

安孚科技 (603031.SH)

增持 (维持)

收购南孚电池股权并实现并表, 转型小型消费电池

公司的子公司通过两次现金收购已持有亚锦科技 51% 股权, 从而间接控制亚锦科技及其核心资产南孚电池; 而公司原百货业务年初已完成出售, 目前上市公司主业就是南孚电池的业务。南孚电池是国内碱性电池领军企业, 占据国内碱性一次电池 8 成零售市场份额, 品牌影响力遥遥领先; 南孚较早就形成完善的产品研发与创新机制, 并自主控制核心的制造装备, 过去持续迭代一次小电池并开始加大新业务培育。未来随着碱性电池对碳性电池的进一步替代以及消费需求的自然增长, 国内碱性电池市场仍有望维持一定增速; 而公司通过现有业务、新品类培育以及国际市场开拓, 有望实现更好的增长。首次覆盖, 给予“增持”评级与 60-70 元目标价。

- **收购南孚电池部分股权并实现并表。** 今年 1 月, 公司持股 54% 的子公司安孚能源向宁波亚丰支付 24 亿购买其持有的亚锦科技 36% 股权; 今年 5 月安孚能源以 13.5 亿元购买亚锦科技 15% 股权。公司通过子公司持有亚锦科技 51% 股权, 从而间接控制了亚锦科技核心资产南孚电池; 同时, 公司今年初就完成了原有百货零售业务出售, 因此目前上市公司主业就是南孚电池的相关业务。
- **南孚是国内一次碱性电池市场领导者, 品牌力遥遥领先。** 南孚是国内最早的碱性电池企业之一, 定位中高端消费市场, 在产品研发与创新方面保持引领, 自主把控制造装备体系, 并且发展历史上一一直重视品牌塑造和渠道管理。经过几十年的沉淀, 南孚品牌深入人心, 目前占据国内碱性一次电池 8 成零售市场份额, 碱性销量在国内近 30 年保持第一, 品牌力亦长年蝉联第一。南孚电池近几年保持 50% 以上毛利率及 18% 以上净利润率, 加上较好的资产周转率, 实现了 30% 以上的 ROA 及强劲的净资产回报率。
- **碱性电池有望保持一定增长, 小电池的应用场景越来越多。** 锌锰电池的应用场景端聚集了大量日常必需品, 并且是耗材型需求, 存量市场更换需求就比较稳定。同时, 随着电器产品增多及更多新兴家居电子产品应用, 也带来了较大的增量需求。此外, 碱性电池相对于碳性电池更环保安全, 且电性能更好; 目前我国碱性电池渗透率已超 50%, 未来仍有较大的提升空间。而从商品业态看, 一次消费电池是消费者选择的必选消费品, 更换频率比较高, 头部品牌的品牌影响与溢价比较明显, 有望保持比较好的回报率。除碱性电池外, 其余小型/微型电池的新应用场景随着可穿戴、物联网发展正在涌现。
- **加速布局新品, 积极开拓海外市场。** 南孚较早就开始新品培育和新业务拓展, 在一次消费电池方面, 除南孚品牌外, 也推出丰蓝、益圆碳性电池、传应纽扣电池、TENAVOLTS 充电锂电池等品牌; 同时, 公司加大海外市场布局, 国际业务实现突破。新门类方面, 在子公司引入管理层持股: 南孚持股 51% 的深圳鲸孚科技重点发展物联电池, 并综合南孚渠道代理国外知名消费品牌等业务; 南孚持股 80% 的南孚新能源, 重点发展智能穿戴用微型锂电池业务; 上市公司持股 40% 的合孚智慧能源主要发展储能业务。
- **投资建议:** 公司收购南孚电池部分股权并实现并表, 目前公司主业就是南孚相关业务, 实现了向消费电池转型。首次覆盖, 给予“增持”评级与 60-70 元目标价。
- **风险提示:** 企业治理与股权结构风险, 新产品损失风险, 竞争与冒牌产品风险。

财务数据与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	1766	1677	4292	4854	5570
同比增长	-7%	-5%	156%	13%	15%
营业利润(百万元)	1	(53)	839	936	1083
同比增长	-94%	-3641%	-1695%	11%	16%
归母净利润(百万元)	(7)	(51)	156	181	209
同比增长	-143%	678%	-404%	16%	16%
每股收益(元)	-0.06	-0.46	1.39	1.62	1.87
PE	-915.9	-117.7	38.7	33.4	28.8
PB	9.8	10.7	8.5	7.2	6.1

资料来源: 公司数据、招商证券

中游制造/电力设备及新能源
目标估值: 60.00 - 70.00 元
当前股价: 53.9 元

基础数据

总股本(万股)	11200
已上市流通股(万股)	11200
总市值(亿元)	60
流通市值(亿元)	60
每股净资产(MRQ)	5.3
ROE(TTM)	-3.0
资产负债率	47.4%
主要股东	宁波亚丰电器有限公司
主要股东持股比例	15.0%

股价表现



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

游家训 S1090515050001

youjx@cmschina.com.cn

正文目录

一、公司概况	5
1.1、整合南孚部分股权并实现并表，转型小型消费电池	5
1.2、股权结构与企业治理	5
1.3、亚锦科技与南孚电池概况	8
二、南孚是国内碱性电池领导者，品牌力遥遥领先	11
2.1 品牌力遥遥领先	11
2.2. 渠道优势突出	12
2.3 注重研发创新	13
2.4 规范的供应链，自主把控制造装备体系	14
三、碱性一次电池需求有望保持一定增速，小型/微型电池应用会更多	15
四、加速布局新品，积极开拓海外市场	18
盈利预测	21
风险提示	21

图表目录

图 1: 上市公司当前股权结构	6
图 2: 南孚电池历史沿革	8
图 3: 碱性电池毛利率对比 (%)	11
图 4: 碱性电池单价对比 (元/支)	11
图 5: ROE 对比 (南孚采用亚锦科技数据)	12
图 6: ROA 对比 (南孚采用亚锦科技数据)	12
图 7: 销售费用率对比	12
图 8: 南孚销售渠道丰富	12
图 9 南孚业务的销售构成 (百万元)	13
图 10 南孚业务的销售构成 (百分比)	13
图 11: 各公司研究费用对比 (亿元)	14
图 12: 各公司专利数量对比	14
图 13: 南孚针对不用电器应用进行特性研究	14
图 14: 南孚聚能环电池迭代	14

图 15: 碱性锌锰电池构造示意图	15
图 16: 碳性锌锰电池构造示意图	15
图 17: 锌锰电池行业产业链示意图	15
图 18: 我国锌锰电池出口数量	15
图 19: 全球电力在终端能源消费中占比 (%)	16
图 20: 终端用电场景展望	16
图 21: 全球物联网连接设备数	16
图 22: 南孚传应物联电池应用场景	16
图 23: 我国碱性电池年出口量和出口额	17
图 24: 我国碳性电池年出口量和出口额	17
图 25: 南孚消费电池产品系列	18
图 26: 公司传应物联网电池的解决方案	19
图 27: 传应物联网电池的目标应用市场展望	19
图 28: 公司海外业务发展情况	20
图 29: 安孚科技历史 PE Band	22
图 30: 安孚科技历史 PB Band	22
表 1: 原大股东陈学高协议转让股权统计	5
表 2: 安孚能源股权情况 (至 2022 年 4 月)	6
表 3: 亚锦科技主要股东情况 (截止日期见备注)	6
表 4: 公司董事会构成 (非独立董事)	7
表 5: 公司管理层构成	7
表 6: 南孚主要产品情况	8
表 7: 南孚电池财务数据	9
表 8: 亚锦科技年报摘要	9
表 9: 亚锦科技现金流情况	10
表 10: 亚锦科技资产回报率情况	10
表 11: 中国干电池品牌力排名	11
表 12: 南孚电池销售模式	12
表 13: 公司申请专利情况	14
表 14: 碱性锌锰电池与碳性锌锰电池性能对比	16
表 15: 公司新门类业务拓展	18

表 16: 2021 年鲸孚公司财务情况.....	18
表 17: 2019 年全球碱性锌锰电池主要企业产销份额	19
表 18: 南孚前五大客户 (万元)	20
表 19: 业绩预测.....	21
附: 财务预测表.....	23

一、公司概况

1.1、整合南孚部分股权并实现并表，转型小型消费电池

整合南孚部分股权并实现并表：公司原名为安德利百货，成立于1999年，2016年在上交所主板上市，主要从事国内三、四线城市及农村市场的百货零售业务；但通过资产整合和重组，公司成功整合南孚电池部分股权：

1、2022年1月18日公司完成第一次资产重组：公司通过持股54%的子公司安孚能源向宁波亚丰（原名福建南平大丰电器有限公司）支付24亿购买其持有的亚锦科技36%的股权；同时，向原大股东陈学高出售所持安德利工贸100%股权，并获得宁波亚丰所持有的亚锦科技的15%股份对应的表决权（有效期至安孚能源获得51%股权止）。此次重组后，上市公司通过子公司持有亚锦科技51%的表决权，并开始并表，上市公司主业就是南孚电池公司相关业务。宁波亚丰承诺2022-2024年亚锦科技扣非归母净利润分别不低于6.16、6.57、6.98亿元（剔除亚锦科技对深圳鹏博实业集团有限公司的股权投资可能对净利润造成的一切损益影响）。

