



# 涛涛车业 (301345.SZ)

买入 (首次评级)

公司深度研究

证券研究报告

## 高尔夫球车破圈方兴未艾

### 稀缺产能叠加多重优势强化竞争壁垒

#### 投资逻辑:

从品类出海到品牌出海,公司以北美本土化制造和多品牌矩阵构筑全球化竞争壁垒。公司聚焦电动出行和动力运动两大品类,依托"中国+东南亚+北美"三地协同产能与垂直整合的供应链体系,贸易政策波动下业绩高增,2025年公司实现收入/利润同比分别+32.4%/+89.3%。同时公司围绕 Ebike、全地形车、机器人打造第二增长曲线,并于2025年10月31日向港交所递交H股上市申请版本,为全球化战略落地提供资本助力。

**高尔夫球车业务:场外市场加速外延,品牌矩阵驱动量价齐升。**高尔夫球车场外市场正处在场景与人群的快速外延阶段,产品设计迎合消费降级与银发经济大背景,适应疫情后美国新社区规划布局。美国对华低速载人产品关税及双反仲裁持续加码,公司凭借越南、美国工厂现有产能及2026年泰国基地投产形成的三地协同产能体系,对比绿通科技、康迪科技等海外产能爬坡缓慢,具备更强的订单承接与交付能力。同时公司先后构建 GOTRAX、DENAGO、TEKO 三大差异化品牌形成错位竞争,分别对标 EZ-GO、Club Car、戴乐尔,凭借性价比、智能化优势及经销商利润让渡策略,高尔夫球车业务有望持续放量,逐渐成为公司核心增长引擎。

**依托现有产能与渠道的复用优势,公司围绕 Ebike、全地形车、机器人三条线索布局第二增长曲线:**1) 受益于关税背景下美国市场供需错配带来的需求替代红利,公司 Ebike 业务短期内增量显著。其中 DENAGO、GOTRAX 两大自有品牌皆布局 Ebike 品类,实现从日常通勤到越野山地的全场景覆盖。2) 顺应市场需求,持续进行大排量全地形车研发与中大排量车型电动化升级,高毛利产品投产有望带动盈利能力提升。3) 公司与宇树科技进行战略合作,预计将通过渠道复用深化机器人在美国市场的渗透率,推动公司从交通工具制造商向智能设备解决方案提供商转型。

#### 盈利预测、估值和评级

我们预计公司未来三年营收 53.3/66.8/86.3 亿元,同比+35%/+25%/+29%;归母净利分别达 11.9/15.9/21.2 亿元,同比+45%/+34%/+33%。给予2027年21倍P/E,对应目标价306.18元。首次覆盖,给予“买入”评级。

#### 风险提示

国际贸易与政策准入风险;市场竞争加剧风险;海外产能扩建不及预期风险;战略转型与新业务推进不及预期风险。

国金证券研究所

分析师:毕先磊(执业S1130526040001)

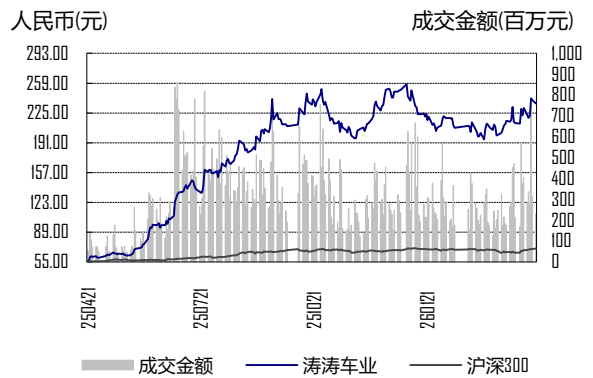
bixianlei@gjzq.com.cn

分析师:赵中平(执业S1130524050003)

zhaozhongping@gjzq.com.cn

市价(人民币):235.94元

目标价(人民币):306.18元



#### 公司基本情况 (人民币)

项目	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	2,977	3,941	5,330	6,678	8,625
营业收入增长率	38.82%	32.41%	35.23%	25.28%	29.17%
归母净利润(百万元)	431	816	1,185	1,590	2,117
归母净利润增长率	53.76%	89.29%	45.17%	34.16%	33.19%
摊薄每股收益(元)	3.930	7.486	10.868	14.580	19.418
每股经营性现金流净额	1.94	6.91	11.37	11.55	15.57
ROE(归属母公司)(摊薄)	13.56%	22.55%	25.53%	26.20%	26.40%
P/E	16.82	33.57	21.71	16.18	12.15
P/B	2.28	7.57	5.54	4.24	3.21

来源:公司年报、国金证券研究所



## 内容目录

1. 公司：快速崛起的高尔夫球车出口品牌	4
1.1 数年沉淀定产业基石，全维矩阵启增长新程	4
1.2 股权结构集中，管理层团队高瞻远瞩	5
1.3 主营业务稳健增长，细分领域显著优化	6
2. 电动车行业前景可观，关税背景下涛涛突围	9
2.1 高尔夫球车：需求外延驱动市场扩容，关税重塑供给格局	9
2.2 全地形车出口保持高水平，ATV 与 UTV 双维扩容	12
2.3 电动两轮车成熟期稳定增长，自行车与滑板车双产品驱动	13
2.4 户外特种车属存量市场，预计未来市场规模温和上升	13
2.5 全球机器人市场蓝图可期	14
3. 盈利支撑：短期成长看重产业链优势，长期增量看品牌渠道协同	14
3.1 高尔夫球车：产能+成本规模化筑基，品牌+渠道差异化突围	15
3.2 第二增长曲线：Ebike 承接短期缺口，全地形车+机器人接力成长	18
4. 盈利预测与投资建议	19
4.1 盈利预测	19
4.2 投资建议及估值	21
风险提示	22

## 图表目录

图表 1：公司发展历程	5
图表 2：公司股权架构图	5
图表 3：公司管理层信息	6
图表 4：两大主营产品收入 2022-2025 年稳健增长	6
图表 5：2024 年高尔夫球车收入占比最大，增速最快	6
图表 6：电动高尔夫球车表现亮眼	6
图表 7：电动出行产品毛利率水平稳步提高	7
图表 8：公司费用率显著改善	7
图表 9：电动出行产品毛利率持续领先同业	7
图表 10：动力运动/全地形车业务毛利率对比	7
图表 11：公司 2022-2025 现金流	8
图表 12：公司 2022-2025 净利润持续提升	8
图表 13：海外业务是公司发展的核心来源	8



图表 14:	中国工厂产能逐渐被替代 .....	8
图表 15:	按渠道划分的主营业务收入 .....	9
图表 16:	公司渠道网络 .....	9
图表 17:	高尔夫球车需求增量的驱动因素 .....	9
图表 18:	全球电动低速车市场规模 .....	10
图表 19:	全球主要市场高尔夫球车可服务目标市场规模 .....	10
图表 20:	双反筛选后中国高尔夫球车出口量 .....	11
图表 21:	2024 年全球电动低速车市场格局 .....	11
图表 22:	主要品牌高尔夫球车定价区间 .....	11
图表 23:	高尔夫球车行业格局与主要竞争要素 .....	12
图表 24:	中国全地形车出口额, 2022-2025 .....	13
图表 25:	全球全地形车细分销量 .....	13
图表 26:	电动两轮车全球市场规模 .....	13
图表 27:	户外特种车全球市场规模 .....	14
图表 28:	全球智能机器人市场规模 .....	14
图表 29:	全球人形机器人市场规模 .....	14
图表 30:	公司商业模式 .....	15
图表 31:	公司产业链布局与产能情况 .....	15
图表 32:	公司海外工厂产能及利用率情况 .....	15
图表 33:	高尔夫球车产业链 .....	16
图表 34:	主要产品价格对比 .....	16
图表 35:	正四座高尔夫球车产品力对比 .....	17
图表 36:	公司高尔夫球车产品矩阵 .....	17
图表 37:	美国从中国 Ebike 进口额锐减 .....	19
图表 38:	美国从中国进口的 Ebike 数量呈现递减趋势 .....	19
图表 39:	按业务拆分的盈利预测 .....	20
图表 40:	费用率预测 .....	21
图表 41:	PE Band .....	21
图表 42:	可比公司估值比较 (市盈率法) .....	21



## 1.公司：快速崛起的高尔夫球车出口品牌

### 1.1 数年沉淀定产业基石，全维矩阵启增长新程

公司是聚焦新能源智能出行的高新技术企业。业务溯源可至 2004 年关联主体切入全地形车、越野摩托车赛道，2005 年起布局北美本土化仓储与销售网络，凭借渠道先发优势斩获美国小排量全地形车销量头部地位。2015 年公司正式组建后，逐步构建 TAO MOTOR、GOTRAX、DENAGO、TEKO 等差异化品牌矩阵，业务边界从动力运动产品（全地形车、越野摩托车）延伸至电动出行产品（电动低速车、电动两轮车），其中电动低速车（LSEV，一种在北美大多数地区可合法上路的四轮电动车，最高时速 25 英里/小时、整车重量低于 3,000 磅的四轮电动车，主要产品形态为高尔夫球车）逐步成长为核心增长引擎。公司聚焦北美核心市场，通过线上平台与线下经销商网络构建多元触达体系。2023 年创业板挂牌上市后，全球化产能布局提速，越南、美国德克萨斯及泰国生产基地陆续投产。2025 年公司电动低速车业务营业收入同比+140.98%，销售收入位居全球第一、市场份额约 10.9%。同年 7 月与宇树科技达成战略合作，依托现有渠道与产业链布局机器人新增长极；2025 年 10 月正式向港交所递交 H 股上市申请版本，“A+H”双资本平台加速搭建，持续以产能扩容、品牌升级、品类拓展及资本端全球化布局强化竞争优势。

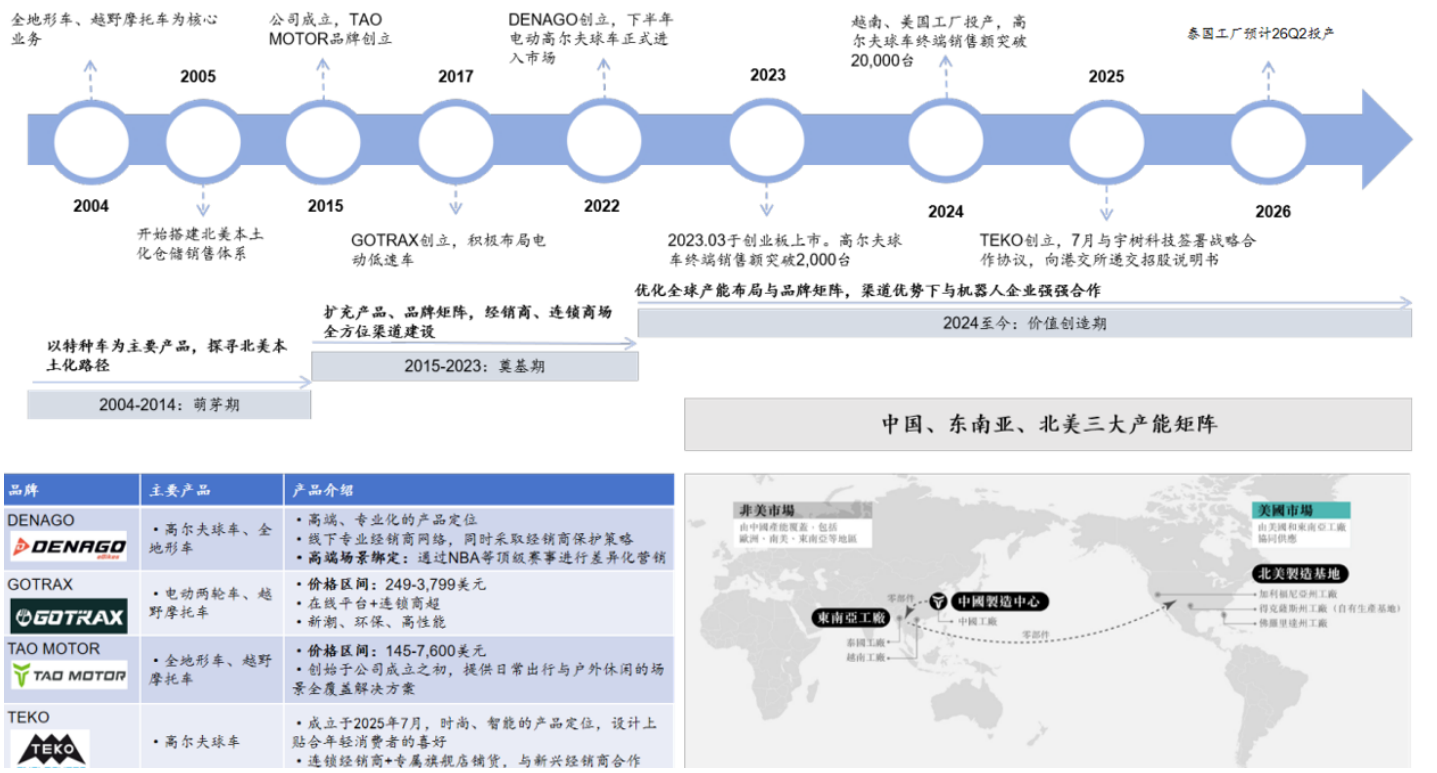
1) 萌芽期（2004-2014）：锚定北美市场深耕。2004 年，公司的关联主体开始涉足全地形车、越野摩托车相关领域。2005 年起，集团逐步搭建北美本土化仓储销售体系，凭借渠道先发优势，2009 年实现小排量全地形车美国市场销量领先。

