

## 两大稀缺价值：墙内开花墙外香

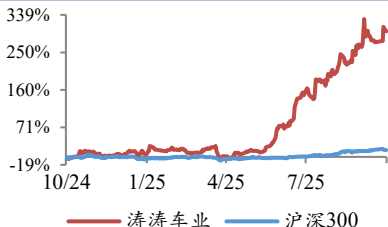
——涛涛车业深度推荐

投资评级：买入  
首次覆盖

报告日期：2025-10-12

收盘价(元) 230.18  
近12个月最高/最低(元) 257.99/50.82  
总股本(百万股) 109  
流通股本(百万股) 29  
流通股比例(%) 26.65  
总市值(亿元) 251  
流通市值(亿元) 67

### 公司价格与沪深300走势比较



分析师：邓欣

执业证书号：S0010524010001

邮箱：dengxin@hazq.com

分析师：张志邦

执业证书号：S0010523120004

邮箱：zhangzhibang@hazq.com

分析师：成浅之

执业证书号：S0010524100003

邮箱：chengqianzhi@hazq.com

### 相关报告

科沃斯投资探讨 250924

绿联科技投资探讨 250818

影石创新投资探讨 250611

扫地机前瞻探讨 250319

割草机前瞻探讨 250313

两轮车前瞻探讨 250206

### 主要观点：

本文研究对象为休闲车北美出海头部标的——涛涛车业。25年公司底部上涨4倍创历史新高，未来空间备受关注。我们总结公司未来的稀缺性价值在于两点：①供应链全球化的稀缺性带来了高尔夫车份额全面提升的窗口期；②美国本土化能力的稀缺性带来了机器人产业的广泛合作；两大本质逻辑打造公司戴维斯双击机遇。

● **如何看待公司核心优势？** 24年起外部因素抬升海外竞争门槛（美国针对高尔夫车关税&双反），公司凭借中-越-泰-美贯穿四地的独家布局快速承接份额红利，核心业务高尔夫车已迎一年以上“量价齐升”——背后是公司在美本土化多年构筑的前瞻性战略优势。未来应重视两大价值：

● **理解供应链稀缺性价值？（对应成长潜力空间）**

① **高尔夫车迎供需弹性+重要份额窗口**：我们强调，短看公司超车国产头部公司（场外）、长看超车美国头部公司（场内），美国市场支撑远期100万台销量，20%份额即可对应100亿收入（主业具10倍成长空间）；

② **全地形车受益排量升级迎盈利提升**：关税环境下高尔夫车以外的四轮/两轮行业同理面临竞争门槛抬升，公司产品升级+供应强化双重驱动；

③ **Ebike承接订单转移复刻球车逻辑**：另有Ebike正受益北美下游大KA道订单转移；综合看供应链稀缺性壁垒为公司创造多个重要份额窗口。

● **理解本土化稀缺性价值？（对应外延合作空间）**

卓越的美国本土化能力（产能&渠道）更带来公司机器人产业的广泛合作，当前已与中国宇树科技&开普勒、美国K-Scale Labs成功开启战略合作（产能端首台人形样机落地，渠道端为宇树美国代销准备），未来机器人与无人车业务将进一步拉高公司成长价值天花板。

● **全文结论**：25H1公司盈利惊人爆发，但超预期机会仍在持续酝酿。我们预计公司25/26/27年收入40/53/67亿，同比+34%/33%/27%；归母净利8/11/14亿，同比+86%/37%/27%，PE 31/23/18X，给予买入评级。

● **风险提示**：产能落地节奏未定、竞争加剧、需求风险、全球政策波动

### 重要财务指标

单位：百万元

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	2977	3981	5278	6718
收入同比(%)	38.8%	33.7%	32.6%	27.3%
归属母公司净利润	431	803	1099	1400
净利润同比(%)	53.8%	86.2%	36.9%	27.4%
毛利率(%)	35.0%	40.1%	41.1%	41.3%
ROE(%)	13.6%	19.6%	21.9%	22.5%
每股收益(元)	3.96	7.36	10.08	12.84
P/E	16.69	31.26	22.84	17.93
P/B	2.28	6.12	5.01	4.04
EV/EBITDA	11.65	23.58	17.08	12.98

资料来源：wind，华安证券研究所测算，数据截至2025年10月10日。

## 正文目录

1、如何看待公司核心优势？ .....	4
2、供应链稀缺性价值（主业成长） .....	8
成长接力①：高尔夫车迎爆发弹性与份额窗口 .....	8
成长接力②：全地形车迎排量升级与盈利提升 .....	11
成长接力③：EBIKE 承接订单转移复制球车逻辑 .....	12
3、本土化稀缺性价值（外延合作） .....	15
4、盈利预测与全文结论 .....	17
风险提示 .....	19
财务报表与盈利预测 .....	20

## 图表目录

图表 1 公司品牌和产品矩阵	4
图表 2 公司收入拆分	4
图表 3 毛利率同业比较	5
图表 4 净利率同业比较	5
图表 5 公司季度收入和归母情况	6
图表 6 高尔夫球车量价利预计	6
图表 7 高尔夫球车/全地形车/EBIKE 关税及格局对比	6
图表 8 涛涛车业：享有品牌+渠道+制造优势	7
图表 9 高尔夫球车头部品牌销量份额、品牌渠道总结	8
图表 10 中国向美国高尔夫球车出口量及增速	9
图表 11 美国高尔夫球车分国别进口量	9
图表 12 主要品牌产品力比较（以正四座高尔夫球车为例）	10
图表 13 涛涛高尔夫球车产品线	10
图表 14 全地形市场规模（万台）	11
图表 15 23 年全地形品牌份额	11
图表 16 中国向美国全地形车出口量（台）	12
图表 17 美国全地形车（<1000cc）分国别进口量（万台）	12
图表 18 涛涛和春风全地形车量价对比	12
图表 19 公司全地形产品上拓	12
图表 20 EBIKE 市场规模（亿美元）	13
图表 21 美亚 EBIKE TOP5 品牌份额	13
图表 22 美国从中国 EBIKE 进口量（万台）	13
图表 23 美国 EBIKE 分国别进口量（万台）	13
图表 24 沃尔玛 EBIKE SKU 分布	14
图表 25 公司 EBIKE 产品矩阵	14
图表 26 全球人型机器人产业规模	15
图表 27 中国人型机器人产业规模	15
图表 28 涛涛机器人合作企业	16
图表 29 盈利预测	17
图表 30 可比公司估值情况	18

本文研究对象为休闲车北美出海头部标的——涛涛车业。

我们提炼公司未来的稀缺性价值基于两点：①供应链全球化的稀缺性创造了公司份额全面提升的窗口期，带来高尔夫车、全地形车、Ebike 品类的成长接力；②美国本土化产能&渠道&运营的稀缺性带来公司机器人产业的广泛合作。

两大本质逻辑共同带来公司戴维斯双击机遇。

## 1、如何看待公司核心优势？

公司深耕北美多年，已形成在品牌+产品+渠道+供应链的全面优势。24 年以来美国关税双反等外部因素抬升出海竞争门槛，高尔夫车出口格局重塑，公司以越南产能+北美组装工厂前瞻布局快速承接，带动 24-25H1 主业的量价利齐升。

涛涛车业：深耕北美，聚焦电动低速车和特种车领域。2015 年成立于浙江丽水，涵盖高尔夫球车、全地形车、滑板车、平衡车、Ebike、越野摩托车等产品矩阵，自主品牌占比超 60%，三大品牌含主打专业高端的 DENAGO、主打高性价比的 GOTRAX、主打家庭入门的 TAO MOTOR。北美本土化运作累积 18 年，以 5 个仓储中心实现研发、生产、销售及售后服务的高效闭环循环，向全球电动低速车领先的目标迈进。