2、2022年5月23日公司完成第二次资产重组：子公司安孚能源向宁波亚丰支付13.5亿（先支付，通过非公开发行股票方式筹集资金后置换）购买其持有的亚锦科技15%的股权；5月23日，该15%股权完成过户；上市公司通过安孚能源持有亚锦科技51%的股权，从而间接持有其核心资产南孚电池。

实现向小型消费电池转型。公司在1月份即通过安孚能源持有亚锦科技36%股权及15%表决权，并且已经完成原有百货零售业务的出售，因此之后亚锦科技即开始并表，且并表主业就是亚锦核心资产南孚电池业务（但并表归母的权益对应的是36%的亚锦股权）；而从5月份开始，公司通过安孚实际持有51%亚锦股权，即以此比例计算归母权益。

综上，公司当前主业就是南孚电池相关业务，已完成了向小型消费电池的转型；2022年6月23日，公司工商变更，原名称“安徽安德利百货股份有限公司”更改为“安徽安孚电池科技股份有限公司”，上市公司证券简称从“安德利”更名为“安孚科技”。

1.2、股权结构与企业治理

公司股权情况较早开始变更，2019年原大股东陈学高就开始协议转让股权，至2020年7月份，合肥荣新及其一致行动人深圳荣耀合计持有公司21,838,040股股份（占公司总股本的19.50%），同时股东秦大乾将其持有的公司股份10,785,600股（占公司总股本9.63%）表决权委托给合肥荣新，合肥荣新及其一致行动人合计控制29.13%的表决权，为公司的控股股东，袁永刚、王文娟夫妇为公司实际控制人。此外，亚锦科技原大股东宁波亚丰（南平大丰电器）在上市公司持股15%。

在子公司安孚能源层面，另外46%股份中有36.3%的股份与实际控制股东有关联；在亚锦科技公司层面，宁波亚丰还持股19.3934%，是第二大股东，亚锦的其余股东持股比较分散。

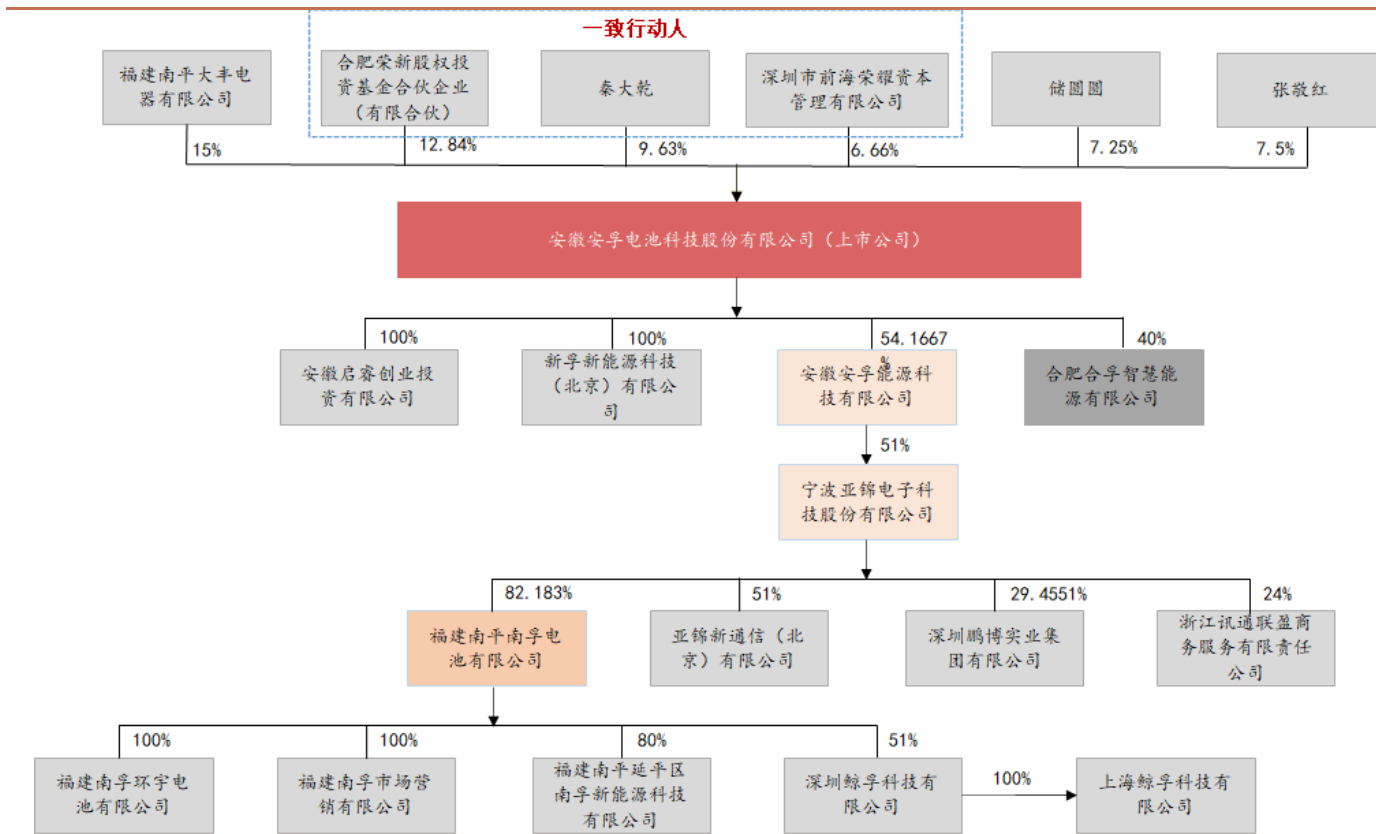
在完成上述资产重组后，上市公司董事会、管理层也进行了较大的调整，上市公司7位管理层中，南孚经营实体管理层占4位；7位董事中，南孚管理层占2席。

表1：原大股东陈学高协议转让股权统计

受让方	股权转让时间	转让公司股份比例	转让股价	备注
合肥荣新	2019.11.4	12.84%	26.7857元/股	一致行动人
秦大乾	2020.5.9	9.63%	31.365元/股	
前海荣耀	2021.7.5	6.66%	22.30元/股	
储圆圆	2022.1.22	7.25%	42.94元/股	个人投资人
宁波亚丰	2021.11.15	15%	39.03元/股	亚锦科技原大股东

资料来源：公司公告，招商证券

图 1：上市公司当前股权结构



资料来源：公司公告、招商证券

表 2：安孚能源股权情况（至 2022 年 4 月）

股东名称	出资金额（万元）	持股比例	备注
安孚科技	160727.27	54.17%	
宁波九格众蓝股权投资合伙企业（有限合伙）	57000	19.21%	实控人关联公司
宁波正通博源股权投资合伙企业（有限合伙）	40000	13.48%	实控人关联公司
袁莉	15000	5.06%	
宁波睿利企业管理合伙企业（有限合伙）	6000	2.02%	实控人关联公司
张萍	5000	1.69%	
钱树良	5000	1.69%	
华芳集团有限公司	5000	1.69%	秦大乾为华芳实控人
安徽金通新能源汽车二期基金合伙企业（有限合伙）	3000	1.01%	
合计	296727.27	100.00%	

资料来源：公司公告，招商证券

表 3：亚锦科技主要股东情况（截止日期见备注）

序号	股东名称	持股数量（万股）	持股比例
1	安孚能源	1,912,680,540	51.0000
2	宁波亚丰	727,319,460	19.3934
3	新鼎啃哥南孚新三板基金 20 号	8,320.00	2.22
4	中融鼎新-博盈 1 号新三板定增基金	7,008.00	1.87
5	三峡财务有限责任公司	6,000.00	1.6
6	宁波嘉赢道夫股权投资合伙企业（有限合伙）	5,200.00	1.39
7	宁波慧东投资管理合伙企业（有限合伙）	4,064.80	1.08
8	福建省六一八产业股权投资合伙企业（有限合伙）	4,000.00	1.07
9	深圳市惠和投资基金管理有限公司-惠和投资定增 1 号	4,000.00	1.07
10	嘉兴民创投资合伙企业（有限合伙）	4,000.00	1.07

序号	股东名称	持股数量(万股)	持股比例
11	广发证券股份有限公司做市专用证券账户	4,000.00	1.07
合计		310,592.80	82.83

资料来源:公司公告,招商证券

备注:第一、第二大股东更新到5月23日,其余截止为2022年3月15日。

表4:公司董事会构成(非独立董事)

姓名	职务	任职日期	学历	出生年	工作经历
夏柱兵	董事长,董事	20200623	博士	1971	先后担任安徽省交通投资集团有限责任公司资产管理部部长、副总经理,安徽高速地产集团、安联高速公路开发公司、皖江金融租赁股份有限公司董事长。2020年6月至今任安德利百货董事长,2021年10月至今任安孚能源执行董事。
林隆华	副董事长,董事	20220310	硕士	1982	曾担任中金投资银行部执行总经理、上海瑞业投资管理中心(有限合伙)合伙人、上海瑞有股权投资基金总经理、奇瑞汽车股份有限公司监事会主席等职。2022年3月至今,任安德利百货副董事长、总经理。
余斌	副董事长,董事	20220310	硕士	1969	历任安徽大安投资董事长、安徽国贸联创投资董事等职。2020年6月至今任安德利百货董事;2021年5月至今任安徽启睿创业投资执行董事;2021年9月至今任宁波睿利企业管理合伙企业执行事务合伙人委派代表;2021年10月至今,任安孚能源总经理。
刘荣海	董事	20220310	硕士	1966	1986年本科毕业于厦门大学电化学专业。1986年入职福建南平南孚电池,1997年6月任公司销售副总,现任安孚科技常务副总经理。
任顺英	董事	20220310	硕士	1977	曾任光大证券投资银行部执行董事,华林证券投资银行部投资总监,蓝鼎国际执行董事,蓝鼎控股副总经理,新松机器人投资首席投资官;2021年3月入职安徽安德利百货,2021年4月至今担任公司副总经理、董秘。
康金伟	董事	20220310	博士	1972	2002年9月取得中央党校经济学专业本科学历,2021年1月获得法国蒙彼利埃大学工商管理博士学位。1995年9月至今就职于南孚电池,历任福州营运中心主任、资本营运部经理、物流部经理等职,现任南孚电池有限公司董事、宁波亚锦科技董事长
刘珩	董事	20220310	硕士	1983	2007年10月-2008年7月就职于鼎晖投资所属对冲基金业务部;2008年8月-2010年12月,就职于工银国际控股有限公司投资银行部;2014年10月起,就职于鼎晖投资任总裁助理。

