



中信建投证券  
CHINA SECURITIES

证券研究报告·公司深度

# 再论涛涛车业—— 高尔夫球车空间广阔+格局优化，涛涛厚积薄发

分析师：马王杰

mawangjie@csc.com.cn

SAC 编号：S1440521070002

分析师：吕育儒

lvuyuru@csc.com.cn

SAC 编号：S1440524070012

分析师：胡天贶

hutianguang@csc.com.cn

SAC 编号：S1440523070010

发布日期：2025年12月22日

# 核心观点与报告摘要

- **核心观点：**高尔夫球车使用场景逐渐多元化，同时与其他出行品类比较更具相对优势，一方面，高尔夫人群破圈和参与率提升，推动球场内球车需求维持5%+增速，长期美国每年需求将接近25万辆；另一方面，商用休闲+工作领域以及家用场景渗透率提升，推动球场外LSV需求维持20%+增速，长期美国每年需求将达到120万辆。受双反和关税影响，中小企业产能出清，具备海外产能与渠道能力的企业反而受益。涛涛海外产能布局领先，并且具有产品、渠道、口碑、品牌等优势，长期空间巨大，有望比肩国际巨头。
- **球车的使用场景和相对优势？**高尔夫球车本质是“低速、短途、多用途”的小型电动车，应用场景从球场内（占比50%）逐步外溢至酒店度假/学校园区/工业园等商用场景（占比20%），以及社区与家庭等家用场景（占比30%）；与电动滑板车、E-bike、全地形车、汽车等品类相比，球车具有安全性+大载荷+长续航+低售价等相对优势，因此需求快速增长。
- **未来市场空间有多大？**以北美市场为主，需求占比超过90%，主要集中在美国阳光带。1）球场内：高尔夫人群破圈和参与率提升至10%左右，有望促使美国球场数量增加至1.6w个以上，同时18洞球场占比提高有利于球场容量和车队规模的扩大，并且容量和轮次提高导致更新周期缩短，未来美国每年球车新增需求将达到24.4万辆，市场规模将达到25.6亿美元，CAGR均超过5%；2）球场外：商用场景的休闲+工作领域对低速车的需求持续增长，同时家用场景的需求潜力更大，长期家庭LSV渗透率有望达到10%，全国范围的球车友好型社区数量保持快速扩张，并且结构（锂电池、多座位）升级带动均价提升，测算美国每年LSV新增需求将达到120万辆，整体市场规模将达到90.8亿美元，CAGR均超过20%。
- **竞争格局会如何变化？**供给端由三巨头稳定产能走向多极扩张，中国厂商在双反与关税背景下加速海外建厂以贴近美国市场。球场内客户关系与品牌粘性强，仍是寡头格局；球场外渠道高度分散、门店销量门槛低，多品牌共存为新品牌进入提供机会。美国对华低速车双反并追溯征税后，中小企业出清，具有海外产能与渠道能力的中国头部企业相对受益。
- **涛涛的竞争优势和成长空间？**涛涛以“北美制造+”为核心，越南+美国+泰国海外多地产能布局领先；以DENAGO+TEKO双品牌覆盖\$8.5k-15k核心价格带，主力车型相对三巨头具有性价比优势；渠道端经销商从60+增至300+，并且成功引入头部经销商和汽车、Powersports经销商资源，同时积极探索商用市场、社区市场、球场内领域；社媒讨论热度与好评率边际改善；深度布局海外社媒平台，借力顶级展会和赛事高频曝光，与国际消费巨头开展品牌联动，产品进入精英圈层并获众多社会名人背书，品牌搜索热度现已超越行业传统头部品牌均值。涛涛长期美国市占率有望接近25%，实现销量30万辆以上，CAGR超30%。
- **投资建议：**高尔夫球车应用场景正由球场内向球场外延伸，市场空间和潜力巨大，并且双反和关税促使产能出清和格局优化。涛涛车业一方面受益于东南亚+北美多地产能布局领先，另一方面凭借高品质产品、经销商网络完善、品牌影响力和口碑提升，快速抢占市场，长期空间巨大，有望实现数十万台销量和百亿级别收入规模。此外，对比春风等行业巨头，涛涛全地形车仍有较大成长空间，人形机器人和无人驾驶业务也能复用公司渠道、生产、品牌能力。预计公司2025-2027年实现归母净利润8.03/11.14/14.29亿元，EPS为7.38/10.22/13.10元，当前股价对应PE为34.29/24.72/19.28倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**海外需求和渗透率提升不及预期、市场竞争加剧风险、产能爬坡及本土化推进不及预期、品牌建设与产品质量风险。

# *PART 1*

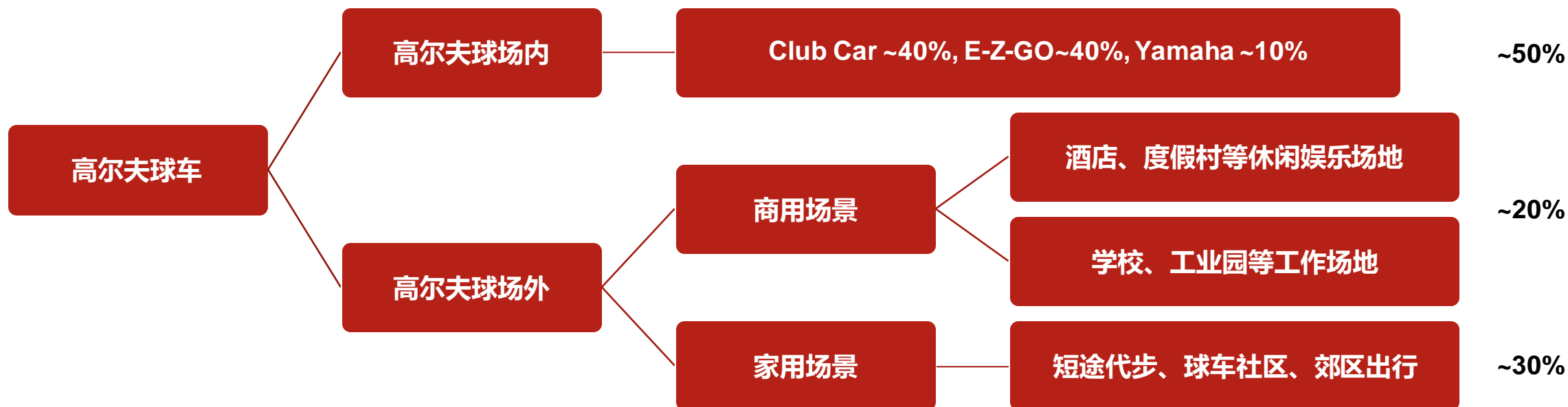
**球车的使用场景和相对优势？**



# 球车用于低速+短途出行，使用场景逐渐多元化

➤ 球车本质是低速、短途、多用途的小型电动车，需求推动其使用场景逐步延伸。高尔夫球车最早在球场内使用，随着成本下降和政策放松，需求从球场内外溢到酒店度假村、学校、工业园等商用场景，再延伸到社区、家庭等家用场景，目前终端需求结构大致为球场内50%+球场外商用20%+球场外家用30%，长期需求空间达百万台规模。

图：高尔夫球车的使用场景



# 与其他出行工具相比，球车的相对优势显著

➤ 球车具有安全性+大载荷+长续航+低售价等相对优势。与电动滑板车、E-bike、ATV等品类相比，球车的安全性、载荷等指标更为突出；与UTV、汽车等品类相比，球车的便捷性、驾驶体验、售价等指标更为出色。显著的相对优势，推动高尔夫球车在各个使用场景的需求快速增长。

表：高尔夫球车具有比较优势

品类	代表产品	最高车速 ( km/h )	续航 ( km )	载荷 ( kg )	售价 ( 美元 )
电动滑板车	Segway Ninebot MAX G2	35	69	120	850
E-bike	Lectric XP 4.0	45	80	150	999
电动两轮车	NIU NQi GTS	80	110	269	3850
电动三轮车	Mahindra Treo Zor Pickup	50	80	550	3460
ATV	Polaris Sportsman 570	97	140	220	7999
UTV / ROV	Polaris RANGER XP 1000	103	250	680	21499
<b>高尔夫球车</b>	<b>Denago EV Rover XL</b>	<b>40</b>	<b>64</b>	<b>400</b>	<b>9995</b>
电动车	2024 Polestar 2 单电机	200	515	420	49900
油车	2025 Nissan Versa	200	556	441	17190



# 球车产品有何差异，如何分层？

- 根据使用场景大致分为三类：①球场车（2座为主）；②商用工具车（2座+货斗、多座接驳）；③个人/社区车（2/4/6座）。三类车型在动力形式（油/电）、时速、配置以及是否满足LSV/NEV合法上路等方面差异明显。
- 对应价格带可以分为三类：①入门US\$5k-10k以铅酸+基础配置为主；②中端US\$10k-15k以锂电+舒适配置为主；③高端US\$12k-20k以上主打长续航、大载荷、豪华配置和上路资质。

表：高尔夫球车的产品分层

	典型价位	电池	续航里程	座位数	车体和底盘	主要配置
低端	~US\$5k-10k	48V铅酸电池	15-20英里	2-4座	钢底盘，基础座椅	基本灯光，少量或无附加功能，舒适性一般
中端	~US\$10k-15k	铅酸或入门锂电	20-30英里	4座	铝或抗腐蚀钢，底盘/悬挂加强	造型更好看的轮毂/灯光，USB、音响，可选锂电和部分升级件
高端	~US\$12k-20k以上	高品质锂电	30-40英里以上	常见4-6座，可到8座	铝或高级合金，空气悬挂/高级减震	豪华座椅（皮革/加热）、高端音响/导航/LED灯，定制外观件，可选LSV/NEV认证等

# *PART 2*

**未来市场空间有多大？**



# 地区分布：以北美市场为主，主要集中在美国阳光带

➤ **北美市场占比超90%，主要分布在美国阳光带的佛州、德州和加州。** 1) **北美市场**：占全球市场的90%以上，其中，沿海的佛州、加州、德州城市占60%，最大的是佛州，德州和加州相近，排第二；内陆的亚利桑那州、内华达州、犹他州占40%，以封闭式社区为主。主要系在LSV监管逐步完善之下，阳光带地区（FL/AZ/TX等）的政策最友好，球车上路空间最大。2) **欧洲市场**：仅有北美市场的10%，佛州The Villages社区的高尔夫车数量比全欧洲所有高尔夫球场的总量还多。

表：高尔夫球车的地域分布

州别	市场占比	主要需求集中区域	需求特征
佛罗里达州	约15%-20%	奥兰多周边、The Villages等大型退休社区，坦帕、迈阿密沿海带	全美最大单一市场，常住老人比例高、社区封闭度高，球车在多地已“半生活必需品”，需求黏性强、对经济波动不敏感
德克萨斯州	约10%-12%	休斯顿、达拉斯、奥斯汀周边社区，沿海+内陆高尔夫/度假区域	州面积大、人口持续流入，郊区化和社区化程度高，既有休闲需求也有工作/场内作业需求，增量空间稳定
加利福尼亚州	约8%-10%	南加州沿海（洛杉矶、圣迭戈）、湾区周边高端社区与球场	高尔夫及度假资源丰富，环保意识更强，电动球车渗透率较高，价格带偏高端，对车型配置与舒适性要求更高
亚利桑那州	约5%-7%	菲尼克斯、图森等地大量退休社区和度假型小镇	干燥少雨、日照充足，适合全年使用球车，人口老龄化+旅游业带动，下沉品牌和中端车型销量占比较高
乔治亚州/南卡罗来纳州	约5%-7%	亚特兰大周边社区、海滨度假区、南卡部分沿海小镇	美国东南部传统高尔夫带，球场密度较高，近年社区化、景区化应用增加需求相对分散，以更新换代为主
北卡罗来纳州等其他南部州	约4%-6%	夏洛特等都市圈周边社区，多座知名球场附近	中高端球场集中，赛事资源较多，对品牌和售后服务更敏感，适合国际品牌与本土经销商深度合作
其他州合计	约45%-55%	其他人口大州及旅游州，如内华达、内布拉斯加、阿拉巴马等	市场高度分散，以存量更新为主，新场景（景区、园区、工业园内部通勤等）逐步打开，是中小品牌和本土厂商主要阵地

图：美国不同州的法律限制

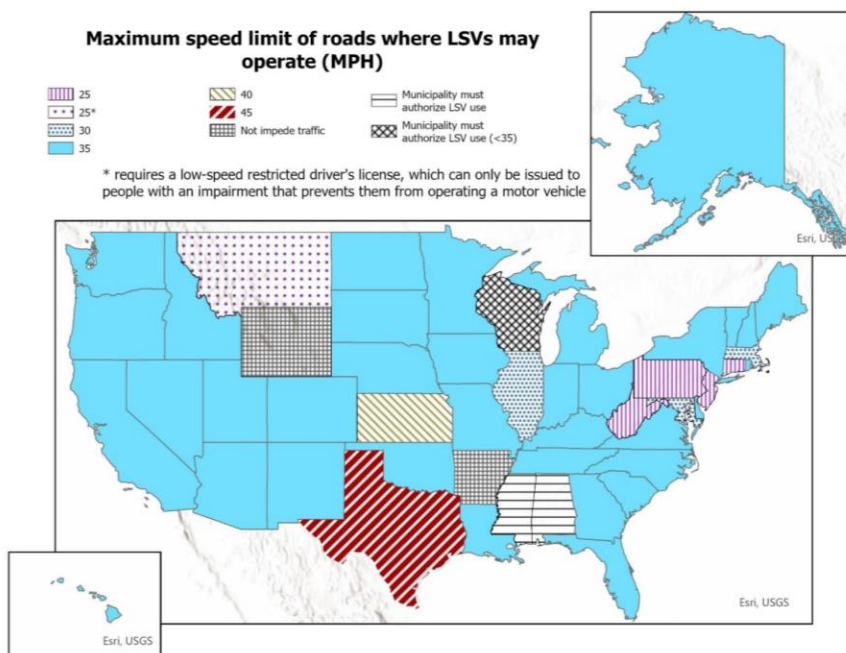
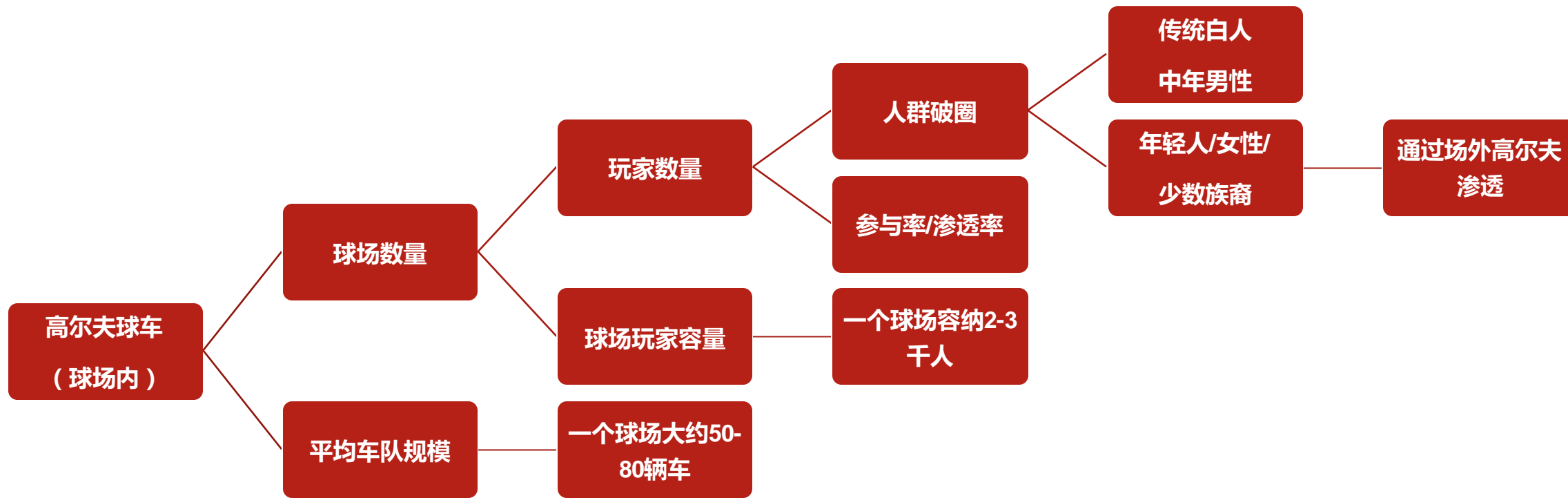


Figure 6. Map of the maximum speed limits of roads where LSVs may be operated.

