

增持 (首次)

涛涛车业 (301345)

休闲车出海领军者，一体化与本土化优势明显

2024年03月11日

市场数据

市场数据日期 2024-03-08

收盘价(元)	54.37
总股本(百万股)	109.33
流通股本(百万股)	25.30
净资产(百万元)	2864.1
总资产(百万元)	3873.08
每股净资产(元)	26.20

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关报告

分析师:

颜晓晴

yanxiaoqing@xyzq.com.cn

S0190521020002

苏子杰

suzijie@xyzq.com.cn

S0190522070005

王雨晴

wangyuqing@xyzq.com.cn

S0190523070007

研究助理:

周庆

zhouqing@xyzq.com.cn

投资要点

- 深耕休闲车行业，产品畅销欧美。公司成立于2015年，产品涵盖全地形车、电动滑板车、电动平衡车、电动自行车、电动高尔夫球车等。2017-2022年公司营收规模由4.9亿元增长至17.7亿元，5年CAGR为29.4%。
- 主业性价比显著，基本盘稳固。1) 小排量ATV：全球ATV市场相对稳定，未来9年小排量ATV(<400cc)稳中有升，公司小排量ATV性价比突出，有望受益行业增长。2) 电动滑板车：2023年全球产值近20亿美元，未来4年CAGR为14.1%，全球格局高度集中，公司产品矩阵持续完善，业务有望进一步扩张。3) 电动平衡车：2022年全球销额5亿美元，行业处于成长初期，全球格局分散；公司产品主打性价比与年轻化，份额有望稳步提升。
- 新业务空间广阔，加速打造第二曲线。1) 大排量ATV、UTV：未来大排量在ATV行业仍占主导地位且UTV已成全地形车行业销量增长主动力，公司积极布局，有望带来可观增量。2) 电动自行车：2023年全球销额319亿美元，未来7年CAGR为10%，市场份额分散；公司双品牌运营，已在北美建立起良好口碑。3) 电动高尔夫球车：2023年全球销额21.5亿美元，未来5年CAGR为5.7%，全球份额由外资寡头垄断；公司可发挥协同效应，复用原有渠道、供应链、品牌，发展潜力充足。
- 成本优势+运营优势，竞争力突出。1) 产业集群化（地处“永武缙”五金带）+产业一体化（核心零部件自产自研），控本能力突出；2) 全渠道网络+多品牌布局+本土化运营，运营能力突出。
- 盈利预测：公司为休闲车出海领军企业，依托成本优势与运营优势，新品类有望打造第二增长曲线。预计2023-2025年公司营收为21.25/27.74/36.26亿元；2023-2025年归母净利润为2.81/3.45/4.44亿元，3月8日收盘价对应动态PE为21.2/17.2/13.4，首次覆盖，予以“增持”评级。
- 风险提示：原材料价格大幅上涨、新渠道拓展不及预期、汇率风险

主要财务指标

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1766	2125	2774	3626
同比增长	-12.5%	20.4%	30.5%	30.7%
归母净利润(百万元)	206	281	345	444
同比增长	-15.0%	36.2%	22.8%	28.8%
毛利率	35.8%	40.7%	39.2%	39.0%
ROE	21.6%	9.3%	10.5%	12.3%
每股收益(元)	1.89	2.57	3.16	4.07
市盈率	28.8	21.2	17.2	13.4

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

注: 每股收益均按照最新股本摊薄计算

目录

1、公司：休闲车出海领军者，深耕行业多年	- 4 -
1.1、历史：深耕休闲车行业，产品畅销欧美	- 4 -
1.2、治理：公司股权集中，管理团队经验丰富	- 4 -
1.3、财务：营收稳步扩张，盈利逐步回升	- 5 -
2、成长：主业稳健，新业务空间广阔	- 8 -
2.1、全地形车：小排量优势明显，大排量+UTV 逐步发力	- 8 -
2.2、电动滑板车：全球市场快速增长，公司持续完善产品矩阵	- 10 -
2.3、电动平衡车：行业处于成长初期，公司主打性价比与年轻化	- 11 -
2.4、电动自行车：全球市场持续扩容，公司品牌建立口碑	- 12 -
2.5、高尔夫球车：行业空间广阔，公司积极布局	- 13 -
3、竞争：成本优势+运营优势	- 15 -
3.1、成本优势：产业集群化+产业一体化	- 15 -
3.2、运营优势：全渠道网络+多品牌布局+本土化运营	- 15 -
4、盈利预测与投资建议	- 17 -
5、风险提示	- 18 -

图目录

图 1、公司发展历程	- 4 -
图 2、涛涛车业股权结构（截至 23Q3）	- 4 -
图 3、2017 年至今公司营收及同比情况	- 5 -
图 4、2017 年至今公司营收产品结构	- 6 -
图 5、2017 年至今公司营收区域结构	- 6 -
图 6、2020-2022 年至今公司外销营收区域结构	- 6 -
图 7、2022 年公司外销国家/地区	- 6 -
图 8、涛涛车业与可比公司毛利率对比	- 7 -
图 9、公司内销外销毛利率对比	- 7 -
图 10、公司各产品类别毛利率对比	- 7 -
图 11、2017 至 23Q3 公司净利润及同比	- 7 -
图 12、涛涛车业与可比公司净利率对比	- 7 -
图 13、2020-2030 年全球全地形车销额规模（亿美元）	- 8 -
图 14、全球全地形车分产品销量（万辆）及同比	- 8 -
图 15、2021-2032 年全球 ATV 分排量段市场规模（十亿美元）	- 9 -
图 16、全球 ATV 行业格局（2018）	- 9 -
图 17、中国 ATV 出口量格局（2022）	- 9 -
图 18、2016-2027 年全球电动滑板车产值	- 10 -
图 19、2017-2025 年全球电动滑板车销量（万辆）及结构	- 10 -
图 20、全球电动滑板车销量市场格局（2020）	- 10 -
图 21、全球共享电动滑板车竞争格局（2022）	- 10 -
图 22、2022-2029 年全球电动平衡车销额（亿美元）	- 11 -
图 23、2018-2027 年全球电动平衡车出货量及同比	- 11 -
图 24、2020 年全球电动平衡车竞争格局	- 11 -
图 25、涛涛、九号电动平衡车均价对比	- 12 -
图 26、涛涛与九号电动平衡车毛利率对比	- 12 -
图 27、2018-2030 年全球电动自行车销额及同比	- 12 -

图 28、各地区 E-Bike 销量及渗透率	12 -
图 29、2023-2028 年全球高尔夫球车销额（十亿美元）	13 -
图 30、全球高尔夫球车分地区销额（百万美元）	13 -
图 31、2015-2022 年全球高尔夫球车需求量（万辆）	14 -
图 32、2022 年全球高尔夫球车销量地区分布	14 -
图 33、全球高尔夫球车 Top15 品牌销额份额（2021）	14 -
图 34、绿通科技高尔夫球车销额与销量	14 -
图 35、公司地处“永武缙”五金产业集群带	15 -
图 36、公司自制零部件成本优势明显	15 -
图 37、公司各类产品节约成本占产品营收比重	15 -
图 38、公司北美团队本土化人才 140 多人	17 -
图 39、公司“仓储式”销售模式示意图	17 -

表目录

表 1、涛涛车业管理团队介绍	5 -
表 2、ATV、UTV、SSV 对比	8 -
表 3、全球电动自行车主要市场及其本土品牌	13 -
表 4、公司品牌与渠道结构	16 -
表 5、公司品牌矩阵	16 -
表 6、公司分业务预测（单位：亿元）	18 -
表 7、可比公司估值水平对比	18 -

报告正文

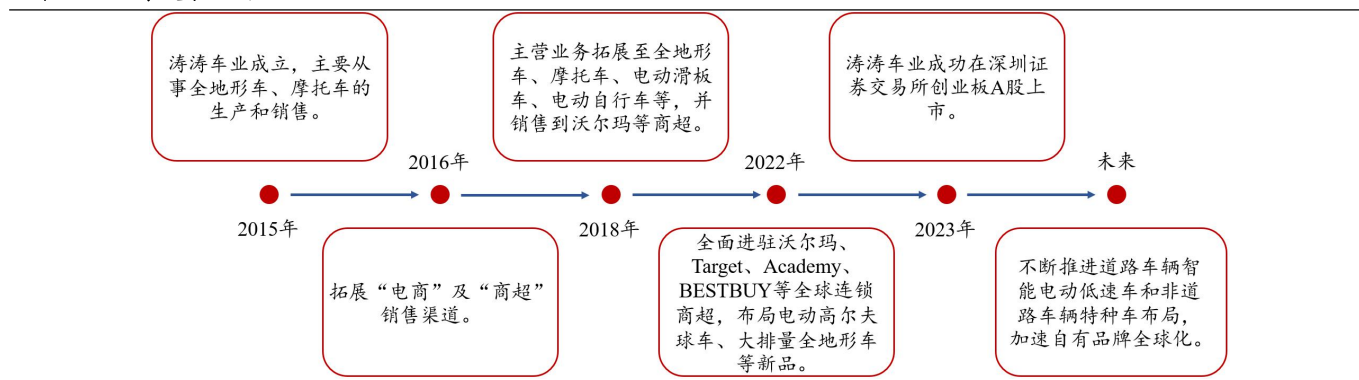
1、公司：休闲车出海领军者，深耕行业多年

1.1、历史：深耕休闲车行业，产品畅销欧美

(1) **2015-2016 年：公司初创，主营全地形车与越野摩托车。**公司成立于 2015 年，由创始人曹马涛先生和涛涛集团共同发起设立，主营全地形车与越野摩托车业务。涛涛集团成立于 1985 年，目前从事安全门业务，其实控人曹跃进夫妇为曹马涛先生的父母。2016 年公司成功拓展电商及商超渠道。

