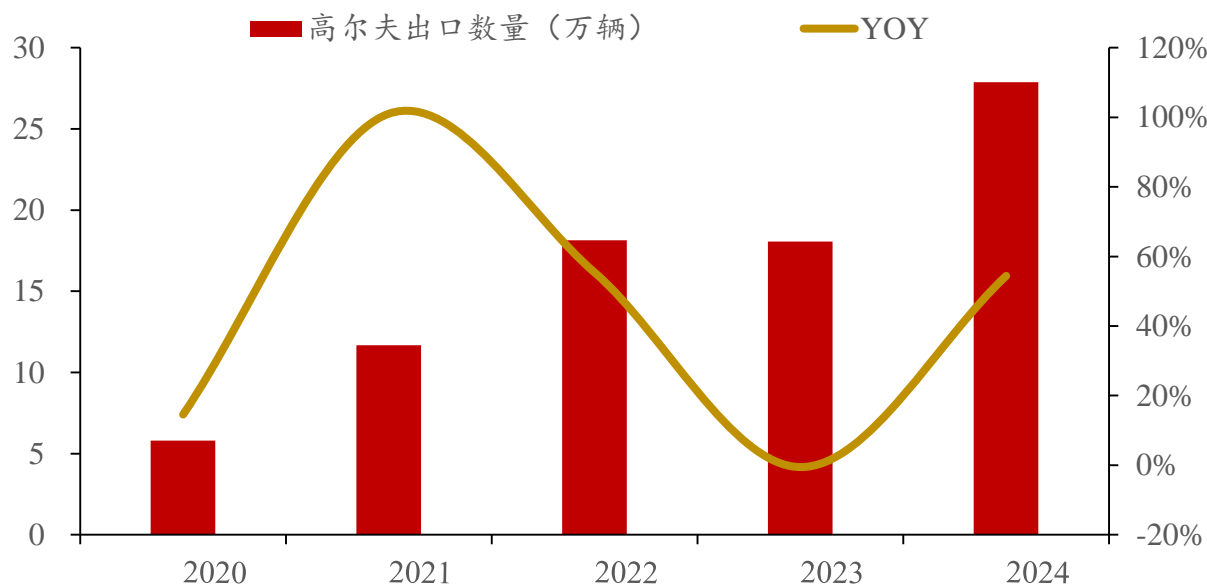
州	最高速度	车道限制
华盛顿	不超过20mph	可在不超过25mph的高尔夫球车限定街道行驶，必须配备反光镜、安全带和一个后视镜
加利福尼亚州	社区指定 (不超过25mph)	可在街道行使，在高尔夫球社区行驶不需要满足联邦法律，但车辆必须有车头灯、转向灯、后视镜、侧镜刹车灯、挡风玻璃，社区指定是否需要安全带和车盖
佛罗里达州	不超过20mph	在高尔夫限定路段可行驶，必须配备有效的制动器、可靠的转向装置、安全的轮胎、后视镜以及前后红色反光警告装置
夏威夷州	不超过20mph	公共道路不允许通行
密西西比州	不超过20mph	允许在最高限速为30mph的公共道路上行驶，必须配备前灯、尾灯、刹车灯、后视镜、安全带、转向灯、挡风玻璃、驻车制动器和侧面反光镜
纽约州	不超过20mph	不允许在公共街道行驶（除非所属社区特别允许）
德克萨斯州	不超过25mph	允许在城市街道行驶（限速35mph以下道路），必须配备以下设备前灯、尾灯、反光镜、停车制动器、后视镜和慢车标志

2.1.3 中国高尔夫球车出口规模突破历史峰值

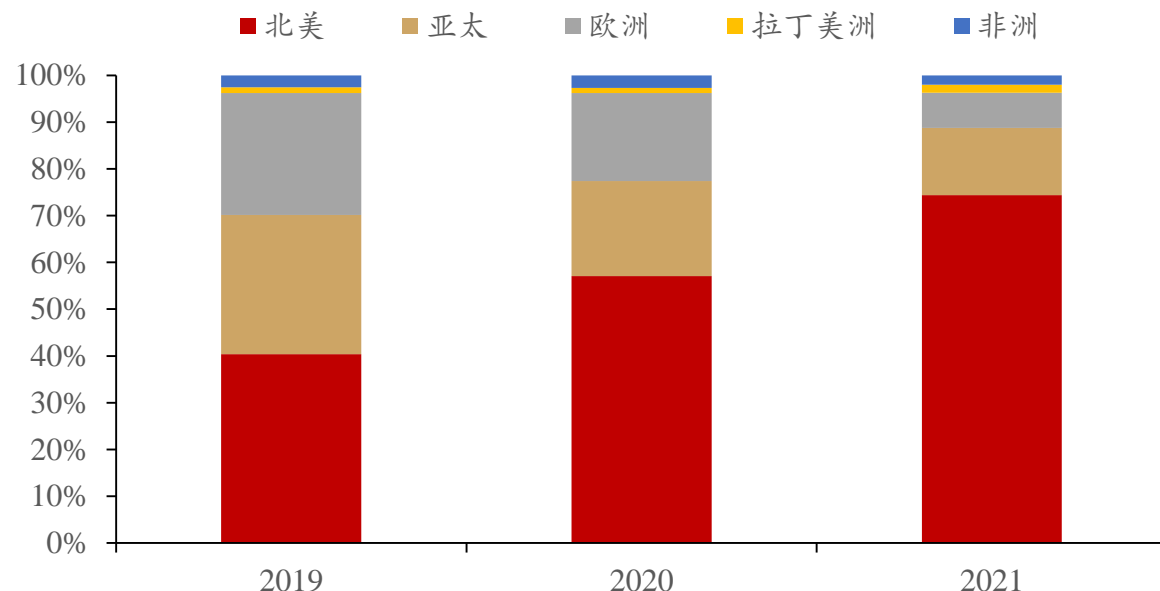
• **中国高尔夫球车出口规模持续扩张，电动化与智能化转型成为行业增长核心驱动力。** 2020-2024年间，我国高尔夫球车出口量从5.81万辆跃升至27.89万辆，CAGR达48%。尽管2023年受北美欧洲需求疲软、贸易壁垒及供应链成本上升等因素影响增速有所回落，但2024年仍创历史新高，主要得益于欧美高尔夫运动复苏、新兴市场电动化替代加速以及国内供应链的显著成本优势。

• **北美在高尔夫球车出口中的占比呈显著的上升趋势。** 由于北美市场对高尔夫球车的需求强劲，中国出口策略更聚焦北美，亚太、欧洲等市场竞争力有所减弱。2019-2021年高尔夫球车出口市场中，北美占比持续大幅提升并成为最核心出口市场；亚太、欧洲占比明显下降，拉美和非洲占比始终较低且稳定。

图：2023年中国高尔夫球车出口增速放缓



图：北美是中国高尔夫球车主要出口区域

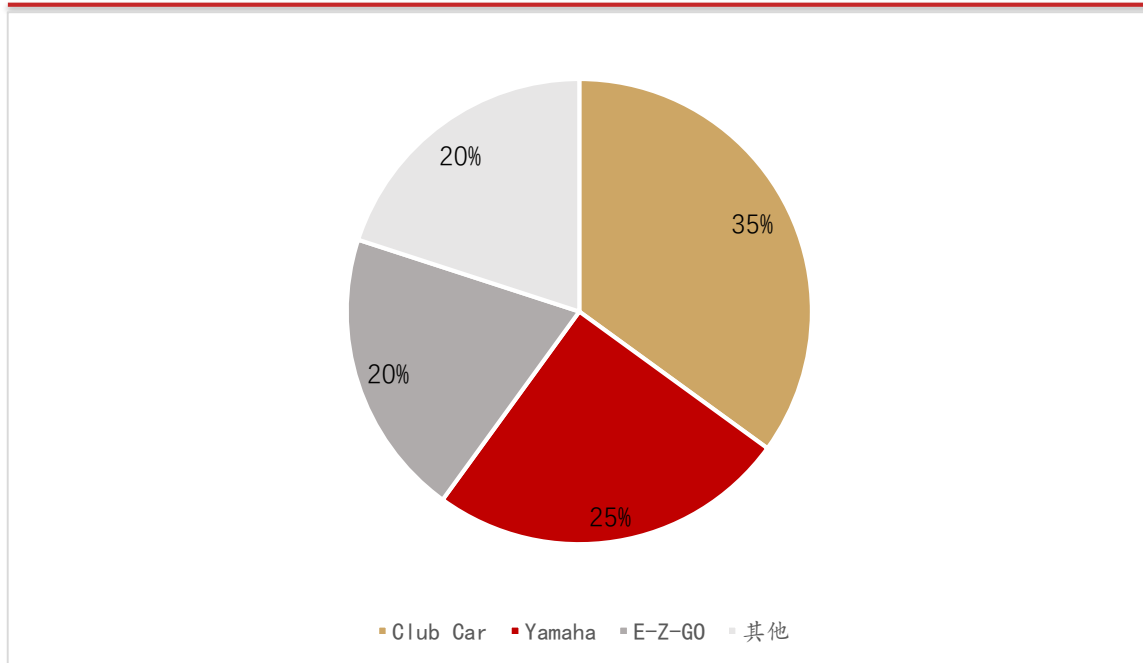


资料来源：公司公告，华西证券研究所

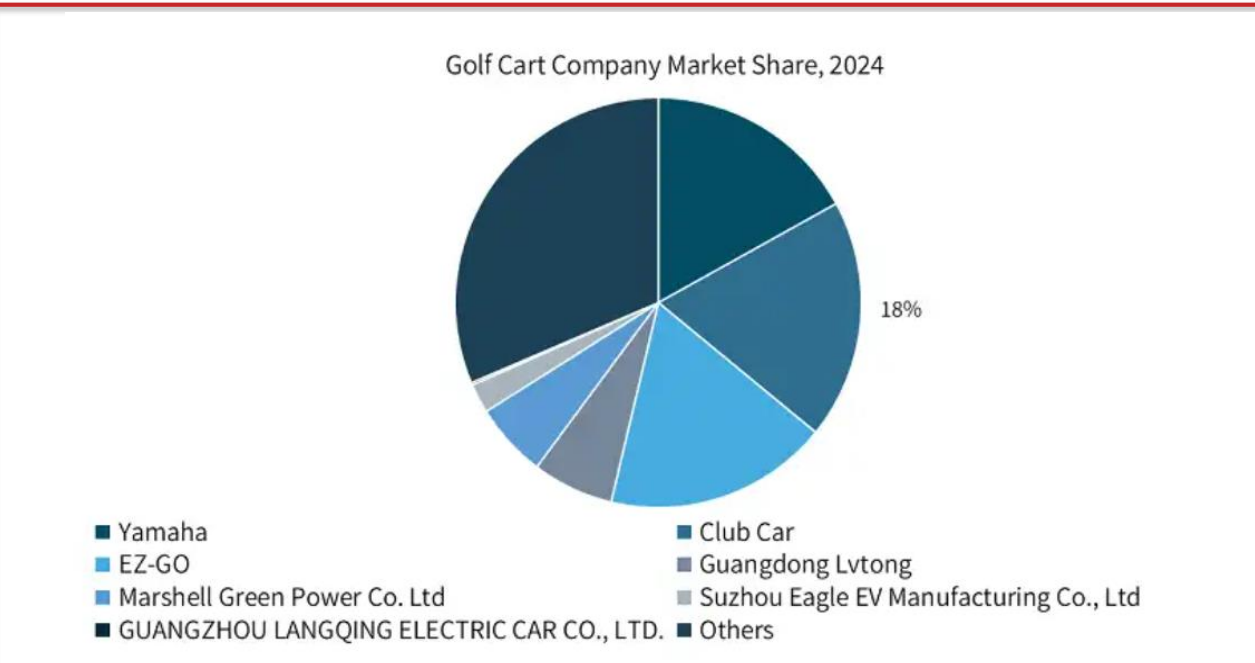
2.1.4 高尔夫球车行业头部格局稳固，新兴力量崛起

• **全球高尔夫球车市场格局呈现出头部品牌稳固、新兴力量崛起的特点。** Club Car、Yamaha和EZGO三大品牌凭借各自优势维持80%的行业主导地位，其中Club Car坚守高端市场，Yamaha发挥全球供应链优势，EZGO则引领电动化创新。与此同时，中国品牌快速崛起，Lvtong和Kandi通过性价比优势抢占中端市场，而Garia等豪华品牌则在高端定制领域持续发力。尽管传统巨头仍占据主导地位，但新兴品牌通过差异化布局 and 区域深耕，正在重塑行业竞争生态。