# 球场内：需求稳定上行，预计CAGR中个位数

➤ 人群破圈带来球场数量扩张，球车更新和新增需求温和增长。目前全球约3.5万个高尔夫球场，球场内的高尔夫球车以每年5-6辆/个的稳定更新为主。随着全球玩家人群的破圈（场外高尔夫向场上高尔夫的迁移）、高尔夫球运动参与率的提升，球场数量扩张、球车需求和市场规模将维持中个位数的温和增长态势。

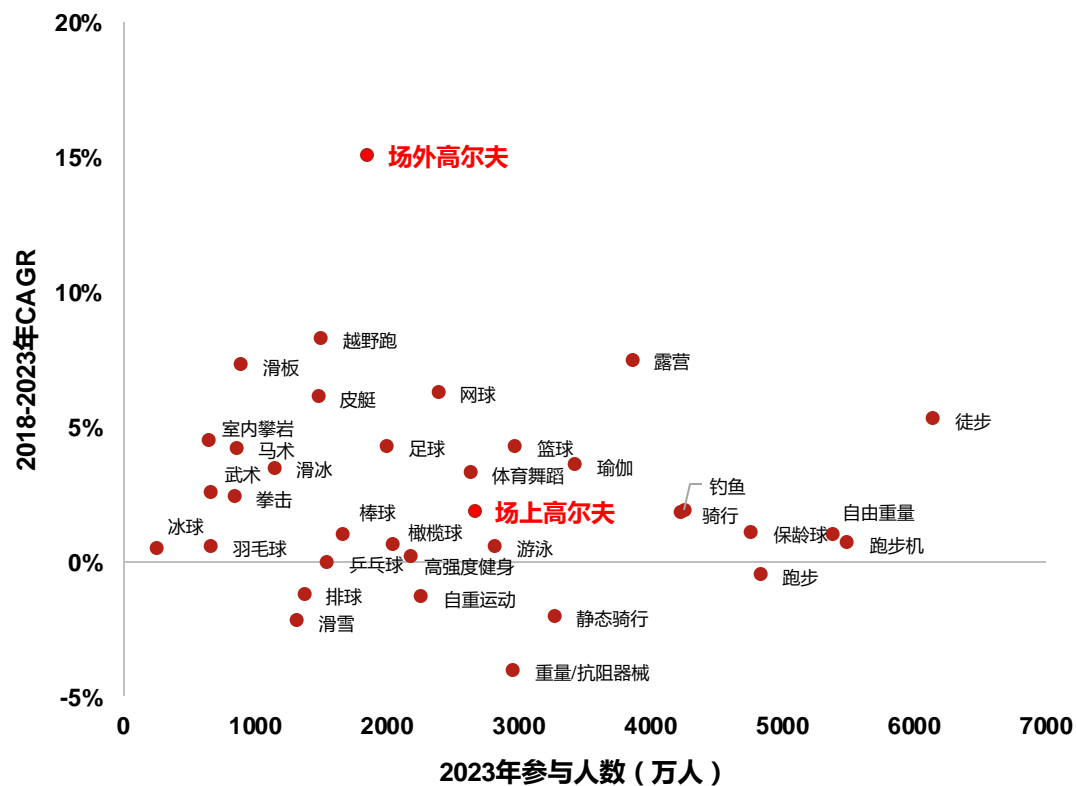
图：球场内高尔夫球车的增长逻辑



# 人群破圈：场外高尔夫兴起，整体参与人数和参与率持续增加

➤ 场外高尔夫近期在美国流行，推动人群破圈和人数增长。场外高尔夫的兴起让参与人群更加年轻化和多样化，2023年女性、非白人、青少年的场上高尔夫球手人数相比2018年分别增长了23%、43%、40%，人群破圈推动高尔夫人数和参与率持续增长。

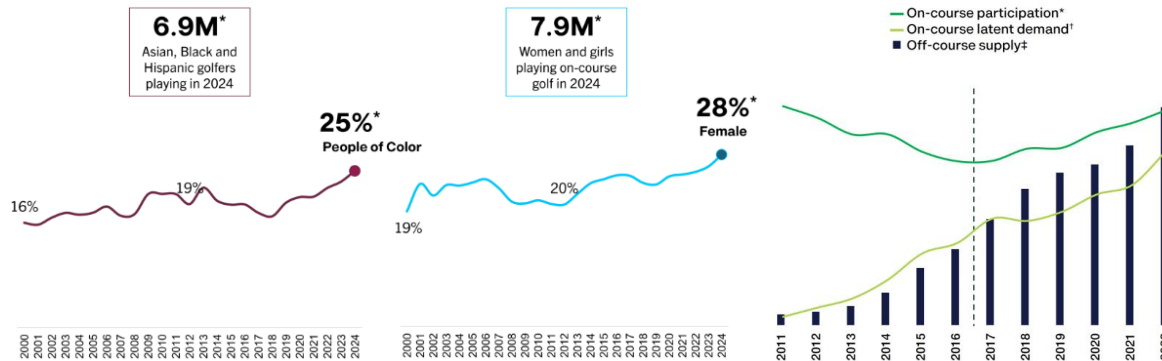
图：场外高尔夫是近几年增长最快的运动之一



表：场外高尔夫的女性和非白人参与比例较高

2023年美国	含场上	含场外	两者都
人数 (百万人)	26.6	32.9	14.5
vs. 2022	4%	18%	17%
平均年龄	46岁	31岁	42岁
女性比例	28%	<b>42%</b>	23%
非白人比例	22%	<b>43%</b>	23%
家庭收入≥\$100k比例	42%	41%	52%

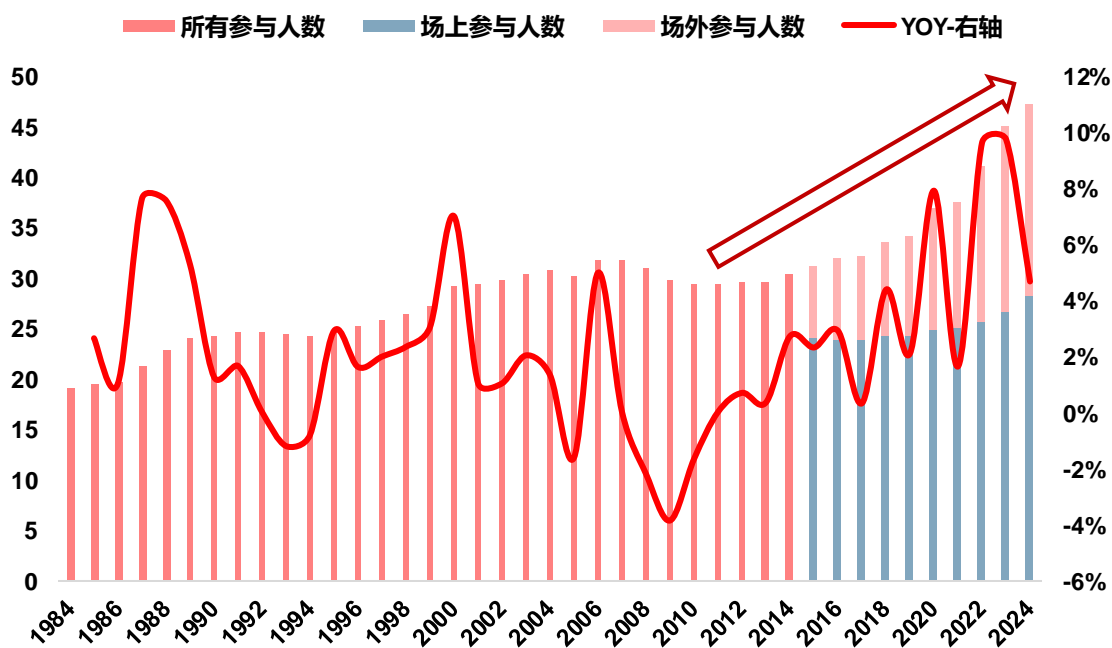
图：女性和非白人的场上高尔夫参与率提升，场外向场上转化



# 参与率：美国高尔夫人数规模持续增长，渗透率仍有较大提升空间

➤ 美国高尔夫参与人数突破4700万人，全球参与率长期有较大提升空间。近年来，美国高尔夫运动的增长尤为显著，场外高尔夫的兴起推动人群破圈，并且拉动场上高尔夫参与人数的增长，2024年美国场上高尔夫球员参与率达8.1%（18洞和9洞球场），但相比加拿大仍有较大差距，而北美以外的地区参与率更低，全球高尔夫渗透率具有较大的提升潜力。

图：场外高尔夫的兴起拉动场上高尔夫参与人数的增长（百万）



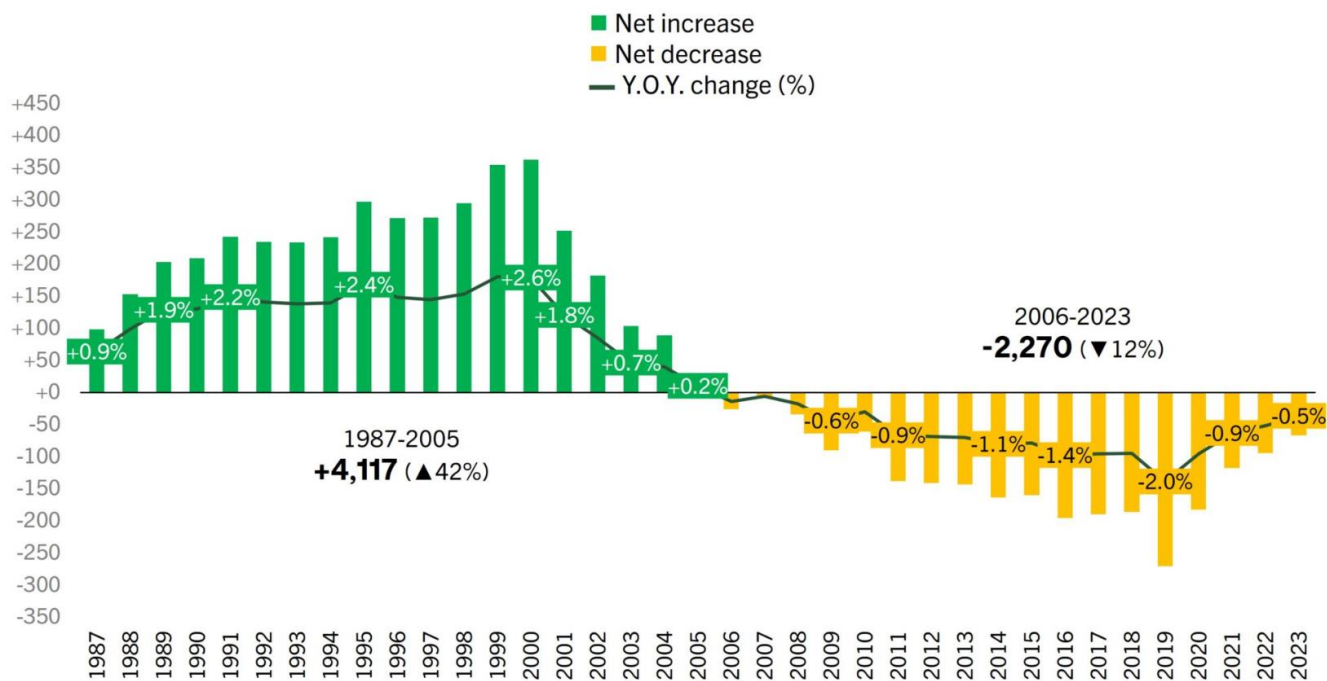
表：2024年各国高尔夫玩家规模和渗透率

地区	人口 (百万)	高尔夫球员 (百万)	参与率
美国	345.4	28.1	8.1%
欧洲	745.1	13.6	1.8%
加拿大	39.7	5.0	14.4%
大洋洲	46.1	2.6	5.6%
加勒比	44.4	0.6	1.4%
中东	309.4	0.4	0.1%
中南美洲	619.0	0.3	0.0%
非洲	1515.1	0.7	0.0%
亚洲 (整体)	4497.5	20.3	0.5%

# 球场数量：球场止跌趋势明显，球车保有量有望增加

➤ 球场数量有望止跌回升，球车潜在保有量接近百万辆。2024年全球共34815个球场，其中，美国拥有15867个（新增22个、关停73个），关停节奏明显收敛，随着高尔夫参与人数持续增长，球场数量也有望回升。当前，18洞、9洞、3洞球场平均配备60、55、8辆球车，美国球场平均配备57辆球车，测算潜在保有量达90万辆，假设更新周期为3-5年，年更新需求为18-30万辆。未来参与人数和球场数量增长有望刺激球车总需求和年更新需求的增加。

图：美国高尔夫球场数量净增减及同比变化



表：美国球场对球车的需求测算

	球场数量 (个)	占比	平均配备 (辆/个)	球车保有量 (万辆)
18洞俱乐部球场	11107	70%	60	67
9洞行政球场	3967	25%	55	22
3洞短球场	793	5%	8	1
美国	15867	100%	57	90

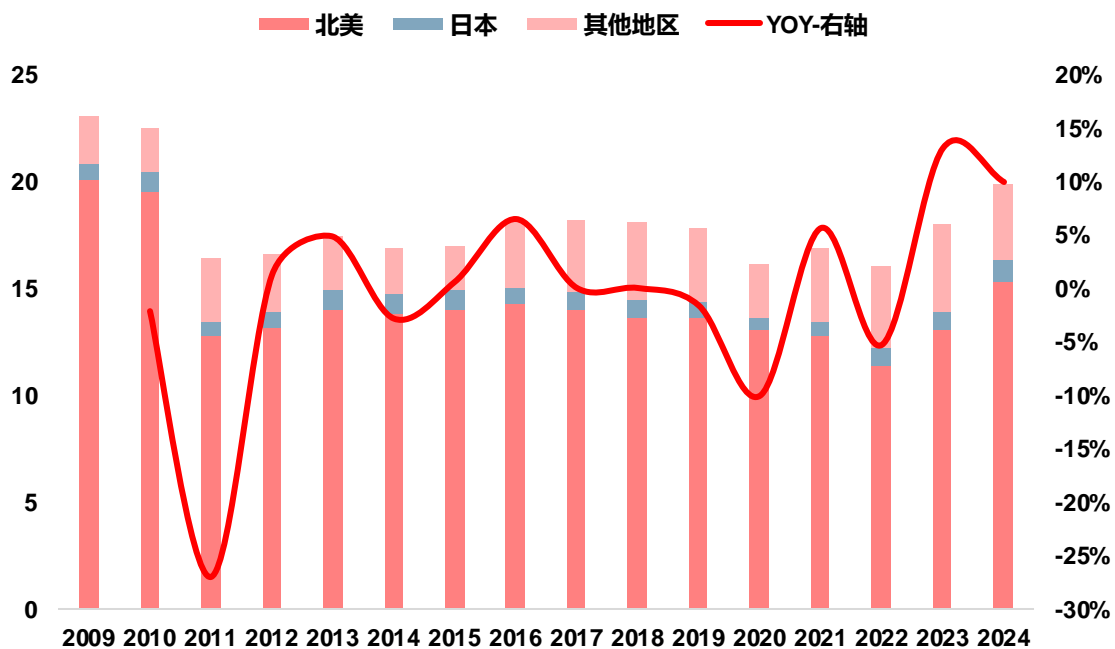
  

球车年更新需求 (万辆)	球场数量 (个)					
	15800	16000	16200	16400	16600	
更新周期 (年)	2	45	46	46	47	47
	3	30	30	31	31	32
	4	23	23	23	23	24
	5	18	18	18	19	19
	6	15	15	15	16	16

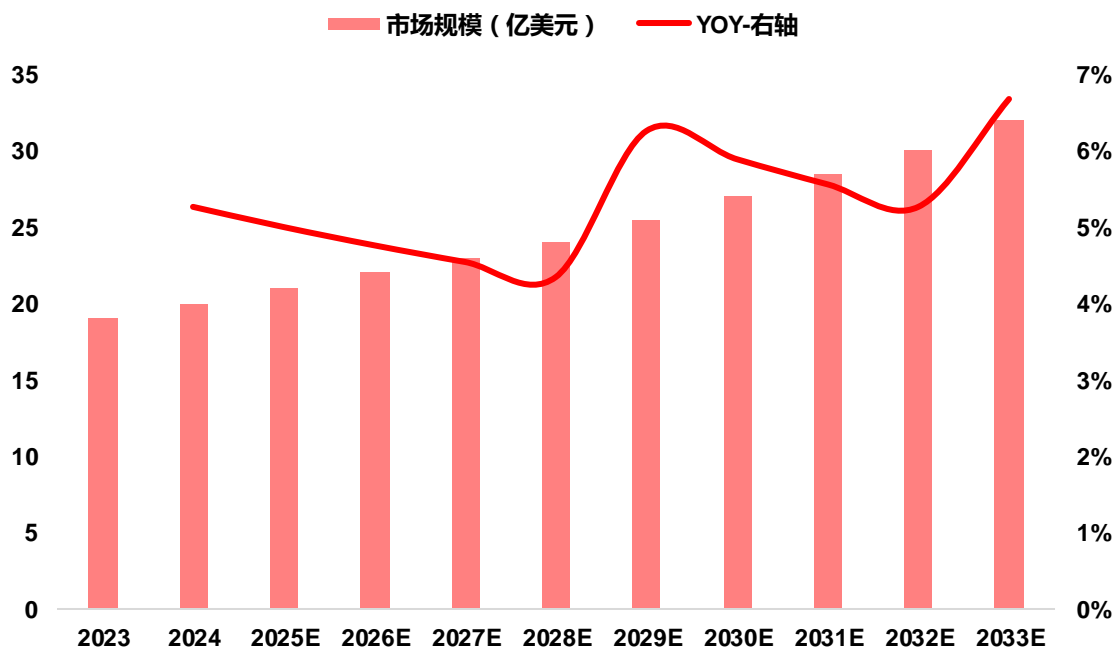
# 市场规模：近年来需求量稳步提升，市场规模将持续增长

➤ 全球年销量回升至20万辆，预计未来市场规模超过30亿美元。金融危机后，全球球场内的高尔夫球车需求规模稳定在17万辆左右，北美稳定在13万辆左右，北美占比约80%，近年来高尔夫参与人数的增长推动球场数量和球车需求增长，全球需求回升至20万台，北美突破15万辆。当前球车出厂价1w美元/辆左右，市场规模21亿美元，随着未来需求量继续上升，市场规模将达到32亿美元，未来8年CAGR为5%。

图：全球球场内的高尔夫球车需求量（万辆）



图：全球高尔夫球车市场规模及预测



# 未来空间：参与率提升推动球场数量扩张，量额CAGR中个位数

➤ 10%参与率推动球场扩展至1.6w+，美国球车量额CAGR超5%。人群破圈和参与率提升至10%左右，有望促使美国球场数量增加至1.6w个以上，同时18洞球场占比提高有利于球场容量和车队规模的扩大（在72辆的经验法则下，长期空间更大），并且容量和轮次提高导致更新周期缩短，假设长期更新周期为4年，美国每年球车新增需求将达到24.4万辆，市场规模将达到25.6亿美元，出厂价稳定在1w美元/辆，2024-2033年出货量和市场规模的CAGR均超过5%。