资料来源:公司公告,招商证券

表5:公司管理层构成

姓名	职务	任职日期	学历	出生年份	工作经历
林隆华	总经理	2022-03-10	硕士	1982	同上
刘荣海	常务副总经理	2022-03-10	硕士	1966	同上
任顺英	副总经理,董秘	2021-04-22	硕士	1977	同上
康金伟	副总经理	2022-03-10	博士	1972	同上
梁红颖	副总经理	2022-03-10	硕士	1973	1995年本科毕业于四川大学,2013年毕业于上海交大高级金融学院。1995年入职宝洁公司曾任销售区域经理、市场经理。2005年入职福建南平南孚电池有限公司任销售总监。2017年起任南孚电池营销副总经理。
王晓飞	副总经理	2022-03-10	本科	1973	毕业于哈尔滨工业大学应用化学系电化学专业,1997年入职福建南平南孚电池有限公司,曾任区域销售经理,大区销售总监,客户营销总监,2017年10月任南孚电池运营副总经理
冶连武	财务总监	2022-04-28	本科	1965	曾任内蒙古化工轻工建材总公司总经办副主

敬请阅读末页的重要说明

姓名	职务	任职日期	学历	出生年份	工作经历
					任,中天华正会计师事务所项目经理,北京慈铭医院管理公司财务总监,山西能源产业集团煤炭有限公司财务总监、总经理、董事,内蒙古河套酒业财务总监、董事

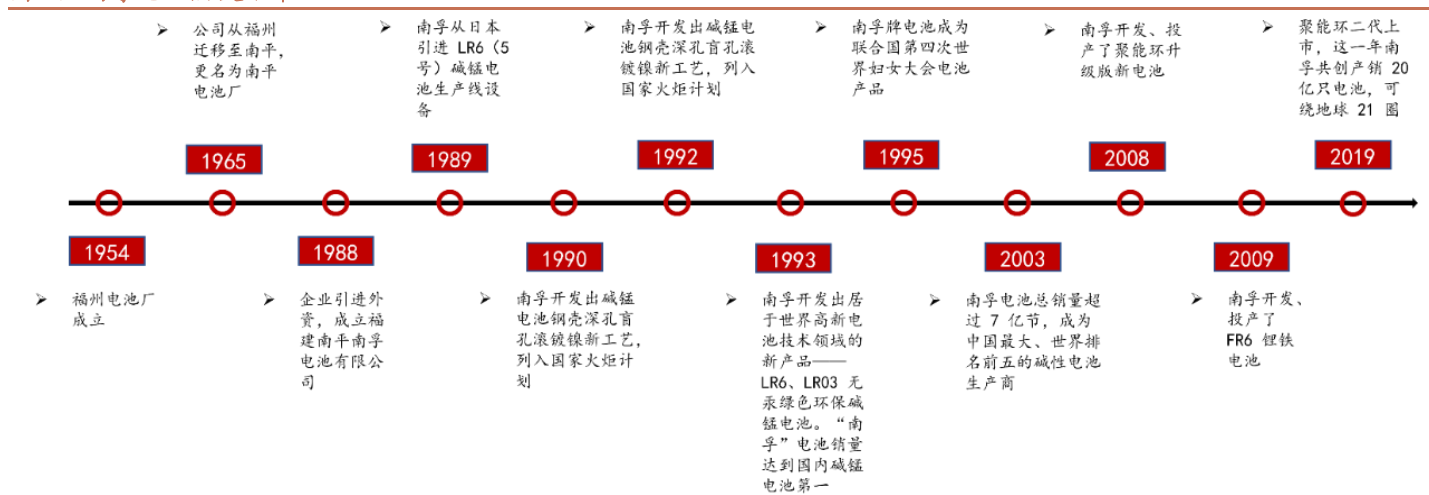
资料来源:公司公告、招商证券

1.3、亚锦科技与南孚电池概况

南孚公司是国内碱性电池市场的领导者。南孚电池是国最早的碱性电池企业之一,主要从事电池的研发、生产、销售,专注于小电池领域,定位中高端市场。经过几十年的发展,南孚品牌深入人心,目前占据国内碱性一次电池 8 成零售市场份额,在国内碱性的销量近 30 年保持第一,品牌业内亦长年蝉联第一。除碱性电池外,公司也有碳性电池、纽扣电池等其余产品,形成了全面、丰富的一次小电池产品体系。

南孚电池近 20 年股权变动较频繁。公司自 1999 年被外资收购,之后 15 年历经了多次控制权变更,2015 年国内投资机构鼎晖投资收购了南孚电池 78.77% 的股权,2016 年又借壳新三板公司亚锦科技登陆新三板。

图 2: 南孚电池历史沿革



资料来源:公司公告、招商证券

表 6: 南孚主要产品情况

产品名称	特性	产品图示
南孚聚能环碱性电池	连续 30 年国内销量第一,相比于普通电池容量更大、电量释放更多、自放电更低;可用于各类小型电器;有效期长达十年,四重防漏设计,安全性能好;不含汞镉铅,可直接放入干垃圾	
丰蓝 1 号	专门针对燃气灶高温高湿环境研发 高温下更耐用;点火次数高达 4500 次;防爆、防漏液、防生锈、抗高温、无汞环保。	
TENAVOLTS 充电锂电池	新一代的充电电池,相比普通镍氢充电电池,拥有 1.5V 恒压,1.8 小时极速快充,3A 大电流输出,2775mWh 超大容量,1000 次循环充电五大领先优势,性能更安全环保,更耐用,USB 接口即可便捷充电,循环充电 1000 次。适合各类大电流、高电压要求用电器使用。	
益圆电池	益圆电量比普通碳性电池多 30% 的电池容量;有效期高达 5 年,防腐、坚固、不漏液,可以更好满足玩具、钟表等低电流用电器用电需求,更具性价比。	
传应电池	全球首款物联电池,新增 17 项专利技术,容量大幅提升,超强导电能力,长期耐用性和瞬间脉冲动力的完美结合,完美适配物联电器。可广泛运用于智能车联,安防监控,智能家居,智能医疗等各领域。	

资料来源:公司官网、招商证券

南孚电池保持高效经营与强劲的资产回报率。南孚近几年增长稳健，但保持强劲的回报率，公司近几年毛利率保持在50%以上，净利润率维持在18%以上，由于较高的总资产周转率（1.7-2.1倍），南孚近几年ROA保持在30%以上，近两年ROE更是超过100%。公司收入构成中，经销业务占比三分之二，基本是买断制，现金流也一直比较强，从亚锦科技财报看，赊销比保持在10%以下，造现能力十足，这也是南孚能持续高比例分红的基础。

亚锦科技概况：2016年云南亚锦科技向大丰电器（即后来的宁波亚丰）发行股份购买其持有的南孚电池60%股权，发行后大丰电器成为第一大股东和实控人，并在2018-2019年几次收购最终获得南孚电池82.18%股权。除南孚电池之外，亚锦科技还持有亚锦新通信51%股权、深圳鹏博实业集团29.46%股权。亚锦科技2021年利润波动较大，主要系计提云南联通2.6亿元索赔款项所致。

亚锦新通信没有实际开展业务，而深圳鹏博实业业务不并表（持有股权对应资产在其他权益工具投资项），且其亏损/贡献主要体现在其他综合收益项。可见，亚锦科技的核心资产就是南孚电池。

表 7: 南孚电池财务数据

(人民币, 百万元)	2019年	2020年	2021年
资产合计	1689.3	2007.9	1766.2
负债合计	1113.5	1286.4	1284.3
所有者权益	575.8	721.6	481.9
归母公司所有者权益	575.8	714.4	469.6
收入	2847.9	3374.0	3658.3
营业利润	714.4	848.0	805.5
利润总额	714.7	846.7	804.7
净利润	547.9	658.3	683.5
归母净利润	547.9	645.0	666.5
扣非归母净利润	535.2	624.3	656.3
现金流量净额	838.1	713.9	577.2
资产负债率(%)	65.91	64.07	72.71
毛利率(%)	54.3	54.01	50.24
净利润率(%)	19.24	19.51	18.68
ROA(%)		35.61	36.22
ROE(%)		101.48	113.59

资料来源：公司公告、招商证券

表 8: 亚锦科技年报摘要

(人民币, 百万元)	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	同比变化(%)
营业收入	2374.56	2760.03	2847.94	3374.04	3658.30	8.42
营业成本	1124.13	1314.75	1301.59	1551.83	1820.21	17.29
毛利润	1250.43	1445.28	1546.35	1822.21	1838.09	0.87
销售税金	30.06	32.59	26.71	29.04	31.08	7.05
毛利润(扣除销售税金)	1220.37	1412.69	1519.64	1793.18	1807.01	0.77
销售费用	459.23	575.01	619.16	691.55	724.71	4.79
管理费用	45.07	88.13	92.80	146.02	156.40	7.10
研发费用	0.00	88.18	95.94	114.00	120.27	5.49
经营利润	716.07	661.38	711.74	841.60	805.63	-4.27
资产和信用减值损失	(0.29)	(10.67)	-292.02	-97.33	-35.08	-63.96
财务费用	(20.07)	96.51	92.66	65.79	24.13	-63.31
投资收益	5.10	33.49	11.39	14.40	9.84	-31.67
资产处置收益	(0.42)	(2.56)	-1.56	-7.76	-3.97	-48.81
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	1.00	-0.56	-155.85
其他收益	0.09	3.73	5.23	16.27	8.54	-47.51
营业外收入	0.64	2.47	28.21	22.78	0.42	-98.16
营业外支出	0.13	0.07	0.48	1.29	270.40	20931.93
利润总额	741.14	591.26	369.85	723.89	490.29	-32.27

(人民币, 百万元)	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	同比变化(%)
所得税	168.09	141.72	83.62	157.92	252.58	59.94
税后净利润	573.05	449.54	286.23	565.96	237.71	-58.00
少数股东损益	191.61	146.72	111.42	128.21	135.77	5.90
归母净利润	381.44	302.82	174.81	437.75	101.93	-76.71
非经常性损益	3.70	41.37	30.50	35.04	-258.92	-839.03
扣非归母净利润	377.74	261.45	144.32	402.72	360.86	-10.39
主要比率						百分点变化(%)
毛利率	52.66	52.36	54.30	54.01	50.24	-3.76
销售费用率	19.34	20.83	21.74	20.50	19.81	-0.69
管理费用率	1.90	3.19	3.26	4.33	4.28	-0.05
研发费用率	0.00	3.19	3.37	3.38	3.29	-0.09
财务费用率	-0.85	3.50	3.25	1.95	0.66	-1.29
经营利润率	30.16	23.96	24.99	24.94	22.02	-2.92
所得税率	22.84	25.41	23.33	22.26	52.57	30.31
净利率	24.13	16.29	10.05	16.77	6.50	-10.28
扣非净利率	15.91	9.47	5.07	11.94	9.86	-2.07

资料来源: 公司公告、招商证券

表 9: 亚锦科技现金流情况

%	2017	2018	2019	2020	2021
赊销比	6.81	6.91	6.84	7.93	7.94
存货营收比	13.44	12.16	13.10	10.30	11.77
销售商品、劳务获现金/营收	109.26	107.99	121.06	102.31	107.54
经营现金流净额/税后净利润	170.76	183.77	501.57	166.42	555.88

资料来源: 公司公告、招商证券

表 10: 亚锦科技资产回报率情况

	2017	2018	2019	2020	2021
ROE(%)	9.81	11.46	11.02	37.21	9.18
ROA(%)	12.86	11.37	7.93	18.02	7.97
ROIC(%)	14.23	14.69	12.48	28.37	14.11

资料来源: 公司公告、招商证券

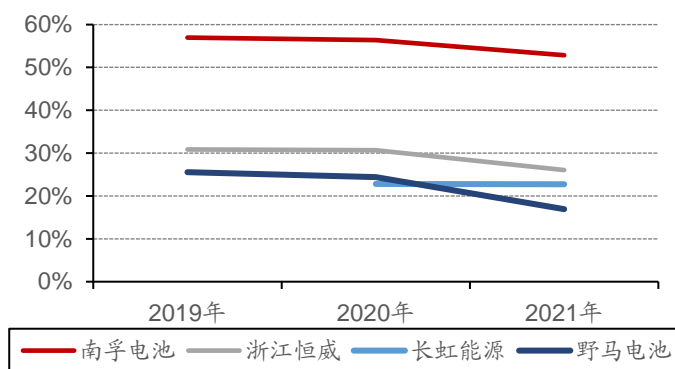
二、南孚是国内碱性电池领导者，品牌力遥遥领先

2.1 品牌力遥遥领先

国内碱性电池先行者。上世纪 90 年代，国内一次消费电池市场基本是碳性电池主导，而同期海外市场碱性电池已开始逐步成为主流。在同等型号下，碱性锌锰电池的市场价格比碳性贵 1-2 倍，但容量却要高 5-7 倍，南孚电池抓住机遇，定位高端、可靠，在碱性电池领域持续投入和创新，产品力过硬，尽管当时国内消费群体对碳性、碱性电池的分类并不了解，但消费者逐步形成了南孚牌干电池耐用、高端的印象和口碑。2002 年公司被国家质检总局授予“中国名牌产品”，荣获“产品质量国家免检证书”。

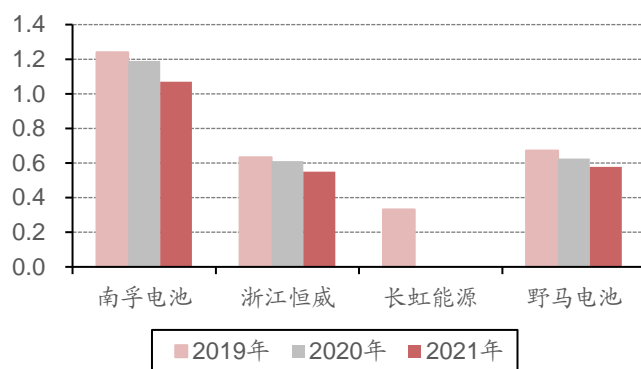
品牌影响力领先。干电池作为日常生活中的必选消费品，随着各类家用电器市场的发展，需求越来越大，且价格敏感性不高。并且公司历史上一直重视渠道建设和品牌塑造，早在 1999 年就在春晚平台投放广告，自此“一节更比六节强”的广告宣传语深入人心。经过几十年发展，公司在国内碱性电池市场处于显著的领先低位，据尼尔森统计，南孚电池在我国碱性 5 号和 7 号电池品类零售市场份额达 8 成，连续 30 年在国内市场销量第一。

图 3: 碱性电池毛利率对比 (%)



资料来源：公司公告、招商证券

图 4: 碱性电池单价对比 (元/支)



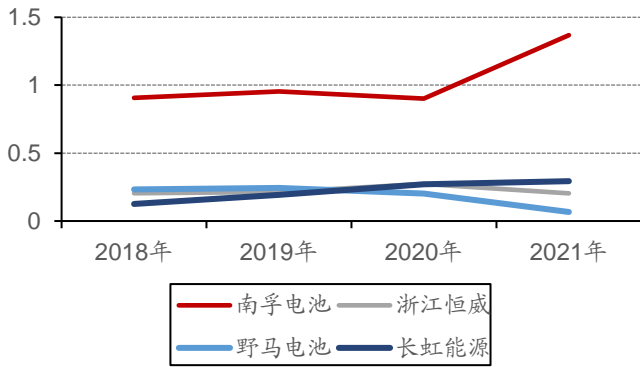
资料来源：公司公告、招商证券

表 11: 中国干电池品牌力排名

	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
第 1 名	南孚	南孚	南孚	南孚
第 2 名	金霸王	金霸王	金霸王	双鹿
第 3 名	555	555	双鹿	金霸王
第 4 名	劲霸	双鹿	555	555
第 5 名	双鹿	劲霸	劲霸	劲霸
第 6 名	长虹	白象	白象	松下
第 7 名	东芝	东芝	松下	白象
第 8 名	华太	松下	长虹	飞利浦
第 9 名		GP 超霸	东芝	华太
第 10 名		长虹	GP 超霸	长虹

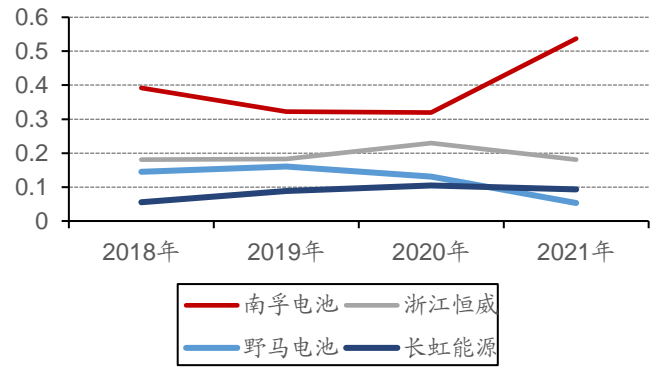
资料来源：Chnbrand、招商证券

图 5: ROE 对比 (南孚采用亚锦科技数据)



资料来源: 公司公告、招商证券

图 6: ROA 对比 (南孚采用亚锦科技数据)



