

涛涛车业 (301345.SZ)

2026 年 04 月 12 日

投资评级：买入（维持）

量化角度看美国场外高尔夫球车（LSEV）：需求从佛州向中部等地区蔓延，贸易壁垒下看好公司份额提升

——公司深度报告

吕明（分析师）

林文隆（分析师）

lvming@kysec.cn

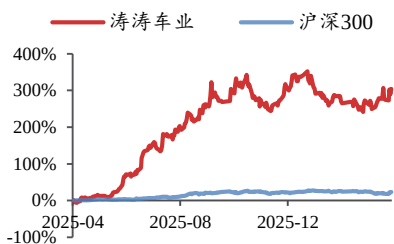
linwenlong@kysec.cn

证书编号：S0790520030002

证书编号：S0790524070004

日期	2026/4/10
当前股价(元)	230.60
一年最高最低(元)	264.78/54.12
总市值(亿元)	251.47
流通市值(亿元)	80.78
总股本(亿股)	1.09
流通股本(亿股)	0.35
近 3 个月换手率(%)	218.47

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《2025Q4 业绩增长提速，看好 LSEV 核心基本盘高增&关注智能新品类逐步落地 ——公司信息更新报告》-2026.4.1

《2025Q3 业绩增长提速，长期关注机器人/无人驾驶等智能化领域进展 ——公司信息更新报告》-2025.10.25

《2025Q2 业绩延续高增，长期关注机器人/无人驾驶等智能化领域进展 ——公司信息更新报告》-2025.8.27

● **场外高尔夫球车（LSEV）空间及公司优势或被市场低估，维持“买入”评级**
本文主要从量化维度讨论高尔夫球车行业情况，并探讨涛涛在该行业的优势。我们测算行业年空间或达 145 万台，公司当前份额已达 TOP1 但仍有增长空间。我们认为行业前景及公司优势或被低估，考虑一季度业绩预告超预期，我们上调 2026-2028 年盈利预测，预计 2026-2028 年公司归母净利润为 12.14/16.42/21.59 亿元（原值为 11.38/15.45/20.30 亿），对应 EPS 为 11.13/15.06/19.80 元，当前股价对应 PE 分别为 20.7/15.3/11.6 倍，维持“买入”评级。

● **高尔夫球车行业空间：预计 2025 年出货 30 万台左右，稳态销量看 145 万台**
从使用场景上看，场外高尔夫球车逐步向 LSEV（低速电动车）靠拢，能够用作家庭短途出行工具。从出口以及美国经销商披露数据上看，我们预计 2025 年行业出货中枢在 30 万台左右。长期维度，高尔夫球车渗透率与当地气候条件、旅游环境以及居民消费能力相关。我们以各州 HOA 社区居民数量为基数，以气候条件/旅游环境为条件详细测算各州潜在规模。假设生命周期 4 年（考虑中产家庭及以上消费力较强），则测算全美合计稳态销量 145 万台（潜力州为佛罗里达、加州、德州、佐治亚州、亚利桑那州、纽约州、北卡罗莱纳州、伊利诺伊州等）。

● **高尔夫球车行业竞争：预计公司份额 TOP1，在多类型经销商中均有突破**
根据海外经销商门店披露库存做量化分析，结论发现：（1）EZGO、Club Car 二手车居多，新车在售库存中公司份额预计已达 TOP1。（2）具体分州来看，佛罗里达州格局分散而其他州集中度较高，但我们发现公司在年轻家族型企业、全国性传统经销商、早期 EZGO 经销商等多类经销商渠道均有突破。年轻家族型企业相对开放，例如 Boterocarts、Elite Custom 公司获得较高份额；公司在经营多年全国性经销商也有突破，例如加州 Prestige；同时也在逐步渗透 EZGO、Cushman 等本土品牌授权经销商，例如田纳西州 Mikey's Motors。后续增长抓手在于：（1）截至目前预计全美经销商门店总数超 2000 家，公司目前门店数量 500 多家，门店覆盖率还有提升空间。（2）公司在低集中度经销商中已取得较高份额，但在多品牌经营的中尾部经销商以及少品牌经营的头部经销商的份额还有待提升。

● **公司优势：产品迭代速度快以及性价比、本地化渠道积累、海外产能充足**
产品虽同质化，但我们认为双反政策以及渠道特点天然为该行业构建了很高的进入壁垒：（1）高尔夫球车绝大部分经销商开店数量在 1-2 家（占比 94%），加上现有经销商不轻易更换品牌，这使得新品牌切入球车行业前期拓展渠道周期会比较长。公司线下渠道有先发优势。（2）双反政策下海外建厂成本必要条件，而海外建厂资金体量不小，对于新进入玩家形成天然壁垒（公司三地生产基地共计投入 1 亿+美金），原有长尾企业无建厂能力或转产较慢的也将逐步出清。

● **风险提示：**高尔夫球车销售不及预期；行业竞争加剧；汇率波动风险等。

财务摘要和估值指标

指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	2,977	3,941	5,620	7,420	9,545
YOY(%)	38.8	32.4	42.6	32.0	28.6
归母净利润(百万元)	431	816	1,214	1,642	2,159
YOY(%)	53.8	89.3	48.7	35.3	31.5
毛利率(%)	35.0	41.5	42.4	43.0	43.2
净利率(%)	14.5	20.7	21.6	22.1	22.6
ROE(%)	13.6	22.5	25.1	25.8	25.7
EPS(摊薄/元)	3.95	7.49	11.13	15.06	19.80
P/E(倍)	58.3	30.8	20.7	15.3	11.6
P/B(倍)	7.9	6.9	5.2	4.0	3.0

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 核心观点	4
2、 政策角度看高尔夫球车场景迁移：场内高尔夫球车向场外 LSEV（电动低速车）演变，使用场景拓宽	5
2.1、 高尔夫球车与 LSEV：LSEV 认证要求严格但可行驶的道路范围更广，高尔夫球车认证及配置逐步向 LSEV 靠拢	5
2.2、 当前场外高尔夫球车市场体量：预计 2025 年中枢年出货量 30 万台	8
2.3、 场外高尔夫球车（LSEV）行业空间测算：以中高端社区为基数测算年销量 145 万台	9
3、 量化角度看美国场外高尔夫球车行业及渠道竞争情况	12
3.1、 美国高尔夫球车经销商情况：预计全美经销商数量超 2000 家，从早期单一品牌经营走向多品牌经营	12
3.2、 美国高尔夫球车销售区域：以佛州和德州为主，其次为南卡/北卡/亚利桑那州/俄亥俄州	13
3.3、 美国高尔夫球车竞争情况：预计公司份额 TOP1，已在部分地区经销商有突破	14
3.3.1、 整体竞争情况：新车销售中预计公司份额已达 TOP1，EZGO&Yamaha 品牌有压力	14
3.3.2、 各州竞争情况：佛罗里达州格局相对分散，其他州集中度偏高；公司在多类经销商渠道均有突破	16
3.4、 公司高尔夫球车后续增长抓手：门店覆盖率提升+经销商合作深化	18
4、 公司优势：产品迭代以及性价比、本地化渠道积累、海外产能充足	19
4.1、 优势一：产品迭代速度快并且性价比由于同行，依托于产业链的高度协同	19
4.2、 优势二：本土化及线下渠道拓展经验优于同行，高尔夫球车渠道分散对于新品来说难开拓	22
4.3、 优势三：公司海外甚至美国产能充足，贸易壁垒下将充分受益行业出清	24
4.4、 依托于海外产能以及线下渠道优势，推出 GOLABS 智能化品牌拓展智能化新品类	25
5、 盈利预测与投资建议	26
6、 风险提示	26
附：财务预测摘要	27

图表目录

图 1： LSV 可上公共道路，符合认证的球车可从 TOB 场景拓宽至 TOC 场景	5
图 2： 相较于高尔夫球车，LSEV 车辆认证要求严格但可行驶的道路范围更广	6
图 3： 洛杉矶为例，LSEV 可上城区大部分道路，若 LSEV 具备长续航甚至可达较远的山区露营地	6
图 4： 以 DENAGO Nomand XL 产品为例，配置基本达到 LSEV 车辆要求	8
图 5： 2024 年中国出口美国高尔夫球车数量 22.56 万台	8
图 6： 敏感性测算美国场外高尔夫球车年出货 25~38 万台（假设库存周期 1.4~1.6 个月）	9
图 7： 高尔夫球车存量空间与气候条件、旅游环境、中产阶级家庭数有关	10
图 8： 美国各州居住在业主协会的人口百分比情况	10
图 9： 美国各州平均温度，佛罗里达州和夏威夷州气候最适宜	11
图 10： 2024 年主要州旅游人次，纽约州/佛罗里达州/加州旅游人次居多	11
图 11： 根据各州气候条件、旅游环境进行打分，佛罗里达州得分 zuigao	11
图 12： 根据人口百分比计算各州业主协会家庭数量（假设户均人口数 3 人）	11
图 13： 根据打分情况对各州存量渗透率进行假设，预计佛罗里达渗透率最高	12
图 14： 根据存量渗透率测算各州场外高尔夫球车稳态年销量，预计佛罗里达/德州/加州年销量最高	12
图 15： 美国高尔夫球车经销商分布图，以佛罗里达州、德州等为主	12
图 16： 早期披露经营品牌的经销商中大部分经营单一品牌	13
图 17： 现阶段从 200 多家披露库存的经销商样本数据中发现大部分经销商经营五个及以上品牌	13
图 18： 美国高尔夫球车经销商在售库存各州情况，佛州/德州在售库存数量高	13
图 19： 美国高尔夫球车销售预计以佛罗里达州/德克萨斯州为主，其次为俄亥俄州/南卡罗莱纳州/北卡罗莱纳州/亚利桑	

那州	14
图 20: 按样本数据在售库存计算各品牌份额, 公司 (DENAGO+TEKO 品牌) 份额 20% 已达行业 TOP1	15
图 21: 美国各州高尔夫球车 CR3 热力图, 佛州格局相对分散但其他州集中度偏高	17
图 22: 美国各州高尔夫球车 CR3 具体数据, 佛州格局相对分散但其他州集中度偏	17
图 23: 公司在多品牌经营的中尾部经销商以及少品牌经营的头部经销商的份额还有待提升	19
图 24: 三年时间公司快速实现从 2+2、正四座、正六座、全景露营车的全产品覆盖并推出第二品牌 TEK0	20
图 25: 公司产品矩阵已较 EZGO、DACH 等品牌全并且具备更高性价比	20
图 26: 对比 EZGO, 公司产品具有更高性价比; 对比 Dach, 公司产品功能虽更少些但价格有优势	21
图 27: Textron 旗下特殊车辆营收自 2024 年以来持续下滑, 主要受高尔夫球车下滑影响	22
图 28: 2025 年 Yamaha 高尔夫球车产量较大幅度下降	22
图 29: 预计美国高尔夫球车销售渠道以经销商为主	22
图 30: 美国高尔夫球车经销商大多开店 1~2 家, 使得高尔夫球车经销商渠道分散	22
图 31: 公司仅用三年时间在美高尔夫球车经销商数量近 400 家, 2024-2025 年每年新增 100 多家门店	23
图 32: 公司在美国线下渠道拥有较深积累	24
图 33: 双反政策实施后中国出口美国高尔夫球车数量大幅度下滑	24
图 34: 公司已构建美国+泰国+越南三地生产基地, 形成“区域化生产+本地化配套”制造体系, 新进入玩家较难跟上公司海外产能布局	25
图 35: 公司旗下 GOLABS 智能化品牌机器狗产品亮相	26
表 1: 相较于高尔夫球车, LSEV 安规更加严格	7
表 2: EZGO/Cushman/Yamaha 海外品牌高尔夫球车收入下滑, 中国企业绿通科技/康迪车业自双反以来亦出现下滑 ...	15
表 3: 公司在年轻家族型企业、全国性传统经销商、早期 EZGO 经销商等多类经销商渠道均有突破	18