表：美国球场内的高尔夫球车需求测算

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E
美国人口（百万）	323.2	325.3	327.0	328.5	331.3	332.5	334.3	337.0	340.1	341.7	342.6	344.1	345.6	347.2	349.0	350.7	352.4	354.2
YOY		0.6%	0.5%	0.5%	0.8%	0.3%	0.5%	0.8%	0.9%	0.5%	0.3%	0.4%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
美国场上高尔夫玩家（百万）	23.8	23.8	24.2	24.3	24.8	25.1	25.6	26.6	28.1	28.8	29.5	30.2	30.9	31.7	32.5	33.2	34.0	34.8
参与率	7.4%	7.3%	7.4%	7.4%	7.5%	7.5%	7.7%	7.9%	8.3%	8.4%	8.6%	8.8%	9.0%	9.1%	9.3%	9.5%	9.6%	9.8%
YOY		0.0%	0.1%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%	0.4%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
美国高尔夫球场（个）	14654	14852	15045	15233	15419	15581	15700	15797	15867	15936	15966	16018	16063	16108	16151	16189	16221	16248
球场玩家容量（人/个）	1624	1602	1609	1595	1608	1611	1631	1684	1771	1809	1847	1887	1927	1968	2010	2052	2096	2141
YOY			-1.3%	0.4%	-0.8%	0.8%	0.2%	1.2%	3.3%	5.2%	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%
平均车队规模（辆/个）	48	47	45	45	42	41	36	41	48	50	51	52	53	55	56	57	59	60
球车更新周期（年）	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	4	4	4	4	4
美国球车新增需求（万辆）	14.2	14.0	13.6	13.6	13.0	12.7	11.3	13.0	15.3	16.1	17.0	17.9	18.8	19.8	20.9	22.0	23.2	24.4
YOY			-1.4%	-2.9%	0.0%	-4.4%	-2.3%	-11.0%	15.0%	5.5%	5.2%	5.4%	5.3%	5.3%	5.3%	5.3%	5.3%	5.2%
全球市场规模（亿美元）									19.0	21.0	22.0	23.0	24.0	25.5	27.0	28.5	30.0	32.0
美国占比									80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%
美国市场规模（亿美元）									15.2	16.8	17.6	18.4	19.2	20.4	21.6	22.8	24.0	25.6
YOY										5.0%	4.8%	4.5%	4.3%	6.3%	5.9%	5.6%	5.3%	6.7%
出厂价（美元/辆）									11692	10407	10361	10281	10187	10278	10336	10363	10364	10504
YOY										-0.5%	-0.4%	-0.8%	-0.9%	0.9%	0.6%	0.3%	0.0%	1.3%

# 球场外：长期空间超百万辆，预计CAGR双位数

➤ 使用场景拓展推动LSV需求增长，未来十年CAGR预计将保持双位数。当前度假村等休闲场地、工业园等工作场地、球车友好型社区等场景对电动低速车的需求快速增长，并且当前渗透率仍处于极低水平，未来增长潜力巨大，预计商业用车和家庭用车的数量，以及市场规模将维持双位数增长态势。

表：球场外电动低速车的增长驱动力

驱动力	对CAGR影响的预测	相关地区	影响时长
封闭式社区的电气化强制规定	+0.8%	加利福尼亚州、佛罗里达州和其他阳光带的中心城市	中期（2-4年）
度假型房地产开发蓬勃发展	+0.7%	阳光地沿海和沙漠州	长期（≥4年）
企业车队脱碳计划	+0.6%	全国范围内，由联邦领导	中期（2-4年）
磷酸铁锂电池的快速采用	+0.5%	各地区专注于技术的买家	短期（≤2年）
太阳能集成棚顶的出现	+0.4%	西南高辐射州	长期（≥4年）
国家层面补贴电动低速车	+0.3%	美国各州具体情况	中期（2-4年）

# 商用休闲场景：酒店/度假村/景区/露营营地，TAM约10万辆

➢ 旅游业扩张+露营等户外运动普及，休闲娱乐场地用车需求增加。一方面，One&Only Reethi Rah酒店共有客用28辆+运营后勤126辆=154辆车，欧洲车队的需求增长主要来自于度假村周边，亚洲和中东的旅游业扩张也在推动球车需求增长；另一方面，露营营地的增加也会刺激球车数量增长，2019年美国约10%的露营营地提供高尔夫球车租赁（东北部、中西部以及大型站点更倾向于提供更多的高尔夫球车）。测算美国商用场景的休闲娱乐场地LSV潜在保有量超100万辆，10年更新周期，TAM约10万辆。

表：活跃露营家庭数量CAGR达7%，露营等户外运动普及度持续提升

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	CAGR
露营家庭总数（个）	72	73	75	77	79	82	86	3%
活跃露营家庭（个）	32	35	37	39	39	42	48	7%

表：目前露营场地的高尔夫球车渗透率大约10%

设施项目	全国	东北部	中西部	南部	西部	< 50个站点	50-99个站点	100-199个站点	> 200个站点
高尔夫球车租赁	10%	12%	12%	9%	6%	1%	3%	11%	28%
船艇租赁	17%	22%	15%	18%	12%	16%	20%	20%	31%
自行车租赁	11%	9%	24%	14%	6%	2%	1%	17%	13%
码头充电站	7%	5%	9%	4%	3%	6%	6%	6%	10%
电动车充电站	5%	5%	9%	4%	3%	6%	6%	6%	10%
ATV/四轮车租赁	1%	2%	0%	1%	4%	0%	1%	3%	2%

表：美国休闲娱乐场地的LSV需求测算

场地类型	场地数量（个）	球车渗透率	平均车队规模（辆/个）	保有量（万辆）
露营营地 / 房车公园	29000	30%	80	69.6
酒店 / 综合度假村	3200	100%	80	25.6
主题公园 / 大型景区	500	100%	120	6.0
合计				101.2

# 商用工作场景：学校/工业园/仓储/机场/市政/快递，TAM约10万辆

➤ 美国重点补贴园区等场景，高尔夫车/多用途电动小车已成标配工具。美国将“非道路设备电动化”列为减排重点，学校园区、工业园区、仓储和机场等场景是联邦/州补贴重点投向（如California CORE、Carl Moyer项目）。在校园通勤、园区摆渡、场内巡检和轻型物流中，球车/多用途电动小车已经是标配工具，按约40%渗透率测算，美国商用场景的工作场地LSV潜在保有量超100万辆，10年更新周期，TAM约10万辆。

图：对高尔夫球车进行改装用于货物运输



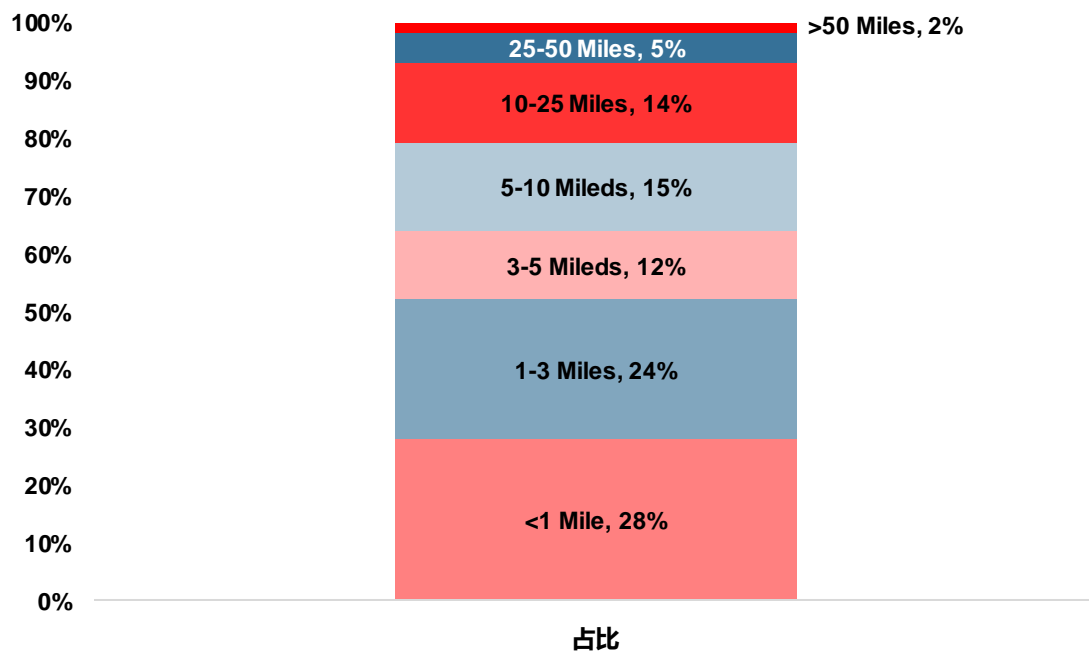
表：美国工作场地的LSV需求测算

场地类型	场地数量 (个)	平均车队规模 (辆/个)	渗透率	保有量 (万辆)
高中/中学校园	27000	4	40%	4
高校/大学校园	3542	40	40%	6
工业园区/仓储园区	12500	40	40%	20
公共机场	5146	100	40%	21
市政机构	10000	100	40%	40
快递分拨/配送中心	8519	50	40%	17
<b>合计</b>				<b>108</b>

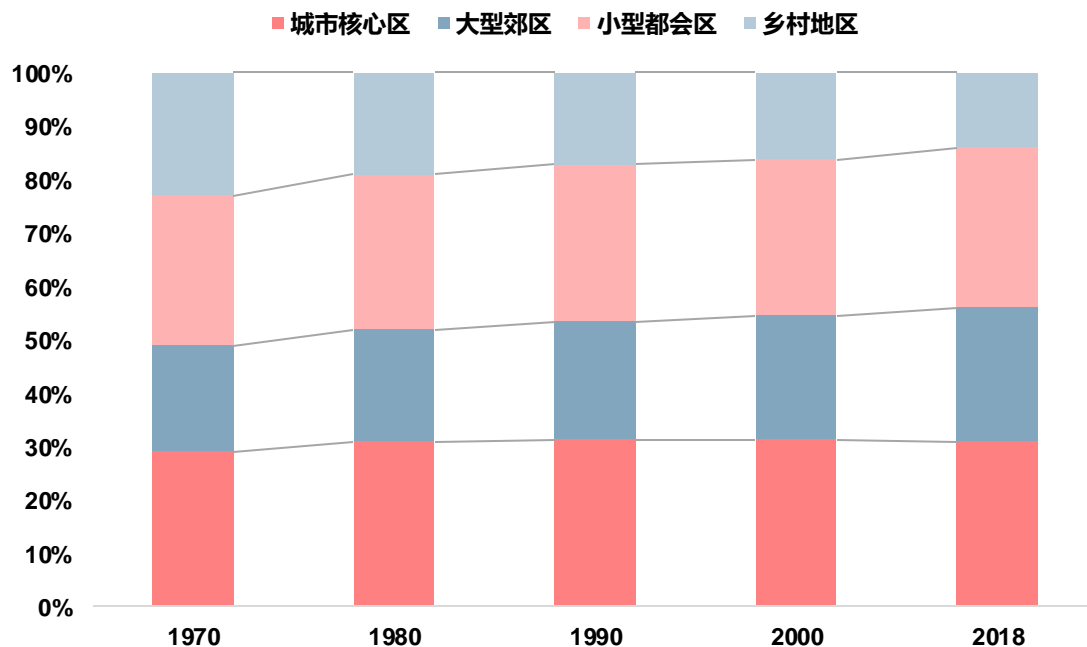
# 家用场景潜力：美国以短途出行为主，LSV替代空间巨大

➤ 美国日常出行以5英里内的短途为主，郊区人口占比提升也推动短途出行需求增长。根据DOT数据，2021年美国有64%的日常出行距离小于5英里，其中，3英里内的出行占比超过50%，有利于LSV渗透率提升。与此同时，美国正经历郊区多元化以及小型都会崛起，这两个区域的家庭收入中位数处于中高水平，独立住宅占比较高，并且日常通勤距离较短，居民出行以私家车为主，未来LSV对私家车的替代比例有望提升。

图：2021年美国64%的日常出行不足5英里



图：美国人正在从城市和乡村迁往郊区，郊区以短途出行需求为主



# 家用场景复盘：20世纪70年代起概念逐渐扩展，2020年后需求突增

➤ 20世纪70年代已经有类似的概念（NEV社区电动车），21世纪初开始推广和试验，2021年美国需求爆发。

表：个人消费市场的高尔夫球车需求复盘

	时间	里程碑	事件
萌芽探索阶段	1974	NEV概念萌芽	GA Peachtree City允许电动高尔夫车上市政道路，形成100+英里多用途路径
	1990	ZEV政策	加州CARB启动ZEV计划
	1990-1995	NEV社会学实验	Sun City / Palm Desert焦点小组，记录高尔夫车日常买菜、就餐等用途
法规完善阶段	1998	联邦法规	NHTSA颁布FMVSS No.500，正式定义LSV（20-25 mph），与传统高尔夫车（< 20 mph）分离
	2001-2007	行业标准	DOE/INL车队试验、NEV America技术规范、SAE J2358标准发布
	2004-2009	地方法规	加州授权城市制定NEV Transportation Plan（如Lincoln），把NEV路网写入交通规划
	2010-2012	加州南湾推广NEV	南湾15城NEV/LUV示范；油价创高位；NHTSA发布NEV评估
ToC产品化阶段	2017	<b>ToC产品化</b>	Club Car推出Onward系列；E-Z-GO收购Arctic Cat，整合经销商
	2020-2022	疫情需求爆发	疫情居家+社交距离，Boating / ATV / UTV / Golf Cart等户外玩具集体火爆；美系品牌满产+超售， <b>供应链吃紧，中国品牌补缺</b>
	2023	回归常态	经销商大幅取消Club Car订单，产能利用率恢复正常
	2024	关税不确定+观望	Club Car / E-Z-GO联合推动对中国车双反；7月后订单大幅miss，经销商库存高企
	2027-2032E	换购小高峰（展望）	疫情期购车家庭进入6-10年换车窗口

# 家用场景用途：短途出行等高频刚需为主，需求有望外溢

➤ 目前LSV主要用于高频刚需场景，需求由社区向更多城市外溢。根据DOT调查，郊区家庭日常出行以3英里内短途为主，并且LSV/NEV已承担20%+的家庭出行里程，主要用于接送家人、买菜、就餐、上班等高频刚需场景。此外，调查显示接近50%的居民每周≥3次使用LSV、超过40%的未拥有者中“想买”，并且社区数据亦表明LSV超过50%的用途为社区/镇内出行/日常差事需求正由封闭社区向中产/湖边社区以及更多城市外溢。

表：DOT对LSV使用目的调查

出行目的	占比
接送家人 (Dropping-off or picking-up a family member)	18%
娱乐 (Entertainment)	17%
工作场所 (Worksites)	17%
买菜 / 超市购物 (Grocery Shopping)	11%
其他购物 (Other Shopping)	9%
外出就餐 (Eat Meals)	8%
个人服务 (Personal Services)	7%
工作相关跑腿 (Work Related Errands)	6%
其他 (Other)	3%

表：根据Reddit对LSV使用目的统计

出行目的	占比
<b>社区 / 镇内出行 / 日常差事</b>	<b>51.8%</b>
高尔夫球场	18.8%
<b>越野 / 山路 / 打猎</b>	<b>11.8%</b>
度假 / 海滩 / 湖边	7.1%
<b>自家地 / 农场</b>	<b>5.9%</b>
露营地	4.7%

# ①按家庭测算：佛州老年人渗透率10%，全美市场TAM约102万辆

➤ 抽样调查佛州老人的球车渗透率约10%，推算全美年需求量约50万辆。根据FDOT统计，2023年佛州有接近10%的老年人使用过高尔夫球车出行。此外，LSV使用人群正在年轻化，越来越多的Y世代、Z世代也使用LSV满足短途出行甚至是玩乐需求。LSV目标客群的年收入在5w美元以上，当前全美家庭数共13133万户，假设年收入5w-10w美元的家庭LSV长期渗透率为4%，年收入10w+美元长期渗透率7%，美国家用场景的LSV潜在保有量509万辆，5年更新周期，TAM约102万辆。

表：2023年佛州老人交通方式调查 (y > 50, n = 4199)

出行方式	从不	一次	2或3次	每周一次	每周几次	每天一次
自己开车	4.45%	1.24%	7.57%	12.15%	45.77%	28.82%
家人开车	58.09%	10.50%	12.67%	9.10%	8.41%	1.24%
朋友开车	79.07%	11.17%	6.79%	2.14%	0.64%	0.19%
步行	44.94%	6.88%	14.46%	5.81%	14.34%	13.57%
自行车	81.09%	4.14%	5.00%	3.00%	5.12%	1.64%
公共交通	97.07%	1.50%	0.69%	0.31%	0.36%	0.07%
<b>高尔夫球车</b>	<b>90.64%</b>	<b>1.21%</b>	<b>1.79%</b>	<b>1.24%</b>	<b>3.43%</b>	<b>1.69%</b>
Uber / Lyft	92.31%	4.41%	2.64%	0.36%	0.21%	0.07%
其他网约车	98.48%	0.69%	0.38%	0.14%	0.24%	0.07%
拼车	96.48%	1.69%	1.26%	0.36%	0.14%	0.07%
无人驾驶汽车	99.33%	0.24%	0.14%	0.07%	0.14%	0.07%
社区交通服务	98.40%	0.71%	0.43%	0.19%	0.19%	0.07%

表：按家庭测算全美保有量超700万辆

年收入	家庭数 (万户)	占比	保有率	保有量 (万辆)
少于 \$10,000	696	5.3%	-	-
\$10,000 至 \$14,999	460	3.5%	-	-
\$15,000 至 \$24,999	841	6.4%	-	-
\$25,000 至 \$34,999	893	6.8%	-	-
\$35,000 至 \$49,999	1353	10.3%	-	-
\$50,000 至 \$74,999	2114	16.1%	4%	85
\$75,000 至 \$99,999	1668	12.7%	4%	67
\$100,000 至 \$149,999	2285	17.4%	7%	160
\$150,000 至 \$199,999	1195	9.1%	7%	84
\$200,000 或以上	1629	12.4%	7%	114
<b>Total</b>	<b>13133</b>	<b>100%</b>	<b>4%</b>	<b>509</b>

## ②按场景测算：友好型社区快速增加，TAM近100万辆

➤ 友好型社区户均保有量高，且在美国快速增加。以Peachtree City、The Villages、Sun City为代表的社区，已形成以LSV为主的社区内部交通体系。2020年Peachtree City约3.8万人口、1.45万户，超过1万户拥有球车，对应渗透率约70%-75%；而Sun City约40%-50%家庭拥有球车。2024年全美有210个友好型社区，同比增加了20个左右，假设未来每年新增30个社区，单社区规模1万户，长期LSV渗透率75%，每年新增需求23万辆，同时更新周期5年，每年存量更新需求77万辆左右，TAM近100万辆。

表：美国主要的高尔夫球车友好型社区

社区 / 城市	所在州	居民规模	面积	球车设施
The Villages	FL	150000 人	57平方英里	100+英里专用车道
Peachtree City	GA	38244 人	26.04平方英里	>100英里车道
Laguna Woods Village	CA	18000+人 12736套房屋单位	3.8平方英里	社区为55+退休社区，有私人道路+对球车友好的布局
Sun City	AZ	28257套房屋单位	-	退休社区，球车与汽车并存
On Top of the World	FL	10000套房屋单位	-	规划为55+社区+多球场，社区设施+鼓励/允许私家球车用于社区内通勤/娱乐/社交等

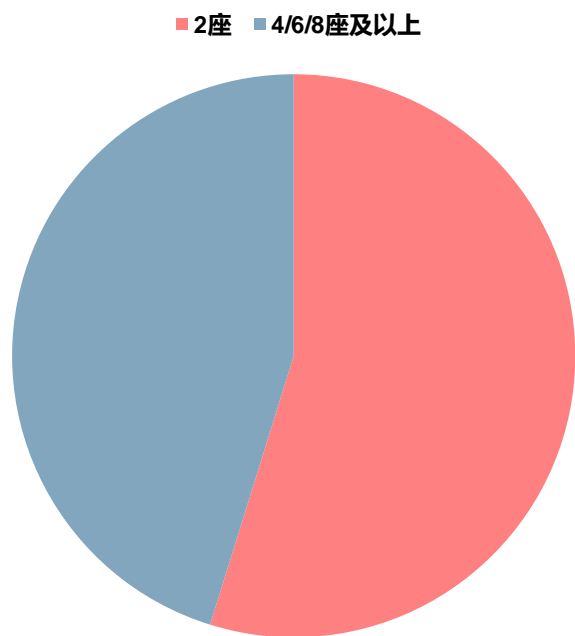
表：按社区测算全美需求量超140万辆

	2024	2034E
LSV社区数量 (个)	210	710
家庭数 (万户)	1	1
家庭渗透率	30%	75%
存量更新需求		
更新周期 (年)	5	5
存量更新需求 (万辆)	13	77
新增需求		
新增社区数量 (个)	20	30
新增需求 (万辆)	6	23
合计		
<b>总需求 (万辆)</b>	<b>19</b>	<b>99</b>

# 未来空间：商用+家用场景拓展推动LSV增长，量额CAGR双位数

➤ 休闲+工作+代步需求增长叠加结构升级，美国LSV量额CAGR双位数。商用场景的休闲+工作领域对低速车的需求持续增长同时家用场景的需求潜力更大，长期家庭LSV渗透率有望达到10%，全国范围的球车友好型社区数量保持快速扩张，并且结构（锂电池、多座位）升级带动均价提升，测算美国每年LSV新增需求将达到120万辆，其中，商用场景和家用场景分别达到20、100万辆，整体市场规模将达到90.8亿美元，出厂价提升至7k美元/辆，2024-2033年出货量和市场规模的CAGR均超过20%。

图：多座球车需求增长更快



表：美国球场外的LSV需求测算

	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E
商用场景 (万辆)	8.0	11.2	12.4	13.6	14.8	16.1	17.3	18.5	19.7	20.9
家用场景 (万辆)	12.0	16.8	27.2	37.6	48.0	58.4	68.8	79.2	89.6	100.0
美国球场外LSV新增需求 (万辆)	20.0	28.0	39.6	51.2	62.8	74.5	86.1	97.7	109.3	120.9
YOY		40%	41%	29%	23%	18%	16%	13%	12%	11%
出厂价 (美元/辆)	4905	6408	6536	6666	6800	6936	7075	7216	7360	7508
YOY		31%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
美国球场外LSV市场规模 (亿美元)	9.8	17.9	25.9	34.2	42.7	51.6	60.9	70.5	80.5	90.8
YOY		83%	44%	32%	25%	21%	18%	16%	14%	13%

# *PART 3*

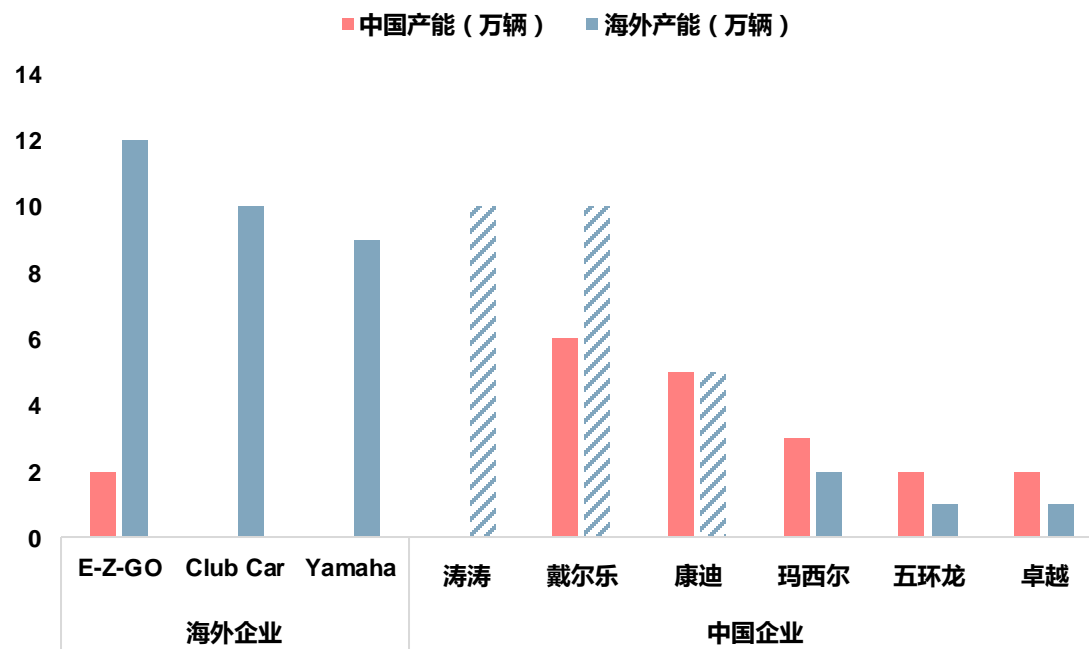
**竞争格局会如何变化？**



# 产能：从三巨头走向多极扩张，中国企业积极布局海外产能

➤ 传统三巨头产能基本稳定，中国厂商积极在海外建设和爬坡产能。E-Z-GO、Club Car、Yamaha世界三大厂商的年产能稳定在8-15万辆之间，近年以结构优化和提价为主，并未出现大规模新增产能，且Club Car已将中国产能出售给中国企业。与此同时，双反和关税政策变化后，中国企业积极在海外设厂并稳步提升产能，涛涛、戴尔乐、康迪、玛西尔、五环龙、卓越等厂商已经实现在海外工厂向美国市场出货，并且未来产能将继续增加，缩小与海外巨头的差距，甚至超越其产能规模。

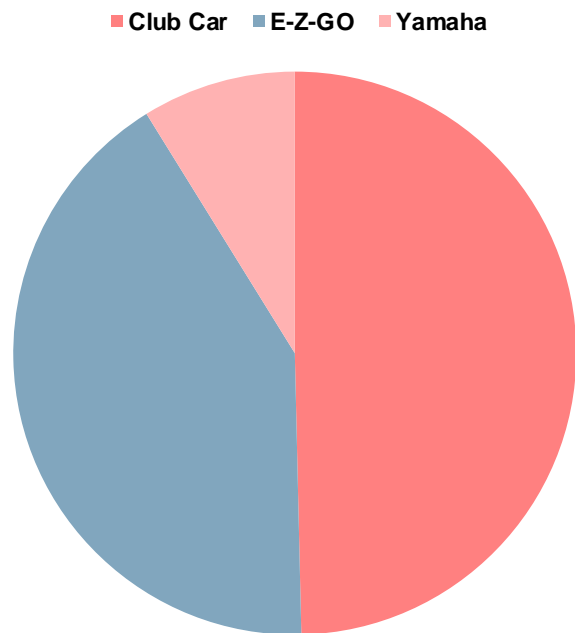
图：海外和中国企业的产能布局情况



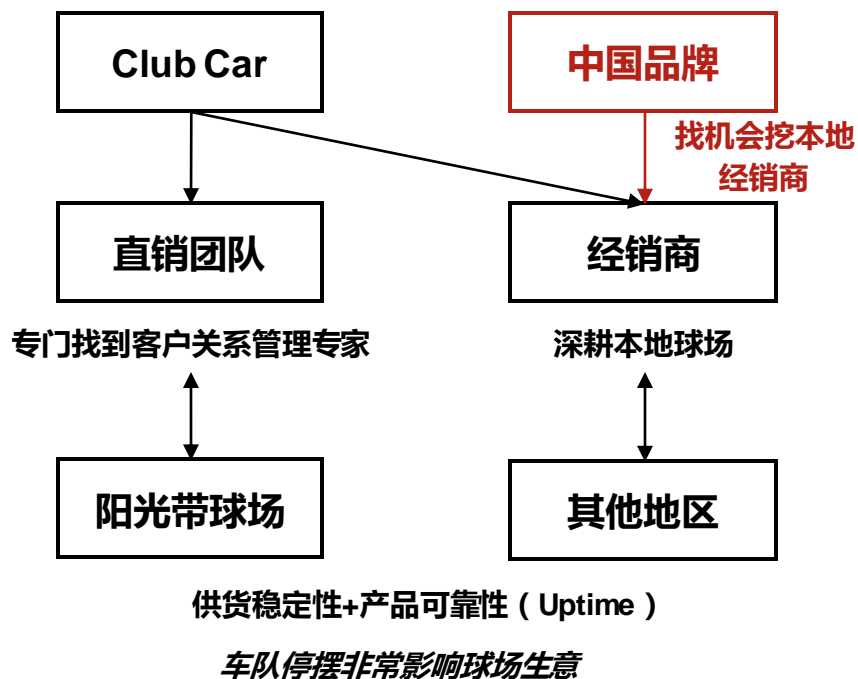
# 球场内市场：三大品牌寡头垄断，中国企业有长远拓展计划

➤ 球场内市场呈现寡头垄断格局，中国企业有望突破。由于高尔夫玩家多数是富人群体，对豪华品牌的忠诚度较高，因此三大品牌基本上垄断球场内市场，Club Car、E-Z-GO均占据40%-50%市场份额，两家美国品牌主要运营偏中高端球场、私营俱乐部，品牌+关系更强；Yamaha占据10%左右，目标市场偏中低端、公共球场、市政场，以价格和运营成本更敏感的客户为主。随着中国企业开始进入美国球车市场，品牌知名度显著提升，未来有望实现突破，凭借性价比优势进入球场内细分市场。

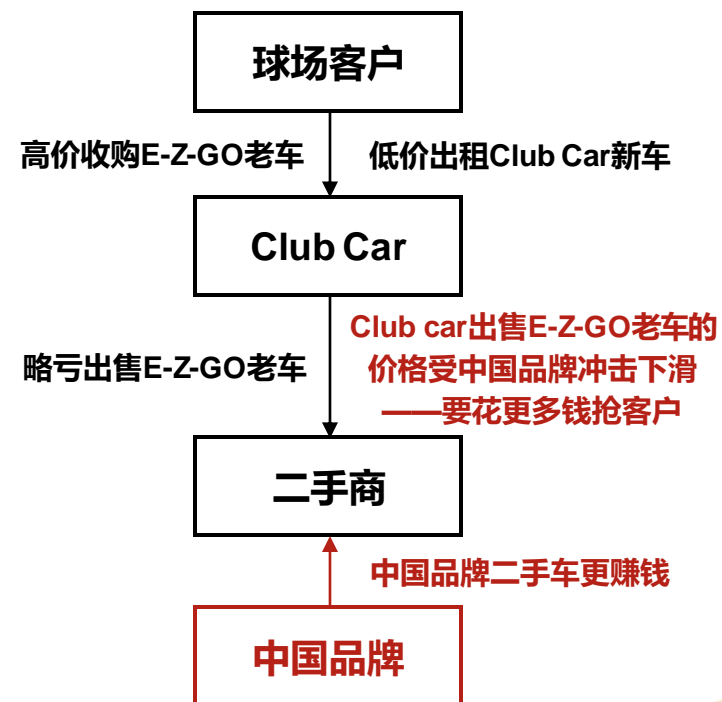
图：球场内市场三大品牌份额测算



图：球场内生意与客户的关系是最重要的



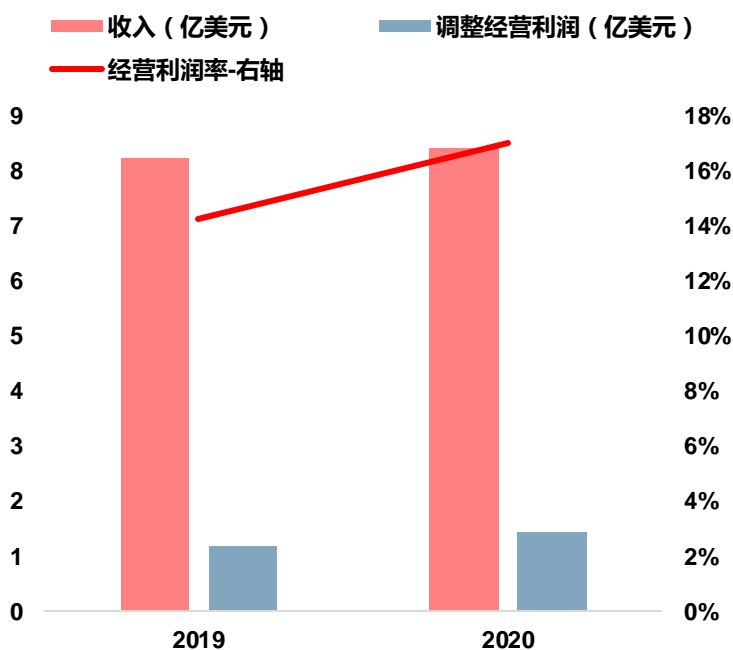
图：通过高价收购二手车抢客户



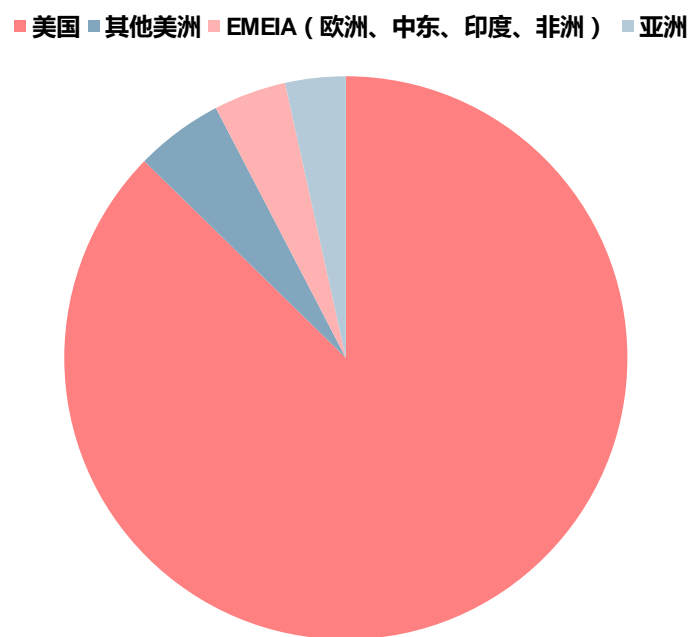
# Club Car : 收入稳定+盈利稳健，PE控股下以提价和结构优化为主

➤ 行业需求上升收入规模稳定，PE收购后更看重盈利和现金流。2019-2020年Club Car收入约8亿美元，行业需求增加推动收入进一步增长至接近10亿美元，但近两年消费型球车出货预计双位数下滑。此外，2021年Platinum Equity以约17亿美元收购Club Car (EV/Sales ≈ 2X)，股东结构决定经营上更偏重利润率和现金回报，未来也不太可能通过大幅降价抢份额，并且收购Garia、Melex等小型品牌，主要是补强欧洲街道合法LSV和工业车细分市场，更像是“高端+细分”方向的结构优化。

图：英格索兰SVT收入和利润表现



图：英格索兰SVT的收入地区结构



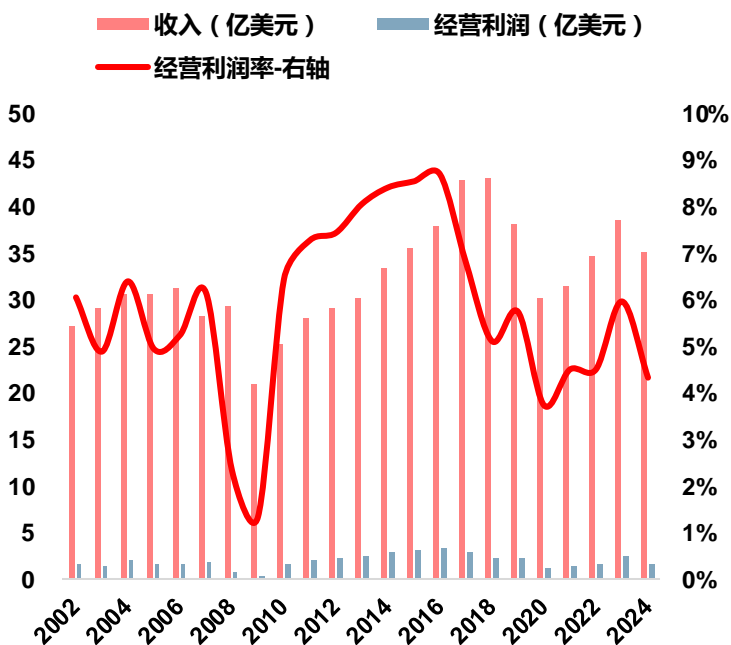
表：Club Car的出售和收购其他品牌

年份	收购方	目标公司 / 业务单元	EV (亿美元)	Sales (亿美元)	EV/Sales
1995	Ingersoll Rand	Club Car			
2021	Platinum Equity	Club Car	16.80	8.40	2.0X
2021-2022	Club Car	Garia A/S			
2021-2022	Club Car	Melex			