资料来源: 公司官网、招商证券

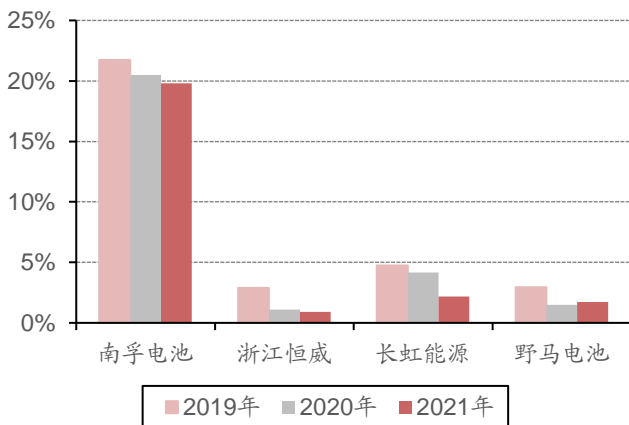
2.2. 渠道优势突出

一次性电池是易耗性必选消费产品。在电工电器产品中,除家用电器外,插线板(插排)、一次性电池也是典型直接面向消费者的产品,插线板是耐用产品购买频率较低,而一次性电池是耗材类产品,遥控、玩具、门锁等电池基本 2-3 年就需要更换,并且往往有“应急”消费的特点,加上一次电池单价低,价格差不是核心要素,因此除产品品牌外,购买渠道也非常重要。

在销售渠道方面,公司已构筑较深厚的壁垒:目前公司分销网点覆盖全国超过 200 万个零售终端,经销商覆盖到全国乡镇以下。线下渠道特别是小超市、个体超市与商店渠道,基本是现金买断制,公司按地域进行扁平化的经销商管理,并进行统一的价格指导。

公司模式是品牌零售模式,产品溢价显著,平均单价较同行高约 85%以上,毛利率高、费用率相对较高,盈利回报强劲;而多数国内同行是 OEM 模式为主,面向 B 端客户做贴牌业务,费用率低,但毛利率、回报率也很低。

图 7: 销售费用率对比



资料来源: 公司公告、招商证券

图 8: 南孚销售渠道丰富



资料来源: 公司官网、招商证券

表 12: 南孚电池销售模式

南孚电池销售模式

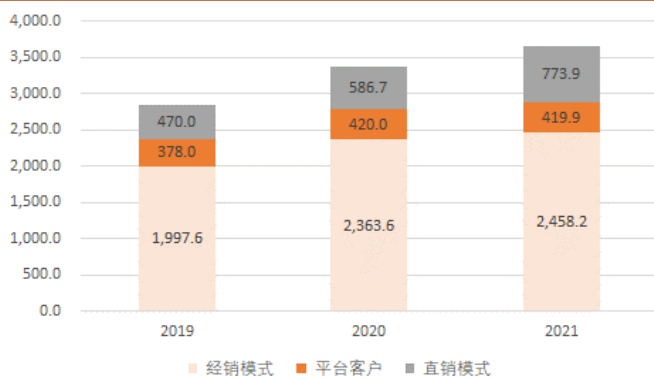
境内销售 (当前主要业务) 线下销售 A、线下经销模式

南孚电池全资子公司南孚营销负责全国经销商维护与管理,与经销商签订年度经销商合同,并在合同中约定销售区域。经销商以买断商品所有权形式向南孚电池采购。

	B、KA 模式	与大润发、沃尔玛、华润万家、家乐福、永辉超市等知名大卖场、大型连锁超市直接进行合作。通常与 KA 客户直接签订年度框架销售合同，KA 客户以买断方式采购产品。
	C、OEM 模式	南孚电池的 OEM 主要客户为国内大型贸易商、国内知名电子设备生产厂商等，销售产品以贴牌产品为主。在 OEM 模式下，南孚电池根据客户所提供的产品规格型号、性能、工艺、外观、包装等个性化需求确定生产方案，进行代工生产。
线上销售	A、线上直销零售	在第三方电商平台开设自营店铺，直接向终端买家销售商品。主要销售平台为天猫、京东等。
	B、电商平台销售	指南孚电池与主要电商平台如京东自营、苏宁易购、天猫超市等客户直接开展合作，向其销售产品并直接与电商平台进行结算。
	C、线上分销模式	南孚电池与专业第三方分销平台开展合作，平台下游用户主要为在线上或线下开店的中小卖家。
	D、线上经销模式	与线下经销模式类似，南孚营销与线上经销商签订年度合同，授权其在线上电商平台销售南孚产品，并对其进行管理。
境外销售（拓展业务）	出口	与线下 OEM 业务模式类似，主要客户为国际知名电池品牌商、国际商业连锁企业、国际大型贸易商以及国际知名电子设备生产厂商等。根据客户提供的产品设计进行生产。
	跨境电商	南孚电池同时积极拓展跨境电商业务。主要销售电商平台为亚马逊，南孚电池在其平台开设自营店铺，直接向终端买家销售商品。

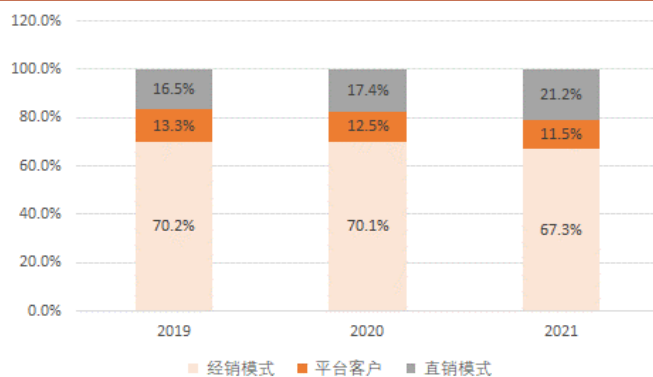
资料来源：公司公告、招商证券

图 9 南孚业务的销售构成（百万元）



资料来源：公司公告、招商证券

图 10 南孚业务的销售构成（百分比）



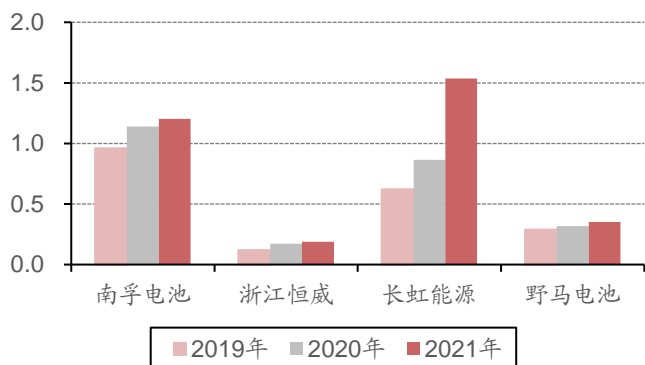
资料来源：公司公告、招商证券

2.3 注重研发创新

公司拥有技术中心和博士后科研工作站，并与全国重点大学、中科院研究所合作成立多个新型能源研究中心，形成了完整的科研创新机制，在专利布局、新产品开发上均处于行业领先地位。公司在国内最早实现碱锰电池系列产品全部无汞化，推动了关键电池材料、电池钢带国产化进程，率先研发和推出燃气灶等专用产品；公司还针对不同的电器产品的用电模式和特点，进行市场分析并开发针对性的产品。

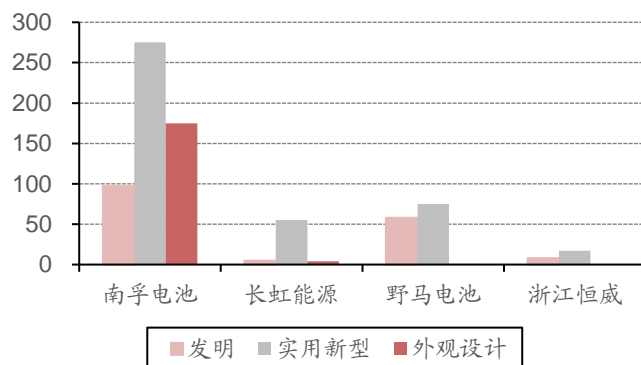
公司通过持续的自主研发，持续引领国内干电池行业的技术升级，以聚能环系列产品为例，2002 年公司首次推出聚能环电池 1 代，在 2019、2021 年分别推出二、三代产品。第三代，较二代产品的电量再上升 30%，公司也计划将在未来推出聚能环 4 代产品。产品不断迭代不仅是公司技术实力的体现，相较于老款产品，新产品在售价及盈利能力上可能会有所提升，南孚电池分别在 2019 年、2021 年新聚能环产品推出后，净利率提升 1、3.9 个百分点。

图 11: 各公司研究费用对比 (亿元)



资料来源: 公司公告、招商证券

图 12: 各公司专利数量对比



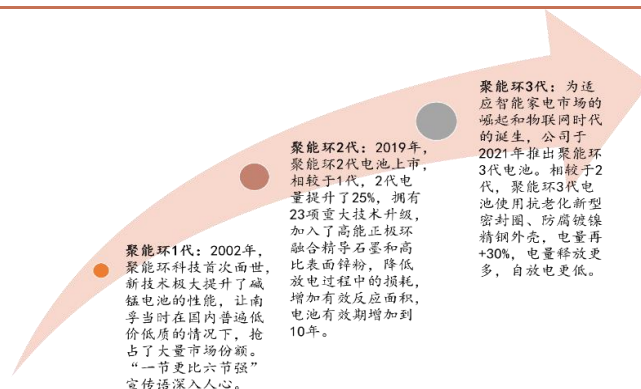
资料来源: 国家专利局、招商证券

图 13: 南孚针对不用电器应用进行特性研究



资料来源: 公司官网、招商证券

图 14: 南孚聚能环电池迭代



资料来源: 公司官网、招商证券

表 13: 公司申请专利情况

类型	个数
国内专利	
发明专利	57
实用新型专利	276
外观设计	178
境外专利	
国际发明专利	11

资料来源: 公司公告、招商证券

2.4 规范的供应链, 自主把控制造装备体系

公司发展初期就定位高端、可靠和绿色发展, 始终维护比较优质的供应链体系, 公司电池活性材料、钢带等平均成本较同行要高, 主要是供应品质要求的差异。

公司很早就从日本引进自动化生产装置, 不断消化吸收、迭代、优化, 形成了自主可控的制造自动化体系, 2001年公司“高能无汞碱锰电池装备”获得过国家科学技术二等奖。公司配套建设的南孚电池检测中心, 已经获得 CNAS 认可证书, 可对碱性电池、锂电池检测和出具检测报告。