(2) **2017-至今：品类扩张，渠道拓展。**2017-2022 年公司步入快速扩张阶段，品类方面，2017 年开始切入电动滑板车、电动平衡车赛道，2022 年进一步布局电动高尔夫车、大排量全地形车等新品；渠道方面，2022 年公司全面入驻沃尔玛、Target、Academy、BESTBUY、亚马逊等全球连锁商超。2023 年公司正式在深交所创业板挂牌上市，公司进入发展新阶段。

图 1、公司发展历程



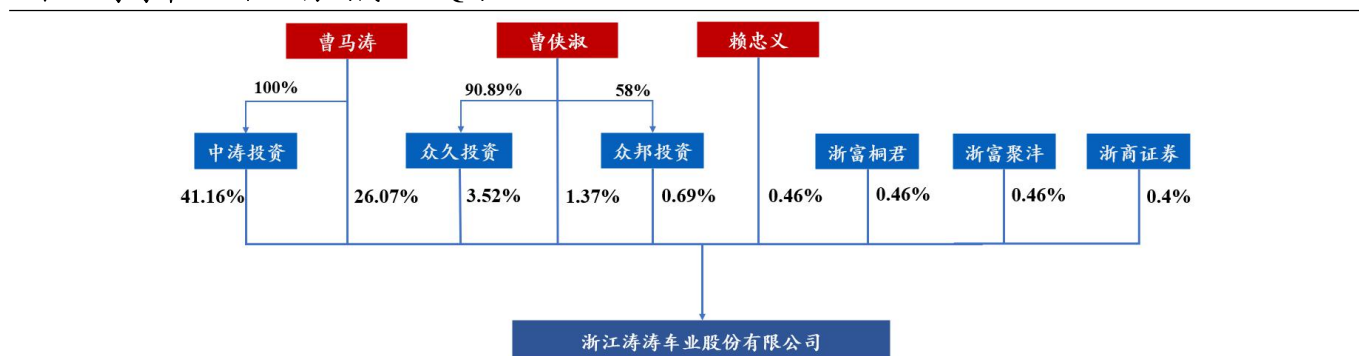
资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

1.2、治理：公司股权集中，管理团队经验丰富

公司股权集中，激励机制完善。截至 23Q3，公司实控人曹马涛先生合计持有 67.23% 股份，股权集中。公司于 2023 年 8 月 2 日发布股权激励计划，首次授予的股权激励对象为 64 人，拟授予的限制性股票数量为 128.72 万股，约占总股本的 1.18%。股权激励计划有效调动了员工的积极性，也彰显了公司长期发展的信心。

公司管理团队经验丰富。公司深耕行业多年，核心成员大多具备专业技术背景或管理背景，经验丰富。

图 2、涛涛车业股权结构（截至 23Q3）



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

表 1、涛涛车业管理团队介绍

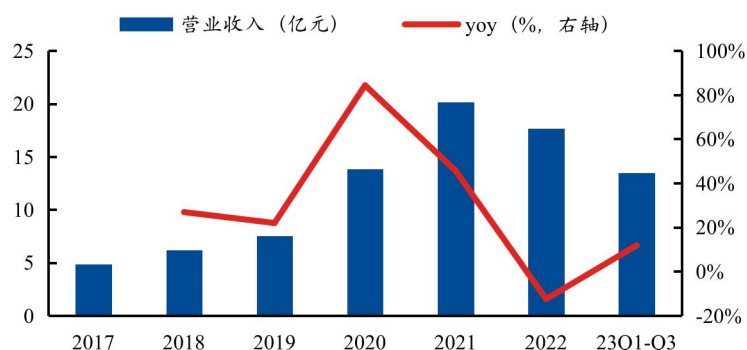
姓名	职务	出生年份	学历	履历
曹马涛	董事长、总经理	1984	大专	2007-2017 年任 TAOTAO USA 董事、总经理；2008-2018 年任 CANADA TT 董事；2016-2017 年任 TAO MOTOR 董事、总经理；2010-2019 年任杭州智周投资管理有限公司董事长；2016 年至今任 TAO MOTOR CANADA 董事、总经理；2017-2020 年任中涛投资执行董事、总经理；2020 年至今任中涛投资执行董事；2015 年创立涛涛车业，2015-2017 年任涛涛车业董事长，2017 年至今任涛涛车业董事长、总经理。
吴国强	董事、董事长助理	1959	大专	1980-1998 年历任永康电动工具厂班长、车间主任；1998-2013 年任浙江广鹰机械有限公司常务副总经理；2013 年至 2015 年任浙江哈尔斯真空器皿股份有限公司副总经理；2017 年至今任涛涛进出口执行董事、总经理；2015 年 12 月至今任涛涛车业董事、董事长助理。
姚广庆	董事、副总经理	1976	大专	2000-2002 年任涛涛铸造有限公司采购员；2002-2004 年任翔远实业采购经理；2004-2016 年任涛涛集团采购经理；2018-2019 年任众久投资执行事务合伙人；2016-2019 年任涛涛车业采购中心副总经理；2015 年至今任涛涛车业董事；2017 年至今任涛涛动力执行董事、总经理；2019 年至今任涛涛车业副总经理。
孙永	董事、董事会秘书、财务负责人	1973	本科	1996-2003 年历任永康天正会计师事务所有限公司审计助理、项目经理、部门经理；2003-2006 年历任天健会计师事务所(特殊普通合伙)高级项目经理、经理助理；2006-2009 年任永康天正会计师事务所有限公司副所长；2009-2011 年任永康龙天联合会计师事务所(普通合伙)所长；2011-2016 年任永康五金会计师事务所有限公司所长；2017 年至今任涛涛车业财务负责人、董事会秘书、董事。
姚广庆	副总经理	1976	大专	2000-2002 年任永康市涛涛铸造有限公司采购员；2002-2004 年任翔远实业采购经理；2004-2016 年任涛涛集团采购经理；2017 年至今任涛涛动力执行董事、总经理；2018-2019 年任众久投资执行事务合伙人；2016-2019 年任涛涛车业采购中心副总经理；2015 年至今任涛涛车业董事；2019 年至今任涛涛车业副总经理。
柴爱武	副总经理	1974	大专	1995-1997 年任江西南昌江东机床厂技术员；1997-1999 年历任上海新大洲摩托车有限公司开发部项目主管、工程师；1999-2006 年任西藏珠峰福州摩托车有限公司质量技术部部长；2006-2010 年任浙江太平工贸有限公司副总经理；2010-2015 年任涛涛集团事业部总经理；2013-2019 年任杭州恒涛实业有限公司执行董事、总经理；2015-2019 年任涛涛车业事业部总经理、董事；2019 年至今任涛涛车业副总经理。
楼贵东	副总经理	1970	大专	2000-2002 年任后吴机械厂车间主任；2002-2015 年历任翔远实业、涛涛集团研发中心总经理；2014-2019 年任远大金属监事；2016-2019 年任涛涛车业研发中心总经理；2019 年至今任涛涛车业副总经理。
朱红霞	副总经理	1973	本科	1993-2001 年历任深圳利达文塑胶五金制品厂生产文员、生产部经理；2002-2013 年历任翔远实业、涛涛集团办公室主任、行政副总经理；2012-2016 年任缙云县恒涛小额贷款股份有限公司副总经理；2017-2019 年任涛涛车业运营中心副总经理；2019 年至今任涛涛车业副总经理。

资料来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

1.3、财务：营收稳步扩张，盈利逐步回升

营收规模：2017-2022 年公司营收快速扩张，5 年 CAGR 达 29.4%。2017-2022 年公司营收规模由 4.9 亿元增长至 17.7 亿元，5 年 CAGR 为 29.4%。

图 3、2017 年至今公司营收及同比情况



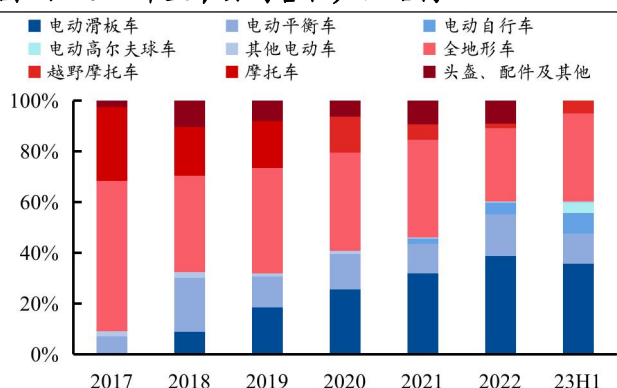
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

营收结构：以电动滑板车、全地形车为主，2022 年外销占比 99%

从产品结构看，公司产品矩阵逐步丰富，电动化趋势明显。2017-2022 年公司全地形车、越野摩托车等汽动类产品营收占比下降，电动平衡车、电动滑板车等电动类产品营收逐年提升。23H1 公司电动滑板车/电动平衡车/电动自行车/全地形车/越野摩托车占比分别为 32.8%/11.0%/7.6%/31.9%/4.5%。

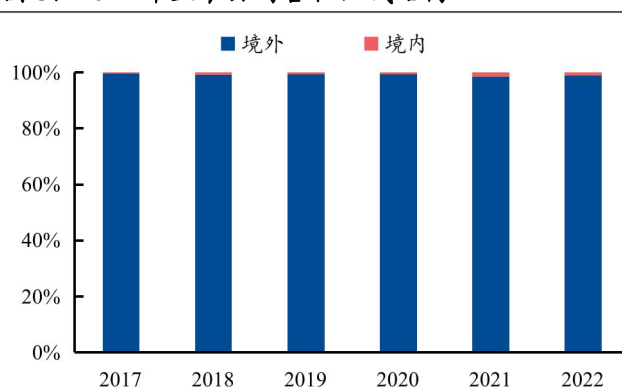
从区域结构看，公司外销占主导地位，北美市场占比最高。2017-2022 年公司外销营收占比 90%以上，2022 年外销营收占比高达 99.0%。从外销的地区分布看，美国为公司外销核心市场，欧洲、加拿大为公司重要市场。2022 年公司美国/欧洲/加拿大/美洲（除美加）、亚洲（除中国）、大洋洲、非洲的外销营收占比分别为 61.9%/21.0%/8.0%/6.0%/2.6%/0.3%/0.1%。

图 4、2017 年至今公司营收产品结构



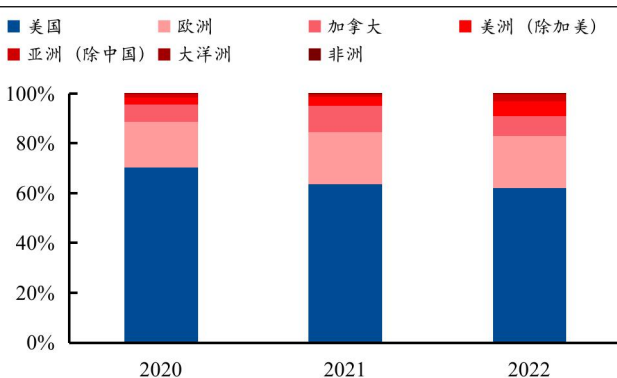
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 5、2017 年至今公司营收区域结构



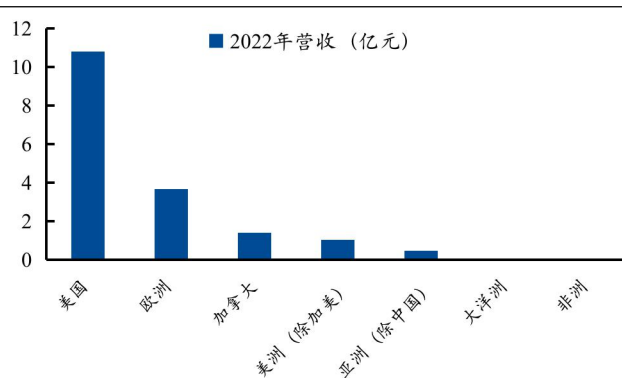
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 6、2020-2022 年至今公司外销营收区域结构



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 7、2022 年公司外销国家/地区



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

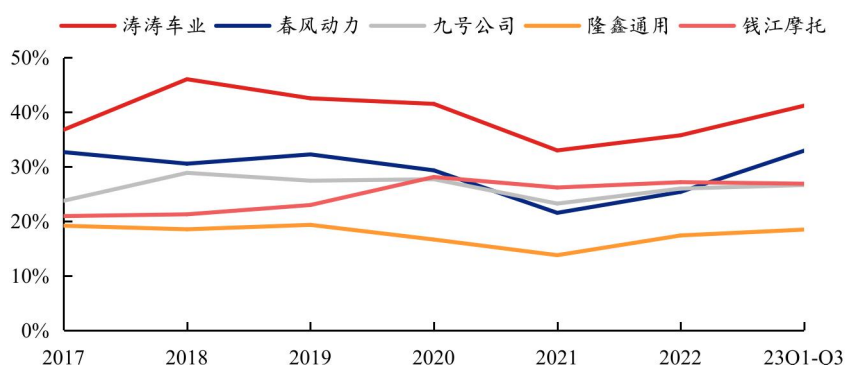
毛利率：领先可比公司，2021 年以来持续改善

2017 年至今公司综合毛利率整体在 35%到 45%之间波动，领先于行业可比公司。2018-2021 年受美国贸易政策影响，公司毛利率出现下滑；2021 年以来，公司综合毛利率持续改善。

分区域看，2022 年公司内销/外销毛利率为 49.0%/35.6%，内销毛利率反超外销。

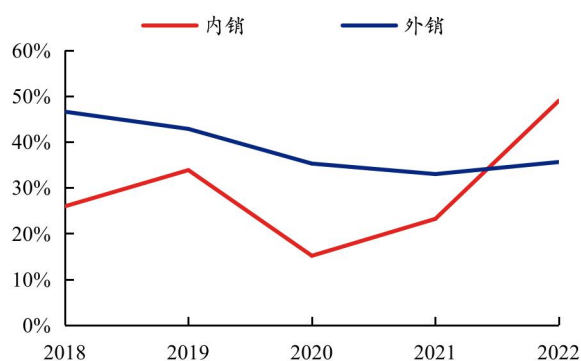
分产品看，23H1 年公司电动滑板车/电动平衡车/电动自行车/电动高尔夫球车/全地形车/越野摩托车毛利率分别为 51.3%/43.6%/53.6%/35.5%/32.9%/27.7%。

图 8、涛涛车业与可比公司毛利率对比



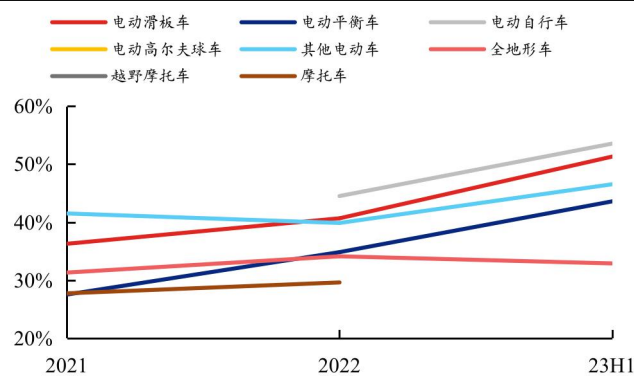
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 9、公司内销外销毛利率对比



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 10、公司各产品类别毛利率对比



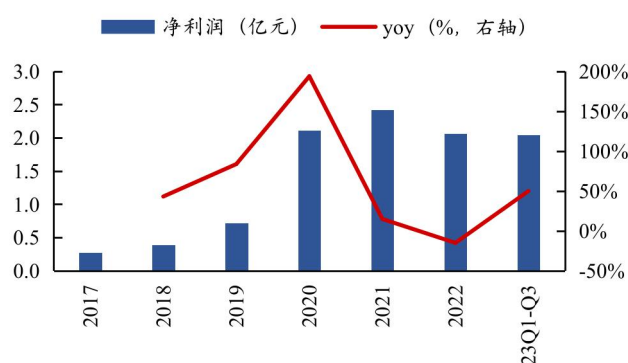
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