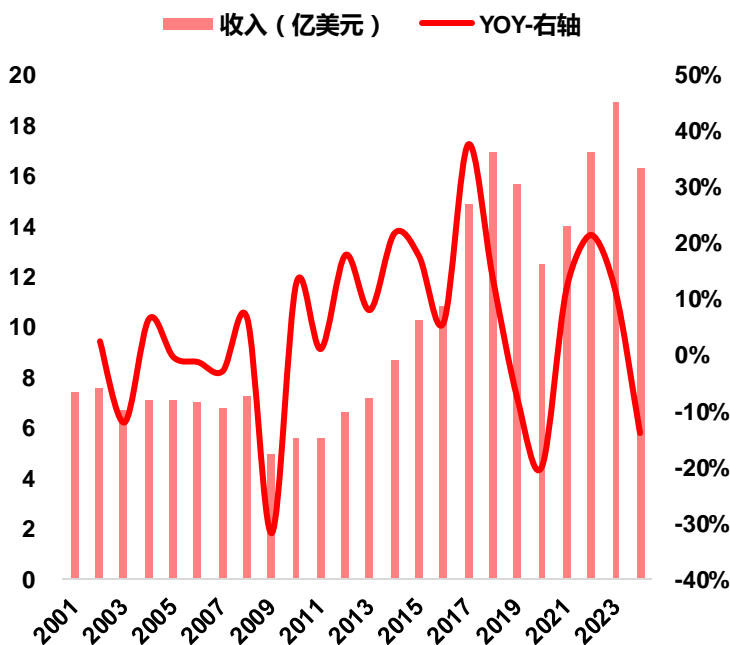
# E-Z-GO：去库导致量额明显下滑，缺乏扩张动力

➤ **出货量持续下行，收入已出现双位数下滑。**金融危机后，E-Z-GO收入维持高速增长，2021年行业需求爆发后规模进一步扩大，收入规模达8亿美元，拉动Industrial业务利润率提升，随后高尔夫球车出货量自2023Q2高点回落，当前仍处在去库存阶段，2024年起TSV季度收入同环比持续下降。同时均价已处于历史高位，并且增速转负，难以再靠提价驱动收入增长。Industrial业务的经营利润率较低，可能影响E-Z-GO的价格策略，导致其更偏向稳价保利而非以价换量，为中国品牌在中低价位段留下空间。

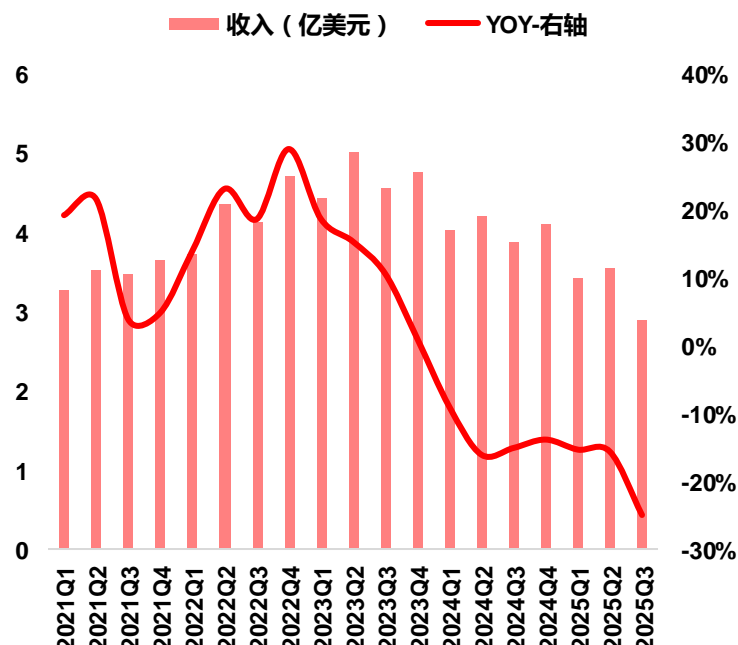
图：Industrial业务收入和利润表现



图：TSV收入及增速变化



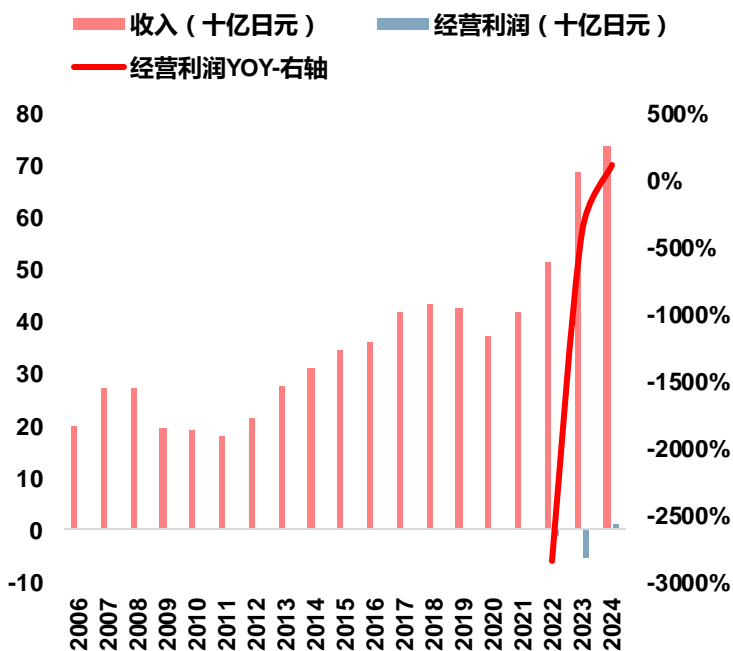
图：2024年以来TSV收入同环比整体下滑



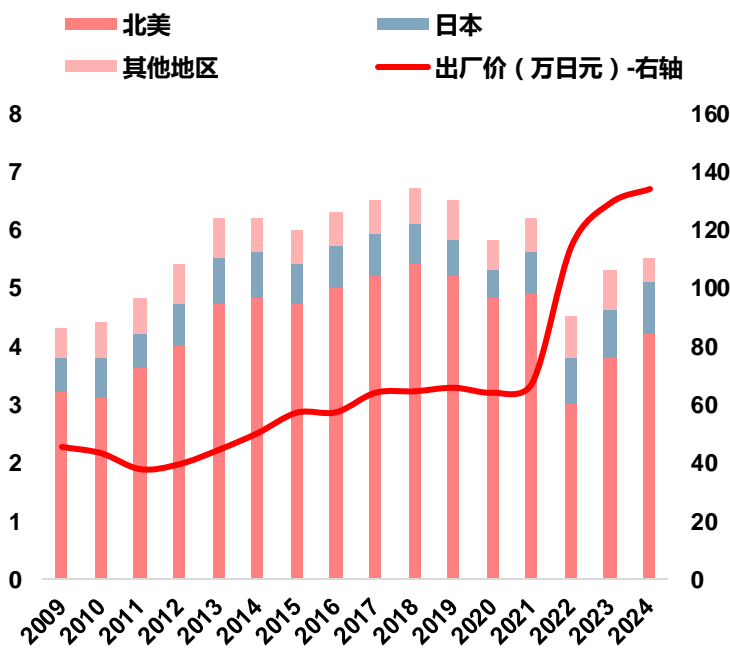
# 雅马哈：低速车推动均价收入增长，经营情况明显恶化

➤ **低速车拓展推动价格和收入快速增长，近期出现大幅亏损。**雅马哈此前球车主要覆盖北美市政等中低端球场，以及日本本土和海外其他地区的球场，出厂价为50-60w日元（3-4k美元）；2022年随着美国短途出行需求的爆发，电动低速车成为雅马哈球车业务的增长重点，出厂价上涨至110-140w日元（7-9k美元），也推动整体收入增长至700亿日元（4.5亿美元）左右。但2023Q4以来，收入和利润出现明显下滑，2025前三季度OLV业务亏损340亿日元（2.2亿美元），经营情况迅速恶化。

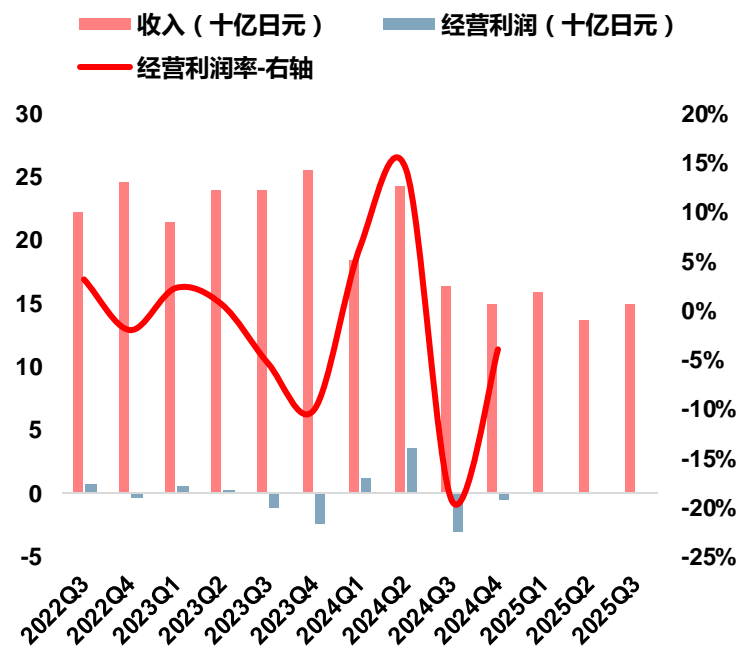
图：高尔夫球车收入和利润表现



图：高尔夫球车的出货量地区结构及出厂价



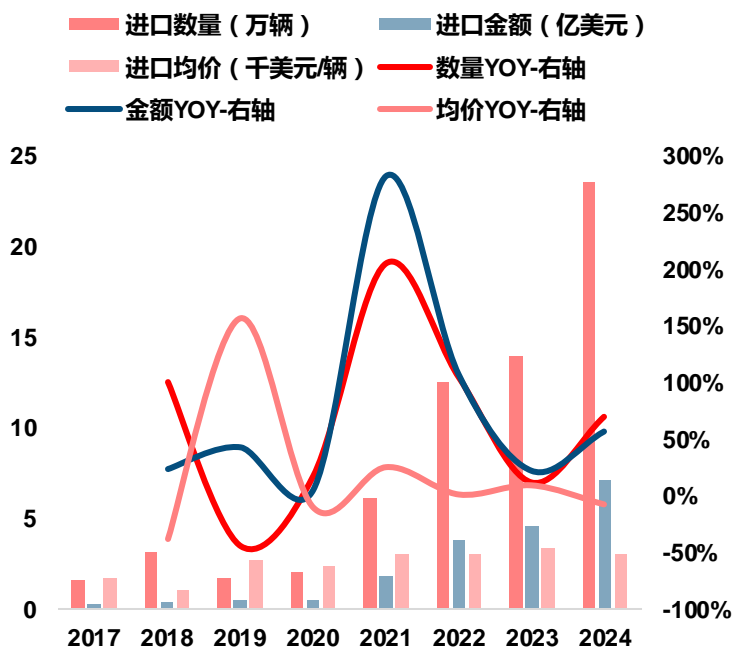
图：近几年季度收入明显下滑，并且出现亏损



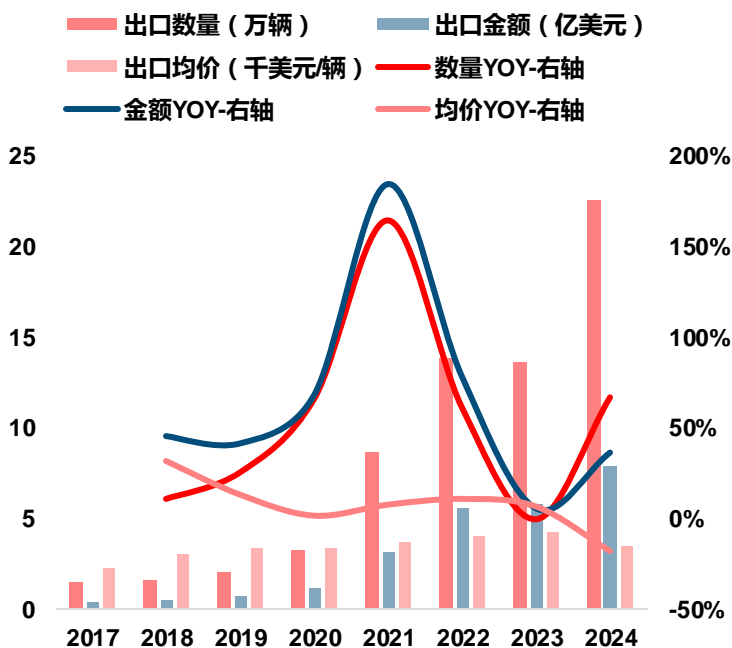
# 球场外市场：2021年美国需求爆发，中国出口规模高增

➤ 美国低速车需求CAGR达80%+，中国供给比例超80%。疫情催生各种短途出行工具，叠加美国现金补贴等政策的实施，电动低速车需求出现爆发式增长，锂电池电动高尔夫球车进口数量从2021年前的2万辆左右快速增长至2024年的23万辆以上，进口数量及金额CAGR均超85%。中国厂商凭借稳定的供应链、高性价比的配置抢占美国市场需求，所有动力类型的高尔夫球车出口美国数量从2万辆左右增长至22万辆以上，球场外细分市场的份额超过80%，并且主要集中在沿海省份的头部企业。

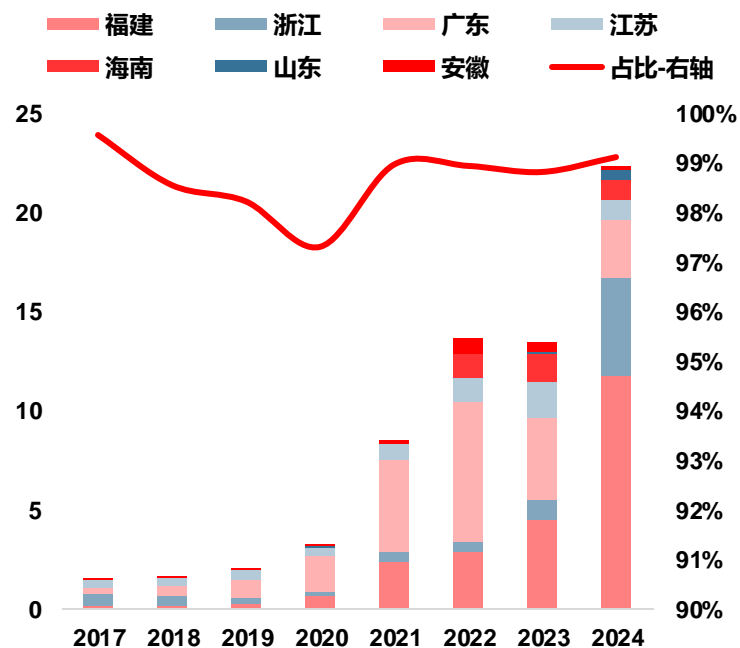
图：美国锂电池电动高尔夫球车进口情况



图：中国高尔夫球车出口美国情况



图：沿海省份头部企业的出口份额极高



# 球场外商用场景：定制化要求更高，竞争格局出现变化

➤ 本质是“方案+改装”的工程车生意，中国品牌开始抢占份额。工作场地买的是整套行李车、餐车、工程车方案，而不是标准球车，因此需要在球车基础上进行改装。目前Club Car、E-Z-GO、Cushman、Yamaha等传统厂商仍处在领先地位，同时Toro、Deere等设备商也参与竞争，中国品牌整体抢占10%-15%份额，例如戴尔乐的Evolution Turfman系列依靠锂电+低价撬预算紧张客户，后续上量需要强化定制能力，争夺有资源的经销商，同时维持工厂和供应链的成本优势。

表：商业用车的竞争要素以及中国厂商未来的机会点

要素	竞争维度	传统厂商的情况（以Club Car为例）	客户什么决策？	中国厂商的机会（以涛涛为例）
渠道	渠道关系网络	长期深耕高校、市政、度假村、工业园，和设施管理/采购有稳定合作，订单高度“路径依赖”	更偏向“跟熟悉的品牌+熟悉的人做生意”，不愿为新品试错	涛涛缺少有资源的经销商和前台关系，需优先绑定区域龙头经销商或挖有高校/市政资源的销售，从少数示范项目做突破
	经销商能力与利益	大经销商往往同时代理多品牌，但被头部厂商强控政策和陈列，利润空间有限，抱怨已有但可替代性弱	高度依赖本地经销商做售后、临时租车、方案落地	涛涛可以通过更高毛利、较少绑架条款换取经销商端资源，但前提是供货和质量不能砸经销商的长期口碑
产品	可靠性与耐用性	Club Car铝车架、防腐做工在沿海/高湿环境有明显口碑 传统厂商在底盘、悬挂等基础件成熟度高	看3-5年高强度使用下的uptime，而不是单次体验	涛涛价格具备优势，但必须拿出在沿海、重载场景下的耐久数据，否则容易被锁定在“low-end / 轻工况”
	产品定制化	Club Car拥有体系化定制能力，可覆盖客房车、餐车、翻斗车、工程车、LSV工程车等多场景	客户希望“一家供货解决多种用途”，减少内部协调成本	涛涛当前标准车难以满足复杂定制需求，需要通过本地改装厂、模块化上装等方式补齐，否则主要吃预算盘、难吃方案盘
	价格	商用端竞争激烈，传统厂商在有品牌溢价的前提下仍需频繁打折，利润率显著低于ToC	高校、市政等预算刚性，先筛价格，再看方案	涛涛和其他进口品牌在裸价上具备20%-50%折扣空间 美国工厂能否维持成本优势是关键；中长期要从“低价替代”升级为“高性价比方案”
获客打法	商业模式：租赁/二手车	传统厂商可提供车队打包+租赁/融资，部分具备二手车渠道，但商用端成熟度低于球场车队	看总持有成本（TCO），包括月供、残值、二手变现便利度， <b>比球场更敏感</b>	国产品牌现阶段以卖断为主，可通过与租赁公司/二手商合作，提供轻量化融资方案，但议价权弱、需要时间积累残值曲线
	销售	商用业务本质是“主动开发型销售”，需要持续上门教育客户；很多厂商内部更偏爱“省心”的高尔夫/ToC	客户更愿意与能协助梳理需求、设计方案的团队合作，而不只是听报价格表， <b>比球场要求更琐碎</b>	需要搭建B2B BD能力，可与经销商联合拜访、让经销商站前台、自己做方案后台

# 球场外家用场景：消费者关心售后和产品质量，品牌不是唯一标准

➤ 消费者决策更看重售后和产品质量而非品牌，中国企业存在抢占份额的空间。根据Reddit数据，我们发现消费者在讨论和决策时，更关心球车的配件服务支持、产品质量和可靠性两个维度，二者是决定好评或差评的核心因素，品牌偏好的比例较小。同时，在配件服务支持方面，消费者核心关注当前和长期的配件可得性、经销商维修网络、维修难度与标准化、质保流程，以及厂家/客服响应能力等服务要素。因此，中国企业可以依靠高品质产品、完善的经销渠道和售后网络布局抢占市场份额。

表：配件服务支持和产品质量是消费者最关心的决策因素

表：在配件服务支持方面，消费者关心什么？

评价	比例	负面评论	正面评论	角度	谈论较多的点
Parts/Service/Support	33.8%	8.1%	27.5%	配件可得性（当前）	当下更换易损件（轮胎、电池、灯、电控等）是否容易买到，本地有没有现货
Quality/Reliability	25.4%	62.1%	17.7%	配件可得性（长期）	5-10年后品牌是否还在、是否有兼容副厂件，车不会因为“小零件绝版”被迫报废
Brand preference (general)	9.9%	14.4%	11.1%	经销商 / 维修网络	附近是否有多家经销商和独立修理店可以选择，而不是只能依赖一家经销商
Performance/Power/Range	9.0%	2.4%	31.7%	维修难度与标准化程度	核心电气、控制器、线束是否采用通用方案，普通球车修理店是否看得懂、愿意接
Features/Comfort/Aesthetics	8.9%	3.7%	42.0%	质保流程清晰度	是否有书面保修条款、明确的 claim 流程和责任主体，而不是只靠销售口头承诺
Price/Value/Resale	5.1%	4.3%	21.3%	厂家 / 客服响应能力	出问题时能否联系到厂家或技术支持，回应是否及时、有实质解决方案
Safety/Fire/Risk	4.2%	26.3%	10.5%		

# 性价比：主流品牌的两座车，国产品牌配置更好价格更低

➤ **两座车**：中国品牌定价9k美元左右，相比海外品牌普遍便宜20%-30%，并且通过高配置（彩屏、空调、音响等）吸引社区用户。

表：球场外电动低速车的增长驱动力

品牌	代表车型	动力	最高车速	核心定位	新车价格
Evolution / 戴尔乐	Classic 2 Plus	5 kW AC电机；51.2V 105Ah ECO 锂电（或110Ah Li-ion / LiFePO <sub>4</sub> ），标配车载充电器	≈25 mph	主打锂电、25 mph、彩屏/倒车影像等，社区通勤 + 度假为主	US\$7k-9k
DENAGO / 涛涛	Nomad XL	5 kW AC电机；48/51.2V 105Ah 锂电（LiFePO <sub>4</sub> ），400A控制器	≈25 mph	新兴LSV品牌，主打高配置大屏 + 高性价比，社区/度假场景，更多是2+2家用	US\$8.5k-9.5k
ICON / 绿通	i20	5 kW三相高扭矩AC电机；51V 105Ah ECO 锂电；450A控制器	≈25 mph	“高配两座LSV”，主打性价比 + 高配置（大屏、倒车影像等），家庭 + 球场周边出行	US\$10k-12k
Yamaha	Drive2 PTV	QuietTech EFI汽油机；或48V AC电机 + 铅酸 / PowerTech锂电	≈19 mph	日系“可靠静音”路线，偏球场 + 度假社区场景	US\$10k-14k
E-Z-GO	RXV 2 / Freedom RXV	48V AC电机；可选富液铅酸或ELiTE锂电亦有EX1汽油版	≈19 mph	经典美系PTV / 球场 + 封闭社区用车，多电源可选	US\$11k-15k
Club Car	Onward 2 Passenger	48V电机；可选富液铅酸或锂电；亦有429cc EFI汽油机	≈19 mph	偏“高端高尔夫+社区玩乐”，外观/内饰更精致	US\$11k-13k
Star EV	Sirius 2	4 kW AC电机；48V系统；可选Star Smart LiFePO <sub>4</sub> （80-210Ah）或8×6V Trojan铅酸	≈19 mph	美式“豪华LSV”，强调液晶大屏、氛围灯、音响等，定位高端社区 + 街道通勤	US\$13k-17k



# 性价比：主流品牌的多座车，国产品牌配置更好价格更低

➤ **多座车**：美国主流为4座，中国品牌也有布局6座和8座车型，满足家庭和社区多人出行需求，同等配置下价格相比海外品牌普遍便宜20%-30%，并且高配车型具有智能中控、倒车影像、蓝牙音乐，部分支持OTA升级（国际品牌需额外付费）。

表：球场外电动低速车的增长驱动力

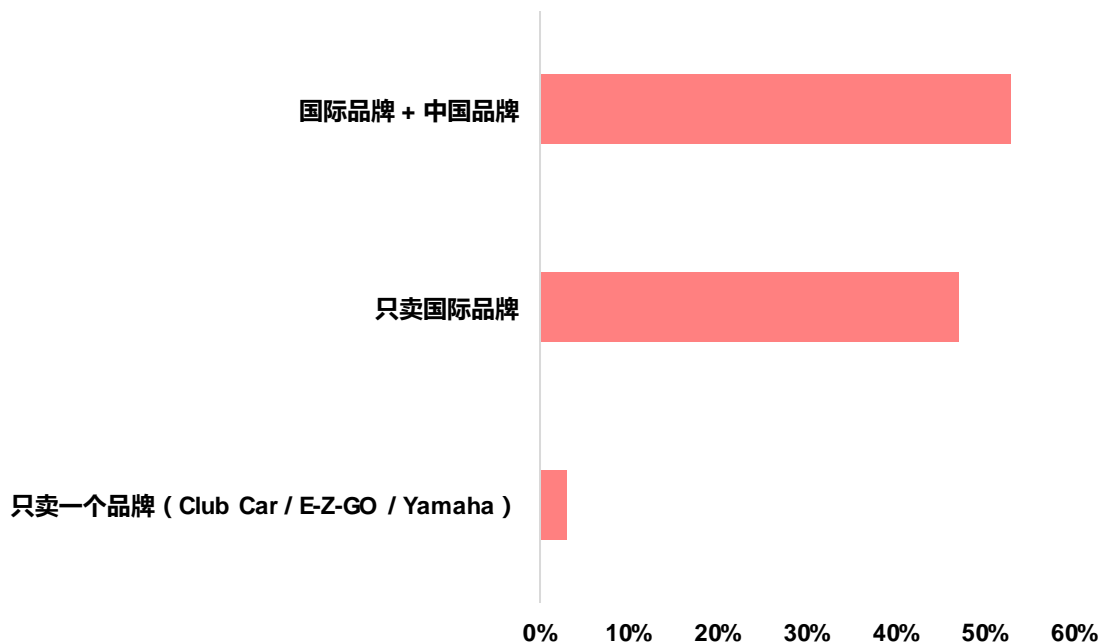
品牌	代表车型	动力	最高车速	核心定位	新车价格
Evolution / 戴尔乐	Classic 4 Plus	5 kW AC电机；48V 110Ah锂电	≈25 mph	入门锂电四座LSV，社区/度假为主	US\$8k-9k
DENAGO / 涛涛	Nomad XL ( 2+2 )	5 kW AC电机；48/51.2V 105Ah锂电	≈25 mph	高配置四座LSV，社区/度假场景	US\$9k-10k
ICON / 绿通	i40	5 kW三相AC电机；51V 105Ah锂电	≈25 mph	“高配四座LSV”，家庭+球场周边出行	US\$10k-12k
Yamaha	Drive2 Adventurer Sport 2+2	QuietTech EFI汽油 / 48V AC电机+铅酸或锂电	≈19 mph	日系四座PTV，偏球场+度假社区	US\$12k-14k
E-Z-GO	RXV 4 / Freedom RXV 4	48V AC电机；铅酸或ELiTE锂电；EX1汽油	≈19 mph	经典美系四座PTV，球场+封闭社区	US\$13k-15k
Club Car	Onward 4 Passenger	48V电机；铅酸或锂电；EFI汽油	≈19 mph	高端四座PTV，高尔夫+社区玩乐	US\$13k-16k
Star EV	Sirius 4	4 kW AC电机；48V系统，铅酸或锂电	≈25 mph	美式“豪华四座LSV”，高端社区+街道通勤	US\$14k-18k



# 渠道：经销商高度分散+多品牌共存，新品牌有争夺机会

➤ 经销商普遍多品牌经营+销量门槛不高，引入新品牌的意愿较强。美国绝大多数门店同时经营国际三巨头+中国品牌，只做单一品牌的经销商极少，传统品牌对LSV渠道的独家绑定能力有限。头部经销商掌握区域话语权，少数头部集团年销量可达5000辆，覆盖1-2个州；大型消费端经销商年销600-1000辆，集中在阳光带核心市场，成为国际品牌与中国品牌争夺的关键渠道；小型社区店30-40辆即可维持运营——“卖两辆车基本可以覆盖一个月房租”，经销商对引入新品牌、新车源的意愿较强。

图：大部分经销商同时卖国际品牌和中国品牌



图：大部分经销商每个月卖十几辆车就能持续经营下去

经销商类型	年销量区间 (辆)	地理范围
头部经销商	~5000	覆盖1-2个州
大型消费端经销商	600-1000	太阳带核心市场
典型经销商	~200	全国典型经销商画像
小型社区经销商	30-40	社区店 / 创业门店
蒙大拿创业案例 (三兄弟)	150	6个月扩到5家店的故事

# 渠道：品牌的生存之道是与经销商共赢，中国企业对经销商友好

➤ 经销商会优先推利润高、供货顺、合作舒服的牌子，LSV兴起后经销商门槛显著降低。国际品牌的经销商利润率低，且门槛要求高，DENAGO等中国企业的品牌主要走合作共赢+情感绑定的路线，DENAGO+TEKO双品牌也是为了减少经销商之间的倾轧。此外，经销商门槛显著降低，之前的经销商是要大展厅、大库存、车队/配件KPI、抵押品，现在经销商规模显著更小，0辆车+140m<sup>2</sup>门店+会经营独立站/Facebook/Instagram（S&M投入的85%左右）就足够。

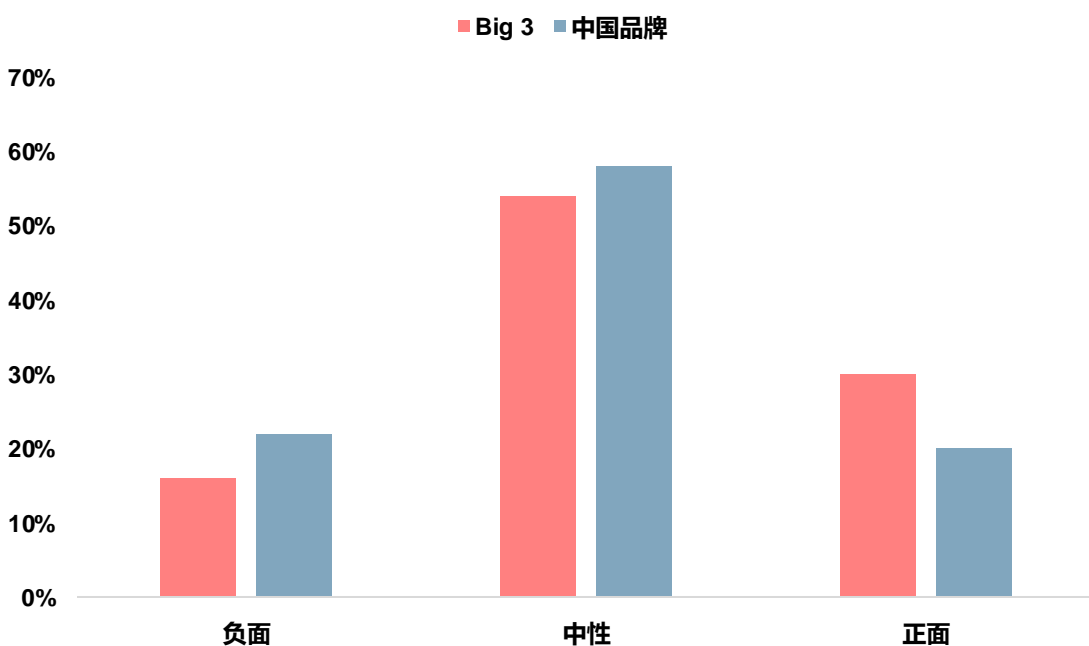
表：中国企业对经销商更友好

品牌	首批货	启动资金	店面/设施要求	运费政策	单车经销毛利率	厂商运营	KPI考核
Club Car / E-Z-GO	多车型 + 配件配套 (≥ 20-30辆)	≈50-100万美元以上	大型展厅 + 库房 + 维修间 + 拖车队, 团队配置完整	按照距离计费, 经销商自负, 200-800美元/台不等	18%	资产 / 经验 / 区域严格审批 + KPI精细考核	UVO年度销量、配件销量、配件搭载率, 达标给每辆50 / 75 / 100美元返利
Evolution	≈6.5-7万美元 (10辆)	≈8-12万美元	≈140m <sup>2</sup> 展厅 + 基础维修工位	统一运费200美元	25%-30%	门槛低、铺点密, 对经销商压价 + 内斗争议较大, 经销商对他们评价较差	基本不设KPI, 核心目标就是“抢市场份额, 尽量多铺货”
DENAGO	≈6.5-7万美元 (10辆)	≈8-12万美元	≈140m <sup>2</sup> 展厅 + 基础维修工位	统一运费200美元	25%-30%	严选优质经销商, 强调长期合作与关系经营	
其他进口 / 中国小品牌	≈5-7万美元	≈7-10万美元	小展厅 + 简易维修区	-	25%-30%	准入宽松, 管理和培训有限, 质量 / 售后分化较大	

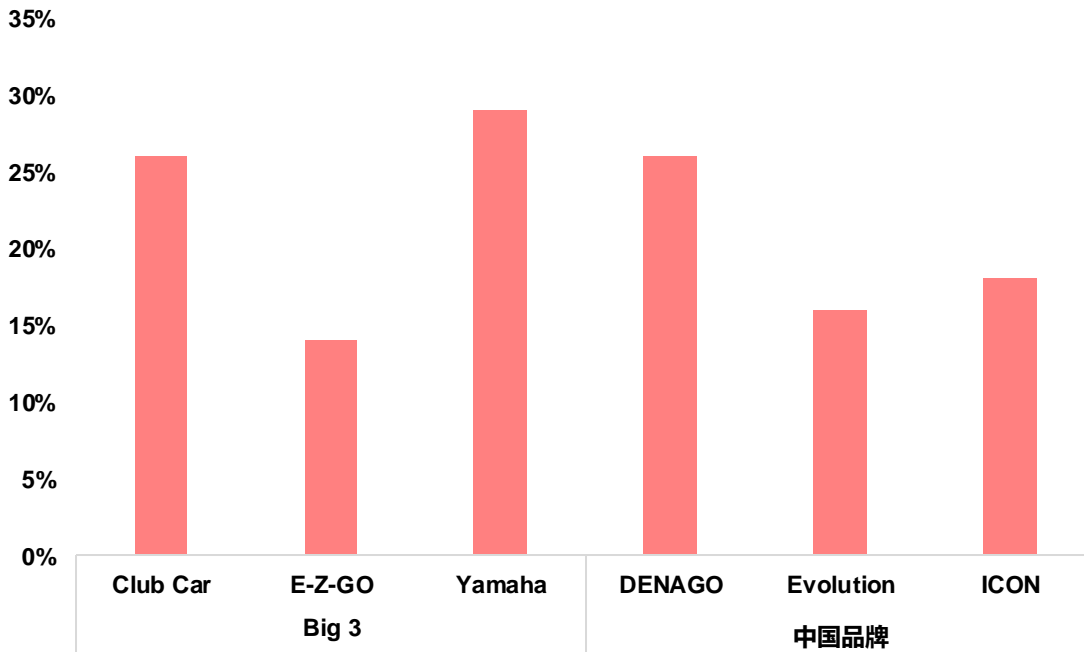
# 口碑：美国消费者仍更偏好国际品牌，但中国品牌口碑明显改善

➤ 美国高尔夫球车消费者更偏好Big 3，中国头部品牌好评率接近国际品牌。根据Reddit球车社区相关的1300多条评论，我们发现中国品牌的正面评价占比相对Big 3低10pct，中性评价占比高4pct，负面评价占比高6pct，美国消费者仍然更偏好国际品牌。此外，对比单一品牌来看，Club Car、Yamaha、DENAGO的好评率超过25%，表明中国头部品牌的口碑已经接近Big 3，未来仍有改善空间。

图：未发现Big 3与中国品牌在口碑上有显著差异



图：中国品牌的好评率与Big 3不相上下



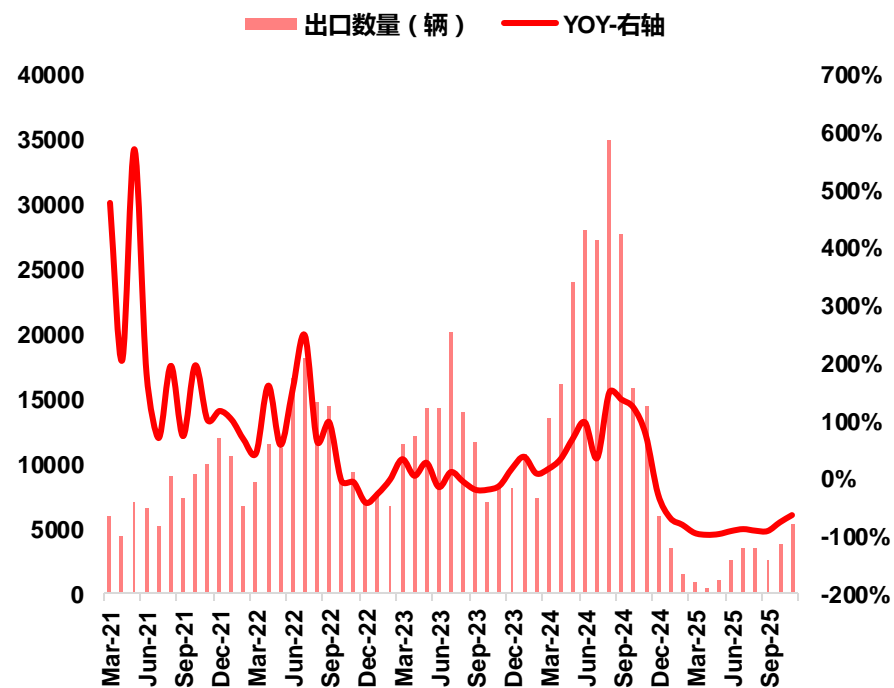
# 产能出清：美国对中国低速车双反，中国产能快速出清

➤ **美国对华LSPTVs双反且追溯征税，中国出口规模大幅减少。**2024年7月，美国商务部对进口自中国低速个人交通工具发起反倾销和反补贴调查；2025年8月，ITC终裁认定中国LSPTVs进口对美国本土产业造成实质性损害，为征税命令提供依据。自2024年11月以来，中国出口美国高尔夫球车数量快速降至每月1w辆以下，2025M1-M11出口数量仅有2.82万辆，同比下滑87%，只有本土产能的中小企业被迫退出美国市场，但是对有海外产能布局的涛涛等头部企业反而是利好。

表：美国对华低速个人交通工具（LSPTVs）反倾销、反补贴核心裁定概况表

裁定类型	关键时间节点	追溯征税时段	临时措施失效期
反倾销税 (AD)	2025.6.23初裁→2025.8.4ITC终裁→2025.8.12《联邦公报》发布	1. 2024.11.1-2025.1.29 (除戴尔乐) 2. 2025.1.30起 (含戴尔乐)	2025.7.29-ITC终裁发布前
反补贴税 (CVD)	2024.12.6初裁→2025.6.23初裁修正→2025.8.12《联邦公报》发布	2024.9.7-2024.12.5	2025.4.5-ITC终裁发布前

图：中国出口美国高尔夫球车数量快速下滑



表：反倾销税修正后税率表（左）、反补贴税税率表（右）

企业 / 主体类型	生产商名称	抵消后税率 (%)	备注	企业 / 主体类型	企业名称	从价补贴率 (%)	备注
强制应诉企业	广东绿通	119.33	存在临界情况，追溯征税适用	强制应诉企业	广东绿通	31.45	-
强制应诉企业	厦门戴尔乐	312.54	无临界情况，11.1-1.29不追溯	强制应诉企业	厦门戴尔乐	44.38	-
未单独审查的单独税率企业	共38家	292.00	存在临界情况，追溯征税适用	其他列名企业	河北机械	691.58	基于不利事实推论
				其他列名企业	山东奥德斯	691.58	基于不利事实推论
中国全国统一税率	-	478.09	基于不利事实推论，存在临界情况	其他所有未列名企业	-	41.14	通用税率

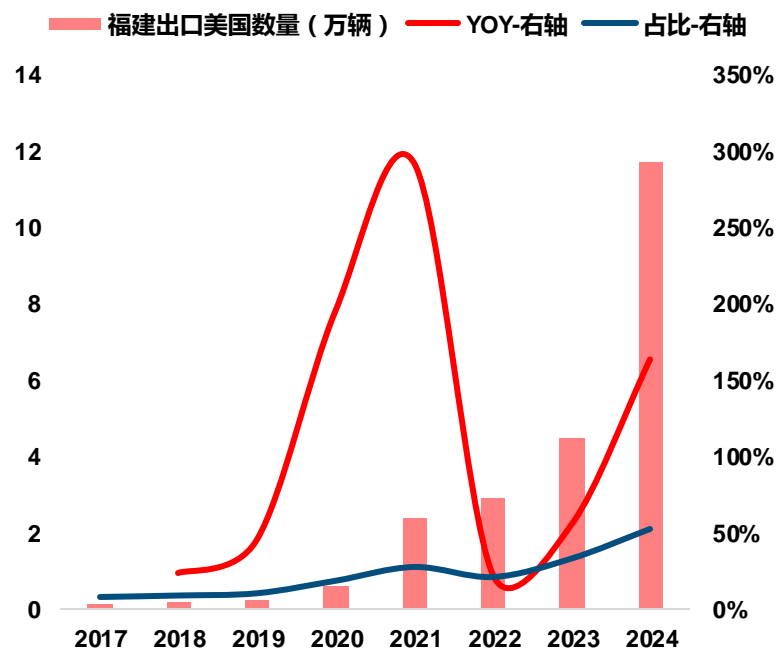
# 戴尔乐：产品矩阵完善，系双反前国产主力品牌

➤ 旗下Evolution品牌产品矩阵完善，双反前出口规模占比超50%。戴尔乐旗下Evolution品牌拥有2座、4座平底（Classic）、4座升高（Forester）、6座/Utility（Carrier + Turfman）产品，再叠加新一代D5平台，覆盖社区、营地、酒店接驳等主流场景，主力车型定价约US\$7.5k-11k，在锂电+合法上街的前提下，整体较国际品牌同级产品便宜一个档位，得到美国市场认可，2024年福建出口美国高尔夫球车数量达11.7万辆，占全国出口比重超过50%，双反后本土出口规模减少，目前正在布局海外产能。

表：戴尔乐Evolution品牌的主要车型

型号	座位数	动力系统	最高车速	能否合法上路	定价	核心定位/卖点
Classic 4 Plus	4座	48V锂电（≈105Ah）+ 6.3kW AC电机，400A控制器	≈20mph	LSV版 / 原厂板上可上25 mph（≈40 km/h）LSV	≈US\$7.5k	入门级4座“球场+社区”代步车，传统平底平台
Forester 4 Plus	4座	48V锂电（≈110Ah）+ 6.3kW AC电机，400A控制器	≈25mph	官方提供完整 LSV Package（VIN、DOT挡风玻璃、安全带、四轮碟刹等）可注册上路	≈US\$8.0k	升高底盘4座越野风，PTV / LSV双认证，兼顾球场和社区道路
Carrier 6 Plus	6座	48V锂电 + 6.3kW AC电机，400A控制器	≈19-22mph	提供street-legal / LSV Package（VIN、安全带、灯光等）可作为6座LSV/NEV上路	≈US\$9.6-10.5k	6座家庭 / 度假村 / 酒店接驳车，空间最大的选择
Turfman 800	2座+货箱	48V锂电 + 6.3kW AC电机，400A控制器	≈19mph	多系统街用版street-legal Utility LSV，可上路	≈US\$10.0k-11.0k	2座 + 大货箱商用utility车，面向园区、工地、草地后勤
D5 Ranger 4	4座	48V锂电（≈110Ah）+ 6.3kW AC电机，400A控制器	≈25mph	新一代D5平台全系LSV / NEV设计，标配安全带、VIN、灯光等	≈US\$10k+	高配4座LSV，主攻高端社区 / 度假村，“类家用车”体验

图：戴尔乐出口规模及份额快速提升



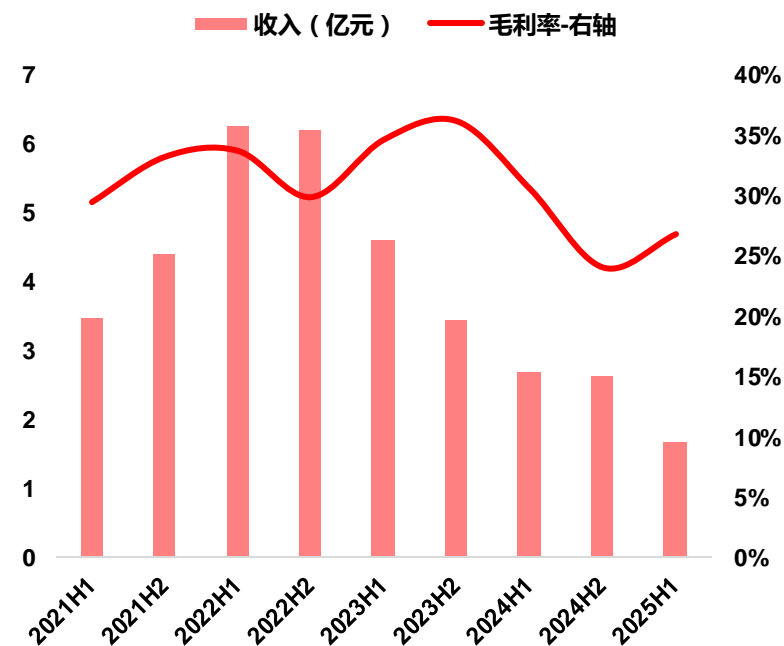
# 绿通：以美国客户代工业务为主，客户竞争力减弱导致收入下滑

➤ 美国客户ICON走量+Epic高端，近年竞争加剧导致收入利润下滑。公司客户系美国本土品牌ICON，其主力车型定价约US\$10k-14k，高端系列Epic提升到US\$11k-15k，通过“平价+豪华”双品牌组合覆盖中高端PTV/LSV客户，同时把整体价锚拉近美系品牌。但受市场竞争加剧影响，客户出货规模和市占率有所下降，因此绿通高尔夫车业务在2022年收入见顶后持续萎缩，毛利率从35%左右降至25%左右。

表：ICON/EPIC品牌的主要车型

型号	座位数	动力	最高车速	定价
ICON i40	4座	51V 105Ah ECO锂电 + 5kW AC电机, 450A控制器	PTV版~19 mph ; LSV版可至25 mph	~US\$10k
ICON i60L	6座	同系51V 105Ah锂电 + 5-5.5kW AC电机, 350-450A控制器	~25 mph (典型LSV设定)	~US\$13k-14k
EPIC E40	4座	51V 105Ah ECO锂电 + 6.3kW AC电机, 450A控制器	~25 mph (带Turtle模式15 mph)	~US\$11k-13k
EPIC E60	6座	同系51V 105Ah ECO锂电 + 5kW AC电机, 四轮碟刹	~25 mph, 续航40-60英里 (视电池与工况)	~US\$13k-15k

图：绿通高尔夫球车业务收入及毛利率下滑



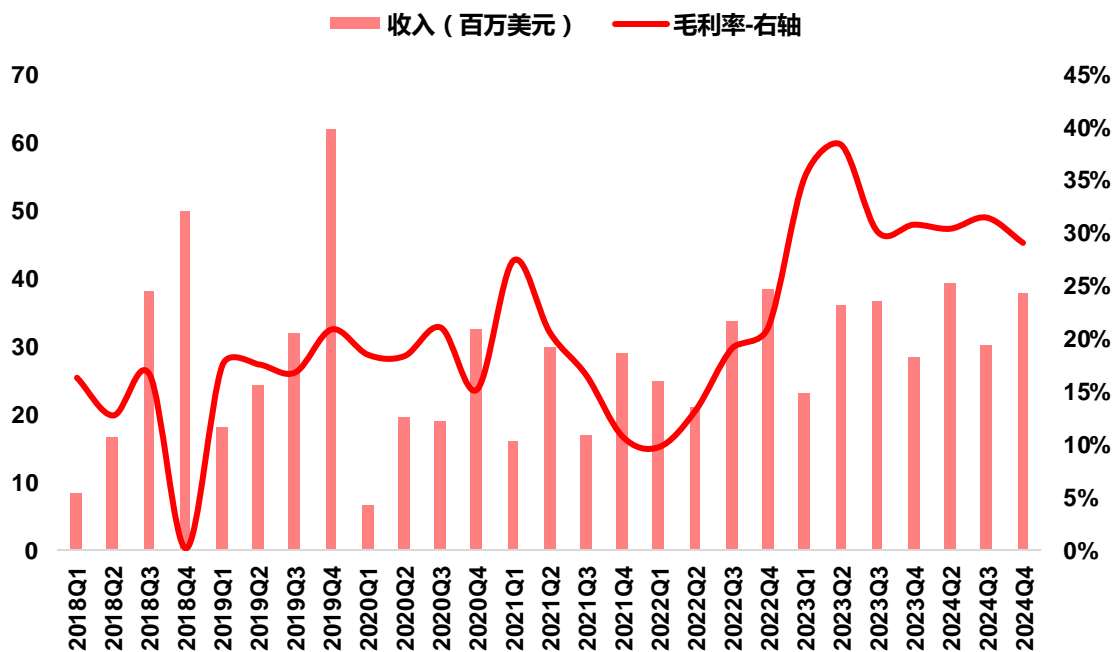
# 康迪：产品线逐渐丰富，毛利率整体提升

➤ **产品线不断延伸，2020年以来收入和利润率持续提升。**康迪布局多品类电动娱乐车平台，产品线从高尔夫球车延伸至UTV、卡丁车和迷你摩托，但单一细分市场的占有率有限，2025年5月其美国德州工厂正式投产，并且后续有美国扩产以及东南亚建厂规划，产能和市占率有望进一步提升。随着美国LSV需求快速增长，2020年以来康迪整体收入规模和毛利率持续提升，高尔夫球车收入预计达4亿元，毛利率中枢抬升至30%+。

图：各类车型和平台均有布局



图：康迪近年收入规模整体增长，毛利率明显提升



# *PART 4*

**涛涛的竞争优势和成长空间？**



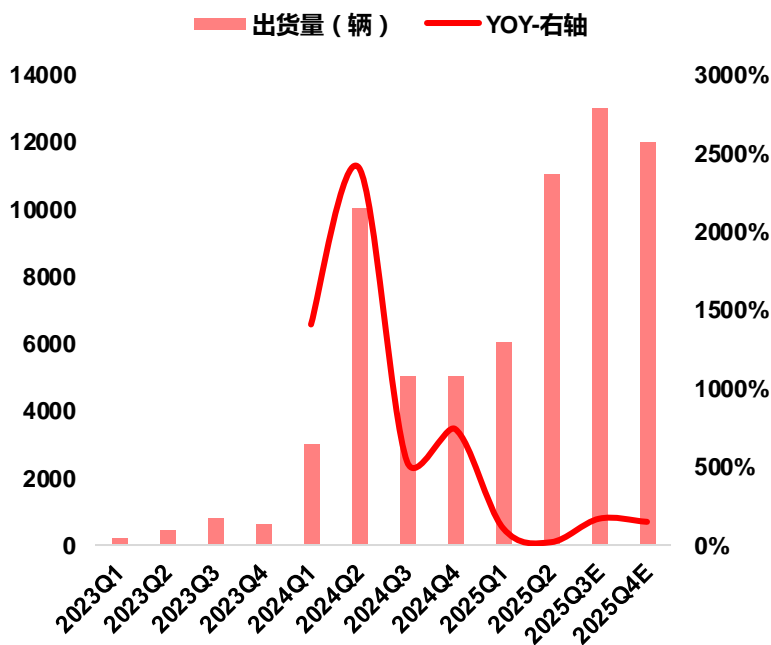
# 产能：以“北美制造+”为核心，海外多地产能布局领先

➤ 涛涛较早启动海外产能布局，产能爬坡领先其他中国企业。2021年起公司开启东南亚+美国产能建设，目前越南约2万m<sup>2</sup>生产基地已构建完备的生产体系，覆盖从车架、发动机等核心部件到整车的全链条自主生产能力，并且已实现全面满产，推动公司出货量持续走高；美国得州/佛州/加州三大工厂承担北美整车及部分核心零部件生产，推进“美国制造商资格”和核心零部件本地化；泰国工厂2025年启动建设、2026年试生产，海外产能规划清晰，中长期供给弹性充足。

表：涛涛海外工厂建设、投产和产能爬坡时间表

阶段	越南工厂	美国工厂（得州自有，佛州、加州非自有）	泰国工厂
建设启动	<p>2021年：启动东南亚布局，优先在越南选址建厂，核心生产全地形车及电动低速车零部件。</p> <p>2024年：办理投资许可证和营业执照，装修厂房并预订、安装、调试设备，6月底进入全地形车小批试产阶段。</p>	<p>2023年：新规划投资5.4亿元建设“年产3万台智能电动低速车建设项目”。</p> <p>2024年：1月得州和佛州开始组织少量生产；将得州工厂改“租赁”为“购置”，6月正式启动筹建，核心聚焦电动高尔夫球车组装生产。</p>	<p>2025年：1月通过旗下公司成立泰国孙公司，正式启动泰国基地规划，选址春武里府（靠近港口，便于出口）；7月处于土地平整阶段；8月工程队进驻启动主体厂房建设，建设周期约6个月。</p>
投产时间	<p>2024年：Q4正式开启电动高尔夫球车小批量试产。</p> <p>2025年：7月已能充分满足美国市场需求；10月实现全面满产，并为东南亚市场及北美市场提供零部件配套。</p>	<p>2024年：10月5日全新建成的电动高尔夫球车产线在得州正式投产，并迎来了首台在美国本土化制造的DENAGO电动高尔夫球车顺利下线，从工厂正式筹建到第一台车下线仅用了104天。</p>	<p>2026年：预计2月基本建成并正式投产，主要生产高端电动低速车（社区车、高尔夫球车）及全地形车，服务亚太市场并补充北美供应链。</p>
产能爬坡关键期	<p>2026-2027年：产能继续爬坡，预计产能能达到5-6万台/年（含整车及零部件）。</p>	<p>2025年：7月产线日均产能实现稳步增长；12月单人单日产能成功比肩公司国内工厂水平，同时积极筹备部署北美制造基地第二条生产线。</p> <p>2026-2027年：预计进入产能集中释放阶段，目标将产能提升至3万台/年。</p>	<p>2026-2027年：投产后将与越南工厂形成“东南亚双枢纽”，初期产能预计1-2万台/年；2027年实现满产（目标3万台/年），进一步分散地缘政治风险，降低北美市场供应链成本。</p>

图：涛涛电动高尔夫球车出货量持续增长



# 产品：双品牌品类和价格带齐全，打造极致性价比

➤ 双品牌DENAGO+TEKO布局，极致性价比抢占LSV份额。目前有2+2、正四座、正六座，品类覆盖齐全，DENAGO主打中高端4-6座LSV/NEV，TEKO聚焦入门级4-6座街道合法PTV，双品牌共同覆盖US\$8.5k-15k核心价格带，相比Big 3便宜几千美元。

表：涛涛DENAGO、TEKO主要车型

品牌	型号	座位数	动力	最高车速	能否合法上街	定价	核心定位
DENAGO	Nomad XL	4座	5 kW AC电机 + 51.2V 105Ah LiFePO4；续航约40 miles	25 mph	提供LSV套件，满足25 mph、灯光、四轮碟刹等要求，可上街行驶	≈US\$8.5-9k	主力4座PTV，社区通勤 + 球场通用款
DENAGO	Rover XL6	6座	5 kW AC电机 + 51.2V 105Ah LiFePO4；续航约40 miles	25 mph	多数车源直接以LSV - Street Legal销售，可上城市支路/度假区道路	≈US\$12k	加高底盘6座车型，面向家庭 / 度假村 / 租赁车队
DENAGO	City	6座	5-6.3 kW AC电机 + 51.2V 205Ah锂电；续航70-80 miles	15/25 mph	原厂定位NEV/LSV，标配DOT风挡、安全带、雨刷等，标配可上街	≈US\$15k	城市 / 社区用高端NEV，长续航 + 车内大屏、CarPlay等舒适配置
TEKO	Trophy	4座	5 kW AC电机 + 51.2V 105Ah 锂电；续航约40 miles	25 mph	带全套灯组、四轮碟刹等，按经销商配置通常作为街道合法LSV销售	≈US\$10k	TEKO入门4座车型，配置接近Nomad XL，面向社区 / 营地
TEKO	Trophy Plus	6座	5 kW AC电机 + 51.2V锂电；续航约40 miles	25 mph	官方强调100% Street Legal，标准LSV/NEV，用于社区与旅游区道路	≈US\$12k	TEKO 6座旗舰，面向家庭出行、度假村 / 酒店接驳、租赁车队

# 渠道：双品牌驱动渠道网络加密，多场景快速拓展

➤ **双品牌推动经销商量质齐升，拓展更多场景和领域。** DENAGO经销网络则以非连锁性质的经销商为主，多为非专营门店；TEKO定位偏向时尚和动感，以全美连锁经销商合作为主，致力于发展品牌专属旗舰店，同一州内可以绑定多家经销商，实现“加密不串货”，电动高尔夫球车经销商从2023年的60+提升至2025Q3的300+，并成功引入头部经销商和汽车、Powersports经销商资源，同时积极探索商用市场、社区市场、球场内领域。

图：DENAGO（左）与TEKO（右）4座车差异小



表：涛涛电动高尔夫球车渠道和场景拓展

时间	高端经销商数量（家）	备注
2022		陆续收到来自美国、马来西亚、加拿大、墨西哥等国家地区的订单，并有望入驻TSC、劳氏、Bestbuy等大型商超
2023	60+	入驻专业商超TSC门店300余家，并力争扩展至1000多家
2024H1	120+	成功登陆美国最大的线上高尔夫球车电商平台，开始进入度假村、大型社区等新兴市场
2024	170+	应用场景延伸至度假村、大型社区等新兴市场，进驻包括密西西比河谷州立大学、得克萨斯大学达拉斯分校在内的多所高校及美国知名连锁主题游乐园
2025H1	230+	全新切入北美高端购物中心（如得克萨斯州地标North Park）、公共事务机构及特殊封闭社区等领域，成功渗透传统汽车经销商网络及Powersports经销商体系，在球场用车领域取得初步突破，实现2家球场的小规模进驻
2025Q3	300+	TEKO品牌拓展经销商

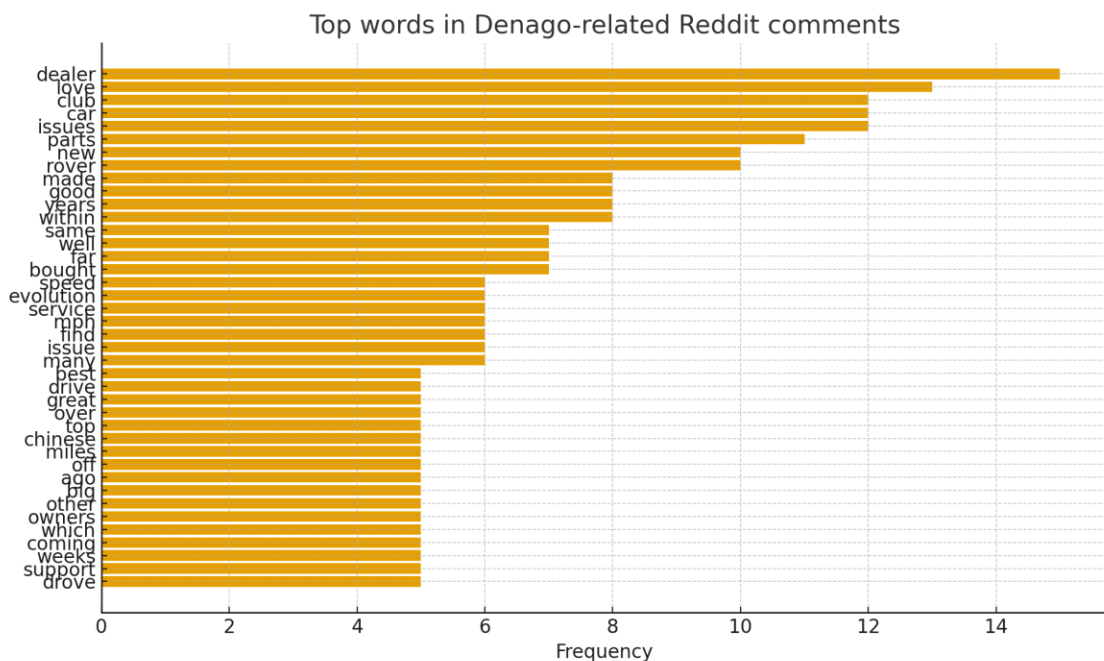
# 口碑：DENAGO讨论热度抬升，近期好评率边际改善

➤ **涛涛品牌好评率提升，近期口碑改善明显。**从时间维度看，DENAGO在中国LSV品牌中的讨论占比近1-2年稳定在15%-20%，最近6个月好评率提升至27.8%，较6-12个月前明显改善，品牌认可度持续抬升。从评论内容看，DENAGO的高频词集中在经销商、喜爱、动力、服务、配件等，反映用户主要围绕经销商体验、驾驶感受及售后配件展开讨论，体现产品使用价值与服务体验的综合评价。

表：DENAGO最近半年好评率提升明显

时间区间	DENAGO好评率	DENAGO占中国品牌讨论比例
≤6mo	27.8%	16.7%
6-12mo	17.6%	15.0%
1-2y	42.9% (样本较少)	18.4%
≥2y	—	0.0%

图：DENAGO有关的评论中的词频



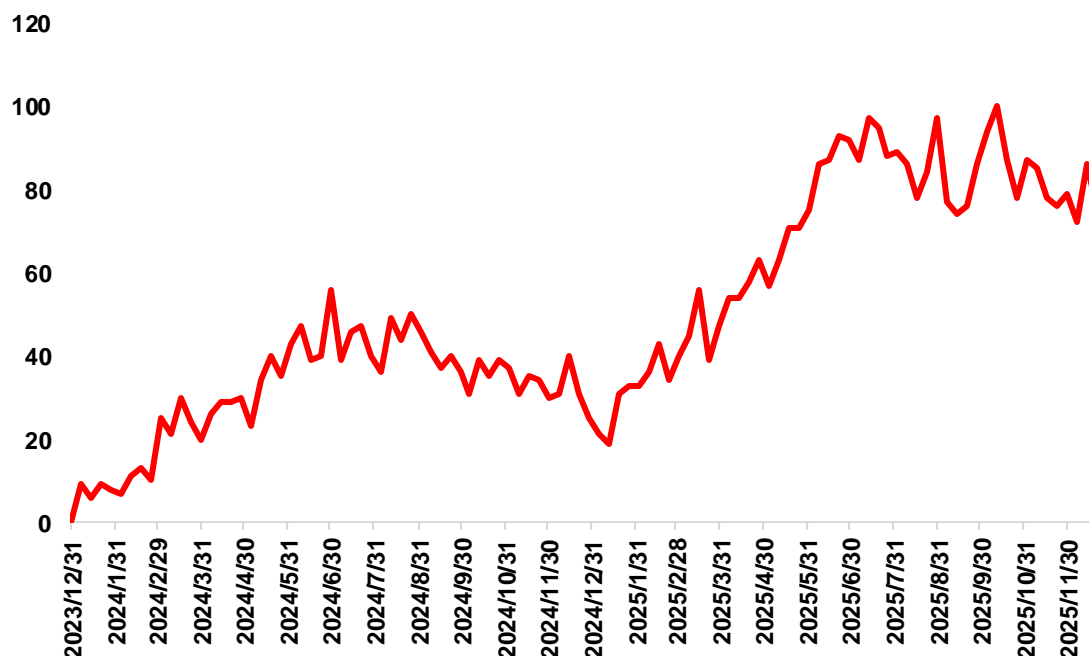
# 品牌：内容营销+名人背书，曝光度持续提升

➤ 多平台融合运营+名人KOL曝光，品牌知名度快速攀升。公司深度布局海外社媒平台，借力PGA SHOW、DALLAS OPEN、MotoGP等全球顶级展会和赛事高频曝光，与百事可乐、杰克林克斯、硬石公司等国际消费巨头开展品牌联动，通过“高端场景精准锚定”策略在竞品主导市场打开差异化缺口，产品进入精英圈层并获众多社会名人背书，持续放大品牌曝光与正面形象。Google Trends显示“DENAGO”搜索热度持续攀升，现已超越行业传统头部品牌热度均值。

图：欧文送全队DENAGO当圣诞节礼物



图：DENAGO的Google Trends搜索热度持续攀升



# 展望：涛涛球车销量有望达30万辆，预计CAGR较高双位数

➤ 综上，人群破圈和参与率提升将带动美国球场内球车销量达到24.4万辆，CAGR超5%；商用+家用场景拓展推动球场外LSV销量达到120万辆，CAGR超20%；涛涛厚积薄发，凭借产能+产品+渠道+口碑+品牌等多重优势持续抢占市场份额，长期美国市占率有望接近25%，实现销量30万辆以上，CAGR超30%。

表：涛涛电动高尔夫球车销量及市占率测算

	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E
美国球场内球车销量 (万辆)	15.3	16.1	17.0	17.9	18.8	19.8	20.9	22.0	23.2	24.4
YOY	17.7%	5.5%	5.2%	5.4%	5.3%	5.3%	5.3%	5.3%	5.3%	5.2%
美国球场外LSV销量 (万辆)	20.0	28.0	39.6	51.2	62.8	74.5	86.1	97.7	109.3	120.9
YOY		40.0%	41.5%	29.3%	22.7%	18.5%	15.6%	13.5%	11.9%	10.6%
美国球车销量 (万辆)	35.3	44.1	56.6	69.1	81.7	94.3	107.0	119.7	132.5	145.3
YOY		25.1%	28.2%	22.1%	18.2%	15.4%	13.4%	11.9%	10.7%	9.7%
涛涛球场内销量 (万辆)	0.0	0.0	0.2	0.4	0.6	0.8	1.0	1.3	1.6	1.9
YOY				110.7%	58.0%	40.4%	31.6%	26.3%	22.8%	20.3%
涛涛球场内市占率	0%	0%	1%	2%	3%	4%	5%	6%	7%	8%
涛涛球场外销量 (万辆)	2.3	4.2	6.5	9.1	12.1	15.5	19.2	23.2	27.6	32.4
YOY		82.6%	55.0%	40.0%	33.0%	27.7%	23.9%	21.1%	18.9%	17.2%
涛涛球场外市占率	12%	15%	16%	18%	19%	21%	22%	24%	25%	27%
<b>涛涛美国销量 (万辆)</b>	<b>2.3</b>	<b>4.2</b>	<b>6.7</b>	<b>9.5</b>	<b>12.7</b>	<b>16.3</b>	<b>20.2</b>	<b>24.6</b>	<b>29.3</b>	<b>34.3</b>
<b>YOY</b>		<b>82.6%</b>	<b>59.0%</b>	<b>41.8%</b>	<b>34.0%</b>	<b>28.3%</b>	<b>24.3%</b>	<b>21.4%</b>	<b>19.2%</b>	<b>17.4%</b>
<b>涛涛美国市占率</b>	<b>7%</b>	<b>10%</b>	<b>12%</b>	<b>14%</b>	<b>16%</b>	<b>17%</b>	<b>19%</b>	<b>21%</b>	<b>22%</b>	<b>24%</b>

# *PART 5*

## 投资建议与风险提示



# 投资建议

➤ **投资建议：**高尔夫球车应用场景正由球场内向球场外延伸，市场空间和潜力巨大，并且双反和关税促使产能出清和格局优化。涛涛车业一方面受益于东南亚+北美多地产能布局领先，另一方面凭借高品质产品、经销商网络完善、品牌影响力和口碑提升，快速抢占市场，长期空间巨大，有望实现数十万台销量和百亿级别收入规模。此外，对比春风等行业巨头，涛涛全地形车仍有较大成长空间，人形机器人和无人驾驶业务也能复用公司渠道、生产、品牌能力。预计公司2025-2027年实现归母净利润8.03/11.14/14.29亿元，EPS为7.38/10.22/13.10元，当前股价对应PE为34.29/24.72/19.28倍，维持“买入”评级。

表：涛涛车业重要财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	2,144.25	2,976.63	3,880.39	5,044.50	6,472.12
YoY(%)	21.44	38.82	30.36	30.00	28.30
净利润(百万元)	280.48	431.26	803.27	1,114.45	1,428.92
YoY(%)	35.95	53.76	86.26	38.74	28.22
毛利率(%)	37.60	34.98	42.11	44.30	45.04
净利率(%)	13.08	14.49	20.70	22.09	22.08
ROE(%)	9.53	13.56	22.68	27.56	30.49
EPS(摊薄/元)	2.57	3.95	7.37	10.22	13.10
P/E(倍)	98.22	63.88	34.29	24.72	19.28
P/B(倍)	9.36	8.66	7.78	6.81	5.88

表：涛涛车业产品拆分收入预测表（单位：亿元）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>智能电动低速车</b>					
营业收入	12.79	18.88	27.26	37.45	49.84
YOY	20.02%	47.65%	44.38%	37.41%	33.07%
毛利率	39.75%	36.25%	47.71%	49.34%	49.30%
<b>电动滑板车</b>					
营业收入	7.18	6.01	4.21	3.50	3.09
YOY	4.52%	-16.32%	-30.00%	-16.70%	-11.80%
毛利率	42.35%	32.00%	25.00%	25.00%	25.00%
<b>电动平衡车</b>					
营业收入	2.96	1.99	1.35	1.15	1.03
YOY	1.78%	-32.69%	-32.10%	-15.00%	-10.00%
毛利率	34.87%	32.00%	30.00%	30.00%	30.00%
<b>电动自行车</b>					
营业收入	1.65	2.31	2.37	2.48	2.59
YOY	111.11%	40.17%	2.60%	4.50%	4.50%
毛利率	44.96%	36.00%	30.00%	31.00%	32.00%
<b>电动高尔夫球车</b>					
营业收入	0.79	8.12	18.84	29.78	42.53
YOY		934.78%	131.91%	58.10%	42.80%
毛利率	28.26%	41.50%	57.00%	55.00%	53.00%
<b>其他电动车</b>					
营业收入	0.22	0.45	0.49	0.54	0.59
YOY	121.15%	107.11%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率	22.26%	18.00%	20.00%	20.00%	20.00%
<b>特种车</b>					
营业收入	7.43	9.25	9.74	11.01	12.70
YOY	37.01%	24.45%	5.35%	12.98%	15.38%
毛利率	34.35%	32.90%	30.56%	31.57%	32.61%
<b>汽动全地形车</b>					
营业收入	6.20	7.38	7.59	8.64	10.22
YOY	21.21%	18.92%	2.91%	13.83%	18.22%
毛利率	34.14%	34.00%	31.00%	32.00%	33.00%
<b>越野摩托车</b>					
营业收入	1.23	1.87	2.15	2.36	2.48
YOY	303.21%	52.41%	15.00%	10.00%	5.00%
毛利率	35.42%	28.56%	29.00%	30.00%	31.00%
<b>其他</b>					
营业收入	1.23	1.64	1.81	1.99	2.19
YOY	-22.41%	33.86%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率	34.83%	32.18%	20.00%	20.00%	20.00%

# 风险提示

- **1) 海外需求和渗透率提升不及预期**：高尔夫球车及社区低速电动车本质为可选消费，受海外宏观经济、居民收入、高尔夫球场和房地产建设节奏等影响较大；若北美和其他重点市场需求恢复不及预期，或球场外商用和家用渗透推进慢于预期，将压制公司销量与盈利释放。
- **2) 市场竞争加剧风险**：双反和关税促使中国中小企业产能出清，但是头部企业仍有资金实力投资海外工厂，随着其他企业的海外产能释放，行业竞争可能进一步加剧，导致公司销量和利润率承压。此外，传统龙头企业也在加大球场外市场的布局力度，产品和价格策略更加积极，并且Big 3在渠道、品牌等维度更具竞争优势，后续抢占份额的难度可能提升。
- **3) 产能爬坡及本土化推进不及预期**：公司在美国、越南、泰国等地规划多地产能和本地化制造基地，若项目落地进度、成本控制、良率爬坡不及预期，或当地用工、合规要求超预期，将对公司盈利能力和现金流造成阶段性压力；同时中美贸易摩擦、关税及LSV监管政策变化亦可能影响本土化布局的经济性。
- **4) 品牌建设与产品质量风险**：Reddit等海外社媒评价显示，消费者对球车质量可靠性、配件服务与售后支持极为敏感；若公司在产品稳定性、核心零部件可靠性、经销和售后体系建设上投入不足，导致负面口碑集中爆发，可能拖累品牌形象并推高售后成本。

## 分析师介绍

**马王杰：**中信建投证券家电和农业行业首席分析师，上海交通大学管理学硕士。研究扎实，观点鲜明。家电领域重点覆盖白电、黑电、小家电、清洁电器、两轮车、摩托车、电动园林工具。曾获上证报最佳分析师，Wind金牌金牌分析师，新浪金麒麟菁英分析师等。

**吕育儒：**中信建投证券家电和农业行业分析师，西南财经大学经济学硕士。专注于大显示（电视/投影仪/激光投影）、动力运动（全地形车/摩托车）、科技消费（运动相机/AI眼镜/智能家居/便携储能）、地产链（厨电/集成灶/照明电工）、海外宠物等领域研究。

**胡天贶：**中信建投证券汽车行业分析师，中国人民大学经济学硕士，华中科技大学经济统计学学士，2021年加入中信建投证券。2021年新财富、水晶球团队成员，2022年新财富、水晶球、金牛奖团队成员。

## 评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅15%以上
		增持	相对涨幅5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅5%—15%
	行业评级	卖出	相对跌幅15%以上
		强于大市	相对涨幅10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅10%以上

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、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，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

## 法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

## 一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去12个月、目前或者将来为本报告中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

### 中信建投证券研究发展部

北京  
朝阳区景辉街16号院1号楼18层

电话：(8610) 5613-5088  
联系人：李祉瑶  
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海  
浦东新区浦东南路528号南塔2103室

电话：(8621) 6882-1600  
联系人：翁起帆  
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳  
福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心  
35楼

电话：(86755) 8252-1369  
联系人：曹莹  
邮箱：caoying@csc.com.cn

### 中信建投（国际）

香港  
中环交易广场2期18楼

电话：(852) 3465-5600  
联系人：刘泓麟  
邮箱：charlene.liu@csci.hk