三、碱性一次电池需求有望保持一定增速，小型/微型电池应用会更多

一次电池传统需求比较刚性。锌锰电池又称干电池，是以二氧化锰为正极材料，锌为负极材料，通过氧化还原反应产生电流的一次电池。在尺寸大小、单体形状等方面均具有国内外通用标准，是国际标准化产品。由于具备价格便宜、安全可靠、使用方便、放电时间长、储存时间长，绿色环保等优点，锌锰电池已成为消费者日常生活中不可或缺的电子易耗品。

生活器具电子化，用电场景多元化，拓宽小型电池应用场景。锌锰电池可以作为移动照明灯具、遥控器、钟表、传统电动玩具、收音机、剃须刀等各类小型电器的配套电源，应用场景端聚集了大量的日常必需品，市场规模相对稳定。同时随着智能家居、物联网等技术的发展，新兴小型电子产品的兴起将为行业带来较大的增量空间。

物联网时代来临，微型电池需求广阔。随着技术发展，电池的应用场景不再仅限于传统家用电器，可穿戴、物联网的发展，也将带来相应的更广泛的小型、微型一次/二次消费电池的需求。根据 IoT Analytics 统计数据显示，2021 年的物联网连接设备数有 122 亿台，到 2025 年将上升至 270 亿台，CAGR 超过 20%。物联电器因需支撑其高效的信息处理、传输和储存系统，用电设备更加复杂，对电池的微型化要求也更高。未来无处不在的物联需求，可能也意味着无处不在的微信电池/电源需求。

图 15: 碱性锌锰电池构造示意图

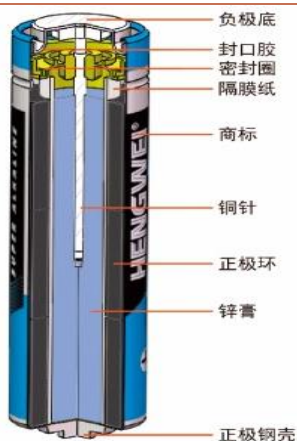
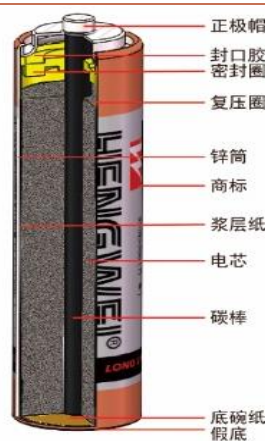


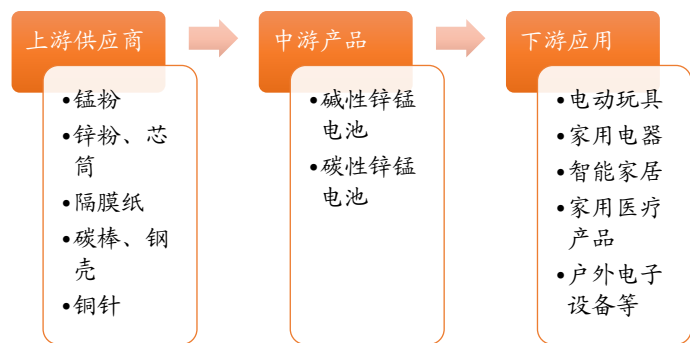
图 16: 碳性锌锰电池构造示意图



资料来源：浙江恒威招股书、招商证券

资料来源：浙江恒威招股书、招商证券

图 17: 锌锰电池行业产业链示意图



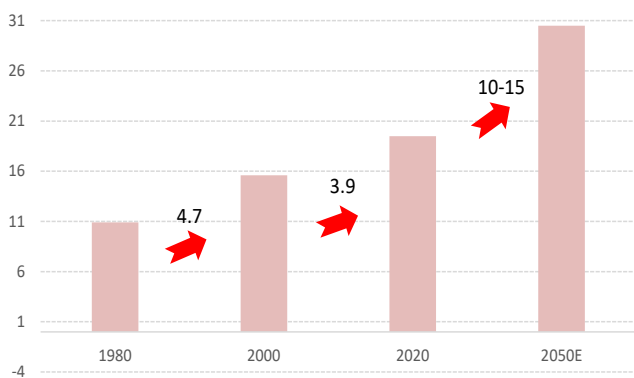
资料来源：招股说明书、招商证券

图 18: 我国锌锰电池出口数量



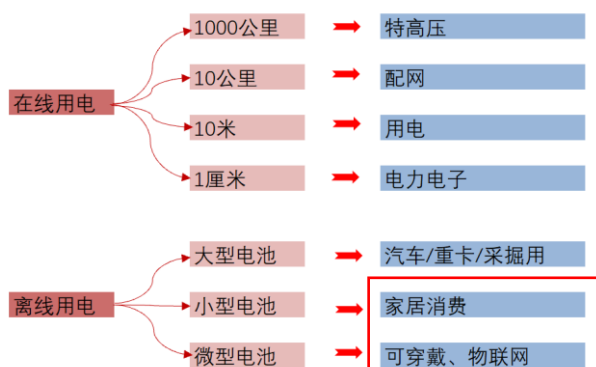
资料来源：招股说明书、招商证券

图 19: 全球电力在终端能源消费中占比 (%)



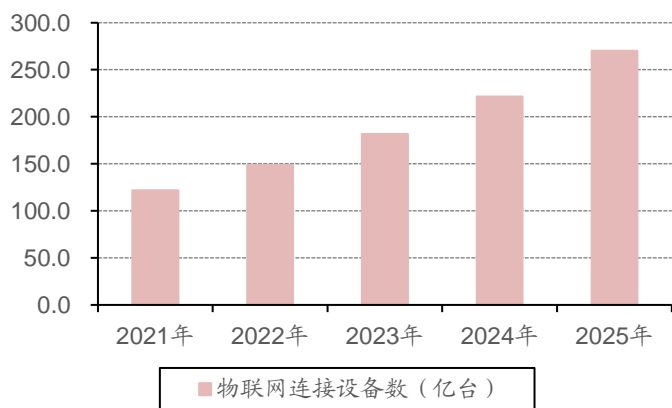
资料来源: BP, 招商证券

图 20: 终端用电场景展望



资料来源: 招商证券
注: 右图红色方框为小型、微型电池应用场景

图 21: 全球物联网连接设备数



资料来源: IoT Analytics, 招商证券

图 22: 南孚传应物联电池应用场景



资料来源: 公司官网、招商证券

碱性电池性能更优, 渗透率持续提升。 锌锰电池主要分为碳性、碱性两类。相较于碳性电池, 碱性电池单位质量电极的容量更高、内阻更低、放电电流更大, 同等型号的碱性电池的容量和放电时间是碳性电池的 3-8 倍, 而售价约 1-2 倍。而在环保方面, 高性能碱性电池不含汞, 可随生活垃圾处理, 更加利于环保。在海外市场碱性电池基本占据绝对的主导地位, 欧美市场碱电渗透率超过 80%, 日本甚至达到了 90% 以上。而在国内市场碱电渗透率还有较大提升空间。2014 年以来我国碳性电池出口量持续下滑, 而碱性电池则在持续提升。2019 年我国碱性电池市占率约 51.55%, 与海外市场相比还有较大提升空间。随着国内厂商碱性电池产能进一步释放, 以及环保政策要求趋严 (我国开始对碳性电池征收 4% 消费税), 国内碱性电池渗透率有望继续提升。

表 14: 碱性锌锰电池与碳性锌锰电池性能对比

	碱性锌锰电池	碳性锌锰电池
材料差异	正极 碱性电池专用电解二氧化锰 负极 锌 (粒状) 电解液 氢氧化钾溶液	正极 电解二氧化锰 负极 锌 (片状) 电解液 氯化锌和氯化铵溶液
性能差异	质量比能量 145Wh/kg 电池容量 碱性电池约是碳性电池容量的 3-8 倍	85Wh/Kg
价格对比	以浙江恒威为例, 其碱性锌锰电池 2019-2021 平均单价为 0.6 元	以浙江恒威为例, 其碳性锌锰电池 2019-2021 平均单价为 0.29 元
适用电器	中高流电器: 闪光灯、大功率遥控器、电动牙刷、电子门锁、小型智能家居等	中低流电器: 钟表、遥控器、收音机等
优点	防漏液性能更强, 不含汞, 更具环保优势, 电性能更强, 稳定性强	生产成本较低, 具备价格优势