净利率：近年来稳定在 10% 到 15%，大幅领先可比公司

2017-2022 年公司净利润由 0.3 亿元增长至 2.1 亿元，5 年 CAGR 达 49.8%。

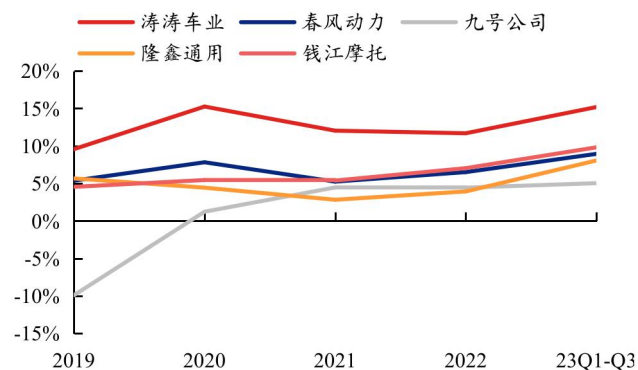
2019 年以来公司净利率基本稳定在 10% 到 15%，大幅领先于业内可比公司。

图 11、2017 至 23Q3 公司净利润及同比



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 12、涛涛车业与可比公司净利率对比



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

2、成长：主业稳健，新业务空间广阔

2.1、全地形车：小排量优势明显，大排量+UTV 逐步发力

(1) 产品：全地形车可分为 ATV、UTV、SSV

全地形车按功能不同，可分为四轮全地形车（ATV，All Terrain Vehicle）、多用途地形车（UTV，Utility Terrain Vehicle）、并排车（SSV，Side by Side Vehicle）。其中，ATV 和 SSV 更偏向于越野和赛车等休闲娱乐活动，UTV 则更偏向于提供载货或特殊作业等功能的工具车。

表 2、ATV、UTV、SSV 对比

类型	外观	座位	驾驶操作	应用场景
ATV	更小巧，没有装物的斗	单人	使用车把作为转向系统跨座驾驶，操作类似于摩托车	更适合狭窄的表面和快速转弯，通常用于越野、赛车等休闲娱乐活动，一种常见的户外动力设备-Powersports。
UTV	更大，有装物的斗	双人或多人	使用类似于汽车的方向盘，坐在座椅上驾驶，类似于汽车	专为崎岖地形、运输和公用事业任务而设计，更常作为一种工具车使用。
SSV	和 UTV 基础结构相同但没有装物的斗	双人或多人	拥有独特的并排座椅设置，操作方式与 UTV 相同	相较于更注重实用性与载物性能的 UTV,SSV 更注重越野，比赛的特性。

资料来源：公司微信公众号，兴业证券经济与金融研究院整理

(2) 行业：销额规模达百亿美元，行业呈结构性增长

①从销额看，据 Statista 统计，2020-2023 年全球全地形车行业销额规模由 80.6 亿美元增长至 100.5 亿美元，3 年 CAGR 达 7.6%；2030 年全球全地形车行业销额规模有望达到 193.2 亿美元，2023-2030 年 CAGR 为 9.8%。

②从销量看，全球全地形车经历两轮周期：第一轮周期为 1990s 到 2008 年，全球全地形车销量增长至 2005 年 138.3 万辆的峰值，随后下滑至 2009 年的 49.6 万辆。第二轮周期为 2009 年到 2022 年，ATV 市场常年稳定，但伴随 UTV 市场扩容，全球全地形车销量由 2009 年的 49.6 万辆增长至 2020 年的 115.5 万辆，随后市场销量又下滑至 2022 年的 93.0 万辆。

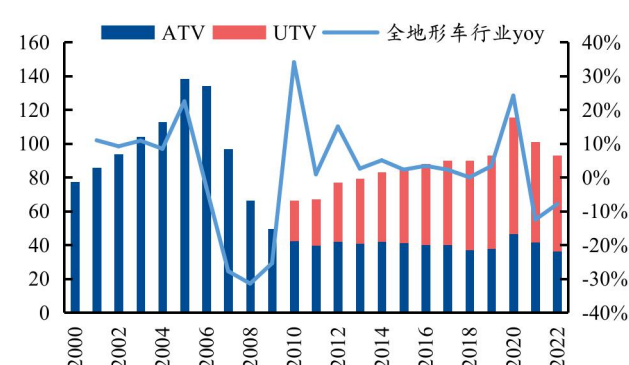
③分类型看，行业呈现结构性增长，UTV 增速快于 ATV。2010-2022 年 ATV 销量由 42.5 万辆下滑至 36.3 万辆，12 年 CAGR 为 -1.3%；UTV 销量由 24.0 万辆增长至 56.7 万辆，12 年 CAGR 为 7.4%；UTV 已成为推动行业销量增长主要驱动力。

图 13、2020-2030 年全球全地形车销额规模（亿美元）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

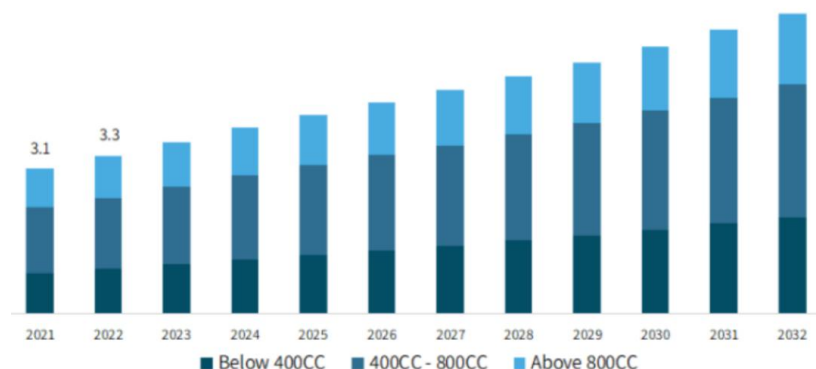
图 14、全球全地形车分产品销量（万辆）及同比



资料来源：北极星年报，Statista，兴业证券经济与金融研究院整理

④分排量看，各排量段占比相对稳定，小排量 ATV 增速略快于大排量 ATV。据 Gminsights 预测，2023-2032 年小排量 ATV（400CC 以下）排量市场销额 CAGR 略快于大排量 ATV（400-800CC、800CC 以上），但整体看，未来 10 年三个排量段的 ATV 市场销额占比相对稳定，400CC 以上市场仍占据主导地位。

图 15、2021-2032 年全球 ATV 分排量段市场规模（十亿美元）



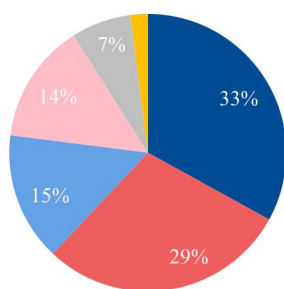
资料来源：Gminsights，兴业证券经济与金融研究院整理

(2) 格局：全球 CR5 超 90%，美日品牌份额领先

据 Statista 统计，全球 ATV 市场呈现美日品牌寡头垄断的格局，CR5 高达 96%。截至 2022 年，北极星、本田、庞巴迪、雅马哈、德事隆全球 ATV 份额分别为 33%、29%、15%、14%、7%。中国品牌方面，2022 年中国全地形车出口量 CR5 高达 97%，其中春风动力出口量份额达 74%，份额显著领先。

图 16、全球 ATV 行业格局（2018）

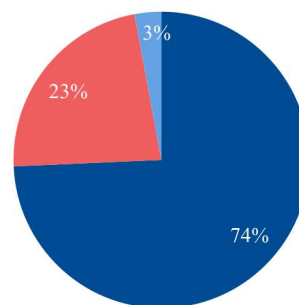
■ 北极星 ■ 本田 ■ 庞巴迪 ■ 雅马哈 ■ 德事隆 ■ 其他



资料来源：Statista，兴业证券经济与金融研究院整理

图 17、中国 ATV 出口量格局（2022）

■ 春风动力 ■ 涛涛车业、重庆润通、林海动力、华洋赛车 ■ 其他



资料来源：华经产业研究院，兴业证券经济与金融研究院整理

(3) 公司：小排量市场地位稳固，大排量及电动市场加快布局。

相比春风动力，公司全地形车以小排量为主（50cc-300cc），正积极布局大排量 ATV 及电动 ATV 市场。目前，公司 300cc ATV 和 250cc 运动款 ATV 均已逐步批量生产，650cc、800cc、1000cc 项目稳步推进；此外，电动 ATV、电动卡丁车等新车型也开启电动化征程，未来有望成为公司新的业绩增长点。

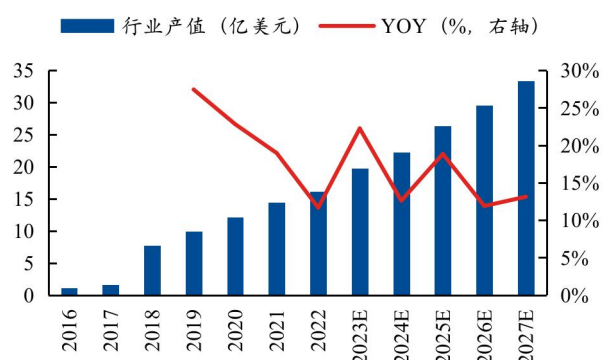
2.2、电动滑板车：全球市场快速增长，公司持续完善产品矩阵

(1) 行业：2023 年全球产值近 20 亿美元，未来 4 年 CAGR 为 14.1%

①从产值看，据 QYResearch 预计，2016-2023 年全球电动滑板车产值由 1.1 亿美元增长至 19.7 亿美元，7 年 CAGR 为 50.7%；未来 4 年全球电动滑板车仍保持较快增长，2023-2027 年行业产值有望由 19.7 亿美元进一步扩容至 33.4 亿美元，4 年 CAGR 为 14.1%。

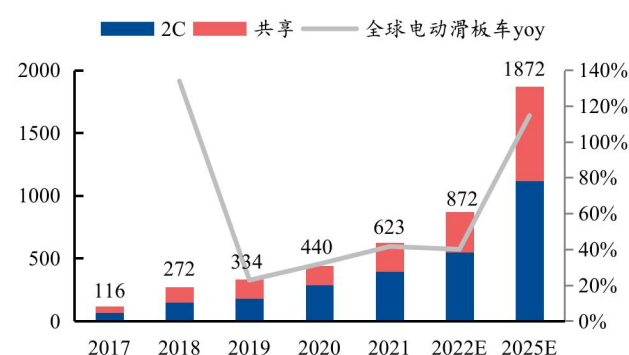
②从销量看，2017-2022 年全球电动滑板车销量由 116 万辆提升至 872 万辆，5 年 CAGR 为 49.6%；其中，2C 端由 64 万辆提升至 546 万辆，5 年 CAGR 为 53.4%；共享端由 52 万辆提升至 326 万辆，5 年 CAGR 为 44.3%。据研精毕智测算，2022-2025 年全球电动滑板车有望延续快增趋势，销量由 872 万台提升至 1872 万台。

图 18、2016-2027 年全球电动滑板车产值



资料来源：QYResearch，兴业证券经济与金融研究院整理

图 19、2017-2025 年全球电动滑板车销量（万辆）及结构

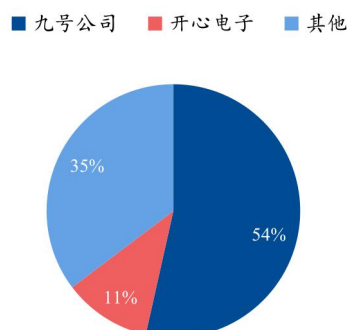


资料来源：研精毕智，兴业证券经济与金融研究院整理

(2) 格局：全球行业销量份额集中，共享端格局分散

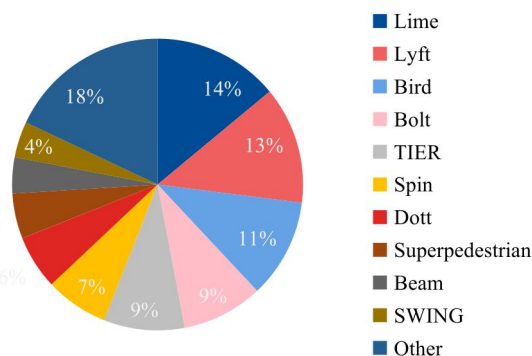
据华经产业研究院数据，全球电动滑板车市场格局高度集中，2020 年九号公司、开心电子份额达 54%、11%。从共享端看，据 Statista 统计，2022 年全球共享电动滑板车 CR5 为 56%，格局较为分散，外资品牌占据全球第一梯队，前五大品牌 Lime、Lyft、Bird、Bolt、TIER 全球份额分别为 14%、13%、11%、9%、9%。

图 20、全球电动滑板车销量市场格局（2020）



资料来源：华经产业研究院，兴业证券经济与金融研究院整理

图 21、全球共享电动滑板车竞争格局（2022）



资料来源：Statista，兴业证券经济与金融研究院整理

(3) 公司：产品矩阵持续丰富，业务规模快速扩张

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

公司持续丰富电动滑板车产品矩阵，2022 年推出 G5、FLEX、G3 PLUS；2023 年，推出通勤类产品 G6、高性能超级滑板车系列产品 GX1、GX2、GX3。2017-2022 年公司电动平衡车营收由 0.31 亿元提升至 6.87 亿元。

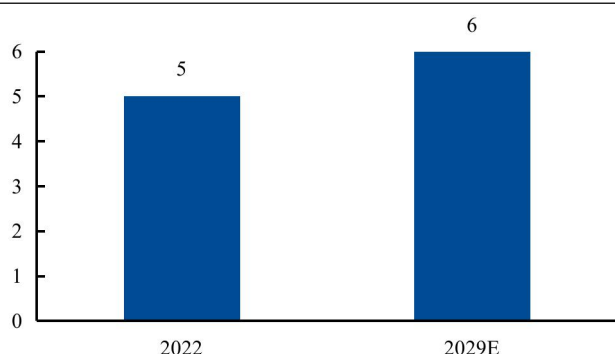
2.3、电动平衡车：行业处于成长初期，公司主打性价比与年轻化

(1) 行业：2022 年全球电动平衡车销额为 5 亿美元，行业处于成长初期

①从销额看，据 QY Research 统计，2022-2029 年行业销额有望由 5 亿美元提升至 6 亿美元，7 年 CAGR 为 2.6%，未来行业增势平稳。

②从销量看，据 GGII 统计，2018-2023 年全球电动平衡车出货量由 790 万辆提升至 1320 万辆，5 年 CAGR 为 10.8%；2027 年行业出货量有望进一步提升至 1800 万辆，2023-2027 年 CAGR 为 8.1%，未来 4 年行业出货量有望保持较快增长。

图 22、2022-2029 年全球电动平衡车销额（亿美元）



资料来源：QY Research，兴业证券经济与金融研究院整理

图 23、2018-2027 年全球电动平衡车出货量及同比

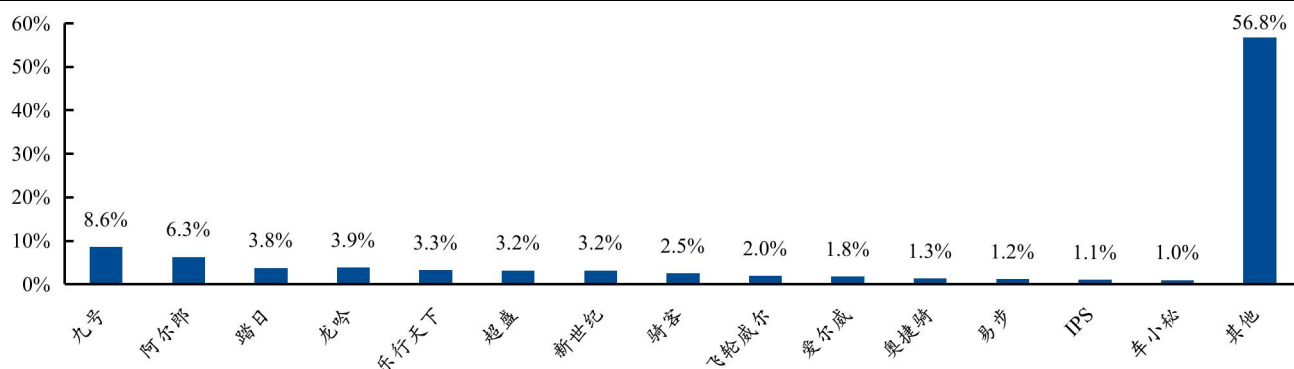


资料来源：GGII，兴业证券经济与金融研究院整理

(2) 格局：行业份额分散，2020 年全球 CR3 不足 20%

据 EV Tank 统计，2020 年全球电动平衡车前五大品牌九号（纳恩博）、阿尔郎、踏日、龙吟、乐行天下的份额分别为 8.6%、6.3%、3.8%、3.9%、3.3%。全球电动平衡车行业份额分散，2020 年全球 CR3 仅为 18.7%。

图 24、2020 年全球电动平衡车竞争格局



资料来源：EV Tank，兴业证券经济与金融研究院整理

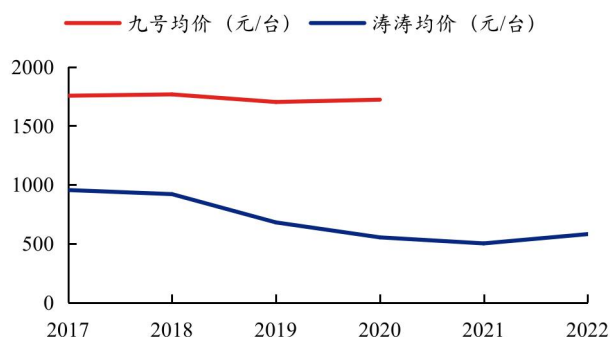
(3) 公司：主打性价比与年轻化，盈利能力突出

公司电动平衡车产品主打年轻化，产品外型个性时尚。从销量看，公司电动平衡车业务快速增长，2017-2022 年公司电动平衡车销量由 3.2 万台提升至 50.0 万台。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

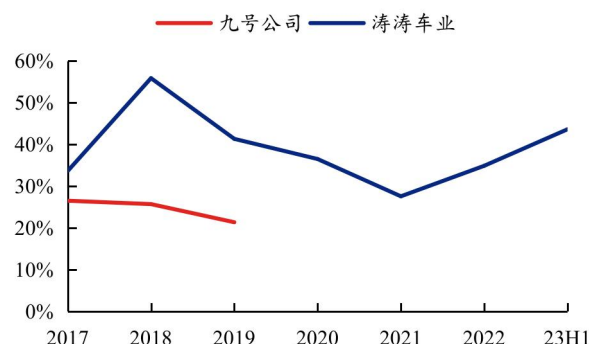
从价格看，公司电动平衡车主打性价比，2020年以来产品均价在500-600元，明显低于行业龙头九号公司。从盈利能力看，公司电动平衡车毛利率高于九号公司。

图 25、涛涛、九号电动平衡车均价对比



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 26、涛涛与九号电动平衡车毛利率对比



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

2.4、电动自行车：全球市场持续扩容，公司品牌建立口碑

(1) 行业：2023 年全球行业销额 319 亿美元，未来 7 年 CAGR 为 10%

①从销额看，据 Statista 统计，2018-2023 年全球电动自行车行业销额由 205 亿美元提升至 319 亿美元，5 年 CAGR 达 9.3%；未来全球电动自行车行业将继续保持较快增长，2023-2030 年行业销额有望由 319 亿美元进一步提升至 623 亿美元，未来 7 年 CAGR 为 10%。

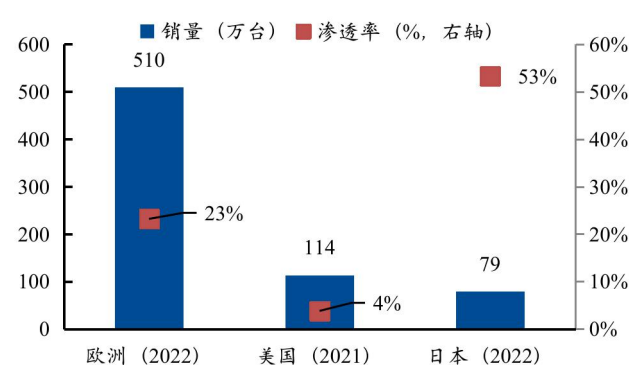
②从销量看，日本电动自行车渗透率最高，欧美渗透空间广阔。2022 年欧洲电动自行车销量为 510 万台，渗透达 23%；2021 年美国销量为 114 万台，渗透率达 4%；2022 年日本销量为 79 万台，渗透率为 53%。

图 27、2018-2030 年全球电动自行车销额及同比



资料来源：Statista，兴业证券经济与金融研究院整理

图 28、各地区 E-Bike 销量及渗透率



资料来源：八方股份年报，兴业证券经济与金融研究院整理

(2) 格局：全球市场份额分散，海外本土品牌强势

得益于近年来全球电动自行车市场的快速发展，电动自行车品牌大量涌现，行业份额高度分散，全球主要市场均存在实力较强的本土品牌。

表 3、全球电动自行车主要市场及其本土品牌

市场	市场特点	本土主要品牌
欧洲	E-bike 最主要的销售市场；荷、德、比、丹等国拥有悠久的自行车文化传统；骑行基础设施建设完善	VanMoof（荷兰）、Stromer（瑞士）、CAKE（瑞典）、Cowboy（比利时）、Brompton（英国）、Mate.Bike（丹麦）、ITALJET（意大利）、MoustacheBikes（法国）、Riese&Muller（德国）
美国	市场起步较晚，但增速较快	Aventon、Rad Power、Lectric、SUPER73
日本	最早研发、生产、销售 E-bike 的国家；渗透率较高，但市场容量小；主要替代公共交通	川崎
中国	传统电动车普及率高，市场基础较好；代工厂多，供应链完善	TENWAYS、Urtopia、大鱼智行、BAFANG、洪记两轮、极创

资料来源：36Kr，兴业证券经济与金融研究院整理

(3) 公司：双品牌运营，产品口碑优良

公司电动自行车业务采用双品牌运营策略，其中 DENAGO 定位高端专业品牌，主要布局高端经销渠道；GOTRAX 定位性价比年轻品牌，渠道以自建站及大型商超为主。公司电动自行车外观动感美学，采用智能电池、IOT 技术、汽车级“CAN”通讯、“OTA”远程控制技术等，受到消费者青睐，DENAGO 的 eBike 被 Bicycling、ELECTRIC BIKE REPORT、Cycle Volta 等多家权威媒体多次称赞并推荐。

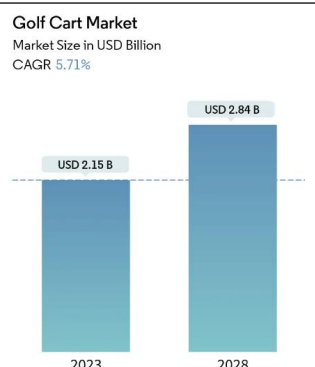
2.5、高尔夫球车：行业空间广阔，公司积极布局

高尔夫球车是为高尔夫球场、住宅、社区、景区、工厂等特定区域设计的场地专用车辆，由于这类车型最初是专为高尔夫球场设计开发，海外一般将这类场地专业车辆统称为“高尔夫球车”。

(1) 行业：2023 年全球销售额达 21.5 亿美元，未来 5 年 CAGR 为 5.7%

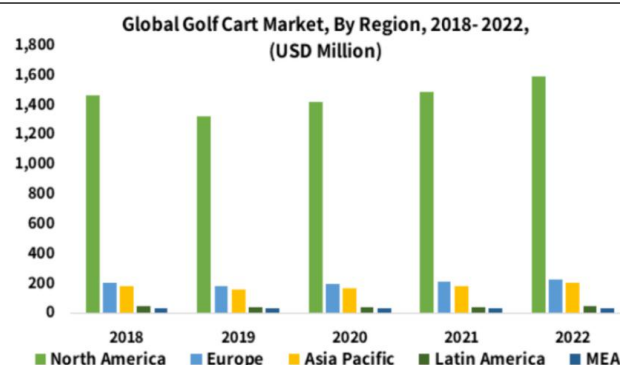
①从销额看，据 Mordor Intelligence 测算，2023-2028 年全球高尔夫球车销售额有望由 21.5 亿美元增长至 28.4 亿美元，未来 5 年 CAGR 为 5.7%。北美是全球高尔夫球车第一大市场，Gminsights 数据显示，2022 年北美市场高尔夫球车销售额约为 16 亿美元，预计全球占比超 70%。不断新增的高尔夫球场及持续拓展的非球场景是未来高尔夫球车行业扩容的驱动力。

图 29、2023-2028 年全球高尔夫球车销额（十亿美元）



资料来源：Mordor Intelligence，兴业证券经济与金融研究院整理

图 30、全球高尔夫球车分地区销额（百万美元）

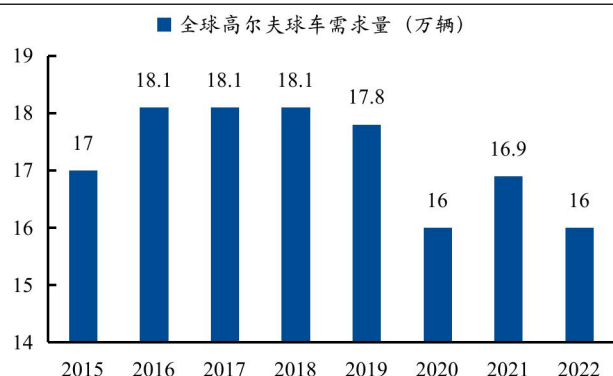


资料来源：Gminsights，兴业证券经济与金融研究院整理

②从销量看，全球高尔夫球车需求量相对稳定，据 Yamaha Fact Book 统计，2015-2022 年全球高尔夫球车需求量在 16-18 万辆之间。其中，北美是全球高尔夫球车需求量最大的区域，2022 年北美高尔夫球车需求量占全球的 71%。

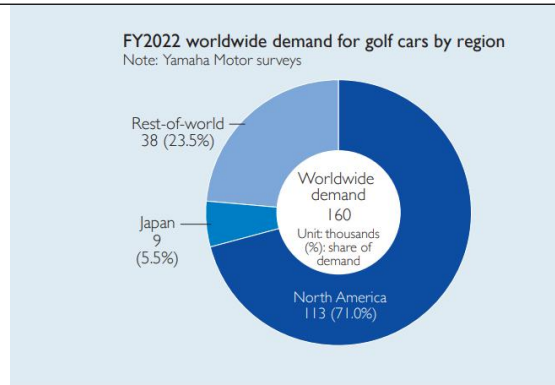
请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

图 31、2015-2022 年全球高尔夫球车需求量（万辆）



资料来源：Yamaha Fact Book，兴业证券经济与金融研究院整理

图 32、2022 年全球高尔夫球车销量地区分布

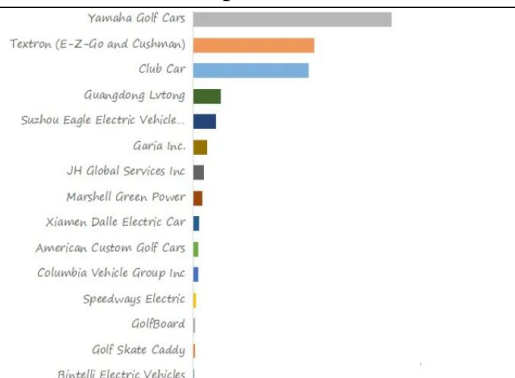


资料来源：Yamaha Fact Book，兴业证券经济与金融研究院整理

（2）格局：外资三大品牌寡头垄断，国产头部品牌位列全球第二梯队

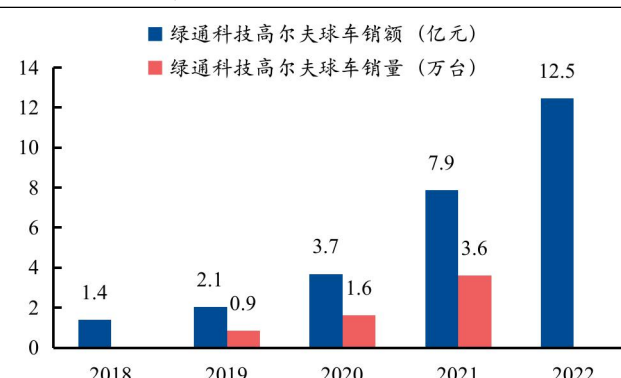
全球高尔夫球车相对份额集中，据 QYResearch 统计，2021 年全球高尔夫球车销售额 CR5 达 68%。Yamaha、E-Z-GO（Textron 旗下品牌）、Club Car 三大品牌外资处于寡头垄断地位；绿通科技、益高电动车、玛西尔、厦门戴尔乐等国产品牌位列全球高尔夫球车第二梯队。其中，绿通科技 2022 年高尔夫球车营收达 12.5 亿元，2021 年销量达 3.6 万台。

图 33、全球高尔夫球车 Top15 品牌销售额（2021）



资料来源：QYResearch，兴业证券经济与金融研究院整理

图 34、绿通科技高尔夫球车销额与销量



资料来源：绿通科技招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

（3）公司：加速布局电动高尔夫球车市场，发展潜力充足

2022 年初公司开始布局高尔夫球车赛道，可复用原有渠道、供应链、品牌，具有协同效应，具体表现为：

- ①**产品方面**，公司产品以轻量化、一体化、智能化为方向，22H2 公司首款电动高尔夫球车已实现小批量试产，并于 2023 年初面向海外销售，目前 Go-Trax 四座电动高尔夫球车在官网售价为 8999 美元。
- ②**渠道方面**，公司电动高尔夫球车可复用原有渠道，产品已上线公司自建站及 Bestbuy、劳氏等大型商超，目前正在积极拓展高端经销商渠道。
- ③**供应链方面**，一方面，公司全面进行降本增效的工艺改革，目前电动高尔夫球车整车底盘结构已实现 90%以上的铝合金车身；另一方面，深入锂电池技术研究，加速电动高尔夫球车实现充电、续航、安全、成本等方面的优势。

3、竞争：成本优势+运营优势

3.1、成本优势：产业集群化+产业一体化

(1) 产业集群化：地处“永武缙”五金产业集群带，区位优势明显

公司地处浙江“永武缙”千亿五金产业带，具有较强的区位优势。“永武缙”地区已形成汽车、摩托车整车及配件、电动车等产业集群，公司原材料可就近按需采购，流通环节少，采购及仓储成本占优。

图 35、公司地处“永武缙”五金产业集群带

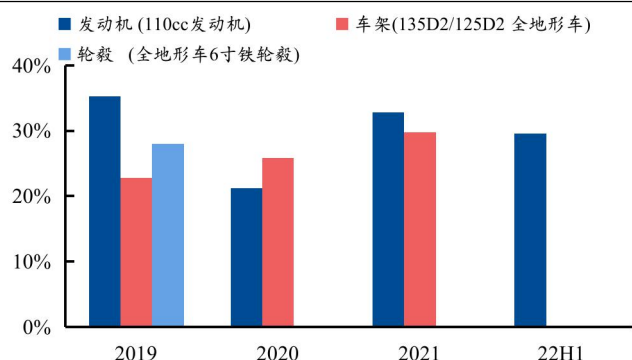


资料来源：高德地图，兴业证券经济与金融研究院整理

(2) 产业一体化：核心零部件自产自研，控本能力突出

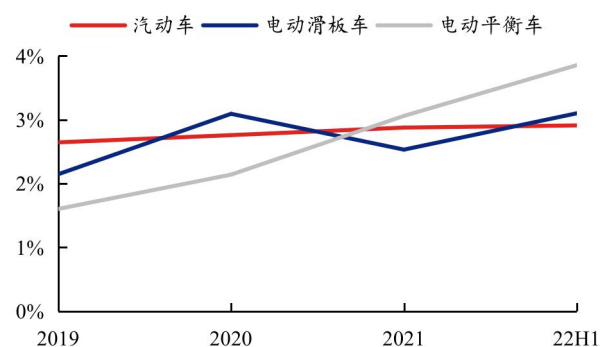
公司积极推动产业链一体化，如发动机、车架、轮毂、电机、电池（组装）、主电缆等部分核心部件已逐步实现自研自产，截至 23H1 公司配件自制率高达 70% 以上，控制整车产品质量的同时也有效降低产品制造成本。

图 36、公司自制零部件成本优势明显



资料来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理
注：差异率=（外购单位成本-自制单位成本）/外购单位成本

图 37、公司各类产品节约成本占产品营收比重



资料来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

3.2、运营优势：全渠道网络+多品牌布局+本土化运营

(1) 全渠道网络：海外渠道全覆盖，渠道运营能力强

公司积极在全球市场进行多渠道布局，已建立包括大型连锁商超、自有网站、第三方电商平台、批发商、零售商、经销商网络等在内的线上、线下全渠道营销网络，销售渠道优势凸显。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

表 4、公司品牌与渠道结构

类别	渠道		主要平台	代表产品	主要客户
自主品牌	线上	电商平台	亚马逊	电动滑板车 电动平衡车	终端客户
		自有网站	VELOZ 下属电商销售网站	汽动全地形车 摩托车	终端客户
			GOLABS 下属电商销售网站	电动滑板车 电动平衡车	终端客户
	线下	批发商、零售商	TAO MOTOR(主要线下销售汽动产品) GOLABS(主要线下销售电动产品) 涛涛车业(线下销售全系列产品)	全系列产品	沃尔玛、亚马逊、SMART TOYSLLC、TARGET 等
ODM	线下	境内批发商、零售商	涛涛车业	全系列产品	SUNDANCE GS LLC、 MGTSS.A.、GO-VEKS、 LOGICOM S.A 等

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

①**大型连锁商超**：公司已成为 WALMART、TARGET、ACADEMY、BestBuy 等多家大型连锁超市在北美市场电动滑板车和电动平衡车的主要供应商之一，并持续拓展电动自行车、电动高尔夫球车等新品类。截至 2022 年，公司已入驻 WALMART 4000 多家、TARGET 1800 多家、ACADEMY 250 多家、BestBuy 170 多家，同时正逐步开拓和进入 TSC、劳氏等垂直品类的大型专业商超。

②**线上渠道**：公司已布局亚马逊、沃尔玛、EBAY 等 10 余家第三方电商平台及 14 家自有销售网站。公司电动滑板车产品在亚马逊网站销售排行榜排名靠前，其他产品的线上销售金额也在逐步增加。

③**批发商&零售商**：公司在北美拥有合作多年、关系良好的 600 多家批发商和零售商网点，同时包括 SOFLOW、ASPEKT LLC 等欧洲当地大型批发商、零售商等，产品畅销全球五十多个国家和地区。

④**经销商渠道**：截至 23H1，公司在北美市场的经销商数量达 280 多家，并进一步拓展新兴品类高端经销商渠道，目前公司电动自行车拥有高端经销商 300 多家、电动高尔夫球车拓展经销商 60 多家。

(2) 多品牌布局：全球品牌矩阵完备，品牌议价能力突出

公司旗下拥有 TAO MOTOR、DENAGO 和 GOTRAX 三大主力品牌，其中：TAO MOTOR 主打“实用、乐趣、动感”，主要产品包括全地形车、摩托车、电动高尔夫球车等，以自建站、经销商为主；DENAGO 主打“高端、专业、活力”，主要产品包括 e-Bikes、电动低速车等，以高端经销商为主；GOTRAX 主打“新潮、环保、高性能”，主要产品包括 e-Bikes、电动滑板车、电动低速车等，以自建站、大型商超为主。截至 2023 年，公司自有品牌营收占比达 60%。

表 5、公司品牌矩阵

主力品牌	 TAO MOTOR	 DENAGO	 GOTRAX
品牌主张	实用、乐趣、动感”	高端、专业、活力	新潮、环保、高性能
渠道布局	以经销商为主	以高端经销商为主	以自建站、大型商超为主
主要产品	全地形车、摩托车、 电动高尔夫球车	e-Bikes、 电动低速车 (LSV)	e-Bikes、电动滑板车、 电动低速车 (LSV)

资料来源：公司官网，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

(3) 本土化运营：专业化海外团队，仓储式销售模式

公司在北美市场具备“国内生产、国外存放、跨境销售、当地服务”的本土化运营优势，具体体现为：

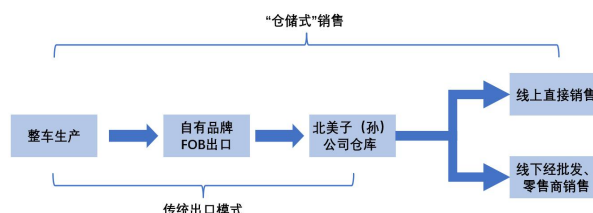
- ①**本土化团队**：北美销售前端主要为美国当地人，分不同产品、渠道和品牌组建销售队伍，直接面对终端市场，贴近消费者，可以高效、快速拓展市场份额；
- ②**本土化仓储**：“仓储式”销售是指公司在境外自设仓库，提前储备一定库存，按照需要直接以现货交付，能够有效克服工厂与客户的地理隔离和时间差，促进交易顺利进行。目前公司已在美国得克萨斯州、加利福尼亚州、乔治亚州、印第安纳州设立 4 个销售仓储中心，在加拿大多伦多设立 1 个销售仓储中心。
- ③**本土化售后**：公司积极利用北美本土运营团队的优势，及时接收和反馈客户问题，并提供良好的就近售后服务，极大提升了客户体验。公司现有境外仓库中近 5000 平方米专门用于存放各式配件，方便客户采购以售后维修。

图 38、公司北美团队本土化人才 140 多人



资料来源：公司微信公众号，兴业证券经济与金融研究院整理

图 39、公司“仓储式”销售模式示意图



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

4、盈利预测与投资建议

预计 2023-2025 年公司营收增速分别为 20% /31% /31%，其中智能电动低速车收入增速为 29% /31% /31%；特种车收入增速为 15% /38% /33%；其他收入增速为 -20% /-10% /3%。

公司为休闲车出海领军企业，依托成本优势与运营优势，新品类有望打造第二增长曲线。预计 2023-2025 年公司营收为 21.25 /27.74 /36.26 亿元；2023-2025 归母净利润为 2.81 /3.45 /4.44 亿元，3 月 8 日收盘价对应动态 PE 为 21.2 /17.2 /13.4，首次覆盖，予以“增持”评级。

表 6、公司分业务预测（单位：亿元）

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	20.18	17.66	21.25	27.74	36.26
YOY	46%	-12%	20%	31%	31%
智能电动低速车	9.31	10.65	13.75	17.99	23.63
YOY	68%	14%	29%	31%	31%
占比	46%	60%	65%	65%	65%
特种车	8.98	5.42	6.24	8.62	11.46
YOY	24%	-40%	15%	38%	33%
占比	44%	31%	29%	31%	32%
其他	1.89	1.58	1.26	1.14	1.17
YOY	78%	-16%	-20%	-10%	3%
占比	9%	9%	6%	4%	3%

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

表 7、可比公司估值水平对比

	2022A	2023E	2024E	2025E
春风动力	24.0	17.3	14.0	11.0
九号公司	48.3	36.4	28.6	20.2
隆鑫通用	18.9	10.7	8.9	7.6
钱江摩托	20.8	14.7	12.3	9.8
涛涛车业	28.8	21.2	17.2	13.4

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

注：可比公司估值采用 Wind 一致预期（截至 2024 年 3 月 8 日）

5、风险提示

- 1) **原材料价格大幅上涨。**公司产品主要大宗原材料为钢、铝等，若大宗原材料价格大幅上涨，将对公司盈利能力造成压力。
- 2) **新渠道拓展不及预期。**公司新业务开展需拓展北美经销商渠道，若渠道拓展不及预期，将影响公司营收及业绩增速。
- 3) **汇率风险。**公司外销占比高，外汇敞口大，汇率大幅波动将影响公司盈利水平。

附表

资产负债表				
单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	1273	3275	3601	4045
货币资金	191	1945	1960	2029
交易性金融资产	0	0	0	0
应收票据及应收账款	288	282	378	506
预付款项	22	25	32	42
存货	723	979	1181	1411
其他	49	44	50	56
非流动资产	418	464	520	571
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	302	354	404	458
在建工程	2	11	13	11
无形资产	38	38	38	37
商誉	0	0	0	0
长期待摊费用	1	1	1	1
其他	74	59	65	65
资产总计	1690	3739	4121	4616
流动负债	652	640	756	921
短期借款	264	189	199	218
应付票据及应付账款	294	360	465	611
其他	94	92	91	92
非流动负债	85	83	88	93
长期借款	9	13	16	21
其他	76	70	71	72
负债合计	737	723	844	1014
股本	82	109	109	109
资本公积	55	1935	1935	1935
未分配利润	771	915	1167	1480
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	954	3016	3278	3602
负债及权益合计	1690	3739	4121	4616

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
归母净利润	206	281	345	444
折旧和摊销	21	31	40	51
资产减值准备	15	-5	10	11
资产处置损失	0	0	0	0
公允价值变动损失	2	1	1	1
财务费用	-19	-39	-62	-62
投资损失	10	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0
营运资金的变动	-212	-176	-216	-240
经营活动产生现金流量	39	91	118	206
投资活动产生现金流量	-76	-84	-96	-103
融资活动产生现金流量	-37	1747	-7	-34
现金净变动	-70	1754	15	69
现金的期初余额	213	191	1945	1960
现金的期末余额	143	1945	1960	2029

利润表				
单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	1766	2125	2774	3626
营业成本	1134	1260	1688	2211
税金及附加	5	6	8	10
销售费用	254	374	487	635
管理费用	72	106	137	174
研发费用	64	85	111	141
财务费用	-15	-39	-62	-62
其他收益	14	15	15	18
投资收益	-10	0	0	0
公允价值变动收益	-2	-1	-1	-1
信用减值损失	-5	-4	-4	-4
资产减值损失	-10	-10	-10	-10
资产处置收益	0	0	0	0
营业利润	240	333	405	520
营业外收入	1	1	1	1
营业外支出	3	3	0	0
利润总额	237	331	405	520
所得税	31	50	60	75
净利润	206	281	345	444
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	206	281	345	444
EPS(元)	1.89	2.57	3.16	4.07

主要财务比率				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
成长性				
营业收入增长率	-12.5%	20.4%	30.5%	30.7%
营业利润增长率	-16.0%	38.9%	21.5%	28.4%
归母净利润增长率	-15.0%	36.2%	22.8%	28.8%
盈利能力				
毛利率	35.8%	40.7%	39.2%	39.0%
归母净利率	11.7%	13.2%	12.4%	12.3%
ROE	21.6%	9.3%	10.5%	12.3%
偿债能力				
资产负债率	43.6%	19.3%	20.5%	22.0%
流动比率	1.95	5.11	4.76	4.39
速动比率	0.84	3.58	3.20	2.86
营运能力				
资产周转率	1.11	0.78	0.71	0.83
应收账款周转率	7.30	7.17	8.17	7.95
存货周转率	1.60	1.45	1.53	1.67
每股资料(元)				
每股收益	1.89	2.57	3.16	4.07
每股经营现金	0.36	0.84	1.08	1.88
每股净资产	8.72	27.59	29.98	32.95
估值比率(倍)				
PE	28.8	21.2	17.2	13.4
PB	6.2	2.0	1.8	1.7

数据来源: 天软, 兴业证券经济与金融研究院整理
注: 每股收益均按照最新股本摊薄计算

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：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；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%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
	行业评级	推荐	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
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并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相关的其他任何损失承担任何责任。

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，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

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。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn