

安孚科技(603031)

报告日期: 2023 年 09 月 14 日

控股南孚成功转型，布局储能打造新增长曲线

——安孚科技（603031）深度报告

投资要点

□ 腾笼换鸟轻装上阵，控股南孚转型消费电池

公司通过收购亚锦科技 51% 的股份取得南孚电池控制权，同时完成了原有百货零售业务的置出，主营业务从传统的百货零售转为电池的研发、生产和销售。2020-2022 年，南孚电池营收分别为 33.74 亿元、36.58 亿元、37.13 亿元，两年 CAGR 为 9.24%；归母净利润分别为 6.45 亿元、6.66 亿元、7.66 亿元，两年 CAGR 为 11.84%，根据宁波亚丰承诺 2023-2024 年南孚电池净利润需要实现 8.00 亿元、8.50 亿元。

□ 国内碱性电池行业龙头，渠道资源优质丰富

公司旗下南孚电池是国内碱性电池行业龙头，拳头产品“南孚”牌碱锰电池产品连续三十年在中国市场销量第一，在我国碱性 5 号和 7 号电池品类市场的销售份额/销售量份额为 84.2%/82.9%，广泛应用于小型家电家居、电动玩具和家用医疗设备领域。公司已经建立了多元化销售网络，线下销售网络覆盖全国，销售体系深入基层；同时积极开辟线上电商渠道，构建系统性新媒体和新电商平台。公司与多家知名 IP 展开合作，扩大“南孚”品牌影响力。

□ 拓展消费锂电业务，打造第二成长曲线

在消费锂电领域，公司推出多款适用于物联电器的小型锂电池产品。随着万物互联时代来临，可穿戴设备、电子烟、扫地机器人等新兴应用蓬勃发展，拉动小型消费锂电池需求。公司根据物联电器产品特点，推出“传应”牌大容量锂电池，并打造多化学体系物联电池，与京东、大润发、EDEKA 等多家知名公司展开合作。公司积极开拓国际市场，充电锂电池品牌“TENAVOLTS”获得美日欧技术认可，广受海外消费者好评。

□ 抢抓储能发展机遇，拓宽公司发展路径

公司抢抓储能行业发展机遇，与合肥长孚新能源科技合伙企业共同投资设立合肥合孚智慧能源有限公司，投资研发、生产 1MWh 及以下工商业储能系统和便携式移动户外储能产品。合作方实际控制人万仞先生具备新能源及储能项目投资的专业能力和经验，具备一定的行业整合能力，并且合作团队储能集成能力在 BMS 及 EMS 有软件开发及项目实施丰富经验。同时借助公司强大的消费渠道，有望快速推广便携式储能产品，拓展公司发展路径，打开成长空间。

□ 盈利预测与估值

首次覆盖，给予“买入”评级。公司是碱性电池龙头，消费锂电+储能打开增长空间。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 1.35、1.79、1.98 亿元，对应 EPS 分别为 1.20、1.60、1.77 元/股，对应 PE 分别为 38、29、26 倍。我们选取从事消费电池的珠海冠宇、从事储能的永福股份和科陆电子作为可比公司，23 年同行业平均 PE 为 48。综合考虑公司业务的竞争优势、业绩的成长性、确定性，我们给予公司 2023 年 PE 估值 50 倍，对应市值 67 亿元，目标价 60.21 元，对应当前市值有 29.21% 的上涨空间，首次覆盖，给予“买入”评级。

□ 风险提示

下游需求不及预期；原材料价格波动风险；储能领域业务开拓存在不确定性。

投资评级：买入(首次)

分析师：张雷

执业证书号：S1230521120004

zhanglei02@stocke.com.cn

分析师：黄华栋

执业证书号：S1230522100003

huanghuadong@stocke.com.cn

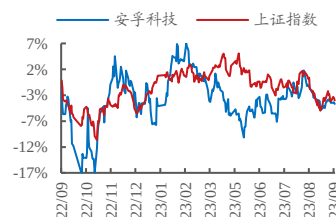
研究助理：杨子伟

yangziwei@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥46.60
总市值(百万元)	5,219.20
总股本(百万股)	112.00

股票走势图



相关报告

财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	3383.14	3596.43	3968.54	4321.06
(+/-) (%)	101.71%	6.30%	10.35%	8.88%
归母净利润	81.61	134.87	179.38	198.44
(+/-) (%)	-	65.27%	33.00%	10.62%
每股收益(元)	0.73	1.20	1.60	1.77
P/E	63.41	38.37	28.85	26.08
ROE	4.04%	4.20%	4.48%	4.05%

资料来源：浙商证券研究所

投资案件

● 盈利预测、估值与目标价、评级

- 1) **盈利预测:** 我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 1.35、1.79、1.98 亿元, 对应 EPS 分别为 1.20、1.60、1.77 元/股, 对应 PE 分别为 38、29、26 倍。
- 2) **估值指标:** 我们选取从事消费电池的珠海冠宇、从事储能的永福股份和科陆电子作为可比公司, 23 年同行业平均 PE 为 48。综合考虑公司业务的竞争优势、业绩的成长性、确定性, 我们给予公司 2023 年 PE 估值 50 倍。
- 3) **目标价格:** 60.21 元, 对应当前市值有 29.21% 的上涨空间。
- 4) **投资评级:** 首次覆盖, 给予“买入”评级。

● 关键假设

- 1)2023-2025 年, 公司碱性电池收入增速为-、8.89%、7.11%。
- 2)2023-2025 年, 公司碳性电池收入增速为-、8.00%、6.89%。
- 3)2023-2025 年, 公司其他产品+其他电池收入同比增速达-、19.00%、18.00%。

● 我们与市场的观点的差异

市场认为: 市场对南孚电池的品牌和渠道护城河认识不足, 认为与 2B 的消费锂电及储能业务的赋能有限; **依据:** 南孚电池主要经营碱性和碳性一次电池, 合计收入占比超过 80%, 铺设渠道主要为 C 端。

我们认为: 一次电池和锂电在制造工艺层面有一定的共同性, 公司凭借南孚多年的品牌背书切入供应链更加容易, 此外南孚电池每年贡献的稳定现金流可以充分支撑消费锂电和储能锂电的业务扩展计划; **依据:** 南孚电池 2019-2022 年收入 CAGR 达 9.24%, 收入稳定增长; 归母净利润从 2019 年的 5.48 亿元提升至 2022 年的 7.66 亿元, 19-22CAGR 达 11.84%, 盈利能力稳步提升, 贡献稳定现金流。

● 股价上涨的催化因素

消费锂电获得新订单, 储能获得新订单。

● 风险提示

下游需求不及预期; 原材料价格波动风险; 储能领域业务开拓存在不确定性。

正文目录

1 腾笼换鸟轻装上阵，控股南孚转型消费电池	6
2 国内碱性电池行业龙头，渠道资源优质丰富	10
2.1 应用广泛需求刚性，碱性电池市场空间广阔	10
2.2 销售体系深入基层，渠道多元精准触达	14
2.3 坚持研发保障性能优势，产品毛利率遥遥领先	16
3 拓展消费锂电业务，打造第二成长曲线	18
3.1 新兴应用蓬勃发展，消费锂电发展迎新机遇	18
3.2 打造物联电池多化学体系，致力于成为小型锂电池领域专家	21
4 抢抓储能发展机遇，拓宽公司发展路径	24
5 盈利预测与估值	27
5.1 盈利预测	27
5.2 估值与投资建议	28
6 风险提示	29

图表目录

图 1: 南孚电池部分产品.....	6
图 2: 安孚科技的营业总收入及同比 (单位: 百万元, %)	7
图 3: 安孚科技的归母净利润及同比 (单位: 百万元, %)	7
图 4: 公司发展历程.....	8
图 5: 2021 年公司营业收入构成 (单位: %)	8
图 6: 2022 年公司营业收入构成 (单位: %)	8
图 7: 2019-2022 年南孚电池收入及同比 (单位: 百万元, %)	9
图 8: 2019-2022 年南孚电池归母净利润及同比 (单位: 百万元, %)	9
图 9: 公司的股权结构图 (截至 2023 年 6 月 30 日, 单位: %)	10
图 10: 2015-2021 年全球小家用电器销售额 (单位: 亿美元, %)	11
图 11: 2016-2021 年中国智能家居市场规模 (单位: 亿元, %)	11
图 12: 1994 年至今中国智能家居发展历程	12
图 13: 2014-2021 年中国玩具出口金额 (单位: 亿美元, %)	12
图 14: 2016-2022 中国玩具行业市场规模 (单位: 亿元, %)	12
图 15: 2016-2025E 全球医疗器械市场规模 (单位: 亿美元, %)	13
图 16: 2016-2021 中国家用医疗设备市场规模 (单位: 亿元, %)	13
图 17: 2016-2021 中国锌锰电池行业市场规模 (单位: 亿元)	13
图 18: 2020-2028 全球碱性锌锰电池市场规模 (单位: 亿元)	13
图 19: Chnbrand 2022 年中国干电池品牌排行榜 SM (C-BPI®)	14
图 20: 新媒体和新电商平台系统运营	15
图 21: 私域流量持续建设	15
图 22: 南孚电池聚能环 3 代古诗词联名装	16
图 23: 南孚电池“电量拉满”助威 LOL 世界赛中国战队	16
图 24: 2020-2022 研发费用对比 (单位: 百万元)	16
图 25: 南孚电池获得 CNAS 实验室认可证书	16
图 26: 2021 年公司产品成本占比 (单位: %)	17
图 27: 2020 年和 2021 年公司电池产品单位成本 (单位: 元/只)	17
图 28: 2017-2022 年行业可比公司毛利率 (单位: %)	18
图 29: 2017-2022 年亚锦科技毛利率及净利率 (单位: %)	18
图 30: 公司的境内外营业收入占比 (单位: %)	18
图 31: 公司的各业务毛利率及产品单价 (单位: %, 元/只)	18
图 32: 2014-2024 全球智能可穿戴设备出货量 (单位: 百万部)	19
图 33: 2020-2022 中国可穿戴设备产品出货量 (单位: 万台)	19
图 34: 2018-2024 中国电子烟用户渗透率 (单位: %)	19
图 35: 2017-2023 中国电子烟行业市场规模 (单位: 亿元)	19
图 36: 扫地机器人行业产业链图	20
图 37: 2016-2022 中国扫地机器人市场规模 (单位: 亿元, %)	20
图 38: 2017-2021 我国消费型锂电池产量 (单位: GWh)	20
图 39: 2020-2022 鲸孚科技合计营业收入 (单位: 亿元)	21
图 40: 2020-2022 鲸孚科技合计净利润 (单位: 亿元)	21
图 41: 南孚电池被授予物联网电池电源研发生产基地	22
图 42: 公司多化学体系物联电池	22