图：2022年全球高尔夫球车市场份额占比



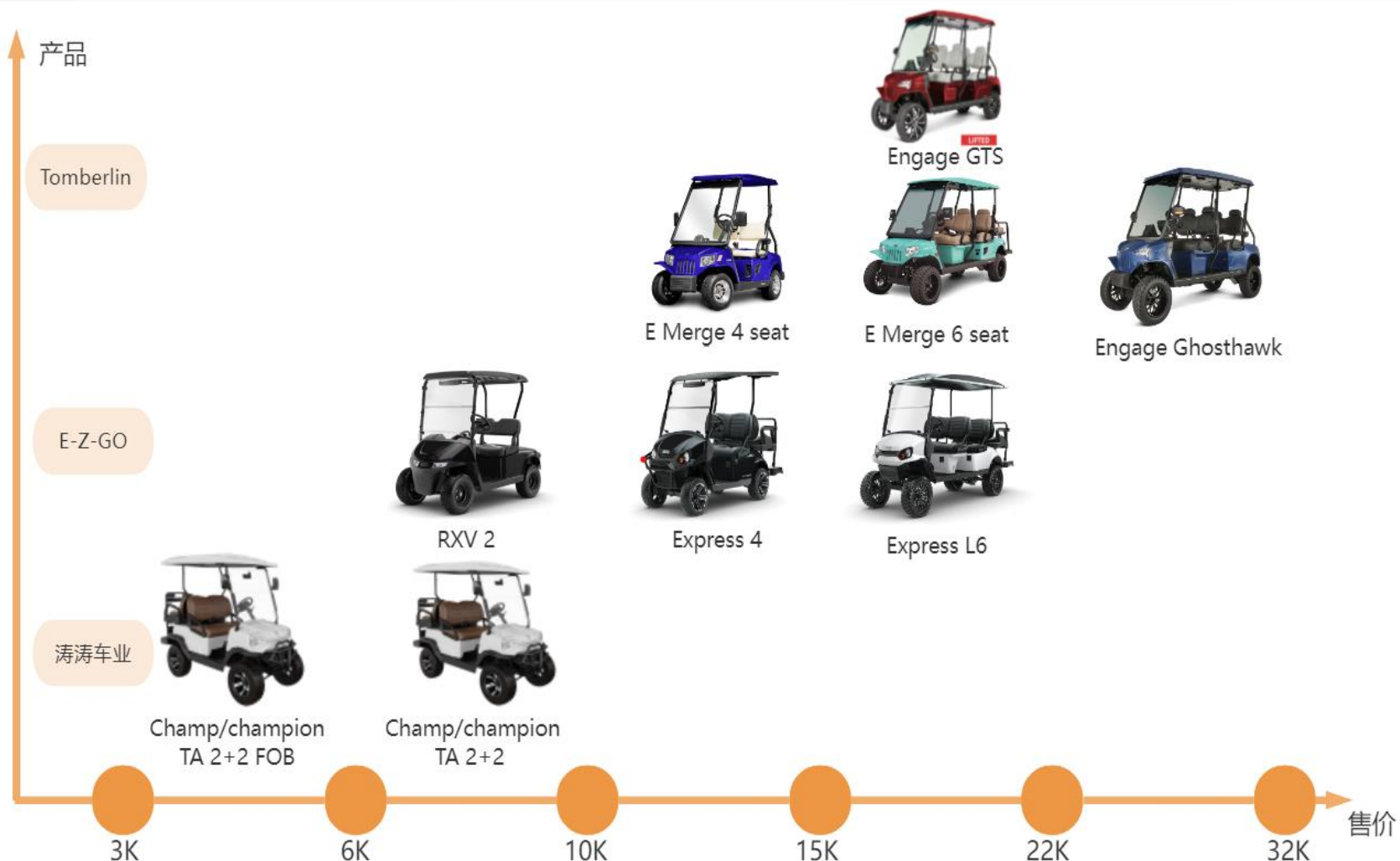
图：2024年全球高尔夫球车市场份额占比



2.1.5 涛涛以性价比制胜，在高尔夫球车梯度市场中实现差异化突围

• **中外品牌价格带分层明显。**从产品价格带的市场分布来看，E-Z-GO价格带集中于6K-15K中端区间，凭均衡性能与品牌认知占据稳定份额满足兼顾价格与性能的需求；Tomberlin专注10K-32K中高端市场，以高端品质、性能为核心，服务追求高端体验的客户。涛涛核心价格带在3K-10K区间，以高性价比精准对接对成本敏感的消费群体。通过高效生产管控与供应链整合，在该区间形成竞争优势，快速打开市场并积累用户。

图：公司与E-Z-GO、Tomberlin主要高尔夫球车价格



资料来源：各公司公告，华西证券研究所

2.1.6 涛涛以性价比制胜，在高尔夫球车梯度市场中实现差异化突围

• 国际品牌以性能参数构筑技术壁垒，涛涛车业靠性价比实现差异化突围。E-Z-GO部分车型以及Tomberlin 的产品，在速度、最大马力等核心性能指标上优势突出，尤其是Tomberlin的Engage Ghosthawk凭借45km/h最高时速、17hp最大马力以及高端交流驱动电机等配置建立起了显著的技术壁垒；涛涛车业虽在峰值性能上存在差距，但通过优化基础配置的可靠性与实用性，以更具性价比的产品成功打开注重基础功能的市场。

图：公司与E-Z-GO、Tomberlin主要高尔夫球车产品对比

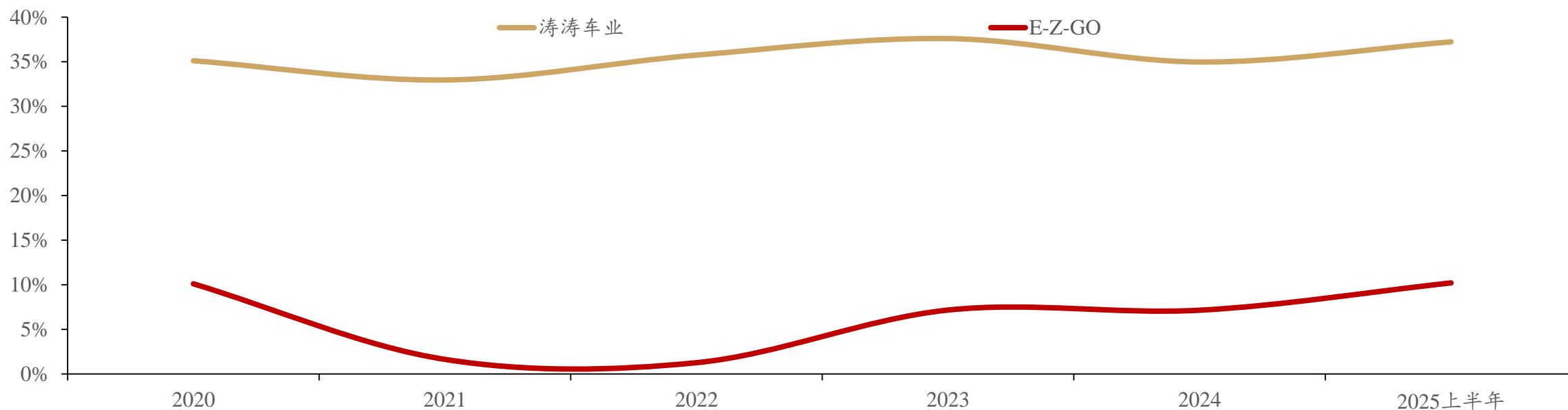
	E-Z-GO		涛涛车业		Tomberlin				
产品	RXV 2	Express 4 (汽油4座)	Express/Express L6 (6座锂电)	Champ / Champion TA 2+2	Champ / Champion TA 2+2 (FOB出厂批发价格)	Engage GTS	Engage Ghosthawk (6座锂电)	E Merge 系列 (基础4座电动)	E Merge 系列 (基础6座电动)
速度	31±0.8	24-40	30	30	30	40	45		40
最大马力	4.4hp	16hp	14.9hp	6.7hp	6.7hp			17hp	
发动机	48伏直流	单缸 OHV	56伏交流	48伏交流 5千瓦 KDS		5千瓦、17马力(峰值)交流驱动电机			
电池	48 VDC QE, 120 VAC	12V Maint- Free	2x 56V Li - Ion	48V 170AH		L210 48V 210AH		EVOLVE L210 Ah, 10 kWh Lithium	
控制器	250 Amp	—	350 Amp AC	48V/350A AC		450-amp Sevcon AC		450-amp Sevcon AC	
充电器	48 伏直流 QE , 120 伏交流	—	48 伏 650 瓦 SC-48 (Delta Q)	110-240伏智能充电器(25安培输出)		车载1千瓦智能充电器, 配备60安培交直流转换器		1050 瓦车载智能充电器	
行驶距离	50-65 km	160-240 km	160-200 km	65km	65km	130-160 km	110-140 km		100-130 km

资料来源：各公司官网，华西证券研究所

2.1.7 涛涛维持高毛利优势，E-Z-GO盈利改善明显

- 2020–2025年间，涛涛车业始终保持较高且稳定的毛利率水平，基本维持在32–37%区间，显示其在低速电动车及高尔夫球车领域具备强劲的成本控制力和盈利能力，依托垂直整合制造与规模效应形成明显优势。相比之下，E-Z-GO在2021–2022年毛利率一度低至1–2%，处于微利甚至亏损边缘，但自2023年起毛利率明显改善，2025年上半年已升至10.2%，体现其在提价、产品结构优化与成本控制方面的调整初见成效。
- 整体来看，尽管E-Z-GO毛利率近年持续回升，逐步缩小与涛涛的差距，但两者仍有超过20个百分点的明显差距，涛涛车业的盈利水平在行业内依然处于领先地位。E-Z-GO的后续表现将取决于其高端锂电产品推进效果及北美市场恢复情况。

图：公司与E-Z-GO毛利率对比



2.2 全地形车：聚焦小排量ATC，向大排量迈进

• 全地形车可分为 ATV、UTV和SSV 全地形车三种类别，其中ATV 和 SSV 更偏向于越野和赛车等休闲娱乐活动，UTV 则更偏向于提供载 货或特殊作业等功能。全地形车适用于户外休 闲娱乐、军事行动、高尔夫、农业等场景，集实用、娱乐、体育运动为一体，目前已在户外作业、运动休闲、消防巡逻、军事防卫等领域实现应用。

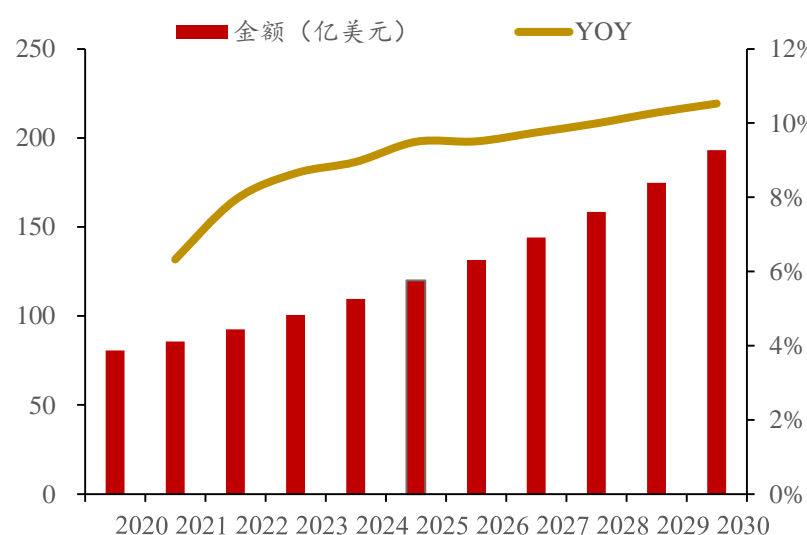
表：ATV、UTV、SSV对比

类型	外观	座位	驾驶操作	应用场景
ATV	更小巧，没有装物的斗	单人	使用车把作为转向系统跨座驾驶，操作类似于摩托车	更适合狭窄的表面和快速转弯，通常用于越野、赛车等休闲娱乐活动，一种常见的户外动力设备
UTV	更大，有装物的斗	双人或多人	使用类似于汽车的方向盘，坐在座椅上驾驶，类似于汽车	专为崎岖地形、运输和公用事业任务而设计，更常作为一种工具车使用
SSV	和UTV基础结构相同，但没有装物的斗	双人或多人	拥有独特的并排座椅设置，操作方式与ATV相同	相较于更注重实用性与载物性能的UTV，SSV更注重越野、比赛的特征

2.2.1 ATV与UTV双线增长，全地形车市场规模达百亿美元

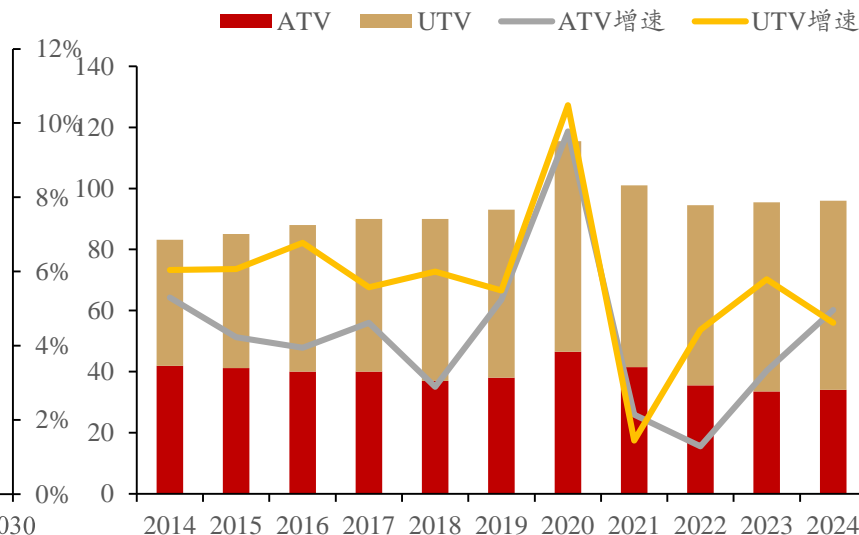
- 全球全地形车市场规模达百亿美元级，消费重心集中于海外，其发展与全球及消费市场微观经济变化紧密关联。** 2020年受疫情后，各国货币宽松政策提振居民消费力、户外生活方式兴起带动娱乐与工具型需求增长等因素推动，市场规模持续扩大；新兴市场中产阶级扩容拓展了入门级产品空间，锂电池成本下降与环保政策收紧加速电动化替代，促使市场规模持续扩容。据Statista预测，2030年全球全地形车市场规模将达193.2亿美元，2020-2030年复合增速约9.14%。
- 行业呈结构性增长特征。** UTV增速快于ATV，已成为销量增长的核心驱动力，ATV市场则呈现明显的大排量化趋势。目前ATV产品覆盖60-1000CC全排量段，各排量占比相对稳定，400CC以上市场占据主导。未来随着品牌及行业扩展大排量产品布局，将推动均价与规模双增，ATV品类仍有较大增长空间。

图：预测2030年全球全地形车规模超190亿



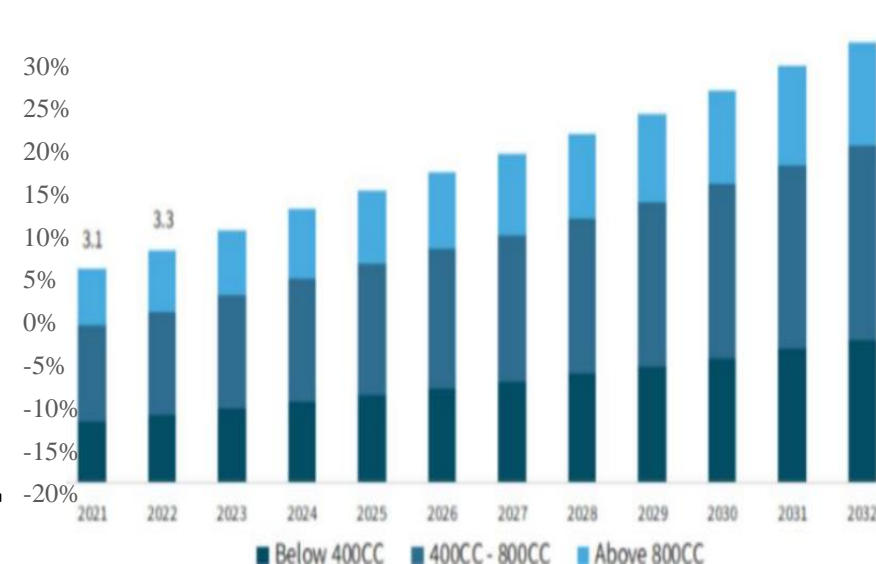
资料来源：Statista，华西证券研究所

图：2014-2024年全球ATV、UTV销量（万辆）



资料来源：北极星年报，华西证券研究所

图：全球ATV分排量段市场规模（十亿美元）

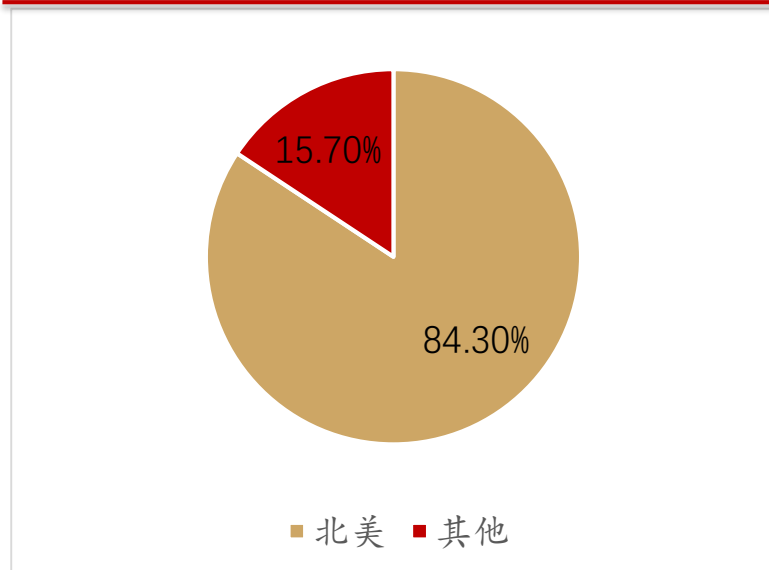


资料来源：Gminsights，华西证券研究所

2.2.2 北美主导全地形车市场，中国制造崛起

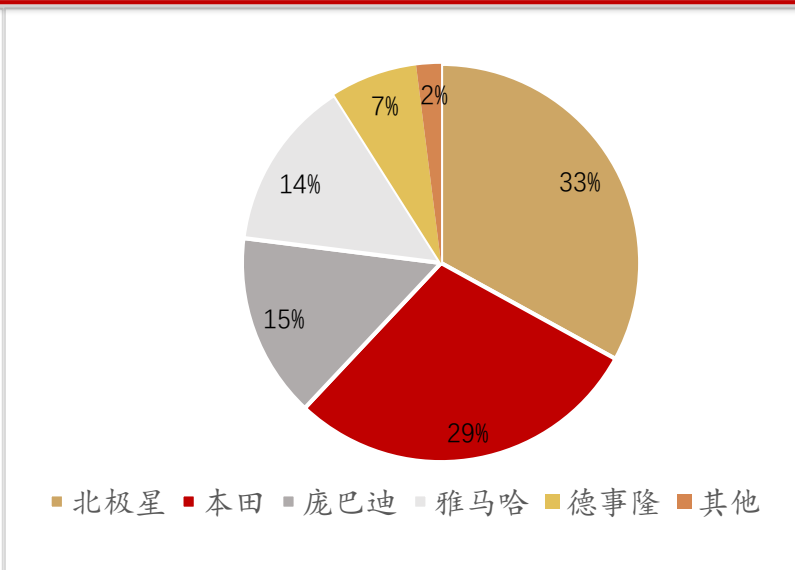
- **全球全地形车消费市场呈现显著的区域集中特征。**北美长期是全地形车的主要消费区域，2023年延续强势表现，以84.3%的高占比领跑全球，其中美国凭借庞大的户外休闲需求和完善的消费配套体系，稳居全球最大全地形车消费市场。
- 从发展历程来看，1971年本田率先将ATV引入美国市场，雅马哈、川崎和铃木等日本制造商随后迅速跟进；1985年美国本土企业北极星加入，推动行业蓬勃发展。2018-2023年市场格局发生显著变化：行业龙头北极星市场份额从33%提升至37%，巩固了龙头地位；传统美日厂商从分散竞争走向整合，本田、Can-Am、雅马哈等品牌被统一归为“其他美日厂商”，共占54%的市场份额；中国品牌2023年占据8%市场份额，呈现快速崛起态势。目前全球产能仍主要集中在北美和日本，但中国品牌的份额提升正在重塑产业格局，标志着全地形车制造业开始向新兴市场转移。

图：2023年全球全地形车主要消费市场



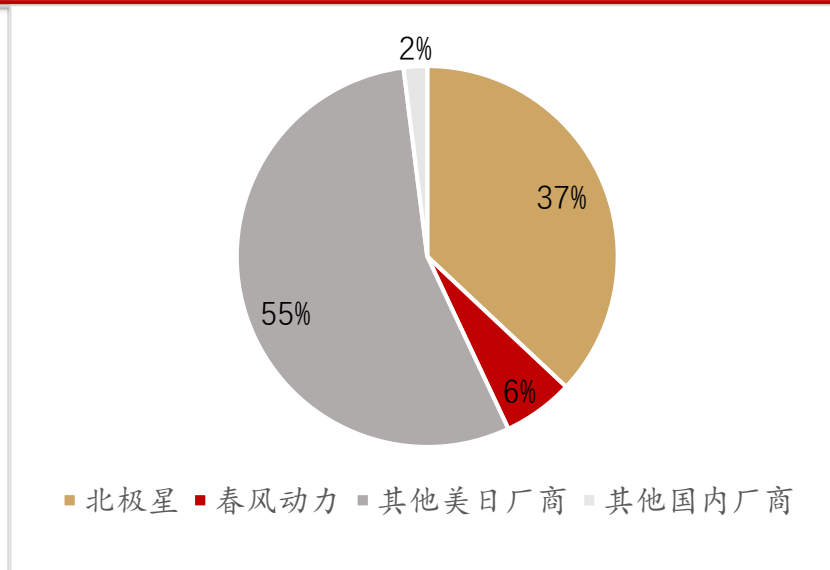
资料来源：Statista，华西证券研究所

图：2018年全球全地形车市场格局



资料来源：Statista，华西证券研究所

图：2023年全球全地形车主要品牌市场份额

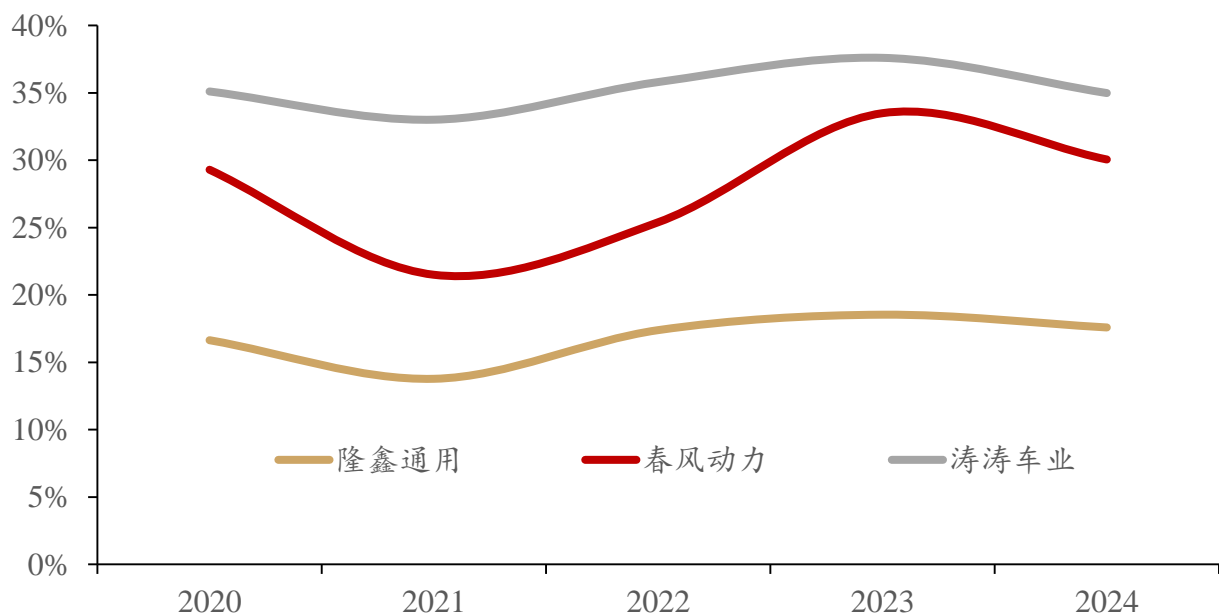


资料来源：观研天下，华西证券研究所

2.2.3 国内全地形车出口企业集中度较高

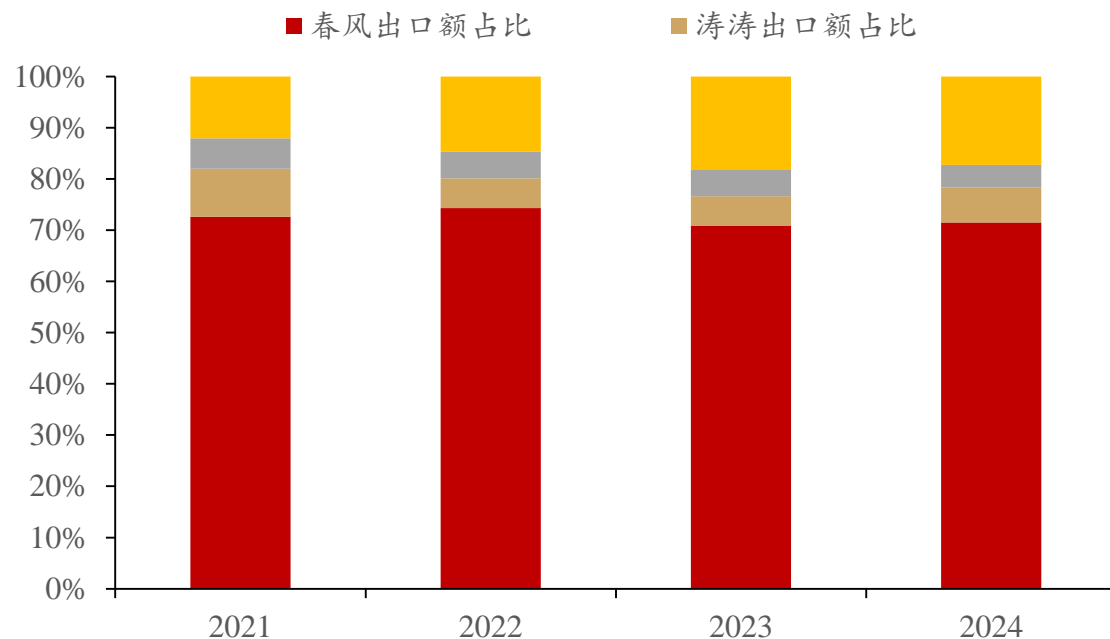
- **公司全地形车业务展现出显著的跨国经营优势，在毛利率表现上尤为突出。** 尽管外销业务占比较高且受海运价格波动影响，但剔除运费因素后，公司35%的毛利率水平仍显著领先于春风动力、隆鑫通用等公司。这主要源于公司兼具北美销售端本土化运营与中国制造端成本控制的“两位一体”优势。
- **从行业格局来看，2022年我国全地形车出口市场高度集中，CR5达到97%。** 其中春风动力以65%-75%的市场份额稳居行业龙头，与其他头部企业共同构成“一超多强”的市场结构。

图：涛涛车业全地形车毛利率占据高位



资料来源：各公司公告，华西证券研究所

图：春风动力在我国全地形车市场出口份额占比最高



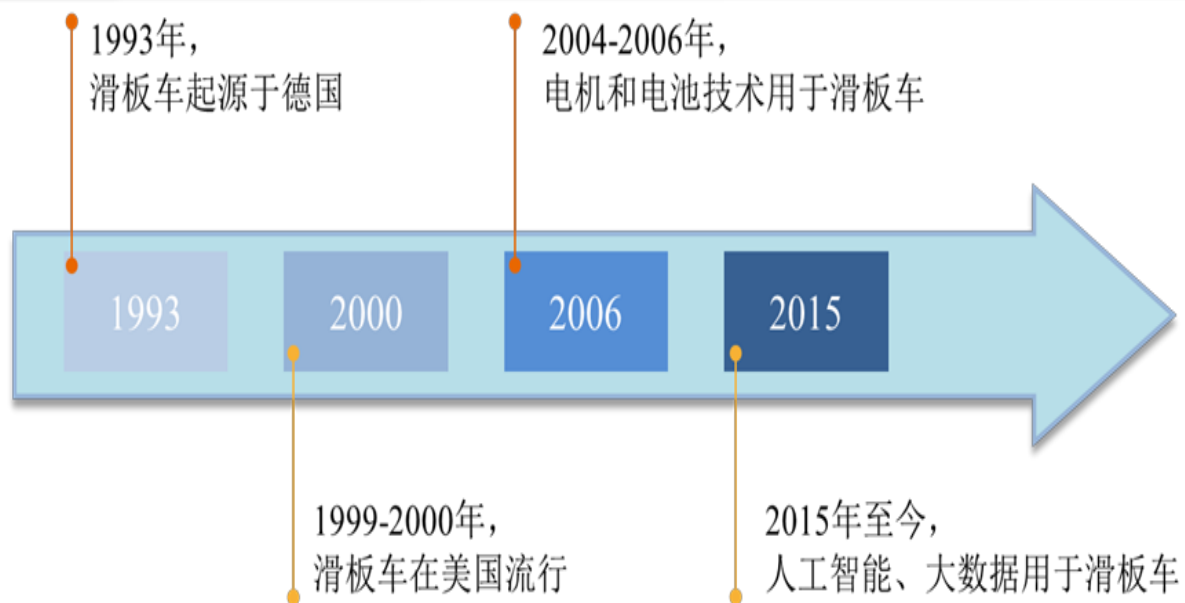
资料来源：各公司公告，华西证券研究所 注：林海以特种车辆营业收入计入，其他企业以差额计入

2.3 电动滑板车与平衡车双赛道发力

• 电动滑板车是一种小巧轻便、可折叠的新兴短途代步工具，兼具方便美观与节能高效的特点。它以传统人力滑板为基础，搭配电力套件，主要分为双轮驱动和单轮驱动两种类型，不仅有效解决了人们“最后一公里”的通勤难题，还作为新潮消费的代表激活了使用场景中的消费刚需，因此发展迅速。

• 电动平衡车，又称体感车、思维车等，市场上主要有独轮和双轮两类。它起源于海外市场，因体积小、驾驶简单，被视作未来解决短途交通的重要工具，可接驳公共交通系统，串联完整交通循环链条。由于价格昂贵，产品初期在海外市场并未获得广泛认可，得益于国内生产厂家在材料成本、人工成本上的优势以及出色的制造能力，产品销售价格大幅下降，才得以快速推广。

图：电动滑板车行业发展历程



图：电动平衡车应用场景

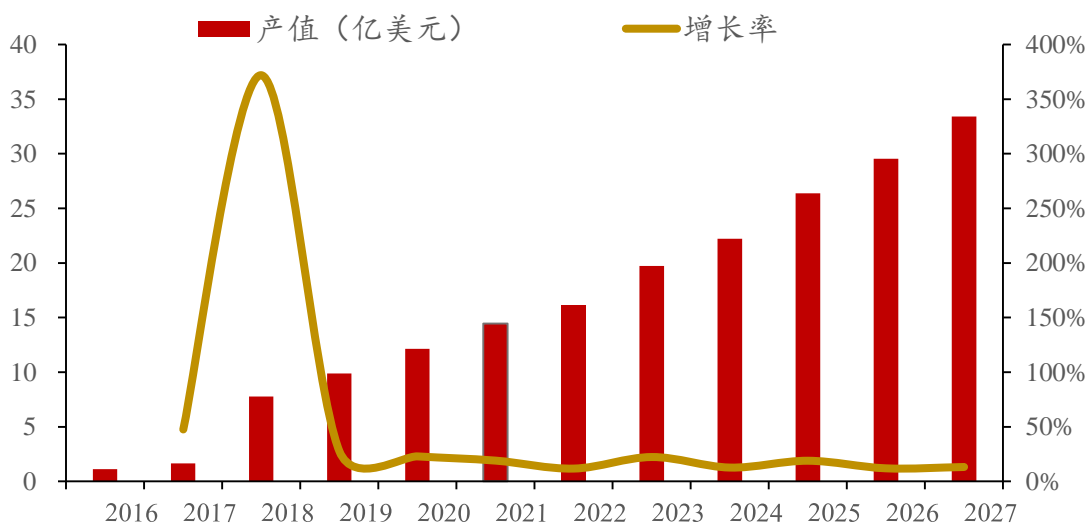


2.3.1 全球电动滑板车市场有望快速增长

• **全球电动滑板车市场近年来呈现爆发式增长态势。**从产值来看，根据QYResearch发布的数据，行业规模从2016年的1.1亿美元快速扩张至2022年的22.2亿美元，2021-2027年复合年增长率为15%，预计2027年将达33.4亿美元。尽管目前全球普及率相对较低，但随着全球消费景气复苏，渗透率有望快速提升。

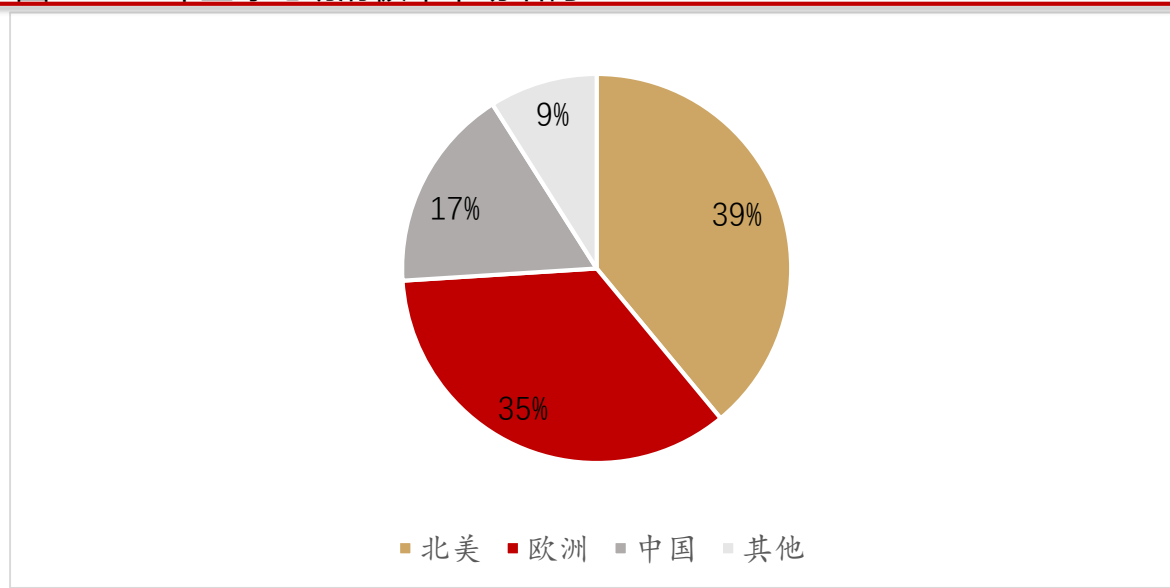
• **从市场分布看，北美、欧洲和中国是全球三大电动滑板车市场**，其中北美以39%的全球市场份额位居首位，欧洲和中国紧随其后，分列第二、三位。中国虽然消费市场仍在培育期，但已发展成为全球最重要的生产基地。未来随着共享经济模式深化和锂电池技术进步，电动滑板车市场仍具备广阔的发展空间。

图：全球电动滑板车市场产值及增长率



资料来源：QYResearch，华西证券研究所

图：2020年全球电动滑板车市场结构

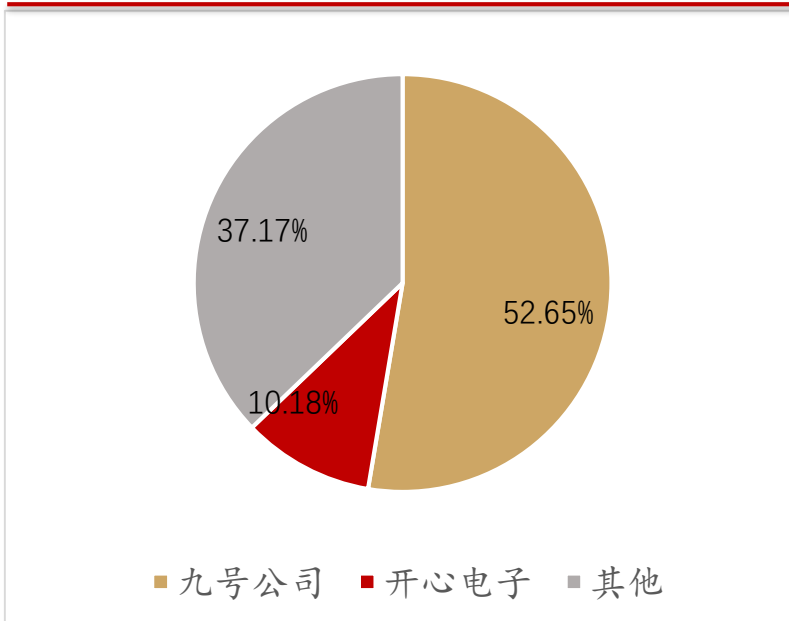


资料来源：QYResearch，华西证券研究所

2.3.2 全球滑板车总体行业集中度较高

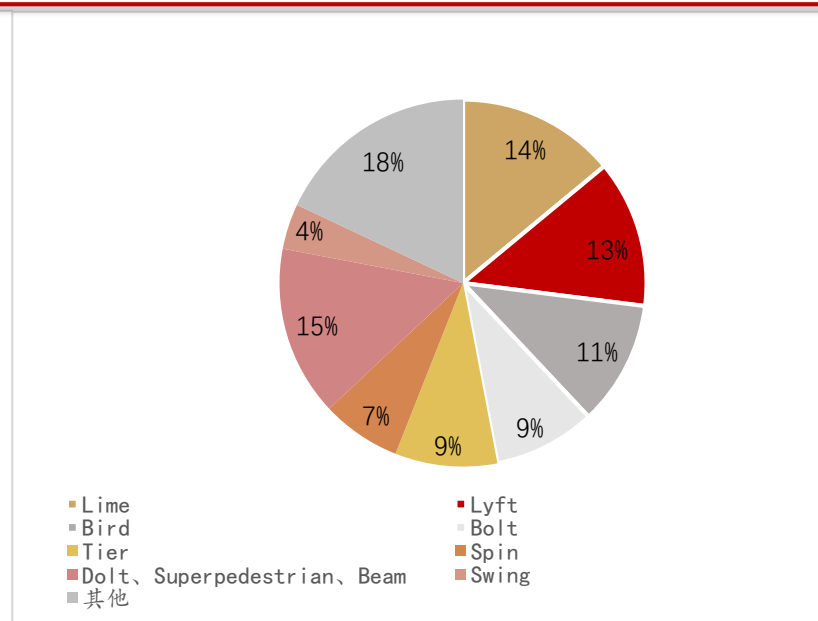
- **全球电动滑板车市场竞争呈现“两极分化”特征。**在整体市场方面，行业集中度较高，2020年九号公司和开心电子两家企业合计占据62.83%的市场份额，其中九号公司以52.65%的市占率占据主导地位。**共享电动滑板车领域则呈现分散化格局**，2022年全球共享电动滑板车市场CR5仅为56%，由Lime（14%）、Lyft（13%）、Bird（11%）、Bolt（9%）和TIER（9%）等外资品牌主导。
- **中国市场则表现出更强的集中度特征**，2021年九号公司以超过80%的市场份额形成近乎垄断的竞争格局，而开心电子仅占4.15%的份额。

图：2020年全球电动滑板车销量市场格局



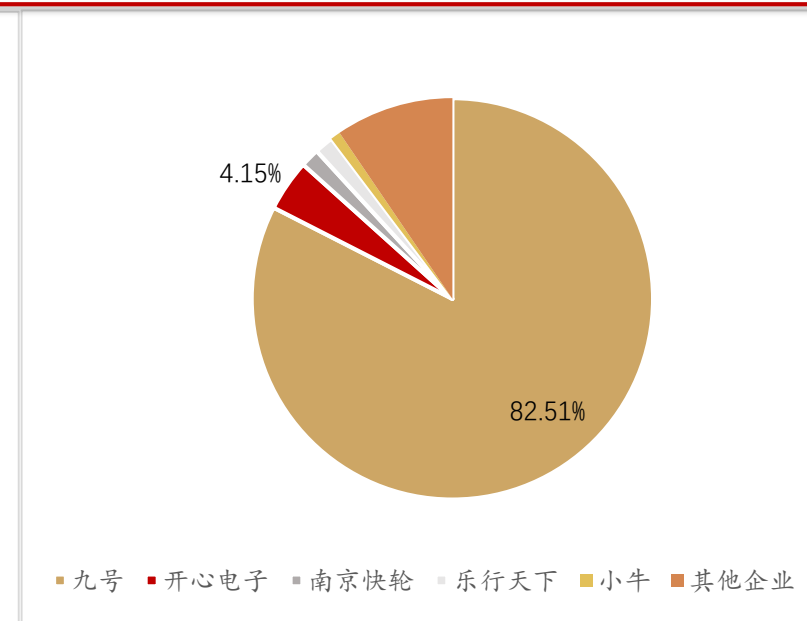
资料来源：华经产业研究院，华西证券研究所

图：2022年全球共享电动滑板车竞争格局



资料来源：Statista，华西证券研究所

图：2021年中国电动滑板车市场竞争格局

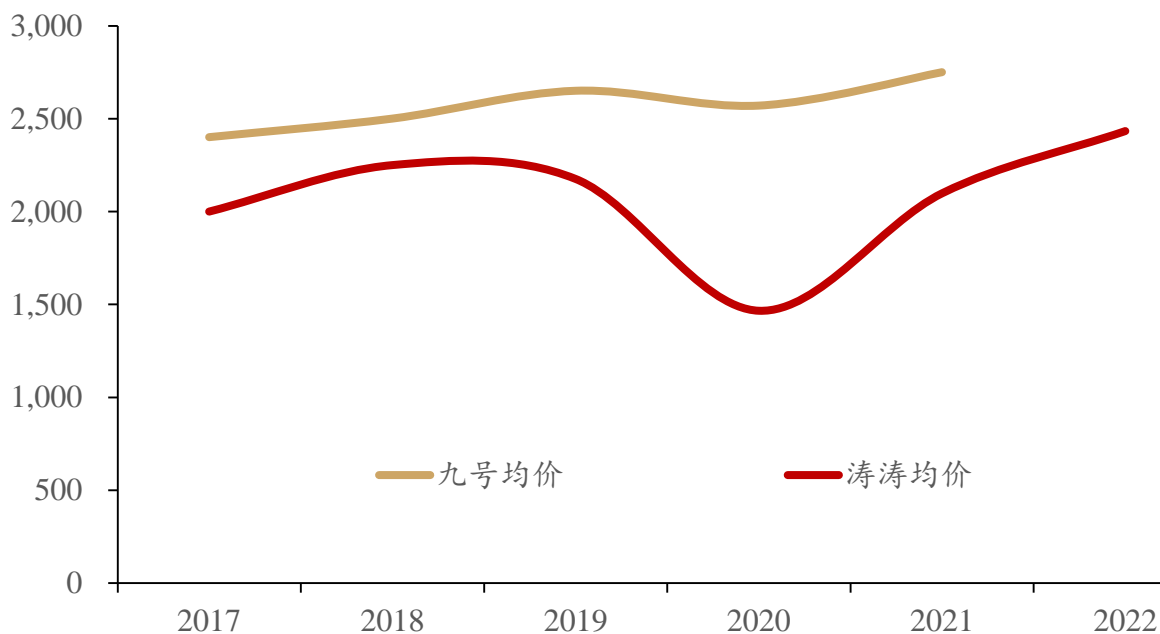


资料来源：华经产业研究院，华西证券研究所

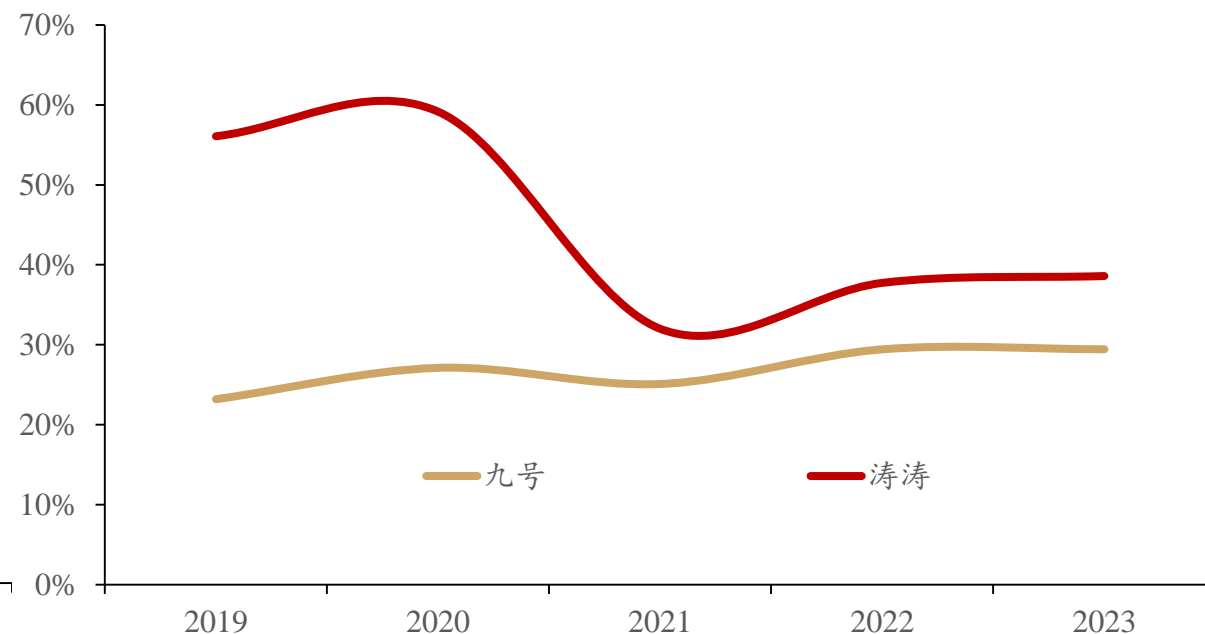
2.3.3 公司销量彰显增长潜力，盈利能力优于竞争对手

· 公司电动滑板车业务实现跨越式增长，核心产品销量在2019-2021年间实现近4.5倍增长，从10.9万台增长至48.9万台。公司坚持高性价比路线，自2017年起产品均价持续低于行业龙头九号公司，形成显著价格优势。公司电动平衡车业务展现出更强的盈利能力，毛利率水平超越九号公司，体现了公司在成本控制和产品溢价能力方面的竞争优势。

图：涛涛、九号电动滑板车均价对比（元/台）



图：涛涛、九号电动滑板车毛利率对比



资料来源：公司公告，华西证券研究所

2.3.4 电动平衡车市场格局分散

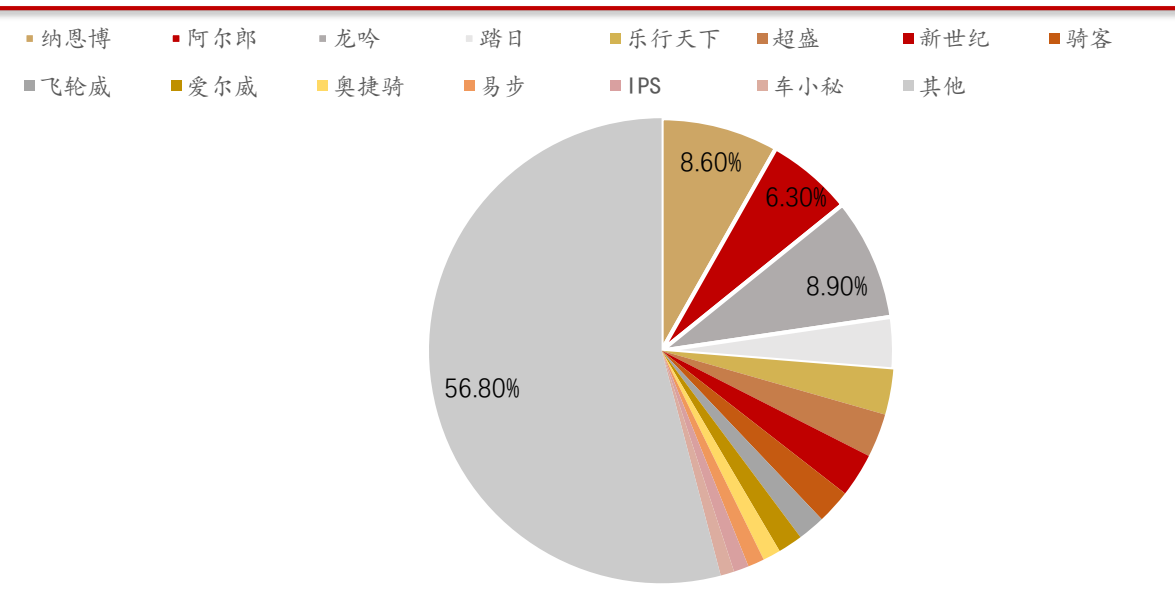
• **全球电动平衡车市场格局分散，2024年CR10占比44%。** EVTank数据显示，电动平衡车在2020年达到市场高位后，出货量及市场规模便持续下降，2024年全球出货量降至600万台，同比下降6.2%。这主要是因为国内路权限制压缩使用场景、海外市场面临电动滑板车/自行车替代冲击、产品创新乏力导致需求增长停滞。由于行业标准未严格执行，大量小企业及低端扭扭车品牌涌入，较低的进入门槛造成产品品质参差不齐，安全事故频发，市场品牌杂乱。

• **行业正在孕育新一轮发展动能。** 未来随着技术融合和监管标准完善，产品形态正从单一代步工具向智能生态终端升级。新的市场应用场景或推动其市场止跌回升，EVTank预计到2030年，全球出货量将回升至750万台，实现4.1%的CAGR增长。电动平衡车行业已进入从“野蛮生长”到“规范发展”的关键转型阶段，技术升级与标准建设将成为未来竞争的核心维度。

图：涛涛、九号电动滑板车均价对比（元/台）



图：2020年电动平衡车市场竞争激烈





**03 优势：多维度构造核心竞争壁垒，
机器人合作打造新的增长点**

3.1 品牌矩阵布局完善，自主品牌收入占比持续提升

• **公司高度重视自有品牌建设和培育，不断完善自有品牌矩阵，强化自有品牌优势。**如今旗下坐拥 TAOMOTOR、GOTRAX、DENAGO 以及最新发布的 TEKO 四大主力品牌。其中 TAO MOTOR 以“实用、乐趣、动感”的品牌主张，主要产品包括全地形车、摩托车、电动高尔夫球车等；DENAGO 主打“高端、专业、活力”，主要产品包括 e-Bikes、电动低速车等，以高端经销商为主；GOTRAX 主打“新潮、环保、高性能”，主要产品包括 e-Bikes、电动滑板车、电动低速车等，以自建站、大型商超为主。全新品牌TEKO于2025年9月1日在北美首发，规划布局50+高端经销商、12+专属旗舰店，还与北美 TOP1 电动高尔夫球车连锁经销商达成战略合作，覆盖美国15个核心州。其产品定位与市场策略将进一步丰富公司品牌矩阵，开拓新的市场空间。截至2023年，公司自有品牌营收占比超过60%，随着品牌建设的持续推进与新品牌TEKO加入，未来有望进一步提升品牌营收贡献，巩固公司在市场中的品牌竞争优势。

表：公司品牌矩阵

品牌分类	 GOTRAX 一起骑行，一起Gotrax	 DENAGO 去你想去的地方，Denago	 TAO MOTOR 为全球家庭提供无限户外驾乘快乐	 TEKO LOW SPEED VEHICLE
品牌主张	新潮、环保、高性能	高端、专业、活力	实用、乐趣、动感	暂未公布
销售渠道	电商平台、北美线下商超	TSC 商超、高端经销商、线上平台	批发商、经销商、线下专业渠道	高端/连锁经销商、专属旗舰店
主要产品	电动滑板车、平衡车（大众消费级）	高端电动自行车、电动高尔夫球车	全地形车、越野摩托车、特种车	电动高尔夫球车

资料来源：公司公告、公司微信公众号、华西证券研究所

3.2 四维协同构建产品竞争优势

- 产品矩阵完善，实现全场景覆盖。** 公司构建了覆盖休闲、工具、高端市场的体系：电动高尔夫球车已入驻TSC、劳氏等国际商超，智能低速车兼具乘用与工具属性，全地形车从青少年小排量延伸至700cc大排量UTV等产品研发，通过"基础款+创新款"的产品组合策略覆盖露营、越野、社区等多元场景。电动自行车以“DENAGO”“GOTRAX”双品牌布局；电动滑板车覆盖大众通勤至专业竞技全场景，主力车型在AMAZON、WALMART等商超销量领先；电动平衡车工艺与研发体系完善，消费者认可度高。
- 技术领先，以自主研发驱动性能突破。** 在燃油车领域，300ATV搭载自研高功率发动机，时速突破100KM/h，超越部分竞品；在电动车领域，儿童ATV实现40KM+续航并配备智能APP控制系统；电动高尔夫球车两年内完成四次迭代，搭载CAN总线通讯、IOT车联网等技术；491项专利支撑技术升级，推动产品从工具属性向智能终端进化。
- 具备敏捷商业化能力，精准洞察市场并加速落地。** 电动高尔夫球车2年内完成试产并获美国、马来西亚等多国订单；智能低速车同步推进研发与海外基地建设，300ATV上市即新增26家国际客户。依托"本土化+全球化"策略，公司构建起了难以复制的竞争力。

表：公司产品优势及表现

维度	优势	具体表现
布局	全品类覆盖	电动高尔夫球车入驻TSC、劳氏等国际商超，衍生露营车、社区服务车等系列；智能低速车兼具乘用与工具属性，配套美国三大制造基地全地形车从200cc青少年款延伸至700cc UTV；电动自行车实现双品牌布局；电动滑板车覆盖全场景且商超销量领先；电动平衡车工艺完善、认可度高
场景	多元场景延伸	高尔夫球车→露营、社区等；全地形车→越野、农场等；智能低速车→校园、景区等
技术	自主研发创新	燃油技术：300ATV自研发动机时速突破100km/h；电动化：儿童ATV续航40KM+，配备智能APP控制；智能化：高尔夫球车搭载CAN总线、IOT车联网，支持OTA升级；专利支撑：累计491项专利（含19项发明专利）
市场	商业化落地	电动高尔夫球车：2年内完成四次迭代并获多国订单；智能低速车：研发与海外建厂同步推进300ATV，上市即新增26家国际客户；本土化策略：北美建厂、欧洲推大排量、东南亚侧重小排量

资料来源：公司公告、华西证券研究所

3.3 关税壁垒应对有力，差异化税收策略提升竞争韧性

表：高尔夫相关关税政策

时间节点	事件内容	影响分析
2012-2023年	进口数据积累期 美国自中国进口低速载人车辆持续增长： 2021年：2.2亿美元 2022年：4.4亿美元（同比+101.1%） 2023年：5.8亿美元（同比+33%） 中国产品占据美国市场95%份额	市场快速扩张引发美国本土企业危机感，为双反调查埋下伏笔
2024年6月	申诉准备阶段 美国个人交通工具制造商联盟（Club Car等）收集证据，指控中国产品存在379.81%~478.09%倾销幅度及>2%补贴率	企业游说政府启动贸易保护措施
2024年7月11日	调查正式启动 美国商务部立案调查，涉及产品：高尔夫球车、观光车等（海关编码8703.10.5030）排除全地形车、电动滑板车等	中国企业出口订单开始面临不确定性
2024年8月5日	ITC产业损害初裁 裁定中国进口产品对美国产业造成实质性损害	调查进入实质性阶段，反补贴程序加速推进
2024年11月27日	反补贴初裁公布 初步认定补贴率2.34%~15.67% 美国进口商需按此税率缴纳保证金	出口成本立即上升，部分中小企业暂停对美订单
2025年1月24日	反倾销初裁公布 裁定倾销幅度127.35%~478.09%（低于申诉方诉求） 叠加反补贴税后综合税率达129.69%~493.76%	行业震动，头部企业启动应急方案： 涛涛车业加速越南建厂 雅迪探索转口贸易
2025年2-5月	企业应对调整期 转口贸易激增（经马来西亚/泰国中转） 美国本土组装产能扩建（车架等核心部件） 中国对美出口量同比下降42%	供应链重构导致短期混乱，美国市场价格上涨25%以上
2025年6月	最终裁决预期 预计维持高额双反税率（100%~300%）可能设置年进口配额	长期影响显现： 中国产能转向东南亚 美国经销商库存成本增加30%

资料来源：搜狐网，百家号，雪球，北京商务局，同顺号，华西证券研究所

3.3 关税壁垒应对有力，差异化税收策略提升竞争韧性

• 公司在应对国际贸易关税挑战方面展现出较强的战略韧性，税收优势显著。凭借稳固终端定价权，经沃尔玛等渠道多次提价传导成本；借助前瞻性库存管理，利用政策过渡期消化在美库存，受冲击较小。欧盟市场对其主力产品全地形车等未加征高额反补贴税，形成差异化竞争优势，并且美国本土化生产规避高额关税、全球化产能布局灵活调整策略，公司在复杂税收环境中保障了盈利能力与竞争力。

表：其他产品相关关税政策

地区	涉及产品	关税政策内容	实施时间
美国	自行车及相关产品	特朗普政府实施的301条款关税豁免到期，恢复加征25%的关税。涉及自行车整车3项、零部件1项、电动自行车1项。	2024年5月31日豁免到期，过渡期14天，自6月14日起恢复
美国	电动车	在原有对华301关税基础上分阶段加征关税，涉及价值180亿美元的中国商品。2024年，电动车锂电池及零部件从7.5%提至25%；电动车从25%提至100%。	2024-2026年分阶段实施
欧盟	电动自行车	延长征收反倾销及反补贴税五年。反倾销税为10.3%-70.1%，反补贴税为3.9%-17.2%。	2025年1月24日公布条例，延长五年
欧盟	电动汽车	在目前10%的关税基础上，拟征收17.4%-38.1%的临时反补贴税。对比亚迪、吉利控股和上汽集团分别加征17.4%、20%和38.1%的关税；对其他制造商征收21%的关税。	如无法与中方达成解决方案，将于2024年7月4日左右实施

资料来源：中国自行车协会、国家税务总局、中国经济网、浙江自行车电动车公众股、华西证券研究所

3.4 全球化产能布局完善，多区域协同构筑供应链韧性

· 公司构建了“中国+东南亚+北美”三位一体的全球化产能布局，形成显著供应链优势。国内公司以永康和丽水两大制造基地为核心，形成了年产41万台高尔夫球车及100万台智能电动车的产能规模，并建立了完善的工艺体系；北美得克萨斯州基地已实现本土化生产，首台电动高尔夫球车成功下线；东南亚越南工厂完成关键工艺布局，泰国春武里府项目预计2026年投产，未来将形成双枢纽对美市场供应架构。公司多区域、多层次的产能布局既实现了规模效应，又具备了灵活调配的地缘风险抵御能力，特别是在电动高尔夫球车和全地形车领域形成了显著的竞争壁垒。

表：相关产能基地项目

产能基地	项目	设计产能	建设周期	拟投资资金	资金来源
中国永康	高尔夫球车生产基地	41万	≤3年	≤6亿	自有/自筹
	智能电动车产业园	100万	已建成	2.6亿元	IPO
	全地形智能智造升级	产能提升	已投产	7000万元	IPO
中国丽水	大排量全地形车生产基地	4万	≤3年	3.5亿元	IPO
美国得克萨斯州	智能电动低速车生产基地	3万	≤3年	2650万美元	IPO
美国特拉华州	电动自行车/智能电动低速车/高尔夫球车生产	未披露	未披露	4550万美元	IPO
越南广宁	特种车及电动低速车生产基地	未披露	未披露	460万美元	自有
泰国	全地形车/电动高尔夫球车	未披露	未披露	≤950万美元	自有/自筹

资料来源：公司公告，公司招股书，华西证券研究所

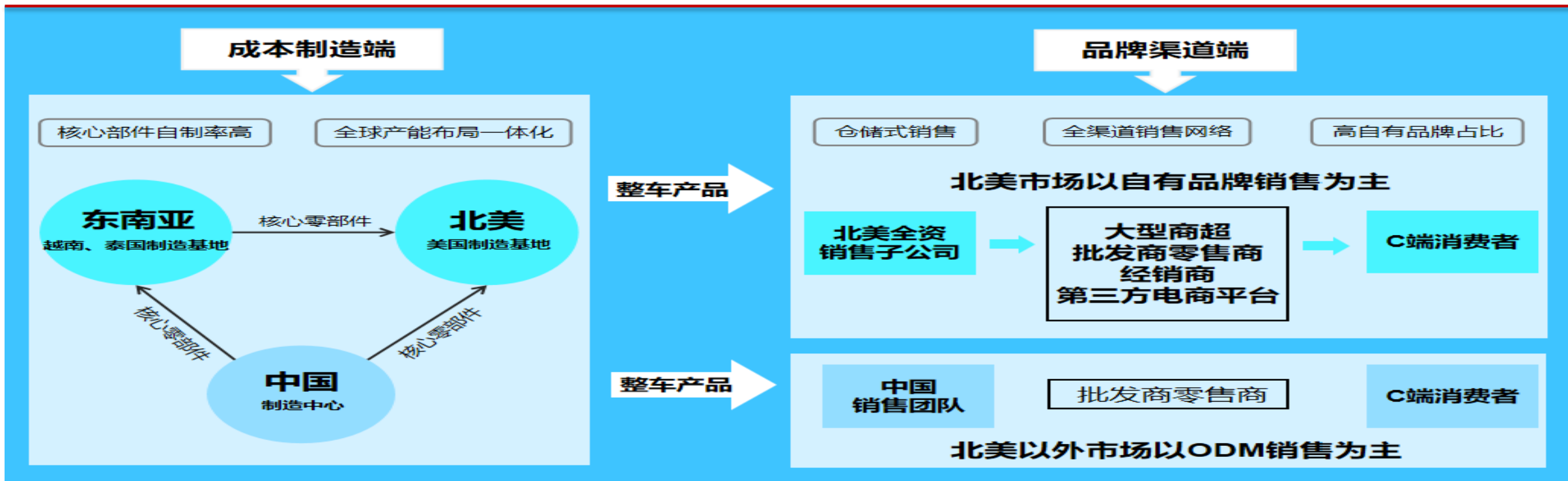
3.5 渠道布局持续开拓，“线上与线下”立体销售渠道优势凸显

“仓储式”销售：在美加设4个仓储中心，提前备货，以现货交付缩短时空距离。

线下渠道：（1）大型连锁商超：WALMART（3900+家）、TARGET（1800+家）等北美商超的电动滑板车、平衡车主要供应商，正拓展电动自行车等新品类，还在开拓TSC、劳氏等专业商超。（2）批发商零售商：在北美有600+合作网点，包括欧洲的SOFLOW等，产品畅销50+国。（3）经销商：2024年北美超520家，加速高端布局，其中电动高尔夫球车170+家、电动自行车300+家、全地形车等50+家。

线上渠道：布局10+第三方电商平台及14+自有网站，电动滑板车在亚马逊销量领先，其他产品线上销售额渐增。

图：公司渠道布局图



3.5 渠道布局持续开拓，“线上与线下”立体销售渠道优势凸显

图：公司构建线上+线下的立体化销售渠道



3.6 核心部件自制率高，成本控制优势明显

- **公司地处“永武缙”五金产业带，区位优势明显。**公司生产基地位于浙江省缙云县，身处“永武缙”千亿五金产业带，其生产所需原材料或配件均可就近购买，减少了流通环节和不必要的库存，有利于采购成本的有效控制。
- **公司核心零部件自制率高，成本优势高。**公司正逐步实现向上游产业链的延伸，减少对供应商的依赖，提升成本控制优势。公司已建立起完善的生产体系，在生产经营中不仅掌握了高效的整车组装及调试能力，而且已实现发动机、车架、轮毂、电机、电池（组装）、主电缆等产品核心部件的自主生产，其中发动机在2019年的自制比例达到50%以上，电池的自制比例达80%以上，车架、电机等的自制比例达90%以上。
- **公司毛利率优于可比公司，彰显公司竞争力。**2020-2024年公司的毛利率连续五年均高于可比公司九号公司、春风动力、隆鑫摩托，2024年公司毛利率高于九号公司6.74pcts，高于隆鑫摩托17.39pcts，具有明显的竞争优势。

图：公司地处“永武缙”五金产业带



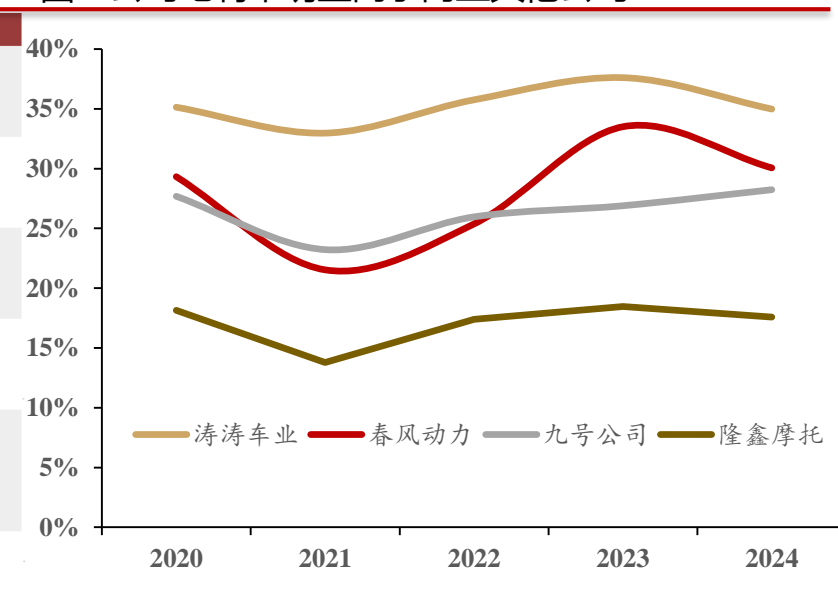
资料来源：公司公众号，华西证券研究所

图：公司核心零部件成本优势高

零部件	项目	2019	2020	2021
电池	外购成本	138.5	134.03	/
	自制成本	71.81	64.1	65.71
	节约成本	143.88	403.15	716.64
电机	外购成本	51.51	82.54	72.75
	自制成本	60.44	47.17	52.69
	节约成本	/	/	/
发电机	外购成本	868.12	691.77	724.24
	自制成本	481.27	455.9	497.1
	节约成本	632.18	1035.99	1151.15
车架	外购成本	70.85	124.43	178.36
	自制成本	112.61	106.01	128.16
	节约成本	348.89	485.93	717.29
轮毂	外购铝轮毂成本	64.36	61.74	68.05
	外购铁轮毂成本	28.04	40.5	44.17
	自制铁轮毂成本	14.24	12.33	17.84
	节约成本	112.62	320.63	651.25
电缆	自制成本	18.88	19.07	16.29
	节约成本	77.99	144.21	150.64

资料来源：公司招股书，华西证券研究所

图：公司毛利率明显高于同业其他公司



资料来源：各公司公告，华西证券研究所

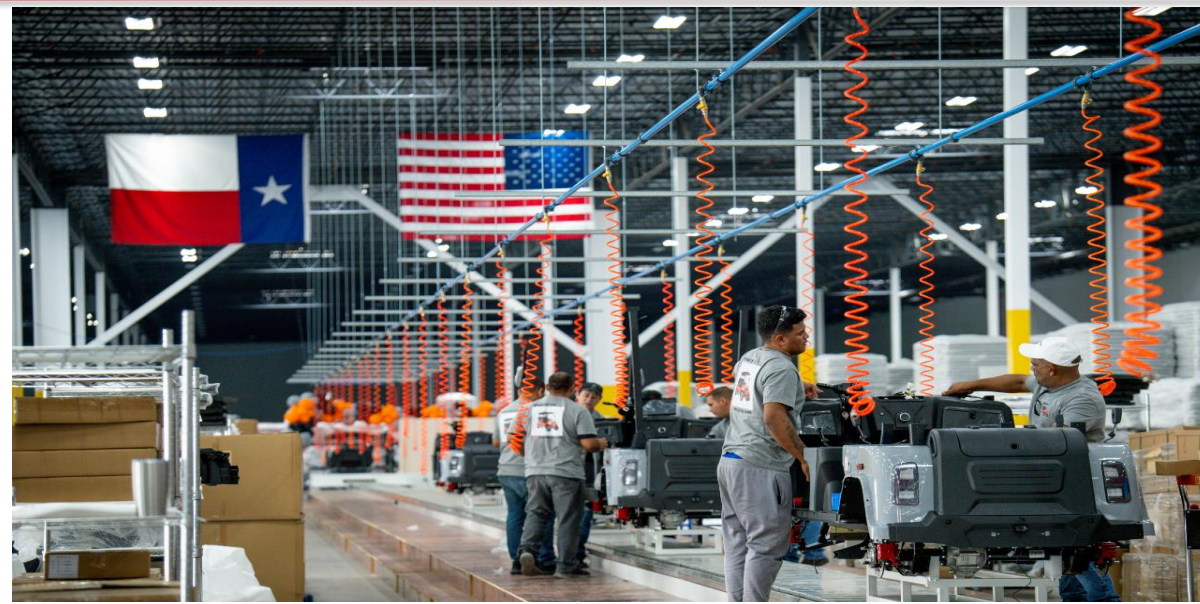
3.7.1 与 K-Scale 合作：本土化制造 + AI 技术，共拓人形机器人发展蓝图

- **战略注资，夯实协同基石**：公司通过对 K-Scale 实施战略注资，奠定长期互信与深度合作的基石。
- **ODM 合作，实现本土量产降本**：公司将与 K-Scale 展开 ODM 合作，公司凭借完善运营体系和“本土化制造+渠道”优势，协助 K-Scale 实现产品在美国市场的本土化落地量产和有效降本。
- **全渠道助力，加速市场渗透**：公司将依托北美市场全渠道生态，为 K-Scale 产品搭建高效的市场导入通道，助力其快速突破渠道壁垒，加速进入目标市场与终端应用场景。
- **技术协同，驱动创新与增长**：双方将基于各自技术优势展开协同，聚焦智能出行、工业应用、专业服务为核心领域，推动公司产品创新升级，提升公司产品及服务的品质与效能，同时开辟新的业务增长领域，最终实现公司可持续、高质量发展。

图：K-Scale 人形机器人在使用面包机



图：公司得克萨斯州自有工厂



3.7.2 与宇树合作：全球渠道 + 顶尖技术，引领消费级机器人新浪潮

- **海外销售共拓**：宇树科技以其领先的机器人技术，为公司注入智能科技动能，激活渠道增量价值，赋能其开拓智能科技新生态、加速完善智能化业务布局；公司以深耕北美等海外地区近20年的全渠道优势为支撑，构建宇树机器人直达消费终端的市场推进器。
- **C端场景共研**：结合公司对北美等海外消费市场的深度洞察与宇树科技的硬核技术实力，双方将联合挖掘高潜力应用场景，并基于场景需求，对相关机器人产品进行二次开发与销售，共同开拓消费级机器人的蓝海市场。

表：涛涛车业北美本土化团队



资料来源：公司微信公众号，华西证券研究所



04 投资建议与风险提示

4.1 盈利预测与投资建议

关键假设：

- ◆ **电动高尔夫车业务**：随着公司海外经销商渠道持续开拓，新品加速推广，越南基地产能逐步爬坡释放，我们预计25-27年公司高尔夫车销量分别为3.3/4.5/6万台；产品均价我们预计在美国加征关税影响下稳步提升，我们预计25-27年高尔夫车收入分别为14.07/19.38/26.22亿元，分别同比+73%/+38%/+35%；
- ◆ **全地形车业务**：公司全地形车业务以欧洲、南美市场为主，300CC、350CC、500CC等大排量车型稳步推进，新品持续推进有望助推全地形车业务收入稳步增长。我们预计25-27年公司全地形车业务销量分别为15/17.5/19.9万台，随大排量的释放产品均价稳步提升，我们预计25-27年全地形车收入分别为8.77/10.13/11.67亿元，分别同比+20%/+17%/+12%；
- ◆ **电动平衡车、滑板车业务**：平衡车、滑板车市场端已相对成熟，总量趋于稳定，受环境因素发生阶段性波动，我们预计25-27年公司电动滑板车收入增速分别为15%/16%/13%，电动平衡车收入增速分别为1%/1.5%/1.7%；
- ◆ **电动自行车业务**：公司通过创新设计与性能优化迭代，持续打造电动自行车产品力；DENAGO与GOTRAX两大主力品牌差异化协同赋能，品牌影响力与市场渗透率共振提升。我们预计25-27年公司电动自行车业务收入增速分别为20%/15%/10%

综上，我们预计公司2025-2027年营收分别为40.55/50.11/61.36亿元，增速为36.2%/23.6%/22.5%；归母净利润为6.93/8.78/10.96亿元，增速为60.6%、26.8%、24.9%。

4.1 盈利预测

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (亿元)	7.52	13.86	20.18	17.66	21.44	29.77	40.55	50.11	61.36
YOY	21.9%	84.3%	45.6%	-12.5%	21.4%	38.8%	36.2%	23.6%	22.5%
归母净利润 (亿元)	0.62	1.90	2.24	2.05	2.70	4.21	5.60		
YOY	74%	206%	18%	-9%	32%	56%	33%		
扣非归母净 (亿元)	0.62	1.90	2.24	2.05	2.70	4.21			
YOY	74%	206%	18%	-9%	32%	56%			
毛利率	42.5%	35.1%	33.0%	35.8%	37.6%	35.0%	39.0%	39.5%	39.8%
分产品拆分									
全地形车									
收入 (亿元)	3.06	5.29	7.77	5.12	6.20	7.38	8.77	10.13	11.67
yoy		73%	47%	-34%	21%	19%	20%	17%	12%
占比	41%	38%	38%	29%	29%	25%	22%	20%	19%
销量 (万台)	77825	130710	164601			12.8	15	17.49	19.94
yoy							19%	15%	14%
均价						5766	5766	5794	5852
yoy							0%	1%	1%
电动高尔夫									
收入 (亿元)					0.79	8.12	14.07	19.38	26.22
yoy						934%	73%	38%	35%
占比					3.7%	27.3%	34.7%	38.7%	42.7%
销量(万台)						2	3.3	4.5	6
yoy							65%	36%	33%
均价 (元/台)						40600	42630	43056	43702
yoy							5%	1%	2%
越野摩托车									
收入 (亿元)	1.37	1.91	1.51	0.30	1.23	1.87	2.24	2.87	3.59
yoy		40%	-21%	-80%	303%	53%	20%	28%	25%
占比	18%	14%	7%	2%	6%	6%	6%	6%	6%
电动滑板车									
收入 (亿元)	1.36	3.51	6.44	6.87	7.18	6.01	6.9	8	9
yoy		158%	83%	7%	5%	-16%	15%	16%	13%
占比	18%	25%	32%	39%	33%	20%	17%	16%	15%
电动平衡车									
收入 (亿元)	0.90	1.88	2.34	2.90	2.96	1.99	2.99	3.03	3.08
yoy		109.9%	24.3%	24.0%	1.8%	-32.7%	1%	1.5%	1.70%
占比	12%	14%	12%	16%	14%	7%	7%	6%	5%
电动自行车									
收入 (亿元)			0.43	0.78	1.65	2.31	2.77	3.19	3.51
yoy				81%	111%	40%	20%	15%	10%
占比			2%	4%	8%	8%	7%	6%	6%
其他电动车									
收入 (亿元)	0	0.00	0.09	0.10	0.22	0.44	0.67	0.93	1.21
yoy				3.1%	121.2%	107%	50%	40%	30%
占比				0.6%	1.0%	1.5%	1.6%	1.9%	2.0%
其他									
收入 (亿元)	0.00	0.00	1.89	1.58	1.23	1.64	2.13	2.56	3.02
yoy				-16.3%	-22.4%	33.9%	30%	20%	18%
占比			9%	9%	6%	6%	5%	5%	5%
毛利率					34.83%	32.18%	32%	32%	32%

4.2 投资建议

公司是全球领先的户外休闲设备企业，电动高尔夫车、大排量全地形车、电动自行车等核心品类不断升级扩充产品矩阵，提升产品力；另外公司在美国本土线上线下立体化营销网络优势明显，越南/美国等海外产能加速布局提升应对全球贸易不确定性的能力。此外携手K-scale、宇树科技等国内外优质科技企业战略布局人形机器人等前沿领域，开辟新的业务增长点。我们预计公司2025-2027年营收分别为40.55/50.11/61.36亿元，增速为36.2%/23.6%/22.5%；归母净利润为6.93/8.78/10.96亿元，增速为60.6%、26.8%、24.9%，EPS分别为6.35/8.05/10.05元，对应2025/10/9日211.51元/股收盘价，PE分别为33x/26x/21x，我们选取春风动力、九号公司、隆鑫通用为可比公司，结合可比公司估值水平，首次覆盖，给予“增持”评级。

图：可比公司估值

公司简称	股票代码	收盘价	总市值	EPS			PE (倍)		
		2025/10/9	(亿)	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
春风动力	603129.SH	263.88	402.62	12.33	15.57	18.91	21.40	16.95	13.95
九号公司	689009.SH	67.13	481.51	28.12	35.97	45.11	23.80	18.61	14.84
隆鑫通用	603766.SH	12.25	251.56	0.91	1.11	1.3	13.46	11.04	9.42
均值							19.55	15.53	12.74
涛涛车业	301345.SZ	211.51	230.65	6.35	8.05	10.05	33.30	26.27	21.04

资料来源wind，华西证券研究所（注：涛涛车业、九号公司盈利预测来自华西证券研究所，其他标的盈利预测来自wind一致预测。）

4.3 风险提示

新品类推进不及预期：公司新品投放不及预期会影响公司产品动销进而影响总体业绩；

运费、关税等因素波动：公司产品主要出口至海外市场且以欧美国家为主，倘使运费高升或者美国进一步加征关税会直接影响公司成本，进而影响总体业务；

机器人合作推进不及预期：公司与k-scale/宇树科技等合作若不及预期，会影响公司机器人相关业务的变现落地，进而影响公司估值及未来增长动能的预判。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	2,977	4,055	5,011	6,136	净利润	431	693	878	1,096
YoY (%)	38.8%	36.2%	23.6%	22.5%	折旧和摊销	75	87	97	80
营业成本	1,935	2,474	3,032	3,694	营运资金变动	-289	-375	-351	-414
营业税金及附加	13	15	20	24	经营活动现金流	212	403	641	780
销售费用	313	422	516	626	资本开支	-523	-102	-103	-83
管理费用	130	176	217	266	投资	0	0	0	0
财务费用	-55	-11	-12	-17	投资活动现金流	-523	-109	-103	-83
研发费用	125	172	212	261	股权募资	10	0	0	0
资产减值损失	-9	0	0	0	债务募资	157	226	0	0
投资收益	1	0	0	0	筹资活动现金流	-264	-33	-222	-274
营业利润	515	827	1,048	1,308	现金净流量	-556	267	316	424
营业外收支	-2	-2	-3	-3	主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
利润总额	513	824	1,045	1,305	成长能力 (%)				
所得税	82	132	167	209	营业收入增长率	38.8%	36.2%	23.6%	22.5%
净利润	431	693	878	1,096	净利润增长率	53.8%	60.6%	26.8%	24.9%
归属于母公司净利润	431	693	878	1,096	盈利能力 (%)				
YoY (%)	53.8%	60.6%	26.8%	24.9%	毛利率	35.0%	39.0%	39.5%	39.8%
每股收益	3.96	6.35	8.05	10.05	净利率	14.5%	17.1%	17.5%	17.9%
资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	总资产收益率ROA	10.4%	13.9%	14.9%	15.8%
货币资金	1,530	1,797	2,113	2,536	净资产收益率ROE	13.6%	19.0%	20.3%	21.3%
预付款项	19	25	30	37	偿债能力 (%)				
存货	1,206	1,542	1,891	2,305	流动比率	2.82	2.61	2.75	2.91
其他流动资产	805	1,076	1,312	1,590	速动比率	1.79	1.64	1.72	1.82
流动资产合计	3,560	4,439	5,346	6,468	现金比率	1.21	1.06	1.09	1.14
长期股权投资	0	0	0	0	资产负债率	29.9%	33.2%	32.2%	31.2%
固定资产	569	629	679	702	经营效率 (%)				
无形资产	236	223	211	199	总资产周转率	0.72	0.81	0.85	0.89
非流动资产合计	979	1,014	1,017	1,017	每股指标 (元)				
资产合计	4,539	5,453	6,363	7,484	每股收益	3.96	6.35	8.05	10.05
短期借款	415	615	615	615	每股净资产	28.98	33.42	39.57	47.25
应付账款及票据	680	871	1,069	1,304	每股经营现金流	1.94	3.70	5.88	7.15
其他流动负债	169	217	258	307	每股股利	2.00	1.50	1.90	2.37
流动负债合计	1,264	1,703	1,942	2,226	估值分析				
长期借款	0	0	0	0	PE	53.41	33.30	26.27	21.04
其他长期负债	93	106	106	106	PB	2.28	6.33	5.35	4.48
非流动负债合计	93	106	106	106					
负债合计	1,358	1,809	2,048	2,332					
股本	110	109	109	109					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	3,181	3,644	4,315	5,152					
负债和股东权益合计	4,539	5,453	6,363	7,484					

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。