



联合研究 | 公司深度 | 涛涛车业 (301345.SZ)

涛涛车业：蕴基致远，智启拓新

报告要点

高毛利电动低速车产品成为涛涛车业增长驱动力，竞争优势突出，行业层面，全球低速电动四轮车需求稳步扩张，但贸易壁垒与渠道门槛抬高入行难度；面对行业环境，公司依托全球化产能+垂直整合构筑成本壁垒，搭建“中国+东南亚+北美”三地协同的生产体系，叠加超 80%的核心零部件自制率，有效规避贸易风险、把控生产成本；同时公司通过保障经销商收益，全球经销商数量快速扩张。公司依托现有供应链与渠道资源横向拓展户外特种车、电动滑板车/E-bike 等赛道，并携手宇树科技、开普勒前瞻布局人形机器人，打造多元增长曲线。

分析师及联系人



陈亮

SAC: S0490517070017

SFC: BUW408



高伊楠

SAC: S0490517060001

SFC: BUW101



赵智勇

SAC: S0490517110001

SFC: BRP550



程潋莹

涛涛车业：蕴基致远，智启拓新

涛涛车业：全球化布局领跑短途出行，多元业务打开成长空间

涛涛车业历经起步探索、品牌进阶、全球化深度布局三大发展阶段，逐步从单一产品制造商转型为全球化布局的短途出行综合服务商。公司股权结构集中，创始人控股比例高，治理结构稳定。经营层面，公司深度聚焦北美市场，高毛利的电动低速车成为核心增长引擎，2025 年该业务营收占比升至 49.8%，推动公司迈入量利齐升的高质量发展阶段。

北美本土化运营，铸就核心竞争力

公司依靠完善的北美本土化运营构筑核心竞争壁垒。创始团队深耕北美市场二十余年，公司已组建四百余人的本地化团队，贯穿生产、营销、渠道、售后全链条，适配当地法规与市场需求，灵活应对关税与贸易政策风险。渠道端持续突破，公司一方面打造成本护城河，构建“中国+东南亚+北美”全球化产能体系，灵活应对美国双反关税与转口调查等贸易风险，同时依托浙江成熟产业集群、超 80% 的核心零部件自制率实现垂直整合，放大成本优势。通过保障经销商利润，推动渠道规模快速扩张。营销层面，公司亮相多个顶级体育赛事，同时联动百事可乐等知名品牌开展跨界合作，多圈层触达北美消费者，品牌的市场影响力与品牌势能持续抬升。

主业优势突出，成本与渠道构筑双重壁垒

在主业领域，公司依托行业特性与自身布局构建起竞争壁垒。行业端，低速电动四轮车 (LSV) 应用场景持续拓宽，美国宽松的监管政策以及庞大的高尔夫球场基数持续释放需求，但贸易壁垒、分散的经销商格局抬高行业准入门槛。公司旗下 Denago EV 以高性价比差异化策略深耕北美低速四轮车市场，成功入选 2025 年美国热门高尔夫球车十大品牌。公司全球化制造壁垒与产品核心竞争力突出，未来低速四轮车全球份额提升趋势明确。

多元延展，打造第二增长曲线

基于成熟的供应链、渠道与技术资源，公司积极推进业务多元化布局，打造多元增长曲线。全球户外特种车、越野摩托车市场规模稳步扩容，公司依托现有经销商网络持续深耕；电动滑板车与 E-bike 赛道景气度高涨，公司借助 GOTRAX、DENAGO 双品牌战略布局赛道。同时，公司布局聚焦智能科技领域，2025 年公司先后与宇树科技、开普勒达成战略合作，结合自身北美渠道、本土化运营优势与合作方在人形机器人领域开展合作，前瞻布局消费级智能硬件赛道。

投资建议：全球化优势凸显，多赛道布局铸就成长潜力

电动低速车已成为公司核心增长引擎，产品结构持续优化带动公司整体盈利水平上行：一方面依托“中国+东南亚+北美”全球化产能布局，具备成本优势，有效应对贸易壁垒；另一方面建立起完善的经销商体系，渠道网络快速扩张，同时 Denago 品牌产品质价比突出，市场份额稳步提升。公司依托现有供应链、渠道资源横向延伸品类矩阵，户外特种车、越野摩托车所处市场规模稳步增长；电动滑板车、E-bike 全球市场维持高景气，双品牌战略布局。在此基础上公司前瞻切入智能硬件赛道布局新增长曲线。我们预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 12.17、16.79 和 22.41 亿元，对应 PE 分别为 22.81、16.53 和 12.39 倍，维持“买入”评级。

风险提示

1、行业竞争加剧；2、海外渠道开拓不及预期；3、新品研发节奏不及预期；4、外部需求环境变化使得增速回落；5、盈利预测假设不成立或不及预期的风险。

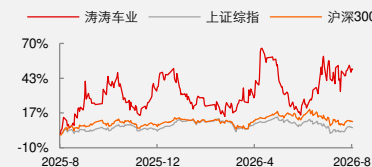
请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	254.57
总股本(万股)	10,905
流通A股/B股(万股)	3,503/0
每股净资产(元)	34.65
近12月最高/最低价(元)	291.28/167.05

注：股价为 2026 年 8 月 14 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind



更多研报请访问
长江研究小程序

目录

涛涛车业：全球化布局领跑短途出行，多元业务打开成长空间	6
北美本土化运营，铸就核心竞争力	8
核心团队深耕北美，全球产能布局具备成本优势	8
渠道布局快速扩张，高端经销商持续突破	10
全域营销渗透，品牌势能提升	13
主业优势突出，成本与渠道构筑双重壁垒	14
行业规模：需求场景拓宽，市场加速扩容	14
竞争格局：产品技术壁垒较低，行业进入壁垒较高	17
快速产品质价比优势突出	20
多元延展，打造第二增长曲线	23
户外特种车：存量市场稳健扩容，依托现有渠道持续放量	23
电动滑板车和 E-bike：全球需求高增，双品牌战略布局	26
机器人：携手宇树科技、开普勒，前瞻布局	28
投资建议：全球化优势凸显，多赛道布局铸就成长潜力	29
风险提示	30

图表目录

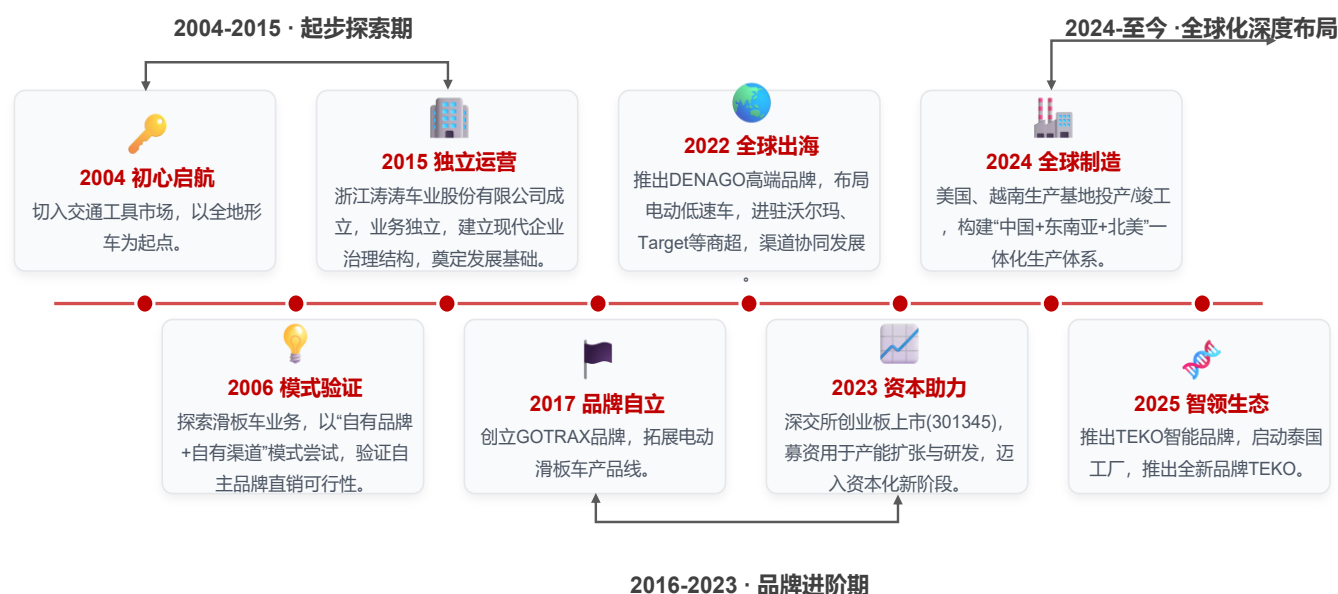
图 1：涛涛车业发展历程梳理	6
图 2：涛涛车业股权结构（截至 2026 年 6 月 1 日）	7
图 3：2026Q1 公司营业收入同比增长 65.66%（单位：亿元）	7
图 4：2026Q1 公司归母净利润同比增长 104.51%（单位：亿元）	7
图 5：截至 2025 年美洲营收占比超过 90%	8
图 6：公司净利率保持较高水平	8
图 7：2025 年公司电动低速车业务营收占比达 49.8%	8
图 8：2025 年公司电动出行产品毛利率达 45.9%	8
图 9：涛涛美国达拉斯总部大楼	9
图 10：仓储式销售模式提升运营效率	9
图 11：北美市场多地设置仓储中心	9
图 12：公司核心部件高自制率	9
图 13：涛涛车业商业模式	10
图 14：经销商渠道收入占比 2025M1-M7 达 43.9%	11
图 15：全球经销商数量超 790 家（单位：家）	11
图 16：Denago 品牌经销商数量（单位：家）	11
图 17：TEKO 与北美 TOP 高尔夫球车经销商合作	11
图 18：2025 年多个国际头部经销商加盟涛涛	12
图 19：涛涛车业成本优势构建渠道壁垒	13
图 20：涛涛通过赛事活动、展会以及跨界联动提高品牌声量	14

图 21: 全球电动低速四轮车市场规模 (单位: 亿美元)	14
图 22: 2024 年全球电动低速车市场竞争格局	14
图 23: 低速电动四轮车 (LSV) 与高尔夫球车的区别	15
图 24: 2024 年美国高尔夫球场数量达 1.4 万个 (单位: 个)	15
图 25: 2021 年全球高尔夫球场数量达 3.8 万个 (单位: 个)	15
图 26: 低速电动车 (LSV) 合规要求	16
图 27: 美国各州 LSV 的速度限制	17
图 28: 自 2025 年 7 月起, 美国对中国产高尔夫球车等 LSPTV 征收反倾销税/反补贴税	18
图 29: 2025 年 CBP 启动越南转口规避调查	18
图 30: 美国各州高尔夫球车经销商数量 (单位: 个, 数据截至 2026 年 4 月 26 日)	19
图 31: 美国各州高尔夫球车经销商分布热力图 (数据截至 2026 年 4 月 26 日)	19
图 32: 涛涛全球化产能布局与供应链协同	20
图 33: 截至 2025 年 7 月 31 日涛涛在北美基地电动出行产品产能达 7000 台/每年	20
图 34: Denago 入选 2025 年美国高尔夫球车最受欢迎十大品牌	21
图 35: Denago 与 E-Z-GO 和 Club Car 产品对比	22
图 36: 涛涛车业产品矩阵丰富	23
图 37: 2024 年全球户外特种车市场规模达 275.8 亿美元	24
图 38: 全球全地形车销售量中 UTV&SSV 占比提升	24
图 39: 全球全地形车主要需求集中在北美	24
图 40: 2020 年欧洲全地形车竞争格局	25
图 41: 2018 年全球并排全地形车市场份额预测	25
图 42: 2024 年全球越野摩托车市场规模达 110.5 亿美元	25
图 43: 2024 年越野摩托车行业竞争格局较为集中	25
图 44: 公司全地形车与越野摩托车 2023-2025 年营收小幅增长 (单位: 亿元)	26
图 45: 公司全地形车、越野摩托车销量与均价	26
图 46: Tao Motor 在美国地区经销商分布 (截至 2026 年 6 月)	26
图 47: 2020-2030 年全球 E-bike 市场规模	27
图 48: 2020-2025 年 E-bike 关注度前 10 国家	27
图 49: 2023 年全球电动滑板车市场规模为 370.8 亿美元	27
图 50: 2025 年全球电动滑板车区域分布情况	27
图 51: 公司电动动力产品营收 (单位: 亿元)	28
图 52: 公司电动动力产品销量 (单位: 万辆)	28
图 53: 开普勒在人形机器人领域具备扎实的技术沉淀	28
图 54: 涛涛车业与宇树科技签约	29
图 55: 涛涛车业北美本土化团队	29
表 1: 涛涛车业在大型连锁商超入驻情况	11
表 2: 美国高尔夫球车享受较为宽松的监管政策	16
表 3: 公司收入和利润的敏感性分析 (单位: 亿元)	30

涛涛车业：全球化布局领跑短途出行，多元业务打开成长空间

涛涛车业历经三大发展阶段，成长路径清晰。公司早期依托集团资源起步，深耕全地形车、越野摩托海外外销，摸索出自研自产、自有品牌配套海外仓储直销的本土化运营模式，完成制造与海外渠道的原始积淀；中期紧抓电动出行行业变革机遇，横向拓展电动滑板车、低速电动车等新品类，推出 GOTRAX、DENAGO 两大自主品牌，依托北美头部商超与经销商渠道完成品牌落地，实现由代工生产向自主品牌运营的关键转型；现阶段公司加速全球化产能布局，落地越南、美国本地化生产基地、推进泰国产能建设，并推出高端智能品牌 TEKO，搭建起覆盖不同消费层级的多品牌矩阵，逐步从单一产品制造商转型为全球化布局的短途出行综合服务商。

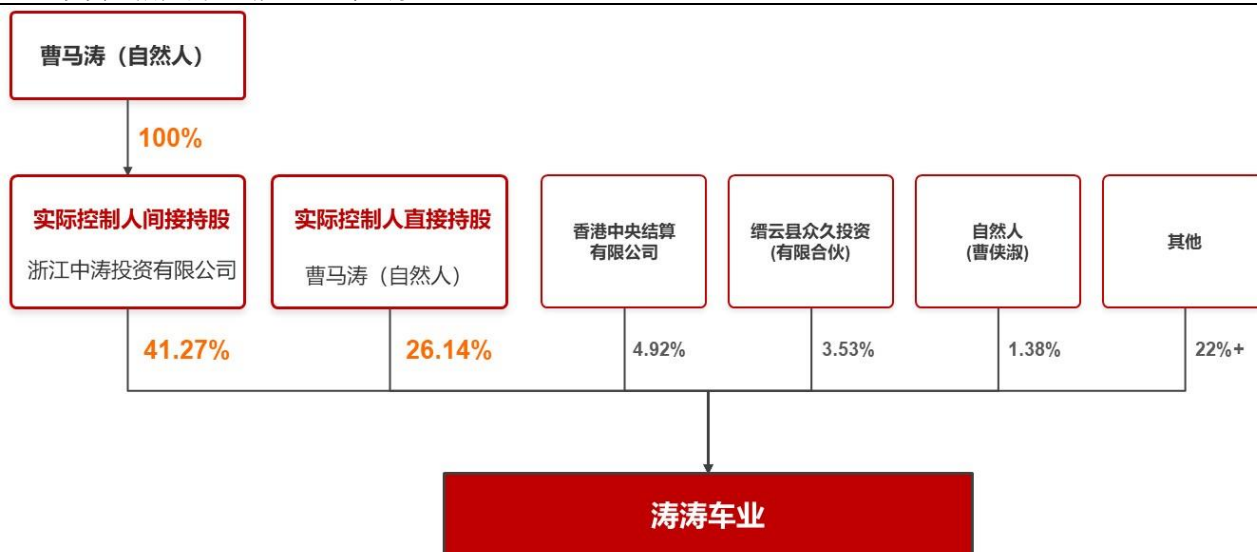
图 1：涛涛车业发展历程梳理



资料来源：涛涛车业港股招股说明书，长江证券研究所

股权结构集中，创始人持股比例较高。截至 2026 年 6 月 1 日曹马涛先生通过直接持股与间接控制浙江中涛投资有限公司，合计持有公司 67.41%的股份，形成控股格局。前十大股东中包含多家公募基金，显示资本市场对公司长期发展潜力的认可，同时员工持股平台的存在也有助于绑定核心团队利益。

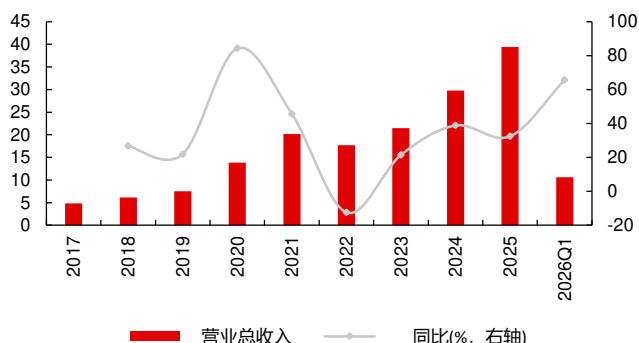
图 2：涛涛车业股权结构（截至 2026 年 6 月 1 日）



资料来源：Wind，长江证券研究所

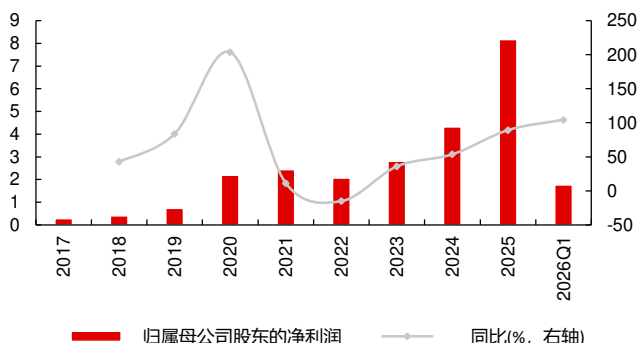
公司营收与业绩处于高质量增长阶段。2025 年公司实现营业收入 39.41 亿元，同比增长 32.41%；归母净利润 8.16 亿元，同比增长 89.29%，利润增速显著快于收入增速，公司增长已由放量逐步转向结构优化驱动的高质量扩张。进入 2026 年一季度，这一趋势延续，公司单季营业收入达到 10.59 亿元，同比增长 65.66%；归母净利润 1.76 亿元，同比增长 104.51%。分地区来看，公司 2025 年美洲收入 35.60 亿元，占比 90.3%，较 2024 年美洲收入占比 88.9%小幅提升，公司在最具产品适配性、最强品牌变现能力区域的主动聚焦。进一步看公司业务结构，2025 年公司增长由高景气、高附加值产品拉动，全年电动低速车产品收入同比增长 141.0%，收入占比由 2024 年的 27.3%提升至 49.8%，公司 2025 年的收入增长主引擎已经切换至电动低速车板块，而该类产品是公司“高单价、高净利”产品，2025 年公司电动出行类产品毛利率达 45.9%，因此其占比提升推动整体利润率上行。

图 3：2026Q1 公司营业收入同比增长 65.66%（单位：亿元）



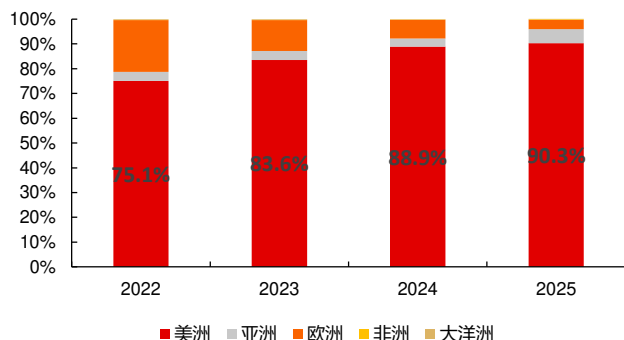
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 4：2026Q1 公司归母净利润同比增长 104.51%（单位：亿元）



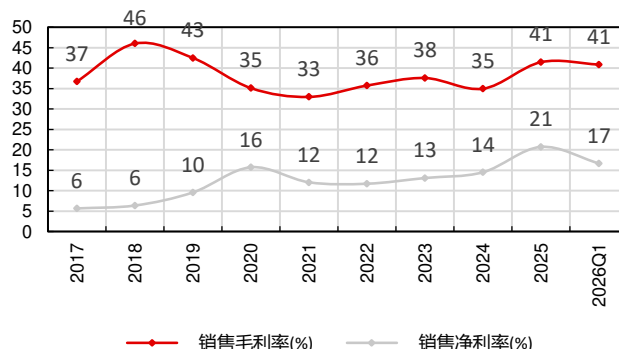
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 5：截至 2025 年美洲营收占比超过 90%



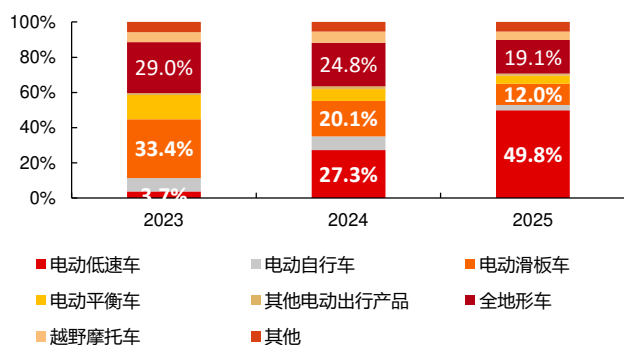
资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 6：公司净利率保持较高水平



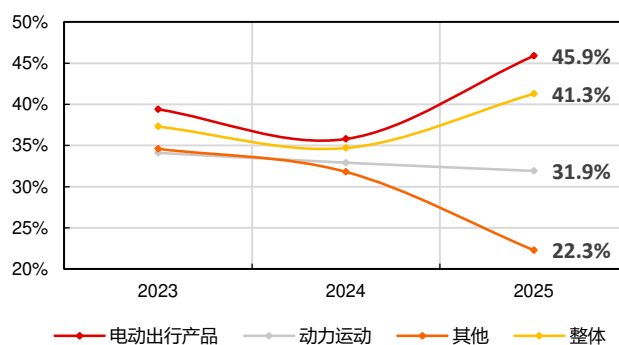
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 7：2025 年公司电动低速车业务营收占比达 49.8%



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 8：2025 年公司电动出行产品毛利率达 45.9%



资料来源：公司公告，长江证券研究所

北美本土化运营，铸就核心竞争力

核心团队深耕北美，全球产能布局具备成本优势

创始团队深耕北美市场二十余年，其中创始人曹马涛统筹运营，其持有美国永久居留权，现公司已搭建起四百余人的本土化全职团队，覆盖生产制造、品牌营销、渠道拓展及售后保障全环节，可高效贴合当地监管要求与终端需求，同时熟悉北美各州法规、消费市场与零售渠道，能够灵活应对关税及贸易政策变动。公司在德克萨斯州、加利福尼亚州、印第安纳州、佛罗里达州及加拿大多伦多布局多处仓储销售网点，依托成熟的仓储直销模式精简流通环节，加快库存周转，降低合作商运营成本，进一步提升订单交付效率与终端服务能力。

图 9：涛涛美国达拉斯总部大楼



资料来源：涛涛车业公众号，长江证券研究所

图 10：仓储式销售模式提升运营效率



资料来源：涛涛车业公众号，长江证券研究所

通过“中国+东南亚+北美”的一体化全球布局，利用不同区域的成本差异，同时规避国际贸易壁垒，并在核心市场实现本土化制造。公司中国生产基地位于浙江省，该地区拥有成熟的汽车、摩托车及零部件产业集群，实现了原材料的高度本地化采购。这种“技术工人密集、硬件资源丰富且供应网络发达”的布局，使其能在很大程度上“按需采购”模式运营。东南亚基地（越南）已掌握车架成型、表面处理及动力总成装配等核心工序，并正积极提升产能。2025 年东南亚基地电动低速车利用率从 50.1% 提升至 138.0%，其产能正在快速爬坡。北美基地（美国德克萨斯州）实现了本土化生产，支持“美国制造”认证。从生产线安装开始至首台电动低速车下线，用时不足 100 天。

其次，公司具备核心部件如发动机、车架、轮毂、电机、电池（组装）、主电缆等的自主研发与生产能力，核心零部件自给率超过 80%。这一模式在电动平衡车、滑板车等产品线上同样得到贯彻，电机和电池组等核心部件大部分自产。

综上，涛涛车业凭借“全球布局分散风险+垂直整合锁定利润”的组合策略，形成了可持续的成本护城河。随着越南基地产能利用率进一步提升、北美本土化制造逐步成熟，其成本优势有望继续扩大，为公司在全球市场竞争中提供成本优势。

图 11：北美市场多地设置仓储中心



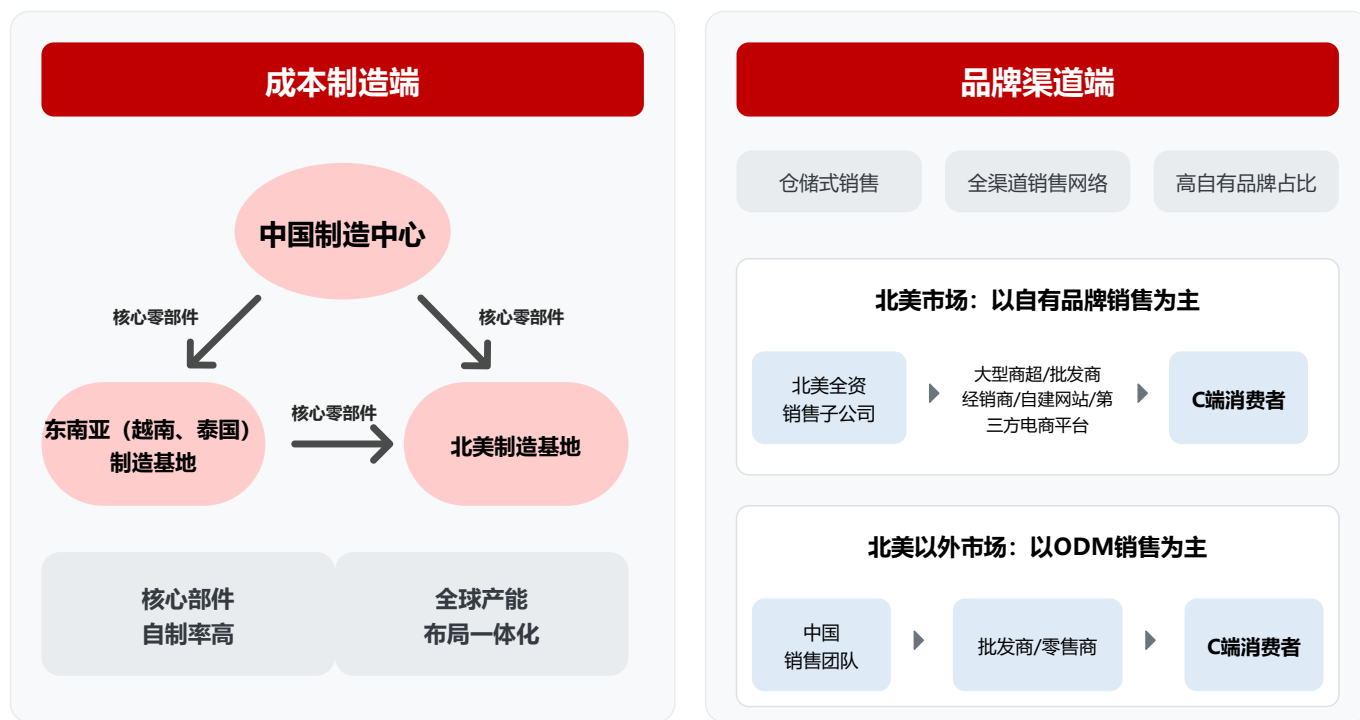
资料来源：公司官网，长江证券研究所

图 12：公司核心部件高自制率



资料来源：公司官网，长江证券研究所

图 13：涛涛车业商业模式



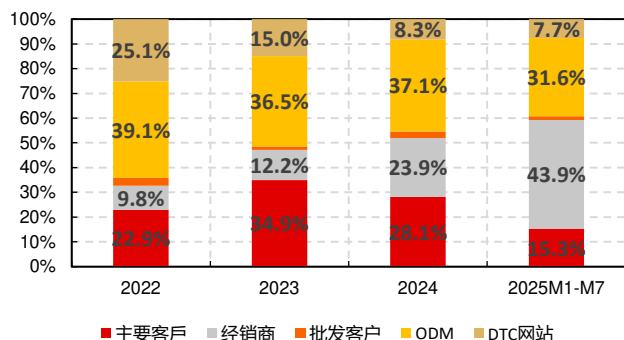
资料来源：公司官网，长江证券研究所

渠道布局快速扩张，高端经销商持续突破

涛涛车业经销商渠道收入占比从2022年的9.8%迅速提升至2025年前7个月的43.9%，已成为公司第一大收入来源。截至2026年5月，公司全球经销商总数突破790家，其中电动低速车（LSEV）经销商从2022年的150家增长至2025年前7个月的400家，是扩张的主力，核心策略之一便是通过多重机制保障经销商利润，从而构建高粘性、高壁垒的线下分销体系。

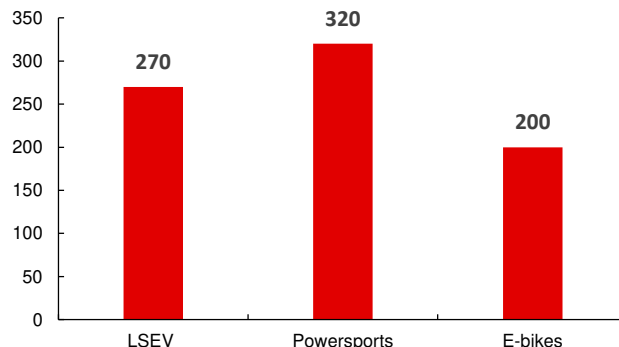
- 1) 公司对所有经销商实施最低广告价格（Minimum Advertised Price, MAP）政策，禁止在任何媒体上以低于MAP的价格进行广告宣传，这有效防止了经销商之间的恶性价格战，保护了渠道的合理利润空间，使经销商愿意积极推广涛涛品牌产品。
- 2) 涛涛为合格经销商提供库存融资安排，合作银行向经销商提供短期信贷用于采购产品，公司承担前60天的利息成本。经销商在售出产品后再偿还银行贷款，缓解了其资金周转压力，降低了经营风险，从而增强了合作意愿。

图 14：经销商渠道收入占比 2025M1-M7 达 43.9%



资料来源：涛涛车业港股招股说明书，长江证券研究所

图 15：全球经销商数量超 790 家（单位：家）



资料来源：公司官网，长江证券研究所（截至 2026 年 5 月）

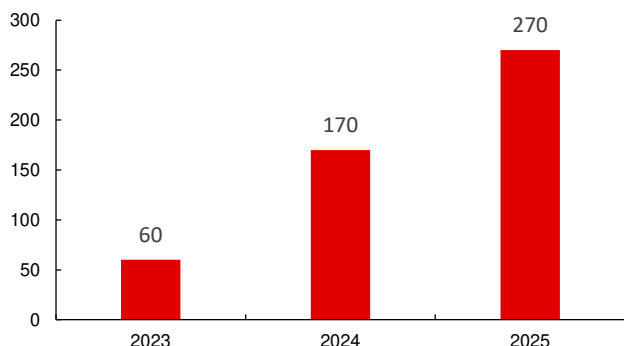
表 1：涛涛车业在大型连锁商超入驻情况

商超名称	入驻门店数量	入驻情况说明
Walmart (沃尔玛)	3400+家	全美门店入驻
Academy	360+家	全美门店入驻
Best Buy	720+家	在美门店入驻
Tractor Supply Co. (TSC)	1900+家	进驻 TSC 在美门店

资料来源：公司官网，长江证券研究所

Denago 与 TEKO 为涛涛车业北美电动低速车自主品牌，渠道网络快速扩张。Denago 品牌经销商规模由 2023 年的 60 家快速增长至 2024 年的 170 家，2025 年进一步扩容至 270 家。2025 年公司顺利引入 Bert's Mega Mall、Mission Golf Cars、CART MART、Jeffrey Allen Inc.、Metro Golf Cars 等行业头部经销商加盟，进一步完善了品牌在美国的线下销售网络，同时第二品牌 TEKO 已于 2025 年 9 月 1 日在北美首发，与北美 TOP1 电动高尔夫球车连锁经销商战略合作，覆盖美国 15 个核心州，为高尔夫球车产品放量奠定坚实渠道基础。

图 16：Denago 品牌经销商数量（单位：家）



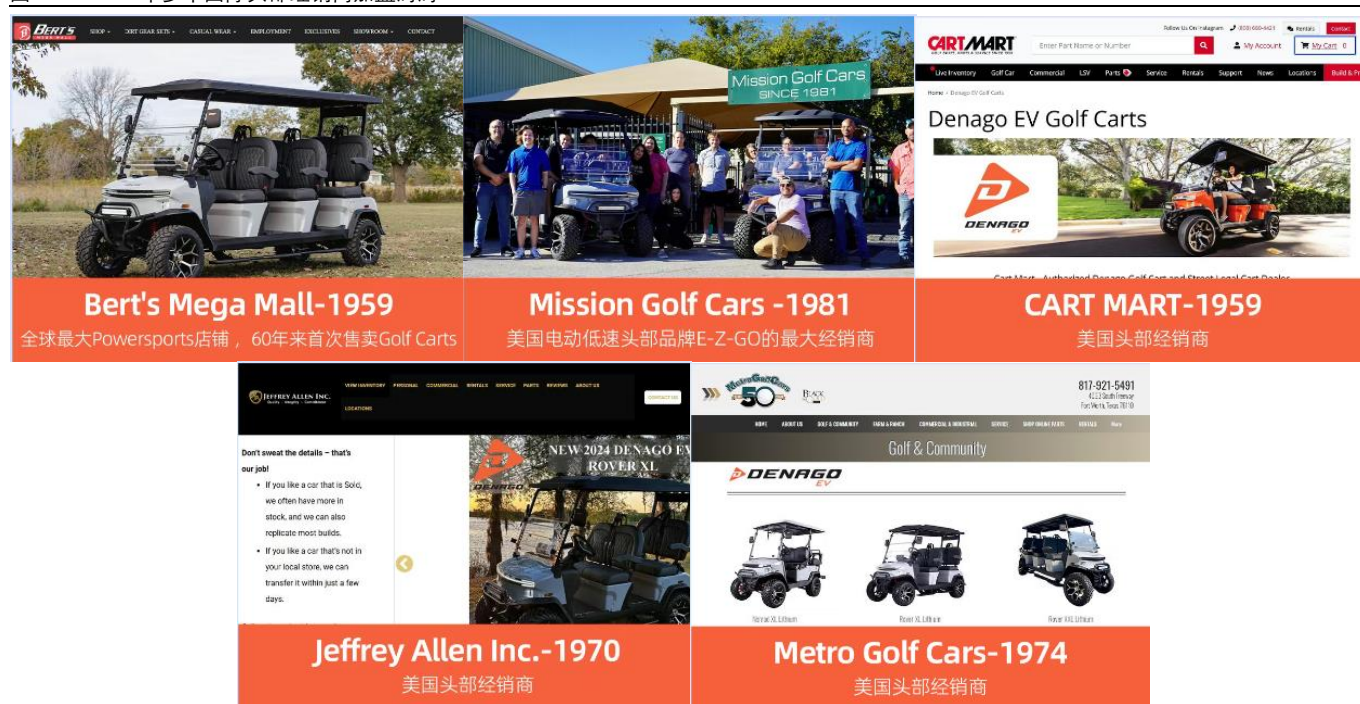
资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 17：TEKO 与北美 TOP 高尔夫球车经销商合作



资料来源：涛涛车业公众号，长江证券研究所

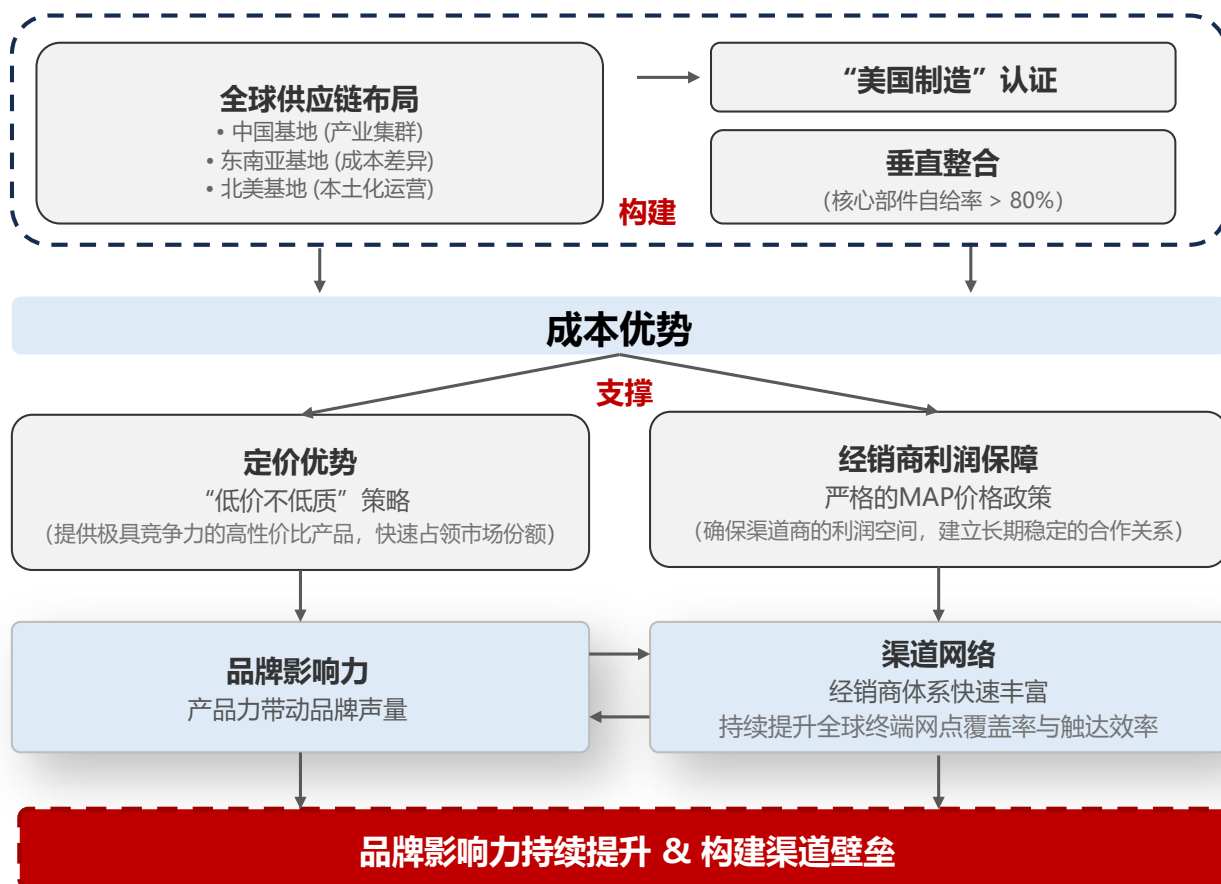
图 18：2025 年多个国际头部经销商加盟涛涛



资料来源：涛涛车业公众号，长江证券研究所

涛涛车业通过“全球化制造+垂直整合”构建坚实的成本壁垒，以此为支点，向 C 端消费者提供高性价比产品，向 B 端渠道伙伴提供利润保障。双轮驱动下，驱动品牌影响力与渠道网络同步扩张。

图 19：涛涛车业成本优势构建渠道壁垒



资料来源：长江证券研究所

全域营销渗透，品牌势能提升

公司持续推进全域营销布局，不断抬高品牌声量。线下连续亮相 PGA 高尔夫行业展、ATP 网球公开赛、F1 大奖赛、NFL、NBA、NHL 等顶级体育赛事，通过赛事赞助、球星互动持续触达北美主流消费人群；同时积极开展跨界品牌合作，与百事可乐、杰克林克斯、硬石公司等知名品牌联动曝光。多元化的赛事会展+跨界营销组合，实现了多圈层人群渗透，Denago、TEKO 等自主品牌在北美市场的影响力持续走高，品牌势能稳步增强。

图 20：涛涛通过赛事活动、展会以及跨界联动提高品牌声誉



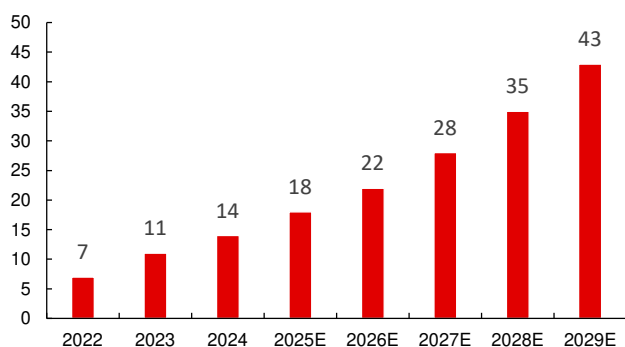
资料来源：涛涛车业公众号，长江证券研究所

主业优势突出，成本与渠道构筑双重壁垒

行业规模：需求场景拓宽，市场加速扩容

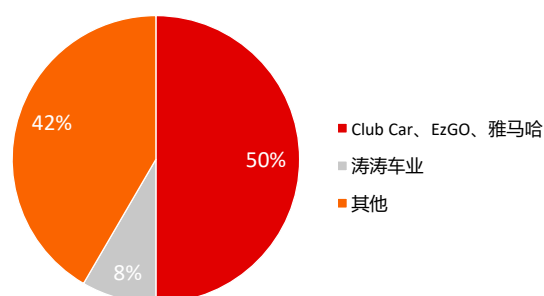
全球低速电动车市场正处在快速增长阶段，2024 年全球低速电动四轮车市场规模达 14 亿美元，预计 2029 年达 43 亿美元，2024-2029 年 CAGR 达 25%。从竞争格局来看，Club Car、EzGO 和雅马哈占据市场份额约 50%，中国企业涛涛车业近年来快速抢占市场份额，2024 年全球市占率达 8%。

图 21：全球电动低速四轮车市场规模（单位：亿美元）



资料来源：涛涛车业招股说明书，长江证券研究所

图 22：2024 年全球电动低速车市场竞争格局



资料来源：涛涛车业招股说明书，观研报告，长江证券研究所

高尔夫球车传统上主要用于高尔夫球场内的代步，速度较低（通常 15 mph 左右），设计以简单、耐用为主。而低速电动四轮车（LSV）是按美国联邦法规认证的合法上路车辆，最高时速 20-25mph，必须配备前大灯、转向灯、后视镜、安全带、挡风玻璃、驻车制动等安全装置。LSV 可在限速 35mph 及以下的公共道路行驶，应用场景从高尔夫球场延伸至社区通勤、景区接驳、校园巡逻等。涛涛车业的电动低速车（如 DENAGO ROVER 系列）属于典型的 LSV 产品，满足 DOT 安全标准和 EPA 环保要求，具备合法路权。

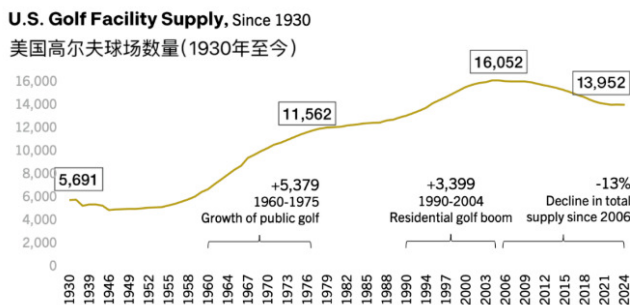
图 23：低速电动四轮车（LSV）与高尔夫球车的区别

低速电动车和高尔夫球车的区别		
对比维度	低速车辆	高尔夫球车
主要目的	用于街道驾驶	高尔夫球场驾驶
乘客数量	根据型号不同，数量为2-6人	2-4人
舒适功能	平顺的驾驶体验、宽敞的内部空间、前向高靠背座椅、可选车门和定制选项	可定制的长椅
规章制度	在美国大多数州可以合法上路，但必须由持有驾照的驾驶员驾驶	不符合道路行驶法规，无需驾驶执照
安全功能	强制性三点式安全带、前大灯、尾灯、反光片、转向灯、速度表、后视镜、喇叭、挡泥板、挡风玻璃	可选配安全带、转向灯、前大灯
车辆速度	25英里/小时（40公里/小时）	不得超过15英里/小时（24公里/小时）

资料来源：gemcar，长江证券研究所

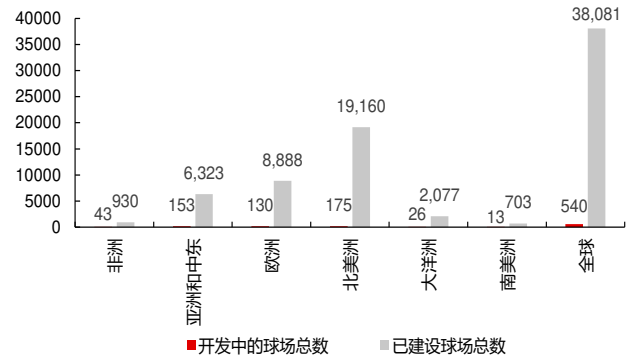
2024 年美国拥有超过 1.4 万座高尔夫球场，从地域分布上看，美国各个州都有大量高尔夫球场。新增高尔夫球场方面，根据 NGF 发布的《Golf Around The World 2015&2021》统计，2014-2020 年全球高尔夫球场数量从 34011 个增加至 38081 个，新增球场中北美占比 25%；随着全球经济发展水平提高，发展中国家逐步完善高尔夫球场布局，从而拉动高尔夫球车需求。

图 24：2024 年美国高尔夫球场数量达 1.4 万个（单位：个）



资料来源：NGF，长江证券研究所

图 25：2021 年全球高尔夫球场数量达 3.8 万个（单位：个）



资料来源：《环球世界高尔夫》2021 年第四版，长江证券研究所

美国高尔夫球车享受较为宽松的监管政策，主要得益于其低速特性（时速 20-25km/h）。联邦政府未设统一标准，监管权限下放至各州及地方政府，通常仅需办理许可证而无需州牌照。在具体政策执行上呈现差异化特征：多数州明确允许上路行驶，仅对车道使用和基本安全配置作出规定；少数州（如夏威夷、纽约）不允许高尔夫球车在公共街道行驶。这种政策弹性让高尔夫球车在允许上路的地区成为民众青睐的短途工具——比如在加利福尼亚州的规划社区内，居民常用它往返邻里中心或社区公园；佛罗里达的滨海度假区，游客则驾驶其穿梭于酒店与沙滩、酒店之间，拓展了其使用场景和市场需求。

表 2：美国高尔夫球车享受较为宽松的监管政策

地区	最高速度	车道限制与必要设备要求
华盛顿	不超过 20mph	可在最高限速不超过 25mph 的高尔夫球车限定街道行驶。必须配备：反光镜、安全带、一个后视镜。
加利福尼亚州	社区指定（不超过 25mph）	可在街道行驶。在特定高尔夫球社区内行驶无需满足联邦法律，但车辆必须配备：车头灯、转向灯、后视镜、侧镜、刹车灯、挡风玻璃。社区自行决定是否要求安全带和车盖。
佛罗里达州	不超过 20mph	仅可在高尔夫球车限定路段行驶。必须配备：有效的制动器、可靠的转向装置、安全的轮胎、后视镜、前后红色反光警告装置。
夏威夷州	不超过 20mph	公共道路不允许通行。
密西西比州	不超过 20mph	允许在最高限速为 30mph 的公共道路上行驶。必须配备：前灯、尾灯、刹车灯、后视镜、安全带、转向灯、挡风玻璃、驻车制动器、侧面反光镜。
纽约州	不超过 20mph	不允许在公共街道行驶（除非所属社区有特别许可）。
德克萨斯州	不超过 25mph	允许在最高限速为 35mph 的城市街道上行驶。必须配备：前灯、尾灯、反光镜、停车制动器、后视镜、慢车标志。

资料来源：恒为云公众号，长江证券研究所

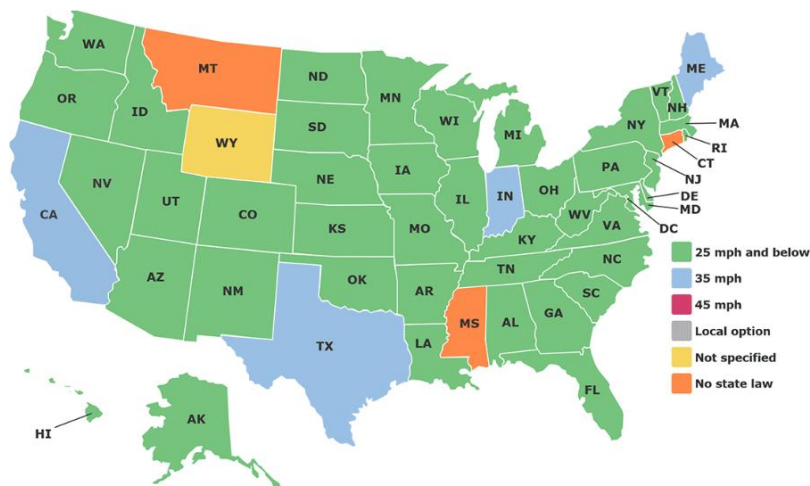
图 26：低速电动车（LSV）合规要求

一、核心基础合规要求	
合规项	具体要求
监管标准	必须符合美国国家公路交通安全管理局（NHTSA）制定的性能与安全标准
最高时速限制	不得超过25英里/小时（40公里/小时）
二、强制安全与功能配置要求	
必须配备的配置项	详细说明
前照灯（大灯）	必须配备
前后转向灯	必须配备
尾灯	必须配备
刹车灯（停车灯）	必须配备
红色反光片	必须配备
合规后视镜	必须配备驾驶员侧外后视镜，同时需配备乘客侧外后视镜或车内后视镜
驻车制动器	必须配备
合规挡风玻璃	必须配备
安全带总成	1类或2类安全带总成
警示音装置	喇叭
倒车影像	必须配备
车辆识别码	VIN（vehicle identification number）

资料来源：gemcar，长江证券研究所

LSV 是“低速车辆”（Low Speed Vehicle）的缩写。LSV 是一种符合上路行驶条件的微型车，其最低时速为 20 英里/小时（约 32 公里/小时），最高时速为 25 英里/小时（约 40 公里/小时），依法可在限速 35 英里/小时（约 56 公里/小时）或更低的大多数道路上行驶（具体各州允许的限速请参见图示），LSV 是一种小型、低速汽车，使用场景不断拓宽。

图 27：美国各州 LSV 的速度限制



资料来源：cartmart，长江证券研究所

竞争格局：产品技术壁垒较低，行业进入壁垒较高

贸易壁垒提高行业进入门槛。2025 年 7 月起美国对中国产高尔夫球车等 LSPTV 征收反倾销/反补贴税，同时启动越南转口规避调查。这迫使新进入者和原有行业参与者必须完成全球化产能布局，而涛涛车业已提前完成“中国+东南亚+北美”三地协同布局，形成先发优势。

图 28：自 2025 年 7 月起，美国对中国产高尔夫球车等 LSPTV 征收反倾销税/反补贴税

反倾销税 (AD)	
企业类型	税率
应诉单独税率企业	119.39% – 312.54%
全国统一税率 (未应诉 / 其他)	478.09%
反补贴税 (CVD)	
企业类型	税率
应诉单独税率企业	31.45% – 44.38%
未应诉 / 高补贴企业 (如河北机械、山东 Odes)	691.58%
全国统一 (其他)	41.14%
综合税率参考 (AD+CVD)	
企业情形	综合税率 ≈
优质应诉企业	150%–350%
普通 / 未应诉企业	500%+
被认定高补贴企业	600%–700%

资料来源：联邦公报，长江证券研究所

图 29：2025 年 CBP 启动越南转口规避调查

时间	事件 / 措施	要点
2025-12-30	CBP 启动越南转口规避调查	针对“越南简单组装→美国”避税模式
2026-03-30	EAPA 临时强制措施 (Case 8247)	12 家进口商被点名
2026-03-30 起	三大措施	1) 暂停清关；2) 强制重报 + 补全额双反税；3) 活单申报：放行前全额预缴预估关税
核查周期	至 2026 年底	发布最终反规避裁定，临时措施持续有效

资料来源：iNews 新知科技，长江证券研究所

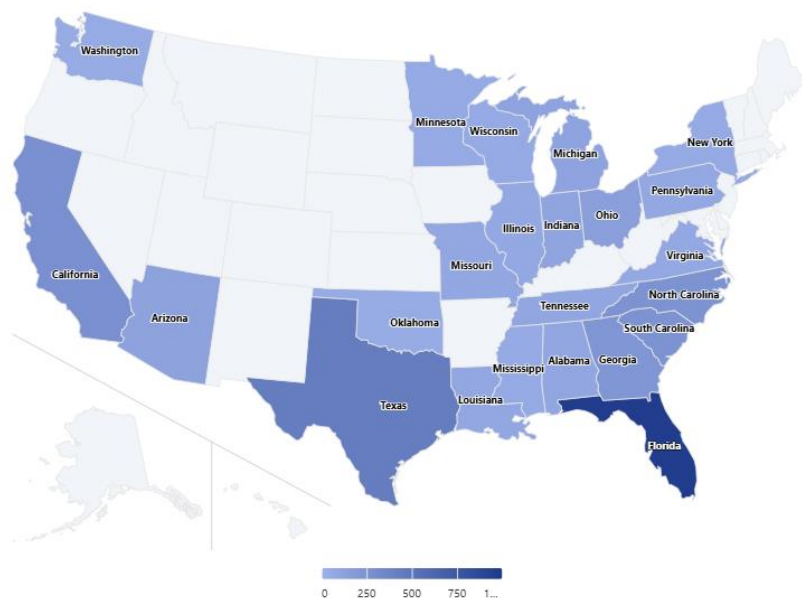
美国高尔夫球车经销商分布高度分散。全美高尔夫球车经销商中，佛罗里达州经销商数量高达 972 家，得克萨斯州 437 家，加利福尼亚州 274 家。经销商数量较多意味着单个经销商覆盖的市场范围有限，大部分经销商仅拥有 1-2 家门店，缺乏全国性连锁渠道。对于整车厂商而言，若想实现全美市场渗透，必须与数以百计的中小型经销商逐一建立合作，谈判周期长、管理成本高、渠道维护难度大。这种分散的经销商格局构成行业较高的进入壁垒，新进入者难以在短期内建立起覆盖广泛的经销商网络。

图 30：美国各州高尔夫球车经销商数量（单位：个，数据截至 2026 年 4 月 26 日）



资料来源：infiniteleadshub，长江证券研究所

图 31：美国各州高尔夫球车经销商分布热力图（数据截至 2026 年 4 月 26 日）



资料来源：infiniteleadshub，长江证券研究所

快速产品质价比优势突出

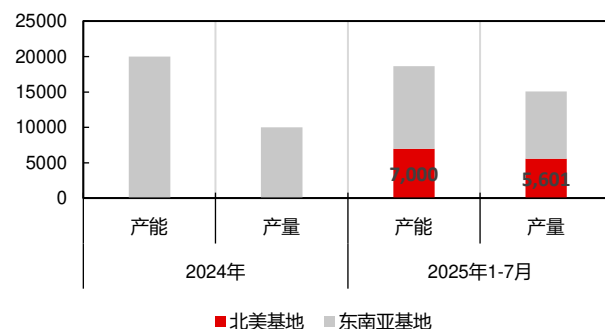
公司聚焦“中国+东南亚+北美”三地产能布局，通过区域协同与供应链垂直整合，构建全球化制造体系，系统性应对国际贸易壁垒并提升市场响应效率。公司全球化产能布局情况为：①北美市场，计划由美国本土工厂和东南亚（越南、泰国）工厂协同供应；②非北美市场，由中国产能覆盖，包括欧洲、南美、东南亚等地区。公司制造基地职能划分为：①北美制造基地，以美国本土工厂为核心，承担北美市场整车生产及部分核心零部件制造，以完全实现美国本土化制造为目标，逐步扩大美国本土化生产比例，强化“北美制造+”战略落地；②东南亚（越南、泰国）工厂，承担部分销往北美市场的整车产品供应，同时为美国工厂提供部分零部件支持；③中国制造中心，覆盖欧洲、南美、东南亚等非北美市场的产品交付，同时作为技术中枢，为海外基地提供核心零部件、工艺标准及技术赋能支持。公司通过美国本土化深耕、东南亚制造协同、中国全球产业链战略赋能，实现市场响应速度与贸易政策适配性的最佳平衡。同时，依托产能布局的全球深化与协同效应释放，公司将进一步提升全球市场竞争力与品牌影响力，为全球化战略实施构建坚实基础，持续提升行业竞争地位。

图 32：涛涛全球化产能布局与供应链协同



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 33：截至 2025 年 7 月 31 日涛涛在北美基地电动出行产品产能达 7000 台/每年



资料来源：涛涛招股说明书，长江证券研究所（备注：2025 年产能乃按各种机器全年运作 360 天的全部生产率计算）

成本优势转化为定价优势。Denago EV 凭借“低价不低质”的产品策略快速打开了市场认知度。其核心竞争力在于，在万元级价位区间实现了“品牌正品+标准锂电+智能配置”的三重组合，打破市场对低价车型“减配、杂牌、铅酸电池”的刻板印象，尤其在北美社区代步车市场中，成为预算有限用户的高性价比首选。经销商网络高度集中于美国中西部地区。

图 34：Denago 入选 2025 年美国高尔夫球车最受欢迎十大品牌

品牌	综合评分	起售价	电池类型	质保政策	车架材质	适用场景
EA Carts	8.9/10	8,998 美元	48V/60V/72V 终身质保锂电池	电池终身质保	喷塑钢材	综合性价比首选
Club Car	9.4/10	14,097 美元	高性能锂离子锂电池	4 年有限质保	防锈铝合金	转售价值最优
E-Z-GO	9.1/10	8,374 美元	锂电池 + 铅酸电池	4 年有限质保	喷塑钢材	经销商网络最完善
Yamaha	9.0/10	10,161 美元	48V 铅酸电池、燃油动力	4 年有限质保	喷塑钢材	最可靠的燃油发动机车型
ICON EV	8.5/10	9,495 美元	48V 锂电池 / 铅酸电池	2 年有限质保	喷塑钢材	社区代步车选购用户
Evolution EV	8.3/10	9,995 美元	48V/72V 锂电池	4 年有限质保	喷塑钢材	高性价比锂电池入门款
Denago EV	8.2/10	8,999 美元	48V 锂电池	2 年有限质保	喷塑钢材	价格最低的锂电池车型
Star EV	8.2/10	11,999 美元	48V/72V 锂电池	4 年有限质保	喷塑钢材	中端配置首选
Tomberlin	7.9/10	14,500 美元	48V 锂电池	3 年有限质保	喷塑钢材	美国本土生产高端低速电动车
Bintelli	7.8/10	11,495 美元	48V/72V 锂电池	3 年有限质保	喷塑钢材	可合法上路行驶

资料来源：eacarts，长江证券研究所

Denago EV Rover XL 的主要优势体现在价格与配置的平衡上。其起售价为 9995 美元，低于 E-Z-GO Liberty 和 Club Car Onward 4 Forward，是三款中门槛最低的锂电四座车型。Denago EV Rover XL 最高速度达到 25 mph，比另外两款（19 mph）更高，适合对通行效率有要求的场景；充电时间 5 小时，短于 E-Z-GO 的 6-8 小时；在底盘方面，Denago 配备了 23 英寸全地形轮胎、独立前后悬挂和更高的离地间隙，通过性优于采用钢板弹簧的竞品；四轮碟刹也优于 E-Z-GO 的后鼓式刹车。车架采用防锈铝材，与 Club Car 类似但价格更低。综合来看，Denago 在较低价位上提供了更快的速度、更短的充电时间、更好的越野配置和实用的智能功能。

图 35: Denago 与 E-Z-GO 和 Club Car 产品对比

产品	Denago EV Rover XL	E-Z-GO Liberty	Club Car Onward 4 Forward
			
	Denago EV Rover XL	EZ-GO Liberty	Club Car Onward 4 Forward
起售价 (美元)	9995	12699	14,999 (Li-Ion) / 16,999 (Li-Ion XR)
动力类型	电动 (锂电池)	ELiTE 锂电池	电动 或 汽油
座位数	4 人	4 人	4 人 (全正向)
最高速度	25 mph	19 mph	19 mph
续航里程	40 英里	最高 50 英里	因动力类型而异
电池类型	锂铁磷 (LiFePO4) 512V / 105Ah	ELiTE 锂 (Samsung SDI) 56.7V Max	铅酸 或 锂电可选
充电时间	5 小时	6-8 小时	因电池类型而异
电机功率	5 kW / 6.3 kW AC 电机	11.7 hp (8.7 kW)	13 hp (电动) / 14 hp (汽油)
刹车系统	四轮碟刹	后轮鼓式刹车 (自调)	标配刹车系统
轮胎规格	23英寸全地形轮胎 / 14英寸轮毂	可选: 23x10-12 / 23x10-14 / 185/60-14	14英寸 Mercury/Klever 轮胎
车架材质	黑色粉末涂层铝 (防锈)	焊接钢 + DuraShield™ 粉末涂层	AlumiCore™ 铝箱型车架
悬挂系统	独立前后悬挂	钢板弹簧 + 液压减震	—
特色功能	支持 Apple CarPlay / Android Auto	可选 LSV 街头合法套件	可选娱乐控制台、CarPlay、倒车影像、三点式安全带、防滚架加固、侧镜带转向灯、挡泥板等
适用场景	日常通勤、社区、度假村	高尔夫、社区、度假村、街头合法可选	高尔夫、社区、豪华配置场景

资料来源: golf cart search, Denago 官网, E-Z-GO 官网, Club Car 官网, 长江证券研究所

公司构建“中国+东南亚+北美”全球化产能协同体系,持续推进“北美制造+”战略;越南、泰国东南亚工厂配套供给北美整车与零部件;中国制造中心承担全球非北美市场交付任务,并作为技术中枢为海外基地提供核心零部件与技术赋能。该布局有效应对国际贸易壁垒、提升全球响应效率,截至 2025 年 7 月,公司北美电动出行产品产能达 7000 台。依托全球供应链协同的成本优势,公司旗下 Denago EV 以高性价比差异化策略深耕北美代步车市场,成功入选 2025 年美国热门高尔夫球车十大品牌。核心车型 Rover XL

售价 9995 美元，相较 E-Z-GO、Club Car 等竞品价格更低，同时在行驶速度、充电效率、底盘通过性、制动系统等核心配置上全面占优，产品力优势显著。整体来看，公司全球化制造壁垒与产品核心竞争力突出，随着北美电动代步场景需求持续释放，行业渗透率提升趋势明确。

多元延展，打造第二增长曲线

公司在稳固电动低速车基本盘的同时，依托同平台、同渠道、同供应链的优势，向户外特种车（全地形车/越野摩托车）、电动两轮车（滑板车/E-bike）、人形机器人三大方向延伸。

图 36：涛涛车业产品矩阵丰富



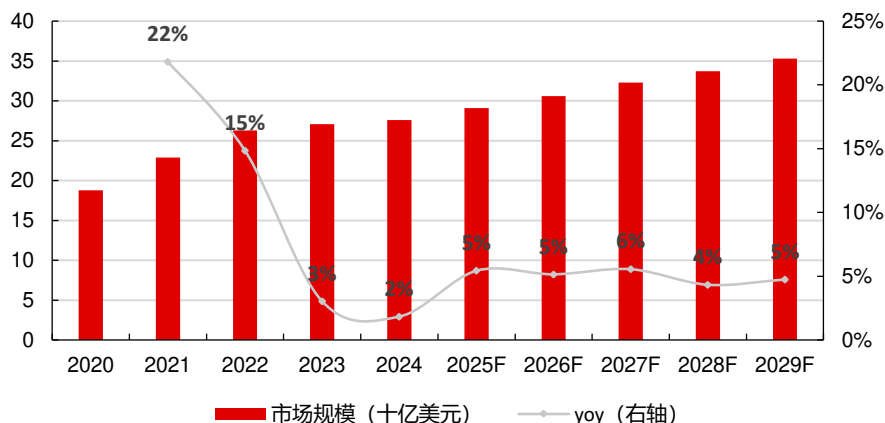
资料来源：公司官网，长江证券研究所

户外特种车：存量市场稳健扩容，依托现有渠道持续放量

户外特种车主要划分为全地形车与越野摩托车两大品类。全地形车通行能力突出，可适配山地、沼泽、荒漠等复杂路况，多用于户外探险、越野赛事及野外作业场景；越野摩托车体态轻巧灵活，在乡村道路、景区道路等路况适中区域优势显著，广泛应用于户外休闲、短途出行领域。

全球户外特种车市场整体保持稳健扩容态势，2020 年市场规模 188.0 亿美元，2024 年增至 275.8 亿美元，期间年均复合增速达 10.1%。行业增长节奏后续将有所放缓，预计 2029 年市场规模将攀升至 353.4 亿美元，2024 至 2029 年年均复合增速达 5.0%。

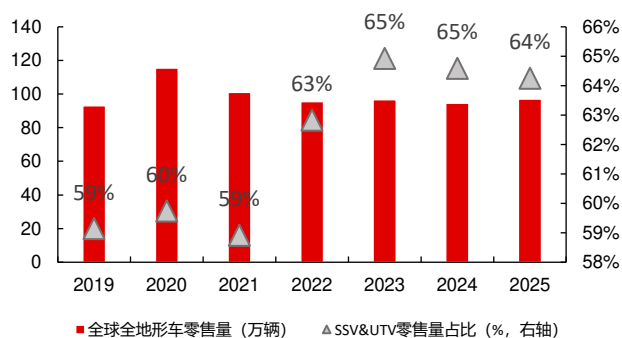
图 37：2024 年全球户外特种车市场规模达 275.8 亿美元



资料来源：涛涛车业港股招股说明书，长江证券研究所

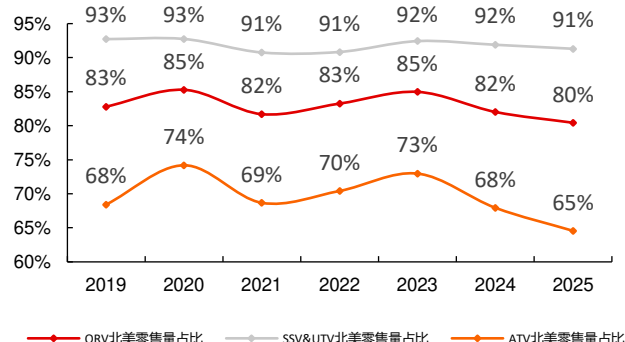
全地形车行业进入成熟阶段，UTV&SSV 占比提升带来结构性增长机会。从市场规模及销量看，全球全地形车市场在经历前期增长后，近年整体销量保持平稳，2024 年达 96 万辆。需求主要集中在北美地区，2024 年全球 ORV（包括 ATV、并排车辆）零售量北美占 84%，其中 ATV 北美占比 71%，并排车辆（UTV、SSV）北美占比达 91%。从产品结构看，由于经济环境、供应链、消费场景和消费者喜好等因素推动市场由“速度型”向“质量型”转变，UTV&SSV 占比显著增长，2024 年 UTV&SSV 销量占比提升至 65%。未来，随着技术进步和消费需求增加，UTV&SSV 占比有望进一步提升，为全地形车市场带来持续的结构性的增长机会。

图 38：全球全地形车销售量中 UTV&SSV 占比提升



资料来源：北极星官网，长江证券研究所

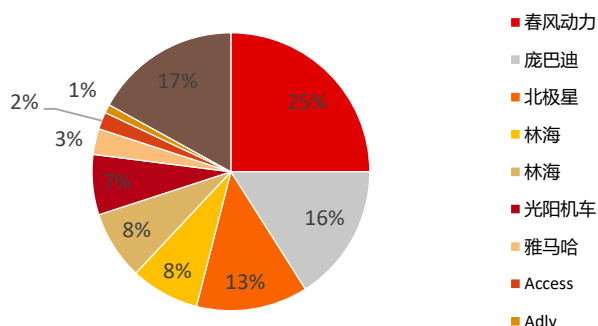
图 39：全球全地形车主要需求集中在北美



资料来源：北极星官网，长江证券研究所

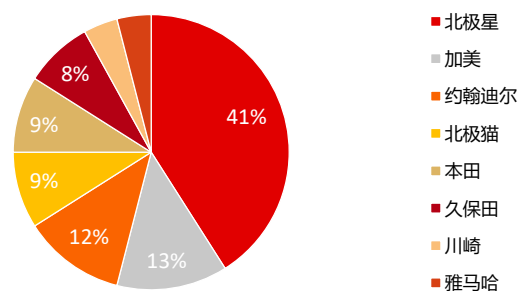
全球全地形车市场长期呈现高集中度竞争格局，以北极星、本田等北美和日系品牌为主导，2018 年头部品牌（CR3）合计市场份额高达 66%，北极星占据市场份额第一，达 41%，加美（庞巴迪）位居第二，市场份额 13%，其他单一企业的市场份额较低。

图 40：2020 年欧洲全地形车竞争格局



资料来源：春风动力英国官网，长江证券研究所

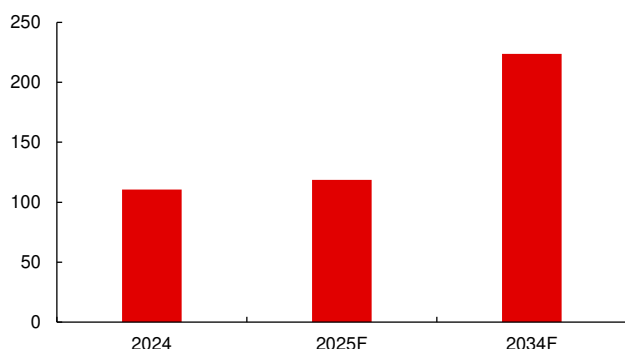
图 41：2018 年全球并排全地形车市场份额预测



资料来源：Statista，长江证券研究所

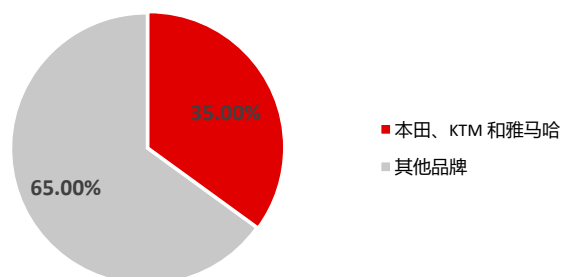
越野摩托车消费群体以个人用户为主，休闲骑行文化普及、专业赛事热度攀升，有望带动行业需求稳步释放。2024 年全球市场规模为 110.5 亿美元，2034 年预计升至 223.6 亿美元；2025 至 2034 年行业预计维持 7.30% 的年均复合增速，2034 年市场规模有望突破 223.6 亿美元，长期成长空间广阔。行业竞争格局集中度偏高，2024 年本田、KTM、雅马哈三大头部品牌合计占据 35% 市场份额。

图 42：2024 年全球越野摩托车市场规模达 110.5 亿美元



资料来源：观研天下，长江证券研究所

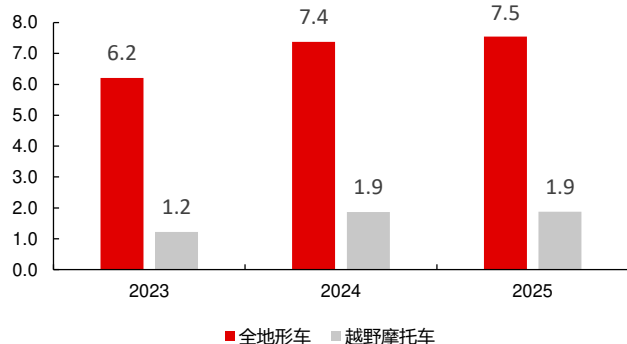
图 43：2024 年越野摩托车行业竞争格局较为集中



资料来源：观研天下，长江证券研究所

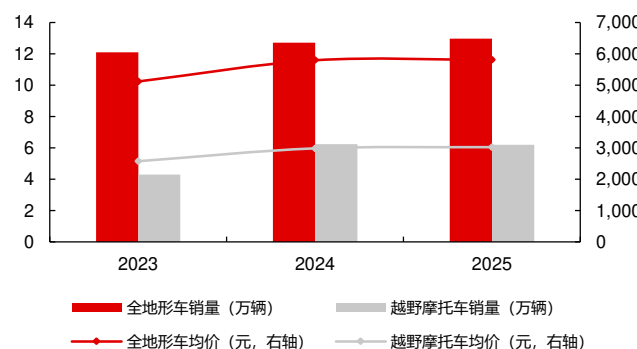
动力运动板块由全地形车与越野摩托车构成，2023-2025 年公司整体营收小幅增长，在公司整体营收里的占比有所下降。其中全地形车营收保持稳步抬升，销量温和逐年小幅增加，2024 年均价上调后次年价格基本稳定；越野摩托车 2024 年迎来销量扩张，叠加售价上调带动营收增长，2025 年销量略有回落。

图 44：公司全地形车与越野摩托车 2023-2025 年营收小幅增长（单位：亿元）



资料来源：公司公告，长江证券研究所

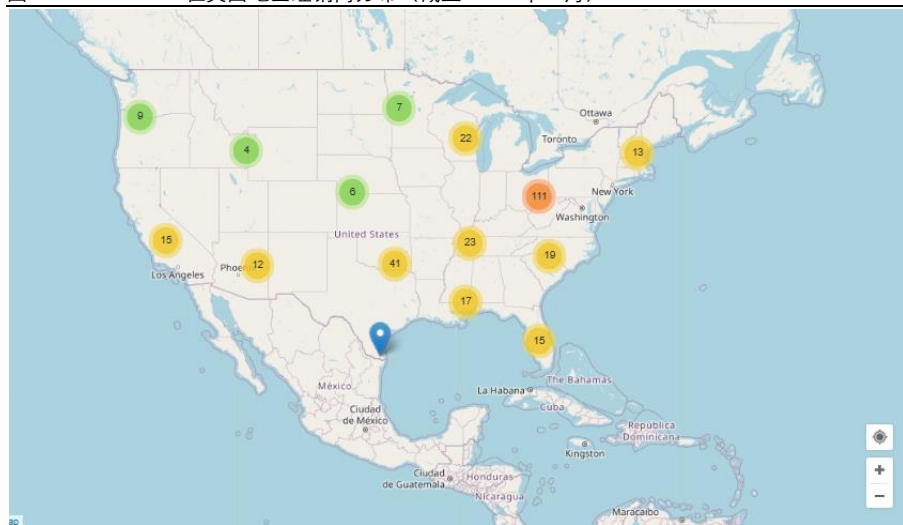
图 45：公司全地形车、越野摩托车销量与均价



资料来源：公司公告，长江证券研究所

Tao Motor 在美国已建成全域经销商网络，从网点分布数量来看，中部区域集聚效应最为突出，单一区域经销商数量达到 111 家，为全国密度最高的核心市场；德克萨斯、五大湖、加利福尼亚州、佛罗里达等热门户外与旅居消费州均形成成熟经销据点，公司有望依托现有的成熟渠道网络，持续放量。

图 46：Tao Motor 在美国地区经销商分布（截至 2026 年 6 月）

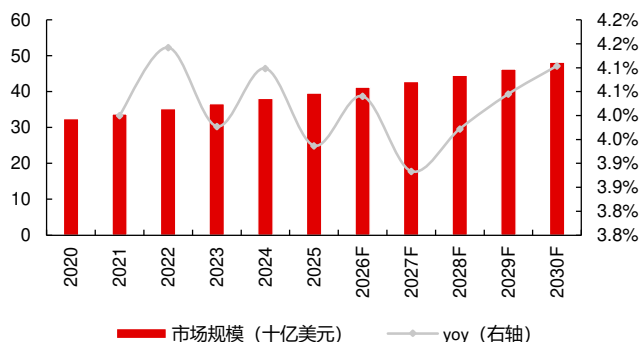


资料来源：Tao Motor 官网，长江证券研究所

电动滑板车和 E-bike：全球需求高增，双品牌战略布局

全球电动自行车（E-bike）市场正处于高速增长期。根据 Future Market Insight 数据，2025 年全球 E-bike 市场规模约 396 亿美元，预计到 2030 年将突破 480 亿美元，年复合增长率约 4%。北美和欧洲是主要增量市场，其中美国受益于政策补贴和骑行文化普及，欧洲则因通勤人口众多、环保意识强而需求旺盛。涛涛车业通过 DENAGO 和 GOTRAX 双品牌布局 E-bike 领域。

图 47：2020-2030 年全球 E-bike 市场规模



资料来源：Future Market Insight，长江证券研究所

图 48：2020-2025 年 E-bike 关注度前 10 国家

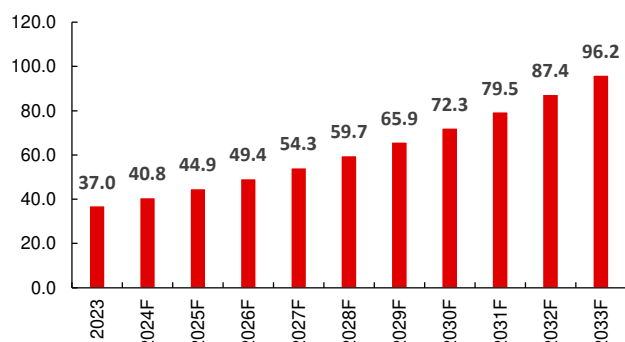
排名	国家 / 地区	排名	国家 / 地区
1	德国	6	意大利
2	奥地利	7	匈牙利
3	瑞士	8	斯洛伐克
4	荷兰	9	新西兰
5	比利时	10	丹麦

资料来源：EqualOcean Analysis, Google Trends，长江证券研究所

2023 年，全球电动滑板车市场规模为 370.8 亿美元，预计到 2033 年将达到 961.8 亿美元，在 2024 年至 2033 年的预测期内，年均复合增长率为 10.0%。

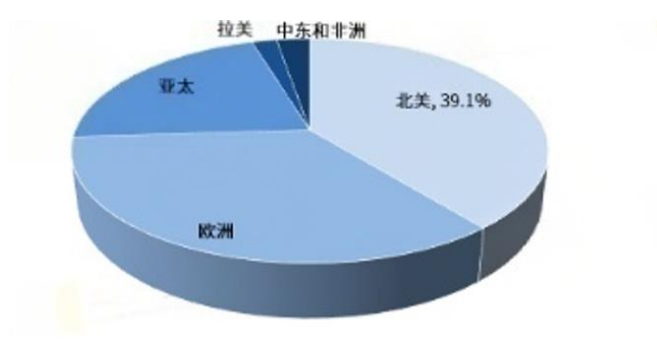
2025 年电动滑板车市场呈现出分化格局，北美地区以 39.1% 的市场份额占据领先地位。目前电动滑板车主要消费市场为欧洲和北美。美国全球家庭旅行调查结果表明，0-5 英里的短距离出行占美国出行需求的 60%，叠加北美滑板文化盛行；而欧洲通勤人口众多、汽车保有量低于美国，滑板车在欧美具备渗透基础。

图 49：2023 年全球电动滑板车市场规模为 370.8 亿美元



资料来源：novaoneadvisor，长江证券研究所

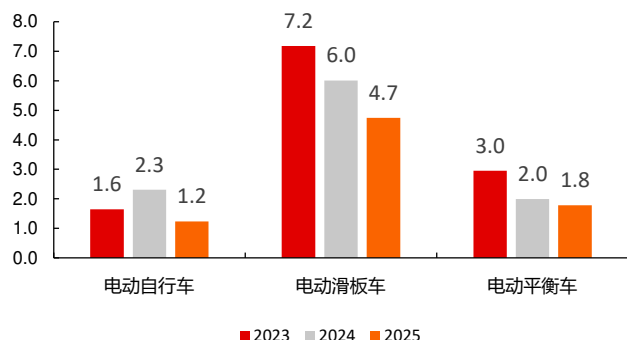
图 50：2025 年全球电动滑板车区域分布情况



资料来源：华经产业研究院，长江证券研究所

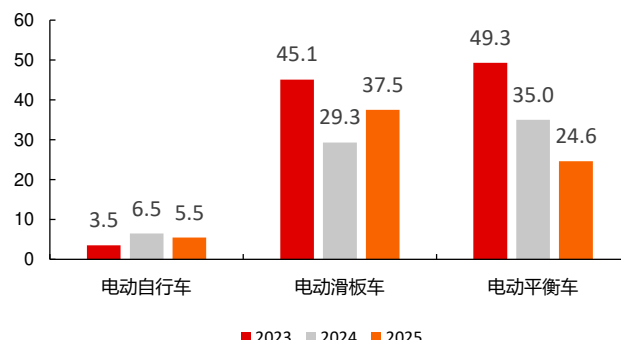
电动滑板车与电动自行车作为传统电动出行品类规模有所收缩，截至 2025 年，公司电动自行车、电动滑板车和电动平衡车营收规模不足 5 亿元，公司发展重心或转向增速更快的电动低速车业务。

图 51：公司电动动力产品营收（单位：亿元）



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 52：公司电动动力产品销量（单位：万辆）



资料来源：公司公告，长江证券研究所

机器人：携手宇树科技、开普勒，前瞻布局

2025 年 7 月，涛涛车业通过股权投资、ODM 合作、联合研发及全球市场开拓，与开普勒人形机器人达成全方位战略协同。从互补性看，开普勒具备硬核技术壁垒：其旗舰产品 K2“大黄蜂”采用 TrueBionic 真仿生架构，自研行星滚柱丝杠执行器、精旋动力旋转执行器及 11 自由度灵巧手，配合 Kepler Brain 类脑系统，实现从硬件执行到智能决策的全链条覆盖，技术实力已获 Figure CEO 高度认可。涛涛车业则深耕北美近 20 年，构建了覆盖多州制造/仓储基地、200 余人本土团队、620+ 高端经销商及 Walmart/Target 等头部商超的全渠道网络，兼具本土化制造与规模化销售能力。

图 53：开普勒在人形机器人领域具备扎实的技术沉淀



资料来源：公司公众号，长江证券研究所

2025 年 7 月，涛涛与宇树签署了战略合作协议，涛涛车业的核心壁垒在于其深耕北美市场近 20 年所构建的“品牌+渠道+本土化运营”的端到端能力，覆盖 620 余家高端经销商、头部连锁商超、亚马逊等电商平台及自建站的多元化渠道网络，配合 250 余人的本土化团队，使其具备较强的市场渗透与产品导入效率。而宇树科技在机器人动力控制、感知算法等领域的硬核技术，以及消费级机器人产品的创新能力，恰需一个能快速验证场景、触达终端、实现商业闭环的海外平台。

双方合作通过三大路径实现深度赋能：**1) 北美等海外市场销售共拓**——涛涛车业的全渠道网络将直接为宇树机器人产品打开规模化销售通道，提升品牌渗透率，同时涛涛车业可借助宇树的创新产品丰富自身品类矩阵，激活渠道增量价值；**2) C 端场景共研**——结合涛涛车业对北美消费习惯与场景空白的精准洞察，与宇树科技的技术能力，共同挖掘高潜力应用场景，并基于真实需求进行产品的二次开发与迭代，抢占消费级机器人蓝海市场；**3) 商业化落地提效**——整合涛涛车业的渠道资源与宇树的技术优势，为机器人在物流、安防巡检、商业服务等目标领域的快速商业化提供产能与市场基础，助力涛涛车业自身向智能科技领域跃迁。

图 54：涛涛车业与宇树科技签约



资料来源：公司公众号，长江证券研究所

图 55：涛涛车业北美本土化团队



资料来源：公司公众号，长江证券研究所

投资建议：全球化优势凸显，多赛道布局铸就成长潜力

电动低速车已成为公司核心增长引擎，2025 年营收占比升至 49.8%，该板块毛利率达 45.9%，产品结构持续优化带动公司整体盈利水平上行，北美为核心市场，营收占比超 90%，需求基本盘稳固。一方面依托“中国+东南亚+北美”全球化产能布局，叠加核心零部件自制率超 80%形成显著成本优势，有效应对美国反倾销、反补贴等贸易壁垒；另一方面建立起完善的经销商体系，全球经销商超 790 家，通过保障渠道利润，形成渠道高粘性，2025 年 Denago 品牌经销商新增 100 家达 270 家，渠道网络快速扩张，同时 Denago 品牌产品质价比突出，已成为美国高尔夫球车热门品牌，市场份额稳步提升。公司依托现有供应链、渠道资源横向延伸品类矩阵，户外特种车、越野摩托车所处市场规模稳步增长；电动滑板车、E-bike 全球市场维持高景气，双品牌战略布局；同时公司携手宇树科技、开普勒布局人形机器人，前瞻切入智能硬件赛道，打开长期成长想象空间。公司主业壁垒深厚、业绩增长确定性强，成长逻辑清晰，我们预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 12.17、16.79 和 22.41 亿元，对应 PE 分别为 22.81、16.53 和 12.39 倍，维持“买入”评级。

风险提示

- 1、行业竞争加剧。**若后续行业竞争进一步加剧，可能影响到公司业务的增长节奏以及盈利的相关表现。
- 2、海外渠道开拓不及预期。**公司全地形车业务销售场景均偏向线下，渠道开拓对于业务增长的助力较为重要。渠道开拓不及预期或影响公司营收增速表现。
- 3、新品研发节奏不及预期。**公司全地形车、摩托车等业务技术迭代相对较快，公司新品研发节奏若未能跟上，预计对收入增速以及市场份额等都会由较大的影响。
- 4、外部需求环境变化使得增速回落。**由于公司所布局产品仍以 C 端消费为主，如经济环境及居民消费预期持续回落，则可能对公司终端销售增长带来较大挑战。
- 5、盈利预测假设不成立或不及预期的风险。**由于外部环境的不确定性，原材料价格变动和竞争形势带来的影响无法准确评估，则可能对毛利率的变动假设不成立或者不及预期，则可能带来公司整体盈利预测跟最终实际情况存在较大差异的可能。

表 3：公司收入和利润的敏感性分析（单位：亿元）

项目	基准情形				悲观情形			
	2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	39.41	54.66	72.31	92.45	39.41	52.40	65.78	81.21
yoy	32.41%	38.67%	32.29%	27.86%	32.41%	32.96%	25.52%	23.46%
毛利率	41.48%	42.31%	43.96%	45.57%	41.48%	41.75%	42.79%	43.52%
归母净利润	8.16	12.17	16.79	22.41	8.16	11.42	14.63	18.29
yoy	89.29%	49.10%	37.96%	33.48%	89.29%	39.87%	28.13%	25.06%

资料来源：Wind，长江证券研究所

财务报表及预测指标

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	3941	5466	7231	9245	货币资金	1375	1300	1512	2000
营业成本	2307	3153	4052	5032	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	1635	2313	3179	4213	应收账款	939	1282	1668	2107
%营业收入	41%	42%	44%	46%	存货	1706	2180	2741	3330
营业税金及附加	13	21	28	36	预付账款	30	45	53	60
%营业收入	0%	0%	0%	0%	其他流动资产	105	112	122	133
销售费用	352	492	665	860	流动资产合计	4155	4920	6095	7630
%营业收入	9%	9%	9%	9%	长期股权投资	0	0	0	0
管理费用	159	219	304	407	投资性房地产	0	0	0	0
%营业收入	4%	4%	4%	4%	固定资产合计	729	910	1072	1215
研发费用	123	164	231	314	无形资产	559	587	614	640
%营业收入	3%	3%	3%	3%	商誉	177	177	177	177
财务费用	20	-25	-23	-27	递延所得税资产	49	68	68	68
%营业收入	1%	0%	0%	0%	其他非流动资产	238	274	274	274
加: 资产减值损失	-9	-9	-8	-8	资产总计	5906	6937	8301	10005
信用减值损失	-25	-20	-15	-10	短期贷款	858	858	858	858
公允价值变动收益	-4	0	0	0	应付款项	773	1007	1238	1468
投资收益	4	5	7	9	预收账款	0	0	0	0
营业利润	951	1440	1987	2652	应付职工薪酬	35	44	55	65
%营业收入	24%	26%	27%	29%	应交税费	146	191	246	305
营业外收支	-4	0	0	0	其他流动负债	290	351	413	474
利润总额	947	1440	1987	2652	流动负债合计	2101	2452	2810	3170
%营业收入	24%	26%	27%	29%	长期借款	0	0	0	0
所得税费用	131	223	308	411	应付债券	0	0	0	0
净利润	816	1217	1679	2241	递延所得税负债	27	26	26	26
归属于母公司所有者的净利润	816	1217	1679	2241	其他非流动负债	157	139	139	139
少数股东损益	0	0	0	0	负债合计	2286	2616	2975	3335
EPS (元)	7.50	11.16	15.40	20.55	归属于母公司所有者权益	3621	4320	5326	6670
现金流量表 (百万元)					少数股东权益	0	0	0	0
	2025A	2026E	2027E	2028E	股东权益	3621	4320	5327	6670
经营活动现金流净额	754	722	1108	1607	负债及股东权益	5906	6937	8301	10005
取得投资收益收回现金	3	5	7	9	基本指标				
长期股权投资	0	0	0	0		2025A	2026E	2027E	2028E
资本性支出	-212	-230	-230	-230	每股收益	7.50	11.16	15.40	20.55
其他	-109	-37	0	0	每股经营现金流	6.91	6.62	10.16	14.74
投资活动现金流净额	-318	-261	-223	-221	市盈率	33.51	22.81	16.53	12.39
债券融资	0	0	0	0	市净率	7.57	6.43	5.21	4.16
股权融资	9	0	0	0	EV/EBITDA	25.29	19.15	13.61	9.97
银行贷款增加 (减少)	1086	0	0	0	总资产收益率	15.6%	19.0%	22.0%	24.5%
筹资成本	-405	-488	-673	-898	净资产收益率	22.5%	28.2%	31.5%	33.6%
其他	-1145	-37	0	0	净利率	20.7%	22.3%	23.2%	24.2%
筹资活动现金流净额	-455	-525	-673	-898	资产负债率	38.7%	37.7%	35.8%	33.3%
现金净流量 (不含汇率变动影响)	-18	-64	212	489	总资产周转率	0.75	0.85	0.95	1.01

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
看淡	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间
中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
无投资评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C / (100020)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)



分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、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。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。