图表 1 公司品牌和产品矩阵

品牌名称	品牌主张	目标客户	主要业务	主要场景	销售渠道
DENAGO	高端、专业、活力	中高端消费群、专业用户	高尔夫球车、全地形车、越野摩托车、Ebike	高尔夫球场、景区、专业户外	高端经销商和自有网站
GOTRAX	新潮、环保、高性能	年轻消费者，大众群体	Ebike、电动滑板车、电动越野车	城市通勤、日常出行	商超，第三方电商平台及自有网站
TAO MOTOR	实用、乐趣、动感	儿童、青少年、入门级成人用户	全地形车、越野摩托车	家庭户外活动	大型连锁商超，批发商及零售商

资料来源：公司公告，公司官网，华安证券研究所

**收入拆分：高尔夫车、Ebike、越野摩托引领增长。**公司核心品类从早期特种车向电动低速车持续拓展，21-24 年智能电动低速车/特种车 3 年 CAGR 分别+27%/+1%。从复合增速看，高尔夫车（24 占比 27%）、Ebike（24 占比 8%）、越野摩托车（24 占比 6%）正处快速放量阶段；分地区看，北美市场（占比 77%）为公司发展基石；分渠道看，线下占比高达 90%；公司核心市场和核心渠道增长持续拉动整体。

**盈利拆分：盈利水平优于同业且近年呈加速提升。**公司整体毛利率 35%领先同业：对比春风动力毛利率 30%，公司海外敞口更高；对比绿通科技毛利率 26%，公司主打自主品牌；对比海外头部北极星毛利率 24%，公司更具高效供应链能力；公司期间费用率近年走低，24 年销售费率大幅改善、25Q1/Q2 净利率+3.7/8.8pct 加速改善；未来基于多个品类份额提升+产品结构优化+生产费效提升，盈利仍有上行空间。

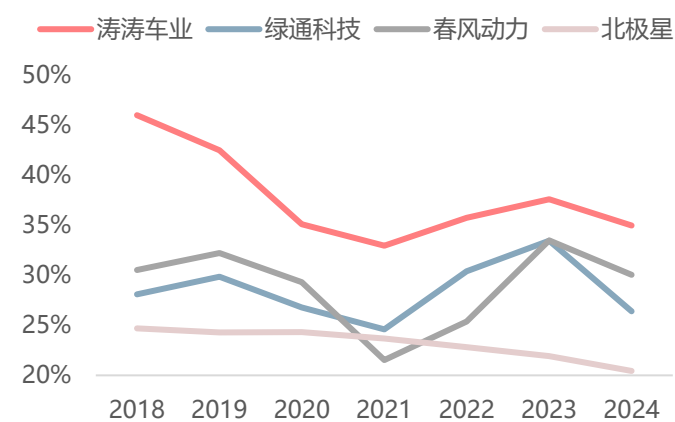
图表 2 公司收入拆分

亿元	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	18-21CAGR	21-24CAGR
----	------	------	------	------	------	------	------	-----------	-----------

整体收入	6.2	7.5	13.9	20.2	17.7	21.4	29.8	49%	14%
分产品									
1.电动低速车	2.0	2.4	5.6	9.3	10.6	12.8	18.9	68%	27%
电动高尔夫车						0.8	8.1	-	超9倍
电动滑板车	0.5	1.4	3.5	6.4	6.9	7.2	6.0	128%	-2%
电动平衡车	1.3	0.9	1.9	2.3	2.9	3.0	2.0	22%	-5%
电动自行车				0.4	0.8	1.7	2.3	-	75%
2.特种车	3.8	4.4	7.2	9.0	5.4	7.4	9.3	33%	1%
全地形车	2.7	3.1	5.3	7.8	5.1	6.2	7.4	43%	-2%
越野摩托车	1.2	1.4	1.9	1.2	0.3	1.2	1.9	1%	16%
分地区									
美国	4.7	5.1	9.5	12.6	10.8	15.3	22.9	39%	22%
欧洲	0.8	1.3	2.5	4.1	3.7	2.7	2.3	75%	-18%
加拿大	0.2	0.3	0.9	2.1	1.4	1.1	1.0	106%	-23%
其他	0.5	0.8	0.9	1.3	1.8	2.4	3.6	40%	40%
分渠道									
线下	4.3	6.0	11.5	16.4	13.4	18.1	26.9	56%	18%
线上	1.7	1.4	2.1	3.5	4.3	3.3	2.9	27%	-7%

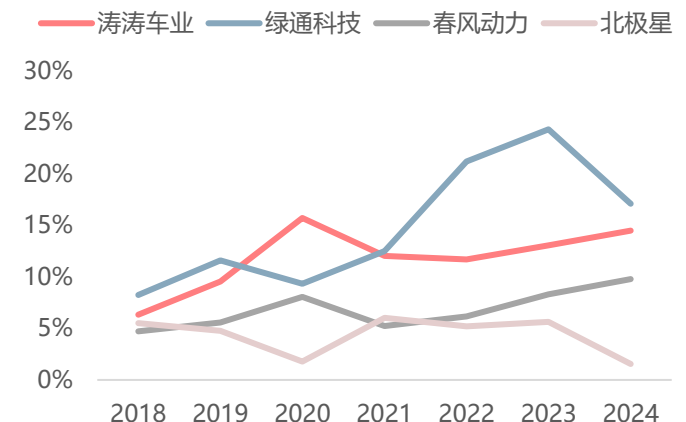
资料来源：公司公告，公司官网，华安证券研究所

图表 3 毛利率同业比较



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 4 净利率同业比较

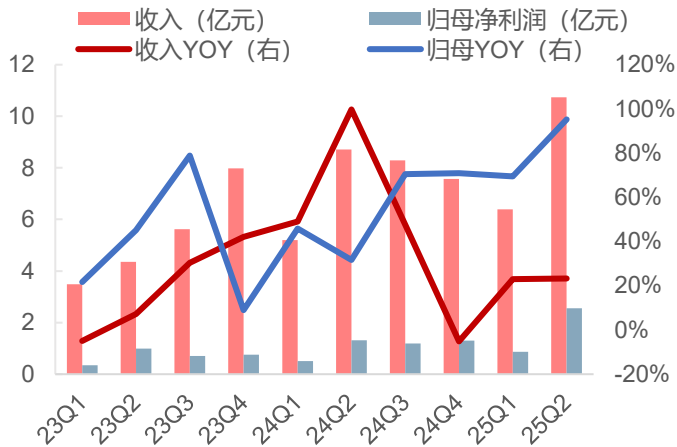


资料来源：公司公告，华安证券研究所测算

**25H1 公司受益高尔夫球车竞争转单，业绩高增开启兑现。**公司 25H1 收入 17.13 亿元（同比+23.2%），归母净利 3.42 亿元（同比+88.0%），其中智能电动低速车 11.52 亿元（同比+30.65%，核心受益高尔夫球车高增，预计同比翻倍）；特种车 4.89 亿元（同比+8.22%，其中全地形车和越野摩托均有稳健增长）。

我们拆分预计高尔夫球车量价利齐升贡献核心增量：25H1 伴随越南产能爬坡快速放量，锂电化+五六座车型占比提升+双反提价带动 ASP 提升，同时高尔夫球车毛利率更高带动产品结构改善、盈利能力提升。展望未来，我们预计高尔夫球车供需共振，公司份额有望持续向上量增持续，ASP 补全产品线稳中有升，同时美国 25H2 有望实现本土化生产，毛利率或略有下滑但仍高于整体，单车毛利预计维持较高水平。

图表 5 公司季度收入和归母情况



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 6 高尔夫球车量价利预计

	2024	2025E	2026E	2027E
收入（亿元）	8.1	19.2	30.7	42.7
YOY	928%	136%	60%	39%
销量（万台）	2.1	4.2	6.6	9.0
YOY		100%	57%	36%
ASP（万元）	3.87	4.56	4.65	4.75
YOY		18%	2%	2%
毛利率（E）	37%	48%	47%	46%
单台毛利（万元）	1.41	2.19	2.19	2.18

资料来源：公司公告，华安证券研究所测算

#### 如何理解公司核心优势？

我们提炼，公司上述 24-25H1 高尔夫车“量价利”齐升式爆发，本质来自于外部变化下品牌出海竞争门槛的大幅提升带来格局窗口，24 年关税/双反加征之前“供应链全球化”+“核心部件自制”的前瞻性战略价值最大化显现。

根本投资逻辑来自两点：

##### ① 供应链全球化的稀缺性：

公司围绕北美制造开展供应链全球化，已具贯穿四地的稀缺性：中国基地定位主要输出核心零部件、越南基地已基本覆盖对美不同车型、泰国工厂增强对美供应未来空间保障（26 年 2 月建成）、美国本土布局德州+佛州+加州三大工厂（整车生产及部分核心部件），未来还将逐步提升北美本土化产能比例。

参考关税环境下高尔夫/全地形/EBIKE 品类供需对比，公司供应链全球化创造了当今份额全面提升的窗口期，迎来高尔夫车、全地形车、Ebike 多个品类成长接力；

##### ② 美国本土化能力的稀缺性：

公司围绕北美市场搭建自有品牌销售壁垒，除产能成本布局外，品牌渠道已有 18 年本土化累积，三大品牌 DENAGO、GOTRAX、TAOMOTOR（Q3 新增 TEKO）全方位覆盖和渗透不同消费圈层；渠道端拥有高尔夫/全地形/Ebike/摩托车线下经销商各 230/300/100 家，以及批发零售商 600 家+大型 KA（如沃尔玛/TARGET/ACADEMY/Bestbuy/TSC）的强大网络，且正进一步加固领先优势。

公司 18 年本土化运营能力累积，不仅在抢份额窗口期带来核心品类对头部“国际品牌”、“出海品牌”的反超机会，更开启了公司与机器人产业链的广泛合作空间。

图表 7 高尔夫球车/全地形车/Ebike 关税及格局对比

品类	国家	24 年关税 (基础+301)	25 年关税 (基础+301+双反+对等)	格局
高尔夫车	中国	10%	190.8%~539.2%	



	越南	2.5%	22.5%	产能集中在北美和中国，CR5(雅马哈/Club Car/EzGO/绿通/Garia)占68%；国牌占30%(集中场外)
	泰国	2.5%	21.5%	
全地形车	中国	27.5%	57.5%	产能集中在北美和日本，CR3(北极星/本田/庞巴迪)占80%，国牌占8%(春风动力占6%)
	越南	2.5%	22.5%	
	泰国	2.5%	21.5%	
Ebike	中国	25%	55.0%	产能集中在欧洲和中国，格局分散无头部品牌
	越南	0%	20.0%	
	泰国	0%	19.0%	

资料来源：海关总署，华安证券研究所

注：高尔夫球车(HS8703.10.5030)；全地形车（HS8703.21.01）Ebike（HS8711.60.0090/8711.60.0050）

图表 8 涛涛车业：享有品牌+渠道+制造优势



资料来源：公司官网，华安证券研究所

## 2、供应链稀缺性价值（主业成长）

公司高尔夫车爆发弹性已有印证，但后续看主业接力空间依然可观。关税环境下高尔夫-全地形-EBIKE 供需逻辑皆有变化，公司迎来全面份额窗口，高尔夫-全地形-Ebike 多个品类成长接力：①高尔夫最新发布第二品牌、并以产品升级+渠道拓展+场内试水加固壁垒，长期剑指 100 亿空间；②全地形迎来 ATV 排量升级，有望带动量价齐升；③另有 Ebike 受益下游订单趋势，正值复刻球车逻辑。

### 成长接力①：高尔夫车迎爆发弹性与份额窗口

**行业格局：**三大国际品牌领跑，国产出海积极追赶。24 年全球高尔夫球车市场规模达 24.27 亿美元，属增量市场（25-31 年 CAGR+8.6%），主打北美（7 成），其中球场内应用场景占比 6 成、场外 4 成。当前市场 CR3 皆为国际头部企业 Club Car/EzGO/雅马哈合计份额约 50%（凭借品牌渠道优势在场内市场壁垒高筑）；国产品牌紧追其后，头部品牌戴尔乐（HDK）/绿通（绑定 ICON）/涛涛车业凭借高性价比和响应效率优势在场外市场快速分羹，围绕园区社区等拓展场景；其余品牌梯队（如康迪等）普遍规模较低。

图表 9 高尔夫球车头部品牌销量份额、品牌渠道总结

	Clubcar	EZ-GO	雅马哈	戴尔乐 HDK (国产)	涛涛	绿通(国产)	康迪(国产)
品牌	创立于 1958 年，英格索兰旗下品牌，是全球领先的高尔夫球车制造商之一	成立于 1954 年，Textron 旗下品牌，是美国最早致力于高尔夫球车研发及生产的企业	成立于 1955 年，1975 年开始生产高尔夫球车，是集生产与销售为一体的日本企业	2007 年母公司 HDK 成立于加州，生产基地成立于厦门，销往 30+ 国家	成立于 2015 年，高尔夫球车有中高端品牌 DENAGO 并推出第二品牌 TEKO	成立于 2004 年，主要以 ODM 形式出口，深度绑定美国品牌 ICON	成立于 2002 年，07 年纳斯达克上市，22 年从纯电公路车转向 UTV 和高尔夫球车
渠道	600+专业经销	700+专业经销	400 专业经销	300 专业经销	230 专业经销	Icon 约 100 专业经销	约 10 个专业经销

资料来源：公司官网，Golf Cart Resource，华安证券研究所

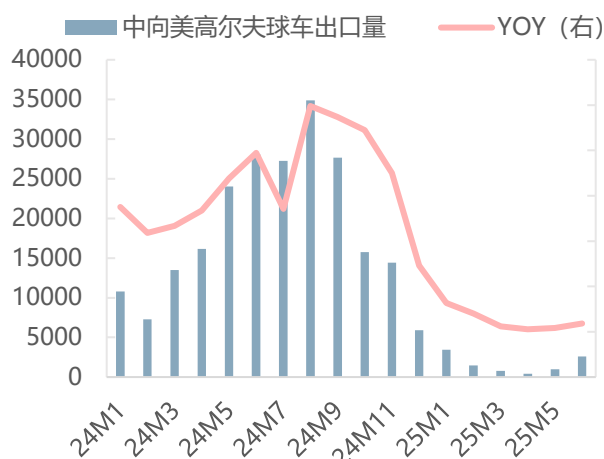
**供需重塑：竞争对手快速出清，公司直接大幅受益。**始于 24 年 7 月，美国个人交通工具制造商联盟（ClubCar、EzGO 等）申请，美国商务部对中国进口低速载人车辆（含高尔夫球车、场地电动车等）发起双反调查，24 年 11 月和 25 年 1 月分别做出反补贴反倾销初裁、25 年 7 月肯定性终裁，受此影响，国产梯队戴尔乐、绿通科技双反税率 357/151%，其余企业 519%，皆被大幅冲击；当前高尔夫球车双反&关税税率高达 191%，成本压力高企带来行业快速出清。

**双反+关税之下，公司（涛涛）早于 23 年布局越南+美国基地，直接受益本轮出清。**

中国海关出口数据显示：24 年中国对美高尔夫车出口约 23 万台，25H1 出口不到 1 万台（-90%）呈现断崖反馈；另从美国进口数据印证：25H1 美国高尔夫球车进口量 -87%显著降低，中国占比从 24 年 99%降至 63%，越南跃升第二大来源（25H1 占比 32%）。

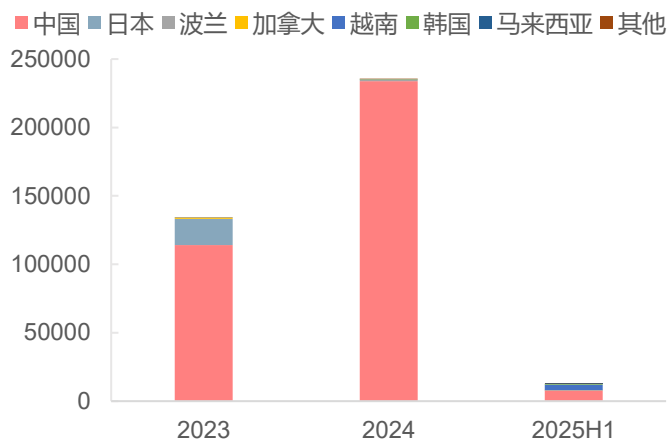


图表 10 中国向美国高尔夫球车出口量（台）及增速



资料来源：海关总署，华安证券研究所

图表 11 美国高尔夫球车分国别进口量（台）



资料来源：USITC，华安证券研究所

### 基于涛涛未来我们核心关注：领先逻辑可否持续？

——短期维度，外因抬升竞争门槛，带来公司反超同等体量国产出海品牌（戴乐尔等）的重要窗口。

① **产能优势仍在扩大。**公司 25 年越南基地快速爬坡/预计年化产能 6 万台；26 年越南+泰国+美国海外产能互为补充，总海外产能规划 10 万台，更有中国产能形成后盾；长期看海外产能仍有增量空间。

**反观对手产能动态：**同等体量对手戴乐尔分别于 24 年 5 月/25 年 1 月进行越南投资，但预计落地仍需时日，且当前未在美国配套设厂；而绿通科技最新尚未布局海外产能，导致美国占比从 22 年 7 成降低至 24 年 3 成；康迪科技则于 25 年 5 月投产美国德州组装工厂；其余大量品牌因缺乏出海能力快速退出。

② **渠道壁垒更在加固。**公司紧握前瞻优势带来的格局窗口正进一步加固渠道壁垒，共铸最终品牌支撑。当前专业经销商总量已破 230 家，并成功新签多家国际头部品牌优质经销商；更有借力 PGASHOW、DALLAS OPEN、MotoGP 等全球顶级展会、赛事高频曝光，整合提升品牌认知及定价能力。

长期考虑即便竞争对手产能落地，若届时缺乏同等销售网络质量支撑，海外投产追赶作用依旧有限。

### 远期空间成长展望？（从场外、到场内）

**空间展望：**我们预计美国高尔夫车市场远期销量有望 100 万台，若公司份额达 20%，ASP5 万元，对应收入可达 100 亿，相较当前具备 10 倍空间（24 年收入 8 亿）。

——远期空间在于公司对标第一梯队国际品牌（ClubCar/EZGO）实现份额反超。

**对标分析第一梯队：**公司已具性价比+智能化+运营服务三重比较优势。以四座球车为例，涛涛 DENAGO 相较本土品牌 ClubCar 等价格节约 30%，关税提价后依旧更具性价比，同时注重智能化软件体验，配置摄像头仪表盘、苹果/安卓车载系统等差

异化优势，同时充分利用前沿信息技术构建智能服务中心，实现客诉智能化诊断与分钟级高效响应，售前售后服务高效。

**当前进展：公司秉承全球化供应链优势基础，正以品牌-产品-渠道-场景全面追赶。**

- ① **品牌矩阵：**除此前主品牌 **DENAGO** 升级外，第二品牌 **TEKO** 9月开售，产品线补全 6995 美元价格带。TEKO 配备了 3.5h 快速充电器，充电时间显著优于同业；配备高级座椅及内饰套件，所有座椅均标配安全带和模压靠背支撑，同时配备高级灯光系统和音响系统，设计更注重舒适性和安全性，已经**签约 50+经销商，货源从越南补充**；
- ② **产品扩张：**向上延伸**露营/六座产品**，两年内从“2+2”基础款拓展至正四座、正六座产品线，同时 25 年加推 DENAGO CITY 全景露营车定价 15500 美元，续航高达 80 公里专为城市旅行设计；
- ③ **渠道拓展：**覆盖广度与质量同步提升，TEKO 与 50+ 高端经销商合作，布局 12+ 专属旗舰店，引入美国最大经销商；
- ④ **场内拓展：**从场外到场内更大市场，国牌此前竞争集中于场外，公司率先开发场内球车并已启动试销，26 年有望实现场内突破。

图表 12 主要品牌产品力比较（以正四座高尔夫球车为例）

品牌	涛涛 DENAGO	戴尔乐 HDK	YAMAHA	EZGO	康迪 kandi	Club Car
型号	Rover XL	D5-MAVERICK 4 PLUS	Drive2 Concierge 4	Liberty	Kruiser 4P Ranch	Onward 4 Forward
价格	9995 美元	9995 美元	12455 美元	12699 美元	13499 美元	13800 美元
电机	5kW-6.3kW	6.3kW		8.7kW	5kW	9.7kW-10.4kW
电池	锂电池	锂电	铅酸/锂电池	锂电	锂电	铅酸/锂电
续航	40 英里			50 英里	37 英里	
最高速度	25 英里/小时	19 英里/小时	19 英里/小时	19 英里/小时	20 英里/小时	19 英里/小时
制动系统	四轮液压制动器			后机械自调节鼓式	前液压盘式 后液压鼓式	
悬架系统	独立前悬架	前双叉臂独立悬架，后板簧悬架	独立前后悬架	带液压减震器的板簧悬架	独立前悬架，摆臂直轴后悬架	
转向系统	倾斜转向系统			自补偿减速齿轮齿条	电动助力转向	
其它亮点	后置摄像头、仪表板、无钥匙点火、支持 Apple CarPlay /Android Auto、可选 110V 逆变器	触摸屏、支持 Apple Carplay /Android Auto	仪表板、高级后视镜，可选蓝牙音响			梯形铝箱梁框架、高级舒适座椅

资料来源：各公司官网，华安证券研究所

图表 13 涛涛高尔夫球车产品线

	DENAGO Nomad	DENAGO Rover	DENAGO EV CITY	TEKO Turbo/Trophy/Triumph
价格	7995/8495 美元	9995/11995/11995 美元	15500 美元	暂未公布

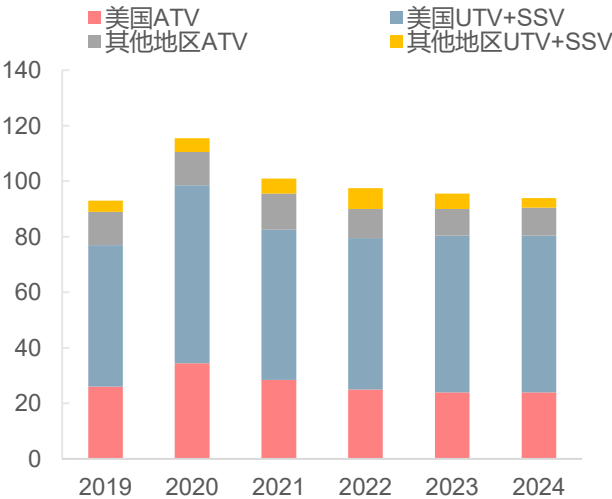
载容量	2+2	正四座/正六座/4+2	六座	2+2/正四座/4+2/正六座
电机	5kW/6.3kW 交流电机	5kW/6.3kW 交流电机	6.3kW/12kW 交流电机	5kW 交流电机
电池	LiFePO4 锂电池	LiFePO4 锂电池	51.2V 205Ah 锂离子电池	51.2V 锂电池
续航	40 英里	40/32/32 英里	80 英里	40 英里
充电时间	5 小时	5 小时		3.5 小时
最大速度	25 英里/小时	25 英里/小时	25 英里/小时	25 英里/小时
制动系统	四轮液压制动器	四轮液压制动器	四轮制动器和电磁制动器	四轮制动器或电磁制动器
其它亮点	倾斜转向、后置摄像头			
	110V 逆变器（可选付费功能）			
	Apple CarPlay/Android Auto			
	具有远光灯/近光灯功能的前灯、尾灯、刹车灯、转向灯、危险警示灯和前灯条	粉末涂层碳钢底盘、带 RFID 卡的无钥匙点火、LED 终极照明套件、独立前悬架	碳钢复合材料底盘、NFC 钥匙卡、DOT 挡风玻璃、透明车顶、13 英寸显示屏	环境光、集成式转向灯、豪华座位、10.1 英寸显示屏、环绕音响系统、一键启动

资料来源：各公司官网，华安证券研究所

### 成长接力②：全地形车迎排量升级与盈利提升

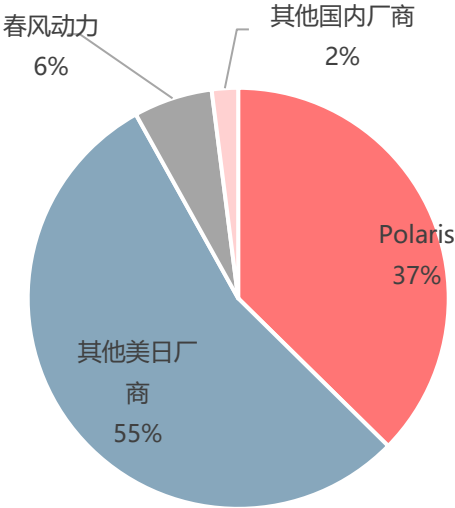
全地形车美国为最大市场，美日品牌占据主导。根据北极星 Polaris 公告，24 年全球全地形车市场销量约 94 万台，同比基本持平，其中北美销量占 86%为主要市场。格局端看，北极星 Polaris 占 37%份额领跑、其他本田/雅马哈/庞巴迪等美日传统头部厂商占比 54%，但中国品牌竞争力逐步增强，春风动力等国产厂商占据 8%。

图表 14 全地形市场规模（万台）



资料来源：Polaris 公告，华安证券研究所

图表 15 23 年全地形品牌份额



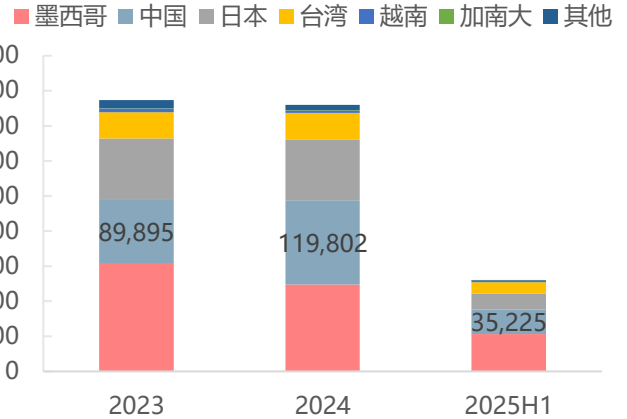
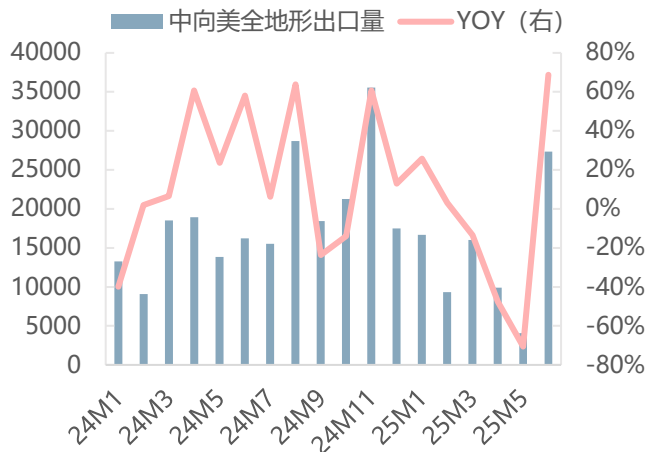
资料来源：头豹产业研究院，华安证券研究所

类似高尔夫车，当前关税环境加速推升品牌集中。高尔夫车因关税/双反双重外因，成本压力最大、出清节奏最快；亦有全地形车关税税率从 25%提至 55%，中国两大

全地形车出海头部企业春风动力、涛涛车业皆已布局东南亚及北美产能（春风为墨西哥工产）；参考海关出口数据，25H1 全地形中国对美出口约 8.3 万台（同比-7%），同时中国在美国进口来源地比例从 24 年的 32%也已降至 25H1 的 27%。

图表 16 中国向美国全地形车出口量（台）

图表 17 美国全地形车（<1000cc）分国别进口量（万台）



资料来源：海关总署，华安证券研究所

资料来源：USTIC，华安证券研究所

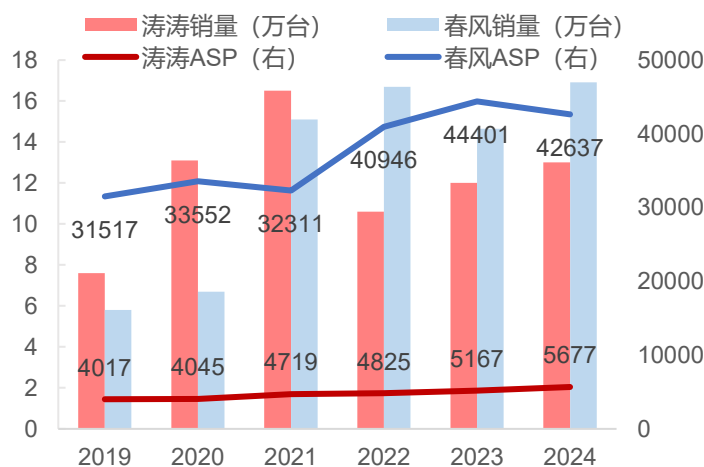
**成长空间：**竞争门槛抬升之时，公司全地形车有望受益排量升级实现盈利提升。假定公司小排量车量价均维持稳健；考虑大排量车增量拉动，未来占比达 1/3，出货 ASP 2 万元；全地形车业务空间可有 15 亿以上翻倍空间（24 年 7 亿）。

不同于春风动力，公司此前更多专注中小排量与非美市场，为总出口量全国第二/小排量出口全国第一，核心差异不在销量而在结构。公司聚焦 300cc 以下而春风聚焦大排量 ATV/UTV，ASP 分别介于 5 千+和 4 万+元；当前新增 350ccATV 已批量生产，500ccATV 进入小批试产，未来推进 UTV 研发。

公司受益排量升级，有望承接复用北美运营优势，走向更大的核心市场。

图表 18 涛涛和春风全地形车量价对比

图表 19 公司全地形产品上拓



型号	时间	排量	价格
TRAILHAWK 10	2020	120cc	\$1,345
G200	2021	169cc	\$2,295
MUDHAWK 6	2022	107cc	\$1,199
Rhino 250 ATV	2022	200cc	\$2499
TITAN 300	2023	270cc	\$2,300
DENAGO FREELANDER 300FI	2024	300cc	\$4,499
Taotao 350cc	2025	350cc	待发布

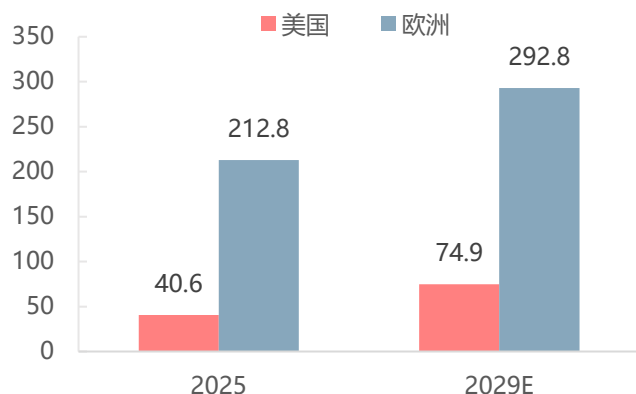
资料来源：公司公告，华安证券研究所

资料来源：公司官网，华安证券研究所

### 成长接力③：Ebike 承接订单转移复制球车逻辑

**Ebike 美国空间广阔，格局零散酝酿机会。**Ebike 产品主力欧美，当前欧洲规模 213 亿美元、美国 Ebike 规模仅 41 亿（25-29 年 CAGR+16.5%）处成长红利阶段。供给端看，产地来源集中欧洲/中国，欧洲因曾双反更偏本土组装自给自足，美国增量则主要由中国品牌承接。格局端看，国牌在亚马逊渠道以性价比突围但市占率波动较大。普遍切入定位较低、产品同质、格局分散，美国亚马逊 Ebike 主力均价介于 400-500 美元，CR5 约 47%皆为中国品牌跨境出海。

图表 20 Ebike 市场规模（亿美元）



资料来源：雨果跨境，华安证券研究所

图表 21 美国亚马逊 Ebike TOP5 品牌份额

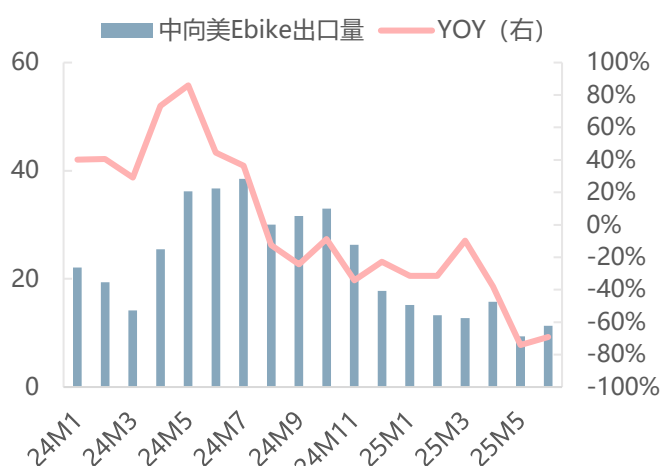
	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25M7
Qlife	0%	4%	9%	11%	13%	15%	12%
Funhang	0%	0%	15%	10%	19%	14%	11%
Ridstar	9%	8%	12%	13%	12%	12%	10%
Jasion	35%	27%	13%	13%	14%	11%	9%
isinwheel	0%	0%	6%	7%	5%	4%	5%
GOTRAX	12%	7%	4%	6%	2%	1%	1%

资料来源：卖家精灵，华安证券研究所

定性来看，关税加码监管趋严之下 Ebike 最有可能尾部出清。Ebike 关税税率从 25% 提至 55%；叠加 UL 认证趋严，对成本控制和价格转嫁要求抬升；相对全地形车，EBIKE 供给格局极其分散，可能直接导致无全球化能力的中小品牌出清可观。

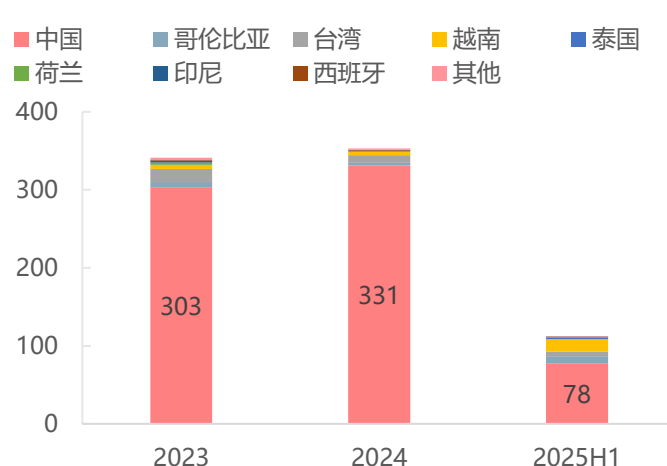
定量来看，Ebike 中国出口下滑幅度和产能转移已极为显著。参考海关出口数据，25H1 中国对美出口量 78 万台同比下滑已达 50%；同时参考美国 Ebike 进口来源中国比例已从 24 年的 94% 降至 25H1 的 69%，而越南/哥伦比亚/泰国则分别从 24 年 1%/1%/0% 快速增至 14%/8%/2%。

图表 22 美国从中国 Ebike 进口量（万台）



资料来源：USTIC，华安证券研究所

图表 23 美国 Ebike 分国别进口量（万台）



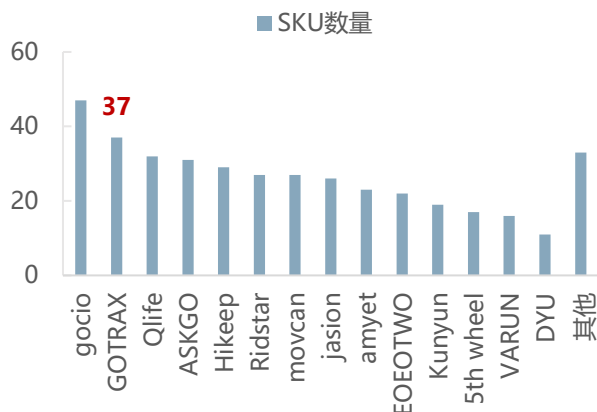
资料来源：USTIC，华安证券研究所

**成长空间：复刻球车当前逻辑，公司短期受益下游 KA 客户订单转移拉动增速；远**

期亦有北美市场份额机遇。远期假定公司 Ebike 销量对标国产代表品牌 DYU15 万台水平/ASP 500 美元，对应收入即可达到翻倍空间（24 年收入约 2 亿+）。

公司 Ebike 海外产能快速落地，承接商超渠道竞争转单。公司 Ebike 以“DENAGO”品牌专业高端系列和“GOTRAX”品牌新潮活力系列并行发展，海外工厂 Ebike 产能快速落地。关税压力下海外产能布局的企业获得结构性优势，公司北美渠道优势显著，KA 客户供应链稳定性需求凸显。参考沃尔玛美国官网，当前公司在沃尔玛渠道 SKU 数排名第二，Ebike 替代优势正值放大。

图表 24 沃尔玛 Ebike SKU 分布



资料来源：沃尔玛官网，华安证券研究所

图表 25 公司 Ebike 产品矩阵

品牌	系列	SKU 数	价格区间（美元）
DENAGO	城市	5	1299-1799
	巡航	2	1199
	胖胎	2	1399-1999
	折叠	1	1799
	山地	3	2399-3399
GOTRAX	越野	2	549-3479
	胖胎	5	500-1300
	城市	8	448-1899
	折叠	6	399-1300

资料来源：公司官网，华安证券研究所



### 3、本土化稀缺性价值（外延合作）

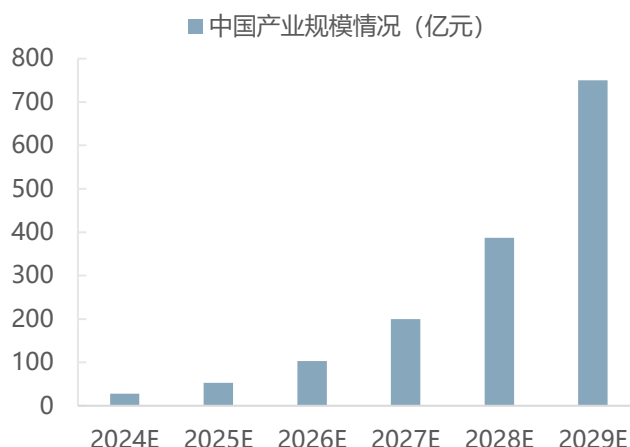
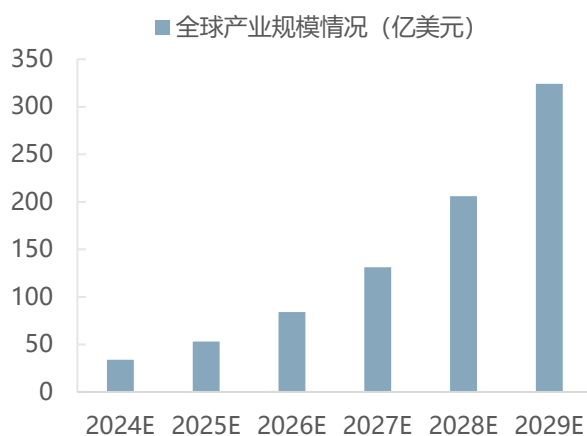
公司机器人“三步走”路径：从“中美共创构建全球化技术孵化体系、依托北美优势实现本土化量产与市场渗透、技术反哺加持主业智能化升级”三个维度发力。美国为公司机器人业务主场，后续持续合作催化值得期待，机器人无人车逐步落地。

公司长达 18 年美国本土化产能渠道网络+运营能力累积，不仅带来了在抢份额窗口期核心品类对头部外资品牌、其它出海品牌的反超机会，更开启了公司与机器人产业链的广泛合作空间。

25 年公司以战略合作方式入主机器人领域，推动全线产品智能化升级。随着人工智能技术的逐步成熟和机器人产业的快速发展，全球人形机器人行业发展进入黄金时期，市场规模呈现持续增长态势。2024 年国内/全球人形机器人产业规模约为 28 亿元/34 亿美元，24-29 年 CAGR 各+94%/+57%。公司依托主业积累深厚的精益制造能力和深耕北美的商业化能力，入局具身机器人为公司的智能化转型升级打好基础。

图表 26 全球人型机器人产业规模

图表 27 中国人型机器人产业规模



资料来源：前瞻产业研究院，华安证券研究所

资料来源：前瞻产业研究院，华安证券研究所

公司已与北美 K-ScaleLabs、中国宇树、开普勒先后达成强强合作。当前公司主要与国内外技术领先的机器人公司达成战略投资与合作，通过 ODM 模式承接其制造端生产，25 年 6 月涛涛车业制造的首台人形机器人样机（K-Scale 人形机器人 K-Bot）已成功下线，开启产业化进程。同时公司也充分发挥深耕美国的独特优势，与宇树等公司在北美渠道开拓、C 端场景共研、商业化落地提效等方面深入合作。

公司切入机器人领域的主要意义在于：一方面，公司长期看好人形机器人赛道，通过与中美领先的机器人公司合作，生产制造端构建美国本土机器人制造能力，产品渠道端打通北美机器人商业化通路；另一方面，机器人有望加速公司智能化升级反哺主业，将机器人的软硬件技术融入现有高尔夫球车等产品线，探索无人车市场的潜在机遇。展望未来，伴随 K-scale 机器人 ODM 起量、宇树北美商业化落地和公司智能化无人车产品推出，26 年机器人及无人车有望开始贡献增量，更多合作催化值得期待，公司北美本土化商业化的稀缺价值有望在机器人领域进一步延伸和放大。

公司拟发 H 股全球化进程再度提速。9 月 19 日公司发布公告称拟发行 H 股，以推动全球化战略布局、提升国际品牌影响力、增强境外融资能力等，进一步提高公司的综合竞争力，为海外产能建设、渠道拓展与技术研发提供坚实资金支持。公司创始团队深耕北美近二十年，精准把握前端消费需求，我们理解公司已不仅仅是享受中国制造红利的出海头部企业，更是北美本土品牌渠道制造领先的全球化公司。

图表 28 涛涛机器人合作企业

	K-ScaleLabs	宇树科技	开普勒
发展	成立于 2024 年初，总部位于纽约，专注于开源人形机器人研发。	成立于 2016 年，24 年四足机器人全球份额达 70%，并进军人形机器人。	成立于 2023 年，专注于通用人形机器人研发、生产及应用生态。
定位	通过开源使人形机器人实现大规模使用，愿景为“让全球拥有 10 亿个人形机器人”。	专注于消费级和行业级高性能通用腿式和人形机器人、六轴机械手等的研发、生产和销售。	聚焦智能制造、仓储物流、特种作业等工业场景。
团队	CEO Benjamin Bolte 为前特斯拉 AI 工程师、Meta FAIR 研究员，拥有 8+ 年 AI 研究与工程经验。 CTO Paweł Budzianowski 剑桥大学博士，主导核心算法架构设计。	创始人、CEO 兼 CTO 王兴兴浙江理工大学机电专业本科，上海大学机械工程硕士，拥有 80 余项机器人相关专利。	联合创始人杨华，现任上海纯米科技股份有限公司董事长。 联合创始人胡德波，曾在华为、中兴通讯、臻迪机器人等科技公司担任过海外及全球业务高管。
产品	价格 999-10999 美元 人形机器人 Stompy, Stompy Mini, Zedbut V1, KBOT V1, Zedbot V2, K-Bot	定价 1200-100000 美元 消费级机器狗、行业级机器狗、机械臂、通用人形、灵巧手等	定价 3 万美元 通用人形机器人先行者 K1、先行者 K2
合作	2025 年 6 月，涛涛美国子公司 RevEdgeInc. 向 K-ScaleLabs 投资 200 万美元并签署战略合作协议，将在生产本土化、渠道整合、技术研发等方面展开合作。	宇树科技与涛涛车业于 2025 年 7 月正式签署战略合作协议，双方将在机器人海外市场拓展、产品开发及商业化落地等领域展开深度合作。	2025 年 7 月，涛涛车业参与开普勒机器人的 A+ 轮战略投资。

资料来源：公司官网，涛涛微信公众号，证券日报，天眼查，华安证券研究所

## 4、盈利预测与全文结论

拆分公司盈利预测：

**高尔夫车：**主要增长驱动力，伴随海外基地产能爬坡产销两旺，若 25/26/27 年销量达 4.2/6.6/9.0 万台，25 年 ASP 关税顺价+18%，后续伴随结构改善稳健向上，预计 25/26/27 年收入各+123%/+77%/30%，假设 25/26/27 年高尔夫球车毛利率 48%/47%/46%，伴随美国工厂供货略有下滑但仍高于整体。

**全地形车：**假设公司小排量销量预计保持稳健，主要看大排量带动量价齐升，若 25/26/27 年大排量达 0.5/1/1.5 万台，ASP 随 350cc、500cc 排量提升而逐步向上 CAGR+10%，预计 25/26/27 年收入各+11%/+18%/17%。

**Ebike：**尽管 25H1 受关税扰动预计收入和毛利率均有压力，但伴随越南产能爬坡，商超渠道享受竞争转单红利，H2 有望重回增长通道，预计销售增长但 ASP 略降，预计 25/26/27 年收入各+5%/+14%/9%；

**其它车型：**预计伴随公司策略重心转移，滑板车和平衡车采取随行就市策略主动收缩，越野摩托车保持稳健增长。

**利润端：**随着高尔夫球车占比提升，产品结构改善，费用率保持稳定，预计 25/26/27 年毛利率 40.1%/41.1%/41.3%，净利率 20.2%/20.8%/20.8%，公司盈利能力向上。

本文预计公司 25/26/27 年收入 39.8/52.8/67.2 亿元，同比+34%/33%/27%；归母净利润 8.0/11.0/14.0 亿元，同比+86%/37%/27%，当前 PE 对应 31/23/18X。

图表 29 盈利预测

百万元	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	1,766	2,144	2,977	3,981	5,278	6,718
YOY	-12%	21%	39%	34%	33%	27%
毛利率	35.8%	37.6%	35.0%	40.1%	41.1%	41.3%
归属母公司股东的净利润	206	280	431	803	1099	1400
YOY	-15%	36%	54%	86%	37%	27%
归母净利率	11.7%	13.1%	14.5%	20.2%	20.8%	20.8%
电动高尔夫车		79	1916	3072	4272	1916
YOY			928%	136%	60%	39%
销量(万)			2.1	4.2	6.6	9.0
YOY				100%	57%	36%
ASP			38667	45627	46539	47470
YOY				18%	2%	2%
全地形车	512	620	738	817	961	1126
YOY	-34%	21%	19%	11%	18%	17%
销量(万)	10.6	12.0	13.0	13.84	15.00	16.20
YOY			8%	6.4%	8.4%	8.0%
ASP	4830	5167	5677	5908	6405	6950
YOY		7%	10%	4%	8%	9%
其中：大排量			0.30	0.50	1.00	1.50
ASP			15000	16500	18150	19965

电动自行车 Ebike	78	165	231	241	275	301
YOY	81%	112%	40%	5%	14%	9%
电动滑板车&平衡车	977	1014	800	560	476	452
YOY	11%	4%	-21%	-30%	-15%	-5%
越野摩托车	30.0	122.6	187.0	196	206	216
YOY	-75%	309%	53%	5%	5%	5%

资料来源：公司公告，华安证券研究所预测

## 全文结论

我们提示涛涛车业承载供应链全球化和美国本土化两大逻辑稀缺，当前业绩爆发弹性十足、盈利能力加速提升，国际化战略提升趋势下，不断酝酿持续超预期机会。

我们预计公司 25/26/27 年收入 39.8/52.8/67.2 亿元，同比+34%/33%/27%；归母净利润 8.0/11.0/14.0 亿元，同比+86%/37%/27%，当前 PE 对应 31/23/18X；未来公司具持续成长空间（高尔夫球车/全地形车/Ebike 品类接力）和估值提升空间（机器人业务暂未打入盈利定价），首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 30 可比公司估值情况

公司	市值	收入（yoy）				归母净利润（yoy）				PE		
	亿元	24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E	27E	25E	26E	27E
九号公司	484	39%	48%	29%	28%	81%	84%	36%	39%	24	18	13
春风动力	408	24%	30%	24%	21%	46%	28%	26%	21%	22	17	14
隆鑫通用	259	29%	19%	16%	14%	92%	67%	22%	17%	14	11	10
平均	384					68%	56%	28%	27%	20	15	12
涛涛车业	251	39%	34%	33%	27%	54%	86%	37%	27%	31	23	18

资料来源：数据截至 2025 年 10 月 10 日，九号公司采用华安证券预测，其余均采用 wind 一致预期。

## 风险提示

### 1、海外产能落地不及预期

越南+美国+泰国海外多地进行产能布局，若落地低于预期可能影响业务拓展进展。

### 2、市场竞争加剧

若市场玩家增多或竞争对手海外布局加速，可能影响公司盈利表现。

### 3、海外需求不及预期

公司主要市场为欧美，若市场需求下滑或导致公司增速放缓。

### 4、国际贸易政策波动

若海外关税或双反政策有超预期变化，可能影响公司盈利表现。

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	3560	4422	5801	7126	<b>营业收入</b>	2977	3981	5278	6718
现金	1530	2092	2426	3314	营业成本	1935	2385	3111	3945
应收账款	698	880	1286	1464	营业税金及附加	13	16	21	27
其他应收款	31	22	54	42	销售费用	313	358	475	605
预付账款	19	35	43	53	管理费用	130	171	222	279
存货	1206	1316	1915	2177	财务费用	-55	-48	-51	-51
其他流动资产	76	76	76	76	资产减值损失	-9	0	0	0
<b>非流动资产</b>	979	1112	1193	1214	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	1	0	0	0
固定资产	569	694	778	810	<b>营业利润</b>	515	955	1310	1666
无形资产	236	234	232	229	营业外收入	0	0	0	0
其他非流动资产	174	185	183	175	营业外支出	2	2	2	2
<b>资产总计</b>	4539	5534	6994	8341	<b>利润总额</b>	513	953	1308	1664
<b>流动负债</b>	1264	1338	1887	2030	所得税	82	150	209	264
短期借款	415	497	562	612	<b>净利润</b>	431	803	1099	1400
应付账款	554	642	889	1055	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	295	199	436	363	<b>归属母公司净利润</b>	431	803	1099	1400
<b>非流动负债</b>	93	93	93	93	EBITDA	534	1000	1366	1732
长期借款	0	0	0	0	EPS（元）	3.96	7.36	10.08	12.84
其他非流动负债	93	93	93	93					
<b>负债合计</b>	1358	1432	1980	2123					
少数股东权益	0	0	0	0					
股本	110	105	105	105					
资本公积	1923	2228	2228	2228					
留存收益	1148	1769	2680	3885					
归属母公司股东权	3181	4102	5013	6217					
<b>负债和股东权益</b>	4539	5534	6994	8341					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	212	613	672	1201	<b>成长能力</b>				
净利润	431	803	1099	1400	营业收入	38.8%	33.7%	32.6%	27.3%
折旧摊销	75	94	107	116	营业利润	51.1%	85.5%	37.2%	27.2%
财务费用	-12	22	25	28	归属于母公司净利	53.8%	86.2%	36.9%	27.4%
投资损失	-1	0	0	0	<b>获利能力</b>				
营运资金变动	-289	-308	-562	-345	毛利率（%）	35.0%	40.1%	41.1%	41.3%
其他经营现金流	728	1113	1663	1747	净利率（%）	14.5%	20.2%	20.8%	20.8%
<b>投资活动现金流</b>	-523	-229	-190	-140	ROE（%）	13.6%	19.6%	21.9%	22.5%
资本支出	-523	-229	-190	-140	ROIC（%）	10.5%	16.3%	18.7%	19.7%
长期投资	0	0	0	0	<b>偿债能力</b>				
其他投资现金流	1	0	0	0	资产负债率（%）	29.9%	25.9%	28.3%	25.5%
<b>筹资活动现金流</b>	-264	178	-148	-174	净负债比率（%）	42.7%	34.9%	39.5%	34.1%
短期借款	191	82	65	50	流动比率	2.82	3.30	3.07	3.51
长期借款	-15	0	0	0	速动比率	1.79	2.24	2.00	2.38
普通股增加	0	-5	0	0	<b>营运能力</b>				
资本公积增加	24	305	0	0	总资产周转率	0.72	0.79	0.84	0.88
其他筹资现金流	-465	-204	-213	-224	应收账款周转率	4.63	5.04	4.87	4.89
<b>现金净增加额</b>	-556	562	334	887	应付账款周转率	4.20	3.99	4.06	4.06

每股指标（元）					估值比率				
每股收益	3.96	7.36	10.08	12.84	P/E	16.69	31.26	22.84	17.93
每股经营现金流	1.95	5.62	6.16	11.01	P/B	2.28	6.12	5.01	4.04
每股净资产	28.98	37.62	45.97	57.01	EV/EBITDA	11.65	23.58	17.08	12.98

资料来源：公司公告，华安证券研究所

注：数据截至 2025 年 10 月 10 日



## 分析师与研究助理简介

**分析师：**邓欣，华安证券研究所副所长、消费组组长兼食品饮料、家用电器、消费首席分析师。经济学硕士，双专业学士，10余年证券从业经验，专注于成长消费领域，从产业链变革视角前瞻挖掘投资机会。

**分析师：**成浅之，美国哥伦比亚大学公共管理硕士，上海财经大学金融学本科，曾任职于德邦证券。

**分析师：**张志邦，华安证券电新行业首席分析师，香港中文大学金融学硕士，5年卖方行业研究经验，专注于储能/新能源车/电力设备工控行业研究。

## 重要声明

### 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

### 公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。