1、核心观点

本篇主要进一步从量化维度讨论高尔夫球车行业前景以及市场竞争情况，并探讨涛涛在该行业的优势，解答市场担忧点。

● 市场疑问之一：高尔夫球车行业景气度能够持续多久或者行业天花板情况

(1) 从使用场景上看，我们认为当前行业增长潜力可能被低估。现阶段公司所做的高尔夫球车严格意义上是 LSV（低速电动车），符合 LSV 对安全配置以及认证的各项要求，可以作为交通工具上路使用，具备路权便使得高尔夫球车使用场景得到大幅度拓宽，可用于家庭短途出行露营、购物、社交等，具备补充或替代汽车的需求。

(2) 从量化角度上看，我们预计 2025 年行业出货规模在 25~38 万台，我们认为较潜在天花板仍有几倍增长空间。

(3) 定量角度测算行业天花板，高尔夫球车渗透率与当地气候条件、旅游环境以及居民消费能力相关。我们以各州 HOA 社区居民数量为基数，以气候条件/旅游环境为条件详细测算各州潜在规模。假设生命周期 4 年（考虑中产家庭及以上消费力较强），则测算全美合计稳态销量 145 万台（潜力州为佛罗里达、加州、德州、佐治亚州、亚利桑那州、纽约州、北卡罗莱纳州、伊利诺伊州等）。

● 市场疑问之二：高尔夫球车行业在美各州情况不同，无高频可跟踪数据，各州实际竞争情况难以看清。以及涛涛增长后续增长抓手难以看清

(1) 根据海外经销商门店披露库存做量化分析，结论发现：

(a) EZGO、Club Car 二手车居多，新车在售库存中涛涛车业份额预计已达 TOP1。

(b) 具体分州来看，佛罗里达州各品牌份额相差不大之外，其他州集中度较高因为均有个别品牌占据较大份额，主要系各州有较强势经销商布局且经销商聚焦少量品牌，但我们发现涛涛在年轻家族型企业、全国性传统经销商、早期 EZGO 等经销商多类经销商渠道均有突破。年轻家族型企业相对开放，例如 Boterocarts、Elite Custom，涛涛车业和大驰车业（Dach）均获得较高份额；涛涛在经营多年全国性经销商也有突破，例如加州 Prestige；同时涛涛车业也在逐步渗透 EZGO、Cushman 等本土品牌授权经销商，例如田纳西州 Mikey's Motors。

(2) 涛涛后续增长抓手：

(a) 门店覆盖率：预计全美经销商门店总数超 2000 家，公司目前门店数量 500 多家，门店覆盖率还有提升空间。

(b) 头部经销商中涛涛在低集中度经销商中已取得较高份额，但在中等以及高集中度特别是高集中度经销商中份额较低（部分仍仅经营 EZGO/Club Car/ICON 等传统品牌）；中尾部经销商中涛涛在集中度较高的经销商中份额较高（这类经销商经营品牌较少，涛涛渗透得较好）；但多品牌经营的中尾部经销商中各品牌份额均较低&格局分散，这类中尾部经销商是渗透重点。

● 市场担忧点：高尔夫球车产品同质化，产品壁垒不高，市场担心公司长期竞争优势不明显

高尔夫球车虽同质化，但我们认为双反政策以及渠道特点天然为该行业构建了很高的进入壁垒：

(1) 高尔夫球车以线下分散的经销商渠道为主，绝大部分经销商开店数量在 1~2 家（占比 94%），加上现有经销商不轻易更换品牌，新品牌切入球车行业前期拓展渠道周期会比较长。涛涛董事长的留美背景加上早期在美国渠道的积累都为高尔夫球车品类渠道拓展打下坚实基础。

(2) 双反政策下海外建厂成本必要条件，而海外建厂资金体量不小，对于新进入玩家形成天然壁垒（涛涛三地生产基地共计投入 1 亿+美金），原有长尾企业无建厂能力或转产较慢的也将逐步出清。公司是少数有美国生产基地且产能爬坡顺利的企业，我们预计将充分受益后续行业出清。

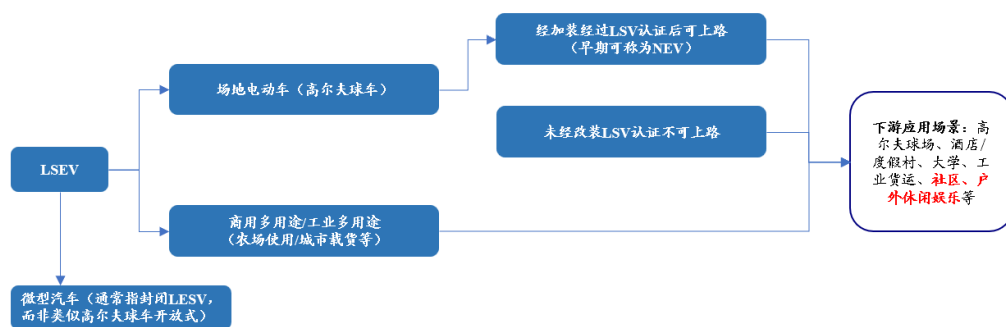
2、政策角度看高尔夫球车场景迁移：场内高尔夫球车向场外

LSEV（电动低速车）演变，使用场景拓宽

2.1、高尔夫球车与 LSEV：LSEV 认证要求严格但可行驶的道路范围更广，高尔夫球车认证及配置逐步向 LSEV 靠拢

LSEV（电动低速车）在美区域泛指速度 20mph~25mph、车重≤3000 磅、符合 NHTSA 标准等可上公共道路的低速四轮车，面向 TOB 和 TOC 市场。根据美国联邦法律，传统球车限速 20mph，若超过 20mph 则被视为机动车辆，是否可上公共道路需看当地法律和认证。LSEV 的商用场景主要为高尔夫球场、酒店/度假村、大学、工业区等，TOC 场景主要为社区、户外休闲娱乐等。

图1：LSV 可上公共道路，符合认证的球车可从 TOB 场景拓宽至 TOC 场景



资料来源：绿通科技公司公告、Golf Cart Resource、Electrek、开源证券研究所

● 球车上路限制更多，LSEV 认证要求严格但可行驶的道路范围更广

(1) 高尔夫球车：目前美国大部分州（堪萨斯州、加州、田纳西州等）允许高尔夫球车上公共道路，部分州不允许上公共道路（夏威夷州、华盛顿州）或未明确禁止上公共道路（俄勒冈州、纽约州、爱达荷州等）。高尔夫球车上路受到限制较多，是否上路由地方授权因此法规相对模糊且不确定性多，例如：（1）阿肯色州等不允许在县级道路上行驶；（2）密苏里州等不允许在十字路口穿越高速公路；（3）部分州夜间不能行驶高尔夫球车等。

(2) LSEV（电动低速车）：法规背书能够在任何限速 35 英里及以下的公共道

路上行驶。美国超 50%道路时速 $\leq 35\text{mph}$ 。洛杉矶为例，除高速公路外，LSEV 基本可以行驶至城区医院、公园、学校甚至海滩、户外露营地等。

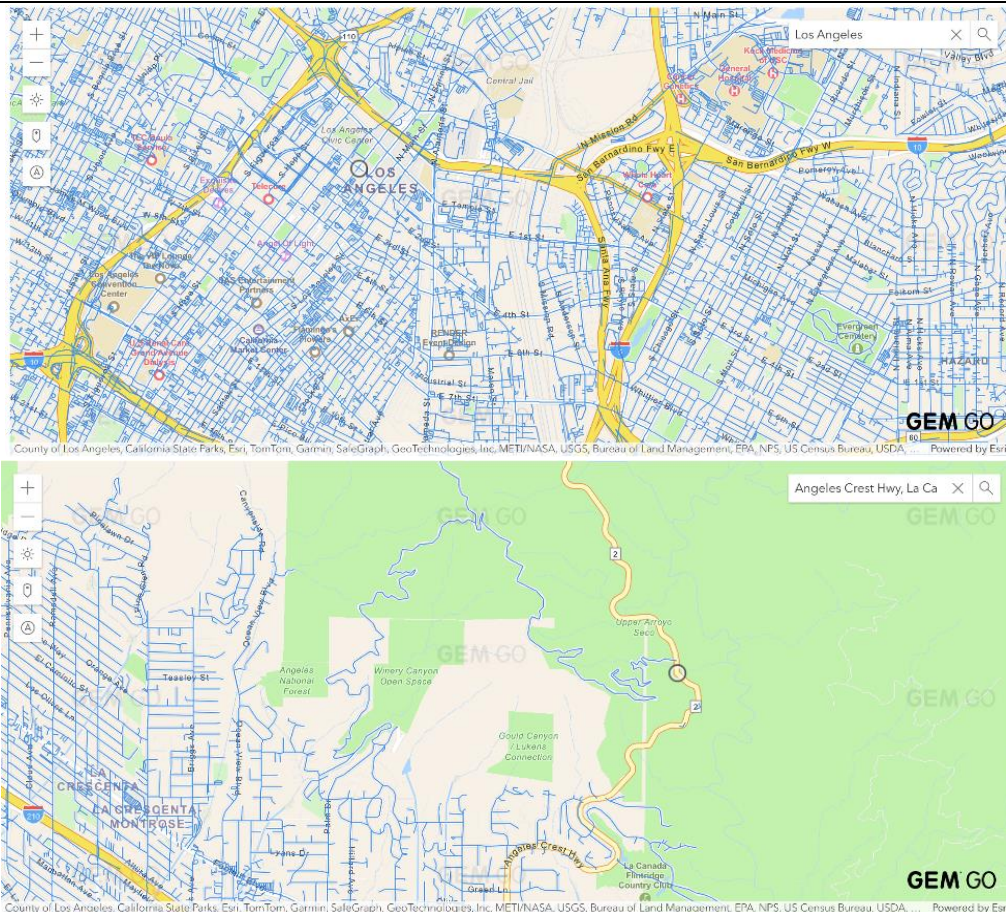
图2：相较于高尔夫球车，LSEV 车辆认证要求严格但可行驶的道路范围更广

高尔夫球车/LSV车道限制		州级行政区
高尔夫球车	经当地政府授权批准后可上路，但需配备足够安全装置或需要取得许可证等。部分州禁止在联邦或州高速公路行驶	堪萨斯州、加州、田纳西州、德州、宾夕法尼亚州、佛罗里达州、肯塔基州等大部分州
	未明确表示禁止在公共道路上行驶（或限定区域行驶）	俄勒冈州、纽约州、爱达荷州、科罗拉多州、亚利桑那州、内达华州、内布拉斯加州、北达科塔州、路易斯安那州、卡罗来纳州
	不允许公共道路上行驶	夏威夷州、华盛顿州
LSV	LSV车型符合VIN码、时速20~25mph、重量小于3000磅、通过FMVSS认证等信息后可在仍和限速 $\leq 35\text{mph}$ 的公共道路上行驶	

注：美国联邦法律规定，高尔夫球车时速不应超过20mph。时速若超过20mph则被视为机动车辆。20mph~25mph视为低速车，要求低速车辆配备前照灯、刹车灯、转向信号灯、尾灯、反射镜、驻车制动器、后视镜、挡风玻璃、安全带和车辆识别号

资料来源：Golf Cart Resource、开源证券研究所

图3：洛杉矶为例，LSEV 可上城区大部分道路，若 LSEV 具备长续航甚至可达较远的山区露营地



资料来源：GEM 官网

LSEV 认证要求比传统球车更加严格但较传统汽车相对简单：（1）车辆总重量低于 3000 磅（1400 公斤）；（2）时速 20~25 英里/小时（32~40 公里/小时）；（3）必须配置：符合要求的挡风玻璃/安全带/轮胎（安全带/挡风玻璃通过 DOT/FMVSS 标准，由已在 DOT 注册的供应商生产）、喇叭、倒车摄像头、美国 VIN（车辆识别号）、

前照灯（大灯）、前后转向信号灯、尾灯、刹车灯、后视镜、驻车制动器、反光镜、里程表、车速表；（4）需要进行 DMV 注册和保险；（5）驾驶员需有驾驶执照。虽然 LSEV 认证较传统球车更加严格，但相较于传统汽车安规认证更加简单。

表1：相较于高尔夫球车，LSEV 安规更加严格

	LSEV	高尔夫球车
主要用途	用于道路驾驶	用于高尔夫球场驾驶（部分州地区允许后可上路）
载客量	2-6 人	2-4 人
相关法律	在美国大多数州可合法上路，司机必须有驾驶执照	绝大部分情况下不需要驾照，部分地区允许后可上公共道路
安全标准	符合 NHTSA 标准，必须配置安全带、大灯、尾灯、反光板、转向灯、车速表、后视镜、喇叭、挡泥板、挡风玻璃等	可选装安全带、转向灯、大灯
车速	≤25mph/h	≤20mph/h

资料来源：GEM 官网、开源证券研究所

- 随着中国企业入局高尔夫球车行业，当前场外用高尔夫球车配置已基本向 LSEV 车辆靠拢并且能够通过 LSEV 认证正常上路，因此逐步成为家庭短途出行交通工具。以 DENAGO Nomand XL 为例：

（1）时速 25 英里/小时，符合 LSEV 要求

（2）配备 LED 大灯、转向灯、安全带、液压制动系统、尾灯、挡风玻璃、后视镜、刹车灯、倒车摄像头、显示触控屏（里程表和车速表）、喇叭。符合 LSEV 对车辆配置的要求

（3）经销商会提供 LSEV 认证所需要的安全和注册资料（例如 VIN 码等）；消费者可对购买车辆进行备案登记上牌。

图4：以 DENAGO Nomand XL 产品为例，配置基本达到 LSEV 车辆要求

选装与配件			
✓ 平板床	✓ 后安全把手	✓ LED灯条	✓ USB充电口
✓ 重型电磁阀	✓ 远光灯	✓ 倒车摄像头	✓ 地毯套装
✓ 尾灯	✓ 最高时速25英里/小时	✓ 无过载	✓ 行灯
✓ 前刷护罩	✓ 后卫杯赛持有人	✓ 扩展顶	✓ 免维护锂电池
✓ 48V 6.3KW 交流电机	✓ 中央镜	✓ 互动式冲刺	✓ 地垫
✓ 后座下储物	✓ 街头准备	✓ 400安培交流控制器	✓ 豪华方向盘
✓ 危险信号灯	✓ Apple CarPlay 和 Android Auto	✓ 蓝牙	✓ 电池指示器
✓ 独立悬挂	✓ 大灯	✓ 替补蜂鸣器	✓ 议长
✓ 芬达喇叭片	✓ 刹车灯	✓ 车载充电器	✓ 倾斜转向柱
✓ 充电指示器	✓ 全轮液压盘式刹车	✓ 可锁手套箱	✓ 10.1英寸触摸屏显示
✓ 号角	✓ 里程表	✓ 包括充电器	✓ 包含充电线
✓ EM电机制动器	✓ 带转向灯的后视镜	✓ 钥匙卡	✓ 货箱
✓ 后向座椅套件	✓ 速度表	✓ 14英寸铝合金轮毂	✓ 充电时间 4-5小时
✓ 前可锁后备箱	✓ 通风折叠挡风玻璃	✓ 仪表盘	✓ 缆车套件
✓ 安全带	✓ 转向灯		

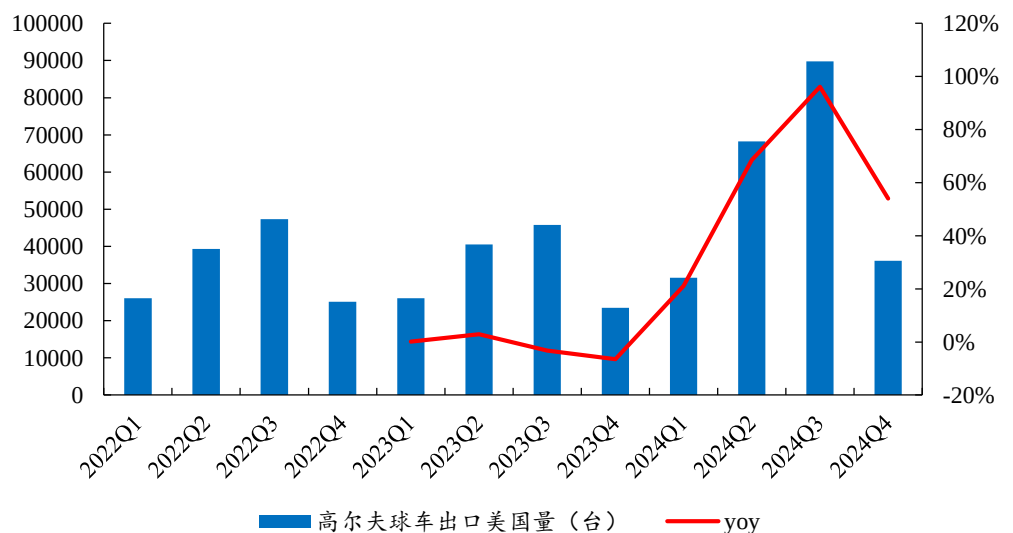
资料来源：Golf Cart Resource

2.2、当前场外高尔夫球车市场体量：预计 2025 年中枢年出货量 30 万台

(1) 从中国企业出口数据看铺货规模：2024 年中国出口美国高尔夫球车数量 22.56 万台，福建省/浙江省/广东省分别出口 11.7/5.0/3.0 万台，主要为场外高尔夫球车。综合考虑 2025 年涛涛车业翻倍以上增长、戴尔乐（福建企业）下滑、永利新能源等新玩家入局等因素，预计 2025 年中国企业出口至美国量 25 万台左右。

(2) 从美国经销商库存数据反推销售/出货规模：美国在营经销商门店或超 2000 家，样本 200 多家门店在售库存车 1.2 万台左右（新车+老车），做敏感性分析若贡献比例 30~40%，库存周期 1.4~1.6 个月，则终端年销量 22~34 万台；从年出货角度看预计 25~38 万台。

图5：2024 年中国出口美国高尔夫球车数量 22.56 万台



数据来源：海关总署、开源证券研究所

图6：敏感性测算美国场外高尔夫球车年出货 25~38 万台（假设库存周期 1.4~1.6 个月）

终端年销量（台）		库存周期			
		1.4	1.6	1.8	2
样本经销商贡献比例	30%	33.5	29.3	26.1	23.5
	40%	25.2	22.0	19.6	17.6
	50%	20.1	17.6	15.7	14.1
	60%	16.8	14.7	13.0	11.7

年出货量（台）		库存周期			
		1.4	1.6	1.8	2
样本经销商贡献比例	30%	37.5	33.3	30.0	27.4
	40%	28.1	24.9	22.5	20.5
	50%	22.5	20.0	18.0	16.4
	60%	18.7	16.6	15.0	13.7

数据来源：Golf Cart Resource、开源证券研究所

2.3、场外高尔夫球车（LSEV）行业空间测算：以中高端社区为基数测算年销量 145 万台

● 高尔夫球车渗透率提升与气候条件、居民经济条件、旅游环境相关

（1）**气候条件**：高尔夫球车电驱动为主，寒冷地区对产品续航影响较大，因此预计高尔夫球车在温度适宜地区渗透率会更高。

（2）**旅游环境**：场外高尔夫球车使用场景一般为家庭或朋友短途出行休闲露营等，因此在旅游环境较好的州更受欢迎，例如佛罗里达州。

（3）**居民经济条件**：高尔夫球车单价 1 万美金+，定价较高，对于家庭经济条件有一定要求。

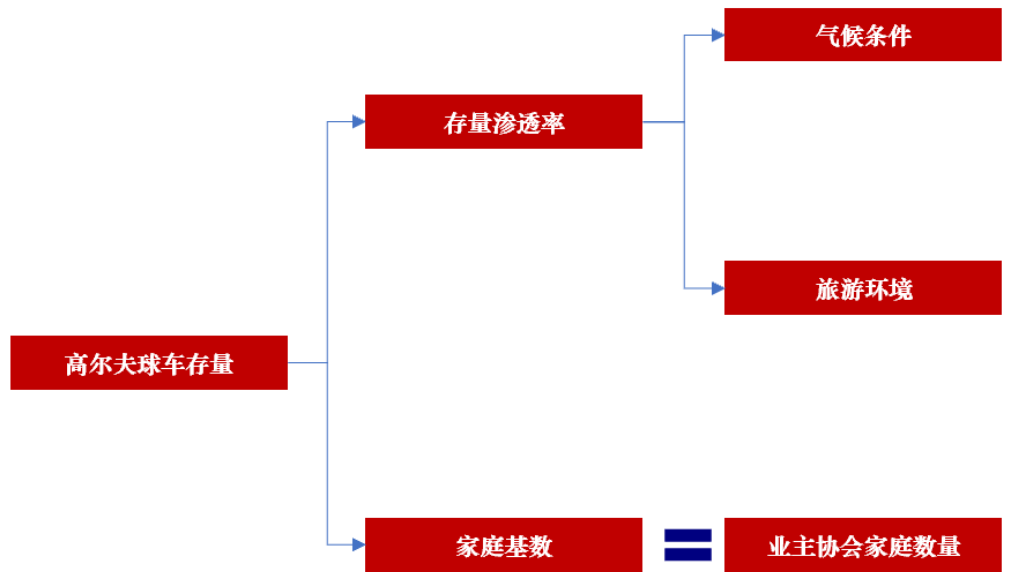
● 基于上述因素，我们测算流程如下：

（1）基数为居住在业主协会家庭数量，业主协会社区中产及以上家庭占比相对较高。

（2）根据气候条件、旅游人次对各州进行打分。分数 5 至 0 分别代表气候条件由好至坏，以及旅游人次由高到地。

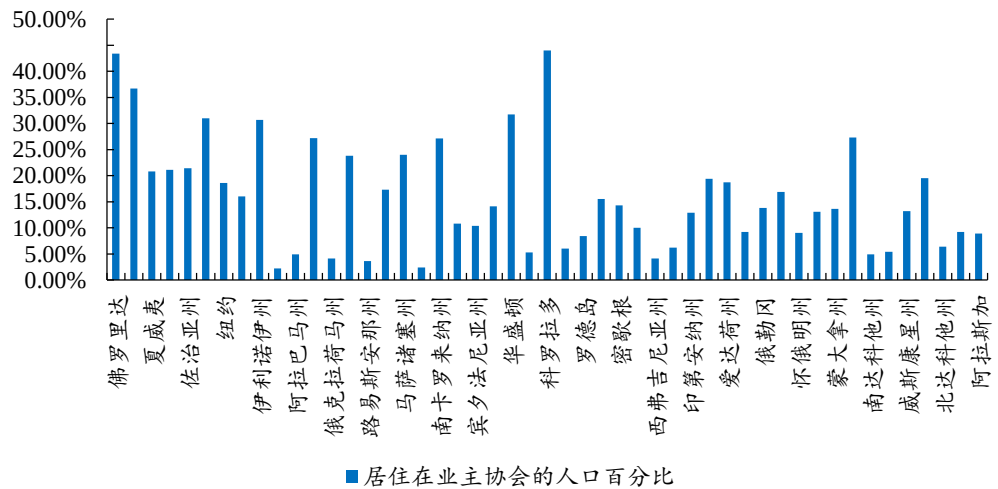
（3）根据气候条件、旅游人次打分情况对各州高尔夫球车存量渗透率进行假设，从而得到存量以及稳态销量。渗透率由高到低分别设 50%、40%、30%、20%、10%、5%、2%、1%、0%共 9 档。

图7：高尔夫球车存量空间与气候条件、旅游环境、中产阶级家庭数有关



资料来源：开源证券研究所

图8：美国各州居住在业主协会的人口百分比情况

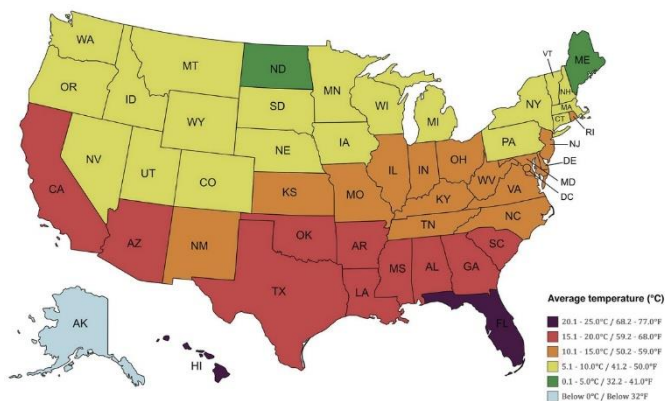


数据来源：Rubyhome、开源证券研究所

气候条件：根据年平均温度分为 5 档，对应 5~0 分。从图中可以看到夏威夷州、佛罗里达州气候相对适宜，德州、加州等南部地区气候较北部地区更适合电动高尔夫球车出行。这也是涛涛车业目前以佛州、德州、加州等地区为主的原因之一。

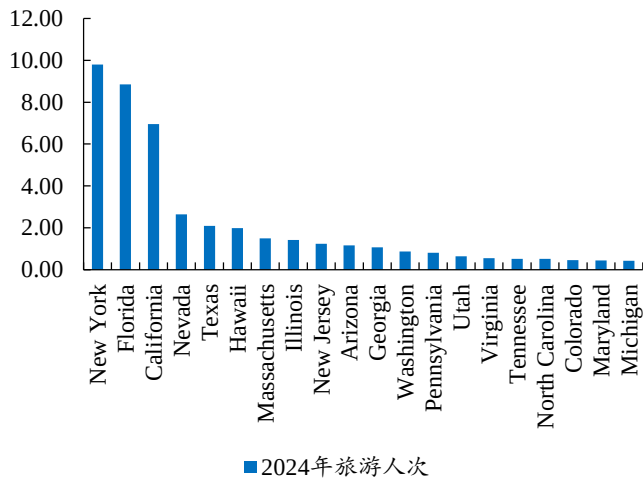
旅游环境：根据 2024 年旅游人次划分为 4 档，对应 4~1 分。从图中可以看到纽约州、佛罗里达州、加州旅游人次要远高于其他州。气候+旅游条件好双重刺激下佛州为当前高尔夫球车主要市场。

图9：美国各州平均温度，佛罗里达州和夏威夷州气候最适宜



资料来源：vividmaps

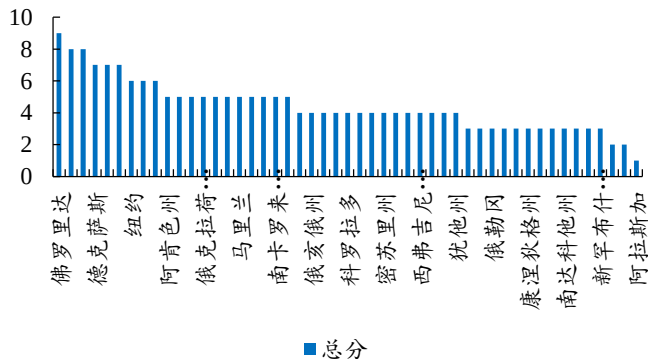
图10：2024 年主要州旅游人次，纽约州/佛罗里达州/加州旅游人次居多



数据来源：Statista、开源证券研究所

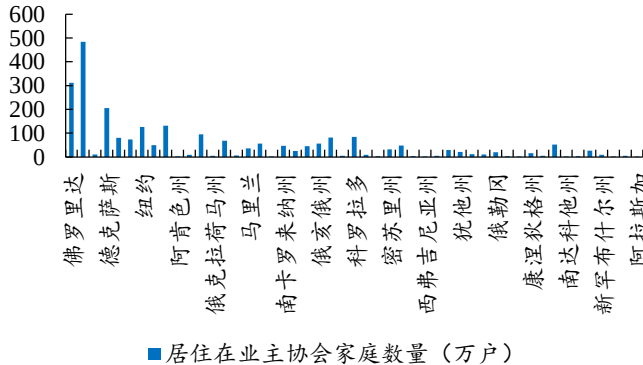
假设生命周期 4 年（考虑中产家庭及以上消费力较强），则测算全美合计稳态销量 145 万台。若渗透至大众家庭，则可能做到的规模更大。

图11：根据各州气候条件、旅游环境进行打分，佛罗里达州得分 zuigao



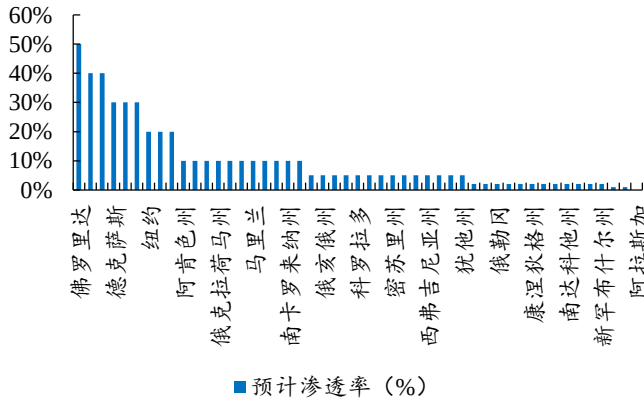
数据来源：Statista、Golf Cart Resource、开源证券研究所

图12：根据人口百分比计算各州业主协会家庭数量（假设户均人口数 3 人）



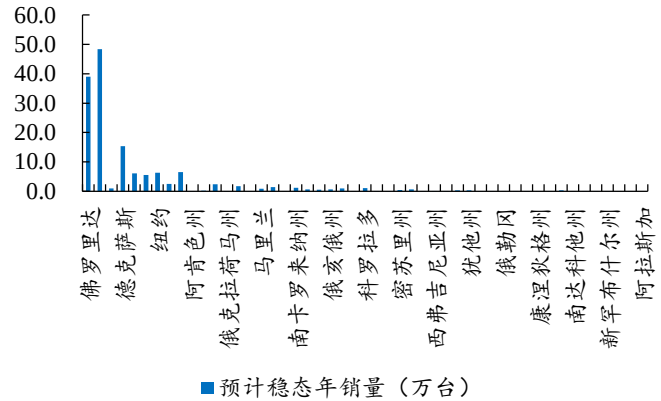
数据来源：Rubyhome、开源证券研究所

图13：根据打分情况对各州存量渗透率进行假设，预计佛罗里达渗透率最高



数据来源：Statista、Golf Cart Resource、vividmaps、开源证券研究所

图14：根据存量渗透率测算各州场外高尔夫球车稳态年销量，预计佛罗里达/德州/加州年销量最高



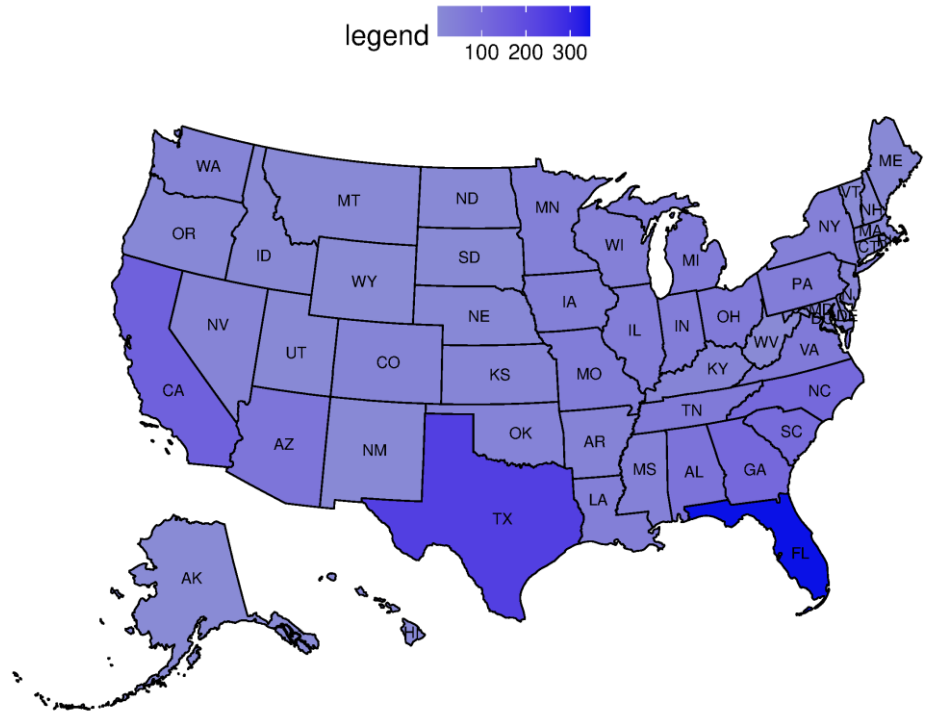
数据来源：Statista、Golf Cart Resource、vividmaps、Rubyhome、开源证券研究所

3、量化角度看美国场外高尔夫球车行业及渠道竞争情况

3.1、美国高尔夫球车经销商情况：预计全美经销商数量超 2000 家，从早期单一品牌经营走向多品牌经营

根据 Golf Cart Resource 披露，预计美国高尔夫球车合计经销商门店超 2000 家，以佛罗里达州、德州、加州、佐治亚州、南卡罗来纳州、北卡罗来纳州为主。

图15：美国高尔夫球车经销商分布图，以佛罗里达州、德州等为主



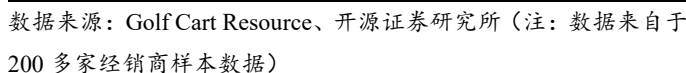
资料来源：Golf Cart Resource、bioinformatics、开源证券研究所

早期行业以经营少数品牌的经销商为主，例如单一经营 EZGO、Club Car。但渠
请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

图16: 早期披露经营品牌的经销商中大部分经营单一品牌



图17：现阶段从 200 多家披露库存的经销商样本数据中发现大部分经销商经营五个及以上品牌



根据 Golf Cart Resource，选取 253 家主流经销商门店披露的在售库存作为样本数据（整体 2143 家经销商门店），合计在售库存数量为 1.2 万台。以样本数据在售库存数量计算，佛州/德州在售库存占比分别达 22%/16%，其余地区库存占比均在 10% 以内。

图18: 美国高尔夫球车经销商在售库存各州情况, 佛州/德州在售库存数量高

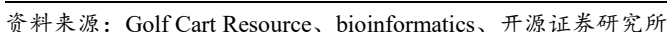
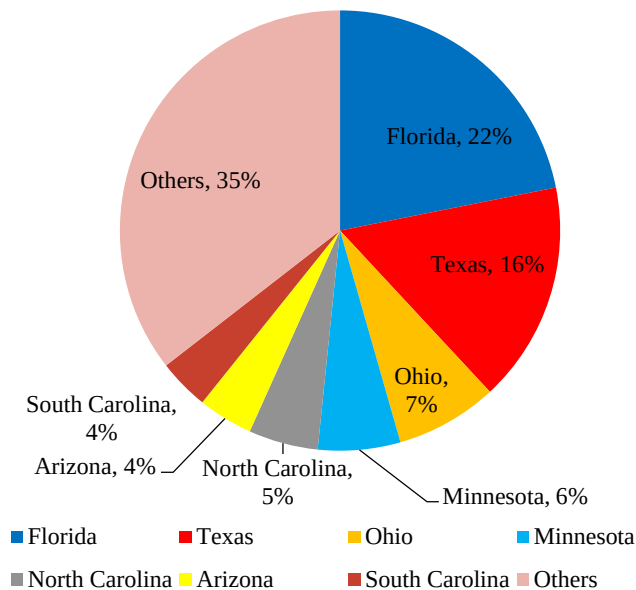


图19：美国高尔夫球车销售预计以佛罗里达州/德克萨斯州为主，其次为俄亥俄州/南卡罗莱纳州/北卡罗莱纳州/亚利桑那州



数据来源：Golf Cart Resource、开源证券研究所（注：数据来自于 200 多家经销商样本数据）

3.3、美国高尔夫球车竞争情况：预计公司份额 TOP1，已在部分地区经销商有突破

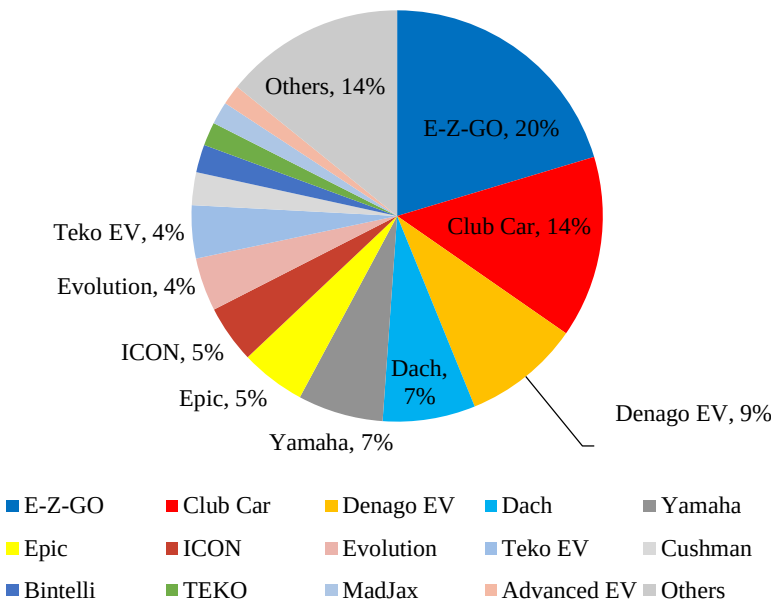
3.3.1、整体竞争情况：新车销售中预计公司份额已达 TOP1，EZGO&Yamaha 品牌有压力

- 整体维度：EZGO、Club Car 二手车居多，新车在售库存中涛涛车业份额预计已达 TOP1

（1）新车+二手车：EZGO、Club Car、DENAGO 份额分别 20%/14%/9%，分列前三。

（2）新车：DENAGO+TEKO 合计份额 20%，超 EZGO/Club Car 份额。 EZGO、Club Car 有较多老车型在售（例如场内高尔夫球车改装后二次销售），其中 EZGO/Club Car 二手车占比分别达到 46%/52%。但从格局上看，行业整体仍比较分散（CR5 仅 52%），主要系各品牌均有自己优势的销售地区+行业经销商本身比较分散。

图20：按样本数据在售库存计算各品牌份额，公司（DENAGO+TEKO 品牌）份额20%已达行业 TOP1



数据来源：Golf Cart Resource、开源证券研究所（注：数据来自于 200 多家经销商样本数据）

- 主流品牌情况：海外本土品牌或持续下滑，中国品牌戴尔乐、绿通等亦呈现下滑态势

（1）海外本土品牌：以 EZGO/Cushman/Yamaha/Club Car/ICON/Epic/Evolution 等为主。从财报表现上看，EZGO/Cushman 所属业务部门收入自 2024 年以来持续下滑，Yamaha2025 年显著下滑。

（2）中国品牌：除涛涛外主要为 Dach、Kandi、HDK、绿通。其中康迪、戴尔乐、绿通自双反以来持续下滑，猴戏海外产能建设较慢所致。Dach 作为新进入玩家预计保持增长态势。

表2：EZGO/Cushman/雅马哈品牌高尔夫球车收入下滑，中国企业绿通科技/康迪车业自双反以来亦出现下滑

高尔夫球车/LSEV 品牌	企业简介	规模
E-Z-GO/Cushman（Textron 旗下品牌）	成立于 1954 年，美国最早致力于高尔夫球车及其它多用途车辆研发及生产的企业	2023/2024/2025 所属业务部门收入 19/16/13 亿美金，2024-2025 年持续下滑
Yamaha	雅马哈于 1975 年开始生产高尔夫球车	2023/2024/2025 高尔夫球车产量分别 7.0/7.2/5.2 万台，2025 年下滑 28%
Club Car	创立于 1958 年，2021 年被美国铂金资本收购，主营个人、商用及高尔夫多功能车辆	2010 年第 200 万辆高尔夫球车下线，至今累计出货 500 万辆+
GEM	成立于 1998 年，生产首款 NEV，2021 年被 Waev 收购，全球 LSEV 领域领导者	2000 年产量超 45000 辆
ICON/Epic	成立于 2017 年，提供街头合法上路高尔夫球车。Epic 为 ICON 和经销商共同创立的高端高尔夫球车品牌	/
Dach（山东永利新能源旗下）	成立于 2017 年，位于山东日照，专注于高尔夫球车	2024 年拟投资 4.5 亿元更新产线，达产后可实现年产 10 万辆

高尔夫球车/LSEV 品牌	企业简介	规模
	夫球车研发生产和销售	万台高尔夫球车。
康迪车业	成立于 2003 年，生产微型专用车、高尔夫球车、全地形车等	2023/2024/2025H1 收入分别 8.8/9.2/2.6 亿元，2025H1 下滑 39%。2025 年 5 月美国产首台球车下线
戴尔乐/HDK 电动车	成立于 2007 年，美国 HDK 电动车设立在中国的生产基地，美国 HDK 拥有四大系列 200 多个品种的新能源特种车、高尔夫球车、电动观光车、微型电动车。欧盟和美国均取得上路证	全球累计销量 40 万+，早期年产能 50000 辆左右，大部分在美国销售。预计 2025 年出货下滑
绿通	广东绿通新能源电动车科技股份有限公司成立于 2004 年，主营场地电动车	2022/2023/2024 年产量分别 5.8/3.3/2.5 万台，2025 年对美收入下降 80%，双反以来持续下滑
领鹿	敏实集团旗下公司，主营高尔夫球车、观光车、工具车、PTV 四大产品系列	年产能 50000 辆+
益高	成立于 1998 年，主要从事非公路用四轮电动车的开发及生产，包括观光游览车、高尔夫球车、电动货车等	年产能 30000 辆+

资料来源：各公司公众号、彭博、康迪车业公司公告、开源证券研究所

3.3.2、各州竞争情况：佛罗里达州格局相对分散，其他州集中度偏高；公司在多类经销商渠道均有突破

(1)佛罗里达州:ICON 在售新车库存份额最高达 15%,EZGO/DENAGO/TEKO 份额相近，Dach/Club Car 份额相对较低。

(2)德州:Dach 在售新车库存份额最高达 23%, Club Car/Epic/DENAGO/TEKO 份额相近，EZGO 份额相对较低。

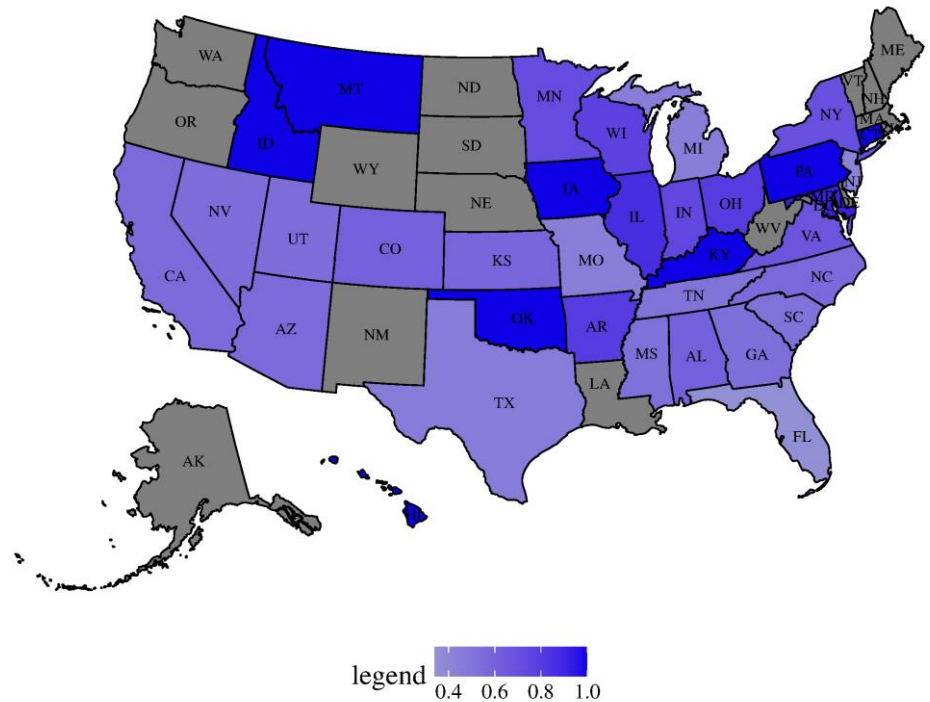
(3)俄亥俄州: EZGO 占据绝大部分份额达 60%，其次为 Binteli/Cushman，其余品牌份额低。

(4)北卡罗来纳州: Club Car 在售新车库存份额最高达 33%，其次为 Dach/TEKO 份额相近，其他品牌份额较低。

(5)亚利桑那州:Evolution 在售新车库存份额最高达 25%，其次为 TEKO/Dach，其他品牌份额较低。

(6)南卡罗莱纳州: DENAGO 在售新车库存份额最高达 24%，其次为 Epic，其他品牌份额较低。

图21: 美国各州高尔夫球车 CR3 热力图, 佛州格局相对分散但其他州集中度偏高



资料来源: Golf Cart Resource、bioinformatics、开源证券研究所 (注: 数据来自于 200 多家经销商样本数据)

图22: 美国各州高尔夫球车 CR3 具体数据, 佛州格局相对分散但其他州集中度偏

所属洲	CR3	TOP1	TOP2	TOP3
整体	36%	14%	12%	10%
Florida	34%	15%	11%	9%
Texas	46%	23%	12%	11%
Ohio	80%	60%	12%	8%
North Carolina	56%	33%	13%	10%
Arizona	55%	25%	18%	12%
South Carolina	51%	24%	18%	8%
Georgia	53%	23%	16%	14%
Tennessee	51%	33%	9%	8%
Alabama	61%	25%	23%	13%
California	55%	32%	12%	11%
Utah	54%	22%	16%	16%
Nevada	54%	20%	18%	16%
New York	70%	48%	12%	9%
Indiana	74%	40%	21%	13%
Kentucky	100%	70%	21%	10%
Michigan	45%	21%	13%	10%
Arkansas	80%	57%	20%	3%
Minnesota	72%	45%	16%	11%
Illinois	87%	60%	17%	9%
New Jersey	42%	24%	15%	3%
Virginia	67%	30%	21%	16%
Missouri	44%	16%	15%	12%
Mississippi	52%	20%	17%	15%

数据来源: Golf Cart Resource、开源证券研究所 (注: 数据来自于 200 多家经销商样本数据)

- 其他州 CR3 较高主要系有较强势经销商布局且经销商聚焦少量品牌，涛涛在部分地区有突破

(1) EZGO：部分地区有官方授权经销商（多为地区性经销商），例如俄亥俄州份额近乎垄断/加州两大地区性经销商以 EZGO 为主；但仍可看到少量其他品牌进驻例如 Cushman。

(2) 涛涛车业：在年轻家族型企业、全国性传统经销商、早期 EZGO 等经销商多类经销商渠道均有突破。年轻家族型企业相对开放，例如 Boterocarts、Elite Custom，涛涛车业和大驰车业（Dach）均获得较高份额；涛涛车业在经营多年全国性经销商也有突破，例如加州 Prestige；同时涛涛车业也在逐步渗透 EZGO、Cushman 等本土品牌授权经销商，例如田纳西州 Mikey's Motors。

表3：公司在年轻家族型企业、全国性传统经销商、早期 EZGO 经销商等多类经销商渠道均有突破

州	经销商名	经销商在所在州新 车库存份额	经销商概况
TEAX	Long Star	36%	德州高尔夫球车经销商，提供销售、租赁等业务；德州拥有 9 家门店、佛州拥有 5 家门店，加州拥有 2 家门店；以 Dach、Epic 品牌为主
ohio	Lake Erie	30%	俄亥俄州 EZGO 官方经销商，品牌以 Cushman、EZGO、Yamaha 为主
	Willandale	28%	俄亥俄州经销商，品牌以 Cushman、EZGO、Yamaha 为主
	Moke	20%	Moke America 在俄亥俄州独家经销商，Moke 和 Bintelli 品牌为主
North Carolina	boterocarts	39%	家族型企业，全国性经营 2019 年开业，以 Dach、TEKO 为主
	Brads Golf Cars	22%	家族型企业 1992 年成立，以 Club Car 品牌为主，少量 Dach/Yamaha
Arizona	boterocarts	35%	家族型企业，全国性经营 2019 年开业，以 Dach、TEKO 为主
	aztoybrokers	39%	地区性经销商，以 Evolution 为主，少量 Dach/Tara
South Carolina	Elite Custom	34%	地区性经销商 2018 年成立，以 DENAGO、Epic 为主，少量 ICON/Evolution
	Surfside Beach	17%	地区性经销商，多为杂牌
	Elevate	15%	地区性经销商，经营品牌较多
California	Electrick Motorsports	26%	地区性经销商，以 EZGO 为主，少量 Epic/TEKO
	Prestige	22%	全国性经销商 30 多年老店，以 DENAGO/EZGO 为主，少量 Epic 等
	Golf Carts and More, Inc	19%	地区性经销商，EZGO/Cushman/Evolution 的授权经销商
Tennessee	Street Legal Golf Carts	40%	地区性经销商，家族型企业，Advanced EV/Club Car/DENAGO 为主
	Mikey's Motors	29%	地区性经销商，服务于 Cushman、E-Z-GO、Evolution，但 DENGAO 逐步切入

资料来源：Golf Cart Resource、各经销商官网、开源证券研究所

3.4、公司高尔夫球车后续增长抓手：门店覆盖率提升+经销商合作深化

(1) 门店覆盖率：预计全美经销商门店总数超 2000 家，公司目前门店数量 500 家左右，门店覆盖率还有提升空间。

(2) 经销商合作深化：多品牌经营的中尾部经销商（占样本数据 26%），少数品牌经营或者较高进入壁垒的头部经销商（占样本数据 28%），这两类经销商合作还有待深化。

(a) 将样本数据分别头部/中部/尾部经销商（分别占在售比例前 1/3、1/3~2/3、后 1/3），再分为低/中等/高集中度（TOP1 品牌商份额分别<30%、30~50%、>50%）。

(b) **结论：头部经销商中涛涛在低集中度经销商中已取得较高份额，但在中等以及高集中度特别是高集中度经销商中份额较低（部分仍仅经营 EZGO/Club Car/ICON 等传统品牌）；中尾部经销商中涛涛在集中度较高的经销商中份额较高（这类经销商经营品牌较少，涛涛渗透得较好），但多品牌经营的中尾部经销商中各品牌份额均较低&格局分散，这类中尾部经销商是渗透重点。**

图23：公司在多品牌经营的中尾部经销商以及少品牌经营的头部经销商的份额还有待提升

经销商	集中度/垄断程度	经销商在售库存占比 (%)	品牌份额 (%)									
			EZGO	涛涛丰业合计	Club Car	Epic	Dach	ICON	Evolution	Bintelli	Cushman	MadJax
头部经销商	低集中度	6%	6%	30%	6%	2%	8%	4%	16%	1%	0%	3%
	中等集中度	13%	4%	17%	5%	14%	30%	3%	1%	8%	1%	4%
	高集中度	15%	33%	7%	8%	7%	18%	9%	1%		8%	0%
中部经销商	低集中度	11%	3%	12%	7%	7%	7%	2%	4%	3%	1%	0%
	中等集中度	15%	7%	34%	11%	6%	12%	3%	3%	3%	2%	0%
	高集中度	7%	27%	32%	9%	1%	3%	7%	7%	1%	2%	0%
尾部经销商	低集中度	6%	3%	2%	2%	4%	3%	3%	3%	0%	1%	0%
	中等集中度	9%	7%	12%	13%	11%	12%	8%	6%	2%	3%	0%
	高集中度	18%	24%	28%	14%	5%	5%	3%	4%	4%	2%	0%

数据来源：Golf Cart Resource、开源证券研究所（注：数据来自于 200 多家经销商样本数据）

4、公司优势：产品迭代以及性价比、本地化渠道积累、海外产能充足

4.1、优势一：产品迭代速度快并且性价比由于同行，依托于产业链的高度协同

短短三年时间公司实现从 2+2、正四座、正六座、全景露营车的迭代并推出第二品牌 TEKO：

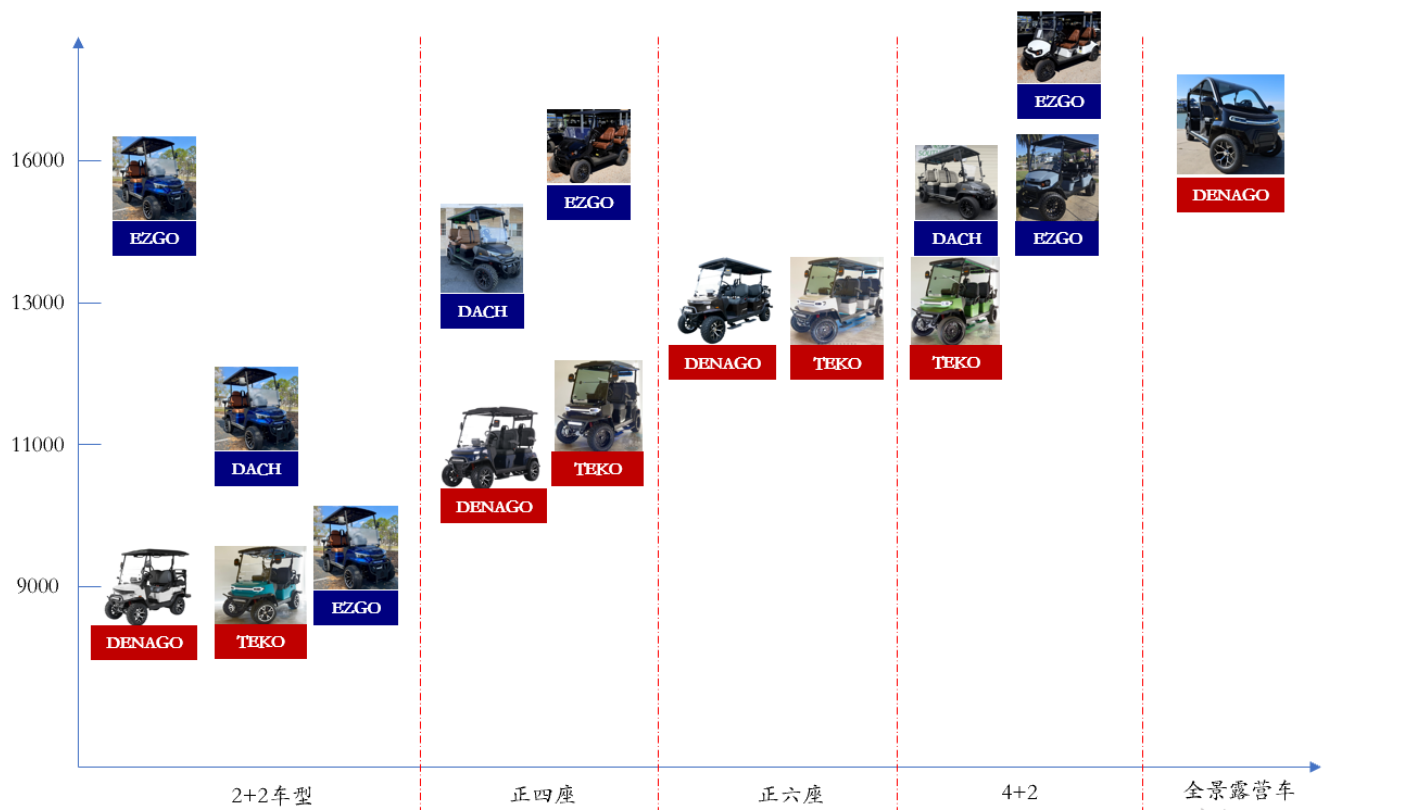
- (1) 2022H2 公司正式推出车型进入高尔夫球车行业；
- (2) 2023 年公司推出正四座车型；
- (3) 2024 年公司迭代 2+2 产品的同时推出 4+2、正六座以及全景露营车产品；
- (4) 2025 年公司推出 TEKO 第二品牌，第二品牌快速覆盖 2+2、正四座、4+2、正六座车型。

图24：三年时间公司快速实现从 2+2、正四座、正六座、全景露营车的全产品覆盖并推出第二品牌 TEKO

	2022年下半年	2023年	2024年			2025年				
	推出2+2车型	推出正四座车型	迭代2+2产品同时推出4+2、正六座及全景露营车			推出TEKO品牌，7月正式进入北美市场。快速覆盖2+2、正四座、4+2、正六座车型				
	DENAGO					TEKO				
型号	Nomad XL	Rover XL	Rover XL 6	Rover XXL	City全景露营车	Turbo	TROPHY	TROPHY PLUS	TRIUMPH	TROPHY PLUS
车型	2+2	正四座	正六座	正六座	全景露营车	2+2	正四座	4+2	正六座	4+2
定价（\$）	8490	9990	11990	11995	15495	8495	10995	11995	11995	13995
续航	5小时满电/续航40	4-5小时满电	4-5小时满电	5小时满电/续航40	最高80英里	105Ah锂电	105Ah锂电	105Ah锂电	105Ah锂电	105Ah锂电
电机功率	5kw	5kw	/	5kw	6.3kw	/	/	/	/	/
制动系统	独立悬挂、四轮液压制动	独立悬挂、四轮液压	独立悬挂、四轮液压	四轮液压制动	四轮盘式	碟刹	碟刹	碟刹	碟刹	碟刹
轮毂	14英寸	14英寸	14英寸	14英寸	/	14英寸	14英寸	14英寸	16英寸	限量版16英寸
座椅	舒适	软垫	/	豪华座椅	座椅旋转，带餐桌	豪华座椅	豪华座椅	豪华座椅	豪华座椅	豪华座椅
刹车灯和喇叭	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
转向灯	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
LED大灯	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
后视镜	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
安全带	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
USB接口	✓	✓	✓	/	✓	✓	✓	✓	✓	✓
车载充电器	✓	✓	✓	/	✓	✓	✓	✓	✓	✓
显示屏	10.1英寸触摸屏	10.1英寸触摸屏	10.1英寸触摸屏	10.1英寸触摸屏	13英寸触摸屏	10.1英寸触摸屏	10.1英寸触摸屏	10.1英寸触摸屏	10.1英寸触摸屏	10.1英寸触摸屏
音响系统	✓	✓	✓	✓	✓（升级6个扬声器系统）	✓（带LED照明）	✓（带LED照明）	✓（带LED照明）	✓（带LED照明）	✓（带LED照明）
倒车摄像头	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
冰箱/冷藏箱	×	×	×	×	×	✓	✓	✓	✓	✓
保修	整车2年，电池8年	整车2年，电池8年	整车2年，电池8年	整车2年，电池5年	整车2年，电池8年	电池8年	电池8年	电池8年	电池8年	电池8年

资料来源：Golf Cart Resource、公司公告、开源证券研究所

图25：公司产品矩阵已较 EZGO、DACH 等品牌全并且具备更高性价比



资料来源：Golf Cart Resource、开源证券研究所

对比 EZGO、DACH 和公司产品，可以发现公司产品有更高性价比：

(1) 相较于 EZGO 传统品牌，价格更低&性能更高，例如正四座产品 TEKO/EZGO 定价分别 10995/16098 美金，4+2 产品定价分别 11995/13995 美金，并且 TEKO 搭载冰箱、音响系统、LED 灯光系统等多项功能，EZGO 宣传无卖点。

(2) 相较于 Dach 中国新进入品牌，虽然 Dach 宣传上卖点增加定速巡航以及无钥匙启动，但价格偏高，TEKO 仍有价格优势。

图26：对比 EZGO，公司产品具有更高性价比；对比 Dach，公司产品功能虽更少些但价格有优势

	TEKO					Dach			EZGO			
型号	Turbo	TROPHY	TROPHY PLUS	TRIUMPH	TROPHY PLUS	Falcon 2+2	Dach Elite	Apollo 4+2	Valor	RXV	SUMMIT XTL	Express
车型	2+2	正四座	4+2	正六座	4+2	2+2	正四座	4+2	2+2	2+2	正四座	4+2
定价（\$）	8495	10995	11995	11995	13995	10990	12995	13980	8995	13995	16098	13995
续航	105Ah锂电	105Ah锂电	105Ah锂电	105Ah锂电	105Ah锂电	105Ah锂电	105Ah锂电	105Ah锂电	/	/	/	/
电机功率	/	/	/	/	/	5kw	/	/	/	/	/	/
制动系统	碟刹	碟刹	碟刹	碟刹	碟刹	独立悬挂，碟刹	碟刹	独立悬挂，碟刹	独立悬挂	/	/	/
轮毂	14英寸	14英寸	14英寸	16英寸	限量版16英寸	14英寸	14英寸	14英寸	/	/	/	14英寸
座椅	豪华座椅	豪华座椅	豪华座椅	豪华座椅	豪华座椅	人体工学皮革座椅	/	/	/	/	/	/
刹车灯和喇叭	✓	✓	✓	✓	✓	/	✓	/	/	/	✓	✓
转向灯	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	/	✓	✓	/
LED大灯	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓（有屋顶氛围灯）	/	✓	✓	✓	✓
后视镜	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	/	/	/	✓
安全带	✓	✓	✓	✓	✓	/	✓	✓	/	✓	✓	/
USB接口	✓	✓	✓	✓	✓	/	✓	✓	/	✓	✓	✓
车载充电器	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	/	/	/	/
显示屏	10.1英寸触摸屏	10.1英寸触摸屏	10.1英寸触摸屏	10.1英寸触摸屏	10.1英寸触摸屏	触摸屏显示	12.9英寸触摸屏	10.1英寸触摸屏	/	触摸屏	10.1英寸触摸屏	/
音响系统	✓（带LED照明）	✓（带LED照明）	✓（带LED照明）	✓（带LED照明）	✓（带LED照明）	✓	✓	✓	/	✓	✓	/
倒车摄像头	✓	✓	✓	✓	✓	/	✓	✓	/	✓	✓	/
冰箱/冷藏箱	✓	✓	✓	✓	✓	/	✓	×	/	/	/	/
定速巡航	/	/	/	/	/	/	✓	✓	/	/	/	/
无钥匙/远程启动	/	/	/	/	/	✓	✓	/	/	/	/	/
太阳能车顶	/	/	/	/	/	✓	/	/	/	/	/	/
保修	电池8年	电池8年	电池8年	电池8年	电池8年	/	整车2年，电池5年	整车2年，电池5年	/	/	/	电池8年

资料来源：Golf Cart Resource、开源证券研究所

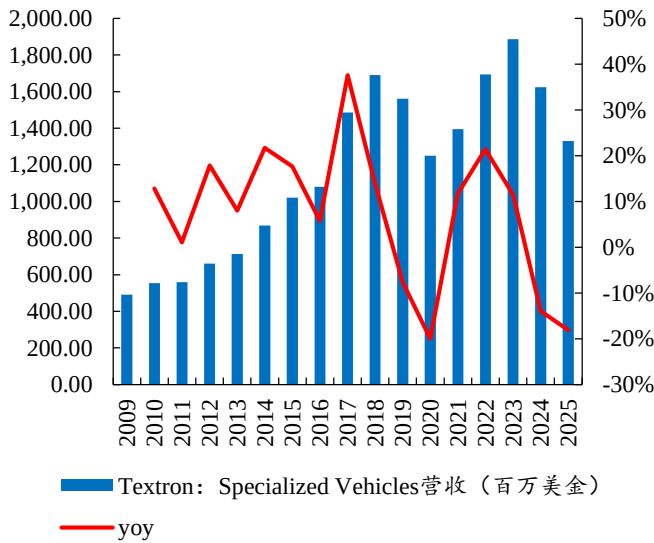
产品性价比更高背后的支撑：并非压缩渠道利润空间，而是公司自研自制以及产业集群带来的成本优势。除锂电外，我们预计公司三大区域工厂具备高尔夫球车/全地形车/摩托车/滑板车核心零部件车架、轮毂、电机、电缆等生产能力，已形成“区域化生产+本地化配套”制造体系，例如越南工厂已完成车架成型、表面处理、动力总成等关键工艺环节布局。

从结果上看，以涛涛车业为代表的中国品牌凭借更高产品性价比逐步抢占海外品牌的份额，EZGO/Yamaha 等高尔夫球车业务持续下滑。

(1) 2024-2025 年 Textron 旗下 EZGO 所在业务营收同比分别-14%/-18%（业务反馈主要系高尔夫产品销量下降）。

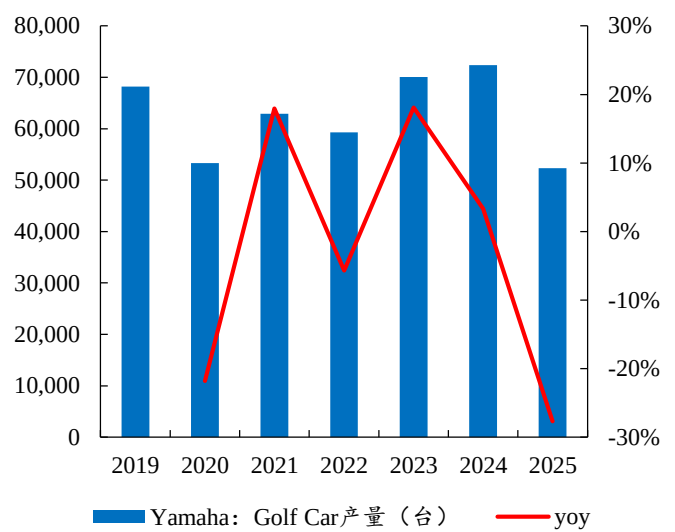
(2) Yamaha 2025 年高尔夫球车产量同比-28%。

图27: Textron 旗下特殊车辆营收自 2024 年以来持续下滑, 主要受高尔夫球车下滑影响



数据来源: 彭博、开源证券研究所

图28: 2025 年 Yamaha 高尔夫球车产量较大幅度下降



数据来源: 彭博、开源证券研究所

4.2、优势二：本土化及线下渠道拓展经验优于同行，高尔夫球车渠道分散对于新品来说难开拓

● 高尔夫球车行业渠道特点：线下分散的经销商门店为主，拓展难度较大

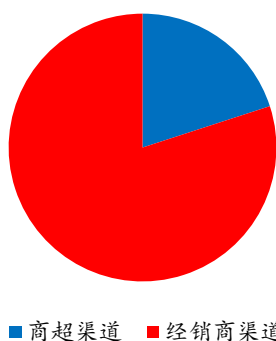
(1) 行业预计仅不到 20% 的销售产生于商超渠道，绝大部分销售产生于线下经销商渠道（类似全地形车）

(2) **拓展难点一：**线下经销商很分散，绝大部分经销商开店数量在 1~2 家（占比 94%），开店在 3 家以上少之又少。因此寻找与洽谈难度大，新进入企业渠道拓展周期长。

(3) **拓展难点二：**现有经销商（多为长期经营高尔夫球车业务）不愿轻易更换品牌，即使新品牌产品优势显著，也需投入大量资源谈判。

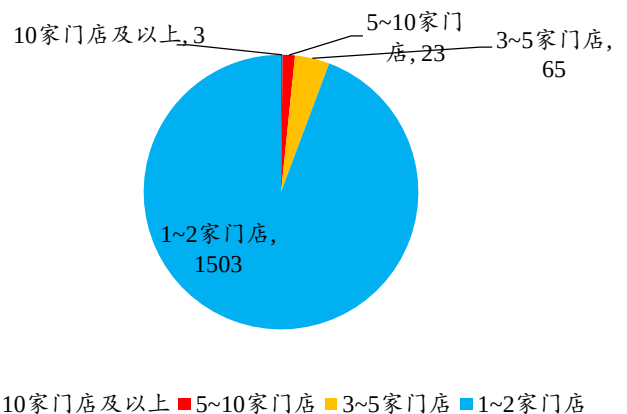
图29: 预计美国高尔夫球车销售渠道以经销商为主

美国高尔夫球车渠道分布



数据来源: Golf Cart Resource、开源证券研究所

图30: 美国高尔夫球车经销商大多开店 1~2 家，使得高尔夫球车经销商渠道分散



数据来源: Golf Cart Resource、开源证券研究所

公司仅用三年时间在美高尔夫球车经销商数量近 400 家，2024-2025 年每年新增 100 多家门店。此外，TEKO 创立不久便进入 Botero Carts、Cart Mart 等较大型经销商网络。DENAGO 在大型和小型经销商都有突破，甚至在某些经销商内是唯一进入的中国品牌。

图31：公司仅用三年时间在美高尔夫球车经销商数量近 400 家，2024-2025 年每年新增 100 多家门店



资料来源：Golf Cart Resource、开源证券研究所

● 球车线下渠道能够快速拓展得益于公司本土化以及丰富的线下渠道拓展经验

(1)董事长曹马涛先生深耕于美国市场，了解美国当地营商环境、法律法规等，多年打拼深谙和线下渠道商打交道。曹总早期便赴美考察、深入走访经销商，考察结束后留美加入当地企业，用于美国永久居留权。后于 2015 年创立涛涛车业聚焦低速车赛道。

(2) 公司早期便进入沃尔玛、Target 等大 KA 渠道。目前涛涛在美国批发商渠道、KA 渠道以及多品类经销商渠道均有布局，线下销售网络丰富。董事长的留美背景加上早期在涛涛美国线下渠道的积累都为高尔夫球车品类渠道拓展以及为后续新品类发展打下基础。公司在美国已建立 400 人的本地化团队。

图32：公司在美国线下渠道拥有较深积累

	2023	2024	2025
经销商合计数量	360 多家	520 多家	790 多家
电动自行车	300 多家	300 多家	200 多家
高尔夫球车	60 多家	170 多家	270 多家
全地形车&越野摩托车	/	50 多家	320 多家
	2023	2024	2025
批发商零售商数量	600 多家	/	/
	2023	2024	2025
Walmart	3900 多家	3900 多家	3400 多家
Target	1800 多家	1800 多家	/
Academy	260 多家	260 多家	360 多家
Bestbuy	360 多家	730 多家	720 多家
TSC		1700 多家	1900 多家
Lowe's		部分门店进驻	部分门店进驻

资料来源：公司公告、开源证券研究所

4.3、优势三：公司海外甚至美国产能充足，贸易壁垒下将充分受益行业出清

- 双反政策使得该行业必然走海外减产，天然提高行业进入壁垒

2024 年 7 月美国商务部公告启动电动低速车双反调查，2024 年 11 月以及 2025 年 1 月分别公告反补贴和反倾销裁定税率。随后自 2025Q1 开始中国出口美国高尔夫球车数据大幅度下滑，没有海外产能的中国厂商 2025 年销售普遍下滑，例如绿通科技 2025 年对美收入下滑 80%，康迪车业 2025H1 营收下滑 39%。

图33：双反政策实施后中国出口美国高尔夫球车数量大幅度下滑

高尔夫球车出口美国数据		2025Q2	2025Q1	2024Q4	2024Q3
总量 (台)		3996	5685	36111	89753
分省份出口 (台)	福建省	34	60	19451	44338
	浙江省	842	1310	8068	25074
	广东省	1135	2056	4995	9910
	海南省	16	112	559	3922
	江苏省	147	447	959	2677
分省份出口比重 (%)	福建省	1%	1%	54%	49%
	浙江省	21%	23%	22%	28%
	广东省	28%	36%	14%	11%
	海南省	0%	2%	2%	4%
	江苏省	4%	8%	3%	3%
总量同比 (%)		-94%	-82%	54%	96%
分省份出口同比 (%)	福建省	-100%	-100%	138%	168%
	浙江省	-93%	-74%	131%	1138%
	广东省	-88%	-62%	-23%	-3%
	海南省	-99%	-96%	-75%	0%
	江苏省	-95%	-85%	-49%	-73%

数据来源：海关总署、开源证券研究所

- 双反前涛涛就开始筹备美国以及东南亚生产基地，2025 年新增泰国生产基地，后续新进入品牌产能布局有难度

(1) 公司海外产能规模以及进度都优于其他中国厂商：2024Q4 美国生产基地开始爬坡，2024Q3 越南生产基地开始批量生产。截至目前美国生产基地月产能 3000-4000 台，越南生产基地月产能 5000 台，已经能够覆盖 2026 年美国需求。其他中国厂商例如康迪科技美国工厂 2025 年年中刚首台下线。

(2) 海外建厂资金体量不小，对于新进入玩家形成天然壁垒：涛涛三地生产基地共计投入 1 亿+美金。

图34：公司已构建美国+泰国+越南三地生产基地，“区域化生产+本地化配套”制造体系，新进入玩家较难跟上公司海外产能布局

时间周期	美国生产基地	泰国生产基地	越南生产基地
2023Q3	拟投资2650万美金在美国德州、佛州和加州建设生产基地		使用自有资金460万美金在越南设立全资子公司，用于建设生产基地
2024Q2	项目进度1%		厂房装修和设备预订进展顺利， <u>预计Q2启动生产</u>
2024Q3	原定2650万美金租赁生产基地改为6600万美金购置和租赁生产基地（德州改为购置，加州和佛州不变）		争取10月实现批量生产
2024Q4	德州生产基地试生产，首台高尔夫球车下线；年末 <u>工程进度达到85%</u>		
2025Q1		拟投资不超过950万美金在泰国建设生产基地3月份开始产能逐步爬升， <u>从百台提升至千台以上</u>	
2025Q2	期末资金累计投入比例85%，产线日均产能稳步增长		工厂具备车架成型、表面处理、动力总成等关键工艺环节布局。 <u>预计6月底能够满足美国市场需求</u>
2025Q3		计划2026年2月投入使用，预计4月开始生产，6-7月投产希望月均产能3000-4000台	7月产能3000多台， <u>目标达到4000台</u>
2025Q4	资金累计投入比例89%，预计Q4月产能爬坡至1000台， <u>第二条产线筹备中</u>	年末工程累计进度10%， <u>预计2026Q2投入使用</u>	7月具备向美国供货能力，10月满产
2026Q1	<u>第二条产线已正常生产，第三条产线正在筹备中；月产能达到3000-4000台。</u>	将泰国生产基地投资额从950万美金提升至3414万美金	<u>月产能达到5000台</u>
使用资金体量	自建6600万美金，租赁2650万美金	自建3414万美金	初期460万美金，后续预计持续投入

资料来源：公司公告、开源证券研究所

4.4、依托于海外产能以及线下渠道优势，推出 GOLABS 智能化品牌拓展智能化新品类

公司积极探索更高附加值智能化硬件赛道，目的形成“主业资源支撑新赛道、新赛道技术反哺主业”的良性生态闭环。2025 年公司正式推出 GOLABS 智能产品品牌，与国内智能化企业达成深度合作拓展相关产品二次开发，推出机器狗等智能产品样机。公司在美有庞大的线下经销商、KA 商超渠道体系，后续可以依托自有渠道快速推广布局智能化新品。

图35：公司旗下 GOLABS 智能化品牌机器狗产品亮相



资料来源：涛涛车业公众号

5、盈利预测与投资建议

本文主要从量化维度讨论场外高尔夫球车行业前景以及市场竞争情况，并探讨涛涛在该行业的优势。我们测算行业年空间或达 145 万台，公司当前份额已达 TOP1 但门店覆盖率和部分经销商份额仍有提升空间。我们认为行业前景及公司优势或被低估，维持盈利预测，预计 2026-2028 年公司归母净利润为 11.38/15.45/20.30 亿，对应 EPS 为 10.44/14.17/18.61 元，当前股价对应 PE 分别为 20.6/15.2/11.6 倍。本文主要从量化维度讨论高尔夫球车行业情况，并探讨涛涛在该行业的优势。我们测算行业年空间或达 145 万台，公司当前份额已达 TOP1 但仍有增长空间。我们认为行业前景及公司优势或被低估，考虑一季度业绩预告超预期，我们上调 2026-2028 年盈利预测，预计 2026-2028 年公司归母净利润为 12.14/16.42/21.59 亿元（原值为 11.38/15.45/20.30 亿），对应 EPS 为 11.13/15.06/19.80 元，当前股价对应 PE 分别为 20.7/15.3/11.6 倍，维持“买入”评级。

6、风险提示

（1）高尔夫球车销售不及预期：高尔夫球车为公司核心业绩驱动，若后续渠道拓展不及预期导致高尔夫球车销售不佳，则可能对公司业绩造成影响。

（2）行业竞争加剧：当前行业竞争格局较好，若后续行业竞争加剧，则可能对公司高尔夫球车盈利能力造成影响从而影响公司业绩增速。

（3）汇率波动风险：公司对美收入占比较高，若汇率波动较大，则可能造成公司汇兑损益波动较大从而影响业绩表现。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	3560	4155	4518	5729	7449
现金	1530	1375	1961	2589	3331
应收票据及应收账款	698	939	0	0	0
其他应收款	31	23	54	47	82
预付账款	19	30	39	52	66
存货	1206	1706	2382	2959	3888
其他流动资产	76	82	82	82	82
非流动资产	979	1751	2089	2465	2909
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	569	729	966	1222	1518
无形资产	236	559	654	769	906
其他非流动资产	174	463	469	475	485
资产总计	4539	5906	6607	8195	10358
流动负债	1264	2101	1585	1649	1764
短期借款	415	858	1310	1380	1468
应付票据及应付账款	680	913	0	0	0
其他流动负债	169	330	275	269	295
非流动负债	93	184	188	192	194
长期借款	0	0	3	7	10
其他非流动负债	93	184	184	184	184
负债合计	1358	2286	1773	1841	1958
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	110	109	109	109	109
资本公积	1923	1890	1890	1890	1890
留存收益	1196	1632	2371	3456	5015
归属母公司股东权益	3181	3621	4834	6353	8400
负债和股东权益	4539	5906	6607	8195	10358

现金流量表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	212	754	666	1170	1345
净利润	431	816	1214	1642	2159
折旧摊销	37	48	59	78	99
财务费用	-55	20	60	40	40
投资损失	-1	-4	1	-1	-1
营运资金变动	-303	-247	-658	-614	-986
其他经营现金流	103	120	-10	26	34
投资活动现金流	-523	-318	-399	-454	-543
资本支出	525	212	396	454	543
长期投资	0	-15	0	0	0
其他投资现金流	2	-90	-3	-0	-0
筹资活动现金流	-264	-455	-133	-158	-149
短期借款	191	443	452	70	88
长期借款	-15	0	3	4	3
普通股增加	0	-1	0	0	0
资本公积增加	24	-33	0	0	0
其他筹资现金流	-465	-864	-589	-232	-240
现金净增加额	-556	-19	134	558	653

利润表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	2977	3941	5620	7420	9545
营业成本	1935	2307	3238	4231	5424
营业税金及附加	13	13	20	28	36
营业费用	313	352	502	660	845
管理费用	130	159	208	267	334
研发费用	125	123	185	241	305
财务费用	-55	20	60	40	40
资产减值损失	-9	-9	0	0	0
其他收益	14	16	15	16	15
公允价值变动收益	0	-4	-1	-1	-1
投资净收益	1	4	-1	1	1
资产处置收益	-0	0	-0	-0	-0
营业利润	515	951	1431	1943	2544
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	2	4	3	3	3
利润总额	513	947	1428	1940	2541
所得税	82	131	214	298	382
净利润	431	816	1214	1642	2159
少数股东损益	-0	-0	-0	-0	-0
归属母公司净利润	431	816	1214	1642	2159
EBITDA	529	1005	1502	2031	2639
EPS(元)	3.95	7.49	11.13	15.06	19.80

主要财务比率	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入(%)	38.8	32.4	42.6	32.0	28.6
营业利润(%)	51.1	84.7	50.4	35.8	30.9
归属于母公司净利润(%)	53.8	89.3	48.7	35.3	31.5
获利能力					
毛利率(%)	35.0	41.5	42.4	43.0	43.2
净利率(%)	14.5	20.7	21.6	22.1	22.6
ROE(%)	13.6	22.5	25.1	25.8	25.7
ROIC(%)	11.3	18.0	19.9	21.3	21.8
偿债能力					
资产负债率(%)	29.9	38.7	26.8	22.5	18.9
净负债比率(%)	-33.1	-11.6	-13.0	-18.6	-21.8
流动比率	2.8	2.0	2.9	3.5	4.2
速动比率	1.8	1.1	1.3	1.6	1.9
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.8	0.9	1.0	1.0
应收账款周转率	4.6	4.8	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	4.2	3.5	8.4	0.0	0.0
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	3.95	7.49	11.13	15.06	19.80
每股经营现金流(最新摊薄)	1.95	6.91	6.11	10.73	12.34
每股净资产(最新摊薄)	29.17	33.20	44.33	58.26	77.03
估值比率					
P/E	58.3	30.8	20.7	15.3	11.6
P/B	7.9	6.9	5.2	4.0	3.0
EV/EBITDA	45.5	24.6	16.3	11.8	8.8

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

27 / 29

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本研究报告的署名人员具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，并对内容和观点负责。本报告清晰地反映了署名人员的研究观点，所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。本报告署名人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数（北交所基准指数为北证 50 指数）、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动，过往的业绩表现不应作为其日后表现的预示。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。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口头承诺均为无效。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn