



Research and
Development Center

电动低速车行业龙头，全球化布局优势突出

— 涛涛车业(301345)公司首次覆盖报告

2026年03月07日

姜文铨
S1500524120004
jiangwenqiang@cindasc.com

骆峥
S1500525020001
luozheng1@cindasc.com

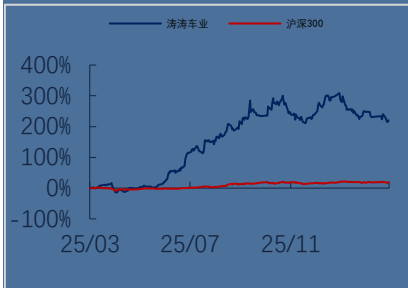
赵启政
S1500525030004
zhaoqizheng@cindasc.com

证券研究报告
公司研究
公司首次覆盖报告

涛涛车业 (301345)

投资评级 买入

上次评级



资料来源：聚源，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价 (元)	202.00
52 周内股价波动区间 (元)	257.60-53.89
最近一月涨跌幅 (%)	-9.09
总股本 (亿股)	1.09
流通 A 股比例 (%)	26.65
总市值 (亿元)	220.3

资料来源：聚源，信达证券研发中心

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲 127 号金隅大厦 B 座

邮编：100031

电动低速车行业龙头，全球化布局优势突出

2026 年 03 月 07 日

报告内容摘要：

涛涛车业是全球电动低速车行业龙头，全球化布局深筑竞争壁垒。公司专注“新能源智能出行”，聚焦智能电动低速车和特种车品类；其中，智能电动低速车贯彻“产品矩阵拓展、渠道生态深耕、品牌价值跃迁”的核心战略，凭借美国本土化的制造与渠道优势，着力打造从研发、生产、销售、服务的全价值链垂直整合竞争力，自布局北美市场以来实现迅猛突破，两年内强势跻身北美市占率前列，彰显强劲市场穿透力。2018-2024 年公司收入/利润 CAGR 分别为 30.0%/49.2%，抓住品类出海机遇实现快速成长；25Q1-Q3 公司面对海外贸易政策波动，积极推动全产业链全球布局，规模效应凸显，实现收入/利润同比分别+24.9%/+101.3%，增长靓丽。

电动高尔夫球车：全球市场有望持续增长，公司全球化布局领先，优势突出。全球电动低速车（LSEV）市场正处高速扩张阶段，根据弗若斯特沙利文，全球电动低速车市场规模预计从 2022 年 7 亿美元增长至 2025 年 18 亿美元，2022-2025 年 CAGR 高达 37%，预计 2029 年有望进一步攀升至 43 亿美元；分区域看，北美成熟度最高，其次是欧盟、日韩。纵观产业链，上游供给环节，美国电动高尔夫球车进口正从中国向越南等地区切换；中游品牌格局，市场份额较集中，CR5 达到 60%左右，核心市场美国“双反”等重大变化或催生企业机会；下游消费场景，高尔夫球场内需求稳定，球场外占比略高且增量明显。涛涛车业核心优势在于全球化布局领先，2025 年年中左右便已实现越南工厂满产，美国、泰国工厂 2026 年也将陆续投产，有望持续扩大市场份额；此外，公司品牌矩阵完备，以 DENAGO 与 TEKO 双品牌驱动，多元化营销手段效果良好，打造立体化渠道体系，海外布局快速推进。

全地形车：全球市场具备结构性机遇，公司扩张产品矩阵促增长。根据 Polaris 公司年报，近年全球全地形车年销量保持在 95-100 万台水平，基本趋于稳定，北美地区占比保持 80%-85%，是全球核心消费区域；品牌格局方面，海外品牌占主导，国产品牌快速发展。细分品类层面，根据 Polaris 预测，行业内部存在结构性变化，ATV 占比持续下降，从 2017 年 45% 降至 2024 年 35%，而 UTV 占比持续提升，成为行业内最大品类。涛涛车业发力全球市场攻坚与渠道突破，筹备 UTV 产品聚焦北美市场，小排量 ATV 则以 DENAGO 品牌进入当地头部经销商网络，与 100+ 家优秀经销商达成合作；ATV 主要面向北美以外市场销售，依托 300CC 主力车型强劲表现及中小排量矩阵，在北美以外市场持续巩固领先优势。通过差异化区域策略与精准产品布局，公司全地形车业务的全球化体系竞争力显著增强，为持续增长奠定坚实基础。

其他产品：传统品类表现稳健，公司积极布局机器人等新兴赛道。（1）**电动滑板车与电动平衡车：**公司电动滑板车已构建覆盖大众通勤至专业竞技的全场景产品序列，通过差异化定位与设计性能创新，在多个渠道保持较强竞争力，电动平衡车已形成完善的生产工艺和研发体系，产品兼具实用与美学价值，市场认可度持续提升。（2）**电动自行车：**公司电动自行车产品通过 DENAGO 与 GOTRAX 两大主力品牌协同赋能，进而实现品牌影响力与市场渗透率共振提升。经营策略方面，公司聚焦爆款战略，深度挖掘用户核心需求；渠道表现方面，商超渠道强势增长，AMAZON 平台则重点聚焦新品推广，巩固同类目下产品前列排名；自建站自然流量与用户规模健康增长，

战略价值持续释放。(3) 机器人: 2025 年以来, 公司与全球多家机器人公司达成战略合作, 其中与杭州宇树科技股份有限公司签署战略合作协议, 并取得较快进展, 计划在北美等海外地区销售共拓、C 端场景共研、商业化落地提效等多方面实现深度合作, 同时公司也将借势持续提升科技竞争力。

盈利预测与投资评级: 我们预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 8.3/11.8/15.6 亿元, PE 分别为 26.7X/18.7X/14.1X, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

风险因素: 海外宏观经济不及预期、国际贸易摩擦的风险、成本异常波动风险、汇率大幅波动风险、行业竞争加剧风险、股本未来摊薄风险。

重要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	2,144	2,977	3,986	5,494	7,086
增长率 YoY %	21.4%	38.8%	33.9%	37.8%	29.0%
归属母公司净利润(百万元)	280	431	826	1,180	1,560
增长率 YoY%	36.1%	53.8%	91.6%	42.7%	32.2%
毛利率%	37.6%	35.0%	39.2%	39.9%	39.9%
净资产收益率ROE%	9.5%	13.6%	22.9%	28.1%	31.3%
EPS(摊薄)(元)	2.57	3.95	7.58	10.82	14.31
市盈率 P/E(倍)	78.54	51.08	26.65	18.67	14.12
市净率 P/B(倍)	7.49	6.93	6.10	5.24	4.42

资料来源: iFind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2026 年 3 月 6 日收盘价

投资聚焦	6
1. 涛涛车业：电动低速车出海龙头，全球化布局领先	6
1.1 公司概况：电动低速车及特种车扬帆出海，全产业链全球布局	6
1.2 公司治理：股权结构集中，实控人海外资源禀赋突出	10
2. 电动高尔夫球车：全球化布局领先，渠道布局快速推进	11
2.1 市场概览：全球电动低速车市场快速增长，北美市场成熟度最高	11
2.2 产业链分析：消费市场需求趋势&政策导向决定产业链发展方向	12
2.3 公司看点：全球化供应链布局领先，产品性价比优势突出	16
2.4 公司看点：品牌矩阵完备，营销推广出色，渠道布局快速推进	19
3. 全地形车：公司发力产品矩阵扩张，把握结构性机遇	21
4. 其他产品：传统品类表现稳健，布局机器人等新兴赛道	24
4.1 电动滑板车：以海外为主要市场，公司保持稳健势头	24
4.2 E-bike：市场份额相对分散，公司持续推新开拓市场	25
4.3 公司积极布局机器人等新兴赛道，加速智能化升级	26
5. 盈利预测与投资评级	27
5.1 盈利预测	27
5.2 投资评级	28
6. 风险提示	28

图目录

图 1: 涛涛车业财务数据一览	6
图 2: 涛涛车业发展历程	7
图 3: 涛涛车业商业模式	7
图 4: 涛涛车业产品矩阵	8
图 5: 涛涛车业分产品营收及增速（亿元）	9
图 6: 涛涛车业分产品毛利率	9
图 7: 涛涛车业营收按地区划分	9
图 8: 涛涛车业分地区毛利率	9
图 9: 涛涛车业股权结构	10
图 10: 涛涛车业部分董事及高管信息（未完全列示）	10
图 11: 全球电动低速车市场规模及增速（十亿美元）	11
图 12: 全球电动低速车可服务目标市场（可理解为潜在市场）规模&复合年增长率&渗透率	11
图 13: 电动低速车产业链一览	12
图 14: 美国电动高尔夫球车主要进口国数据（辆）	12
图 15: 全球电动低速车市场格局（2024 年）	13
图 16: 电动低速车市场头部企业年收入（2024 年）	13
图 17: 美国电动高尔夫球车主要销售渠道	13
图 18: 北美高尔夫球车市场规模按使用场景划分（2024 年）	14
图 19: 高尔夫球场内是高尔夫球车需求稳定的基本盘	14
图 20: 美国球场内与球场外电动高尔夫球车产品对比	14
图 21: 美国 LSV 产品与汽车产品对比	15
图 22: 美国球场外 LSV 产品未来增长驱动因素	15
图 23: 美国对中国等等低速车企业“双反”税率	16
图 24: 绿通科技历年毛利率	16
图 25: 涛涛车业电动出行产品产量（截至 2025.7.31）	16
图 27: 海外主流品牌与涛涛车业（DENAGO）产品对比	17
图 28: DENAGO 与 E-Z-GO 产品细节对比	18
图 29: 电动低速车北美用户画像一览	18
图 30: DENAGO（左）与 TEKO（右）品牌剪影	19
图 31: 涛涛车业联动多个顶级体育联盟展开品牌营销	19
图 32: 海外品牌热度承压，DENAGO 有望形成冲击	19
图 33: 近年 DENAGO 品牌热度分布情况	20
图 34: 涛涛车业与高端经销商达成合作	20
图 35: 涛涛车业经销商数量	20
图 36: 全地形车细分类目	21
图 37: 全球全地形车年销量及增速	21
图 38: 全球全地形车细分品类结构	21
图 39: 全球全地形车市场区域分布	22
图 40: 全地形车户外越野场景	22
图 41: 全球全地形车市场品牌格局（2024 年）	22

图 42: 国产品牌全地形车走向全球	22
图 43: 涛涛车业 350CCATV 已量产	23
图 44: 涛涛车业电动 ATV 产品创新	23
图 45: DENAGO 全地形车产品拓展海外市场	23
图 46: 涛涛车业立足产品力吸引海外经销商合作	23
图 47: 全球电动滑板车使用场景展望	24
图 48: 全球电动滑板车市场格局	24
图 49: 涛涛车业电动滑板车产品深受海外消费者信赖	24
图 50: 涛涛车业电动滑板车海外线上渠道口碑良好	24
图 51: 全球 E-Bike 市场规模 (单位: 十亿美元)	25
图 52: 公司电动自行车产品高性能支撑多样化使用场景	25
图 53: 公司海外线下渠道优势突出	25
图 54: 涛涛车业机器人业务布局历程	26
图 55: 公司 Golabs 机器人亮相北美“儿童冠军假日节”	26
图 56: 公司与宇树合作机器狗开拓多元化应用场景	26
图 57: 涛涛车业分产品预测 (百万元)	27
图 58: 可比公司估值对比	28

投资聚焦

差异化观点：涛涛车业布局品类较多，我们本篇深度报告从增长驱动重要性出发，对电动高尔夫球车、全地形车、电动平衡车&滑板车、电动自行车等品类分别进行针对性梳理，首先基于产业链视角分析对应品类市场，包括行业总量、品牌格局、产业链分环节特征等；随后我们就公司对应业务布局情况，就供应端、产品端、销售端分别展开分析，梳理公司核心竞争力所在。我们认为，电动高尔夫球车在全球范围内属于增量市场，全地形车等品类亦存在结构性机遇，公司具备全球化布局的综合优势，中期成长天花板存在超预期可能性。

投资逻辑：公司是全球范围内智能电动低速车和特种车市场头部企业，前瞻性推动全球化布局，海外供应链、渠道等资源优势突出，发力电动高尔夫球车增量市场，深厚壁垒支撑经营业绩快速增长，同时积极探索机器人等新领域，有望开创新增长曲线，成长潜力可观。

1. 涛涛车业：电动低速车出海龙头，全球化布局领先

1.1 公司概况：电动低速车及特种车扬帆出海，全产业链全球布局

深耕电动低速车及特种车，品牌出海龙头。公司专注“新能源智能出行”，聚焦智能电动低速车和特种车品类；其中，智能电动低速车贯彻“产品矩阵拓展、渠道生态深耕、品牌价值跃迁”的核心战略，凭借美国本土化的制造与渠道优势，着力打造从研发、生产、销售、服务的全价值链垂直整合竞争力，自布局北美市场以来实现迅猛突破，两年内强势跻身北美市占率前列，彰显强劲市场穿透力。2018-2024 年公司收入/利润 CAGR 分别为 30.0%/49.2%，抓住品类出海机遇实现快速成长；25Q1-Q3 公司面对海外贸易政策波动，积极推动全产业链全球布局，规模效应凸显，实现收入/利润同比分别+24.9%/+101.3%，增长靓丽。

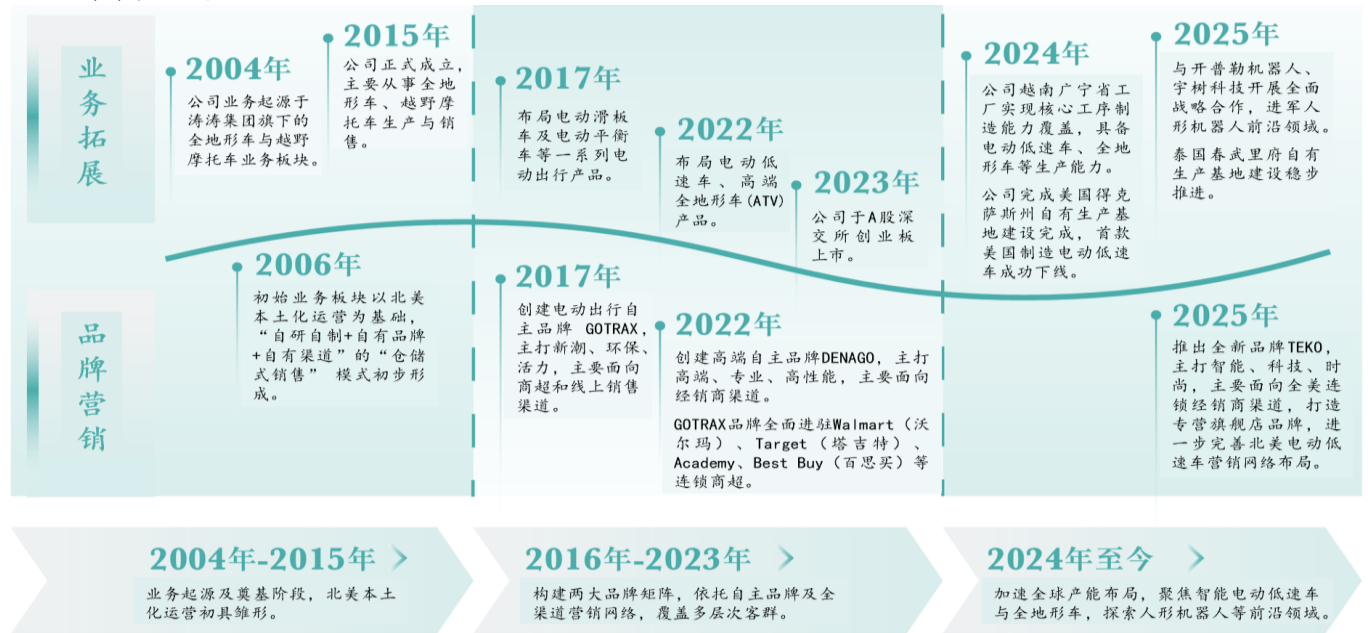
图 1：涛涛车业财务数据一览

单位：百万元	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025Q1-Q3
营业总收入	616.45	751.66	1385.57	2017.69	1765.67	2144.25	2976.63	2772.81
YOY	26.87%	21.93%	84.33%	45.62%	-12.49%	21.44%	38.82%	24.89%
归母净利润	39.06	71.75	217.86	242.72	206.31	280.48	431.26	606.54
YOY	42.87%	83.70%	203.62%	11.41%	-15.00%	35.95%	53.76%	101.27%
扣非归母净利润	35.75	62.06	189.82	224.46	204.77	270.03	420.71	601.85
YOY	25.37%	73.58%	205.86%	18.24%	-8.77%	31.87%	55.80%	104.14%
毛利率	46.03%	42.51%	35.13%	32.97%	35.75%	37.60%	34.98%	42.31%
期间费用率	30.14%	25.40%	15.03%	15.71%	17.60%	16.91%	13.07%	12.81%
销售费用率	24.62%	17.83%	7.54%	10.21%	14.39%	14.69%	10.53%	8.62%
管理+研发费用率	9.34%	10.25%	7.09%	6.92%	7.71%	8.44%	8.59%	7.13%
财务费用率	-0.27%	0.80%	3.15%	1.69%	-0.85%	-2.13%	-1.83%	-0.22%
归母净利率	6.34%	9.55%	15.72%	12.03%	11.68%	13.08%	14.49%	21.87%
存货	223.08	192.09	386.35	660.75	722.79	714.80	1206.10	1338.89
较上年同期增减	106.23	-31.00	194.26	274.40	62.05	-7.99	491.29	140.75
存货周转天数	183.90	172.94	115.83	139.36	219.53	193.40	178.66	214.78
较上年同期增减	47.01	-10.96	-57.10	23.53	80.16	-26.12	-14.74	32.13
应收账款	63.02	92.90	171.09	180.06	287.99	588.10	698.20	871.64
较上年同期增减	27.78	29.88	78.19	8.96	107.94	300.11	110.09	271.59
应收账款周转天数	28.69	37.34	34.30	31.33	47.72	73.54	77.78	76.43
较上年同期增减	2.58	8.64	-3.04	-2.97	16.39	25.83	4.24	4.18
应付账款及应付票据	168.51	165.44	342.63	375.34	294.33	408.99	680.37	682.21
较上年同期增减	18.55	-3.07	177.20	32.71	-81.01	114.66	271.38	-56.00
应付账款周转天数	172.29	139.10	101.74	95.56	106.26	89.11	85.77	96.47
较上年同期增减	-3.39	-33.19	-37.36	-6.18	10.70	-17.15	-3.34	0.11
合同负债	9.91	24.85	26.98	22.31	32.95	25.99	27.52	51.35
较上年同期增减	0.81	14.94	2.13	-4.67	10.63	-6.96	1.53	20.25
经营性现金流净额	-45.54	114.51	150.02	2.74	38.97	176.69	212.50	612.05
较上年同期增减	-64.29	160.05	35.51	-147.27	36.23	137.72	35.80	379.94
筹资性现金流净额	101.40	76.35	-26.41	70.51	-36.55	1543.63	-264.49	-94.17
较上年同期增减	38.58	-25.04	-102.76	96.92	-107.06	1580.18	-1808.12	-2.69
资本开支	60.01	45.95	66.15	98.12	76.61	71.92	524.73	158.52
较上年同期增减	2.05	-14.07	20.20	31.97	-21.51	-4.69	452.81	-316.32
ROE	20.35%	25.81%	43.62%	32.76%	21.63%	9.53%	13.56%	17.76%
YOY (±)	-3.26%	5.46%	17.81%	-10.86%	-11.12%	-12.10%	4.02%	7.82%
资产负债率	61.53%	57.85%	53.45%	50.21%	43.58%	22.33%	29.92%	34.88%
YOY (±)	-2.34%	-3.68%	-4.40%	-3.24%	-6.63%	-21.25%	7.59%	1.97%

资料来源：iFind、信达证券研发中心

以全球化产能布局为核心战略，依托多品牌矩阵进入海外主流商超渠道。涛涛车业业务起源于2004年，2015年正式成立公司，聚焦全地形车、越野摩托车生产销售，同期北美本土化“自研自制+自有品牌+自有渠道”的“仓储式销售模式”初步成型。2017年，公司布局电动滑板车等电动出行产品，推出电动出行自有品牌GOTRAX；2022年，公司拓展电动低速车、高端全地形车（ATV）品类，打造高端自主品牌DENAGO，GOTRAX品牌全面入驻沃尔玛、Target等连锁商超；2023年，公司上市。2024年开始，公司海外供应链快速发展，首款美国制造电动低速车下线；2025年，公司推出新品牌TEKO、推进泰国、美国等海外产能扩张，同时与开普勒机器人、宇树科技展开战略合作，探索人形机器人等前沿领域。

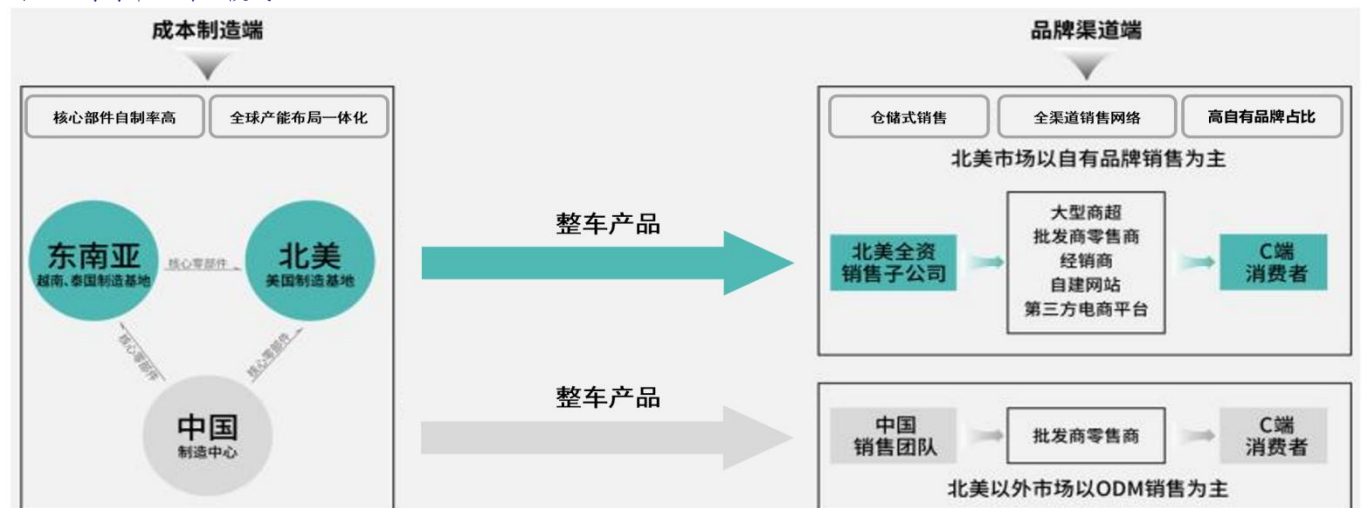
图 2：涛涛车业发展历程



资料来源：公司公告、信达证券研发中心

公司商业模式以制造端协同与渠道端差异化运营为中心，构建竞争壁垒。涛涛车业采用“全球化制造+分区域品牌运营”经营模式，成本制造端以中国为核心制造中心，配套越南、泰国、美国等海外生产基地，核心部件自制率超80%，实现全球产能一体化协同。品牌渠道端实施差异化策略，北美市场以自有品牌为主，通过全资子公司、商超及电商等全渠道触达C端消费者，北美以外市场以ODM模式为主，由国内销售团队对接批发商与零售商。

图 3：涛涛车业商业模式



资料来源：公司公告、信达证券研发中心

品类聚焦智能电动低速车和特种车打造产品矩阵。公司旗下智能电动低速车以道路用车为主，包括电动高尔夫球车、电动自行车、电动滑板车和电动平衡车等新能源智能系列产品；特种车以非道路用车为主，涵盖了全地形车和越野摩托车等燃油类产品。公司产品主要用于休闲运动、智能出行、特种作业等方面，适合各年龄段和多场景使用，满足单人、双人、多人及整个家庭等需求，应用范围十分广泛，凭借卓越实用性和高度适应性赢得消费者广泛青睐。

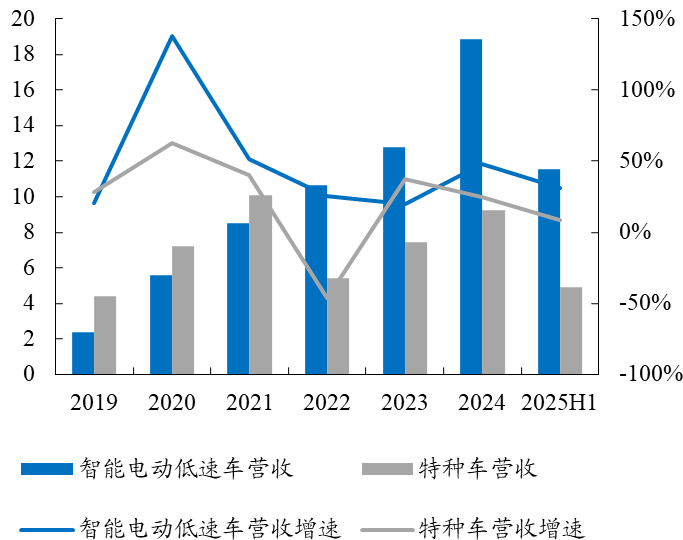
图 4：涛涛车业产品矩阵

产品分类	品类名称	发展概况	主要系列	产品图示
	电动高尔夫球车	2025H1公司新拓电动高尔夫球车高端经销商60家，经销商总量突破230家，多数经销商系区域市场龙头，渠道覆盖广度与质量同步提升；应用场景突破进一步打开增量空间，继进入大型社区、度假村、高校及主题游乐园等场景之后，全新切入北美高端购物中心、公共事务机构及特殊封闭社区等领域；明确聚焦高端专业渠道，成功渗透传统汽车经销商网络及Powersports经销商体系，进一步拓宽高端用户触达面。同时，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。DENAGO品牌认知度与溢价能力不断提升，公司电动高尔夫球车第二品牌TEKO于2025年7月正式登陆北美，首台车辆已在得州工厂成功下线，为后续抢占增量市场注入新动能。	全景露营车CITY、 电动高尔夫球车ROVER XL、 电动高尔夫球车ROVER XL6、 电动高尔夫球车ROVER XXL等	
智能电动低速车	电动自行车	2025H1公司聚焦爆款战略，深度挖掘用户核心需求，运营核心从“泛场景覆盖”转向“精准化市场穿透”，爆品驱动逻辑激活消费心智占领，商超渠道强势增长，WALMART新增导入多款车型，整体销售表现亮眼，是上半年主要的销售增量来源；同步推进渠道升级，与两家全美TOP10专业商超达成深度合作，有效扩大大众消费市场覆盖范围，带动市场份额持续提升；AMAZON平台重点聚焦新品推广，巩固同类目产品前列排名；自建站自然流量与用户规模健康增长，基于深度用户行为数据分析，显著提升产品迭代与营销资源投放精准度，战略价值持续释放。	电动自行车GOTRAX Z4PRO、 电动自行车DENAGO EXC2、 电动自行车DENAGO COMMUTE1、 电动自行车DENAGO HUNTING1等	
	电动滑板车	公司电动滑板车构建了覆盖大众通勤至专业竞技的全场景产品序列，通过差异化定位与设计性能创新，在多渠道保持较强竞争力。高端产品线通过精准的场景化营销实现客单价有效提升，主力车型在各商超渠道持续领跑销售榜单。公司电动滑板车产品在AMAZON平台销量稳居前列，在WALMART渠道连续参与季节性促销，RIVAL品牌成为畅销产品，销量位居同类前茅。	电动滑板车GX2、 电动滑板车GX3等	
	电动平衡车	公司电动平衡车已形成完善的生产工艺和研发体系，产品兼具实用与美学价值，市场认可度持续提升。其中：在AMAZON平台多年稳居类目头部并保持BestSeller认证称号；在WALMART渠道连续三年入选年度产品推荐名单首页，连续两年蝉联类目销售冠军。	电动平衡车MARS MAX、 电动平衡车TRINITY MAX等	
特种车	全地形车	2025H1公司全地形车出口数量在国内排名第二，产品端持续完善各排量段产品覆盖，300CCATV作为现阶段大排量主力产品，销量进一步突破，市场占有率持续提升，成为驱动北美以外市场增长的核心引擎；350CCATV已批量生产，500CCATV进入小批量试产阶段，推进UTV研发，目标直指北美核心市场。针对中小排量市场，公司新增130CC、180CC等细分排量以响应市场个性化需求，同时对200CC、250CC以及电动ATV等存量车型实施外观设计焕新与多场景性能优化。市场端，公司发力全球市场攻坚与渠道突破，UTV将聚焦北美市场，研发与市场准备加速推进，小排量ATV以DENAGO品牌进入当地头部经销商网络，已拓展100多家优秀经销商；ATV主要面向北美以外市场销售，依托300CC主力车型的强劲表现及完善的中小排量矩阵，在北美以外市场持续巩固领先优势。	350CC ATV、 300CC ATV、 TITAN 250、 SHARK 200等	
	越野摩托车	公司越野摩托车强调“硬核、酷玩”体验，产品成功进驻TSC专业商超体系，DENAGO越野摩托车以高端品牌差异化定位进入美国市场，多渠道协同发力，持续彰显强劲市场爆发力。截至25年中报，公司已与100多家北美高端经销商建立合作关系，构建起覆盖全美核心区域市场的高端销售渠道。	MX4 DIRT BIKE、 DB20 GASOLINE、 K2 ELECTRIC DIRT BIKE、 EVEREST ELECTRIC DIRT BIKE等	

资料来源：公司公告、信达证券研发中心

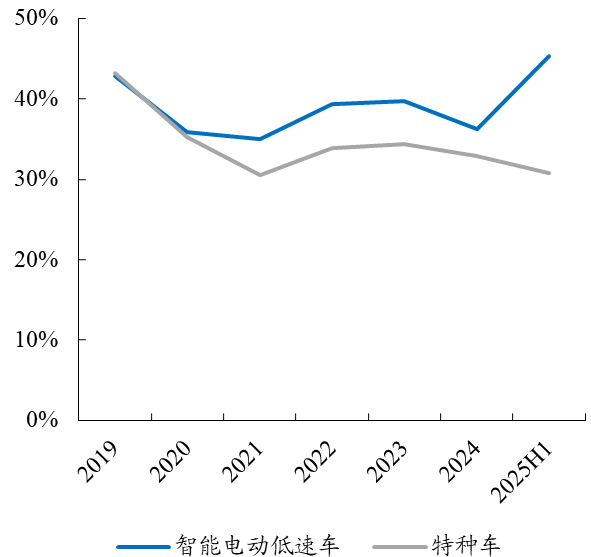
智能电动低速车营收占比持续提升，毛利率亦呈提升趋势。涛涛车业营收分产品看，2019-2024 年智能电动低速车/特种车 CAGR 分别为 51.7%/15.9%，2025H1 分别占营业收入的 67.2%/28.6%。公司电动高尔夫球车产品在海外市场逐步放量，一方面支撑智能电动低速车品类营收占比持续提升，另一方面通过规模效应持续凸显带动智能电动低速车产品毛利率提升；特种车产品整体营收增长相对稳健，毛利率保持在 30%左右相对稳定水平。

图 5：涛涛车业分产品营收及增速（亿元）



资料来源：iFind、信达证券研发中心

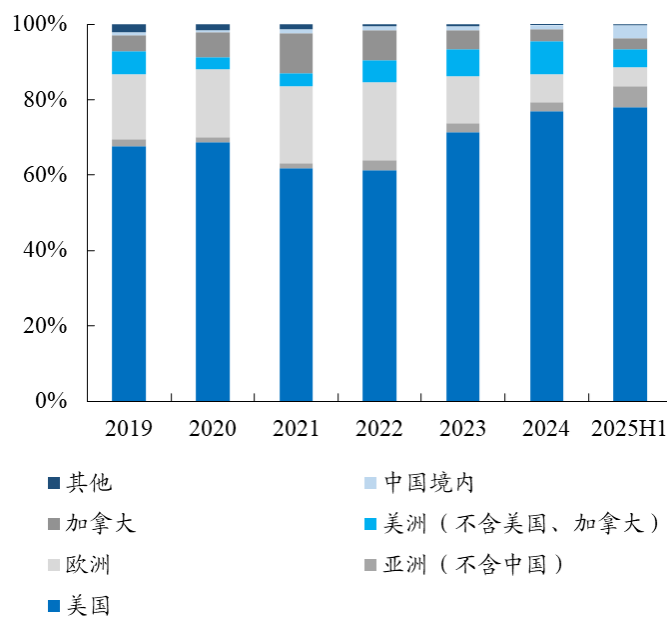
图 6：涛涛车业分产品毛利率



资料来源：iFind、信达证券研发中心

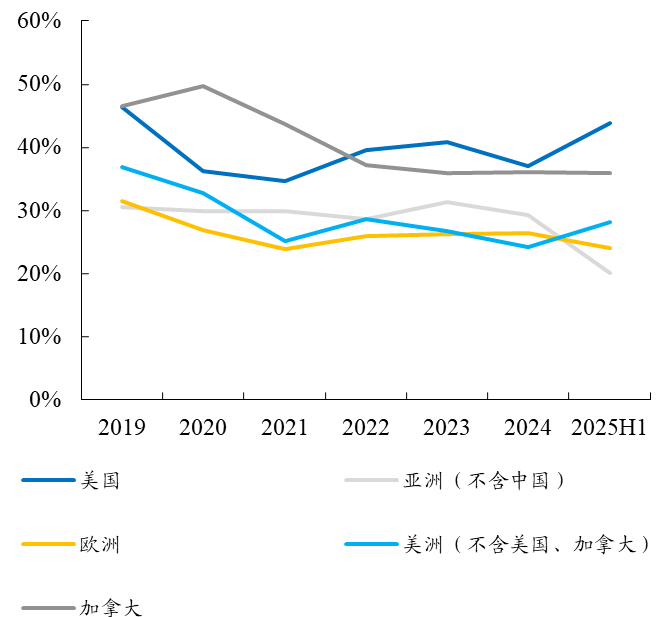
北美是公司核心市场，占比持续提升且盈利能力领先。北美为公司核心市场，2025H1 美国/加拿大营收占比分别为 78.1%/2.8%，公司在美国和加拿大已建立超 250 人的国际化、专业化运营团队；在北美市场，公司以自主品牌销售为主，线下渠道覆盖经销商、大型商超以及批发商零售商，线上渠道覆盖 AMAZON、WALMART 和 EBAY 等第三方电商平台和多个自有网站，毛利率水平连续多年领先于其他市场。非北美市场，公司主要以 ODM 的形式，通过批发商零售商进行销售。

图 7：涛涛车业营收按地区划分



资料来源：iFind、信达证券研发中心

图 8：涛涛车业分地区毛利率

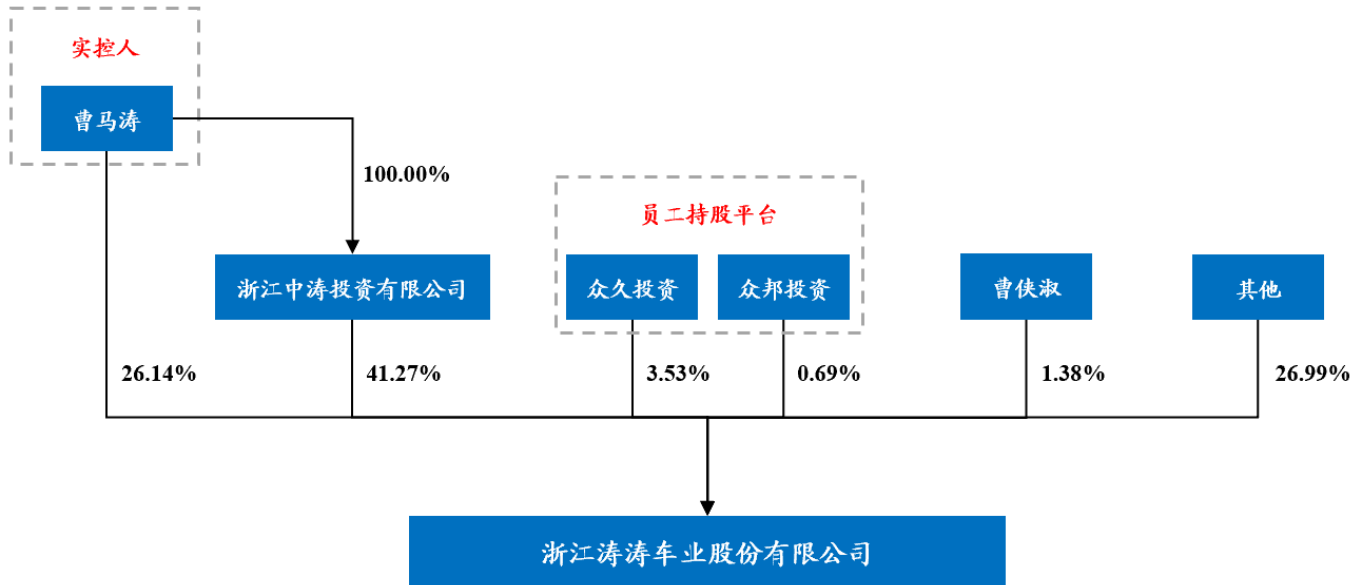


资料来源：iFind、信达证券研发中心

1.2 公司治理：股权结构集中，实控人海外资源禀赋突出

股权结构集中，实控人具备突出海外资源优势。实控人曹马涛先生直接持有公司 26.14% 股权，通过浙江中涛投资有限公司间接持有公司 41.27% 股权，股权结构较集中，从其履历看，曾多年任职于境外子公司，熟悉北美市场，具备突出海外资源优势。此外，公司通过员工持股平台与核心管理人员实现深度绑定，多位高管不仅在公司内部有多年工作经历，加入公司已积累深厚行业经验。

图 9：涛涛车业股权结构



资料来源：iFind、公司公告、信达证券研发中心（截至 2025Q3）

图 10：涛涛车业部分董事及高管信息（未完全列示）

姓名	年龄	职务	职责	履历
曹马涛	41	董事长、 执行董事兼总经理	制定及实施公司的战略规划，并监督公司日常运营及管理	中级工程师，曾任 Taotao USA, Inc. 董事、总裁，Tao Motor Inc. 董事兼首席执行官，浙江中涛投资有限公司执行董事及总经理，杭州智周投资管理有限公司董事长；自 2015 年 9 月起担任公司董事长及董事，自 2017 年 4 月起任公司总经理。
孙永	52	执行董事、 首席财务官、 董秘兼联席公司秘书	财务及运营管理及对外沟通	高级会计师，中国注册会计师，曾任永康五金会计师事务所有限公司董事，永康龙天联合会计师事务所（普通合伙）董事，天健会计师事务所（特殊普通合伙）高级项目经理及助理经理，永康天正会计师事务所有限公司助理会计师、部门经理及副董事；自 2017 年 3 月起任公司董秘兼首席财务官，自 2025 年 10 月起任公司执行董事、联席公司秘书之一。
姚广庆	49	执行董事兼副总经理	协助负责生产及运营管理，制定公司长期发展战略	中级工程师，曾任缙云县翔远实业有限公司采购经理，公司采购中心副总经理，中九投资管理合伙人；2017 年 4 月至今任涛涛动力执行董事、总经理，自 2015 年 9 月起任公司董事，自 2019 年 4 月起任公司副总经理，自 2025 年 10 月起任公司执行董事。
楼贵东	55	副总经理	负责公司管理及监督以及决策支持	曾任永康市后吴机械厂的部门经理，涛涛集团研发中心总经理，缙云县翔远实业有限公司研发中心总经理，缙云县远大金属制品有限公司监事；自 2019 年 4 月起任公司副总经理。
柴爱武	51	副总经理	汽车部门生产、质量、采购及其他相关管理工作	中级工程师，曾任杭州恒涛实业有限公司执行董事及总经理，浙江太平工贸有限公司副总经理，公司业务部总经理及董事；自 2019 年 4 月起任公司副总经理。
朱红霞	52	副总经理	行政、人力资源、安全及环境保护工作	高级工程师，曾任涛涛集团办公室经理及行政副总经理，缙云县恒涛小额贷款股份有限公司副总经理，公司运营中心副总经理；自 2019 年 4 月起任公司副总经理。

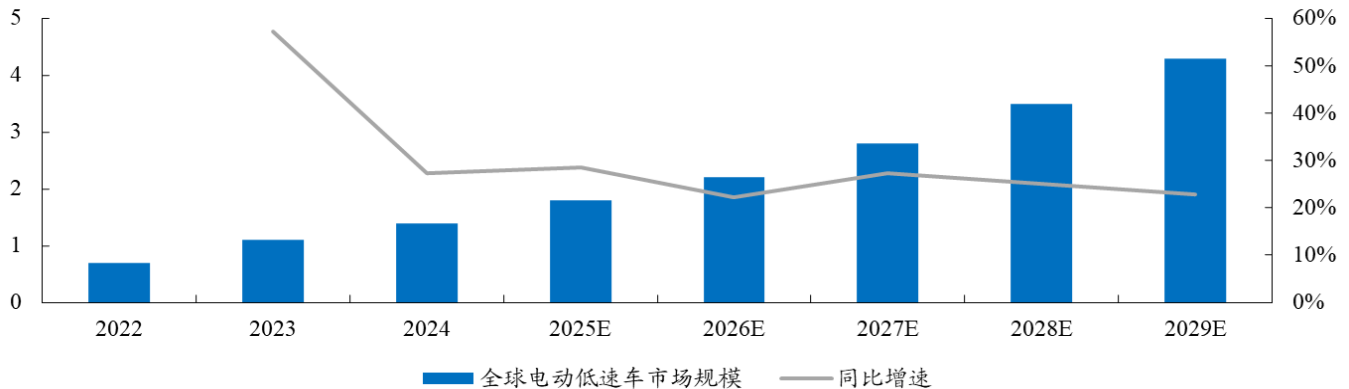
资料来源：公司公告、信达证券研发中心（截至 2025 年 10 月 31 日）

2. 电动高尔夫球车：全球化布局领先，渠道布局快速推进

2.1 市场概览：全球电动低速车市场快速增长，北美市场成熟度最高

总量方面，全球电动低速车市场规模快速增长。全球电动低速车（LSEV）市场正处高速扩张阶段，根据弗若斯特沙利文数据，全球电动低速车市场规模预计从2022年7亿美元增长至2025年18亿美元，2022-2025年CAGR高达37%，预计2029年有望进一步攀升至约43亿美元，我们认为该表现主要得益于电动化与智能化技术的快速发展迭代，以及多场景出行需求的持续扩张。

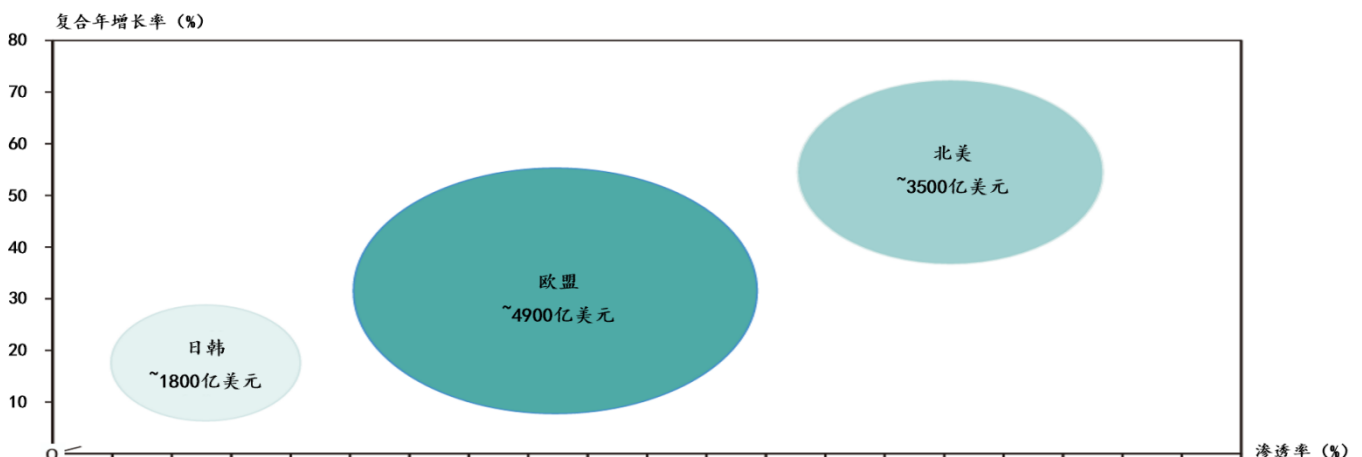
图 11：全球电动低速车市场规模及增速（十亿美元）



资料来源：公司公告、弗若斯特沙利文、信达证券研发中心

分区域看，北美市场成熟度最高，其次是欧盟、日韩。根据弗若斯特沙利文统计，从可服务目标市场口径看（即特定产品或服务实际上可以覆盖或服务的细分市场），北美市场发展最为最成熟，其次是欧盟、日韩；从未来市场规模增长潜力看，北美同样领先。我们认为北美市场优势主要来自于该地区超60%出行集中于短途场景，中产阶级与老年人群有旺盛的代步需求，叠加封闭社区等高频使用场景，预计北美电动低速车可服务目标市场规模达3500亿美元。欧盟可服务目标市场规模约4900亿美元，尽管当前渗透率不高，但受益于对环保出行的重视以及商业场景持续拓展，叠加未来区域内对低成本代步工具的接受度提升，具备广阔增长空间。日韩可服务目标市场规模约1800亿美元，受公共交通网络、道路条件、消费者对传统交通工具使用习惯等因素影响，需求相对有限，或需要关注结构性机会。

图 12：全球电动低速车可服务目标市场（可理解为潜在市场）规模&复合年增长率&渗透率



资料来源：公司公告、弗若斯特沙利文、信达证券研发中心（注：“复合年增长率”指各地区预计2025-2029年期间的电动低速车市场年均复合增长率）

2.2 产业链分析：消费需求趋势&政策导向决定产业链发展方向

电动低速车行业产业链划分清晰，需求市场是核心主导。电动低速车行业产业链可分为上游核心零部件供应、中游整车制造与系统集成、下游多样化应用场景三环节。上游包括电池、电机、电控系统等核心零部件供应商，以及车身件、轮胎、内饰等传统零部件厂商，中游整车制造商具备整车设计、生产、技术集成和品牌运营能力，将上游零部件整合为最终产品，并针对不同场景开发定制化解决方案。电动低速车在下游市场已广泛应用于个人代步、城市配送、市政环卫、旅游观光、高尔夫球场、地产楼盘、厂区货运等场景。我们认为，中游的系统集成、品牌运营和下游的服务生态正逐渐成为高附加值领域，头部企业通过打造“硬件+软件+服务”模式，有望构建长期竞争优势。

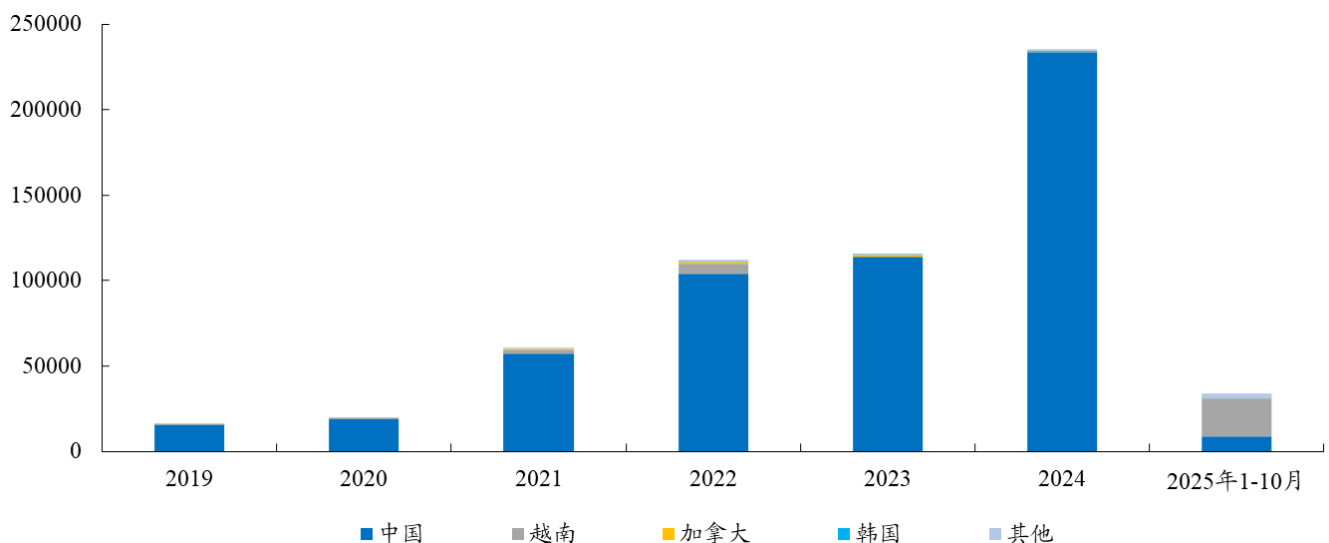
图 13：电动低速车产业链一览



资料来源：公司公告、弗若斯特沙利文、信达证券研发中心

上游供给环节：美国电动高尔夫球车进口正从中国向越南等地区切换。我们对核心市场美国供给端进行分析，24 年及以前中国是美国电动高尔夫球车核心供应地区，美国从中国进口量从 2019 年 15795 辆快速增至 2024 年 233750 辆；但 24 年底美国推出“双反”政策，一举颠覆供给端格局，25 年前 10 个月美国从中国进口数量萎缩至 8723 辆，占比仅 26%，而从越南进口数量跃升至 22039 台，占比达到 65%。我们认为电动高尔夫球车产业链话语权主要在于需求端，需求市场的政策及消费趋势将决定中上游环节的格局与发展方向，目前看全球化是品牌方必由之路。

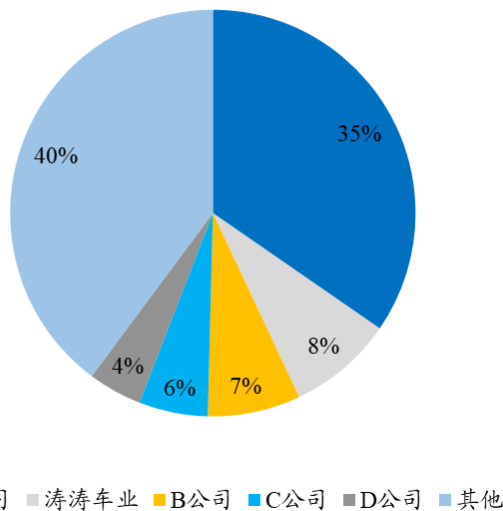
图 14：美国电动高尔夫球车主要进口国数据（辆）



资料来源：USITC、信达证券研发中心

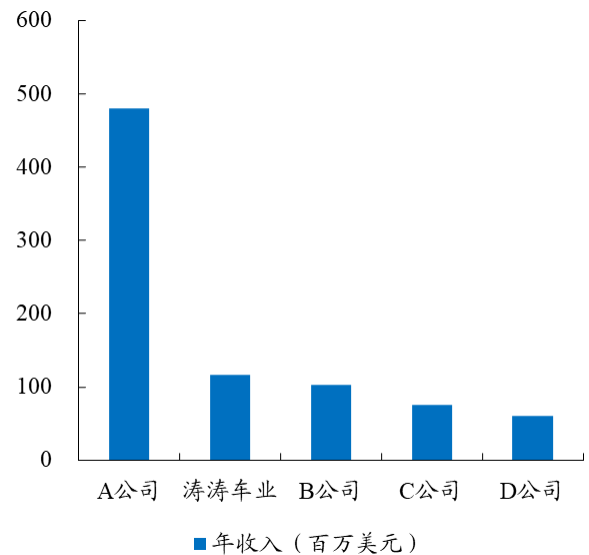
中游品牌格局：电动低速车市场份额较集中，关注重大市场变化带来格局变化机遇。根据涛涛车业公司公告，24年全球电动低速车市场格局情况如下：按销售额划分，排名第一企业市占率约34.6%，年收入在涛涛车业4倍以上，涛涛车业排名第二，市占率为8.4%，整体来看，CR5市占率达到60%左右，整体份额较集中。考虑到一方面全球电动低速车市场仍在快速扩容阶段，另一方面，核心市场美国正在发生“双反”等重大变化，我们认为，电动低速车行业对头部企业而言仍然大有可为。

图 15: 全球电动低速车市场格局 (2024 年)



资料来源：公司公告、弗若斯特沙利文、信达证券研发中心

图 16: 电动低速车市场头部企业年收入 (2024 年)



资料来源：公司公告、弗若斯特沙利文、信达证券研发中心

中游销售渠道：专业渠道为主导，多元化渠道适配不同需求。美国电动高尔夫球车市场以专业高尔夫球车经销商为核心销售渠道，占到70%以上市场份额，优势在于产品系列齐全，可提供专业的售后维修、定制化等服务，经销商通常绑定Club Car、EZ-GO等高端品牌，近年来也在快速拥抱DENAGO等新兴品牌；大型连锁商超以及线上平台可视为美国市场电动高尔夫球车的新兴渠道，以入门级产品（LSV）为主，主打价格透明、即时购买的便捷体验，是中国品牌（如DENAGO等）渗透大众社区市场的重要路径；球场直销、二手市场则聚焦存量产品流通，通过翻新车辆来满足预算有限用户的短期需求。我们认为，随着消费市场的快速扩容与发展，用户需求多元化特征有望持续凸显，对渠道商而言，合作多元化品牌、开拓多业态模式能够更好地把握消费机遇，例如专业经销商加速线上化布局，商超渠道拓展售后服务等，而消费市场的多元化趋势也将为我国本土品牌出海创造良好机遇。

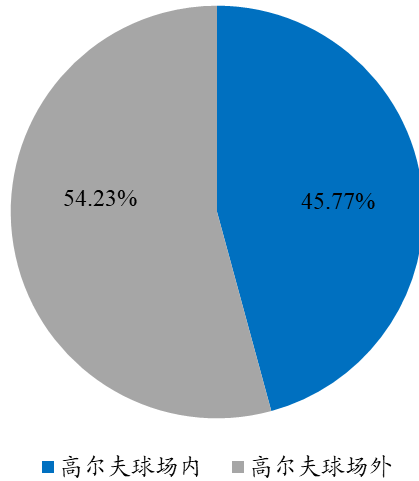
图 17: 美国电动高尔夫球车主要销售渠道

渠道类型	交易对象	主要特点
专业高尔夫球车经销商	Cart Mart、Advantage Golf Cars等	产品系列齐全，可提供定制、售后维修等专业服务
大型连锁商超	WALMART、TARGET、ACADEMY、BESTBUY、TSC等	以入门级产品为主，价格透明、即时购买、一站式体验
线上平台	AMAZON、WALMART、EBAY等	24小时购物、配置对比便捷、全国配送，支持定制化
球场直销/二手市场	高尔夫球场自营店、二手交易平台等	多为二手/翻新车型，价格优惠

资料来源：公司公告、信达证券研发中心

下游消费场景：高尔夫球场内需求稳定，球场外占比略高且增量明显。从消费场景来看，根据 Mordor Intelligence 统计，高尔夫球场内的消费场景占到 45.77%，并将继续成为 OEM 模式的主要销售方向，整体表现或相对稳定，且球场经营者往往倾向保持品牌合作的连续性，已简化零部件储备和操作培训等环节。球场外的消费场景占到 54.23%，具体可分为私人场景与商用及公用事业场景，私人场景方面，低驾驶成本、高便捷性、高可玩性等均是个人消费者看重的因素；商用及公用事业场景方面，电动高尔夫球车可高度适配校园安保巡逻、度假村交通、短途货运等场景需求。

图 18: 北美高尔夫球车市场规模按使用场景划分 (2024 年)



资料来源: Mordor Intelligence、信达证券研发中心

图 19: 高尔夫球场内是高尔夫球车需求稳定的基本盘



资料来源: E-Z-GO 公司官网、信达证券研发中心

球场内与球场外产品对比：以美国为例，当地标准首要规范速度限制与硬件配置，球场内车辆限速不得超过 24km/h，硬件方面限制较少，仅需安全带等简易安全配置，适配低速驾驶需求即可；而球场外车辆（LSV 类）则需符合 FMVSS 500 强制标准，限速不得超过 40km/h，需配备完整照明、反光装置及制动系统，以满足社区、园区道路行驶的安全性需求。此外，性能与功能设计进一步体现场景适配性：场内车辆采用轻便底盘、防草地碾压轮胎，单次续航满足 18 洞（6-8 公里）即可，2-4 座设计主要聚焦球员短途接驳，而场外车则以加固底盘、公路轮胎提升承重与耐用性，单次续航超 50 公里适配较长距离交通，4-8 座设计支持家、商用等多人场景。我们认为，以上产品差异反映场内场景需求稳定且产品迭代平缓，而场外场景在政策与消费趋势推动下，正向合规化、多功能化升级，对品牌方综合能力提出更高要求。

图 20: 美国球场内与球场外电动高尔夫球车产品对比

对比维度	场内（高尔夫球场专用）	场外（低速车 LSV 类）
速度	≤15mph (24km/h)	≤25mph (≤40km/h)
续航	单程 ≥6-8 公里，日均驾驶 ≥35 公里（可多次充电）	单次充电续航 ≥50 公里，满足社区/园区中长途通勤
硬件（必备）	安全带等简易安全配置、防草地碾压轮胎等	前灯、尾灯、转向灯、停车灯、后视镜、安全带、反光装置、手刹、挡风玻璃、耐磨公路轮胎等
性能	轻便型底盘，转弯半径小、驾驶灵活	加固型底盘，承重能力提升
载容量	通常为 2-4 座	通常为 4-8 座

资料来源: eCFR、E-Z-GO、Redway Power、信达证券研发中心

高性价比与休闲社交属性是 LSV 产品渗透场外场景的核心优势。我们认为 LSV 产品在球场外使用场景的渗透主要基于对汽车品类的部分存量替代以及空白需求填补，核心是中等距离交通以内的高性价比与休闲社交选择。对比来看，首先价格方面，入门级汽车单价超过 20000 美元，而头部品牌基本只有 LSV 高端线售价达到 20000 美元以上，常规款式 10000-20000 美元的售价相较于汽车而言低价优势显著；使用场景方面，LSV 更偏休闲属性，在园艺家务、观光游玩、短途代步等场景中，与家人朋友共乘显然更具趣味性，对于驾驶资质的要求也明显更为宽松。对有车家庭而言，LSV 是填补休闲需求空缺的选择，对无车家庭而言，LSV 是短途代步的性价比之选。

图 21：美国 LSV 产品与汽车产品对比

对比维度	LSV (球场外)	汽车
使用场景	封闭式社区、学校、工厂、景区等特定场所	公共道路、高速公路等复杂交通环境
速度	≤25mph (≤40km/h)	通常时速在80km/h以上
价格	二手车辆：300-500美元 中小品牌：7000-9000美元 头部品牌：10000-25000美元	入门级：20000-40000美元 中档：40000-80000美元 高档：80000美元以上
驾驶资质	多数州在私人区域通常不需要驾照，公共区域则需参考当地特定法律规定	需要持有有效的驾驶执照、车辆登记证、保险，并遵守所有交通法规
功能	园艺家务、观光游览、货物装载、代步出行等	出行通勤为主

资料来源：信达证券研发中心

美国市场以中期政策驱动为核心，叠加技术与长期需求支撑。根据 Mordor Intelligence 对美国球场外 LSV 产品增长驱动因素的拆分，封闭社区的电气化规定是首要驱动，主要针对加州、佛罗里达等南部城市，在中期维度（2-4 年）将直接提升社区代步类电动低速车需求；其次是度假房地产开发景气度，对应 LSV 的观光游览用途；企业车队低碳进程则涉及环保政策导向；锂电池与太阳能集成车顶因素主要体现硬件技术发展对品类景气度的直接推动。我们看好 LSV 在北美地区高尔夫球场之外使用场景的长期渗透，需求市场空间广阔。

图 22：美国球场外 LSV 产品未来增长驱动因素

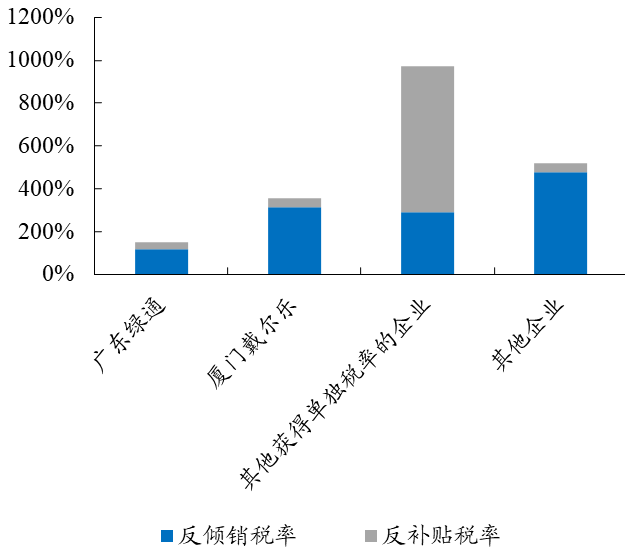
驱动因素	对CAGR的影响程度	相关区域	影响时长
封闭社区的电气化规定	强	加利福尼亚州、佛罗里达州以及其他南部城市	中期（2-4年）
度假村房地产开发景气度	中	南部沿海和沙漠州	长期（≥4年）
企业车队低碳进程	中	不限	中期（2-4年）
锂电池应用普及	弱	不限	短期（≤2年）
太阳能集成车顶发展	中	西南部高辐照州	长期（≥4年）
低速电动车州级补贴	弱	不限	中期（2-4年）

资料来源：Mordor Intelligence、信达证券研发中心

2.3 公司看点：全球化供应链布局领先，产品性价比优势突出

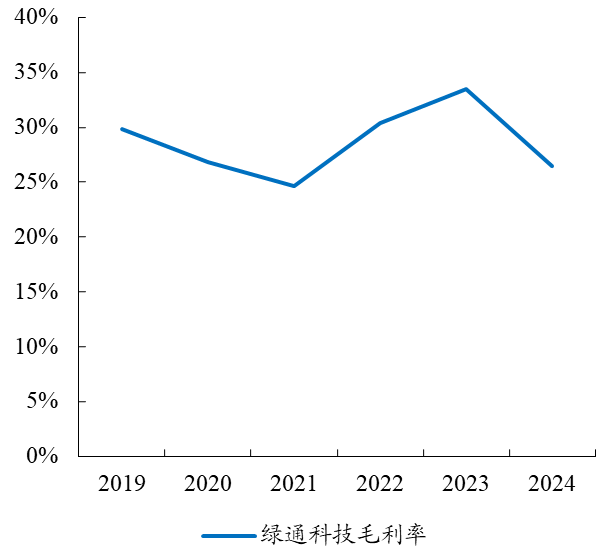
美国对中国电动低速车企业执行“双反”，从源头阻碍中国供应链出海。24年7月11日，美国对中国低速载人车辆企业发起“反倾销”与“反补贴”申诉，25年6月17日终裁结果公布，行业龙头企业广东绿通合计被判加征相关税额达151%，厦门戴尔乐达357%，其余企业则普遍更高。我们认为，该幅度的税率加征已然超出正常商业逻辑下可消化的极限，意味着中国电动低速车供应链向美国出口之路从源头被严重阻碍，中国业内企业面临艰难抉择——一是放弃全球最大单一国家市场美国，二是大幅增加资本开支，在海外新建供应链，满足美国政策要求。

图 23：美国对中国等等低速车企业“双反”税率



资料来源：中国贸易救济信息网、信达证券研发中心

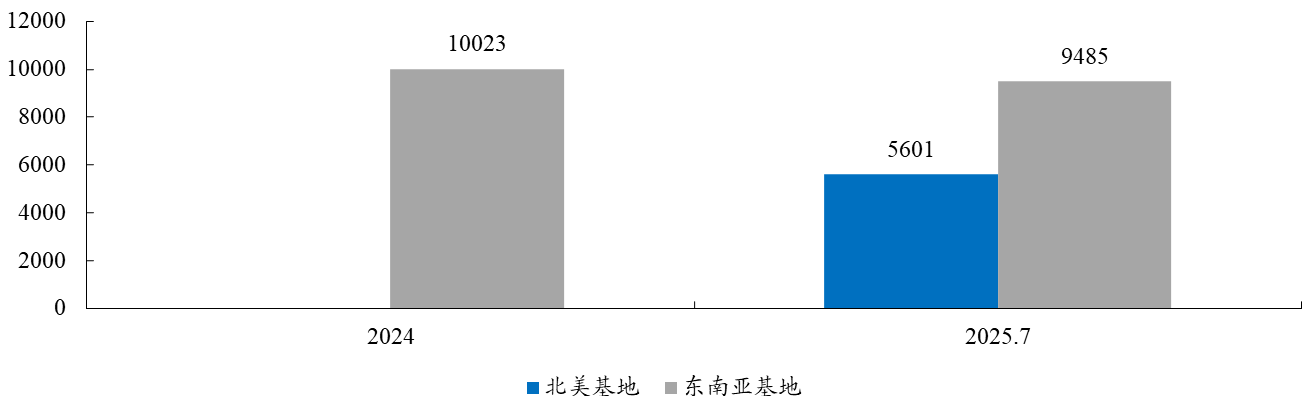
图 24：绿通科技历年毛利率



资料来源：iFind、信达证券研发中心

供应链方面，国内企业中涛涛车业全球化布局领先。在美国“双反”政策影响下，电动低速车企业首要竞争因素聚焦于供应链，海外企业优势相对明显，如 E-Z-GO 与 Club Car 核心产能位于美国本土，YAMAHA 则多年布局美国、日本、东南亚等地区产能。中国企业正加速全球化布局应对贸易政策变化，其中涛涛车业布局进程较快，2025 年便已布局越南、美国、泰国工厂，根据公司公告，截至 2025 年 7 月 31 日，公司东南亚基地产量已接近 2024 年全年，北美基地也有可观产出；康迪科技美国工厂于 2025 年 5 月投产，产能预计仍在爬坡中，戴尔乐正在推进越南工厂建设。综合来看，海外品牌具备产地优势，但鲜有扩产计划，中国企业被“双反”打断节奏后进展参差不齐，涛涛车业领先优势较大，有望持续扩大份额。

图 25：涛涛车业电动出行产品产量（截至 2025.7.31）



资料来源：公司公告、信达证券研发中心

产品方面，涛涛具性价比优势突出。从产品分级看，Club Car 旗下品牌 Garia 聚焦于高端市场，Club Car 主品牌 YAMAHA、E-Z-GO 则主攻中高端，涛涛车业旗下品牌 DENAGO 覆盖面较广，从大众定位到中高端定位均有布局。具体产品方面，品牌之间核心硬件配置趋同，锂电为主，按美国法规要求配备 LSV 必需硬件；休闲娱乐方面体现较大差异，核心是智能化功能使用，首先是车载触摸屏，其次是移动设备互联(车企普遍使用蓝牙连接,涛涛车业旗下 DENAGO 升级至 Apple Carplay 与 Android Auto 功能)；结合价格看，高端市场 Garia 品牌主打造型设计与制造工艺，定价超出主流价格带，海外品牌旗舰款主流价格带在 15000-20000 美元，而涛涛车业旗下 DENAGO 旗舰款定价在 10000 美元左右，具备明显性价比优势。

图 26: 海外主流品牌与涛涛车业 (DENAGO) 产品对比

品牌	产品型号	外观	单价 (\$)	动力	最高时速	主要选配硬件	特点
GARIA	OFF-X		32000起	锂电池	25mph	1、车载冰箱 2、蓝牙立体声音箱 3、地垫 4、特色钥匙	从保时捷911中汲取灵感，全车使用凸凹造型，与豪华汽车制造商合作定制
E-Z-GO	Summit XT		17899	锂电池	25mph	1、10英寸触摸屏&蓝牙连接 2、28英寸音响条 3、带喇叭的转向灯套件 4、高置红绿灯 5、倒车摄像头 6、行人警示系统	多部件选配，标准化品质
Club Car	Onward 4		16807起	锂电池	19.2mph	1、LED照明套件 2、倒车摄像头 3、高级音响条	配置较基础，车辆空间小，速度慢
Yamaha	PC-2		16000起	锂电池	25mph	1、倒车摄像头 2、刹车提示灯 3、10英寸媒体系统 4、手机充电器	选配部件少，车辆空间小
Denago	Rover XL		9995	锂电池	50mph	1、倒车摄像头 2、触摸屏&蓝牙连接 3、Apple Carplay & Android Auto 4、LED照明套件 5、高级音响条 6、行人警示系统	选配部件不多但配置齐全，动力强，智能功能多，性价比突出

资料来源: Garia、E-Z-GO、Club Car、Yamaha、DENAGO 官网、信达证券研发中心

对比相似价格带产品，**DENAGO** 的细节与配置明显优于 **E-Z-GO**。我们选取 DENAGO 旗下 ROVER XL 与 E-Z-GO 旗下 Summit X 进行对比，二者价格带相对接近（Summit X 略贵），DENAGO 产品配备智能触摸屏、悬挂音响与转向指示灯等特色硬件设施，为驾驶者在产品智能性、娱乐性、安全性等方面提供更多细节支持，而 E-Z-GO 产品相比之下配置显得较为基础。我们认为涛涛车业立足于中国相关产业资源，在车辆配置功能方面较海外品牌具备优势，以更低成本实现更高配置进而树立性价比优势。

图 27: DENAGO 与 E-Z-GO 产品细节对比



资料来源: DENAGO 官网、E-Z-GO 官网、信达证券研发中心

电动低速车北美用户画像丰富，关注点各异。（1）**新型社区居民用户**：主要年龄在 35-60 岁，常购买 LSV 作为家庭第二辆车，用于短途代步，核心关注合规、环保、时尚和品牌。（2）**退休社区居民用户**：主要年龄在 60 岁以上，常购买 LSV 用于解决“最后一公里”的交通问题，这类银发族主要关注安全、便捷和舒适。（3）**酒店、旅游景区与度假村**：常购买 LSV 提升游客体验与运营效率。（4）**大学与大型园区**：政府与机构会采购值得信赖的绿色勤务车。（5）**高尔夫球场用户**：主要年龄在 45 岁以上，用于球场移动与会员接送，彰显品质与身份。

图 28: 电动低速车北美用户画像一览



资料来源: 涛涛车业公众号、信达证券研发中心

2.4 公司看点：品牌矩阵完备，营销推广出色，渠道布局快速推进

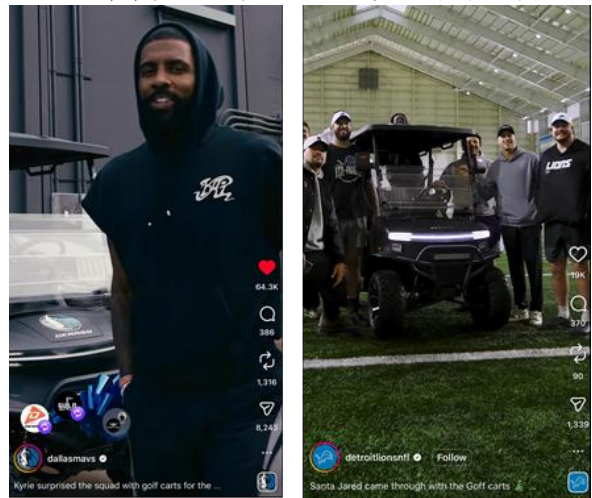
DENAGO 与 TEKO 双品牌驱动，多元化营销手段效果良好。公司以双品牌矩阵布局电动高尔夫球车业务，成熟品牌 DENAGO 通过“高端场景精准锚定”策略在竞品主导市场打开差异化缺口，产品进入精英圈层并获众多社会名人背书，第二品牌 TEKO 于 2025 年 7 月正式登陆北美，风格偏向自由随性，与 DENAGO 在风格上形成差异，为经销商合作提供更为丰富的品牌选择，亦为后续抢占增量市场注入新动能。品牌营销方面，公司与百事可乐、杰克林克斯（北美肉类零食巨头）、硬石公司（全球娱乐产业领导者）等国际消费巨头开展品牌联动，构建跨界品牌价值共同体。此外，2025 圣诞季 DENAGO EV 联动 NBA、NFL、NHL 三大全球顶级体育联盟，密集落地高规格合作与品牌曝光，其中 NBA 球星凯里欧文将 DENAGO EV 作为圣诞礼物送给队友的相关视频在全球社媒 24 小时内获得近 3 亿人次浏览，DENAGO 正在成为北美运动员圈层新符号。

图 29: DENAGO (左) 与 TEKO (右) 品牌剪影



资料来源：涛涛车业公众号，信达证券研发中心

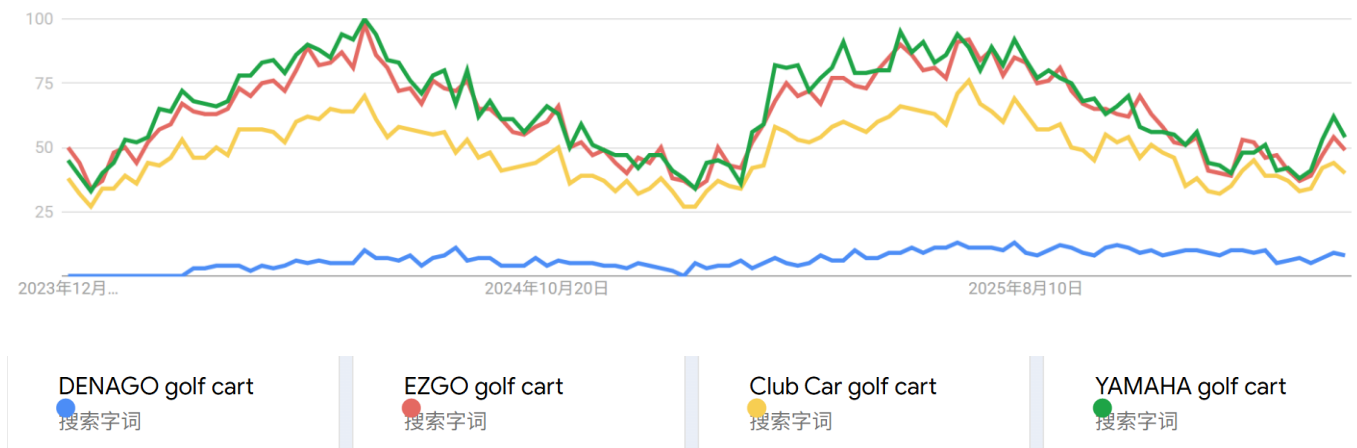
图 30: 涛涛车业联动多个顶级体育联盟展开品牌营销



资料来源：涛涛车业公众号，信达证券研发中心

DENAGO 品牌在美国正逐步打开市场认知，有望冲击海外龙头。据 Google Trends 统计，涛涛车业旗下电动高尔夫球车品牌 DENAGO 在美国市场搜索热度从 2024 年开始稳步向上，E-Z-GO、Club Car 等海外品牌尽管具备本土多年先发优势，但搜索热度逐步进入瓶颈。我们认为，未来涛涛车业通过品牌矩阵布局，立足产品高性价比、高可玩性等优势，依托多元化营销手段，有望持续提升品牌热度，冲击海外龙头品牌地位。

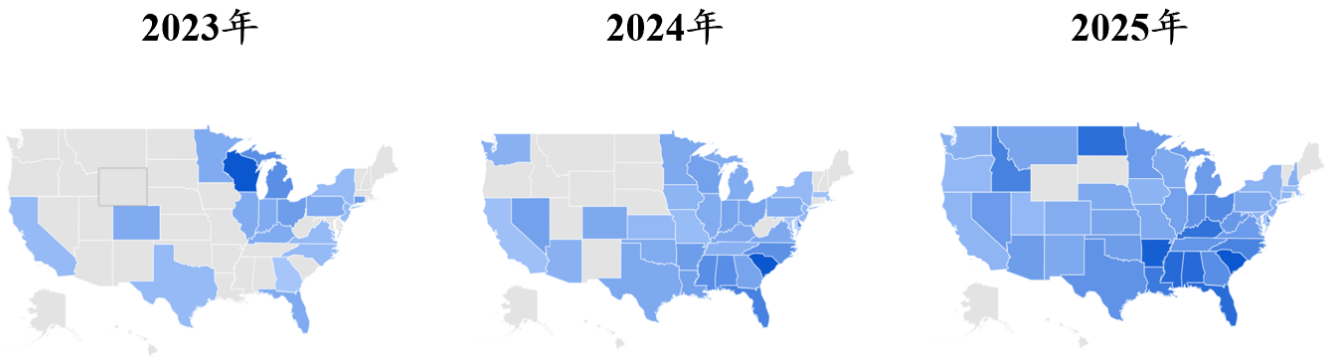
图 31: 海外品牌热度承压，DENAGO 有望形成冲击



资料来源：Google Trends，信达证券研发中心

DENAGO 品牌在美国由沿海地区向内陆渗透，2025 年基本完成全覆盖。据 Google Trends 统计，DENAGO 品牌搜索热度在美国市场的分布变化情况呈现出较为清晰的“由沿海地区向内陆渗透”趋势，2025 年已基本完成对美国主要地区的渗透，最高热度地区仍在沿海。我们认为，该变化趋势或与不同地区针对 LSV 政策规定的变化有关，另一方面也可能反映出美国不同地区消费特征，沿海地区经济水平相对发达，居民可支配收入较高，因此对于新鲜时髦事物接受速度较快，同时沿海的温暖气候也相对适合 LSV 开放的驾驶乘坐状态，随着 LSV 成为潮流单品，社交属性不断凸显，消费趋势便水到渠成地开始向内陆地区渗透。

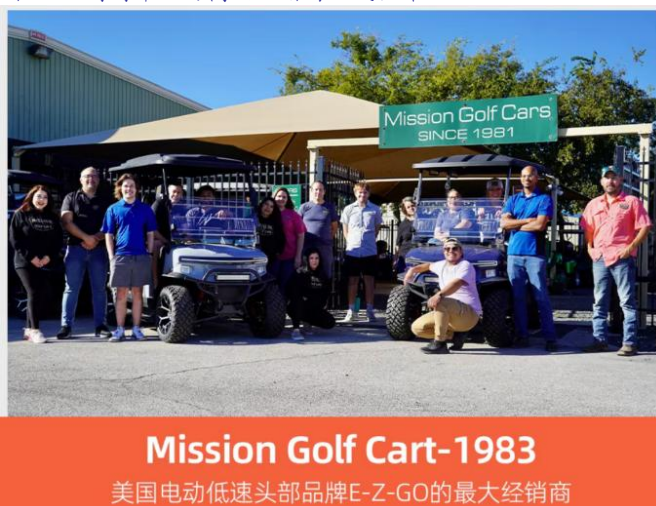
图 32: 近年 DENAGO 品牌热度分布情况



资料来源: Google Trends、信达证券研发中心

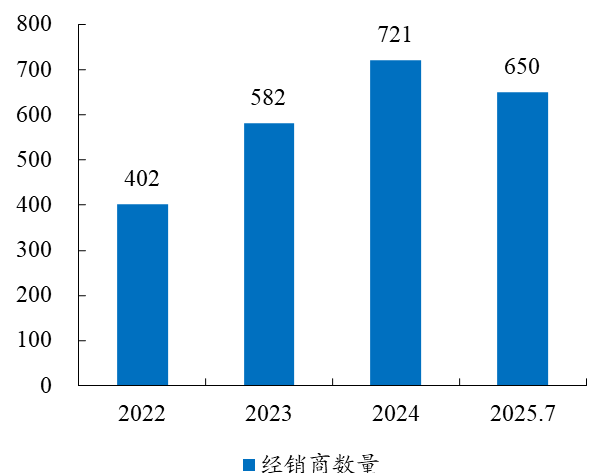
打造立体化渠道体系，海外布局快速推进。线下渠道方面，2025 年公司高端经销商数量突破 650 家，吸引多家曾服务于国际头部品牌的优质伙伴加入，其中多家拥有为超 50 年经验区域龙头，渠道质量显著提升，2025 年经销商总数较 2024 年有所波动主要系公司策略性重分配资源，减少部分全地形车经销商所致；综超渠道在美国包括超 3400 家沃尔玛门店、超 1900 家 Tractor Supply Company 门店、超 1600 家 Target 门店、超 720 家 Best Buy 门店及超 360 家 Academy 门店；线上渠道方面，公司已布局包含 AMAZON、WALMART、EBAY 等第三方电商平台，以及多个具有行业影响力的自有销售网站，实现了传统制造业与互联网电商的深度融合。

图 33: 涛涛车业与高端经销商达成合作



资料来源: 涛涛车业公众号、信达证券研发中心

图 34: 涛涛车业经销商数量



资料来源: 公司公告、信达证券研发中心

3. 全地形车：公司发力产品矩阵扩张，把握结构性机遇

全地形车包括 **ATV**、**UTV**、**SSV** 三大类。全地形车（又称为越野车）产品主要分为 ATV、UTV 及 SSV 三大品类，三者结构、定位与价格带形成清晰分层，精准匹配不同消费需求。ATV 以跨骑式车把为核心特征，主打单人灵活越野等休闲场景；SSV 较 ATV 有所升级，采用全包覆模式，在越野领域性能更加硬核；UTV 同样采用全包覆模式，安装较大容量货箱，功能方面主要针对农用运输、工程作业等多元场景。

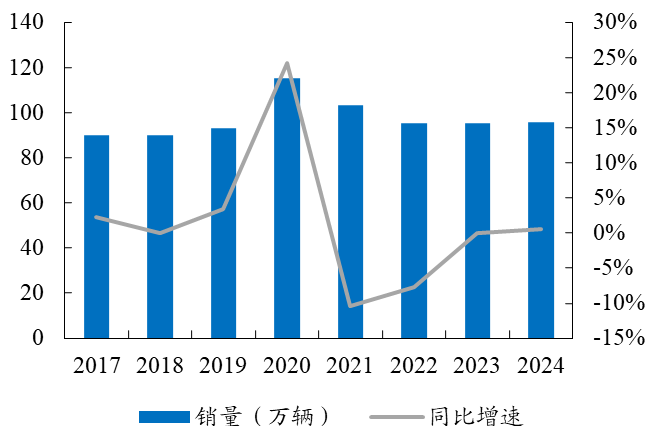
图 35：全地形车细分类目

比较维度	ATV	SSV	UTV
产品样例	GFORCE 450 L	ZFORCE 950 SPORT	UFORCE 1000
产品图示			
定价（人民币元）	31800	93800	94800
设计特征	外露车架结构、开放性驾驶空间、跨坐型座椅、方向把控制等	包覆车架结构、半封闭/全封闭驾驶空间、乘坐型座椅、方向盘控制等	包覆车架结构、半封闭/全封闭驾驶空间、乘坐型座椅、配备大容量货箱等
主要使用场景	户外休闲、轻型农用、短途交通等	户外休闲、越野竞速等	农用运输、工程作业等
动力（排量）	400CC	963CC	963CC
最大载重	240kg	315kg	685kg
最大拖挂重量	612kg	-	-

资料来源：春风动力官网、信达证券研发中心

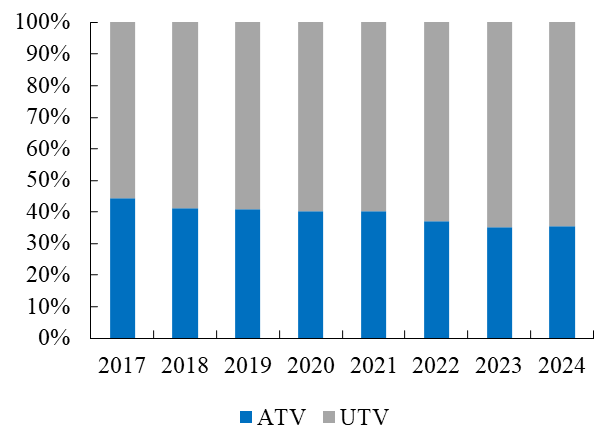
全球全地形车行业规模趋于稳定，结构性变化创造机遇。根据 Polaris 公司年报信息，近年全球全地形车年销量保持在 95-100 万台水平，基本趋于稳定。具体到细分品类层面，行业内部正发生结构性变化，根据 Polaris 预测，ATV 占比持续下降，从 2017 年 45% 降至 2024 年 35%，而 UTV 占比持续提升，成为全地形车行业最大品类。我们认为，行业结构性变化主要驱动因素或来自需求端，UTV 产品除休闲娱乐、短途出行等功能外，更具备农用、工用等切实功能，在一定程度上能够替代部分 ATV 需求，对业内企业而言结构性变化亦有望创造增长机遇。

图 36：全球全地形车年销量及增速



资料来源：Polaris 公司公告、信达证券研发中心

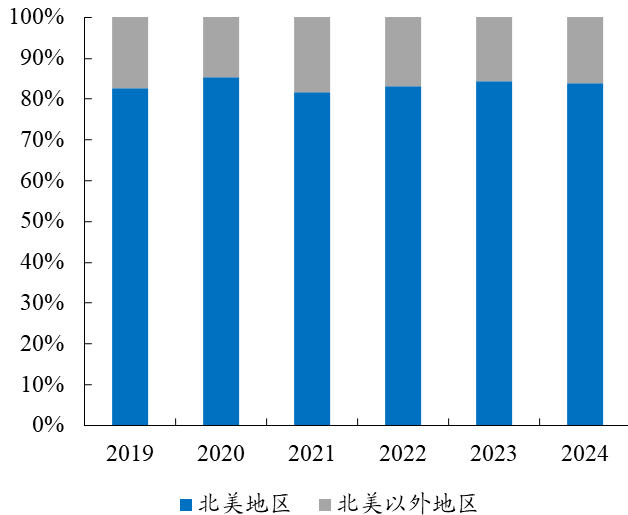
图 37：全球全地形车细分品类结构



资料来源：Polaris 公司公告、信达证券研发中心

北美地区为主要需求市场，全球产能分布较为分散。从需求端区域分布看，近年来北美地区占比保持在80%-85%区间，是全球核心消费区域。我们认为全地形车市场的区域分布体现产品特性与需求结构的相契性，全地形车作为集实用、娱乐、体育运动等于一体的特种车辆，可在沙滩、草地、山路、旅游场所等多种复杂路面行驶，由于其适用于不同地形，灵活性强，应用非常广泛，主要用于户外作业、运动休闲、消防巡逻、军事防卫等众多领域。一方面，由于欧美国家尤其是美国等国多草地、山路、沙路等复杂地形，契合全地形车驾驶条件；另一方面，欧美发达国家的人均收入水平较高，居民崇尚冒险精神、追求刺激，进一步推动全地形车日常消费。

图 38: 全球全地形车市场区域分布



资料来源: Polaris 公司公告、信达证券研发中心

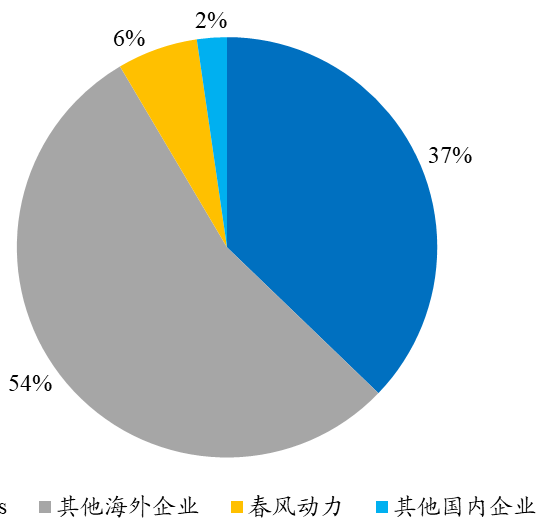
图 39: 全地形车户外越野场景



资料来源: 涛涛车业官网、信达证券研发中心

品牌格局方面，海外品牌占主导，国产品牌快速发展。从供给端看，全球全地形车行业超90%份额由海外企业占据，其中Polaris占比37%位居第一。国产品牌整体份额虽仍处低位，但已实现从OEM代工到自有品牌突破，春风动力作为国产品牌的代表市占率约6%，根据中国汽车工业协会摩托车分会信息，涛涛车业全地形车出口数量排名国内企业第二，市场地位持续夯实。我们看好国产品牌依托工业设计创新与性能优化，不断强化产品力优势，通过技术迭代精准回应消费者对极致户外体验的追求，推动品牌溢价能力与市场渗透率同步提升。

图 40: 全球全地形车市场品牌格局 (2023 年)



资料来源: 鲲鹏天下公众号、信达证券研发中心

图 41: 国产品牌全地形车走向全球



资料来源: 春风动力官网、信达证券研发中心

涛涛车业持续丰富产品矩阵，满足海外消费者多样化需求。公司持续完善各排量段产品覆盖，300CCATV 作为现阶段大排量主力产品，凭借卓越可靠性、强劲动力及全地形适应性，销量进一步突破，市场占有率持续提升，广泛应用于户外作业、休闲探险等诸多场景，成为驱动北美以外市场增长的核心引擎；350CCATV 已批量生产，500CCATV 进入小批量试产阶段，并全力推进 UTV 研发，目标直指北美核心市场。针对中小排量市场，公司新增 130CC、180CC 等细分排量以响应市场个性化需求，同时对 200CC、250CC 及电动 ATV 等存量车型实施外观设计焕新与多场景性能优化，提升用户体验与竞争力；我们看好公司通过产品线扩张持续推动业务增长。

图 42: 涛涛车业 350CCATV 已量产



资料来源：公司公告、信达证券研发中心

图 43: 涛涛车业电动 ATV 产品创新



资料来源：涛涛车业官网、信达证券研发中心

渠道布局稳步推进，发力全球市场。公司发力全球市场攻坚与渠道突破，采取因地制宜的策略，例如筹备 UTV 产品聚焦北美市场，研发与市场计划加速推进，小排量 ATV 以 DENAGO 品牌进入当地头部经销商网络，已与 100+家优秀经销商达成合作；ATV 主要面向北美以外市场销售，依托 300CC 主力车型的强劲表现及完善的中小排量矩阵，在北美以外市场持续巩固领先优势。通过差异化区域策略与精准产品布局，公司全地形车业务的全球化体系竞争力显著增强，为持续增长奠定坚实基础。

图 44: DENAGO 全地形车产品拓展海外市场



资料来源：涛涛车业公众号、信达证券研发中心

图 45: 涛涛车业立足产品力吸引海外经销商合作



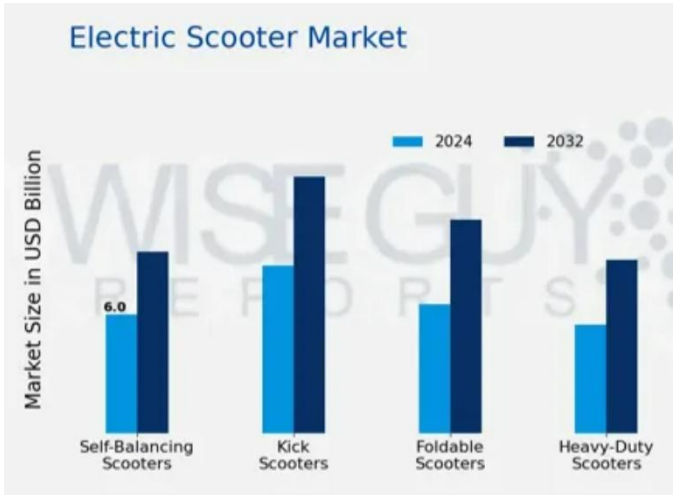
资料来源：涛涛车业公众号、信达证券研发中心

4. 其他产品：传统品类表现稳健，布局机器人等新兴赛道

4.1 电动滑板车：以海外为主要市场，公司保持稳健势头

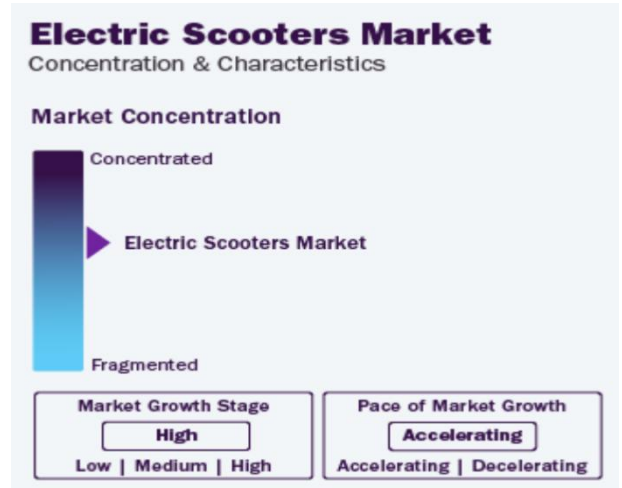
全球电动滑板车市场增长相对良好，行业格局有优化空间。根据 Research and Markets 数据，电动滑板车市场预计将从 2024 年 267.3 亿美元增至 2033 年 550.1 亿美元，年复合增长率为 8.35%。根据绿联产发数据，目前北美是全球电动滑板车最大市场，份额占比约为 60%，其次是欧洲和中国，份额占比分别约 20%和 10%。总体来看，全球电动滑板车市场仍处扩张发展期，我们认为头部企业基于品牌认知与技术研发有望保持领先优势，市场集中度仍有提升空间。

图 46：全球电动滑板车使用场景展望



资料来源：Wise guy reports、信达证券研发中心

图 47：全球电动滑板车市场格局



资料来源：Wise guy reports、信达证券研发中心

公司电动滑板车与电动平衡车发展势头稳健。公司电动滑板车已构建覆盖大众通勤至专业竞技的全场景产品序列，通过差异化定位与设计性能创新，在多个渠道保持较强竞争力；高端产品线通过精准场景化营销提升客单价，主力车型在各商超渠道持续领跑销售榜单，并在 AMAZON 平台销量稳居前列，在 WALMART 渠道连续参与季节性促销，RIVAL 品牌成为畅销产品，销量位居同类前茅。公司电动平衡车已形成完善的生产工艺和研发体系，产品兼具实用与美学价值，市场认可度持续提升，在 AMAZON 平台多年稳居类目头部并保持 Best Seller 认证称号，在 WALMART 渠道连续三年入选年度产品推荐名单首页，连续两年蝉联类目销售冠军。

图 48：涛涛车业电动滑板车产品深受海外消费者信赖



资料来源：涛涛车业公众号、信达证券研发中心

图 49：涛涛车业电动滑板车海外线上渠道口碑良好

产品体验 PRODUCT // **服务感受 SERVICE**

★★★★★ 2/23/2024 **MARTIN RILEY**
 GOTRAX GX1
 I love this scooter! My first scooter and it is AWESOME. It does everything just like the ad says. It's Fun, Fast, Quick and Powerful. You will not be disappointed.

★★★★★ 01/17/2024 **NOFEL IFTIKHAR**
 Phenomenal Customer service
 Although the scooter itself is phenomenal, by far the most impressive aspect of the gotrax experience is their customer service. I initially had some problems with my scooter and contacted Faye, a customer support specialist with gotrax. Faye was able to guide me in exchanging my scooter and in a relatively straightforward process I was able to exchange my scooter for a new one completely under warranty. Faye was super helpful in the whole process and is an example of great customer service, and the scooter now works great!

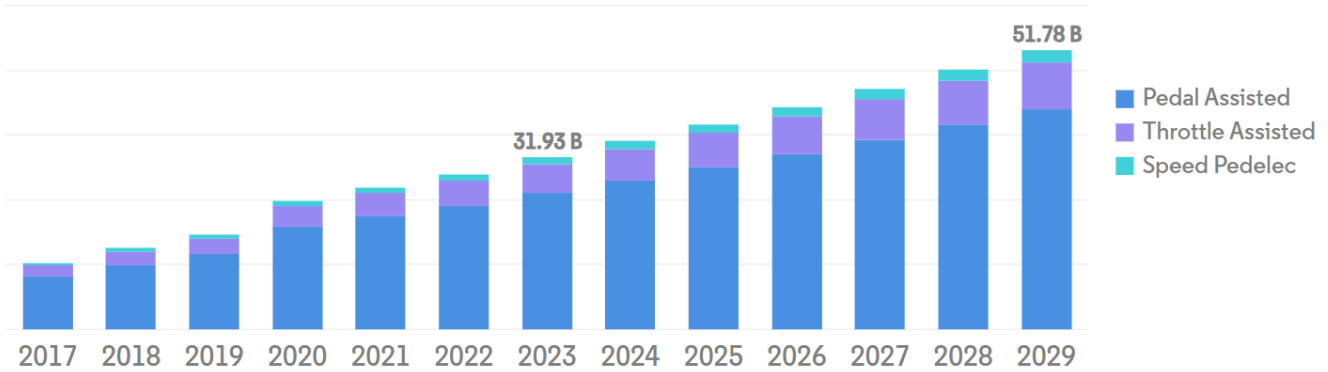
卓越的用户服务
 虽然滑板车本身非常出色，但迄今为止，GOTRAX 体验中最令人印象深刻的方面是他们的客户服务。我最初遇到了滑板车的一些问题，并联系了 GOTRAX 的客户支持专家 FAYE。FAYE 能够指导我更换滑板车，而且在一个相对简单的过程中，我能够在保修期内将滑板车换成一辆全新的。FAYE 在整个过程中都非常乐于助人，是优质客户服务的典范，滑板车现在运行良好！

资料来源：涛涛车业公众号、信达证券研发中心

4.2 E-bike: 市场份额相对分散, 公司持续推新开拓市场

全球 E-bike 市场增速较快, 高度契合现代出行理念。根据 Mordor Intelligence 数据, 2024 年全球 E-bike 市场规模预计 349.8 亿美元, 2029 年预计将达 517.8 亿美元, 年复合增长率为 8.16%。E-bike 高度契合现代化出行理念, 一是结合汽车舒适性和骑行便捷性, 二是使用过程中安静、不产生碳排放、费用低、节省空间, 三是契合居民逐渐增强的健身意识, 市场规模扩大具备持续性。

图 50: 全球 E-Bike 市场规模 (单位: 十亿美元)



资料来源: Mordor Intelligence, 信达证券研发中心

公司通过创新设计与性能优化迭代, 持续提升电动自行车产品力。公司电动自行车产品通过 DENAGO 与 GOTRAX 两大主力品牌协同赋能, 进而实现品牌影响力与市场渗透率共振提升。经营策略方面, 公司聚焦爆款战略, 深度挖掘用户核心需求, 运营核心从“泛场景覆盖”转向“精准化市场穿透”。通过锁定高潜力场景赛道, 构建“需求洞察—产品定义—资源聚焦—营销渗透”的全链路运营闭环, 以爆品驱动逻辑实现消费者心智占领, 打造兼具性能与良好毛利的优质单品。渠道表现方面, 商超渠道强势增长, WALMART 新增导入多款车型, 销售表现亮眼; 同步推进渠道升级, 与两家全美 TOP10 专业商超达成深度合作协议, 有效扩大大众消费市场覆盖范围, 带动市场份额提升; AMAZON 平台则重点聚焦新品推广, 巩固同类目产品前列排名; 自建站自然流量与用户规模健康增长, 基于深度用户行为数据分析, 显著提升产品迭代与营销资源投放精准度, 战略价值持续释放。

图 51: 公司电动自行车产品高性能支撑多样化使用场景



资料来源: 涛涛车业公众号, 信达证券研发中心

图 52: 公司海外线下渠道优势突出

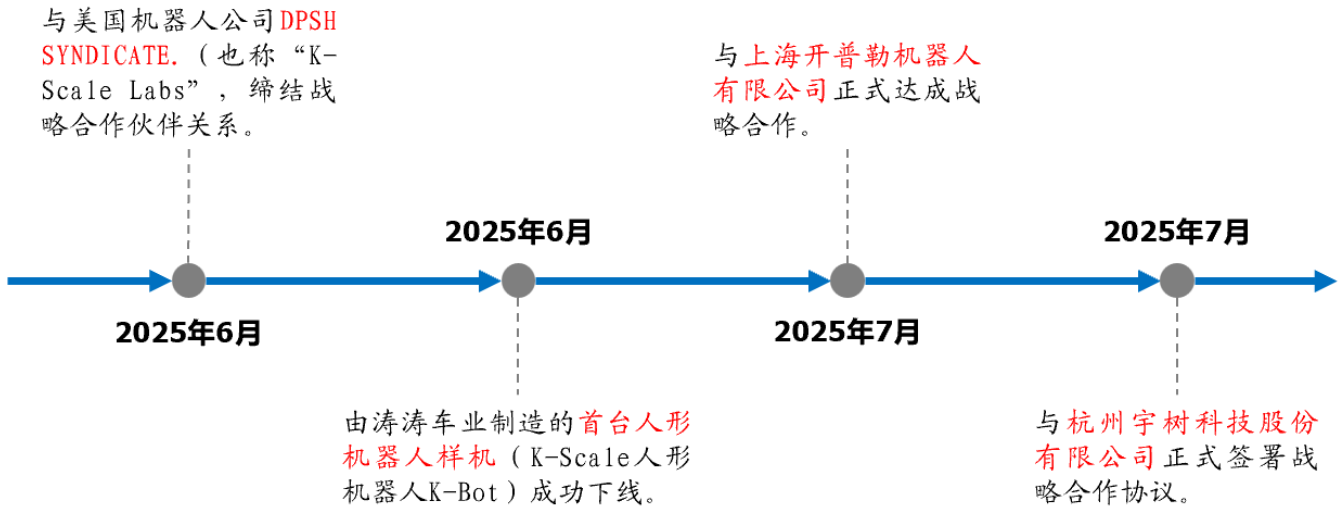


资料来源: 涛涛车业公众号, 信达证券研发中心

4.3 公司积极布局机器人等新兴赛道，加速智能化升级

公司加快前沿领域探索，推动机器人业务布局。2025年，公司以前沿技术驱动现有产品实现智能化升级，启动筹建国内研究院及美国研究院，强化全球技术协同与转化能力；此外，公司与开普勒机器人、宇树科技等达成战略合作，共同探索机器人领域的技术应用与商业化路径。

图 53: 涛涛车业机器人业务布局历程



资料来源: 涛涛车业公众号, 信达证券研发中心

公司**机器人业务快速发展, 潜力可观**。公司与杭州宇树科技股份有限公司签署战略合作协议, 我们看好双方协同核心资源, 融合涛涛车业全渠道优势与宇树科技先进机器人技术, 在多方面实现深度合作, **(1) 北美等海外地区销售共拓**: 依托公司的全渠道网络, 加速宇树机器人产品导入北美等海外消费市场, 实现规模化销售与品牌渗透; 同时涛涛车业通过引入宇树的创新产品, 激活渠道增量价值, 为产业升级注入智能科技动能。**(2) C 端场景共研**: 结合公司对北美等海外消费市场深度洞察与宇树科技的硬核技术实力, 双方联合挖掘高潜力应用场景, 并基于场景需求, 对相关产品进行二次开发与销售, 共同开拓消费级机器人市场。**(3) 商业化落地提效**: 通过整合涛涛车业的渠道资源与宇树科技的机器人技术优势, 为宇树科技机器人在目标领域 (如物流、安防巡检、特定商业服务等) 及消费场景的快速商业化落地与规模化应用奠定产能基础, 同时公司将借势持续提升科技竞争力。

图 54: 公司 Golabs 机器人亮相北美“儿童冠军假日节”



资料来源: 涛涛车业公众号, 信达证券研发中心

图 55: 公司与宇树合作机器狗开拓多元化应用场景



资料来源: 涛涛车业视频号, 信达证券研发中心

5. 盈利预测与投资评级

5.1 盈利预测

收入端：我们预计公司 2025-2027 年收入分别为 39.9/54.9/70.9 亿元，分别同比 +33.9%/+37.8%/+29.0%：

(1) 智能电动低速车：我们预计公司电动高尔夫球车业务有望保持快速增长，主要因为海外供应链持续落地，释放产能；电动自行车业务通过 E-BIKE 产品创新，有望保持良好增长；电动滑板车与电动平衡车业务表现预计相对稳定。

(2) 特种车：我们预计公司全地形车业务有望逐步加速增长，一方面因为公司布局大排量 ATV 产品，另一方面则是研发 UTV 产品；越野车业务表现预计相对稳定。

(3) 其他业务：我们预计整体保持稳健增长。

利润端：考虑到公司经营策略调整逐步见效，海外供应链布局落地，规模效应凸显，我们预计公司毛利率在 2024 年基础上有望再上新台阶，2025-2027 年毛利率分别为 39.2%/39.9%/39.9%。

(1) 智能电动低速车：随着规模效应凸显等因素，我们预计电动高尔夫球车毛利率稳中有升，但受产品结构影响，智能电动低速车整体保持相对稳定；

(2) 特种车：业务稳健发展，我们预计毛利率保持相对稳定；

(3) 其他业务：经营策略相对稳定，故毛利率整体保持相对稳定。

期间费用方面，随着公司海外供应链规模优势凸显，费用率有望持续优化，预计 2025-2027 年销售费用率分别为 8.2%/8.1%/7.8%，管理费用率分别为 4.1%/4.0%/3.8%，研发费用率分别为 3.3%/3.1%/2.8%。

注：公司于 2025 年申请发行 H 股，截至本报告撰写日暂无明确完成发行日程，所以盈利预测未考虑相关事宜。

图 56: 涛涛车业分产品预测 (百万元)

	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
智能电动低速车	930.99	1065.32	1278.60	1887.82	2777.29	4080.86	5280.98
YOY		14.43%	20.02%	47.65%	47.12%	46.94%	29.41%
占比	46.14%	60.34%	59.63%	63.42%	69.68%	74.28%	74.52%
毛利率	35.47%	36.41%	39.76%	36.25%	43.68%	43.67%	43.65%
电动高尔夫球车			78.50	812.30	1853.48	3011.90	4104.63
YOY				934.78%	128.26%	62.50%	36.28%
占比			3.66%	27.29%	46.50%	54.82%	57.92%
电动滑板车	644.32	687.04	718.09	570.00	438.46	540.77	599.23
YOY		6.63%	4.52%	-20.62%	-23.08%	23.33%	10.81%
占比	31.93%	38.91%	33.49%	19.15%	11.00%	9.84%	8.46%
电动平衡车	234.18	290.48	295.66	230	184	184	184
YOY		24.04%	1.78%	-22.21%	-20.00%	0.00%	0.00%
占比	11.61%	16.45%	13.79%	7.73%	4.62%	3.35%	2.60%
电动自行车	43.06	78.08	164.83	231.05	254.10	292.22	336.05
YOY		81.34%	111.11%	40.17%	10.00%	15.00%	15.00%
占比	2.13%	4.42%	7.69%	7.76%	6.38%	5.32%	4.74%
其他电动车	9	10	22	45	47	52	57
YOY		3.13%	121.15%	109.12%	5.00%	10.00%	10.00%
占比	0.47%	0.55%	1.00%	1.51%	1.19%	0.95%	0.81%
特种车	897.85	542.27	742.99	924.61	998.43	1150.43	1484.77
YOY		-39.60%	37.01%	24.45%	7.98%	15.22%	29.06%
占比	44.50%	30.71%	34.65%	31.06%	25.05%	20.94%	20.95%
毛利率			34.35%	32.90%	30.84%	30.88%	30.91%
全地形车	776.74	511.87	620.43	737.81	839.48	1007.37	1348.87
YOY		-34.10%	21.21%	18.92%	13.75%	20.00%	33.90%
占比	38.50%	28.99%	28.93%	24.79%	21.06%	18.34%	19.04%
越野	121.10	30.40	122.56	186.79	158.95	143.06	135.90
YOY		-74.90%	303.21%	52.41%	-15.00%	-10.00%	-5.00%
占比	6.00%	1.72%	5.72%	6.28%	3.99%	2.60%	1.92%
其他业务	188.89	158.08	122.66	164.19	210.17	262.71	320.50
YOY		-16.31%	-22.41%	33.86%	28.00%	25.00%	22.00%
占比	9.36%	8.95%	5.72%	5.52%	5.27%	4.78%	4.52%
毛利率	12.1%	17.90%	34.83%	32.18%	20.00%	20.00%	20.00%
总营收	2017.72	1765.67	2144.25	2976.63	3985.88	5493.99	7086.25
YOY		-12.49%	21.44%	38.82%	33.91%	37.84%	28.98%
毛利率	32.97%	35.75%	37.60%	35.14%	39.22%	39.86%	39.91%

资料来源：iFind、公司公告、信达证券研发中心

5.2 投资评级

公司前瞻性推动全球化布局，海外供应链、渠道等资源优势突出，发力电动高尔夫球车增量市场，深厚壁垒支撑经营业绩快速增长，同时积极探索机器人等新领域，有望开创新增长曲线，成长潜力可观。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 8.3/11.8/15.6 亿元，对应 PE 分别为 26.7X/18.7X/14.1X，选取同为电动车及特种车领先企业的九号公司、春风动力、隆鑫通用作为可比公司，2026 年行业平均估值为 14.3X，考虑到公司全球化布局优势显著、成长性优异，2026 年 PEG 估值水平低于行业均值，理应享有估值溢价，首次覆盖，给予“买入”评级。

图 57: 可比公司估值对比

证券代码	股票简称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			24-27年 CAGR	PE			PEG		
			2025E	2026E	2027E		2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
689009.SH	九号公司	348.32	19.35	25.80	33.36	45.45%	18.0	13.5	10.4	0.2	0.4	0.4
603129.SH	春风动力	372.44	18.70	24.02	29.47	26.04%	19.9	15.5	12.6	0.7	0.5	0.6
603766.SH	隆鑫通用	320.35	18.63	23.25	27.29	34.52%	17.2	13.8	11.7	0.3	0.6	0.7
	行业平均					35.34%	18.4	14.3	11.6	0.4	0.5	0.5
301345.SZ	涛涛车业	220.28	8.26	11.80	15.60	53.51%	26.7	18.7	14.1	0.3	0.4	0.4

资料来源: iFind, 信达证券研发中心 (估值日期: 采用 2026 年 3 月 6 日收盘价, 除涛涛车业外, 其余一致预期来自于 iFind)

6. 风险提示

海外宏观经济不及预期。若未来海外消费持续走弱，将影响公司终端消费需求。

国际贸易摩擦的风险。公司外销主要面向欧美，若未来贸易摩擦加剧，或直接影响公司盈利能力。

成本异常波动风险。海外工厂经营成本波动等可能影响盈利能力。

汇率大幅波动风险。外币对人民币汇率波动或导致汇兑损失。

行业竞争加剧风险。其他企业通过布局海外供应链跑通欧美市场或导致竞争加剧。

股本未来摊薄风险。公司已申请发行 H 股，若成功发行或对现有股本形成摊薄。

会计年度	单位:百万元				
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	3,333	3,560	4,026	4,937	6,085
货币资金	1,938	1,530	1,545	1,574	1,780
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	588	698	830	1,129	1,437
预付账款	27	19	22	30	38
存货	715	1,206	1,504	2,054	2,655
其他	66	107	125	149	175
非流动资产	455	979	1,185	1,191	1,150
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产(合计)	317	569	603	597	566
无形资产	49	236	301	334	346
其他	88	174	281	260	238
资产总计	3,787	4,539	5,212	6,128	7,236
流动负债	745	1,264	1,473	1,794	2,117
短期借款	224	415	415	415	415
应付票据	41	126	135	184	237
应付账款	368	554	572	734	887
其他	112	169	351	461	578
非流动负债	100	93	126	131	136
长期借款	15	0	0	0	0
其他	86	93	126	131	136
负债合计	846	1,358	1,598	1,925	2,252
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属母公司股东权益	2,942	3,181	3,613	4,203	4,983
负债和股东权益	3,787	4,539	5,212	6,128	7,236

会计年度	单位:百万元				
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	2,144	2,977	3,986	5,494	7,086
同比(%)	21.4%	38.8%	33.9%	37.8%	29.0%
归属母公司净利润	280	431	826	1,180	1,560
同比(%)	36.1%	53.8%	91.6%	42.7%	32.2%
毛利率(%)	37.6%	35.0%	39.2%	39.9%	39.9%
ROE%	9.5%	13.6%	22.9%	28.1%	31.3%
EPS(摊薄)(元)	2.57	3.95	7.58	10.82	14.31
P/E	78.54	51.08	26.65	18.67	14.12
P/B	7.49	6.93	6.10	5.24	4.42
EV/EBITDA	14.34	11.65	20.07	14.06	10.80

会计年度	单位:百万元				
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	2,144	2,977	3,986	5,494	7,086
营业成本	1,338	1,935	2,423	3,304	4,258
营业税金及附加	8	13	16	22	28
销售费用	315	313	327	445	553
管理费用	93	130	163	220	269
研发费用	88	125	132	170	198
财务费用	-46	-55	-74	-57	-58
减值损失合计	-7	-9	-10	-10	-10
投资净收益	0	1	0	0	0
其他	0	10	-15	10	10
营业利润	341	515	974	1,390	1,837
营业外收支	-4	-2	-2	-2	-2
利润总额	337	513	972	1,388	1,835
所得税	56	82	146	208	275
净利润	280	431	826	1,180	1,560
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	280	431	826	1,180	1,560
EBITDA	350	534	1,048	1,495	1,929
EPS(当年)(元)	2.74	3.96	7.58	10.82	14.31

会计年度	单位:百万元				
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	177	212	708	801	1,109
净利润	280	431	826	1,180	1,560
折旧摊销	55	75	150	164	151
财务费用	-8	-12	14	15	15
投资损失	0	-1	0	0	0
营运资金变动	-176	-289	-267	-570	-629
其它	25	8	-16	12	12
投资活动现金流	-72	-523	-331	-172	-112
资本支出	-72	-523	-322	-172	-112
长期投资	0	0	0	0	0
其他	0	1	-9	0	0
筹资活动现金流	1,544	-264	-362	-600	-790
吸收投资	1,907	10	-31	0	0
借款	-34	176	0	0	0
支付利息或股息	-174	-180	-428	-605	-795
现金流净增加额	1,657	-556	15	29	207

研究团队简介

姜文镒，信达证券研究开发中心所长助理，新消费研究中心总经理，上海交通大学硕士，第一作者发表多篇 SCI+EI 论文，曾就职于国盛证券，带领团队获 2024 年新财富最佳分析师第四名、2023/2024 年水晶球评选第四名、2024 年金麒麟最佳分析师第四名。

李晨，本科毕业于加州大学尔湾分校物理学院，主修数学/辅修会计；研究生毕业于罗切斯特大学西蒙商学院，金融硕士学位。2022 年加入国盛证券研究所，跟随团队在新财富、金麒麟、水晶球等评选中获得佳绩；2024 年加入信达证券研究开发中心，主要覆盖造纸、轻工出口、电子烟等赛道。

骆崢，本科毕业于中国海洋大学，硕士毕业于伦敦国王学院大学。曾就职于开源证券研究所，具备 3 年多消费行业研究经验，跟随团队在金麒麟、21 世纪金牌分析师等评选中获得佳绩。2025 年加入信达证券研究开发中心，主要覆盖黄金珠宝、两轮车、跨境电商、宠物等赛道。

刘田田，对外经济贸易大学金融硕士。2017-2018 年 2 年买方经验，覆盖大消费行业研究，积累了买方研究思维。2019 年 1 月-2025 年 11 月就职于东兴证券研究所，任大消费组组长、纺服&轻工行业首席分析师。2025 年 12 月加入信达证券研究开发中心，任纺织服装行业联席首席分析师，覆盖纺织服装全行业，擅长产业链视角研究和跟踪公司。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准15%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。