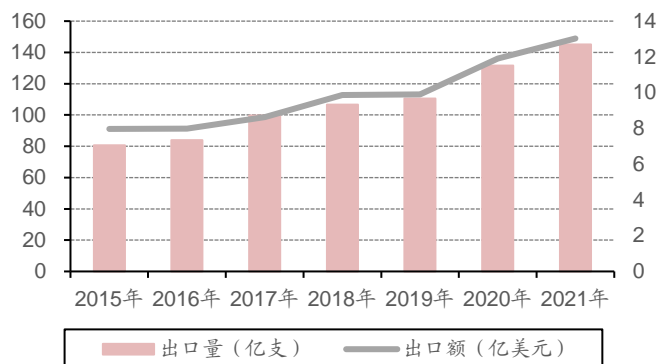
缺点

价格相对更高

电池容量及电流较低，不适用于大功耗电器

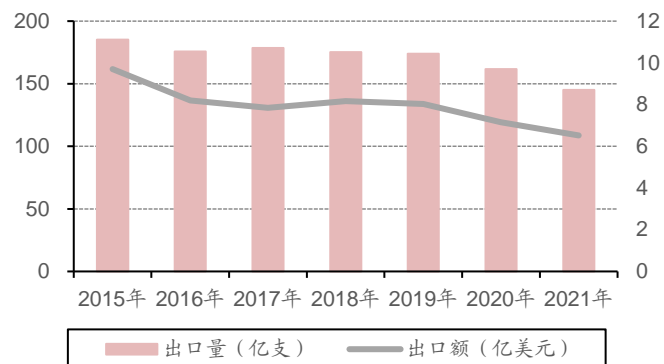
资料来源：电子发烧友、招商证券

图 23: 我国碱性电池年出口量和出口额



资料来源：中国化学与物理电源行业协会、招商证券

图 24: 我国碳性电池年出口量和出口额



资料来源：中国化学与物理电源行业协会、招商证券

四、加速布局新品，积极开拓海外市场

加大新品布局，产品系列更丰富和立体。南孚较早开始新品培育和新业务拓展，在一次消费电池方面，除南孚品牌外，也推出丰蓝、益圆碳性电池品牌、传应纽扣电池、TENAVOLTS 充电锂电池。并且在新门类业务方面，公司普遍采用管理层持股方式发展：

- 1、南孚持股 51% 的深圳鲸孚科技重点发展“传应”物联电池、“益圆”碳性电池等 2C 业务。同时鲸孚科技综合南孚渠道优势，充分利用公司目前覆盖全国的超过 200 万个零售终端，代理国外知名消费品牌等业务，目前上海鲸孚获得泰国红牛（天丝）在多个省份的代理权，有可能成为一个新的业务增长点。
- 2、南孚持股 80% 的南孚新能源，重点发展智能穿戴用微型锂电池业务。
- 3、上市公司持股 40% 的合乎智慧能源，主要培育储能业务。

2021 年，子公司深圳鲸孚科技公司实现收入、净利润分别 1.16 亿元、0.23 亿元；上海鲸孚科技实现收入、净利润分别为 1.4 亿、0.18 亿元，已经有一定基础。

图 25：南孚消费电池产品系列



资料来源：公司官网、招商证券

表 15：公司新门类业务拓展

	设立时间	持股情况	业务
南孚新能源	2020 年 3 月	南孚电池持股 80%	小/微型智能穿戴锂电池
深圳鲸孚科技	2019 年 12 月	南孚电池持股 51%	传应物联电池 2B 业务
上海鲸孚科技	2021 年 7 月	深圳鲸孚持股 100%	“传应”电池与“益圆”碳性电池 2C 业务，代理国外知名消费品牌等业务
合乎智慧能源	2022 年	安孚科技持股 40%	储能业务

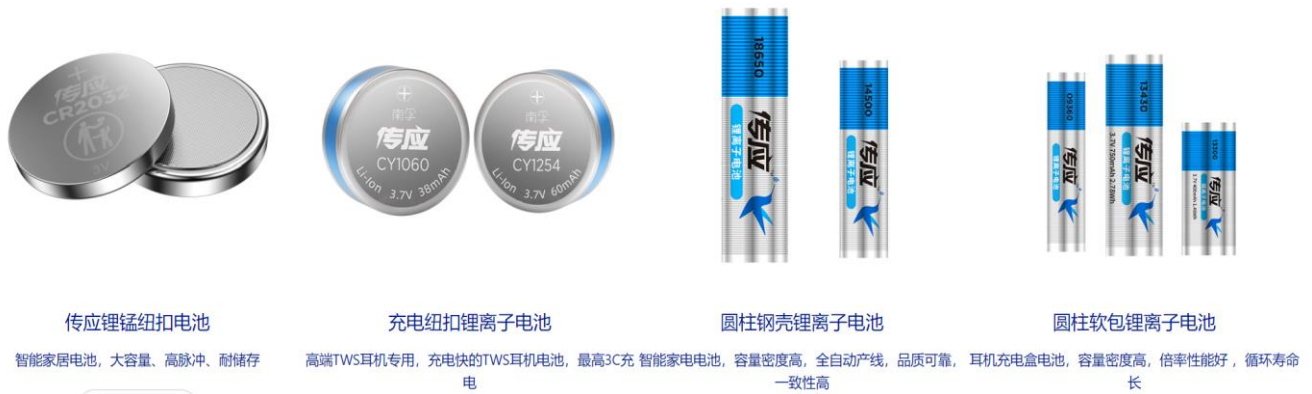
资料来源：公司公告、招商证券

表 16：2021 年鲸孚公司财务情况

百万元	总资产	净资产	营业收入	净利润
深圳鲸孚科技有限公司	28.81	17.01	116.04	22.90
上海鲸孚科技有限公司	78.61	78.61	140.62	18.13

资料来源：公司公告、招商证券

图 26: 公司传应物联网电池的解决方案



资料来源: 公司官网, 招商证券

图 27: 传应物联网电池的目标应用市场展望



资料来源: 公司官网, 招商证券

发力海外市场。尽管公司国内零售市场市占率遥遥领先,但从全球碱性电池的市占率来看,仍然有比较大的空间。过去公司海外业务规模较小,主要因素之一是公司历史上长期被外企控股,期间海外业务发展受到限制。而近几年,公司海外业务已开始实现突破,2020 年以来新增了 ENERGI ZER 等海外客户业务,出口业务量大幅增加。2021 年,对 ENERGI ZER 实现销售收入约 2.7 亿元,已成为公司第一大客户。

目前公司海外业务主要以 OEM 客户为主,会更看重企业制造过程的自动化程度、产品的一致性水平等,而南孚电池有着优于同行的供应链管理、生产制造能力,可自主生产所有碱性电池的配件及制造产品的机器。另外,南孚电池积极推进环境友好材料的应用,包括采用 PET、OPS 等材料替代 PVC,以及采用减塑、无塑化包装等,其绿色环保的生产过程更易受到海外市场的青睐。

表 17: 2019 年全球碱性锌锰电池主要企业产销份额

排名	企业名称	产销规模(亿只)	市场份额
1	美国 DURACELL	60.00	20.00%
2	美国 ENERGI ZER	55.00	18.33%
3	福建南平南孚电池有限公司	29.27	9.76%
4	中银(宁波)电池有限公司	25.09	8.36%
5	日本 Panasonic	20.00	6.67%
6	长虹能源	13.16	4.39%
7	德国 VARTA	13.00	4.33%
8	浙江野马电池股份有限公司	12.11	4.03%

排名	企业名称	产销规模 (亿只)	市场份额
9	广东力王新能源股份有限公司	7.50	2.50%
10	临沂市华太电池实业公司	5.94	1.98%

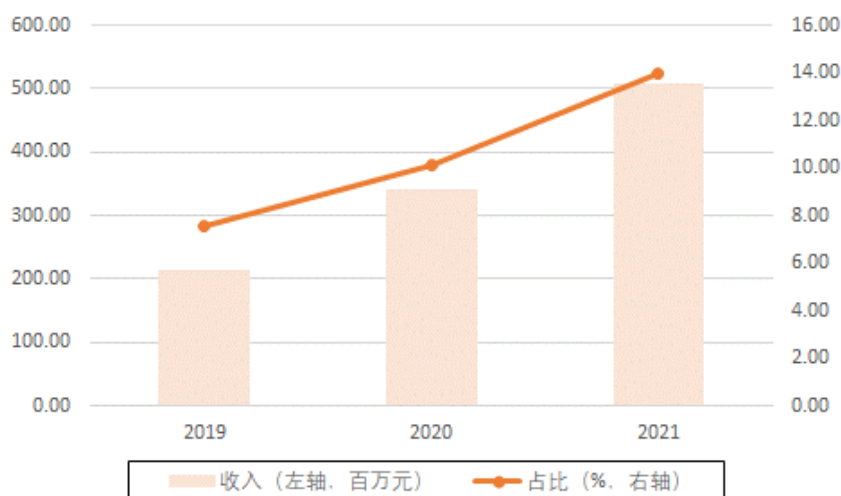
资料来源：长虹能源公告、招商证券

表 18: 南孚前五大客户 (万元)

年度	序号	客户名称	销售金额 (万元)	占比
2021 年	1	ENERGIZER	27,168.97	7.44%
	2	京东贸易	23,470.36	6.43%
	3	大润发	9,602.93	2.63%
	4	EDEKA Nonfood-CM GmbH	6,721.49	1.84%
	5	上海麒剑贸易有限公司	6,233.11	1.71%
		合计	73,196.86	20.04%
2020 年	1	京东贸易	23,012.39	6.83%
	2	ENERGIZER	9,360.72	2.78%
	3	大润发	7,200.06	2.14%
	4	上海麒剑贸易有限公司	5,755.59	1.71%
	5	OHM ELECTRIC INC	4,949.03	1.47%
		合计	50,277.80	14.92%

