

涛涛车业 (301345.SZ)

行业供应格局重塑，产品与渠道力构建核心优势

核心观点：

- **政策变动下，全球高尔夫球车供应格局重塑。**据美国商务部，24年美国对进口自中国的低速载人车发起反倾销和反补贴调查，25年6月迎来终裁，我国头部企业皆受到不同程度的影响。据我国海关数据，24年中国向美国出口高尔夫球车约23万台，而双反冲击下25年骤降至约3万台。据观研天下，虽场内Club Car、EZGO、Yamaha三大国际品牌格局稳定，但高尔夫球场外终端需求仍旺且格局未定，本轮政策扰动明显，提前布局海外产能者有望持续抢占市场份额。
- **全地形车存量市场，美、日企业主导。**据北极星历年年报显示，全球全地形车销量在经历2020年的高峰后，逐渐从20年的115.5万辆下滑至24年的96万辆，行业整体偏存量竞争。据观研天下，23年全球全地形车市场中北极星份额高达37%，其他美日主流厂商合计占有54%的市场份额。以春风动力为代表的中国品牌，在全球范围内的整体影响力仍然有限，市场份额仅为6%，而其他国内厂商的份额合计约2%。
- **涛涛车业优势强劲。**产品方面，公司通过DENAGO及TEKO自主品牌持续曝光，强劲的产品实力使得公司高尔夫球车品牌认知度得到大幅提升；公司持续推出全地形车产品不同SKU，实现各排量段产品全覆盖。盈利能力方面，公司维持较高核心部件自制率，同时产品结构持续优化，毛利率水平行业领先。产能方面，公司较早地完成了“中国+北美+越南”的三地布局，有效规避了地缘政治波动带来的政策风险。
- **盈利预测与投资建议。**公司深耕智能电动及特种车领域，其早期技术研发为后续的产品推广打下坚实基础，当前高尔夫球车全球供应格局变动，为公司带来新的发展机遇。同时凭借多年的渠道壁垒，公司有望深入和宇树科技的合作，完成第二成长曲线的开拓。预计公司25-27年实现EPS 7.64/11.07/14.38元/股，参考可比公司给予26年20xPE估值，对应合理价值221.43元/股，维持“买入”评级。
- **风险提示。**地缘政治波动风险、汇率大幅波动风险、海外产能建设不及预期的风险等。

盈利预测：

单位:人民币百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	2,144	2,977	4,137	5,530	6,977
增长率 (%)	21.4%	38.8%	39.0%	33.7%	26.2%
EBITDA	374	548	987	1,394	1,805
归母净利润	280	431	833	1,207	1,568
增长率 (%)	36.0%	53.8%	93.1%	45.0%	29.9%
EPS (元/股)	2.57	3.93	7.64	11.07	14.38
市盈率 (P/E)	23.7	16.8	27.1	18.7	14.4
ROE (%)	9.5%	13.6%	22.2%	26.3%	27.6%
EV/EBITDA	13.3	11.2	21.5	14.9	11.0

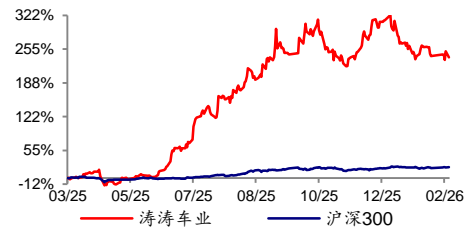
数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格	206.65 元
合理价值	221.43 元
前次评级	买入
报告日期	2026-03-03

相对市场表现



分析师：

曹倩雯



SAC 执证号：S0260520110002

SFC CE No. BWW545



021-38003621



caoqianwen@gf.com.cn

分析师：

李悦瑜



SAC 执证号：S0260524120002

021-38003784



liyueyu@gf.com.cn

分析师：

陈飞彤



SAC 执证号：S0260524040002

SFC CE No. BWZ819



021-38003726



gfchenfeitong@gf.com.cn

分析师：

张云添



SAC 执证号：S0260526010004



zhangyuntian@gf.com.cn

请注意，李悦瑜、张云添并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

涛涛车业 (301345.SZ) :收购 2025-12-29
 境外公司，全球渠道布局能力
 更上一层楼

目录索引

一、涛涛车业：深耕智能电动出行，技术驱动成长.....	5
（一）专注制造二十载，团队经验丰富	5
（二）营收利润高速增长，公司管理运营稳定.....	5
二、高尔夫球车行业：政策冲击加速供给格局重塑，提前转移产能者成最大受益方	7
三、全地形车行业：偏存量竞争市场，国产品牌逐渐开始崛起	12
四、涛涛车业：产品力驱动，前瞻产能布局协同赋能.....	15
（一）全地形车与电动高尔夫球车领先制造商，研发与产品矩阵构建核心优势	15
（二）产能率先转移，高自产率与结构优化驱动盈利能力提升	17
（三）构建“线上+线下”立体化渠道，全渠道销售网络韧性强.....	18
（四）开辟业务增长第二曲线，联手宇树科技进军机器人领域.....	20
五、盈利预测和投资建议.....	21
六、风险提示	23

图表索引

图 1: 涛涛车业发展历程.....	5
图 2: 涛涛车业营业总收入及同比 (亿元, %)	6
图 3: 涛涛车业归母净利润及同比 (亿元, %)	6
图 4: 涛涛车业分产品收入 (亿元)	6
图 5: 涛涛车业分国内外收入占比 (万元, %)	6
图 6: 涛涛车业毛利率与净利率 (%)	7
图 7: 涛涛车业费用率 (%)	7
图 8: 双反政策前中国向美国高尔夫球车出口量 (台) 及增速 (%)	7
图 9: 2020 年全球各国高尔夫球场数量占比 (%)	7
图 10: 中国向美国高尔夫球车出口量 (台) 及增速 (%)	8
图 11: 中国向美国高尔夫球车出口额 (百万元人民币) 及增速 (%)	8
图 12: 全球高尔夫球车市场销售额及增长率 (百万美元; %)	9
图 13: 全球高尔夫球车应用场景 (%)	9
图 14: 高尔夫球车各品牌市场整体份额.....	10
图 15: 2026 年三大品牌均价预测 (单位: 美元)	10
图 16: 涛涛车业海外产能布局.....	11
图 17: 2024 涛涛车业与绿通科技高尔夫球车收入 (单位: 亿元)	11
图 18: 核心品牌产能出海情况.....	11
图 19: ATV 与 UTV 对比.....	12
图 20: ATV 与 UTV 外形对比.....	12
图 21: 全球全地形车销量及增速 (辆; %)	13
图 22: 美国全地形车销量及增速 (辆; %)	13
图 23: ATV 市场增长趋势 (单位: 亿美元)	13
图 24: UTV 市场增长趋势 (单位: 亿美元)	13
图 25: 全地形车 2020 年车型市场份额.....	14
图 26: 全地形车 2024 年车型市场份额.....	14
图 27: 2019-2024 年我国全地形车产量 (单位: 万辆)	14
图 28: 2024 年我国全地形车市场销售结构情况.....	14
图 29: 2023 年全球全地形车主要品牌市场份额 (%)	15
图 30: 2024 年中国全地形车主要企业出口占比 (%)	15
图 31: 公司高尔夫球车及全地形车产品矩阵.....	16
图 32: 公司电动自行车产品矩阵.....	16
图 33: 公司电动滑板车和电动平衡车产品矩阵.....	16
图 34: 公司研发投入金额及同比变动 (单位: 亿元, %)	17
图 35: 公司研发投入占收入比重 (%)	17
图 36: 涛涛车业整体 ASP 变化 (元/辆)	18
图 37: 公司中国、东南亚、北美三地布局.....	18
图 38: 全地形车毛利率同业比较 (%)	18
图 39: 全地形车净利率同业比较 (%)	18
图 40: 名人网络带货涛涛车业高尔夫球车.....	19

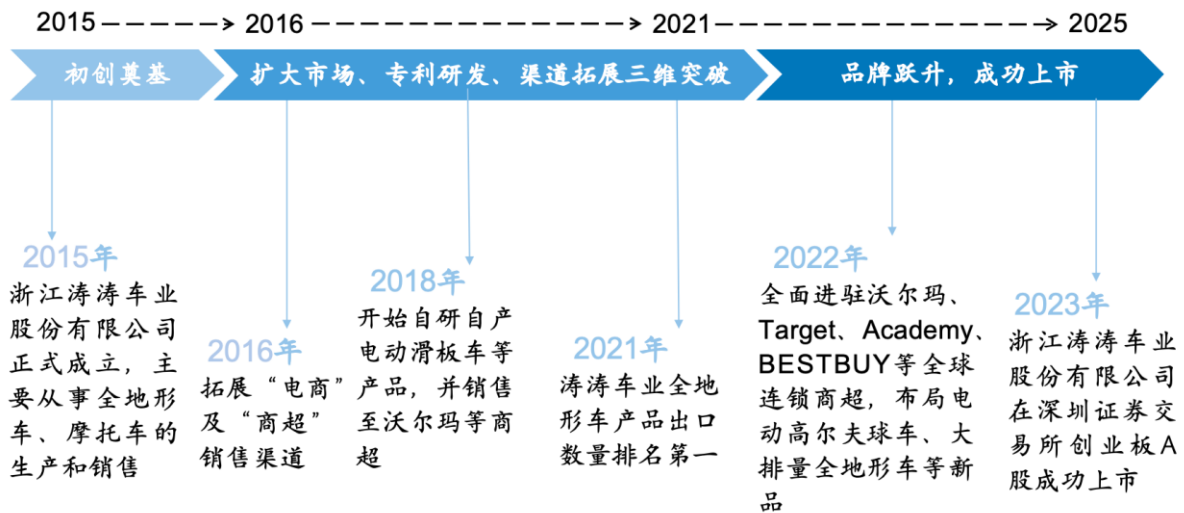
图 41: 涛涛车业亮相达拉斯网球公开赛.....	19
图 42: 25H1 涛涛车业品牌销售收入占比	19
图 43: 涛涛车业各产品经销商数量 (个)	19
图 44: 全球人形机器人产业规模 (单位: 亿美元)	20
图 45: 2024 年全球人形机器人整机商业公司分布情况	20
图 46: 宇树科技人形机器人外观图	21
图 47: 涛涛车业北美本土化团队.....	21
表 1: 高尔夫球车头部品牌价格与产品力对比.....	8
表 2: 低速车双反政策历程.....	9
表 3: 涛涛车业公司专利 (部分)	17
表 4: 涛涛车业营收拆分 (单位: 百万元)	21
表 5: 涛涛车业可比公司情况 (截止 2026 年 3 月 2 日)	22

一、涛涛车业：深耕智能电动出行，技术驱动成长

（一）专注制造二十载，团队经验丰富

业务稳步发展，市场地位日益稳固。涛涛车业是一家专注于智能电动低速车、特种车等产品研发、生产与销售的企业。公司自成立以来，不断提升产品设计、研发与产业化能力，在特种车辆及智能电动低速车市场逐渐形成竞争优势。凭借高效的设计能力、稳定的供应链管理与严格的品质控制，公司积累了包括Walmart在内的国际头部零售商客户资源，产品远销海外，2021年公司全地形车产品出口数量排名全国第一。22年公司开始瞄准电动高尔夫球车市场，高尔夫球车自主品牌大获成功，大幅提高了公司在全球的品牌认知度。2023年公司成功在深交所上市，近年来公司营收与利润规模持续增长，盈利能力稳步提升，展现出良好的成长潜力。

图1：涛涛车业发展历程

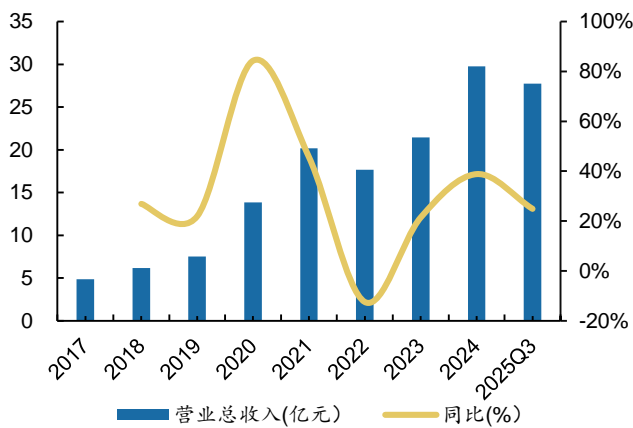


数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

（二）营收利润高速增长，公司管理运营稳定

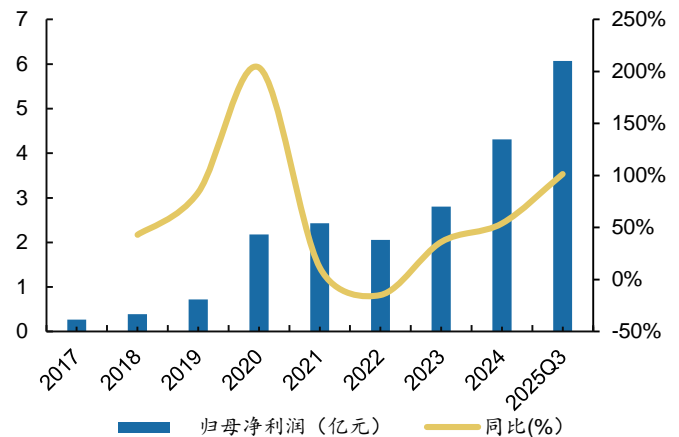
公司营收与利润总体保持快速增长，近年虽有波动但整体趋势向上。根据iFinD数据，公司营业总收入从2017年的4.86亿元增长至2024年的29.77亿元，期间复合增长率达29.6%；归母净利润从2017年的0.27亿元增长至2024年的4.31亿元，期间复合增长率达48.6%。2025年前三季度营收达27.73亿元，同比增长24.89%；归母净利润6.07亿元，同比增长101.27%，表现强劲。公司凭借产品结构优化、技术升级与市场拓展，后续有望保持良好增长态势。

图2：涛涛车业营业总收入及同比（亿元，%）



数据来源：iFinD，广发证券发展研究中心

图3：涛涛车业归母净利润及同比（亿元，%）

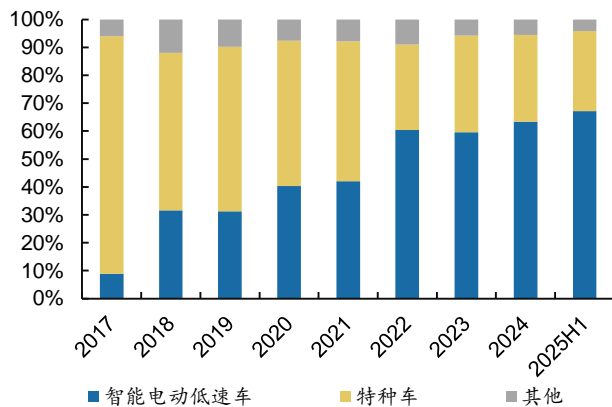


数据来源：iFinD，广发证券发展研究中心

分产品看，智能电动低速车与特种车为主营业务核心。根据公司25年半年报数据，智能电动低速车收入为11.52亿元，占比约67.21%，同比+30.65%；特种车收入为4.90亿元，占比约28.59%，同比+8.22%；其他业务收入0.72亿元，占比约4.20%，同比+26.73%。整体来看，公司产品结构清晰，电动化、智能化车型占比逐步提升。

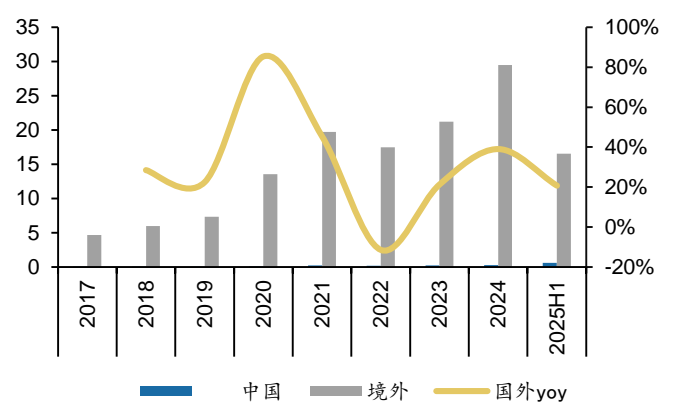
分地区看，境外市场占据主导，国内业务增长迅速。根据公司25年半年报数据，公司境外收入达16.54亿元，占比约96.6%，同比+20.73%；国内收入为0.60亿元，占比约3.5%，同比+184.02%。境外市场是公司主要收入来源，且保持较快增长；国内市场虽规模尚小，但增速显著，未来有望成为新增长点。

图4：涛涛车业分产品收入（亿元）



数据来源：iFinD，广发证券发展研究中心

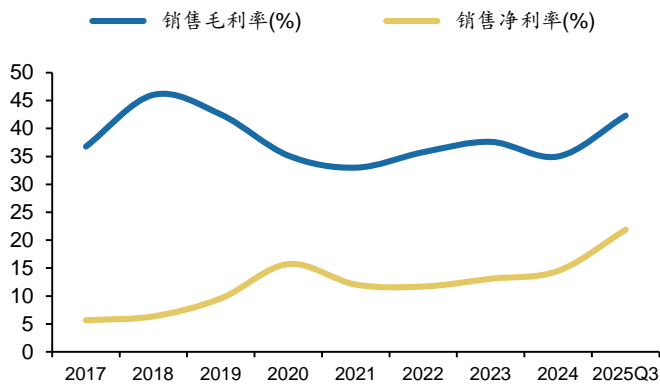
图5：涛涛车业分国内外收入占比（亿元，%）



数据来源：iFinD，广发证券发展研究中心

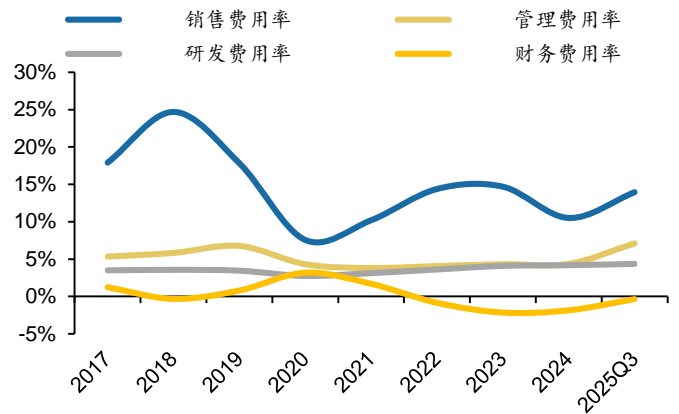
公司毛利率与净利率总体稳健，费用结构持续优化。2022年至2025年前三季度，公司销售毛利率在34.98%至42.31%之间波动，净利率在11.68%至21.87%之间，提升明显。2025年前三季度毛利率达42.31%，净利率达21.87%，盈利能力增强。费用方面，销售费用率、管理费用率整体控制良好，研发投入持续提升，财务费用率维持低位，体现出公司较强的运营效率与成本控制能力。

图6：涛涛车业毛利率与净利率（%）



数据来源：iFinD，广发证券发展研究中心

图7：涛涛车业费用率（%）

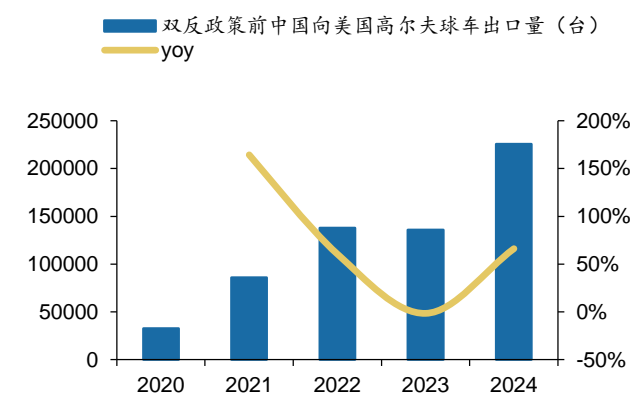


数据来源：iFinD，广发证券发展研究中心

二、高尔夫球车行业：政策冲击加速供给格局重塑，提前转移产能者成最大受益方

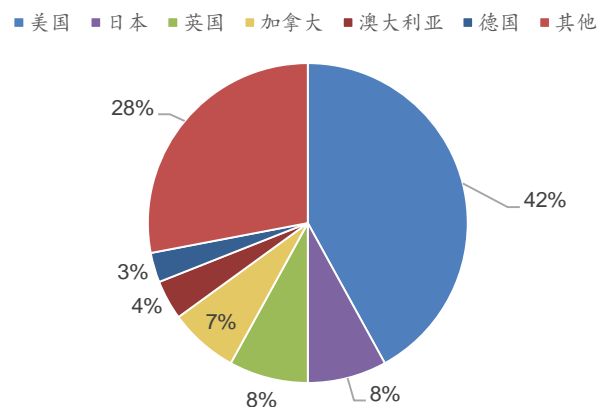
2020至2024年中国对美国的高尔夫球车出口大幅增长。据海关总署数据，中国对美国高尔夫球车出口量由2020年的32468辆激增至2024年的225619辆。多重因素共振，支撑其高速增长：（1）疫情后户外休闲与社区短途代步需求迅速增长，高尔夫球车的应用场景从传统球场拓展至旅游度假区、大型社区、校园和工厂园区等。（2）据美国国家高尔夫基金会数据，美国是全球最大的高尔夫球车消费市场，其40gezh高尔夫球场数量占全球约42%，同时据美国公路安全保险协会数据，超过40个州已允许低速车辆在公共道路上行驶，为高尔夫球车创造了广阔的代步需求空间。（3）中国企业依托国内完善的电动汽车产业链，能够提供功能丰富、性价比极高的产品。据Intermountain Golf Cars分析，中国进口品牌如涛涛、戴尔乐等通常比美国本土品牌便宜30-50%，价格优势明显。因此，高尔夫球车在过去几年需求快速增长，24年中国对美出口量达到阶段性峰值。

图8：双反政策前中国向美国高尔夫球车出口量（台）及增速（%）



数据来源：海关总署，广发证券发展研究中心

图9：2020年全球各国高尔夫球场数量占比（%）



数据来源：美国国家高尔夫基金会，广发证券发展研究中心

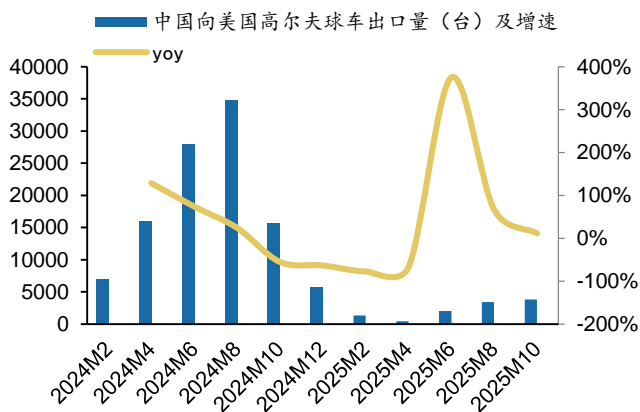
表 1: 高尔夫球车头部品牌价格与产品力对比

品牌	涛涛 DENGAO	戴尔乐 HDK	YAMAHA	EZGO	康迪 kandi
型号	Rover XL	D5-MAVERICK 4 PLUS	Drive2 Concierge4	Liberty	Kruiser 4P Ranch
价格	9995 美元	9995 美元	12455 美元	12699 美元	13499 美元
电机	5kW-6.3kW	6.3kW	-	8.7kW	5kW
电池	锂电池	锂电池	铅酸/锂电池	锂电池	锂电池
续航	40 英里	-	-	50 英里	37 英里
最高速度	25 英里/小时	19 英里/每小时	19 英里/每小时	19 英里/每小时	20 英里/每小时
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

数据来源: 观研天下, 广发证券发展研究中心

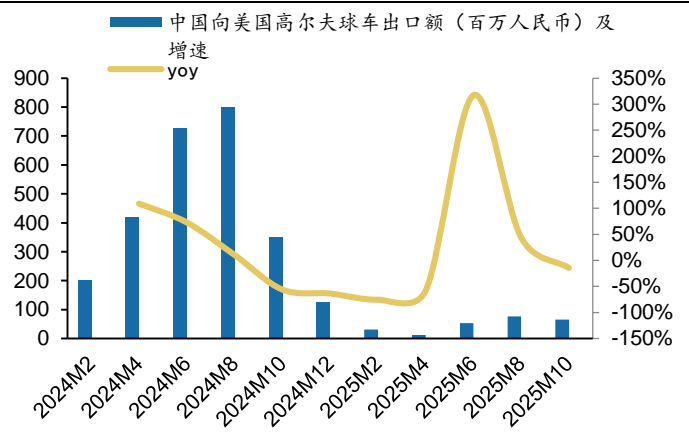
24年后低速车“双反”政策重塑全球高尔夫球车供应格局。据美国商务部, 2024年7月10日, 美国商务部对进口自中国的低速载人车辆发起反倾销和反补贴调查, 25年6月迎来终裁, 我国头部企业皆受到不同程度的影响。据我国海关数据显示, 2024年中国向美国出口高尔夫球车约23万台, 而“双反”高税收政策冲击下, 2025年出口量骤降至约3万台, 同比跌幅明显。同时, 中国对美国高尔夫球车出口额也从2024年的55.66亿元人民币下降到2025年的7.03亿元人民币。

图10: 中国向美国高尔夫球车出口量(台)及增速(%)



数据来源: 海关总署, 广发证券发展研究中心

图11: 中国向美国高尔夫球车出口额(百万元人民币)及增速(%)



数据来源: 海关总署, 广发证券发展研究中心

中国低速车企业税率负担沉重, 对美业务受挫。美国对华低速载人车辆双反终裁主要影响绿通科技、戴尔乐新能源等应诉企业及河北机械、山东奥德斯等未应诉企业, 还有其他中国相关生产商和出口商。据绿通科技2025年中报, 2024年绿通科

技美国收入占比29.14%，面临119.33%反倾销税与31.45%反补贴税，综合税率150.78%，2025年上半年其美国收入占比下滑至10.97%，在美业务承压。此外，据美国商务部和美国国际贸易管理局公告，戴乐新能源综合税率356.69%。河北机械、山东奥德斯因未应诉，综合税率超1100%；其他企业综合税率519.23%，出口成本激增，对美业务大幅受抑。

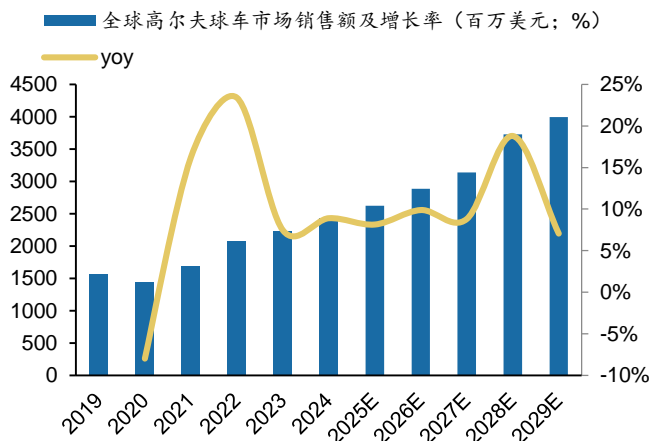
表 2：低速车双反政策历程

时间	事件	核心内容
2024年7月	美国商务部立案	对中国特定低速载人车辆发起双反调查
2024年12月	反补贴初裁	裁定补贴率 21.23%-515.37%，征收保证金
2025年1月24日	反倾销初裁	裁定倾销率 127.35%-478.09%，征收保证金
2025年6月17日	双反终裁	确定最终税率，绿通科技 119.33% 反倾销 + 31.45% 反补贴，戴乐 312.31% 反倾销 + 44.38% 反补贴，其他企业 478.09% 反倾销 + 41.14% 反补贴
2025年7月17日	ITC 产业损害终裁	认定中国产品对美产业造成实质性损害，美国商务部将颁布征税令
2025年8月12日	发布征税令	正式实施双反关税措施

数据来源：各公司官网，广发证券发展研究中心

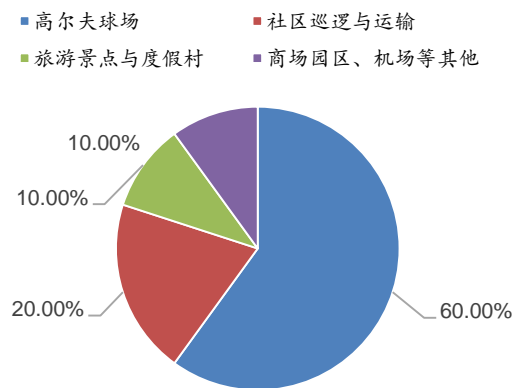
当前高尔夫球车场内市场需求稳定，场外新兴市场快速崛起。据《中国高尔夫球车行业发展趋势研究与未来投资分析报告（2025-2032年）》，全球高尔夫球车市场规模在24年突破24亿美元，且到29年有望突破39亿美元，期间CAGR预计达到10.5%。高尔夫球场内仍是核心应用场景，占据约60%的份额，市场基础依然稳固。据观研天下数据，高尔夫球车作为旅游景点和度假村观光工具的应用场景占比目前已经达到20%，社区代步、园区巡逻分别占据10%的市场份额，高尔夫球车的应用正从传统的球场场景快速向家用、度假村、工业园区等多元化场景渗透。