2) 奠基期（2015-2023）：渠道与品类拓展推动赛道迭代。2015 年浙江涛涛车业正式成立，推出自有品牌 TAO MOTOR，提供日常出行与户外休闲等主要消费场景的覆盖。在巩固特种车业务基础上，公司也主动探索第二增长曲线——智能电动低速车。2017 年，自主品牌 GOTRAX 创立，以电动两轮车、越野摩托车作为主要品类，依托第三方线上平台及大型连锁商超触达消费者。营销团队侧重与海外网红合作，在社交媒体上营造生活化消费场景。2022 年，公司加速产品与品牌矩阵建设：高尔夫球车正式投入市场，以舒适、安全便利出行；创立高端品牌 DENAGO，主营电动低速车与全地形车，通过线下专业经销商网络渗透市场，其销售团队通过与 NBA 等顶级赛事绑定，进行高端场景化营销。2023 年 3 月公司于创业板挂牌上市，募集资金重点投向产能建设。

3) 价值创造期（2024-至今）：聚焦细分赛道，高尔夫球车焕发生机。出于对国际宏观局势的前瞻性判断，2024 年公司在美国、越南相继投产。东南亚工厂与北美工厂负责北美市场的覆盖，中国工厂则负责满足非北美市场的需求。其中，越南工厂于 24 年 4 月投产，截至 2025 年 7 月产能利用率已突破 80%，并实现车架成型、动力总成核心工艺的自主化；德州工厂于 24 年 10 月正式进行试生产，并成功组装第一台 DENAGO 高尔夫球车，标志着美国本土化的新进程。同时，渠道网络纵深推进，2024 年产能与渠道优势下高尔夫球车终端销售量突破 20,000 台，截至 2025 年，公司的电动高尔夫球车已经拥有全美超过 270 家经销商。2025 年，品牌矩阵再升级，9 月 1 日推出 TEKO 品牌，品牌定位于时尚、智能，采取连锁经销商与专属旗舰店的混合模式精准匹配年轻消费群体。同年 7 月，与宇树科技达成战略合作，初期着眼机器狗、人形机器人产品，依托产业与渠道优势为公司经营注入新动能。2025 年 10 月，公司正式向港交所递交 H 股上市申请版本，港股上市进程顺利推进，进一步夯实公司全球化布局的融资与品牌基础。



图表1：公司发展历程

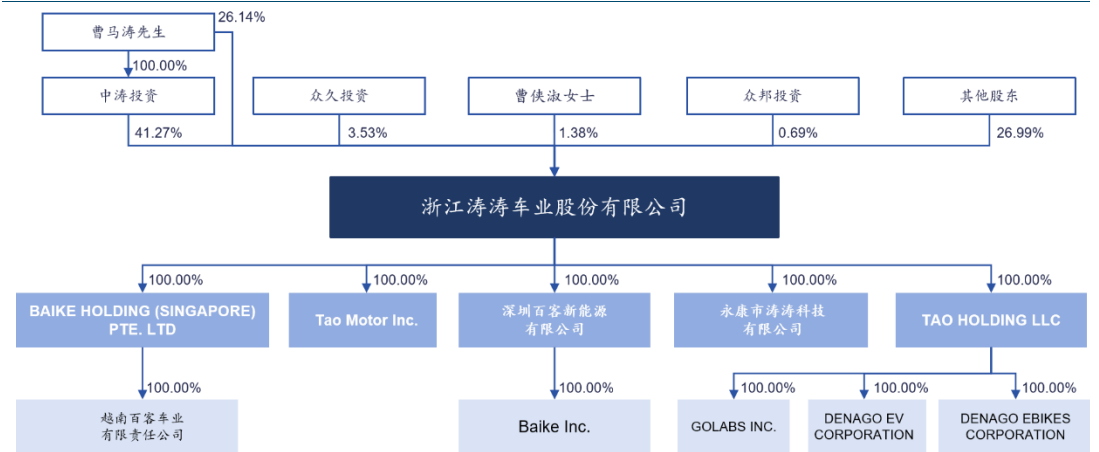


来源：港股招股说明书，公司历年年报，国金证券研究所

## 1.2 股权结构集中，管理层团队高瞻远瞩

股权结构集中，员工持股平台与股权激励双管齐下。创始人曹马涛先生直接持有公司26.14%的股份，同时100%控制浙江中涛投资有限公司，间接持股41.27%的公司股份。股权结构集中。2023年限制性股票激励计划首次授予覆盖64人，以核心管理人员及全地形车电动化、智能控制领域关键技术人员为主，考核内容涉及营业收入与净利润增长率，目标2023-2025年营业收入与净利润相较于2022年增长15%/40%/70%，助力公司聚焦核心指标，实现业绩突破。

图表2：公司股权架构图



来源：公司25年报，国金证券研究所

管理层高瞻远瞩，管理团队结构稳定。创始人曹马涛兼任董事长、总经理，2015年主导公司战略至今，保证赛道判断与执行力高度统一。CFO孙永2017年加盟，统筹财务、法务及资本运营；2015年入职的姚广庆、曹跃进分掌生产与技术，构建制造端闭环；非执行董事赵龙负责美国电动出行业务，强化海外市场响应效率。2024年增补资本市场资深人士任独董，提升融资并购与合规治理能力。公司治理结构梯次分明，兼具创业凝聚力，已适配全球化扩张及再融资需求。管理层在公司创立之初着手布局北美本土化团队、全球制造工



厂，在需求充分展现后占据先发优势。

图表3: 公司管理层信息

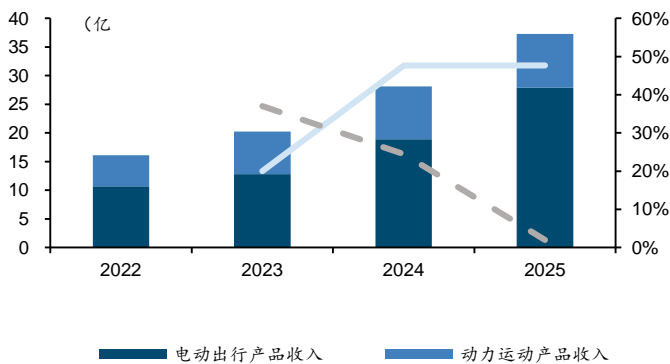
姓名	职务	年龄	加入时间	主要职责与履历
曹马涛	董事长、执行董事、总经理	41	2015.09	负责制定及实施公司战略规划、并监督公司日常运营及管理
孙永	执行董事、首席财务官、董事会秘书兼联席公司秘书	52	2017.03	负责财务、运营管理及对外沟通
姚广庆	执行董事兼副总经理	49	2015.09	负责协助生产及运营管理以确保进度，并制定本公司的长期发展战略
曹跃进	非执行董事	66	2015.09	负责监督董事会并向董事会提供技术意见
赵龙曼	非执行董事、职工代表董事	36	2018.01	负责美国的电动出行业务板块
陈军泽	独立非执行董事	52	2024.10	曾任浙江股权服务集团有限公司副总裁、湘财证券股份有限公司总裁助理
陈东坡	独立非执行董事	54	2024.10	曾任浙江前进暖通科技股份有限公司董事会秘书兼财务总监

来源：港股招股说明书，国金证券研究所

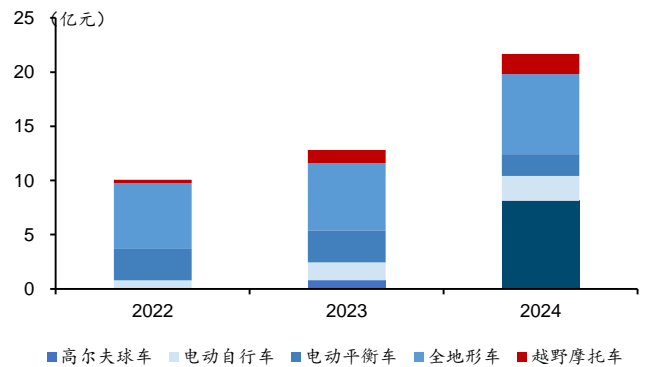
### 1.3 主营业务稳健增长，细分领域显著优化

行业龙头，主营收入高质量增长。2025年公司实现营收39.41亿元，同比+32.41%。分业务看，电动出行产品、动力运动产品收入分别达27.87/9.43亿元，同比+47.64%/+1.95%，电动出行产品占比从2024年的63.42%进一步提升至70.72%，业务结构持续向高附加值赛道迁移。电动出行产品的高增主要系电动低速放量，报告期内电动低速车业务营收同比+140.98%，2025年销售收入位居全球第一，全球市场份额约10.9%；2024年，电动高尔夫球车终端销售量超20,000台，实现8.12亿收入，同比+934.78%。

图表4: 两大主营产品收入 2022-2025 年稳健增长



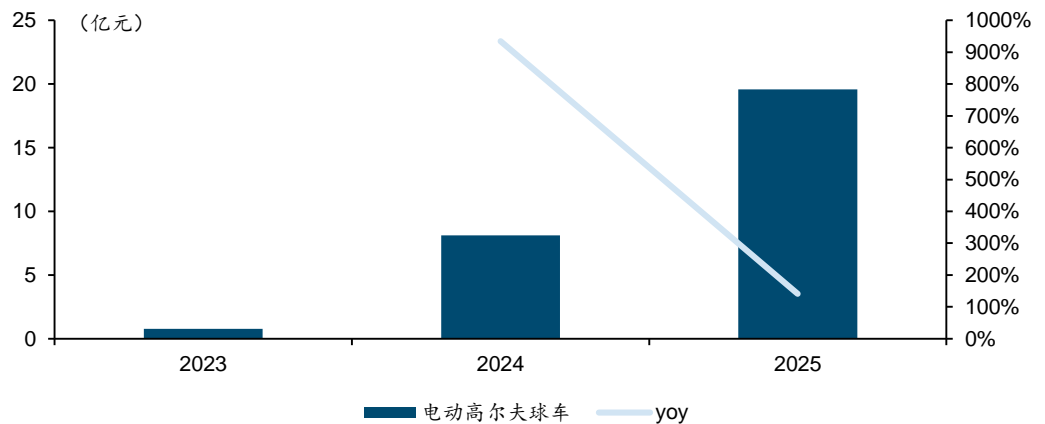
图表5: 2024 年高尔夫球车收入占比最大，增速最快



来源：公司25年报，港股招股说明书，国金证券研究所

来源：港股招股说明书，国金证券研究所

图表6: 电动高尔夫球车表现亮眼



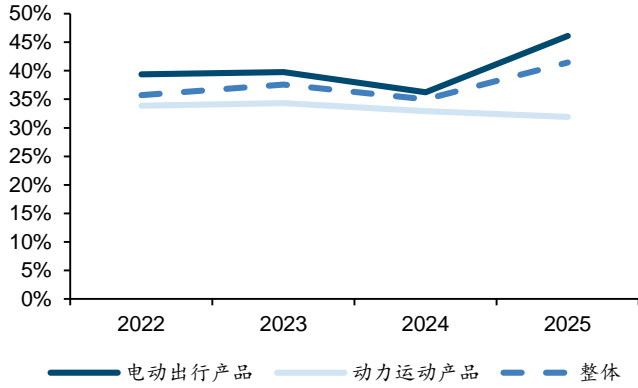
来源：公司历年年报，国金证券研究所

毛利率保持高水平，费用率持续优化。2025年公司整体毛利率41.48%，同比+6.50pct；其中电动出行产品毛利率同比+9.89pct至46.14%，主要系电动低速车规模快速扩张带来

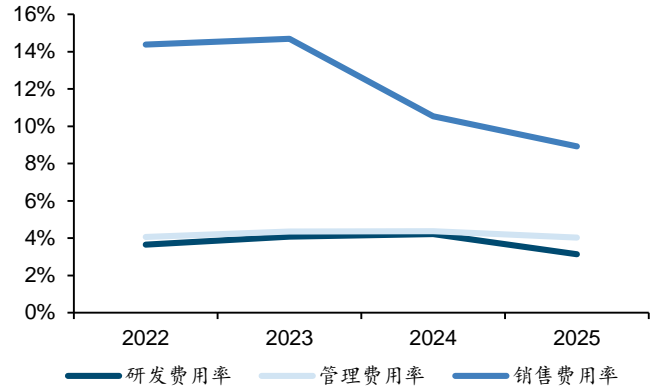


的规模效应，叠加产品结构向高附加值赛道持续倾斜。动力运动产品毛利率 31.89% (同比 -1.01pct)，维持相对稳定。2025 年公司管理费用率、销售费用率均有改善，营收高速增长下稀释研发费用率。

图表7: 电动出行产品毛利率水平稳步提高



图表8: 公司费用率显著改善

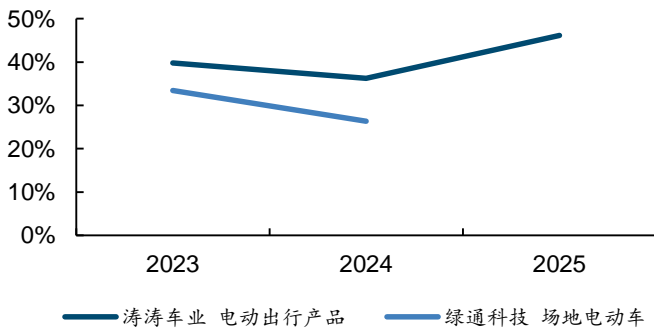


来源: 公司历年年报, 国金证券研究所

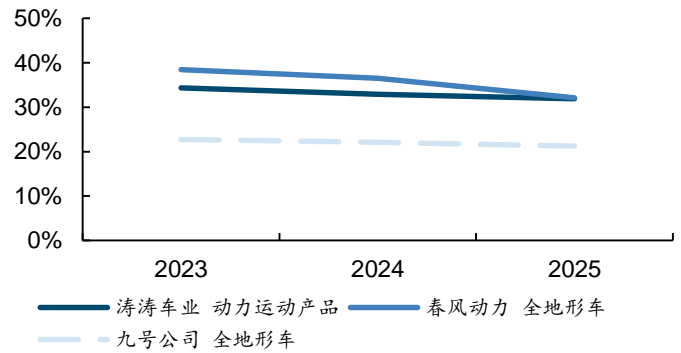
来源: 公司历年年报, 国金证券研究所

对标同业, 公司电动出行产品与动力运动产品毛利率均处于可比公司领先阵营。电动出行方面, 涛涛 2025 年毛利率 46.14%、同比+9.89pct, 差距在规模效应释放与产品结构向高附加值赛道迁移背景下将持续扩大; 动力运动方面, 2025 年涛涛 31.89%与春风动力全地形车 32.14%基本持平, 显著高于九号公司全地形车 21.22%, 且行业性毛利承压背景下, 涛涛同比-1.01pct 的降幅在可控范围内, 体现本土化产能布局与垂直整合供应链体系下的相对成本韧性。

图表9: 电动出行产品毛利率持续领先同业



图表10: 动力运动/全地形车业务毛利率对比



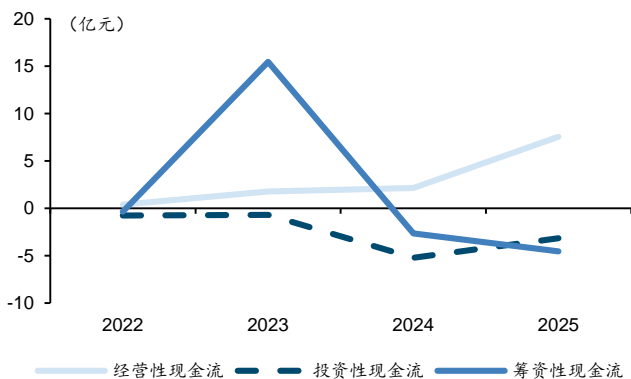
来源: 各公司历年年报, 国金证券研究所

来源: 各公司历年年报, 国金证券研究所

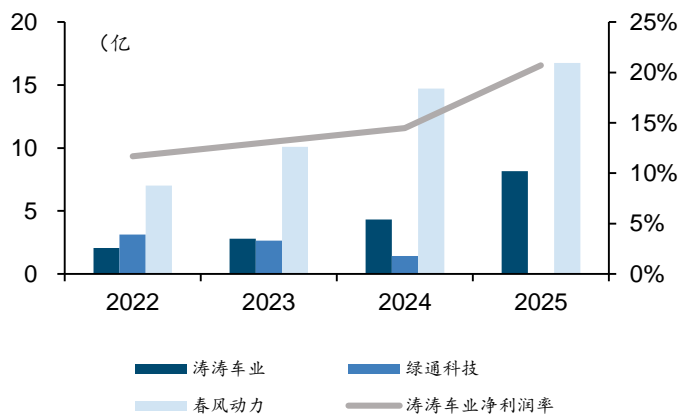
公司经营性现金流与盈利能力呈持续改善态势。2025 年公司经营活动产生的现金流量净额达 7.54 亿元, 同比大幅增长 255%, 主要系电动低速车销售规模快速扩张带动回款加速, 叠加供应链管理与营运资金效率持续优化; 依托规模经济与产品结构向高附加值赛道升级, 全年实现归母净利润 8.16 亿元, 同比+89.29%, 净利率升至 20.71%, 较上年提升 6.22pct。



图表11: 公司 2022-2025 现金流



图表12: 公司 2022-2025 净利润持续提升

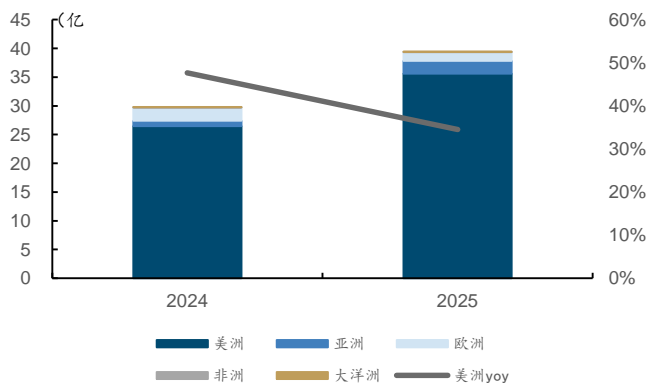


来源: 港股招股说明书, 国金证券研究所

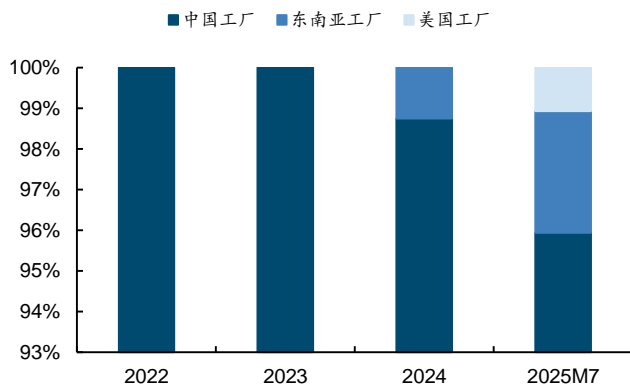
来源: 各公司历年年报, 国金证券研究所

海外业务是核心营收支柱, 全球化产业链布局正加速深化。从业务规模与占比看, 公司海外市场收入贡献持续高企, 2025 年美洲市场收入达 35.60 亿元, 同比+34.5%, 为公司贡献 90.3% 的收入, 成为驱动公司营收增长的核心动力, 美洲营收自 2023 年以来三年接近翻番 (2023 年 17.92 亿元, 同比+47.7%; 2024 年 26.46 亿元, 同比+34.5%)。受益于先发壁垒, 海外业务仍在进一步扩张, 据港股招股说明书, 2022-2025M7 年中国工厂的产能占比逐步下降, 东南亚工厂、美国工厂的产能占比则持续提升。越南工厂掌握智能电动低速车、特种车的核心技术, 爬坡期结束后将提供重要产能支撑; 同时, 美国工厂侧重高尔夫球车组装, 是地缘政治变局下的产能补充。

图表13: 海外业务是公司发展的核心来源



图表14: 中国工厂产能逐渐被替代



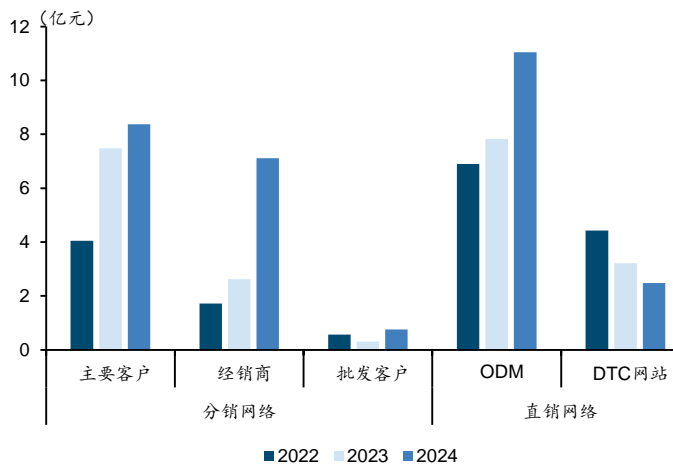
来源: 公司 25 年报, 港股招股说明书, 国金证券研究所

来源: 港股招股说明书, 国金证券研究所

公司以 B 端合作类渠道为营收主导, 通过线下经销商+头部连锁渠道+网站的多元化渠道网络, 实现核心渠道收入扩张与海外市场的持续渗透。从渠道收入趋势看, 主要客户、经销商渠道收入规模呈扩张态势, 其中 2024 年经销商渠道收入实现 7.12 亿元, 同比+171%, 成为营收增长的核心支撑之一, 截至 2025M7, 经销商收入已突破 9.08 亿元, 主要原因在于经销商渠道是高尔夫球车的主要出售路径。从渠道布局来看, 线下经销商、大型连锁商超、线上网站齐头并进。2025 年, DENAGO 品牌新增 100 家优质经销商, 总量突破 270 家并覆盖美国 47 个州; 全地形车及越野摩托车经销商拓展至 320 多家。沃尔玛、Target、百思买等头部商超/零售渠道的合作网点数保持高位稳定, 是公司触达终端消费市场的核心线下网络, 专业商超 TSC 入驻门店数量增至 1,900 多家, 新增电动高尔夫球车正四座系列产品投放, 实现品类覆盖升级; 线上网站则覆盖亚马逊、自有网站, 作为线上补充渠道提供流量曝光。



图表15: 按渠道划分的主营业务收入



图表16: 公司渠道网络

		2024	25H1
线下经销商	电动高尔夫球车	170	230
	电动自行车	300	300
	特种车	50	100
连锁渠道	沃尔玛	3,900	3,900
	Target	1,800	1,800
	百思买	730	730
	Academy	260	260
	TSC	1,700	1,900
网站	亚马逊、Sayweee、自有网站		

来源: 港股招股说明书, 国金证券研究所

来源: 港股招股说明书, 公司 24 年报&25 中报, 国金证券研究所

## 2. 电动车行业前景可观, 关税背景下涛涛突围

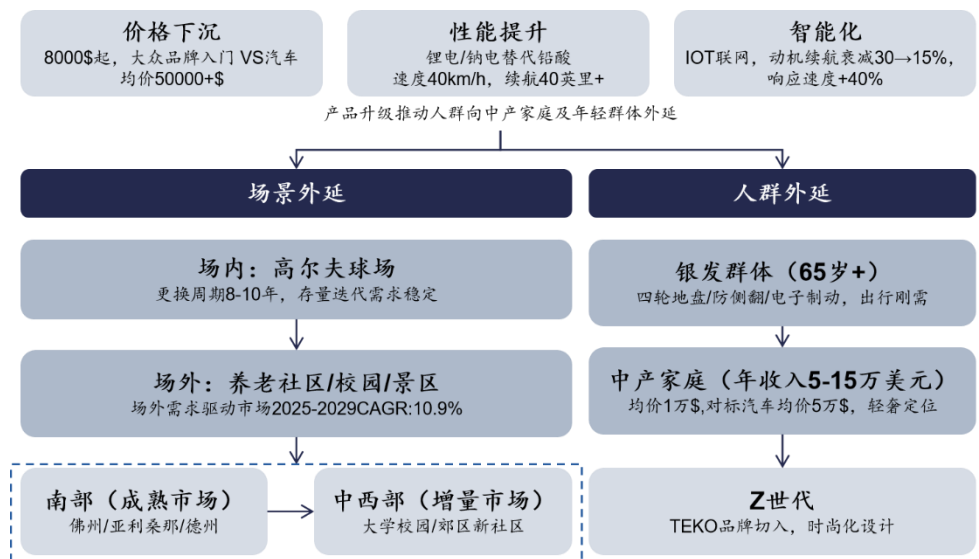
### 2.1 高尔夫球车: 需求外延驱动市场扩容, 关税重塑供给格局

高尔夫球车市场正处于场景与人群快速外延的黄金阶段, 增量空间可期。据 GII 数据库, 2025 年全球高尔夫球车市场规模约 20.6 亿美元, 预计 2030 年增至 33.9 亿美元, 复合年增长率达到 10.8%。以北美为代表的核心市场, 高尔夫球车已突破传统高尔夫球场的单一场景边界, 向养老社区、家庭休闲、校园通勤、商业配送等多元生活场景加速渗透。

#### 1) 需求侧: 场景与人群的双向外延驱动市场持续扩容

我们认为高尔夫球车消费场景、消费人群的不断延展是市场规模扩张的主要驱动因素, 具体体现在三条相互强化的外延轨迹上: 使用场景从场内向场外破圈; 地理渗透从美国南部阳光地带向中西部新社区延伸; 消费人群从银发代步 (“老头乐”) 向中产家庭第二台车乃至 Z 世代时尚出行迭代。

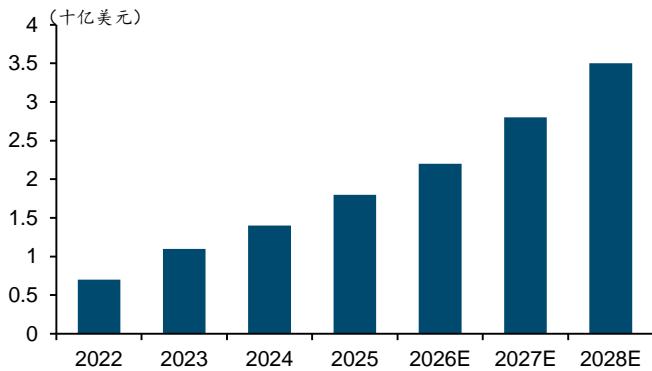
图表17: 高尔夫球车需求增量的驱动因素



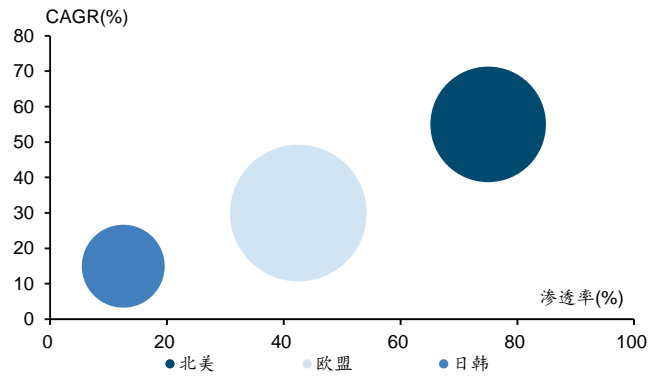
来源: 各公司官网, 港股招股说明书, 国金证券研究所



图表18：全球电动低速车市场规模



图表19：全球主要市场高尔夫球车可服务目标市场规模



来源：弗若斯特沙利文，国金证券研究所

来源：弗若斯特沙利文，国金证券研究所

三条外延轨迹背后，需求扩容的驱动逻辑体现在以下四个维度：

**驱动因素一：现有代步工具的替代升级。**高尔夫球车在继承低速、便捷、环保核心属性的基础上，精准弥补了电动平衡车“单人使用、无储物能力、场景局限”的短板：电动平衡车虽满足了单人短途代步的基础需求，但受限于产品形态，无法适配家庭出行/休闲储物/多人同行等多元化场景，难以覆盖更广泛的消费群体。而高尔夫球车通过2-6座设计/专属储物空间/四轮稳定结构及遮风挡雨配置，实现了从单人便携代步到多人舒适出行、多功能实用的升级。但同时，电动平衡车的空间适配、价格与高尔夫球车存在差异。由于美国持续通胀，汽车价格高企，平均一台汽车的价格超过5万美元，而美国市场电动低速车的平均售价在1万美元左右。同时，高尔夫球车也适配目前美国汽车使用场景。因此，我们认为高尔夫球车会实现对电动平衡车、传统四轮汽车的结构替代，形成场景替代协同差异化共存的格局。

**驱动因素二：高尔夫球车与银发群体身体诉求、消费心理的高度契合。**美国银发群体（65岁及以上人口）是高尔夫球车的核心消费群体之一。从生理需求来看，随着年龄增长，银发群体的身体机能（如反应速度）逐步下降，对出行工具的安全性、稳定性、便捷性要求显著提升。高尔夫球车采用四轮稳定底盘设计，座椅舒适，部分车型还配备倒车影像、电子制动、防侧翻装置等安全配置，极大降低了操作难度与出行风险，完美满足银发群体多场景的短途出行需求。从消费心理来看，随着生活观念的迭代，美国银发群体不再局限于基础代步需求，而是更注重品质生活与社交体验。高尔夫球车既能满足单人购物、就医等日常出行，也可承载2-4人结伴出游、邻里走访等社交场景，其舒适的乘坐体验与灵活的使用方式，契合银发群体享受生活、拓展社交的消费诉求。

**驱动因素三：轻奢质感与家庭实用性的价值整合。**美国中产阶级家庭是高尔夫球车的另一核心。从消费能力来看，美国中产阶级家庭的年收入区间普遍在10万美元左右，高尔夫球车1万美元左右的定价与其消费预算高度匹配，属于可负担的轻奢消费品，“非传统代步工具”的标签也使其成为社交场景中的差异化话题点，满足了该群体对生活品质与社交认同的双重需求。从使用场景来看，高尔夫球车完美适配美国中产阶级家庭的多元化短途出行需求：社区内代步、接送儿童、家庭休闲等场景中，其座位布局可满足全家同行，储物空间可容纳儿童用品、露营装备、高尔夫球具等物品，且低速行驶特性使其在社区、景区等封闭/半封闭场景中具备更高的灵活性与安全性。

**驱动因素四：规划面积与政策鼓励的适应性。**美国新社区普遍采用低密度、大规划的开发模式，规划面积广、楼栋间距远（部分社区单块用地面积超50000㎡），在规划阶段已普遍将高尔夫球车专用非机动车道、充电设施、停车位纳入基建标配，部分高端社区还配套高尔夫球场、休闲步道等设施，形成车-路-场一体化的使用环境。另外，中西部拥有大量大型综合性大学和郊区化新社区，加之钠离子电池版本在-20℃低温下仍可保持90%容量，精准消除了寒冷地区消费者的核心顾虑。同时，美国政府给予高尔夫球车更为宽松的政策监管（得益于低行驶速度：25英里/小时）也将进一步鼓励对高尔夫球车的需求。

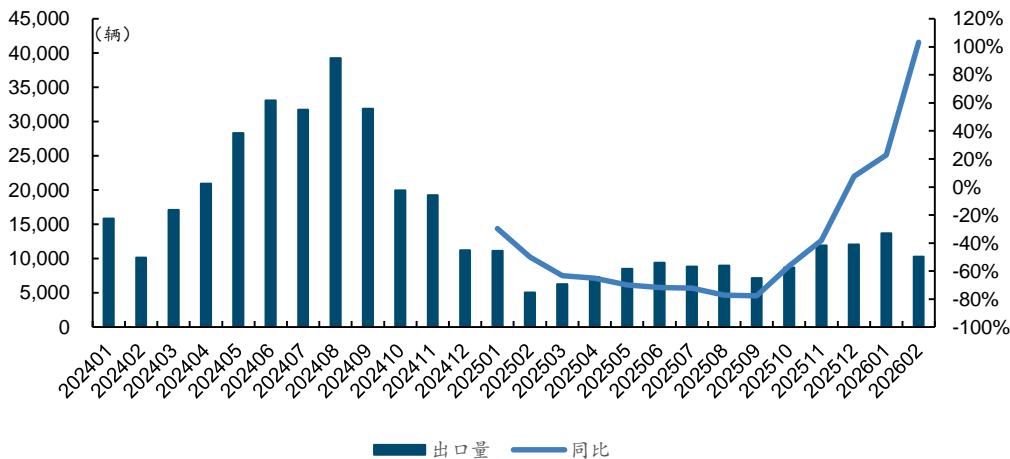
2) 供给侧：关税重塑行业格局，强者恒强逻辑加速兑现

中高集中度格局下，关税加速优化行业竞争环境。头部企业主要包括美国本土品牌 Club Car、E-Z-GO、雅马哈，中国高尔夫球车出海新兴势力也积极涌入，本公司、戴乐尔、绿通科技等凭借性价比优势快速抢占份额，实现市场增量的稳步扩张。电动高尔夫球车行业存在显著的技术壁垒、资质壁垒及渠道壁垒，中小企业难以在短期内突破。美国自2024



年起对中国低速载人车辆企业发起“反倾销”与“反补贴”调查，2025年6月终裁落地，对戴尔乐、绿通科技双反税率分别达357%、151%，高额税率直接导致依赖中国单一产能的企业退出美国市场，行业竞争环境显著改善。

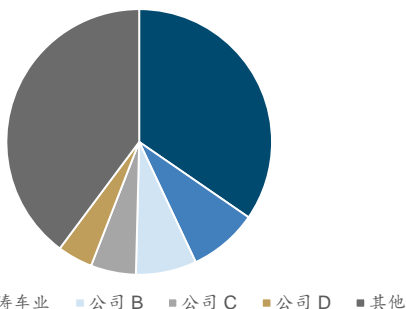
图表20：双反筛选后中国高尔夫球车出口量



来源：海关总署，国金证券研究所

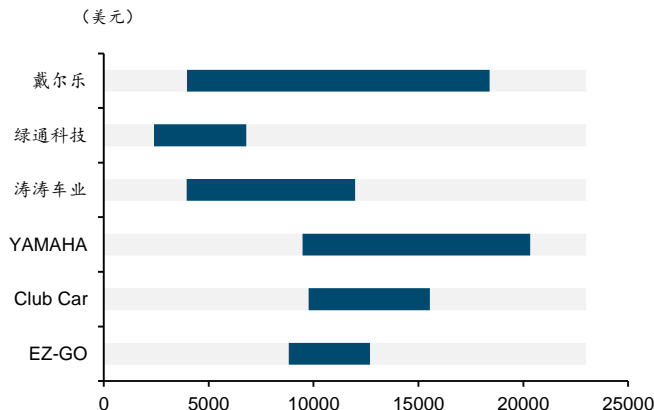
双反筛选后，中国电动高尔夫球车出口美国的企业数量锐减，退出企业多为低附加值、同质化竞争的中小企业。从行业出口数据亦可印证这一变化：2024年全年中国高尔夫球车出口量约27.9万辆，月均约2.3万辆；进入2025年后出口量显著收缩，2025年累计出口约10.5万辆，月均约8,786辆，同比下降约62%，行业正在完成从“中国出口主导”向“本地化产能主导”的历史性切换。具体到各竞争对手，戴尔乐因双反税率最高且越南工厂不满足原产地要求，基本退出美国市场；绿通科技海外产能布局受限，推动北美供给端向具备全球化产能布局的企业集中。

图表21：2024年全球电动低速车市场格局



来源：弗若斯特沙利文，国金证券研究所

图表22：主要品牌高尔夫球车定价区间



来源：各公司官网，国金证券研究所

在此格局下，具备全球产业链布局的企业形成四重竞争壁垒。

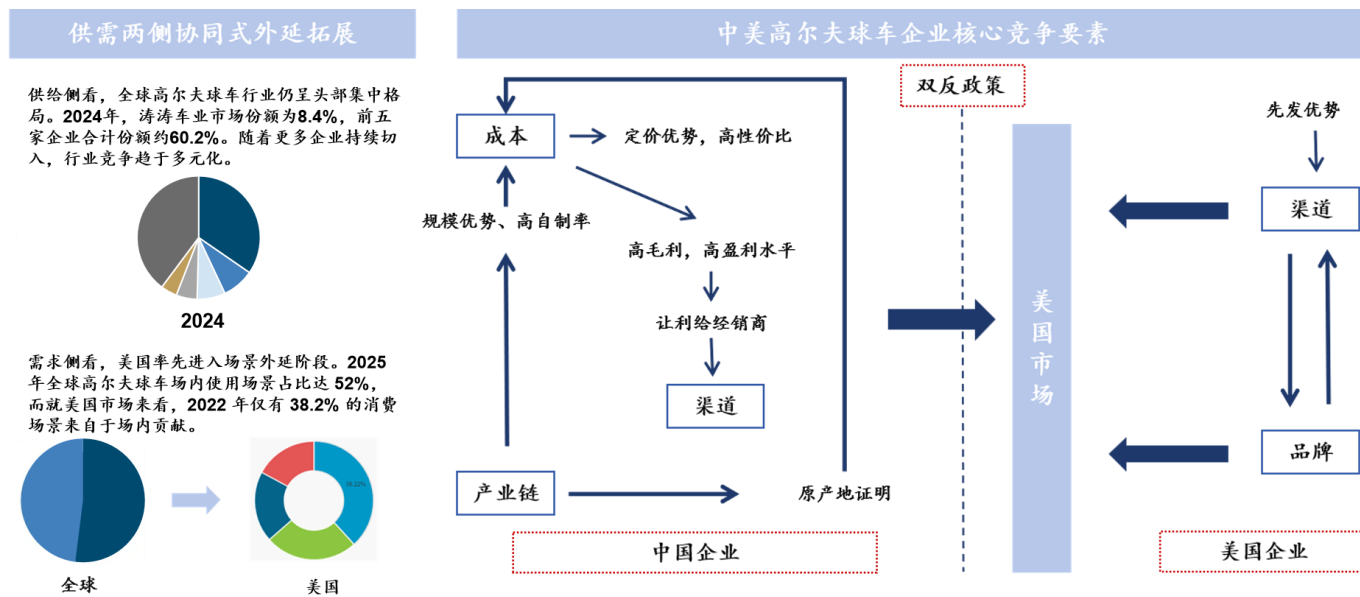
关税规避能力，全球产业链可为海外企业提供关税规避。在中美贸易摩擦常态化、高关税持续背景下，具备全球产业链布局或本土化生产能力的企业，可有效规避关税成本，同时提升市场响应速度。若企业在北美、东南亚等地区设立生产基地并拥有当地的原产地证明，产品可通过当地出口至美国，可以直接规避高额税率，显著提升产品定价竞争力。全球产业链布局可避免单一市场政策波动带来的冲击，若未来美国进一步提高关税或设置贸易壁垒，企业可灵活调整生产基地产能分配，确保市场供应稳定，而依赖中国单一生产基地的企业则面临订单流失风险。

高自制率带来的成本与定价双重优势。高自制率可有效减少中间环节溢价；大规模采购形



成的供应链压价权可进一步降低外协零部件采购成本。成本端的持续优化，使得企业在相同售价下毛利率较行业平均水平更高；或选择将部分成本优势转化为定价优势，在北美等价格敏感型市场形成强大竞争力。

图表23：高尔夫球车行业格局与主要竞争要素



来源：gminsights, fortune, 港股招股说明书, 国金证券研究所

渠道网络优势，高密度渠道网络与优质经销商体系是终端触达与销售转化的核心支撑。电动高尔夫球车作为体验式消费产品，消费者需通过线下试用/实地了解产品性能后再决定购买，高密度的渠道覆盖可提升消费者触达效率。对于经销商的维护在于对其利润空间与周转效率的保障：企业可以通过成本优势让渡，给予经销商高于行业平均水平的毛利润，提升经销商推广意愿；同时，也可以通过持续研发提升产品力，优化经销商库存周转周期，提升经销商资金使用效率。此外，企业还可通过提供营销支持、技术培训等方式，进一步绑定经销商利益，形成企业-经销商共赢的生态。

品牌溢价能力，品牌力是溢价能力与用户粘性的保障。电动高尔夫球车的使用场景决定了消费者对产品质量、安全性的要求较高，品牌力成为消费者决策的重要依据。具备高品牌知名度的企业，在同等配置下，消费者更愿意支付品牌溢价。品牌力带来的溢价能力，使得企业无需依赖低价竞争，高毛利率同时也可研发投入提供资金支持，形成品牌溢价-研发投入-产品升级-品牌强化的正向循环。

电动高尔夫球车行业已进入强者恒强的竞争格局，高集中度背景下，具备成本、产业、渠道优势的企业，将持续获得高盈利能力、低定价、关税规避、渠道黏性、终端转化等多维度优势，实现盈利能力与市场份额的双重提升。

## 2.2 全地形车出口保持高水平，ATV 与 UTV 双维扩容

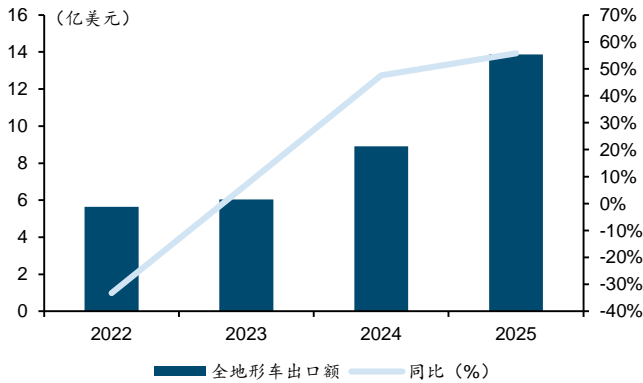
中国全地形车呈强出口导向，2024 年出口销量达 65.4 万辆，实现 8.90 亿美元收入，同比增长 47.53%；2025 年，出口销量达 101.9 万辆，实现 13.87 亿美元收入，同比增长 55.82%。

需求端从工具向娱乐转型，场景持续多元化。早期以农林牧渔生产、野外勘探等实用工具需求为主，如今休闲娱乐成为核心驱动力。消费群体集中在高收入、追求个性化户外生活的年轻人及家庭，圈层社交属性明显，各类越野俱乐部和达喀尔拉力赛等赛事进一步放大了消费需求。同时应用场景不断细分拓展，延伸到消防救援、场地安保等专业领域，实现了娱乐与实用场景的双重覆盖。

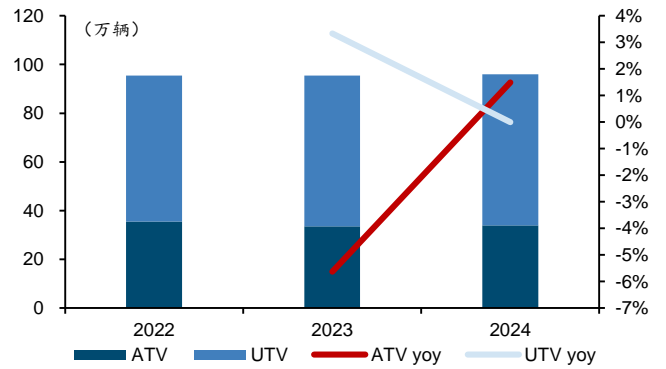
ATV 客群瞄准新手玩家、亲子家庭和女性群体，主打低门槛体验，适配城市周边营地、沙滩景区等平缓地形，满足轻度越野和休闲代步需求。UTV 客群则聚焦资深越野玩家、专业赛事参与者，主打极致动力性能，能应对陡峭山坡、泥泞小道等复杂路况，场景集中在专业越野营地、沙漠探险基地和赛事活动。2024 年，全球 ATV 销量增速转正，ATV、UTV 均实现同比正增长。



图表24: 中国全地形车出口额, 2022-2025



图表25: 全球全地形车细分销量



来源: 海关总署, 国金证券研究所

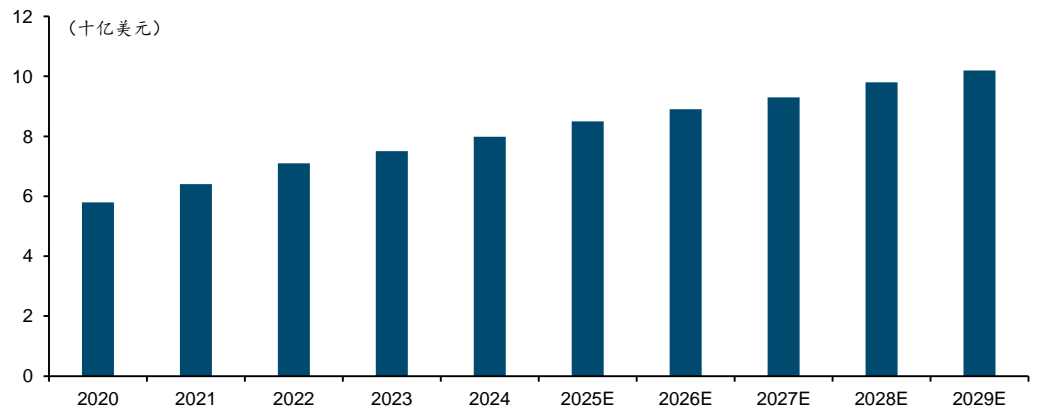
来源: 北极星年报, 国金证券研究所

### 2.3 电动两轮车成熟期稳定增长, 自行车与滑板车双产品驱动

电动两轮车是全球短途出行的关键解决方案。应用场景方面, 电动两轮车已实现从个人消费到商业服务的全面覆盖。在 C 端市场, 其是一二线城市通勤族规避拥堵的首选, 也是三四线城市及县域居民短途出行的主力; 在 B 端领域, 即时配送、共享出行等需求的爆发, 推动电动两轮车成为外卖、快递行业的核心作业工具。据弗若斯特沙利文, 全球电动两轮车市场规模 2024 年实现 79.9 亿美元, 预计 2029 年市场规模可达 102 亿美元。

细分电动两轮车市场, 电动滑板车领涨。电动自行车与电动滑板车的需求逻辑各有侧重, 电动自行车核心解决 3 公里及以上的通勤, 兼顾家庭出行与载货需求, 同时是外卖等即时配送行业的刚需工具, 部分高端车型还能满足个性化与社交需求, 受众覆盖广泛; 电动滑板车则聚焦最后一公里接驳, 凭借折叠便携的特性适配场景, 还可在校内、景区等封闭区域使用, 同时服务共享出行与极限运动休闲需求。同时, 二者成本远低于汽车, 电动自行车存量替换稳定, 电动滑板车因零部件国产化降价, 叠加年轻群体消费力支撑实现增长。

图表26: 电动两轮车全球市场规模



来源: 弗若斯特沙利文, 国金证券研究所

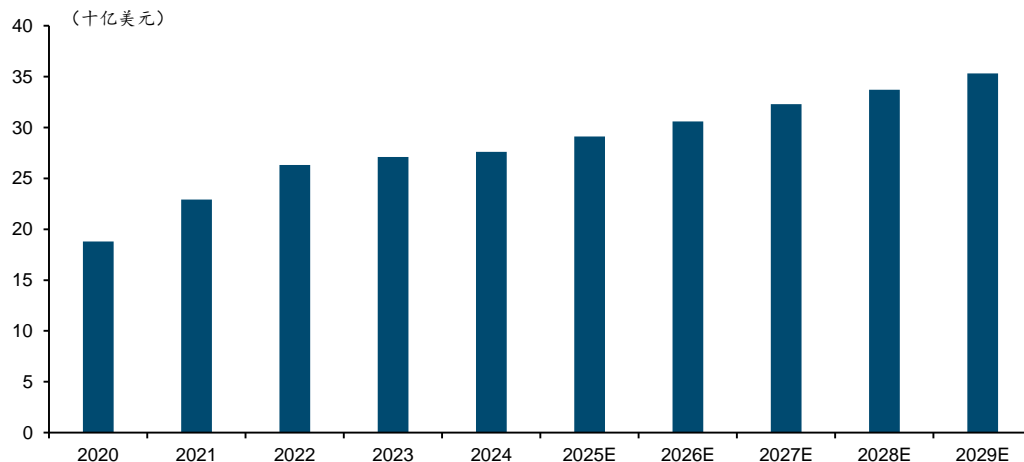
### 2.4 户外特种车属存量市场, 预计未来市场规模温和上升

户外特种车作为适配复杂户外场景的专业化交通工具, 是定制化设计与强环境适应性的有机统一。这类车型不同于普通商用车, 需根据特定作业需求搭载专用设备, 例如越野救援车配备绞盘、防滑轮胎及应急供电系统, 森林防火车加装高压水枪与火情监测装置, 同时具备应对泥泞、山地、高温或低温等恶劣环境的性能, 能在普通车辆难以通行的户外场景中稳定作业, 且部分车型融入新能源动力系统, 兼顾低碳需求与长续航能力, 契合全球环保转型趋势。从全球市场规模来看, 户外特种车市场受益于下游行业需求增长与技术升级, 呈现稳步扩张态势。据弗若斯特沙利文, 2024 年全球户外特种车市场规模预计达 275.8 亿美元。随着各国对农业现代化、应急救援体系完善及户外文旅产业发展的重视, 基数与价格双重影响下预计 2025-2029 年复合年增长率为 5%, 到 2029 年市场规模有望达到 353 亿



美元。

图表27: 户外特种车全球市场规模

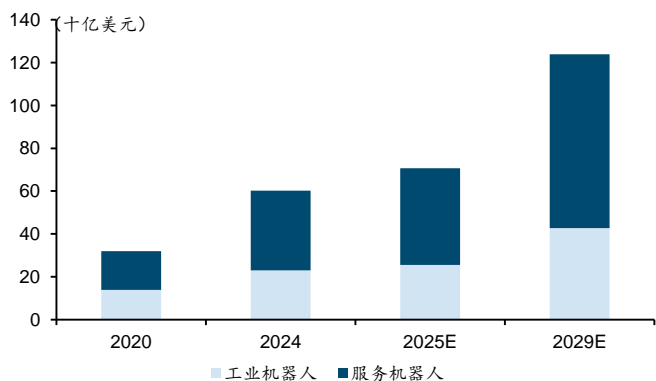


来源: 弗若斯特沙利文, 国金证券研究所

### 2.5 全球机器人市场蓝图可期

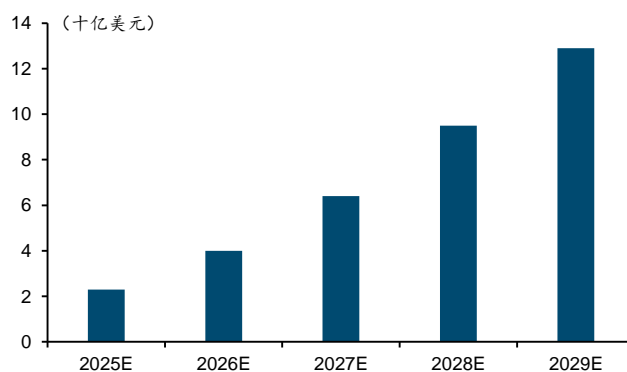
全球劳动力短缺倒逼工业、服务等领域寻求替代方案, 机器人则是其中最具有优化潜力的解决方案。机器人重复定位精度高, 能稳定替代重复性、高强度劳动, 同时培养周期短, 回本周期更快, 成为企业应对劳动力短缺的必然趋势。据弗若斯特沙利文, 全球智能机器人2020年销售额为320亿美元, 至2024年增长至602亿美元, CAGR达17.1%。细分智能机器人市场, 工业机器人、服务机器人均能实现稳定增长, 2024年全球工业机器人/服务机器人市场规模达230/372亿美元, 预计2029年增至427/812亿美元, CAGR分别为13.7%/15.8%。相比传统机器人, 人形机器人的核心优势在于对人类作业场景的高度适配性与功能的通用性, 未来预期实现爆发式增长。2025-2029年全球人形机器人市场规模预计由23亿美元增至129亿美元, 估计实现高达54.4%的复合年增长率。

图表28: 全球智能机器人市场规模



来源: 弗若斯特沙利文, 国金证券研究所

图表29: 全球人形机器人市场规模



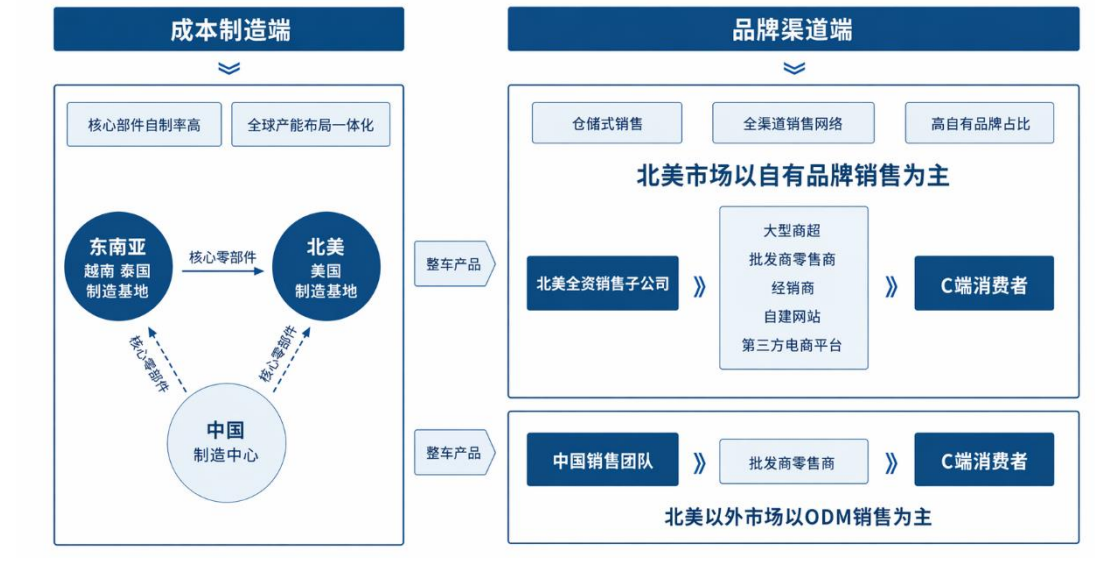
来源: 弗若斯特沙利文, 国金证券研究所

### 3.盈利支撑: 短期成长看重产业链优势, 长期增量看品牌渠道协同

公司通过提前布局全球产业链, 在短期内可以应对地缘政治风险, 承接中国出口企业订单; 同时, 公司着眼品牌建设与渠道搭建, 长期来看有助于消费者心智培育, 有望突破美国本土企业的天然壁垒, 承接高尔夫球车市场增量需求。此外, 公司也将依托产能与渠道复用优势积极开拓以电动自行车、全地形车为主的第二增长曲线, 与宇树科技达成的战略合作也将成为未来公司主要盈利点之一。因此, 我们认为公司在短期与长期皆有明显增长空间, 实现其在北美市场中市场份额的迅速飞跃。



图表30: 公司商业模式



来源: 公司官网, 国金证券研究所

### 3.1 高尔夫球车: 产能+成本规模化筑基, 品牌+渠道差异化突围

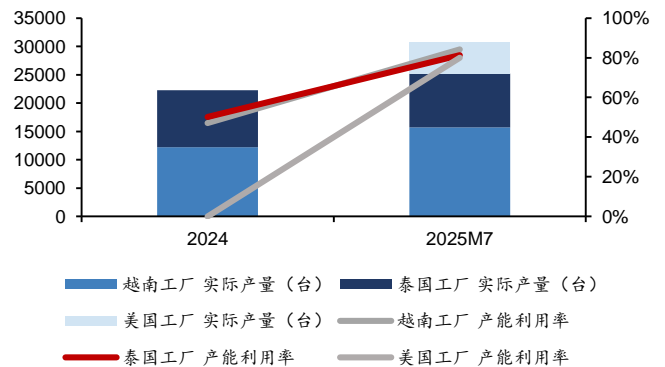
#### 1) 短期增量: 跨国产业壁垒实现中国企业订单替代

公司高尔夫球车短期增长的核心驱动力, 源于其提前构建的多国家覆盖产业链体系。美国对华低速载人产品持续施加关税及双反仲裁。公司凭借扎实的全球化运营基础, 已在越南、美国等地提前建立本土化生产工厂, 且产品可满足原产地证明要求, 能够有效规避关税带来的额外成本压力, 美国工厂亦可享受 IRA 法案税收抵免, 在中国出口企业中形成独特的成本优势。此外, 泰国基地将于 2026 年二季度投产, 与越南工厂形成协同互补的东南亚产能网络, 强化区域产能调配的灵活性, 进一步提升对北美市场的稳定供应。

基于此, 我们判断高尔夫球车短期可释放的增量空间主要来自对其他中国企业退出或产能不足所遗留市场份额的吸收。绿通科技、康迪科技海外产能爬坡节奏相对滞后, 公司凭借多国产能先发落地、差异化品牌矩阵以及高自制率带来的定价空间与渠道让利能力, 有望在短期供给再分配中率先承接份额扩张机会。

图表31: 公司产业链布局与产能情况

图表32: 公司海外工厂产能及利用率情况



来源: 公司 25 年报, 国金证券研究所

来源: 港股招股说明书, 国金证券研究所

#### 2) 中期成长: 成本控制与产品力协同赋能

公司业务的中期增量建立在高自制率带来的成本优势。

据港股招股说明书, 公司核心自制率超过 80%, 核心部件自制率超过 35%, 自制核心部件能快速实现技术迭代; 且采用自制结合战略采购模式, 在保障核心技术壁垒的同时, 对非核心部件实行就近采购, 避免全自制带来的产能冗余, 实现成本与效率最优匹配。



图表33: 高尔夫球车产业链



来源：港股招股说明书，国金证券研究所

核心部件自制与全球化供应链优化带来的成本红利，最终转化为显著的定价优势。以四座高尔夫球车为例，每款产品平均售价较北美传统强势品牌低约4,000美元，高利润激励进一步巩固经销商黏性，形成成本优势→定价优势→渠道壁垒的正向循环。

图表34: 主要产品价格对比

品牌	涛涛车业	EZ-GO	Club Car	YAMAHA
车型	DENAGO Rover XL	Liberty	四座-Onward	Drive2 Concierge 4 AC
价格	9995\$	12999\$	14699\$	14600\$

来源：各公司官网，国金证券研究所

产品力层面，公司形成覆盖动力、续航、研发的全链条技术布局。具体来说：

- ①动力系统突破精准适配市场需求。钠离子电池能够精准解决北美寒冷地区用户的核心痛点。相较于传统锂电池，钠电池的低温稳定性优势显著，配合其成本优势，成为切入北美市场的关键技术支点。因此，在气候寒冷的北部地区，客户也可以通过加装雨帘抵御气温，形成稳定需求。
- ②细分产品技术对标国际标杆。DENAGO 电动自行车全系产品通过 UL2849 和 UL2271 安全认证；Hunting 1 全地形山地车具备 1,000 瓦峰值功率，搭载双电池系统，可实现最高 120 公里续航，树立性能标杆。
- ③双研发中心+持续投入筑牢根基。中国总部与北美团队架构形成协同效应，国内聚焦三电、底盘等核心技术攻坚，北美团队专攻 DOT 认证等本地化合规要求与用户体验优化。2025 年研发投入达 1.23 亿元，占营收 3.13%，营收高速增长下稀释研发费用率，持续的技术投入已转化为坚实的竞争壁垒。
- ④持续研发拓宽产品使用场景与市场触达。对于全地形车产品，公司着力研发大排量（500cc）ATV、700ccUTV，作为公司主要产品小排量 ATV 的补充；对于高尔夫球车产品，重点围绕应用场景拓展（电动露营车）与使用人数提升（六座高尔夫球车）展开研发探索；同时，基于高尔夫球车的场内应用，公司正开发针对场内场景的车型，有望在 2026 年进入场内市场。
- ⑤智能化技术重构产品价值维度。通过在电动高尔夫球车中搭载 CAN 总线通讯与 IOT 车联网平台，支持车辆数据实时监控、OTA 远程升级及在线售后支持，部分车型标配 10.1 寸 LCD 智能交互屏，实现人车交互效率提升，持续提升用户体验。



图表35: 正四座高尔夫球车产品力对比

GOTRAX vs EZ-GO			DENAGO vs Club Car		
对比	GOTRAX	EZ-GO	对比	DENAGO	Club Car
型号	GOTRAX Guide4	RXV / Freedom ELiTE	型号	Rover XL	Onward 4 Forward
价格	\$8,000-\$11,000	\$10,000-\$14,000	价格	\$9,995	\$14,397
电池	48V锂离子	56.7V ELiTE 锂电池	电池	2+2锂电池	锂电/铅酸
动力	AC电机5kW	AC电机3.3kW	动力	AC电机5-6kW	Club Car AC+Lithium 驱动系统, 并能结合不同驾驶模式
续航	官方约43英里 / ~70km (实际续航受载重、地形影响)	30-50+英里	经销商	230	超过600家
速度	40km/h	30km/h	速度	40km/h	30km/h
充电时间	5-8小时	标配世界级充电系统, 约4-6小时	充电时间	5-8小时	标准锂电充电时间通常在4-6小时左右
特色配置	LED灯、挡风玻璃、智能化售后、智能化交互、数字显示屏	自动泊车制动 (IntelliBrake)、大容量储物、USB端口 (部分版)	特色配置	后视镜摄像头、USB/USB-C 端口、可折叠挡风玻璃、智能化售后、智能化交互、数字显示屏	高端座椅、Club Car Connect 智能连接、不同驾驶模式、LED灯、铝合金/耐腐蚀车架、可选升降悬挂

来源: 各公司官网, 国金证券研究所

3) 长期成长: 三大品牌矩阵协同, 渠道网络规模化突围

品牌矩阵方面, 差异化定位覆盖全细分市场, 构建协同增长生态。公司通过四大自有品牌的精准布局, 形成了覆盖不同消费人群、购买力与使用场景的品牌矩阵, 有效发掘并拓宽应用场景, 提升消费者心智。

图表36: 公司高尔夫球车产品矩阵

座位数	品牌	车型 / 型号	上市时间	经销商售价 (美元)	关键参数	对标	应用场景
2+2 座	DENAGO	Nomad	2024年Q4	8,495	锂电; 续航约 40 mile; 5kW	Polaris Onward 2+2, EZGO 2+2	社区、度假、校园
	TEKO	Turbo	2025年9月	7995	锂电 51.2V; 40 mile续航; 适合轻载	类似市场 2+2 时尚款	城市/球场/社区日常
正四座	DENAGO	Rover XL	2024年Q2	9995	48V; 功率5kW; 轴距 1720mm	Club Car Onward 4, EZGO RXV	休闲出行、度假区
	TEKO	Trophy	2025年9月	9995	锂电; 豪华屏幕/娱乐配置	Polaris Tempo 4, Yamaha Drive2	商用/高端休闲
4+2 座	DENAGO	Rover XL 6	2024年Q3	11995	空间大	Polaris Onward 4+2, Club Car Villager 6+	团队接送/商用
	TEKO	Trophy Plus	2025年9月	12995	含额外载物与电源选项	同级 6 乘员休闲车	团体休闲、活动
正六座	DENAGO	Rover XXL	2024年Q4	11995	高载荷设计	Club Car XRT 6, EZGO Express 6	大团队/度假区
全景式露营	DENAGO	City	2025年Q2	15500	全景式布局; 可配露营平台	改装高端露营车	露营/旅游度假
其它 (暂无量产)	—	场地车	—	暂未公布	TBD	Polaris UTV / Utility	工业/场地用途
	—	货斗车	—	暂未公布	TBD	Club Car Carryall / EZGO Workhorse	

来源: denagoev.com, tekoev.com, gotrax.com, golfcartresource.com、国金证券研究所

①大众型基础品牌 GOTRAX 覆盖大众消费市场及中小商户, 以高性价比、新潮、环保为核心, 通过大型连锁商超 (如沃尔玛、百思买) 及线上平台 (亚马逊、自有网站) 进行销售, 主打便捷、高效的新奇交通体验。同时, 营销团队也对 GOTRAX 品牌进行差异化营销, 由于其主要面向生活化消费场景, 团队在品牌创立之初就逐步与 tiktok, youtube 体量较大的网红进行合作, 并鼓励带动消费者发布有关使 GOTRAX 的生活场景的视频, 真实的消费



使用在网上发布后，提升了新用户对品牌的信任。

②高端品牌 DENAGO 聚焦高收入人群及商用场景。高质量的经销商网络有利于 DENAGO 实现高质量客群的触达。通过与 NBA、PGA 等顶级赛事合作、邀请篮球明星推广的方式巩固高端化、专业化定位，高端场景与 KOL 渗透提升品牌溢价。在产品力优势与价格优势的双重叠加之下，产品售出周期短，有效提升了经销商的盈利效率，建立了极高的合作黏性。目前，公司高尔夫球车线下经销商数量仅为 270 家（vs Club Car 约 600 家），经销商网络仍有显著拓宽空间。

③年轻化品牌 TEKO 是理解涛涛未来公司业绩增长的重要变量，其核心战略价值在于突破 DENAGO 经销商区域保护条款所形成的渠道密度上限。DENAGO 为维护已有经销商的利益，承诺在一定区域范围内不将品牌授权给其他经销商，这一保护条款实质上限制了 DENAGO 的渠道扩张速度。TEKO 品牌于 2025 年 9 月 1 日创立，不受区域保护约束，可快速铺设全新经销商网络，且可直接复用戴乐乐腾出的优质经销商资源——TEKO 与戴乐乐主要产品相似（均主营电动高尔夫球车）、定位均偏向年轻消费群体、设计轻巧时尚，经销商转换摩擦成本极低，叠加 TEKO 的高毛利率激励，渠道复用效率极高。此外，受双反政策与产能约束（戴乐乐 2025 年在越南投产的工厂不满足原产地要求），TEKO 有望同步承接戴乐乐的产量缺口，短期内形成增量释放，长期来看完善公司的渠道差异化建设，逐步形成渠道壁垒。

渠道网络建设上，公司构建了差异化的渠道网络，成功避开了 Club Car 和 EZ-GO 等传统巨头在场内高尔夫球市场的深厚壁垒，实现了高效率的市场渗透和对目标客群的精准触达。同时，受益于成本优势，公司将部分利润让渡给经销商，有利于在经销商数量上迅速接近 Club Car 等传统巨头。具体来说：

①线上渠道的精准营销与高毛利支撑：自营官网作为高毛利贡献渠道，确保了高端用户的精准转化和盈利空间。据港股招股书，截至 2025 年 7 月，通过 DTC 网站实现的销售收入占营业收入的 7.71%。

②线下渠道的广覆盖与深度渗透：多元化的零售巨头作为流量入口，通过大众零售网络实现品牌的最大化曝光和流量导入。截至 2025 年，公司已成功搭建包含高尔夫球车、特种车和两轮车的 790 家多元化经销商网络。

③高毛利率与短售出周期有利于经销商黏性形成。高自制率为公司带来的成本优势，叠加产品力优势，产品售出周期短，有效提升了经销商的盈利效率，建立了极高的合作黏性。我们认为公司将凭借给经销商提供的高盈利与高周转效率在维持现有经销商的同时迅速发展新经销商，经销商数目接近美国强势品牌的经销商数量。

### 3.2 第二增长曲线：Ebike 承接短期缺口，全地形车+机器人接力成长

高尔夫球车之外，公司围绕现有产能与渠道资源的复用，沿短期、中期、长期三个时序布局第二增长曲线。

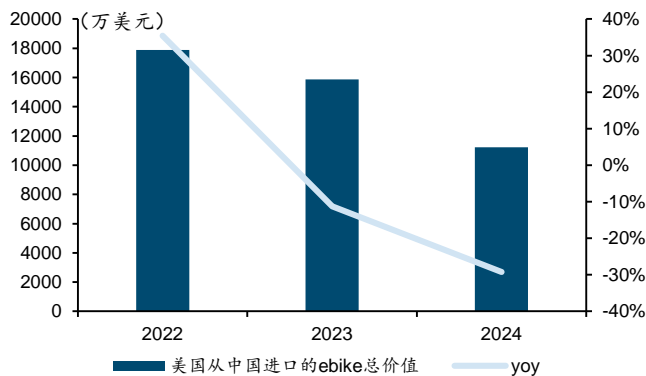
#### 1) 短期：Ebike 承接关税背景下的供需错配红利。

从市场空间看，美国市场是电动自行车核心增量场，据弗若斯特沙利文，2024 年美国 Ebike 市场规模仅 41 亿美元，2025-2029 年复合增长率预计达 16.5%，正处于成长红利期。Ebike 产品普遍定价较低，产品类型、功能需求同质，可替代性较强。关税背景下，美国从中国进口 Ebike 总价值已从 2022 年的 1.79 亿美元降至 2024 年的 1.12 亿美元，同比下降 29.2%，进口数量呈持续递减趋势，具备海外产能的企业将在短期内承接需求替代红利。

目前，公司 DENAGO、GOTRAX 两大自有品牌皆布局 Ebike 品类：其中，GOTRAX 覆盖短途到城市通勤场景，满足小空间存放需求；DENAGO 实现从日常通勤到越野山地的全场景覆盖。从产能要求看，2025-2026 年美国、泰国工厂陆续投产，越南工厂产能利用率有望进一步提升，可为 Ebike 业务提供充足的产能支撑。

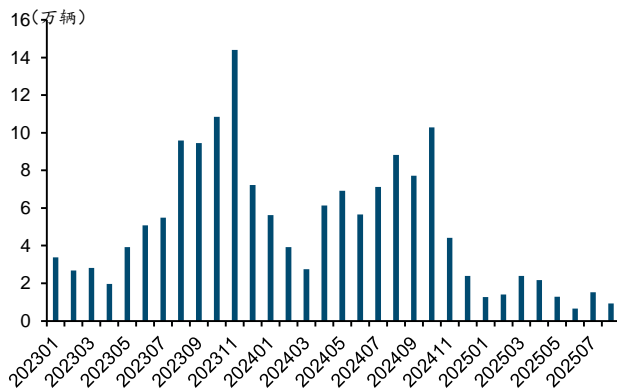


图表37: 美国从中国 Ebike 进口额锐减



来源: USITC, 国金证券研究所

图表38: 美国从中国进口的 Ebike 数量呈现递减趋势



来源: USITC, 国金证券研究所

2) 中期: 全地形车产品结构升级带来量价提升机遇。

从营收结构看, 全地形车是公司营收占比第二大的产品。从产品结构看, 大排量全地形车正占据主导地位, 小排量 ATV 需求正在向大排量 ATV 及 UTV 转变; 2024 年全球 ATV 销量增速同比转正, 而 UTV 则持续维持正增长。从市场格局看, 据中国汽车工业协会摩托车, 2025 年公司全地形车出口数量排名第二。公司正顺应北美市场大排量需求, 研发北美适应性 700CC UTV 产品, 有望凭借渠道复用与产能优势实现量价提升。

3) 长期: 机器人协同宇树开辟第三增长极。

宇树科技主营四足机器人与人形机器人, 应用场景涉及科研、教育、消费、工业等场景。当前美国市场面临劳动力缺口, 同时高端场景下强支付意愿存在机器人刚性需求。依托现有品牌、渠道及产业链等现有资源的复用与协同, 公司与宇树科技合作切入北美机器人市场: 依托 TEKO 经销商网络及自有网站, 可快速实现机器人产品市场渗透, 避免新渠道建设高额成本; 依托全球产业链布局实现全球市场的当地采买, 有效规避地缘政治风险。机器人业务的收入与利润贡献尚处于初期, 暂未纳入盈利预测, 但随着渠道复用协同效应逐步体现, 有望成为 2027 年以后的重要盈利弹性来源, 支撑公司实现从交通工具制造商向智能设备解决方案提供商的战略转型。

4. 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

分产品看:

电动高尔夫球车: 高尔夫球车作为核心增长引擎, 盈利将延续高增态势。短期受益于产业链全球化带来的订单替代, 长期受益于北美家庭代步需求驱动、产能优化、品牌与渠道建设, 收入规模快速扩张。2025 年, 公司 DENAGO 品牌经销商新增 100 家、总量突破 270 家, 覆盖美国 47 个州, 渠道建设迈上新台阶, 叠加 TEKO 品牌吸引的高端经销商带来的渠道红利, 销量有望持续放量。预计 2026—2028 年高尔夫球车实现营收分别为 30.28/40.49/56.15 亿元, 同比+55%/+34%/+39%。受关税成本影响, 2025 年公司已对经销商提价, 且预计为保持定价优势, 未来无提价动力; 考虑规模效应释放与产品结构持续升级, 毛利率有望维持高位。

全地形车: 从行业来看, ATV 需求回暖, UTV 需求持续增长; 公司顺应市场热点, 研发的 UTV、大排量 ATV 陆续试验试产, 供需协同下长期盈利有望实现结构性增长。预计 2026—2028 年全地形车收入分别为 8.85/10.18/11.70 亿元, 同比+18.0%/+15.0%/+15.0%。随着高毛利的大排量车型逐步投产并贡献收入, 产品结构优化有望驱动毛利率中枢逐步上移。

电动滑板车: 公司电动滑板车业务已构建覆盖大众通勤至专业竞技的全场景产品序列, 同时, 折叠便携结构优化与电池续航升级推动产品迭代, “最后一公里”通勤场景渗透深化, 销量有望温和回升。预计 2026—2028 年电动滑板车收入分别为 4.29/4.63/5.00 亿元, 同比+10.0%/+8.0%/+8.0%; 考虑产品以大众零售为主、需适度让渡渠道利润维持终端曝光, 毛利率预计维持相对稳定。

电动自行车: 依托北美商超渠道优势, 在休闲代步场景持续渗透, 收入稳步增长; 短期增



长持续受益于关税背景下的需求替代。预计 2026—2028 年电动自行车收入分别为 3.21/3.75/4.37 亿元，同比+19.1%/+16.6%/+16.5%。考虑到对渠道方的适度让利，毛利率预计维持相对稳定。

图表39：按业务拆分的盈利预测

		2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
电动出行产品	营业收入	1,064.7	1,278.6	1,887.6	2,787.4	3,958.6	5,076.0	6,750.1
	YOY		20.1%	47.6%	47.7%	42.0%	28.2%	33.0%
	占总营收比	60.3%	59.6%	63.4%	70.7%	74.3%	76.0%	78.3%
	毛利率	39.4%	39.8%	36.2%	46.1%	47.1%	47.6%	48.0%
电动高尔夫球车	营业收入		78.5	812.0	1,957.2	3,028.2	4,049.1	5,614.8
	YOY			934.4%	141.0%	54.7%	33.7%	38.7%
	占总营收比		3.7%	27.3%	49.7%	56.8%	60.6%	65.1%
电动滑板车	营业收入	687.0	718.1	601.0	390.0	429.1	463.4	500.4
	YOY		4.5%	-16.3%	-35.1%	10.0%	8.0%	8.0%
	占总营收比	38.9%	33.5%	20.2%	9.9%	8.0%	6.9%	5.8%
电动平衡车	营业收入	290.0	295.7	199.0	130.0	136.5	143.3	150.5
	YOY		2.0%	-32.7%	-34.7%	5.0%	5.0%	5.0%
	占总营收比	16.4%	13.8%	6.7%	3.3%	2.6%	2.1%	1.7%
电动自行车	营业收入	78.0	164.8	231.0	269.9	321.3	374.5	436.5
	YOY		111.3%	40.1%	16.8%	19.1%	16.6%	16.5%
	占总营收比	4.4%	7.7%	7.8%	6.8%	6.0%	5.6%	5.1%
其他电动车	营业收入	9.7	21.5	44.6	40.3	43.5	45.7	47.9
	YOY		121.2%	107.4%	-9.8%	8.0%	5.0%	5.0%
	占总营收比	0.6%	1.0%	1.5%	1.0%	0.8%	0.7%	0.6%
动力运动产品	营业收入	542.3	742.6	925.0	942.6	1,100.7	1,255.0	1,431.4
	YOY		36.9%	24.6%	1.9%	16.8%	14.0%	14.1%
	占总营收比	30.7%	34.6%	31.1%	23.9%	20.7%	18.8%	16.6%
	毛利率	33.9%	34.4%	33.0%	31.9%	32.4%	33.4%	34.5%
全地形车	营业收入	511.9	620.0	738.0	750.0	885.0	1,017.7	1,170.4
	YOY		21.1%	19.0%	1.6%	18.0%	15.0%	15.0%
	占总营收比	29.0%	28.9%	24.8%	19.0%	16.6%	15.2%	13.6%
越野摩托车	营业收入	30.4	122.6	187.0	192.6	215.7	237.3	261.0
	YOY		303.2%	52.6%	3.0%	12.0%	10.0%	10.0%
	占总营收比	1.7%	5.7%	6.3%	4.9%	4.0%	3.6%	3.0%
其他业务	营业收入	158.1	122.7	164.2	211.6	270.8	346.6	443.7
	YOY		-22.4%	33.9%	28.9%	28.0%	28.0%	28.0%
	占总营收比	9.0%	5.7%	5.5%	5.4%	5.1%	5.2%	5.1%
	毛利率	17.9%	34.8%	32.2%	22.8%	23.0%	24.0%	25.0%
总营收	营业收入	1,765.7	2,144.3	2,976.6	3,941.6	5,330.1	6,677.7	8,625.3
	YOY		21.4%	38.8%	32.4%	35.2%	25.3%	29.2%
	毛利率	35.75%	37.60%	34.98%	41.48%	42.85%	43.70%	44.58%

来源：公司历年年报，国金证券研究所

费用率端，我们认为公司 2026-2028 年毛利率达 42.85%/43.70%/44.58%，毛利率的增长主要来源于公司高毛利业务占比的增加。如前所述，公司全地形车业务有产品结构优化趋势，高尔夫球车业务占比逐渐增加，同时低毛利率的业务占比正在萎缩。考虑公司渠道建设步入成熟期，销售费用将逐渐减少；考虑公司北美本土化团队的建设逐渐完善，管理费



用率将维持当前水平；考虑公司 2025 年研发费用率的锐减，同时高尔夫球车主要车型已开发完毕，我们认为公司研发费用率目前已进入稳定。

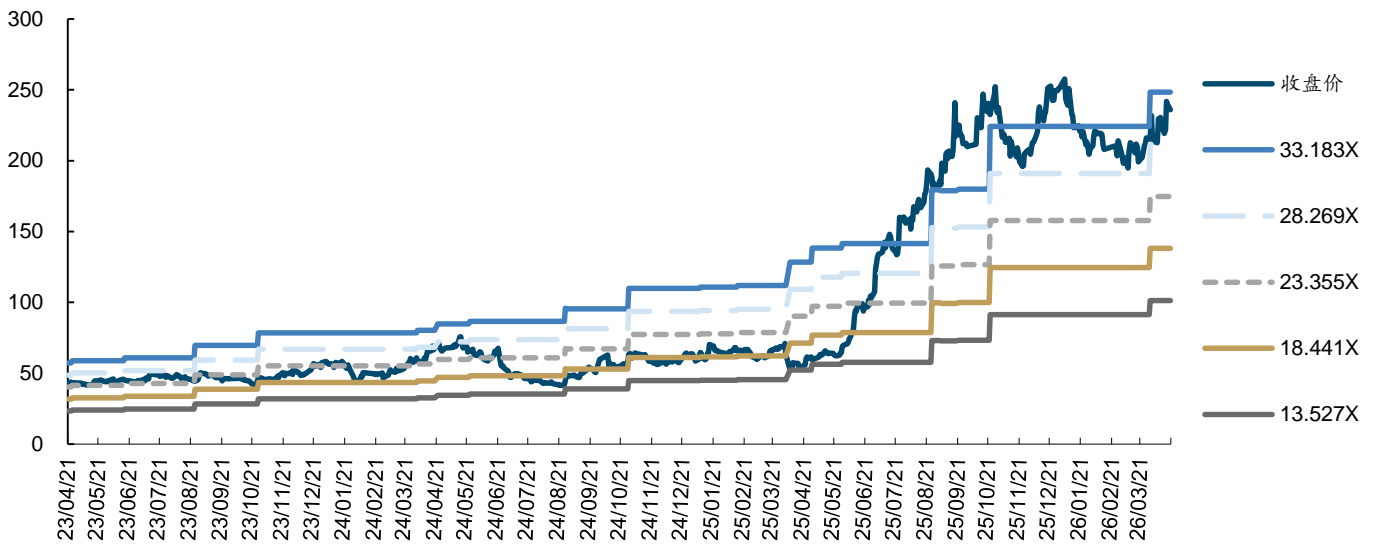
图表40：费用率预测

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
毛利率	34.98%	41.48%	42.85%	43.70%	44.58%
销售费用率	10.53%	8.93%	8.90%	8.70%	8.50%
管理费用率	4.37%	4.03%	4.00%	4.00%	4.00%
研发费用率	4.22%	3.13%	3.10%	3.10%	3.10%

来源：公司历年年报，国金证券研究所

## 4.2 投资建议及估值

图表41：PE Band



来源：Wind，国金证券研究所

考虑公司主营业务与主要市场，我们选取九号公司、隆鑫通用和春风动力作为可比公司，26-28 年可比公司平均 PE 为 15/12/11X，公司目前股价 235.94 元对应 PE 为 22/16/12x。我们预计公司未来三年营收 53.3/66.8/86.3 亿元，同比+35%/25%/29%；归母净利润分别达 11.9/15.9/21.2 亿元，同比+45%/34%/33%。考虑公司 2025 年业绩高增（归母净利润同比+89%）、电动低速车品类龙头地位稳固，同时积极探索机器人合作业务，成长空间可期。我们给予 2027 年 21 倍 P/E，对应目标价 306.18 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

图表42：可比公司估值比较（市盈率法）

代码	名称	总市值 (亿元)	EPS			PE		
			2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
689009.SH	九号公司	45.67	32.89	42.42	47.34	13.9	10.8	9.7
603766.SH	隆鑫通用	15.16	1.13	1.33	1.53	13.5	11.4	9.9
603129.SH	春风动力	272.68	14.22	17.29	21.48	18.0	14.7	11.9
平均值						15.1	12.3	10.5
中位数						13.9	11.4	9.9
301345.SZ	涛涛车业	235.94	10.87	14.58	19.42	21.7	16.2	12.2

来源：Wind，国金证券研究所；股价基准日为 2026 年 4 月 20 日，春风动力采用国金证券估值，九号公司、隆鑫通用采用 Wind 一致预期



## 风险提示

**国际贸易与政策准入风险。**公司大部分业务来源于美国，目前主要依赖东南亚工厂进行产能供给。美国对东南亚产高尔夫球车的“双反”调查可能导致出口成本大幅上升，削弱出口竞争力。同时，贸易摩擦可能引发出口准入、技术限制或额外的惩罚性关税，影响海外业务的稳定性。

**市场竞争加剧风险。**北美市场面临本土传统巨头的强力防守，同时国内厂商海外产能落地加速，行业竞争加剧下可能导致公司毛利率下行。

**海外产能扩建不及预期风险。**公司主要优势在于通过更快速的海外产能落地迅速匹配美国市场供给缺口，若越南、泰国及美国工厂的建设进度/工人效率/合规成本若不及预期，将直接影响公司业务销量及收入。

**战略转型与新业务推进不及预期风险。**场内高尔夫球车、电动露营车、大排量全地形车等高端新品若市场接受度不及预期，研发费用端承压，影响毛利水平。与宇树合作的机器人业务处于研发初期，商业化落地路径及市场需求存在较大不确定性。


**附录：三张报表预测摘要**
**损益表 (人民币百万元)**

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>主营业务收入</b>	<b>2,144</b>	<b>2,977</b>	<b>3,941</b>	<b>5,330</b>	<b>6,678</b>	<b>8,625</b>
增长率	38.8%	32.4%	35.2%	25.3%	29.2%	
主营业务成本	-1,338	-1,935	-2,307	-3,046	-3,760	-4,780
%销售收入	62.4%	65.0%	58.5%	57.1%	56.3%	55.4%
毛利	806	1,041	1,635	2,284	2,918	3,845
%销售收入	37.6%	35.0%	41.5%	42.85%	43.70%	44.58%
营业税金及附加	-8	-13	-13	-21	-24	-33
%销售收入	0.4%	0.4%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%
销售费用	-315	-313	-352	-474	-581	-733
%销售收入	14.7%	10.5%	8.9%	8.9%	8.7%	8.5%
管理费用	-93	-130	-159	-213	-267	-345
%销售收入	4.4%	4.4%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%
研发费用	-88	-125	-123	-165	-207	-267
%销售收入	4.1%	4.2%	3.1%	3.1%	3.1%	3.1%
息税前利润 (EBIT)	302	459	988	1,411	1,839	2,467
%销售收入	14.1%	15.4%	25.1%	26.5%	27.5%	28.6%
财务费用	46	55	-20	-17	36	36
%销售收入	-2.1%	-1.8%	0.5%	0.3%	-0.5%	-0.4%
资产减值损失	-24	-14	-34	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	-4	0	0	0
投资收益	0	1	4	2	3	3
%税前利润	0.1%	0.2%	0.4%	0.1%	0.1%	0.1%
营业利润	341	515	951	1,411	1,893	2,521
营业利润率	15.9%	17.3%	24.1%	26.5%	28.3%	29.2%
营业外收支	-4	-2	-4	0	0	0
税前利润	337	513	947	1,411	1,893	2,521
利润率	15.7%	17.2%	24.0%	26.5%	28.3%	29.2%
所得税	-56	-82	-131	-226	-303	-403
所得税率	16.7%	16.0%	13.8%	16.0%	16.0%	16.0%
净利润	280	431	816	1,185	1,590	2,117
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>280</b>	<b>431</b>	<b>816</b>	<b>1,185</b>	<b>1,590</b>	<b>2,117</b>
净利率	13.1%	14.5%	20.7%	22.2%	23.8%	24.5%

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	280	431	816	1,185	1,590	2,117
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	79	89	133	77	95	115
非经营收益	-6	-19	53	-10	24	20
营运资金变动	-176	-289	-248	-12	-449	-555
<b>经营活动现金净流</b>	<b>177</b>	<b>212</b>	<b>754</b>	<b>1,239</b>	<b>1,260</b>	<b>1,697</b>
资本开支	-72	-523	-212	-377	-410	-440
投资	0	0	-109	-105	-105	-105
其他	0	1	3	2	3	3
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-72</b>	<b>-523</b>	<b>-318</b>	<b>-480</b>	<b>-513</b>	<b>-543</b>
股权募资	1,907	10	9	0	0	0
债权募资	-34	157	-126	327	12	-174
其他	-329	-431	-338	-180	-184	-186
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>1,544</b>	<b>-264</b>	<b>-455</b>	<b>146</b>	<b>-173</b>	<b>-360</b>
<b>现金净流量</b>	<b>1,657</b>	<b>-556</b>	<b>-19</b>	<b>906</b>	<b>574</b>	<b>795</b>

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	1,938	1,530	1,375	2,243	2,782	3,552
应收款项	606	729	962	1,190	1,482	1,914
存货	715	1,206	1,706	1,544	1,906	2,423
其他流动资产	75	95	112	30	138	158
流动资产	3,333	3,560	4,155	5,008	6,307	8,046
%总资产	88.0%	78.4%	70.4%	69.3%	70.6%	72.5%
长期投资	0	0	15	120	225	330
固定资产	321	657	775	943	1,154	1,375
%总资产	8.5%	14.5%	13.1%	13.1%	12.9%	12.4%
无形资产	50	236	738	888	1,003	1,118
非流动资产	455	979	1,751	2,214	2,628	3,058
%总资产	12.0%	21.6%	29.6%	30.7%	29.4%	27.5%
<b>资产总计</b>	<b>3,787</b>	<b>4,539</b>	<b>5,906</b>	<b>7,221</b>	<b>8,935</b>	<b>11,105</b>
短期借款	252	459	935	1,282	1,293	1,120
应付款项	417	702	927	912	1,146	1,464
其他流动负债	76	104	239	213	276	354
流动负债	745	1,264	2,101	2,406	2,715	2,937
长期贷款	15	0	0	0	0	0
其他长期负债	86	93	184	174	151	145
负债	846	1,358	2,286	2,579	2,866	3,082
<b>普通股股东权益</b>	<b>2,942</b>	<b>3,181</b>	<b>3,621</b>	<b>4,642</b>	<b>6,068</b>	<b>8,022</b>
其中：股本	109	110	109	109	109	109
未分配利润	874	1,141	1,577	2,598	4,025	5,979
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
<b>负债股东权益合计</b>	<b>3,787</b>	<b>4,539</b>	<b>5,906</b>	<b>7,221</b>	<b>8,935</b>	<b>11,105</b>

**比率分析**

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>每股指标</b>						
每股收益	2.565	3.930	7.486	10.868	14.580	19.418
每股净资产	26.907	28.983	33.201	42.568	55.648	73.566
每股经营现金净流	1.616	1.936	6.913	11.366	11.550	15.566
每股股利	1.500	2.500	1.500	1.500	1.500	1.500
<b>回报率</b>						
净资产收益率	9.53%	13.56%	22.55%	25.53%	26.20%	26.40%
总资产收益率	7.41%	9.50%	13.82%	16.41%	17.79%	19.07%
投入资本收益率	7.83%	10.60%	18.57%	20.00%	20.98%	22.67%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	21.44%	38.82%	32.41%	35.23%	25.28%	29.17%
EBIT 增长率	27.57%	52.19%	115.01%	42.84%	30.36%	34.16%
净利润增长率	35.95%	53.76%	89.29%	45.17%	34.16%	33.19%
总资产增长率	124.06%	19.83%	30.13%	22.27%	23.73%	24.28%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	74.6	78.9	75.8	78.0	77.5	77.0
存货周转天数	196.1	181.1	230.4	185.0	185.0	185.0
应付账款周转天数	90.3	87.0	105.0	90.0	92.0	93.0
固定资产周转天数	53.9	69.8	67.5	59.4	56.7	51.6
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-56.81%	-33.70%	-12.15%	-20.71%	-24.53%	-30.31%
EBIT 利息保障倍数	-6.6	-8.4	48.2	84.1	-50.6	-68.0
资产负债率	22.33%	29.92%	38.70%	35.72%	32.08%	27.76%

来源：公司年报、国金证券研究所


**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	9	11	12	26
增持	0	4	4	4	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
<b>评分</b>	<b>0.00</b>	<b>1.31</b>	<b>1.27</b>	<b>1.25</b>	<b>1.00</b>

来源：聚源数据

**市场中相关报告评级比率分析说明：**

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
 3.01~4.0=减持

**投资评级的说明：**

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号 紫竹国际大厦5楼	地址：北京市东城区建国内大街26号 新闻大厦8层南侧	地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心 18楼1806



【小程序】  
国金证券研究服务



【公众号】  
国金证券研究