资料来源：公司公告、招商证券

图 28: 公司海外业务发展情况



资料来源：公司公告、招商证券

盈利预测

公司的子公司通过两次现金收购已持有亚锦科技 51% 股权，从而间接控制亚锦科技及其核心资产南孚电池；而公司原百货业务年初已完成出售，目前上市公司主业就是南孚业务。南孚电池是国内碱锰电池领军企业，占据国内碱性一次电池 8 成零售市场份额，品牌影响力遥遥领先。南孚较早就形成完善的产品研发与创新机制，并自主控制核心的制造装备，过去持续迭代一次电池产品并开始加大新业务培育。未来随着碱性电池对碳性电池的进一步替代以及消费需求的自然增长，国内碱性电池市场仍有望维持一定增速；而公司通过现有业务、新品类拓展以及国际市场开拓，有望实现更好的增长。首次覆盖，给予“增持”评级与 60-70 元目标价。

表 19: 业绩预测

	百万元	2021	2022E	2023E	2024E
碱性电池	营业收入	3040.6	3491.0	3840.1	4262.5
	YOY	7.6%	14.8%	10.0%	11.0%
	营业成本	1433.5	1624.5	1688.5	1874.3
	毛利率	53%	53%	56%	56%
碳性电池	营业收入	301.5	334.7	351.4	363.7
	YOY	7.3%	11.0%	5.0%	3.5%
	营业成本	188.6	206.3	204.0	214.2
	毛利率	37%	38%	42%	41%
其他电池	营业收入	151.4	236.0	327.7	458.8
	YOY	71.9%	55.8%	38.9%	40.0%
	营业成本	80.1	172.8	239.3	335.0
	毛利率	47%	27%	27%	27%
其他业务	营业收入	164.7	230.57	334.32	484.76
	YOY	-7.4%	40%	45%	45%
	营业成本	118.0	165.15	206.44	268.38
	毛利率	28%	28%	38%	45%
合计	营业收入	3658.3	4292.27	4853.58	5569.79
	YOY	8.4%	17.3%	13.1%	14.8%
	营业成本	1820.2	2168.84	2338.24	2691.82
	毛利率	50%	49%	52%	52%

资料来源：公司公告，招商证券

风险提示

1、企业治理与股权结构风险

上市公司收购南孚部分股权并实现并表，但目前上市公司实控人及一致行动人持股比例不到 30%，比例不够高；上市公司通过安孚能源持有亚锦科技进而间接持有南孚电池的股权约 22-23%，未来在发展决策、投资方面可能会有分歧或者决策效率低的问题。

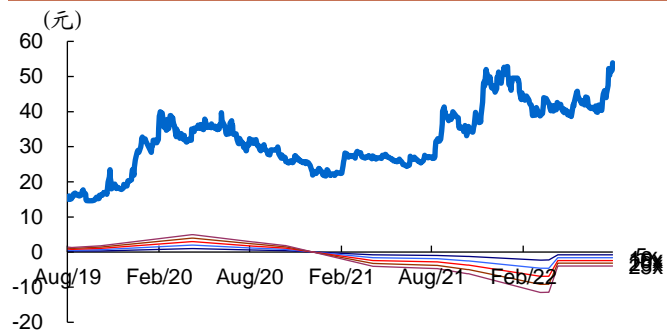
2、新产品损失风险

公司在碱性电池、碳性电池、纽扣电池等业务方面经历了竞争洗礼，具有比较强的竞争力；但公司目前也在发展物联网电池、微型锂电池以及非电池等新品类业务，在这些领域公司的竞争优势不清晰，可能有不及预期甚至损失风险。

3、竞争与冒牌产品风险

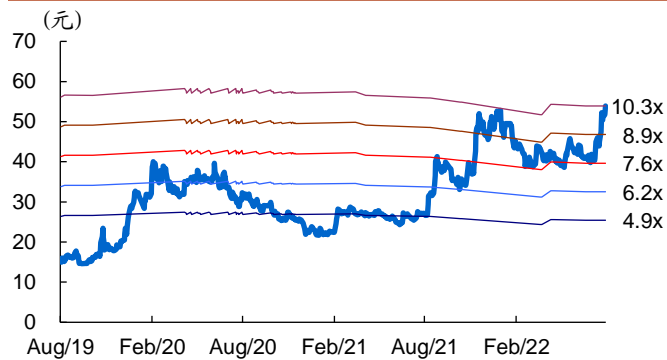
公司在碱性电池零售市场市占率遥遥领先，但不排除新进入者崛起并影响产业格局，进而影响公司市占率、价格及盈利水平；此外，由于南孚品牌影响力强，单价相对较高，可能存在冒牌产品的风险。

图 29: 安孚科技历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 30: 安孚科技历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	520	1537	3997	5238	6628
现金	119	1128	2283	3325	4436
交易性投资	0	0	42	42	42
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	9	13	296	335	384
其它应收款	12	21	0	0	0
存货	335	339	334	360	415
其他	45	37	1041	1176	1350
非流动资产	1160	1596	2707	2652	2606
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	752	727	772	904	1026
无形资产商誉	109	105	1864	1677	1509
其他	299	764	72	71	70
资产总计	1680	3133	6705	7891	9233
流动负债	1058	1183	1713	1949	2123
短期借款	449	506	500	700	800
应付账款	412	382	382	412	475
预收账款	136	169	80	86	99
其他	61	126	751	751	750
长期负债	8	738	1317	1517	1817
长期借款	0	650	959	1159	1459
其他	8	88	358	358	358
负债合计	1066	1921	3030	3465	3940
股本	112	112	112	112	112
资本公积金	213	213	206	206	206
留存收益	288	237	390	524	679
少数股东权益	0	650	2967	3583	4296
归属于母公司所有者权益	613	562	708	842	997
负债及权益合计	1680	3133	6705	7891	9233

现金流量表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	78	47	229	760	864
净利润	(7)	(52)	710	797	923
折旧摊销	57	60	76	85	94
财务费用	16	21	50	55	65
投资收益	2	5	(18)	(18)	(18)
营运资金变动	12	15	(666)	(167)	(208)
其它	(2)	(3)	78	7	9
投资活动现金流	(31)	(407)	455	(182)	(182)
资本支出	(44)	(47)	(200)	(200)	(200)
其他投资	13	(360)	655	18	18
筹资活动现金流	(62)	1402	362	298	281
借款变动	(29)	1355	240	400	400
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	(7)	0	0
股利分配	(11)	(8)	(3)	(47)	(54)
其他	(23)	55	133	(55)	(65)
现金净增加额	(16)	1042	1047	876	962

利润表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	1766	1677	4292	4854	5570
营业成本	1406	1298	2169	2338	2692
营业税金及附加	20	22	34	39	45
营业费用	264	301	858	1019	1170
管理费用	54	76	189	228	245
研发费用	0	0	150	206	228
财务费用	22	25	50	55	65
资产减值损失	(5)	(7)	(20)	(50)	(60)
公允价值变动收益	0	0	(1)	(1)	(1)
其他收益	8	5	9	9	9
投资收益	(2)	(5)	10	10	10
营业利润	1	(53)	839	936	1083
营业外收入	1	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	2	(53)	840	936	1084
所得税	9	(1)	130	139	161
少数股东损益	0	(0)	554	616	713
归属于母公司净利润	(7)	(51)	156	181	209

主要财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
年成长率					
营业总收入	-7%	-5%	156%	13%	15%
营业利润	-94%	-3641%	-1695%	11%	16%
归母净利润	-143%	678%	-404%	16%	16%
获利能力					
毛利率	20.4%	22.6%	49.5%	51.8%	51.7%
净利率	-0.4%	-3.1%	3.6%	3.7%	3.8%
ROE	-1.1%	-8.7%	24.6%	23.4%	22.8%
ROIC	-3.0%	-1.5%	19.8%	14.7%	14.1%
偿债能力					
资产负债率	63.5%	61.3%	45.2%	43.9%	42.7%
净负债比率	26.8%	38.9%	21.8%	23.6%	24.5%
流动比率	0.5	1.3	2.3	2.7	3.1
速动比率	0.2	1.0	2.1	2.5	2.9
营运能力					
总资产周转率	1.0	0.7	0.9	0.7	0.7
存货周转率	4.0	3.9	6.4	6.7	6.9
应收账款周转率	217.0	153.0	27.7	15.4	15.5
应付账款周转率	3.1	3.3	5.7	5.9	6.1
每股资料(元)					
EPS	-0.06	-0.46	1.39	1.62	1.87
每股经营净现金	0.69	0.42	2.05	6.78	7.71
每股净资产	5.48	5.02	6.32	7.52	8.90
每股股利	0.07	0.03	0.42	0.48	0.56
估值比率					
PE	-915.9	-117.7	38.7	33.4	28.8
PB	9.8	10.7	8.5	7.2	6.1
EV/EBITDA	140.2	486.0	10.1	9.1	7.9

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

游家训：浙江大学硕士，曾就职于国家电网公司上海市电力公司、中银国际证券，2015 年加入招商证券，现为招商证券电气设备新能源行业首席分析师。

刘巍：德国斯图加特大学车辆工程硕士，曾就职于保时捷汽车、沙利文咨询公司，2020 年加入招商证券，覆盖新能源车汽车产业链、工控自动化。

赵旭：中国农业大学硕士，曾就职于川财证券，2019 年加入招商证券，覆盖风电、光伏产业。

张伟鑫：天津大学电气工程硕士，曾就职于国金证券，2021 年加入招商证券，覆盖新能源发电产业。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。