图12：全球高尔夫球车市场销售额及增长率（百万美元；%）



数据来源：《中国高尔夫球车行业发展趋势研究与未来投资分析报告（2025-2032年）》，广发证券发展研究中心

图13：全球高尔夫球车应用场景（%）



数据来源：观研天下，广发证券发展研究中心

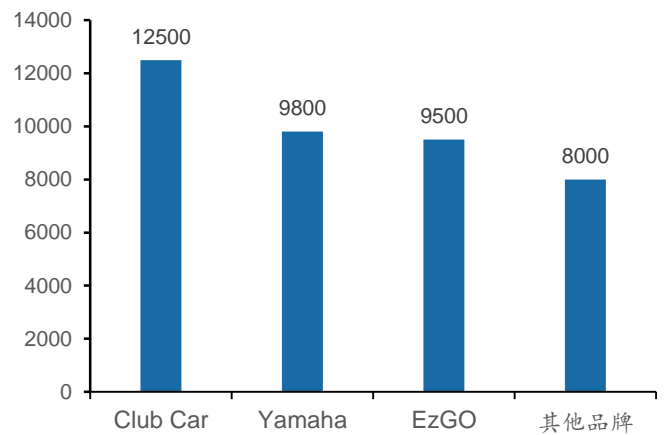
中国品牌依靠性价比快速抢占场外市场。据观研天下数据，三大国际品牌Club Car、E-Z-GO和雅马哈凭借深厚品牌积淀与渠道优势，长期主导全球市场，合计占据约50%市场份额。三大品牌通过差异化定位占据了不同细分市场：Club Car以品质和耐用性主导高端和专业市场；E-Z-GO以均衡性能、实用性吸引广大中端用户；雅马哈则凭借动力性能和性价比优势，在追求实用和性能的用户中广受欢迎。据Carts and Parts数据预测，2026年Club Car新车均价将达到12500美元，Yamaha、EzGo分别为9800、9500美元，与之相比，中国品牌如涛涛车业、戴尔乐、绿通科技等则集中在万美元以下价格带，以高性价比和快速市场响应为核心优势。同时，在打法上，国产企业错位于聚焦场内的三大品牌，主要聚焦于场外社区、园区等增量市场。

图14：高尔夫球车各品牌市场整体份额



数据来源：观研天下，广发证券发展研究中心

图15：2026年三大品牌均价预测（单位：美元）



数据来源：Carts and Parts，广发证券发展研究中心

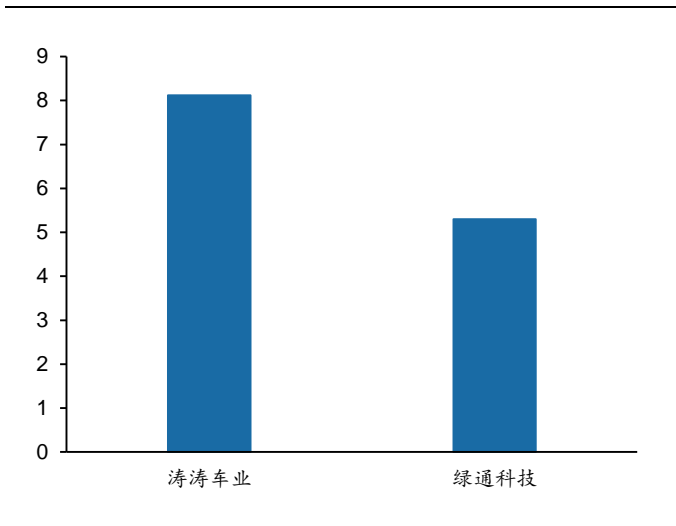
前瞻性的海外产能布局成为后续竞争的核心胜负手。在“双反”以及海外需求持续高增的背景下，供应格局有望出现变化。24年高尔夫球车出口玩家主要集中在涛涛车业、厦门戴尔乐、绿通科技、康迪等企业。其中，据ifind，涛涛车业和绿通科技为上市企业，24年高尔夫球车收入分别达到8.12亿元和5.30亿元。在本轮供给变动下，涛涛车业早在2023年便布局越南、泰国及美国本土生产基地，形成了“中国+东南亚+北美”的供应链体系，使其在双反关税环境下仍能保持供应稳定。反观多数竞争对手，如绿通科技仍以国内生产为主，据ifind数据，其美国市场营收已从2023年的5.76亿元降至2025年H1的4102.74万元，占比由53.22%下降至13.04%。此外，预计仍有少数企业计划越南投资建厂，但产能落地尚需时日，短期内难以形成有效替代。此轮贸易摩擦促使行业快速出清，优先布局海外产能者或将持续抢占市场份额。

图16：涛涛车业海外产能布局



数据来源：涛涛车业公众号，广发证券发展研究中心

图17：2024涛涛车业与绿通科技高尔夫球车收入（单位：亿元）



数据来源：涛涛车业 2024 年年报、绿通科技 2024 年年报，广发证券发展研究中心

图18：核心品牌产能出海情况

品牌	海外产能布局	地区	进展
涛涛车业	制造+组装全面布局	美国、东南亚	领跑行业，美国工厂和东南亚工厂协同
绿通科技	暂无落地布局	暂无	规划中，受双反政策影响较大
戴尔乐	越南工厂	越南	已启动越南投资，产能尚未落地

数据来源：观研天下，广发证券发展研究中心

三、全地形车行业：偏存量竞争市场，国产品牌逐渐开始崛起

全地形车按照结构划分可以分为四轮全地形车(ATV)、多功能全地形车(UTV)。ATV主要特征为跨座式座椅、方向把控制式转向系统，结构轻便开放，更侧重于个人娱乐和运动竞技，适合在复杂地形进行灵活穿越。UTV则采用方向盘操控，配备防滚架、座椅及货箱，具有更强的安全性、舒适性和多功能性，不仅能满足家庭休闲出行，还广泛用于农业、林业、建筑等作业场景。价格方面，据春风动力招股书，ATV价格通常在5000美元到10000美元之间，而UTV的价格则明显更贵，起价约为10000美元，多数车型为20000美元及以上。

图19：ATV与UTV对比

车型	ATV	UTV
座位	单人座位，少数提供额外一个座位	两到六个座位
转向系统	车把转向	配备方向盘和脚踏板
结构	尺寸较小、开放式结构	体型较大，座位带盖、内置防滚架
发动机功率	较弱	较强
价格	5000至10000美元	10000美元起步，多数达到20000美元及以上

数据来源：春风动力招股书、Valtinsu 官网，广发证券发展研究中心

图20：ATV与UTV外形对比

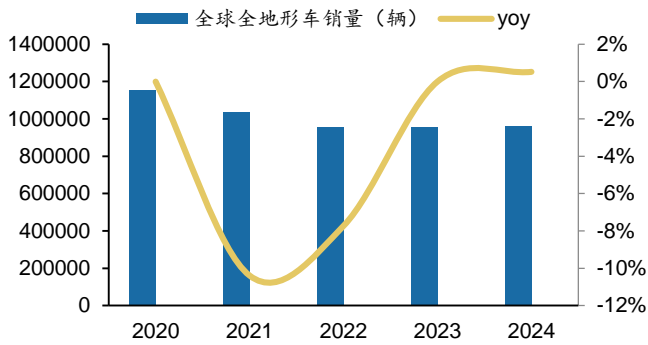


数据来源：Valtinsu 官网，广发证券发展研究中心

全球全地形车市场已进入成熟发展阶段，呈现出显著的存量市场特征。全球全地形车市场整体规模在经历2020年的高峰后，逐渐开始回落，到2024年已经趋于稳定。据北极星2020-2024年年报数据显示，全球全地形车销量从2020年的约115.5万辆下滑至2024年的约96万辆，现已逐渐稳定。

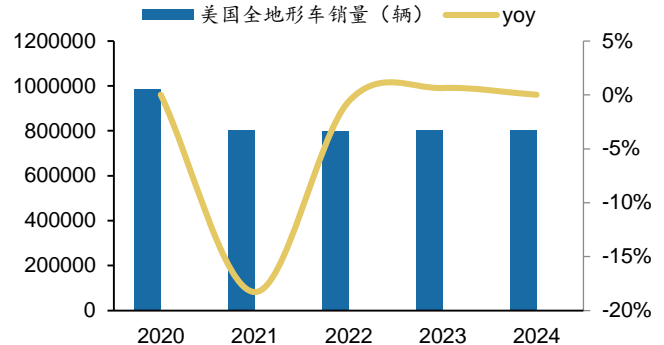
作为核心消费市场的美国，其销量趋势也和全球保持一致，从2020年的98.5万辆逐步收缩至2024年的80.5万辆，并同样在近两年趋于稳定。这表明全球及美国全地形车市场当前趋于稳定，且已从前期的增量扩张转向存量更新与结构性调整的阶段。

图21：全球全地形车销量及增速（辆；%）



数据来源：Polaris20-24 年年报，广发证券发展研究中心

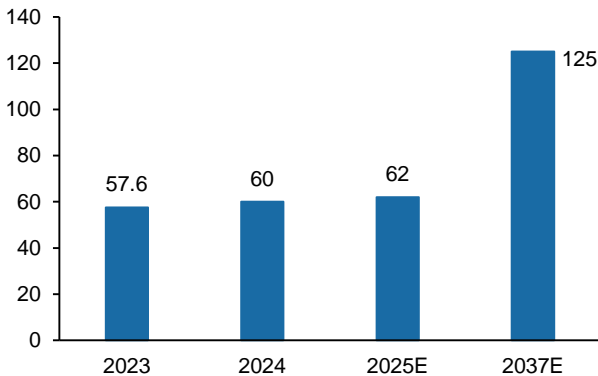
图22：美国全地形车销量及增速（辆；%）



数据来源：Polaris20-24 年年报，广发证券发展研究中心

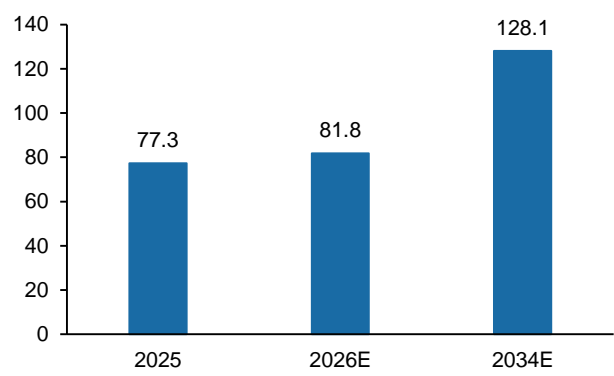
当前全地形车量增趋于平稳，预计后续市场规模也将维持个位数增长。据 Business Insights和Research Nester的数据显示，2025年ATV与UTV的市场规模预计分别达到62亿美元和77.3亿美元，预计ATV2037年市场规模预计达到125亿美元，2025-2027年CAGR约为5.8%；预计UTV市场将从2026年的81.8亿美元增长到2034年的128.1亿美元，期间CAGR为5.77%，增速皆较为平稳。发达国家工业领域对灵活运输的需求以及旅游场景中消费者对越野休闲活动的日益青睐，以及结构升级趋势共同支撑全地形车行业的规模稳健增长。

图23：ATV市场增长趋势（单位：亿美元）



数据来源：Business Insights、Research Nester，广发证券发展研究中心

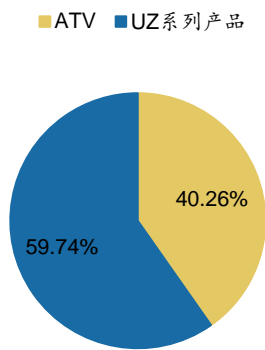
图24：UTV市场增长趋势（单位：亿美元）



数据来源：Business Insights、Research Nester，广发证券发展研究中心

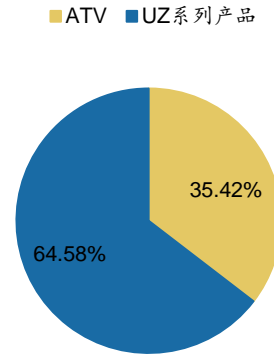
全地形车行业结构稳中有变，研发创新决定核心竞争力。在消费升级的浪潮下，传统ATV在农林作业等专业领域保持不可替代性，但在其它领域正逐渐让位于安全性更高、适用多人载物场景的UTV/SSV车型，后者市场份额近年来开始提高。据春风动力2024年年报显示，ATV的销售量份额由2020年40.26%下降到2024年的35.42%，而UZ系列产品（包括UTV和SSV）占比逐年提升，由2020年的59.74%提升至2024年的64.58%。这一趋势促使行业结构改变，企业的核心竞争力也不再取决于单纯的规模扩张，而在于能否精准把握产品结构升级的趋势，特别是在多功能与高性能车型的研发创新上。

图25：全地形车2020年车型市场份额



数据来源：春风动力 2024 年年报，广发证券发展研究中心

图26：全地形车2024年车型市场份额

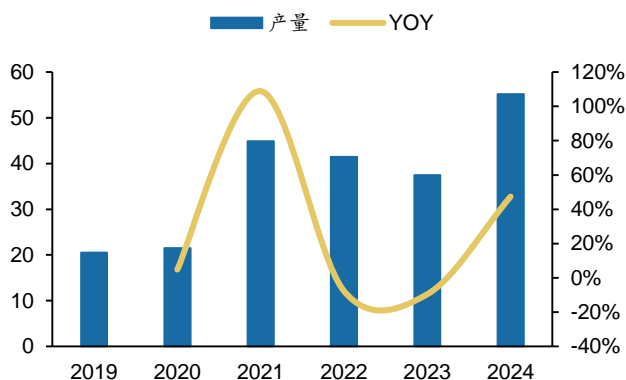


数据来源：春风动力 2024 年年报，广发证券发展研究中心

美、日企业仍然占据主导，中国企业快速崛起。据观研天下数据显示，在全球市场中，Polaris（北极星）占据绝对领先地位，2023年全球全地形车市场份额高达37%，展现出强大的品牌力。包括雅马哈、本田等在内的其他美日主流厂商合计占有54%的市场份额，共同构成了全球市场的主导集团。以春风动力为代表的中国品牌，在全球范围内的整体影响力仍然有限，市场份额仅为6%，而其他国内厂商的份额合计约2%。

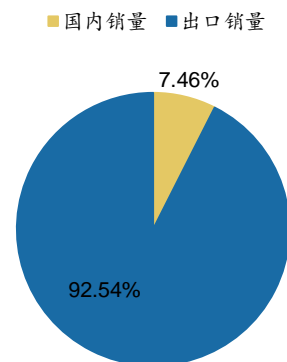
我国全地形车产量波动增长，出口销量占据决定性比重。据观研天下数据，2019年至2024年，我国全地形车产量呈现波动式增长态势，到2024年已达到约55.21万辆。从销售结构来看，该行业具有显著的外向型特征，绝大部分产品用于出口。2024年，全国全地形车出口销量为51.09万辆，占总销量的92.54%；相比之下，国内销量仅为4.12万辆，占比7.46%。这一销售格局凸显了我国全地形车产业对国际市场的深度依赖，同时也反映出国内消费市场仍处于培育发展阶段。

图27：2019-2024年我国全地形车产量（单位：万辆）



数据来源：观研天下、林海股份 20-24 年年报，广发证券发展研究中心

图28：2024年我国全地形车市场销售结构情况

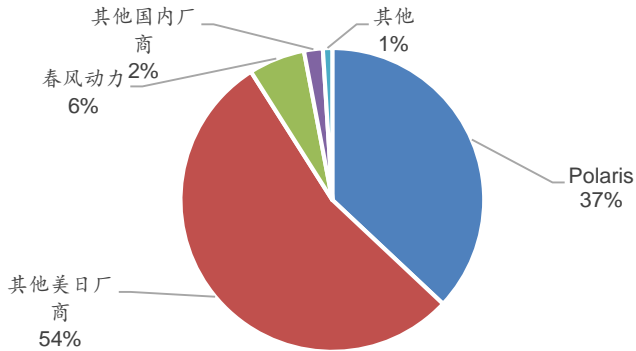


数据来源：观研天下，广发证券发展研究中心

中国品牌的出口格局高度集中。据观研天下数据显示，在中国全地形车出口市场，春风动力一家独大，2024年占据了73%的出口份额，与其余企业拉开明显差距。

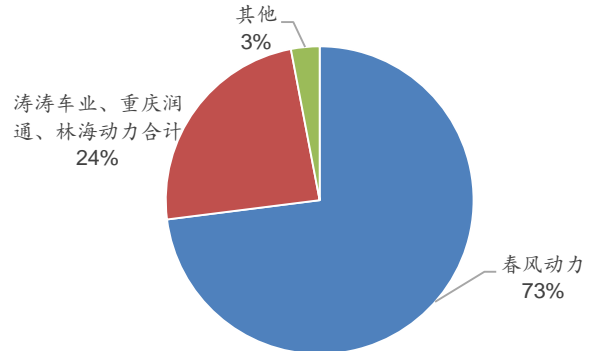
除此之外，以涛涛车业、重庆润通、林海动力为代表的其他主要出口企业合计占比为24%，而其余众多小规模厂商合计仅占3%。这表明，在开拓海外市场方面，国内已形成由春风动力引领、少数企业跟随的梯队格局，绝大多数企业尚未实现规模化的海外销售。

图29：2023年全球全地形车主要品牌市场份额（%）



数据来源：观研天下，广发证券发展研究中心

图30：2024年中国全地形车主要企业出口占比（%）



数据来源：观研天下，广发证券发展研究中心

四、涛涛车业：产品力驱动，前瞻产能布局协同赋能

（一）全地形车与电动高尔夫球车领先制造商，研发与产品矩阵构建核心优势

产品矩阵持续丰富，覆盖多元化应用场景。 公司凭借在电动车领域的多年技术积累与市场深耕，已形成覆盖全地形车、电动高尔夫球车等多场景的完整产品系列。公司高尔夫球车自主品牌DENAGO品牌认知度与溢价能力持续提升，借力PGA SHOW、Motor GP等展会及赛事高频曝光，25年7月公司正式推出电动高尔夫球车第二品牌“TEKO”，品牌矩阵持续完善，满足从户外越野、农场作业到休闲出行等多样化消费需求。全地形车方面，据公司25年半年报，公司全地形车出口数量排名全国第二。产品端，公司持续完善各排量段产品覆盖：300CC ATV为当前大排量主力产品，成为驱动北美以外市场增长的核心引擎。此外，350CC ATV已批量生产，500CC ATV进入小批量试产，并全力推进UTV研发，目标直指北美核心市场。中小排量市场，公司新增130CC、180CC等细分排量以响应个性化需求，公司基本实现全排量覆盖，大幅提升用户体验与竞争力。

图31：公司高尔夫球车及全地形车产品矩阵

EV							
Denago Rover XXL		Denago Rover XL		Denago Rover XL6		Denago EV Nomad XL	
ATV							
DENAGO MUDHAWK K 200FI ATV		DENAGO FREELANDER 300FI ATV		TRAILHAWK 10 FI ATV		MUDHAWK 10 FI ATV	
MUDHAWK K 6 ATV		E-HAWK 6 ATV		E-HAWK 6 ATV			

数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

其他产品销售表现优秀，多系列产品共同发力。电动自行车方面，据公司25年半年报，涛涛依托DENAGO和GOTRAX双品牌矩阵进行市场深耕。DENAGO定位高端，其电动自行车通过UL安全认证，旗舰车型Hunting1凭借1000W峰值动力和双电池系统实现120英里续航；GOTRAX则主打高性价比，量产高碳钢车架车型，在亚马逊平台排名靠前。两大品牌渠道拓展成效显著，DENAGO拥有超300家高端经销商，自建站新品及胖胎系列热销；GOTRAX与全美TOP10渠道商战略合作，并进驻百思买等商超。电动滑板车和平衡车方面，涛涛车业通过差异化创新持续领跑市场，滑板车在沃尔玛季节性促销中表现优异，平衡车在亚马逊稳居头部并多年获BestSeller认证。

图32：公司电动自行车产品矩阵



数据来源：涛涛车业 2025 年中报，广发证券发展研究中心

图33：公司电动滑板车和电动平衡车产品矩阵

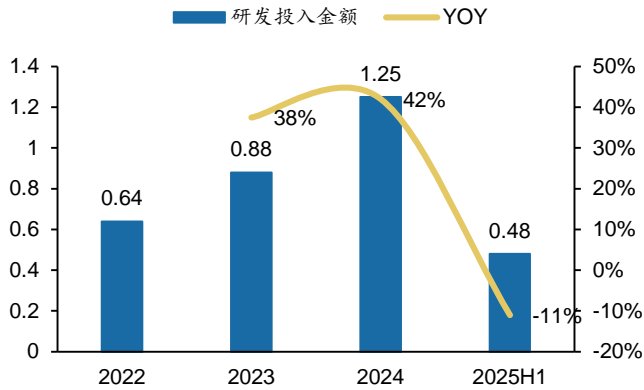


数据来源：涛涛车业 2025 年中报，广发证券发展研究中心

研发投入持续增长，技术储备深厚。据ifind显示，2022年至2024年涛涛车业研发投入从0.64亿元人民币增长至1.25亿元人民币，接近翻倍，研发投入占营收比例也从3.64%提升至4.22%。2025年上半年研发投入为0.48亿元，同比下降11%，这主要是研发材料下降所致，但公司长期研发重心未改。公司以“电动化、智能化、

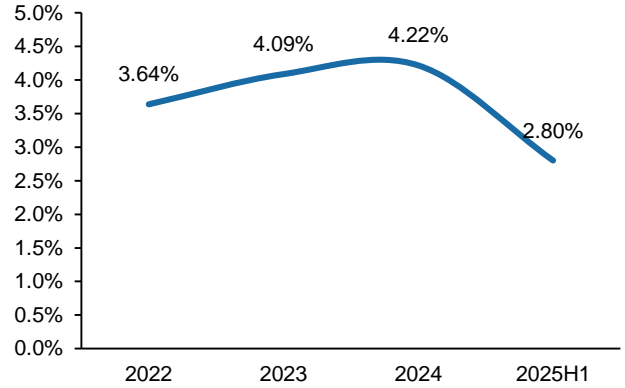
“高端化”为战略核心，持续强化技术护城河。在产品端，电动高尔夫球车系列快速迭代，丰富了“正四座”、“正六座”及露营车等产品矩阵；全地形车则完善了小排量产品系列，并稳步推进大排量车型及发动机的研发。截至2025年上半年，公司拥有专利506项，其中包括境内专利349项，境外专利157项，技术储备充足，护城河深厚。

图34: 公司研发投入金额及同比变动(单位: 亿元, %)



数据来源: iFind、涛涛车业 2024 年年报、涛涛车业 2025 年中报, 广发证券发展研究中心

图35: 公司研发投入占收入比重 (%)



数据来源: iFind、广发证券发展研究中心

表 3: 涛涛车业公司专利 (部分)

专利	项目	创新点	代表产品
发明专利: ZL2017108755268; ZL2017108531835	全地形车	提高全地形车的稳定性; 降低整车震动频率, 提升舒适性	ATA110C 小捷豹、TGA110C-01 小捷豹
实用新型: ZL2018216277380	全地形车	降低发动机震动频率, 提升舒适性	TGA170K-01 大猛禽
实用新型: ZL2019212931642	电动滑板车	一种用于滑板车的折叠锁定机构	H853

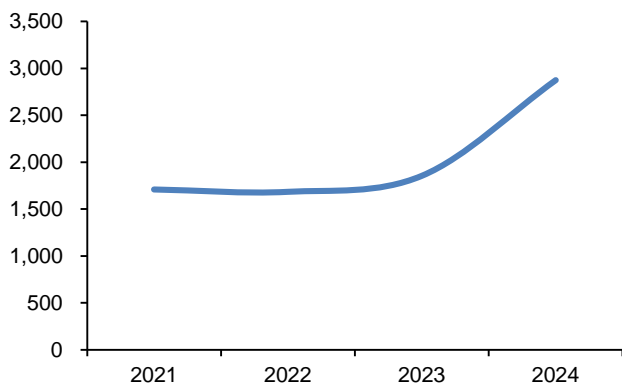
数据来源: 涛涛车业招股说明书, 广发证券发展研究中心

(二) 产能率先转移, 高自产率与结构优化驱动盈利能力提升

公司盈利水平强劲, 领先可比公司。相较可比公司, 涛涛车业的盈利能力长期处于领先地位。据ifind显示, 涛涛2025年前三季度毛利率回升至42.31%, 显著高于高尔夫球车可比公司绿通科技的25.41%, 同时也领先于全地形车企业春风动力的27.62%、以及北极星的18.82%, 体现出公司较强的成本控制能力与产品定价优势。公司在保持高毛利的同时, 还实现了精准控费下净利率的稳步提升与超越。2025年前三季度, 其净利率高达21.87%, 不仅创下自身近年新高, 也远高于其他竞争对手(绿通科技12.50%、春风动力9.96%、北极星-3.09%)。这一“高毛利、高净利”的表现, 清晰地表明涛涛车业不仅在产业链具备一定话语权, 在运营效率上也更为出色, 展现了其卓越的综合盈利能力。

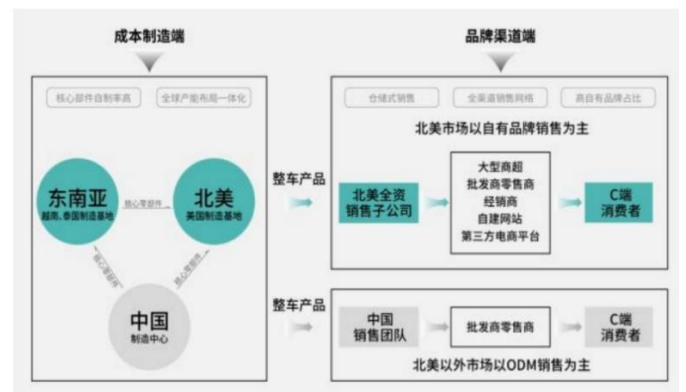
全球产能布局、产品结构优化、高自产率驱动涛涛盈利能力稳健上行。和竞争对手相比，涛涛的相对盈利优势很大程度上来自于（1）公司较早的完成了中国+北美+越南的三地布局模式，有效降低了“双反”成本。美国及越南工厂将覆盖北美市场需求，中国工厂将覆盖北美以外需求，当前美国及越南工厂皆在快速爬坡中，有望灵活应对关税变化；（2）在销量增速领先的同时，公司通过产品结构优化有效对冲了成本波动等因素，保持了优于同行的盈利质量。据公司历年年报，公司产品(ASP)保持持续提升态势，从2021年的1707.81元上升至2024年的2875.93元，受益于高价值产品占比持续提升，21-24年期间公司均价增幅超过60%；（3）公司拥有较高零件自制率，依托多年发展的积累，建立了完善的制造体系，具备了核心部件如发动机、车架、轮毂、电机、电池（组装）、主电缆等的自主研发与生产能力，从而掌握了核心技术并促进产品创新。通过就近采购原材料如钢材、铝材、发动机配件、车架配件等，公司有效减少了采购成本，保障了产品质量并降低生产成本。

图36：涛涛车业整体ASP变化（元/辆）



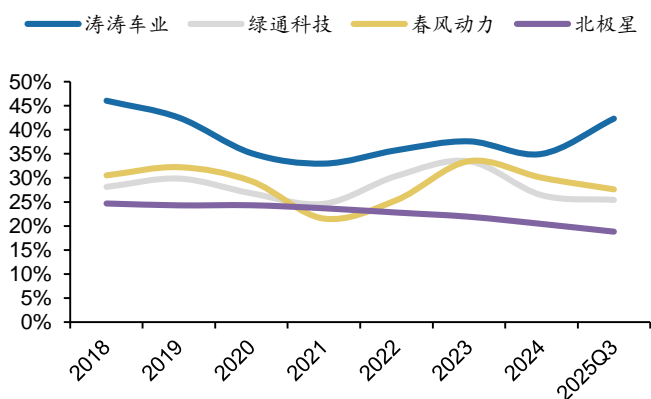
数据来源：公司 21-24 年年报、广发证券发展研究中心

图37：公司中国、东南亚、北美三地布局



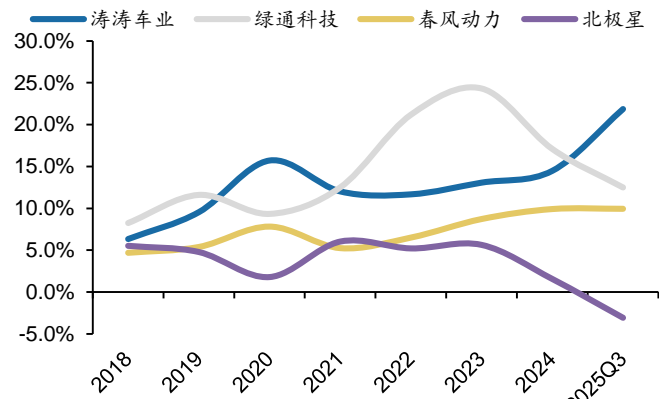
数据来源：公司 25 年半年报、广发证券发展研究中心

图38：全地形车毛利率同业比较（%）



数据来源：iFind，广发证券发展研究中心

图39：全地形车净利率同业比较（%）



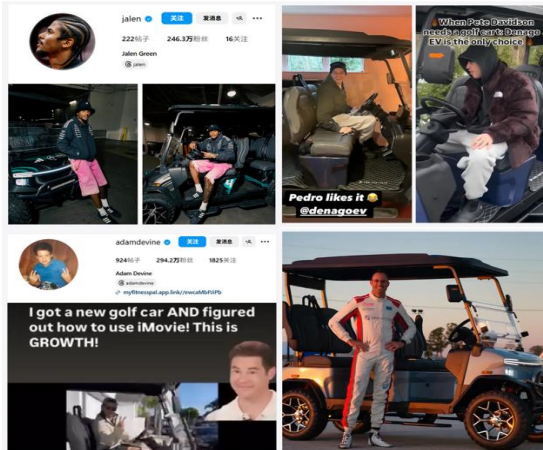
数据来源：iFind，广发证券发展研究中心

（三）构建“线上+线下”立体化渠道，全渠道销售网络韧性强

涛涛车业在品牌与渠道建设上形成了深度协同的战略体系。在品牌层面，公司

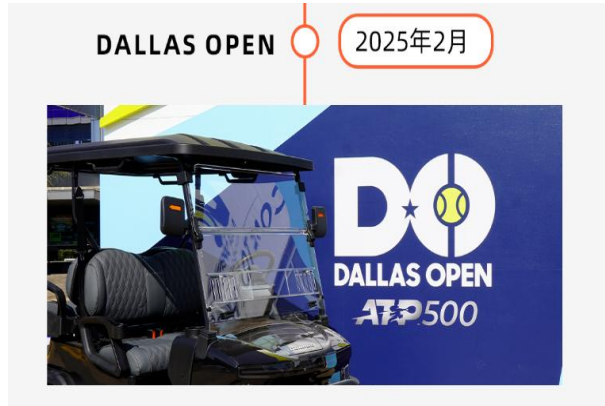
以“线上+线下”立体化传播策略为核心，显著提升全球影响力。据涛涛车业2025年中报数据，公司坚持自主品牌销售为主，自有品牌销售占比已达64.77%。线上方面，公司深耕YouTube、Facebook、TikTok等主流社交平台，依托专业团队开展分层、差异化的内容运营，结合名人效应与场景化营销，持续优化传播效能。线下方面，公司通过参与PGA SHOW、AIMEXPO、NASCAR等国际展会和赛事强化品牌曝光，并针对区域市场特点制定本土化方案，有效提升用户认同感。

图40：名人网络带货涛涛车业高尔夫球车



数据来源：涛涛车业官网，广发证券发展研究中心

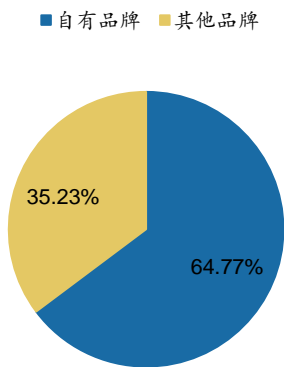
图41：涛涛车业亮相达拉斯网球公开赛



数据来源：涛涛车业官网，广发证券发展研究中心

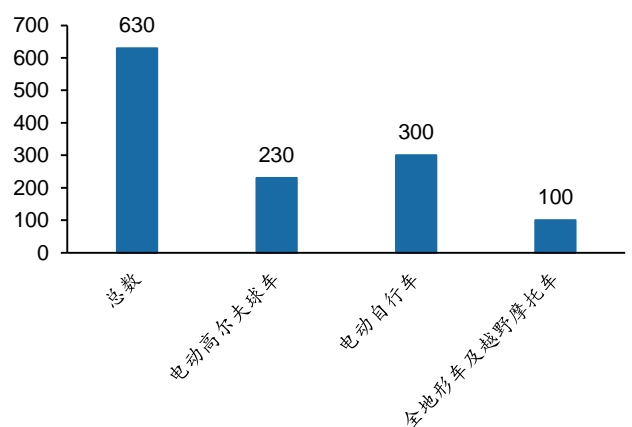
公司构建了极具韧性的全渠道销售网络，市场掌控力与议价能力强。该体系涵盖多层次渠道：据涛涛25年半年报，高端专业经销商总数已超630家，包括电动高尔夫球车经销商230余家、电动自行车经销商300余家及全地形车经销商100余家，其中多家高尔夫球车经销商拥有超50年行业经验，助力公司深度渗透高端市场。线下商超渠道方面，公司除入驻Walmart、Target、Academy全美门店外，更重点深化与专业商超TSC的合作，入驻门店数量扩展至1900多家，并推动产品品类升级。线上渠道以Amazon等平台为核心，采用买断式销售模式，多款产品稳居畅销榜前列；同时通过自有网站进行精细化运营，积累用户行为数据，为个性化营销与市场渗透提供支撑。

图42：25H1涛涛车业品牌销售收入占比



数据来源：涛涛车业 2025 年中报，广发证券发展研究中心

图43：涛涛车业各产品经销商数量（个）



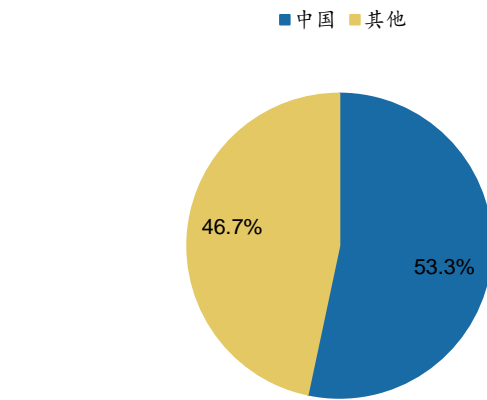
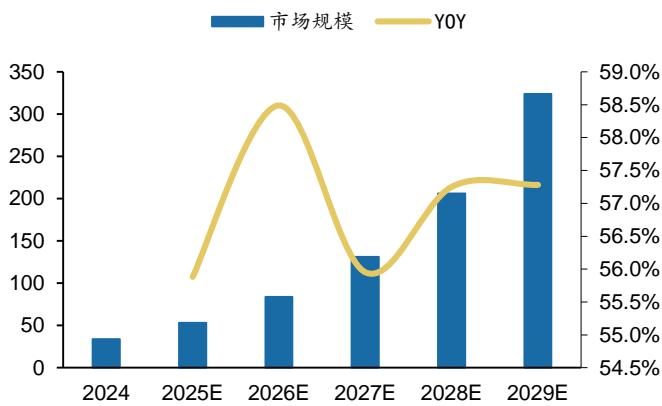
数据来源：涛涛车业 2025 年中报，广发证券发展研究中心

(四) 开辟业务增长第二曲线，联手宇树科技进军机器人领域

人形机器人产业化加速推进，市场前景光明。目前全球人形机器人产业正在从技术突破阶段向产业化阶段转型。据观研天下和前瞻产业研究院数据，2024年全球人形机器人产业规模达34亿美元，预计2025年全球人形机器人产业规模将达到53亿美元，2029年全球人形机器人产业规模达到324亿美元。中国企业在人形机器人产业优势明显，2024年全球人形机器人整机商业公司约为150家，中国企业超过80家，占比超过50%。技术层面，中国人形机器人技术快速发展，专利数量全球领先，2023年中国共拥有有效发明专利1699件，仅次于日本的1743件，排名全球第二。在具身智能大模型方面，自变量机器人等企业取得显著进展，其WALL-A模型展现出卓越性能。

图44：全球人形机器人产业规模（单位：亿美元）

图45：2024年全球人形机器人整机商业公司分布情况



数据来源：观研天下、前瞻产业研究院，广发证券发展研究中心

数据来源：观研天下，广发证券发展研究中心

涛涛车业积极把握智能化发展趋势，战略性拓展机器人等前沿技术领域。公司创始人团队凭借近20年深耕北美市场积累的深厚经验，能够精准把握美国前端消费需求，并已建立起覆盖“研发-制造-销售-售后”的全链条本土化运营体系。该体系不仅能有效支撑机器人等新赛道业务在北美落地，也可助力国内机器人企业出海，为进军北美市场提供多方面支撑。

公司正积极构建全球化的技术研发网络。在国内，公司设立全资子公司上海极帜智能科技有限公司，并计划筹建上海张江研究院，充分张江科技园区优势打造创新平台；同时推进重庆研究院筹建工作，重点攻克大排量发动机核心技术。在海外，公司启动美国前沿技术孵化团队组建计划，专注突破赛道技术研发与产业应用。据涛涛车业2025年中报信息显示，公司已成功与美国K-SCALE、上海开普勒机器人、杭州宇树科技等企业达成战略合作，覆盖销售拓展、场景探索、产品二次开发多个方向。涛涛有望凭借自身多年积累的制造优势，同时在美国本土深厚的渠道及销售经验，完成第二成长曲线的开拓。

图46：宇树科技人形机器人外观图



数据来源：宇树科技官网，广发证券发展研究中心

图47：涛涛车业北美本土化团队



数据来源：涛涛车业公众号，广发证券发展研究中心

五、盈利预测和投资建议

(1) 智能电动低速车：公司深耕智能电动低速车领域，凭借优秀的研发及供应能力，市场份额持续提升。公司智能电动低速车业务为最主要的收入来源，24年占比达到63.4%，后续预计公司完善且前瞻的三大产能基地，有望助力公司取得更多订单，其中高尔夫球车将有望实现快速增长。据ifind显示，25H1公司实现收入17.13亿元，同比+23.2%；实现归母净利3.42亿元，同比+88.04%。预计公司智能电动低速车25-27年收入增速达到54.9%/42.5%/30.6%，整体毛利率随电动高尔夫球车等高毛利产品占比快速提升，有望达到43.1%/44.2%/44.9%。

(2) 特种车：公司特种车业务为第二大收入来源，24年占比达到31.1%，涵盖全地形车、越野摩托等业务。预计全地形车及越野摩托行业存量竞争为主，两项业务均保持平稳增长，预计25-27年特种车业务收入增速达到9.8%/11.1%/11.1%，毛利率达到33.6%/34.1%/34.6%。

(3) 费用率：预计公司各项费用端持续投入，随着市场稳定的开拓及产品力的成熟，预计销售费用率及研发费用率有小幅下降，管理费用率较为稳定。

表4：涛涛车业营收拆分（单位：百万元）

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
智能电动低速车					
收入	1278.60	1887.82	2924.10	4166.05	5440.10
增长率	20.02%	47.65%	54.89%	42.47%	30.58%
占比	59.63%	63.42%	70.69%	75.33%	77.97%
毛利率	39.75%	36.25%	43.09%	44.22%	44.91%
特种车					
收入	742.99	924.61	1015.52	1127.92	1253.16

增长率	37.01%	24.45%	9.83%	11.07%	11.10%
占比	34.65%	31.06%	24.55%	20.39%	17.96%
毛利率	34.35%	32.90%	33.59%	34.09%	34.55%
其他主营业务					
收入	122.66	164.19	197.03	236.44	283.72
增长率	-22.41%	33.86%	20.00%	20.00%	20.00%
占比	5.72%	5.52%	4.76%	4.28%	4.07%
毛利率	34.83%	32.18%	33.00%	33.20%	33.40%
合计					
营业收入	2144.24	2976.63	4136.65	5530.41	6976.98
增长率	21.40%	38.80%	38.97%	33.69%	26.16%
营业成本	1337.99	1935.31	2470.44	3225.36	4006.15
增长率	17.94%	44.64%	27.65%	30.56%	24.21%
毛利率	37.60%	34.98%	40.28%	41.68%	42.58%

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

预计公司2025-2027年收入有望达到41.37/55.30/69.77亿元，同比实现增长38.97%/33.69%/26.16%，归母净利润8.33/12.07/15.68亿元，同比实现增长93.06%/45.01%/29.88%，对应EPS为7.64/11.07/14.38元/股。公司卡位高景气细分赛道，行业beta结合自身强大的alpha属性，有望持续与小企业拉开差距。

公司属于智能电动低速车行业，产品涵盖高尔夫球车、全地形车、电动滑板车、电动自行车等。因此选择久祺股份、春风动力作为可比公司。其中，久祺股份主营自行车业务，近年来持续进行从代工到自主品牌的转型，自主研发电助力自行车，且销售以海外为主，与涛涛有一定的相似性。春风动力主营大排量摩托车、全地形车及配套部件的研发，其全球化及电动化的发展路径与涛涛一致，因此在估值上更具有可比性。同时据涛涛投资者关系管理公告，公司切入机器人领域，与K-Scale达成合作，后续有望承接更多合作伙伴的机器人本体制造业务。考虑到在机器人新业务方面潜在的空间，给予涛涛车业26年20倍PE估值，对应合理价值221.43元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

表5：涛涛车业可比公司情况（截止2026年3月2日）

公司名称	公司代码	业务类型	市值（亿元）	净利润（百万元）			PE估值水平		
				2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E
久祺股份	300994.SZ	自行车	38.23	122.77	167.95	218.54	21.42	23.93	18.39
春风动力	603129.SH	低速车	424.68	1471.76	1870.34	2402.75	16.16	20.17	15.70

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

备注：盈利预测来自Wind一致预测

六、风险提示

（一）地缘政治波动风险

公司以海外市场销售为主，假设地缘政治波动，将会对公司出海业务造成不利影响，从而影响公司整体收入水平。

（二）汇率大幅波动风险

公司海外业务占比较高，公司汇兑损益主要来自直接出口业务的外币折算差额。随着外汇市场行情波动，可能会导致人民币汇率升值，从而对公司经营业绩造成一定的不利影响。

（三）海外产能建设不及预期风险

公司在推进全球化战略过程中，已在美国、越南建立产能基地。若产能建设不及预期，均可能对境外子公司的正常生产运营、成本控制及盈利能力造成不利影响，进而影响公司整体经营业绩。

资产负债表

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产总额	3,333	3,560	3,964	4,860	6,050
货币资金	1,938	1,530	1,601	2,029	2,939
应收及预付	615	717	875	1,092	1,300
存货	715	1,206	1,441	1,702	1,781
其他	66	107	47	36	31
非流动资产总额	455	979	1,005	1,052	1,093
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	317	569	592	613	626
在建工程	4	89	87	95	104
使用权资产	60	67	63	60	57
无形资产	49	236	246	266	287
其他	25	19	18	19	19
资产总额	3,787	4,539	4,970	5,912	7,143
流动负债总额	745	1,264	1,190	1,283	1,409
短期借款	224	415	300	215	174
应付及预收	435	708	858	1,032	1,194
其他	86	142	32	36	41
非流动负债总额	100	93	32	36	44
长期借款	15	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他	86	93	32	36	44
负债总额	846	1,358	1,222	1,319	1,452
股本	109	110	109	109	109
其他	2,832	3,071	3,638	4,484	5,581
归母权益合计	2,942	3,181	3,748	4,593	5,690
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债和股东权益	3,787	4,539	4,970	5,912	7,143

利润表

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	2,144	2,977	4,137	5,530	6,977
营业成本	1,338	1,935	2,470	3,225	4,006
营业税金及附加	8	13	14	17	23
销售费用	315	313	405	536	677
管理费用	93	130	182	243	310
研发费用	88	125	137	183	230
财务费用	-46	-55	-28	-40	-50
资产信用减值损失	-24	-14	-3	-3	-3
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	1	1	1	1
营业利润	341	515	962	1,379	1,793
营业外收支	-4	-2	-1	-1	-1
利润总额	337	513	960	1,378	1,792
所得税费用	56	82	128	171	224
合并净利润	280	431	833	1,207	1,568
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	280	431	833	1,207	1,568
EPS (元/股)	2.57	3.93	7.64	11.07	14.38

现金流量表

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流净额	177	212	640	974	1,517
合并净利润	280	431	833	1,207	1,568
折旧摊销	55	75	51	53	59
营运资金变动	-183	-303	-251	-291	-115
其他	0	0	40	12	6
投资活动现金流净额	-72	-523	207	-100	-102
资本性开支	-72	-523	-80	-101	-102
投资	0	0	0	0	0
其他	0	1	286	1	0
融资活动现金流净额	1,544	-264	-489	-446	-506
股本融资	1,907	10	0	0	0
债权融资	-34	157	-178	-82	-34
股利分配与偿付利息	-174	-180	-253	-365	-472
其他	-155	-251	-58	1	1
现金净增加额	1,657	-556	358	428	910
期初现金余额	143	1,800	1,243	1,601	2,029
期末现金余额	1,800	1,243	1,601	2,029	2,939

主要财务比率

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入增长率	21.4%	38.8%	39.0%	33.7%	26.2%
营业利润增长率	42.1%	51.1%	86.8%	43.4%	30.0%
归母净利增长率	36.0%	53.8%	93.1%	45.0%	29.9%
获利能力					
毛利率	37.6%	35.0%	40.3%	41.7%	42.6%
净利率	13.1%	14.5%	20.1%	21.8%	22.5%
ROE	9.5%	13.6%	22.2%	26.3%	27.6%
偿债能力					
资产负债率	22.3%	29.9%	24.6%	22.3%	20.3%
有息负债率	6.3%	9.1%	6.0%	3.6%	2.4%
流动比率	4.5	2.8	3.3	3.8	4.3
利息保障倍数	25.8	21.9	261.8	520.8	897.3
营运能力					
应收账款周转率	4.9	4.6	4.9	5.2	5.5
存货周转率	1.9	1.6	1.7	1.9	2.3
应付账款周转率	3.6	3.5	3.7	4.0	4.3
每股指标					
每股收益	2.57	3.93	7.64	11.07	14.38
每股净资产	26.91	28.98	34.37	42.12	52.18
每股经营现金流	1.62	1.94	5.87	8.93	13.91
估值比率					
PE	23.7	16.8	27.1	18.7	14.4
PB	2.3	2.3	6.0	4.9	4.0
EV/EBITDA	13.3	11.2	21.5	14.9	11.0

广发造纸轻工行业研究小组

曹倩雯：联席首席分析师，北京大学硕士，2020年加入广发证券发展研究中心。

李悦瑜：资深分析师，悉尼大学硕士，2023年加入广发证券，曾任职于德邦基金管理有限公司，1年证券行业研究经验。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦47 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北街 2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉北 路429号泰康保险大厦 37楼	香港湾仔骆克道81号 广发大厦27楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。