图 43: 宝钢研发国产替代电池专用钢.....	23
图 44: 公司海外大客户 Energizer 开拓成效显著.....	23
图 45: 公司部分合作伙伴.....	23
图 46: TENAVOLTS 获得 2020 CES 创新产品奖.....	23
图 47: TENAVOLTS 获得 8 项美日欧发明专利.....	23
图 48: 储能应用场景分类.....	24
图 49: 储能行业产业链.....	25
图 50: 便携式储能户外场景中的应用.....	26
图 51: 2016-2022 年全球便携式储能市场规模 (单位: 亿元, %).....	26
图 52: 户外活动领域市场规模及渗透率预测 (单位: 万台, %).....	26
图 53: 家庭应急领域市场规模及渗透率预测 (单位: 万台, %).....	26
表 1: 业绩承诺补偿 (单位: 万元).....	8
表 2: 碱性电池与其他电池技术特性、演进情况、综合成本以及使用场景对比.....	11
表 3: 锌锰电池行业内的主要公司.....	14
表 4: 南孚电池线下经销模式和 KA 模式.....	15
表 5: 南孚电池线上销售模式.....	15
表 6: 南孚电池主要业务技术所处的阶段.....	17
表 7: 南孚电池 2020 和 2021 年原材料供应商 (单位: 万元, %).....	17
表 8: 三类锂离子电池对比.....	21
表 9: 鲸孚科技锂离子电池产品矩阵.....	22
表 10: 发改委、财政部、科技部、工信部和能源局联合印发《关于促进储能技术与产业发展的指导意见》.....	24
表 11: 当前工商业储能市场特点.....	25
表 12: 公司细分业务与估计指标预测 (单位: 百万元, %).....	27
表 13: 安孚科技可比公司估值 (可比公司盈利预测数据均来自于 wind 一致预期, 截止 23 年 9 月 14 日, 单位: 亿元, 元/股).....	28

1 腾笼换鸟轻装上阵，控股南孚转型消费电池

安孚科技是小电池领域龙头，碱性电池市占率国内第一。安徽安孚电池科技股份有限公司成立于 1999 年，主要从事多化学系统的小电池和消费品的投资、研发、生产和销售。公司具体电池产品可分为三类：1) 碱性电池，如“南孚”牌 5 号电池、7 号电池、碱性纽扣电池、Excell 碱性电池等，其中“南孚”牌碱锰电池连续 30 年国内销量第一，是公司的核心产品；2) 碳性电池，如“丰蓝 1 号”牌燃气灶电池、“益圆”牌碳性电池等；3) 其他电池，如“传应”牌锂锰纽扣电池、“TENAVOLTS”牌充电锂电池等，公司产品广泛应用于物联电器、智能穿戴设备、电动工具、移动电源等应用领域。此外，凭借终端渠道优势和零售市场经验，公司非电池消费品的自销和代销业务也蓬勃发展。

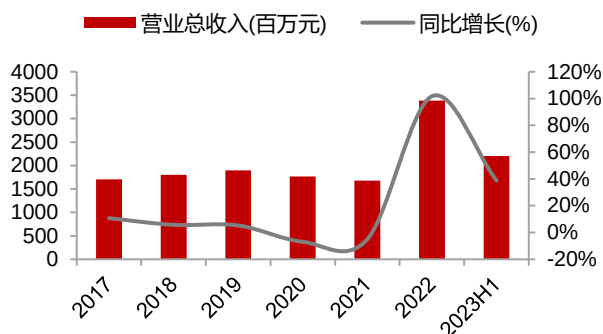
图 1：南孚电池部分产品



资料来源：公司官网、公司公告、浙商证券研究所

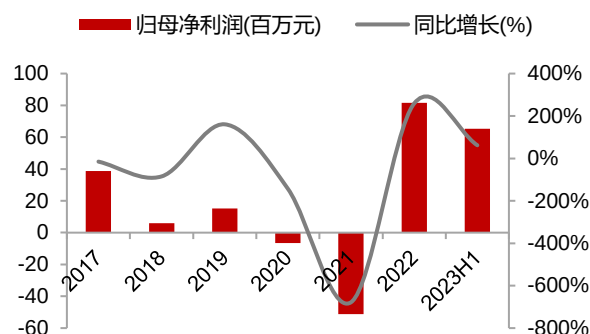
主业百货业务盈利承压，积极转型新方向。公司原名为安徽安德利百货股份有限公司，于 2016 年在主板上市，主要从事国内三、四线城市及农村市场的百货零售业务。在网络电商时代消费者习惯改变冲击下，原有的传统百货零售业务 2020-2021 年盈利水平承压，为亏损状态。公司积极寻求新的发展方向，南孚电池系国内碱性电池知名品牌，业绩稳定增长，现金流稳定，购买价格合理，是难得的优质资产，因此公司 2021 年起逐步收购南孚电池控股股东亚锦科技的部分股权。

图 2: 安孚科技的营业总收入及同比 (单位: 百万元, %)



资料来源: wind, 浙商证券研究所

图 3: 安孚科技的归母净利润及同比 (单位: 百万元, %)

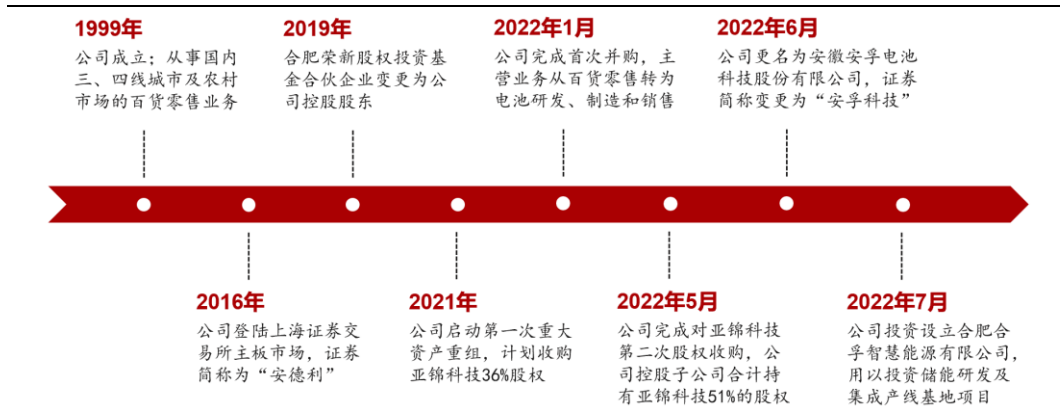


资料来源: wind, 浙商证券研究所

腾笼换鸟轻装上阵，控股南孚实现转型。2021 年 9 月，公司启动第一次重大资产重组，以现金收购南孚电池控股股东亚锦科技 36% 的股份（亚锦科技持有南孚电池 82.18% 的股权），交易对价为 24 亿元人民币，同时宁波亚丰将其持有的亚锦科技 15% 股权对应的表决权委托给上市公司行使，公司合计控制亚锦科技 51% 的表决权。2022 年 1 月，双方完成该项交易，同时，公司也完成了原有百货零售业务的置出，主营业务从传统的百货零售转为电池的研发、生产和销售。为进一步增强公司控制权的稳定性，2022 年 2 月，公司启动对亚锦科技的第二次收购，以公司自有资金和自筹资金向宁波亚丰购买亚锦科技 15% 的股份，交易对价为 13.5 亿元人民币，于 2022 年 5 月完成过户登记，并拟通过向特定对象发行股票募集资金对自有及自筹资金进行置换。经过两次收购，安孚科技通过控股子公司安徽安孚能源科技股份有限公司（安孚科技持有安孚能源 54.17% 的股权）合计持有亚锦科技 51% 的股份，进而控股南孚电池。公司后续拟在合适时机，实施进一步收购安孚能源、亚锦科技及南孚电池的少数股东股权的计划，按照 2021 年 11 月 17 日公告，后续交易实施时，亚锦科技整体估值 = 后续交易重组预案/资产收购公告中披露的未来三年亚锦科技预计净利润金额的算术平均值×15（举例而言，如果后续交易实施时披露的亚锦科技未来三年平均预计净利润金额为 6.6 亿元，则亚锦科技届时的整体估值原则上为 99 亿元）。

两次股权收购的业绩承诺补偿义务人均均为宁波亚丰，宁波亚丰承诺不考虑亚锦科技自身损益情况的影响，南孚电池 2022 年-2024 年对应需实现的净利润为 7.5 亿元、8.0 亿元、8.5 亿元。

图 4：公司发展历程



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

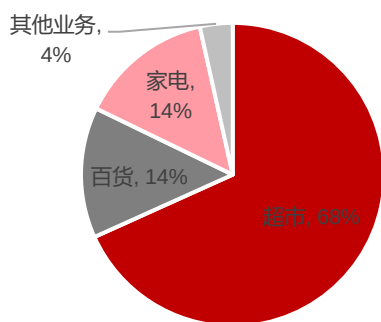
表 1：业绩承诺补偿（单位：万元）

项目	2022 年度	2023 年度	2024 年度
亚锦科技承诺净利润	61,637.25	65,746.40	69,855.55
南孚电池需实现净利润	75,000.00	80,000.00	85,000.00

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

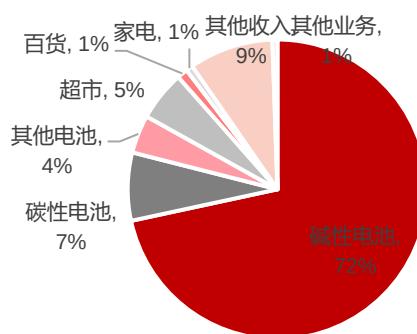
消费类电池是目前第一大业务，积极拓展储能业务。目前南孚电池的消费电池业务即是安孚科技目前的第一大业务。2022 年，安孚科技的碱性电池、碳性电池等消费类电池收入占比达 83.08%。此外，公司积极布局储能行业，与合肥长孚新能源科技共同出资设立合肥合孚智慧能源有限公司，依托上市公司稳定的资金支持和合作方在储能行业的经验、渠道、资源优势，储能业务开拓有望高效推进。

图 5：2021 年公司营业收入构成（单位：%）



资料来源：wind，浙商证券研究所

图 6：2022 年公司营业收入构成（单位：%）

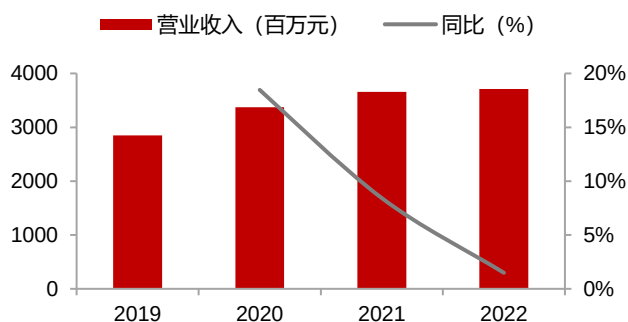


资料来源：wind，浙商证券研究所

并表亚锦科技，南孚电池资产贡献稳定利润。2017-2022 年 1 月份收入贡献主要由传统零售百货业务贡献，2022 年，原有零售百货业务已完全剥离，亚锦科技并表收益逐步体现，公司实现营业收入 33.83 亿元，同比增长 101.71%；实现归母净利润 0.82 亿元，同比扭亏。南孚电池收入从 2019 年的 28.48 亿元提升至 2022 年的 37.13 亿元，19-22 共 3 年 CAGR 达 9.24%，南孚电池归母净利润从 2019 年的 5.48 亿元提升至 2022 年的 7.66 亿元，19-22 共 3

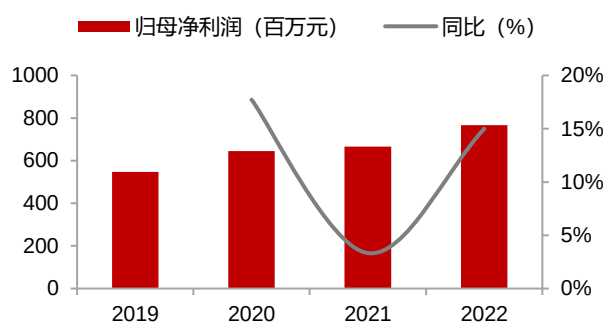
年 CAGR 达 11.84%。公司 2023 年上半年实现营收 22.04 亿元，同比增长 38.84%；实现归母净利润 0.65 亿元，同比增长 61.96%，营收、归母净利增长主要系 2023 年上半年合并重组子公司 1-6 月利润表，上年同期合并 2-6 月份利润表；另一方面重组子公司 OEM 出口业务量增长。“南孚牌”碱锰电池产品连续 30 年（1993-2022 年底）在中国市场销量第一，南孚电池拥有较强的品牌认可度、庞大的销售体系、持续的研发创新能力、经验丰富的管理团队以及稳定的供应商等关键资源，支撑贡献稳定利润和现金流。

图 7：2019-2022 年南孚电池收入及同比（单位：百万元，%）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 8：2019-2022 年南孚电池归母净利润及同比（单位：百万元，%）

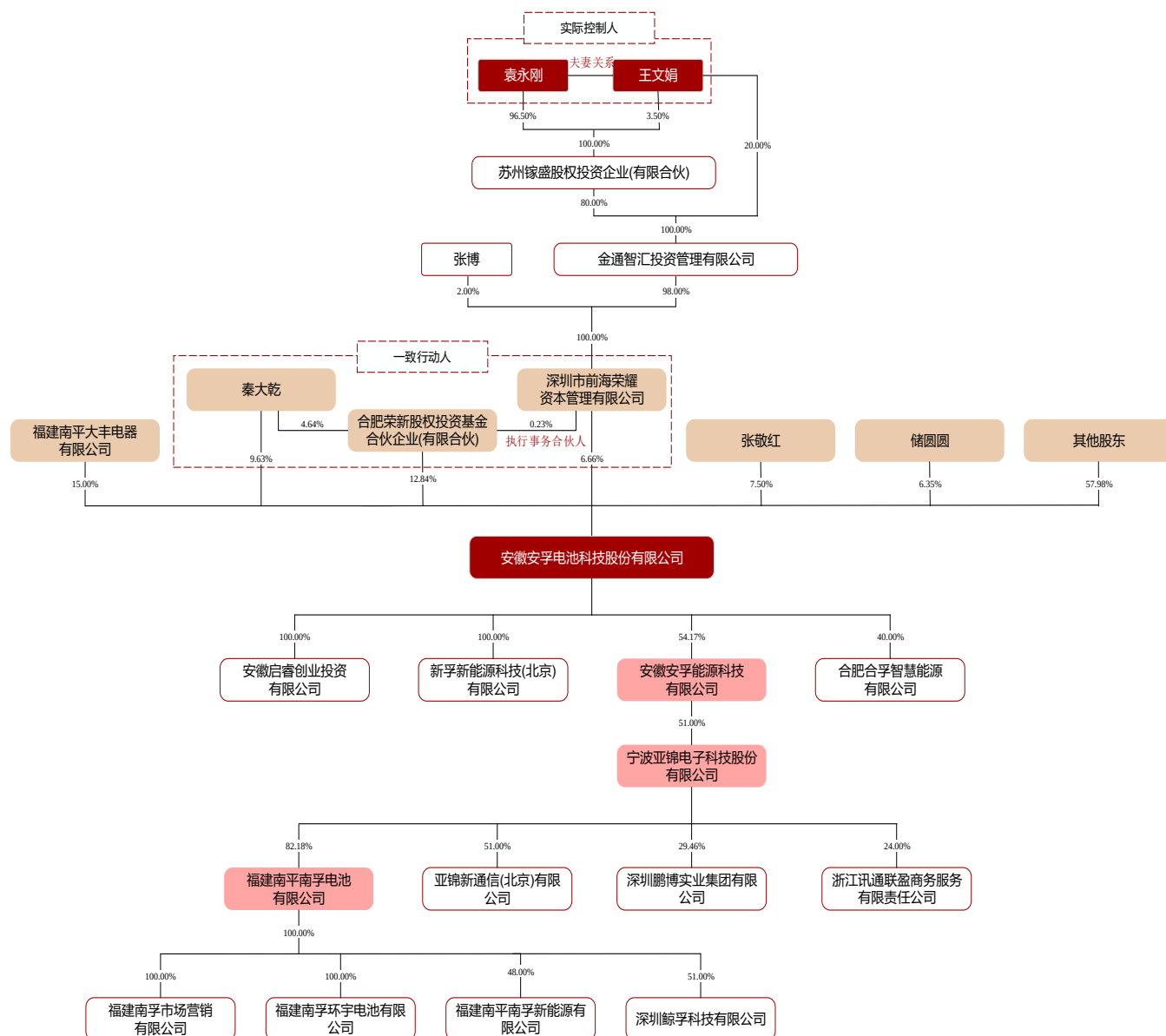


资料来源：公司公告，浙商证券研究所

上市公司初创人（原有百货零售业务创始人）陈学高先生转让股权。公司 2016 年 8 月首发上市至 2019 年 11 月的控股股东及实际控制人为陈学高；2019 年 11 月，陈学高将其持有的 12.84% 股份转让给合肥荣新，并放弃其剩余全部股份表决权，公司实际控制人变更为袁永刚、王文娟夫妇；2021 年 7 月，陈学高又将其持有的 6.66% 股份转让给合肥荣新的执行事务合伙人深圳荣耀。

袁永刚、王文娟夫妇是公司的实际控制人。截止 2023 年 6 月 30 日，南平大丰电器为公司的第一大股东，持股比例为 15.00%，合肥荣新、秦大乾、张敬红为公司第二、第三、第四大股东，分别占有股权 12.84%、9.63% 和 7.50%。合肥荣新及其一致行动人深圳荣耀合计持有公司 19.50% 的股份，同时秦大乾将其持有公司 9.63% 股份的表决权委托给合肥荣新，合肥荣新及其一致行动人合计持有公司 29.13% 股份的对应该表决权，为公司控股股东；袁永刚、王文娟夫妇通过合肥荣新及其一致行动人深圳荣耀 19.50% 股权及秦大乾委托的表决权 9.63% 股权合计持有公司 29.13% 股权，为公司的实际控制人。按照公司定增说明书测算，定增发行后控股股东和实际控制人不会发生变化。

图 9：公司的股权结构图（截至 2023 年 6 月 30 日，单位：%）



资料来源：公司公告，wind，浙商证券研究所

2 国内碱性电池行业龙头，渠道资源优质丰富

2.1 应用广泛需求刚性，碱性电池市场空间广阔

碱性电池主要用于小型家电家居、电动玩具和家用医疗设备领域。碱性锌锰电池发展历史悠久，制造技术成熟，相较于其他电池具有使用方便、性价比高、应用范围广泛、自放电率低、安全可靠等优点。当前，碱性电池已经发展成为国际标准化产品，广泛应用于遥控器、钟表、体重秤等小型传统家用电器领域，智能门锁、智能体脂秤等小型智能家居领域，以及血压仪、红外体温计等家用医疗设备领域。

表 2：碱性电池与其他电池技术特性、演进情况、综合成本以及使用场景对比

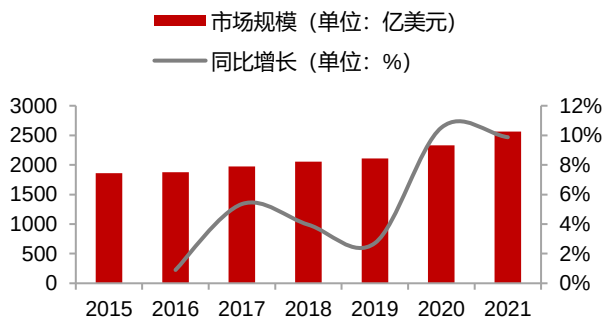
类型	技术特性	演进情况	使用场景	综合成本
碱性电池	标称电压通常为 1.5V。容量大、稳定性好、可放置时间长、小电流放电性能好，尤其适用于长期需要小电流放电的环境。但不可反复充电。	发展历史悠久，制造技术成熟，已经发展为国际标准化产品，尺寸、形状、规格等都具有国内外通用标准。	使用场景广泛。主要包括遥控器、钟表、收音机等小型传统家用电器领域，智能门锁、智能体脂称等小型智能家居领域，血压仪、红外体温计等家用医疗设备领域，以及遥控车、无线电遥控飞机等电动玩具领域。	使用方便，成本较低，性价比高。
碳性电池	标称电压通常为 1.5V。容量低于碱性电池，价格便宜；但内阻较大，稳定性不好，不可反复充电。		主要用于燃气灶、遥控器、钟表、手电筒、电动玩具等。	
镍氢电池	标称电压通常为 1.2V。可靠性强，耐过充过放，容量大，能量密度高，低温性能好，可反复充电，循环寿命长。但开路电压较低，自放电率较大。	经过多年发展，技术水平和生产工艺已较为成熟。	主要包括日常消费电池和用电器具配套电池两种。日常消费电池主要用于遥控器、钟表、电动玩具、数码相机等民用零售领域。用电器具配套电池主要用于电动中小家电、电动工具、电动玩具以及混合动力汽车等领域。	成本较高，需配套充电器，但可反复使用。
锂离子电池	标称电压通常为 3.2-3.7V。比能量大，绿色无污染，工作温度范围宽，自放电小，无记忆效应，可反复充电，循环使用寿命长。但成本高，生产工艺复杂。	自 20 世纪中后期开展研究至今，经历了飞速发展，当前发展进入新阶段。	主要包括智能可穿戴设备、笔记本电脑、平板电脑、智能手机等消费电子领域，新能源汽车、电动摩托车等动力领域，以及储能领域。	成本高，需配套充电器，但可反复使用。

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

家用电器更新换代速度加快，传统家电市场规模稳定增长。家用电器作为现代家庭的生活必需品，行业规模巨大。作为家用电器的重要配件，碱性锌锰电池在现代消费者日常生活中有着不可或缺的重要作用，广泛应用于遥控器、钟表、收音机、烟雾报警器、无线鼠标等小型传统家用电器。

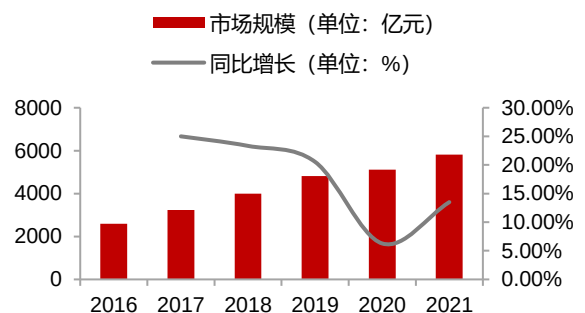
智能化打造家居市场新增长极。AIoT 技术的发展带动了家用电器的高端化、智能化发展趋势，电池在智能门锁、智能汽车钥匙、蓝牙门禁卡、智能音箱、智能温湿度计和智能头盔等智能家居领域也得到广泛应用。智能家居依托 AIoT 技术，将家用电器设备、软件系统、云计算平台以及人工智能等相结合，是未来家电行业发展的主流方向。据前瞻产业研究院数据，2021 年全球小家电市场规模达到 2562 亿美元，同比增长 9.87%，据 CSHIA，2021 年我国智能家居行业市场规模约为 5800 亿元，同比增长 13.50%。

图 10：2015-2021 年全球小家用电器销售额（单位：亿美元，%）



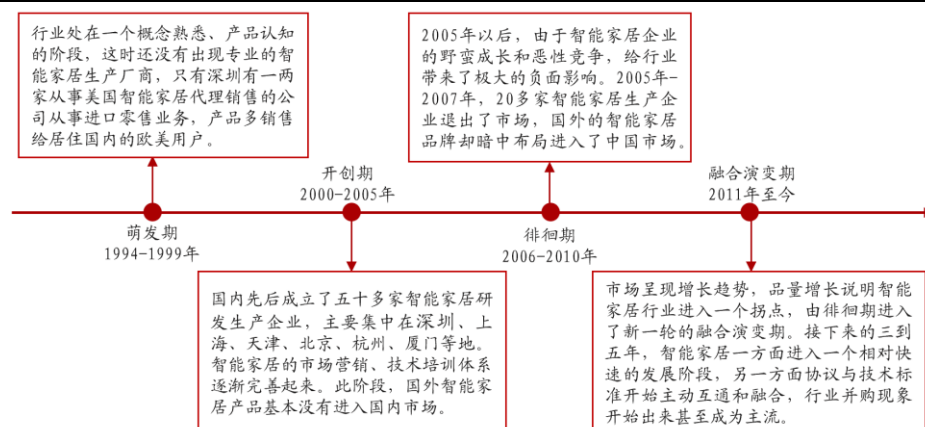
资料来源：前瞻产业研究院，浙商证券研究所

图 11：2016-2021 年中国智能家居市场规模（单位：亿元，%）



资料来源：CSHIA，前瞻产业研究院，浙商证券研究所

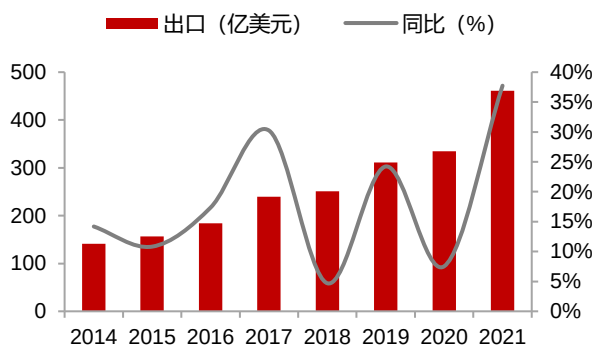
图 12: 1994 年至今中国智能家居发展历程



资料来源：中商产业研究院，浙商证券研究所

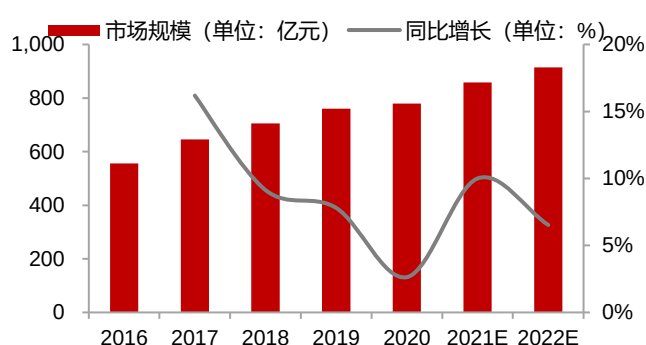
新兴市场成为全球玩具业重要的增长点。随着新兴市场国家经济实力逐步增强，玩具消费观念也从成熟的欧美地区逐步延伸至新兴市场，庞大的儿童数量、较低的人均儿童玩具消费和良好的经济发展前景使新兴玩具市场拥有较高的成长性。中国作为全球最大玩具出口国，2017-2021 年玩具出口金额从 239 亿美元增长至 461 亿美元，四年复合增长率达 17.81%，表明新兴玩具市场需求强劲。对于中国市场，随着居民收入的增加、三胎政策的实行、新婴儿潮的到来，锌锰电池在玩具市场上未来增长潜力巨大。

图 13: 2014-2021 年中国玩具出口金额（单位：亿美元，%）



资料来源：海关总署，wind，浙商证券研究所

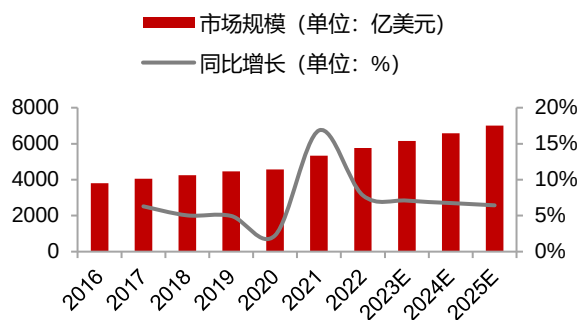
图 14: 2016-2022 中国玩具行业市场规模（单位：亿元，%）



资料来源：中商产业研究院，浙商证券研究所

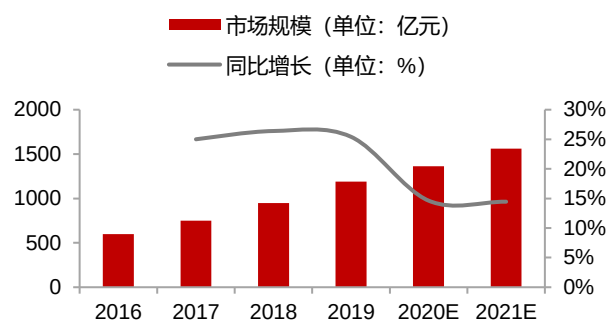
家用医疗设备市场将持续高速增长。随着人们健康需求日益增加，医疗卫生事业不断发展，作为医疗服务中重要组成部分的医疗器械市场多年来一直保持稳步增长，据中商产业研究院数据，2016-2022 年，全球医疗器械市场规模由 3810 亿美元增长至 5752 亿美元，复合年均增长率达 7.0%，预计 2023 年将达 6160 亿美元。家用医疗设备主要是相对于专业医疗设备而言，具有操作简单、体积小巧、携带方便等特点，包括红外体温计、血压仪、血糖仪和电动按摩产品等。根据中商产业研究院数据，2015 年以来，我国家用医疗设备市场规模持续高速增长，市场规模从 2015 年的 480 亿元，发展至 2019 年的 1189 亿元，四年复合增长率为 18.6%。在 GDP 增长、人口老龄化加快及消费结构升级等多重因素的影响下，家用医疗设备预计仍将持续增长。

图 15: 2016-2025E 全球医疗器械市场规模 (单位: 亿美元, %)



资料来源: 中商产业研究院, 浙商证券研究所

图 16: 2016-2021 中国家用医疗设备市场规模 (单位: 亿元, %)

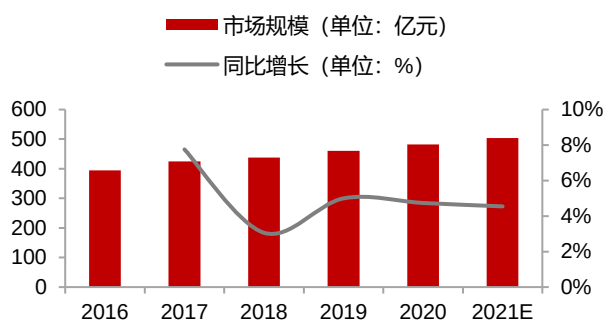


资料来源: 中商产业研究院, 浙商证券研究所

消费升级和新兴技术普及驱动锌锰电池市场长期稳定增长。根据中商产业研究院数据, “十三五”期间, 我国锌锰电池行业销售收入呈稳定增长趋势, 2016 年销售收入为 394.5 亿元, 2020 年为 481.8 亿元, 四年复合增长率为 5.12%。未来, 新型电子消费品、智能设备及物联网技术的广泛应用将会进一步扩展锌锰电池的应用市场。

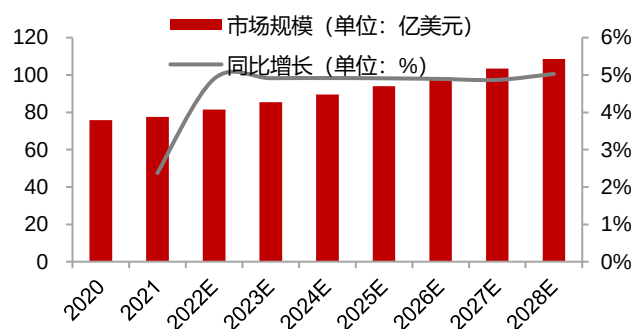
锌锰电池碱性化趋势持续拉动碱性电池需求。当前, 锌锰电池正朝着碱性化方向发展, 碱性化率逐步提高。碳性电池生产成本低, 价格便宜, 但与碱性电池相比, 具有工作电压低、内阻高、单位质量电极活性物质容量低等缺点。同等型号下, 碱性电池容量为碳性电池的 5-7 倍, 更适合于需要更长时间放电的场合。随着全社会节能环保观念日益深化, 不少发达国家或地区均出台相关政策积极鼓励碱性电池的生产和使用, 碱性电池替代碳性电池是未来的发展趋势。根据华经产业研究院数据, 2021 年全球碱性电池市场规模为 77.6 亿美元, 预计 2028 年将增长至 108.6 亿美元, 2021 至 2028 年七年复合增长率达 4.9%。

图 17: 2016-2021 中国锌锰电池行业市场规模 (单位: 亿元)



资料来源: 中商产业研究院, 浙商证券研究所

图 18: 2020-2028 全球碱性锌锰电池市场规模 (单位: 亿元)



资料来源: 华经产业研究院, 浙商证券研究所

行业整合加速, 头部企业竞争优势明显。经过较长时间的发展, 我国碱性电池行业两极分化现象日益加剧, 许多技术落后的中小企业被淘汰出局, 行业小、散、乱的局面已经逐步改变, 优势企业的市场份额正逐步提高。拥有较强的品牌认可度、庞大的销售体系、持续的研发创新能力、经验丰富的管理团队以及稳定的供应商等关键资源的头部企业竞争优势将进一步显现。碱性电池行业将进一步加速优胜劣汰和兼并整合, 少数头部企业的市场集中度将进一步提高。

图 19: Chnbrand 2022 年中国干电池品牌排行榜SM (C-BPI[®])

品牌	2022年C-BPI [®] 得分	排名	变化
南孚	788.0	1	--
双鹿	324.9	2	+1
金霸王	320.6	3	-1
555	311.9	4	--
劲霸	287.5	5	--
松下	274.3	6	+1
白象	258.5	7	-1
飞利浦	232.8	8	+4
华太	225.9	9	+2
长虹	218.1	10	-2

资料来源: Chnbrand, 浙商证券研究所

表 3: 锌锰电池行业内的主要公司

公司名称	简要介绍
福建南平南孚电池有限公司	南孚是中国先进的电池科技公司, 成立于1988年, 专注于小电池领域, 坚持以科技为先导、以产品为重心、以客户为中心, 主要产品包括碱性锌锰电池、碳性锌锰电池和其他电池。
中银(宁波)电池有限公司	中银(宁波)电池有限公司成立于1993年, 由金山电池国际有限公司与宁波双鹿控股集团有限公司合资成立, 旗下主要电池品牌为“双鹿”。主要产品包括碱性电池、碳性电池、纽扣电池和充电电池等。
浙江野马电池股份有限公司	浙江野马电池股份有限公司成立于1996年, 于2021年4月在上海证券交易所主板上市, 主要产品包括碱性电池和碳性电池等。
四川长虹新能源科技股份有限公司	四川长虹新能源科技股份有限公司成立于2006年, 于2016年3月在全国中小企业股份转让系统挂牌, 于2021年2月在精选层挂牌, 主要产品包括碱性锌锰电池和锂离子电池等。
浙江恒威电池股份有限公司	浙江恒威电池股份有限公司成立于1999年, 主要产品包括碱性电池和碳性电池等。
广东力王新能源股份有限公司	广东力王新能源股份有限公司成立于2001年, 于2015年1月在全国中小企业股份转让系统挂牌, 主要产品包括碱性电池和碳性电池。
GP Batteries International Limited	GP Batteries International Limited 系香港上市公司香港金山工业(集团)有限公司控股子公司, 旗下主要电池品牌为“GP 超霸”, 主要产品包括碱性电池、碳性电池和镍氢电池等。
Duracell Inc.	Duracell Inc. 成立于1920年, 于2014年被伯克希尔哈撒韦公司收购, 旗下主要电池品牌为“Duracell (金霸王)”, 主要产品包括碱性电池、专业电池和充电电池等。金霸王(中国)有限公司成立于1994年, 主要产品包括碱性电池、纽扣电池、镍氢充电电池和充电宝等。
Energizer Holdings, Inc	Energizer Holdings, Inc (劲量控股有限公司) 成立于1896年, 于2015年6月在纽约证券交易所上市(证券代码: ENR.N), 2018年收购了 Spectrum Brands Holdings, Inc., 旗下主要电池品牌为“Energizer (劲量)”和“Rayovac (雷诺威)”, 主要产品包括原电池和便携式照明产品等。

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

2.2 销售体系深入基层, 渠道多元精准触达

线下销售网络覆盖全国, 销售体系深入基层。对于电池消费品, 消费者具有就近购买的习惯, 南孚电池在全国已有100多万个零售终端。通过线下经销商、线下KA卖场, 覆盖全中国城市, 包括杂货店、中小超市和各类专业店等传统渠道, 以及KA卖场和24小时连锁便利店等现代渠道。除自有品牌外, 南孚电池还有一定的OEM业务。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。通过与在客户资源等方面具有一定优势的大型贸易商开展合作, 进一步拓展国内销售渠道与销售市场。另外, 南孚电池与国内知名电子设备生产厂商直接开展合作, 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。

表 4：南孚电池线下经销模式和 KA 模式

销售类型	销售模式介绍	结算模式
线下经销模式	南孚电池全资子公司南孚营销负责全国各区域经销商的维护和管理，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，参考南孚电池制定的价格政策进行对外销售。	货款通常采取“现款现货”的结算模式。经销商向南孚电池发出订单并预付货款后，南孚电池根据产品及渠道特点安排物流方式，一般通过快递或第三方物流发货，经销商验收无误后签收确认。
KA 模式	南孚电池与大润发、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。	在 KA 模式下，KA 客户根据产品销售情况向南孚电池下达订单，南孚电池按照订单信息安排物流配送产品至客户指定地点，商品所有权权属在交付时转移给 KA 客户。经对账核算后，KA 客户在合同约定的价款支付期限内付款。
OEM 模式	贸易商根据下游客户需求向南孚电池提交订单，要求产品配送至指定地点，对其采购的产品自主定价并对外销售。	南孚对其不存在销售任务约定，不干涉其销售政策。

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

开辟线上电商渠道，构建系统性新媒体和新电商平台。南孚电池在线下渠道精耕细作的同时，积极顺应现代消费趋势，积极开发线上渠道，南孚的线上销售渠道分为线上直销零售、电商平台销售、线上分销和线上经销四种模式。公司组织专业团队负责电商平台的销售，开辟了天猫、京东、拼多多、苏宁易购等主流平台的线上电商渠道并且收效显著。同时，公司加强私域流量建设，通过微信公众号、社群、朋友圈等方式，为消费者提供全方位的消费体验。

图 20：新媒体和新电商平台系统运营



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

图 21：私域流量持续建设



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

表 5：南孚电池线上销售模式

销售类型	销售模式介绍
线上直销零售	南孚电池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，按照第三方电商平台的标准条款开设店铺和进行运营管理。主要销售平台为天猫、京东等。线上直销零售模式下，消费者支付货款后，南孚电池通过物流发货，消费者确认收货或第三方平台系统自动默认确认收货后，款项直接转入其平台账户。
电商平台销售	电商平台销售，是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。
线上分销模式	线上分销模式下，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。
线上经销模式	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，并对其进行日常管理。

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

与多家知名 IP 合作，营销推广效果显著。在坚持市场拓展的同时，南孚电池不断创新营销推广策略，围绕品牌定位开展广告营销，并与多家知名 IP 合作，跨界整合资源，为品牌注入活力，赢得了巨大的用户吸引力，连续多年处于销量前列。如赞助《中国诗词大会》，推出聚能环 3 代诗词联名装；成为英雄联盟职业联赛官方授权合作伙伴，联合推出召唤师能量盒，彰显热血“能量”等等，有效提高了品牌触达率。

图 22：南孚电池聚能环 3 代古诗词联名装



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

图 23：南孚电池“电量拉满”助威 LOL 世界赛中国战队

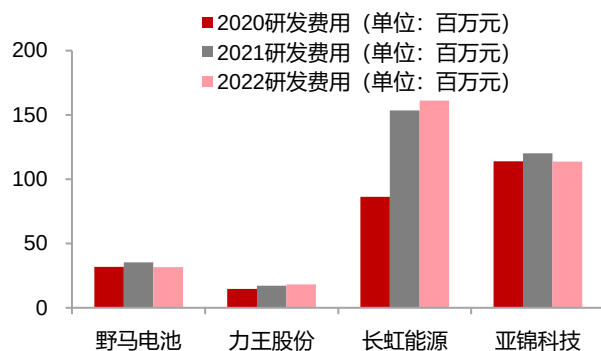


资料来源：搜狐网，浙商证券研究所

2.3 坚持研发保障性能优势，产品毛利率遥遥领先

坚持研发创新与品类拓展，保障产品领先优势。南孚电池多年来坚持技术研发与品类拓展，为保障产品领先优势提供坚实基础。2019-2022 年，南孚电池母公司亚锦科技研发费用从 0.96 亿增长至 1.14 亿，截至 2022 年底，公司累计已获得境内外专利 642 项，软件著作权 10 项，作品著作权 13 项。公司拥有国际领先的实验室、研发设备以及科研级产品检测中心，2021 年 12 月，南孚检测中心 CNAS 扩项成功，通过认可的检测项目由原来的 14 项扩增至 54 项。公司与多家中国知名大学和研究院开展产、学、研项目合作，探索前瞻性电池技术，保障产品质量、生产工艺和新产品研发的领先优势。碱性电池方面，针对智能门锁放电模式的个性化专用电池已经小批量生产，采用全新高容量设计结构，成功完成聚能环 4 代的设计和试制，性能达到世界领先水平，南孚聚能环 4 代产品已于 2023 年初全面上市。在 2B 和 OEM 方面，实现产品人性化、定制化，开发出多款不同性能的系列产品。

图 24：2020-2022 研发费用对比（单位：百万元）



资料来源：wind，浙商证券研究所

图 25：南孚电池获得 CNAS 实验室认可证书



资料来源：南孚工会公众号，浙商证券研究所

表 6：南孚电池主要业务技术所处的阶段

技术名称	技术简介	主要应用产品	所处阶段
南孚聚能环3代	采用全新正负极配方，大幅提升电池高功率放电性能。	碱性电池	大批量生产
南孚聚能环4代	采用全新高容量设计结构，使碱性电池综合性能达到世界领先水平。	碱性电池	基础研究
智能门锁专用电池	针对智能门锁放电模式个性化电池开发。	碱性电池	小批量生产
TWS 蓝牙耳机用扣式锂离子电池	专利结构结合高能量密度、快充、长循环性能设计，满足 TWS 耳机领域的电池需求。	锂离子电池	小批量生产
高容量型 18650 锂离子电池	高镍正极、硅负极结合补锂等先进技术应用，提升电池能量密度。	锂离子电池	基础研究
高倍率型 18650 锂离子电池	配方结合结构设计，实现低内阻、低温升，高倍率性能。	锂离子电池	基础研究

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

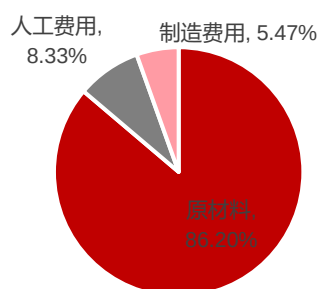
供应商战略合作关系长期稳定，成本管控优势显著。南孚电池和主要原材料供应商建立了长期稳定的战略合作关系，通过和原材料供应商的长期战略合作降低供应风险和成本，保证原材料产品质量供应的稳定性。同时，公司拥有稳定且经验丰富的采购团队，在月度采购计划基础上根据主要金属材料的市场价格走势而适当储备，并能高效管理众多供应商，有效降低了材料价格上升造成的成本增长。

表 7：南孚电池 2020 和 2021 年原材料供应商（单位：万元，%）

年度	序号	名称	采购金额(万元)	占比(%)
2021	1	福建金杨科技股份有限公司	15695.86	9.25%
	2	松柏(广东)电池工业有限公司	11581.62	6.83%
	3	上海靖鹏实业有限公司	11194.89	6.60%
	4	深圳市中金岭南科技有限公司	9280.76	5.47%
	5	嘉兴市得高电源科技有限公司	7,713.16	4.55%
		合计	55466.27	32.69%
2020	1	福建金杨科技股份有限公司	12625.43	9.25%
	2	湘潭电化科技股份有限公司	9595.39	7.03%
	3	松柏(广东)电池工业有限公司	9458.71	6.93%
	4	嘉兴市得高电源科技有限公司	7366.87	5.40%
	5	上海靖鹏实业有限公司	7299.02	5.35%
		合计	46345.41	33.95%

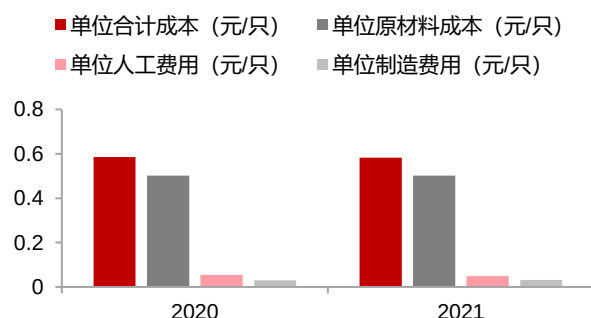
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 26：2021 年公司产品成本占比（单位：%）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 27：2020 年和 2021 年公司电池产品单位成本（单位：元/只）

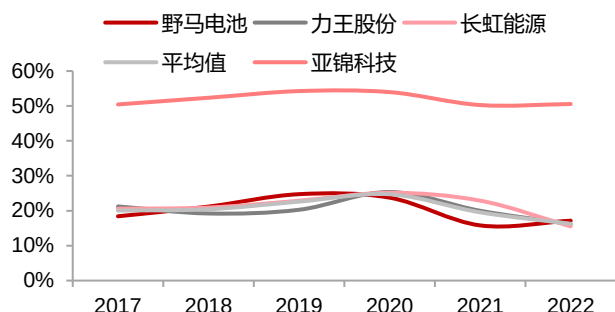


资料来源：根据公司公告测算，浙商证券研究所

强品牌力铸就高毛利率，海外市场开拓略有拖累。公司拳头产品“南孚”牌碱锰电池产品连续三十年（1993-2022）在中国市场销量第一，在我国碱性 5 号和 7 号电池品类市场的销售额份额/销售量份额为 84.2%/82.9%。凭借强大的品牌优势且直接面向经销商或消费者的销售模式，公司始终保持 50%左右的毛利水平。2022 年公司销售净利率较 2021 年有所上

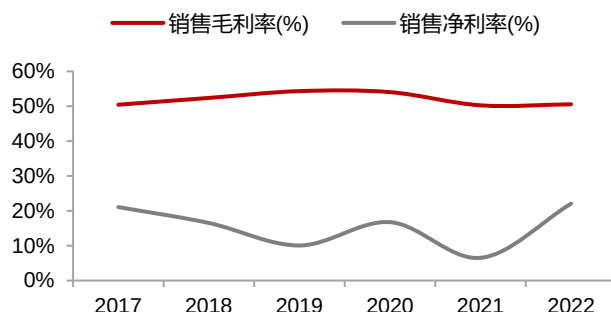
涨。2021 年公司毛利率及净利率较 2020 年有所下降，主要系公司积极加大了出口业务和国际客户拓展力度，境外地区的营业收入从 3.4 亿增长至 5.1 亿，营收占比从 10.12%增长至 13.96%，由于出口业务主要为销售单价较低的 OEM 业务，因此公司整体毛利率有所降低。

图 28：2017-2022 年行业可比公司毛利率（单位：%）



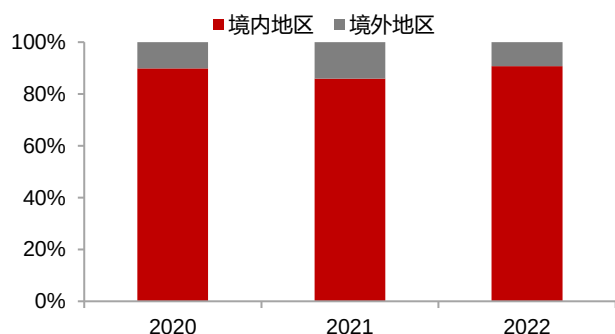
资料来源：wind，浙商证券研究所

图 29：2017-2022 年亚锦科技毛利率及净利率（单位：%）



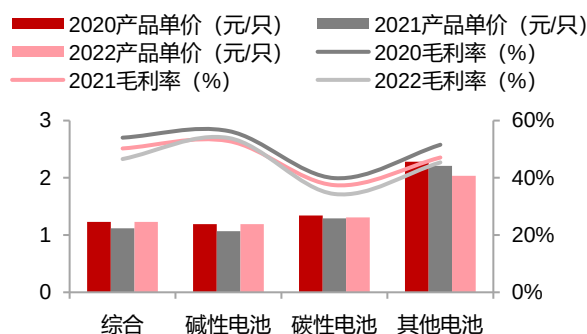
资料来源：wind，浙商证券研究所

图 30：公司的境内外营业收入占比（单位：%）



资料来源：wind，公司公告，浙商证券研究所

图 31：公司的各业务毛利率及产品单价（单位：%、元/只）



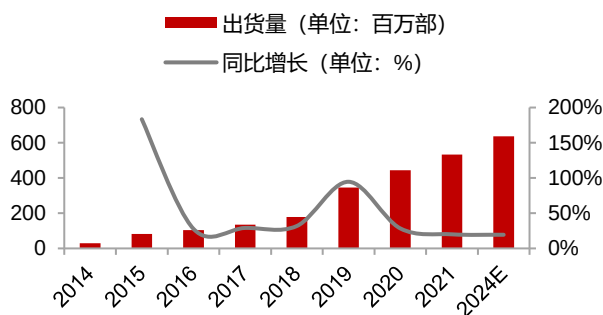
资料来源：wind，公司公告，浙商证券研究所

3 拓展消费锂电业务，打造第二成长曲线

3.1 新兴应用蓬勃发展，消费锂电发展迎新机遇

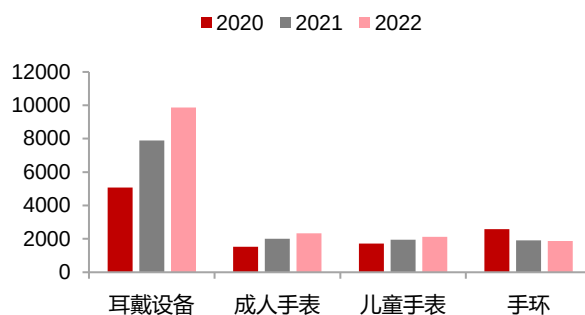
智能可穿戴设备市场长坡厚雪。随着数据无线传输、锂离子电池等创新技术的飞速发展，各种智能可穿戴设备，如 TWS 耳机、智能手表、智能眼镜和智能手环等逐渐走进人们的日常生活，并且应用领域广泛，从信息娱乐、医疗保健到工业军事等都有涉及。智能可穿戴设备市场发展迅猛，需求不断扩大。根据华经产业研究院相关数据，从 2014 年到 2021 年，全球可穿戴设备出货量由 0.29 亿套增长至 5.34 亿套，七年年均复合增长率 39.25%。据 IDC 统计数据，2021 年耳戴设备市场出货量 7898 万部，同比增长 55.4%，增速领跑所有细分智能可穿戴设备产品。

图 32: 2014-2024 全球智能可穿戴设备出货量 (单位: 百万部)



资料来源: 华经产业研究院, 浙商证券研究所

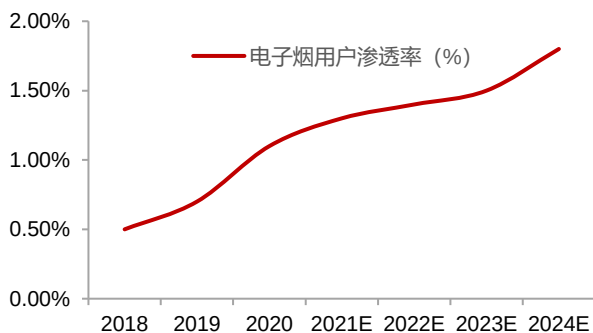
图 33: 2020-2022 中国可穿戴设备产品出货量 (单位: 万台)



资料来源: IDC 中国, 浙商证券研究所

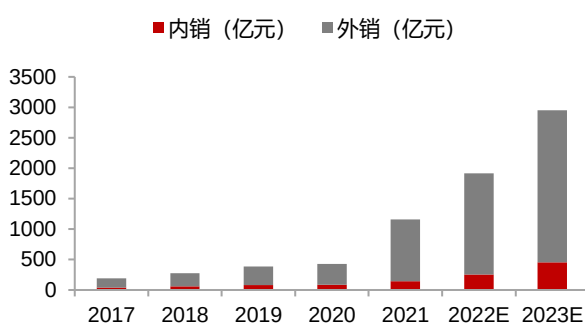
政策明晰指引电子烟消费市场发展方向。受限于消费水平、烟草制品消费习惯和文化、健康意识水平等因素，目前我国电子烟消费市场渗透率较低，尚未形成稳定的消费群体。据艾媒咨询数据显示，2021 年中国电子烟产业市场规模为 1160.0 亿元，同比增长 1.7 倍，其中，出口外销是电子烟销售的主要市场。未来，随着产业政策规定趋于明确，加之我国庞大的吸烟人群基数，我国电子烟市场将具有较大的快速增长潜力。

图 34: 2018-2024 中国电子烟用户渗透率 (单位: %)



资料来源: 艾瑞咨询, 浙商证券研究所

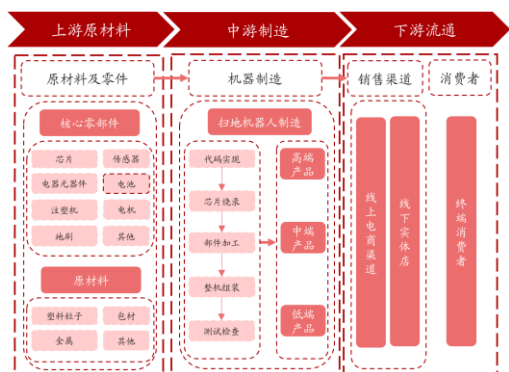
图 35: 2017-2023 中国电子烟行业市场规模 (单位: 亿元)



资料来源: 艾媒咨询, 浙商证券研究所

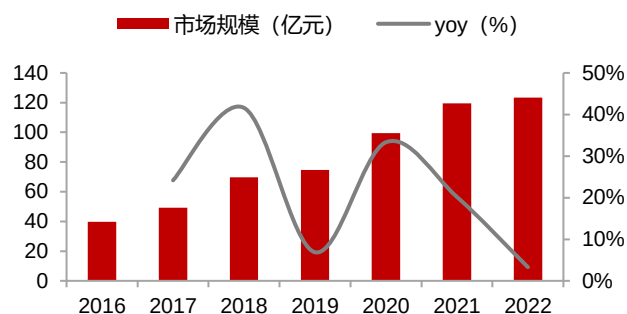
国内扫地机器人行业处于快速发展期。我国智能扫地机器人产业发展较晚，但在产品市场供给与需求上均呈现快速增长态势。一方面，由于城市化发展、居民购买力持续增长、互联网产业发展不断培育用户的消费习惯等因素，消费者对于服务机器人，尤其是适用于家庭场景的智能扫地机器人产品有着广泛的需求；另一方面，智能扫地机器人企业通过技术创新带来产品的持续升级，更好地解决用户在清洁过程中存在的痛点问题，加速扫地机器人产业链的发展壮大。根据华经产业研究院数据，我国扫地机器人 2022 年市场规模已经达到 123 亿元，2016-2022 年年均复合增速为 20.82%。

图 36: 扫地机器人行业产业链图



资料来源：前瞻产业研究院，浙商证券研究所

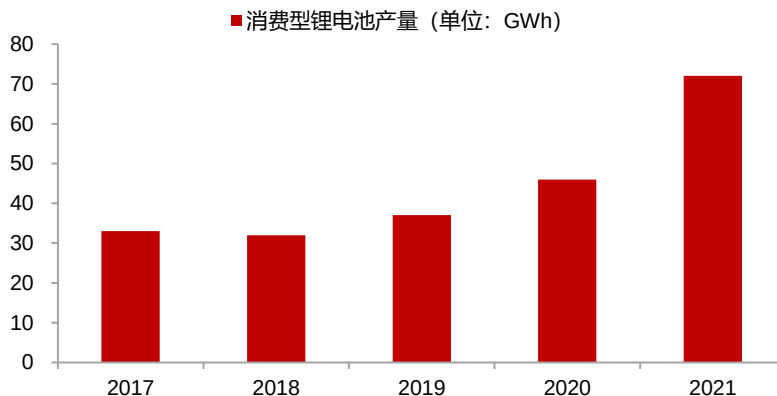
图 37: 2016-2022 中国扫地机器人市场规模（单位：亿元，%）



资料来源：AVC，华经产业研究院，浙商证券研究所

新兴消费需求驱动消费电池行业发展蹄疾步稳。在可穿戴设备、电子烟、服务机器人、电动工具、无人机等新兴市场快速增长背景下，消费型锂电池需求呈较快增长态势。根据高工产业研究院（GGII）数据显示，2021 年中国消费型锂电池产量达到 72GWh。预计随着 5G 技术的进一步普及、应用场景的持续拓展，未来锂电池在消费相关领域将释放更大的市场空间，带来更多发展机遇。

图 38: 2017-2021 我国消费型锂电池产量（单位：GWh）



资料来源：GGII，中商产业研究院，浙商证券研究所

聚合物软包锂离子电池将成为发展主流。近年来，消费类电子产品向时尚轻薄化、人体工学外形设计及移动互联性不断增强的方向发展，相较于圆柱锂离子电池和方形锂离子电池，聚合物软包锂离子电池能够较好满足消费类电子产品对电池轻薄、安全、能量密度、尺寸多变等方面的需求。根据 Techno Systems Research 统计预测，2019 年消费类锂离子电池中软包电池占比 83.68%，对应市场规模约为 96.90 亿美元，预计 2025 年软包电池占比将提升至 92.33%，对应市场规模约为 252.34 亿美元。

表 8：三类锂离子电池对比

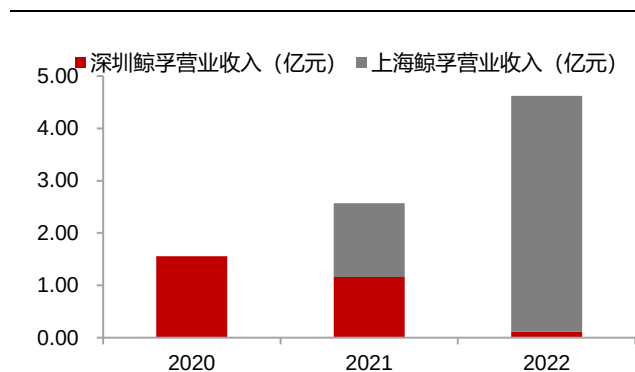
类别	能量密度	安全性	重量	标准化程度	工艺要求	充放电倍率
圆柱电池	中	低	较重	高	低	低
方形电池	中	中	轻	低	中	中
软包电池	高	高	轻	低	高	高

资料来源：珠海冠宇招股说明书，浙商证券研究所

3.2 打造物联电池多化学体系，致力于成为小型锂电池领域专家

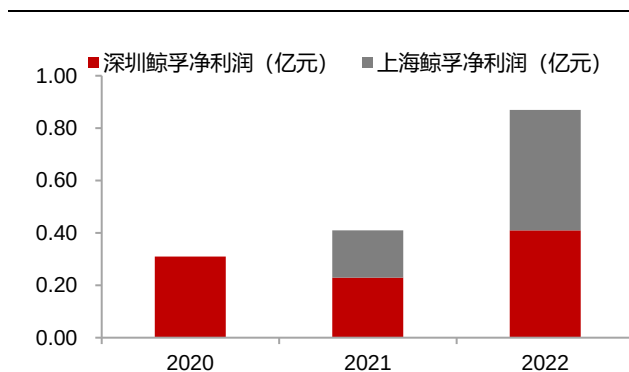
设立深圳鲸孚进军锂离子电池和物联电池。南孚电池充分发挥自身优势，孵化小型电池品牌，顺应市场发展，开拓新型电池业务。公司于 2019 年 12 月 11 日设立深圳鲸孚科技有限公司，并纳入合并范围。2021 年 7 月，深圳鲸孚设立全资子公司上海鲸孚。鲸孚科技专注于小型锂离子电池和物联电池的研发、生产和销售，打造物联电池品牌“传应”，三年来业绩持续高速增长。2022 年，两家公司合计营业收入为 4.62 亿元，同比增长 79.8%，同期合计净利润为 0.87 亿元，同比增长 112.2%。

图 39：2020-2022 鲸孚科技合计营业收入（单位：亿元）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 40：2020-2022 鲸孚科技合计净利润（单位：亿元）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

锂离子电池产品体系丰富齐全。依托南孚电池强大的研发实力，鲸孚科技已经构建了品类多样、质量领先的小型消费锂离子电池产品矩阵，囊括充电纽扣锂离子电池、圆柱钢壳锂离子电池、圆柱软包锂离子电池、方形软包锂离子电池等多种产品，广泛应用于 TWS 耳机、智能眼镜、智能手表、定位器、扫地机器人、电子烟、智能音箱等新型消费电子和智能家居设备。公司使用全自动产线生产，品质可靠，一致性高，产品具有容量密度高、倍率性能好、循环寿命长等优势。

表 9：鲸孚科技锂离子电池产品矩阵

产品种类	产品名称	产品性能优势
充电纽扣锂离子电池	TWS 耳机用锂离子充电纽扣电池	1、充电倍率高，最高 3C 充电 2、能量密度高，单次续航时间可超 10 小时 3、超长循环寿命，1000 次循环容量超过 80% 4、全自动产线，品质可靠，一致性高 5、可随生活垃圾处理
	智能手表用 3.7v 充电纽扣锂离子电池	
圆柱钢壳锂离子电池	电动牙刷圆柱钢壳锂离子电池 CY14500	1、容量密度高 2、倍率性能好 3、全自动产线，品质可靠，一致性高
	扫地机圆柱钢壳锂离子电池 CY18650	
圆柱软包锂离子电池	电子烟用 280mAh 圆柱软包锂离子电池 CY09360	1、容量密度高 2、倍率性能好 3、循环寿命长
	智能音箱电子烟用 400mAh 圆柱软包 13300 锂离子电池 智能手表蓝牙耳机用 750mAh 圆柱软包 13430 锂离子电池	
方形软包锂离子电池	应急启动电源方形软包锂离子电池 CY456085	1、容量密度高 2、倍率性能好 3、循环寿命长
	10000 毫安传应微型工业物联网锂电池	

资料来源：公司官网，浙商证券研究所

物联电池技术全国领先。针对物联电器电池耐储存、容量大、瞬时脉冲电流大的需求，公司首创大容量物联网电池，产品拥有 17 项专利技术加持，2020 年 3 月，深圳物联网协会向公司子公司南孚电池授予“物联网电池电源研发生产基地”的称号。针对不同物联电器产品的特点，公司开发多化学体系物联电池，包括针对远距离遥控要求的高伏物联电池，针对感应灵敏度的碱性物联电池，以及针对高低温性能和超长使用时间要求的锂亚物联电池。

图 41：南孚电池被授予物联网电池电源研发生产基地



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

图 42：公司多化学体系物联电池



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

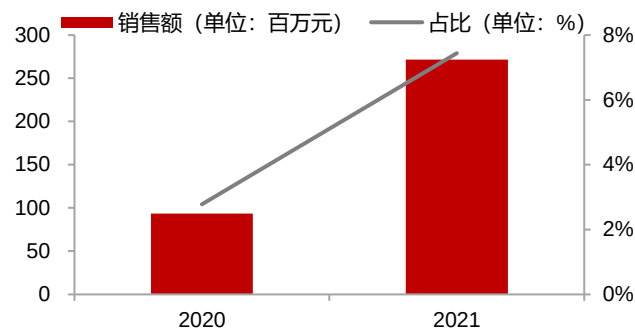
客户资源优质丰富，战略合作深入多元。2021 年 10 月，南孚与宝钢联手研发的国产化电池钢取得里程碑式突破，打破了国内电池钢市场长期以来被国外少数钢铁企业垄断的局面。2020 年，公司与美国劲量集团旗下公司，世界著名电池和便携式照明设备的生产商 Energizer 展开合作，2021 年，两家合作继续深化，公司对 Energizer 销售金额达 2.72 亿元，同比增长 190.24%。此外，公司还与京东、大润发、EDEKA 等国内外知名企业建立了合作关系，培育优质稳定且有行业影响力的客户群。

图 43: 宝钢研发国产替代电池专用钢



资料来源: 搜狐网, 浙商证券研究所

图 44: 公司海外大客户 Energizer 开拓成效显著



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图 45: 公司部分合作伙伴



资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

充电锂电池产品走向国际, 广受海外市场认可。南孚电池于 2014 年开始研发小型充电锂电池, 历经 4 年推出充电锂电池品牌“TENAVOLTS”, 如今“TENAVOLTS”已经热销全球 50 个国家。经过 7 年三代产品迭代, “TENAVOLTS”充电锂电池已经获得完善的锂电池国际安全和环保认证, 8 项欧美和日本发明专利, 并在 2020 年美国消费电子展商获得创新产品奖, 在海外市场均享有较高赞誉。

图 46: TENAVOLTS 获得 2020 CES 创新产品奖



资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

图 47: TENAVOLTS 获得 8 项美日欧发明专利



资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

4 抢抓储能发展机遇，拓宽公司发展路径

双碳目标推动能源转型，政策支持驱动储能行业发展。随着全球电力需求的井喷，储能开始变成电力系统从“源-网-荷”到“源-网-荷-储”的第四大基本要素，属于新电力时代下的重要基础设施。随着储能应用价值日益凸显，世界各国纷纷出台鼓励政策和激励措施，并通过完善立法和修改电力市场规则等方式为储能发展扫除障碍。我国于 2016 年首次将储能纳入国家级政策规划，并于 2017 年出台首份行业政策性指导文件，2018 年至今，电力市场和新能源相关支持政策频出，加速储能行业发展。

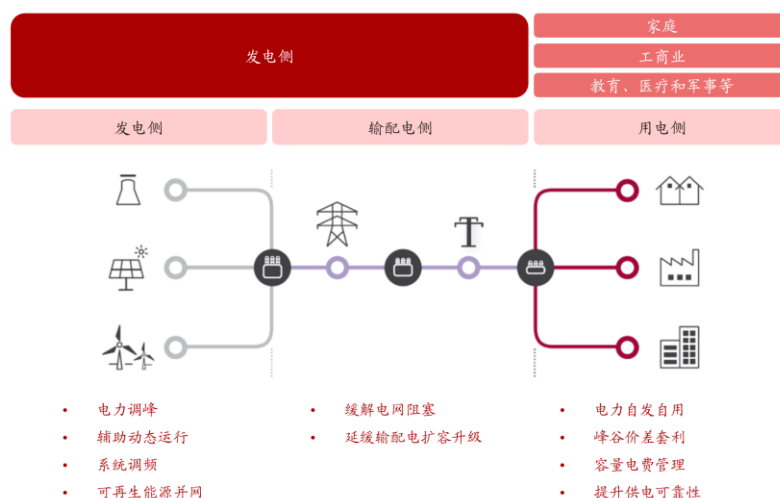
表 10：发改委、财政部、科技部、工信部和能源局联合印发《关于促进储能技术与产业发展的指导意见》

发展阶段	发展目标	具体内容
第一阶段 (2016~2020)	储能产业发展进入商业化初期，储能对于能源体系转型的关键作用初步显现	建成一批不同技术类型、不同应用场景的试点示范项目；研发一批重大关键技术与核心装备，主要储能技术达到国际先进水平；初步建立储能技术标准体系，形成一批重点技术规范 and 标准；探索一批可推广的商业模式；培育一批有竞争力的市场主体。
第二阶段 (2021~2025)	储能产业规模化发展，储能在推动能源变革和能源互联网发展中的作用全面展现	储能项目广泛应用，形成较为完整的产业体系，成为能源领域经济新增长点；全面掌握具有国际领先水平的储能关键技术和核心装备，部分储能技术装备引领国际发展；形成较为完善的技术和标准体系并拥有国际话语权；基于电力与能源市场的多种储能商业模式蓬勃发展；形成一批有国际竞争力的市场主体。

资料来源：国家发改委，浙商证券研究所

从整个电力系统的角度看，储能的应用场景可分为发电侧储能、输配电侧储能和用电侧储能三大场景。发电侧对储能的需求场景类型较多，包括电力调峰、辅助动态运行、系统调频、可再生能源并网等；输配电侧储能主要用于缓解电网阻塞、延缓输配电设备扩容升级等；用电侧储能主要用于电力自发自用、峰谷价差套利、容量电费管理和提升供电可靠性等。其中，用电侧储能又可细分为户用储能、工商业储能以及教育、医疗、军事等特殊机构用储能。

图 48：储能应用场景分类



资料来源：派能科技增发说明书，浙商证券研究所

工商业储能将迎来发展关键期。根据高工产研储能研究所（GGII）近期对国内主流工商业储能企业的巡回走访调研发现，当前工商业储能市场有以下特点：1）从出货数量上看，工商业储能企业年出货量规模普遍偏小；2）从销售模式来看，仍以点对点的终端直销为主，尚未形成代理模式或联合生态模式；3）从产品设计来看，多数企业采用“模块化+智能化”的设计思路。此外，GGII 认为，国内的工商业储能行业仍处于发展早期，其商业模式以峰谷价差套利为主，备电、动态扩容等应用场景的市场需求尚未完全打开，未来 2-3 年是行业发展的关键时期。

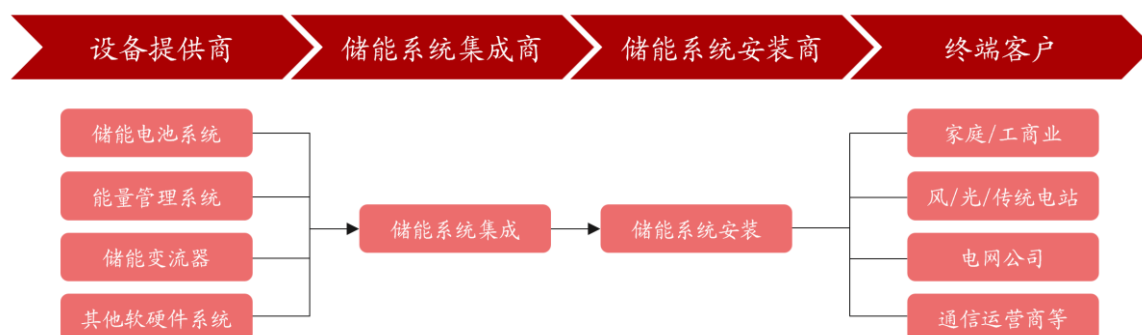
表 11：当前工商业储能市场特点

方面	特点	具体情况
出货数量	年出货量规模普遍偏小	除个别以租赁模式推广市场的企业外，大部分企业年出货量规模均不超过 200 台；第一批进入市场的企业出货量规模多数在 100-200 台之间。2022 年新进工商业储能企业大部分还处于设计产品、组建团队和品牌宣传等阶段，尚未真正有产品进入市场。
销售模式	点对点的终端直销为主	工商业储能的客户群体类型相对复杂且数量众多，未来采用单一的直销模式还是采取多样化的销售模式，也是影响着企业能否在激烈的市场竞争中胜出的关键因素。当前大多数企业以点对点的终端直销为主，尚未形成代理模式或联合生态模式。
产品设计	“模块化+智能化”的设计思路	模块化即以能量模块为一个单元的软硬件独立设计，可根据不同应用场景自由搭配及灵活部署。工商业储能市场最大的特征就是灵活多变的用户需求，因此在产品设计方面，入局者需考虑产品多样化适配。智能化即为基于数据采集、安全控制等BMS和EMS功能，利用算法等一系列创新技术与传统电力电网、能源系统控制保护结合的智能管控方式。

资料来源：GGII，浙商证券研究所

后端软实力成竞争主旋律。区别于新能源配储的大型集装箱储能，工商业储能对精细化管理的策略和算法难度要求更高。GGII 发现，业内企业对工商业储能产业链重要性的认知已慢慢从硬件层面到软件层面过渡，企业更注重储能系统的软件开发和能量管理能力。未来在电力开放与应用场景多样化的需求下，软件和系统管控能力将是工商业储能企业的核心竞争力。

图 49：储能行业产业链



资料来源：派能科技增发说明书，浙商证券研究所

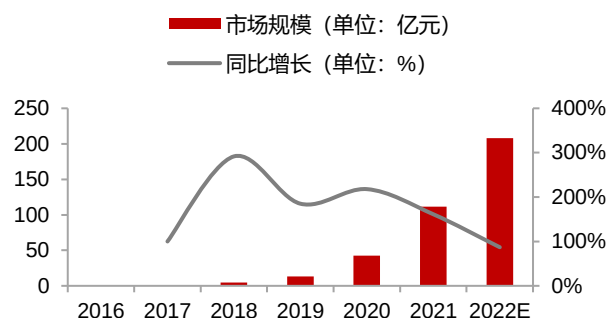
便捷式储能逐步兴起，市场前景乐观。便携储能产品系锂电池技术升级背景下诞生的新生产品，便携储能产品可在野营、钓鱼、骑行、房车旅行、户外运动等各类户外活动场景中使用，可为手机、电脑、无人机、摄影设备、照明灯等各种设备提供绿色电力，多应用场景的需求拉动下，便携式储能行业景气度高企。根据中国化学与物理电源行业协会的报告数据，全球便携式储能行业的市场规模已由 2016 年的 0.6 亿元快速提升至 2020 年的 42.6 亿元，年均复合增速高达 190.28%。便携储能行业将继续维持快速增长趋势，市场发展潜力较大。预计到 2022 年市场规模突破 200 亿元。

图 50：便携式储能在户外场景中的应用



资料来源：华宝新能招股说明书，浙商证券研究所

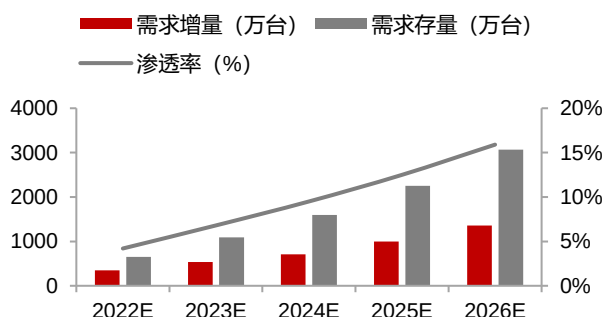
图 51：2016-2022 年全球便携式储能市场规模（单位：亿元，%）



资料来源：中国化学与物理电池行业协会，浙商证券研究所

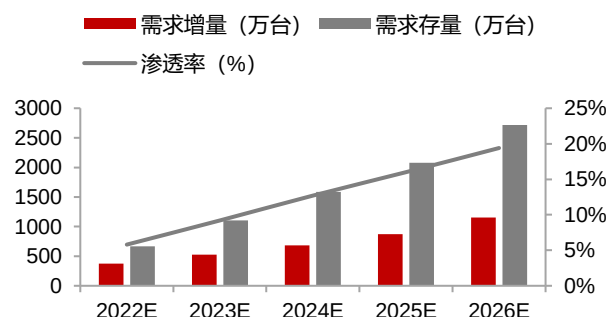
户外活动和家庭应急对便携式储能需求旺盛。近年来城市内就近旅游成为趋势，户外用电的市场需求日益增加。此外，由于全球气候变化，近年来自然灾害呈现多发态势，严重影响全球供电稳定性，应急备用电源已逐步成为家庭生活中的重要备用品。根据中国化学与物理电源行业协会预测，未来，便携式储能在户外活动和家庭应急两方面的渗透率还会持续增加，从而带动便携式储能市场规模持续增长。

图 52：户外活动领域市场规模及渗透率预测（单位：万台，%）



资料来源：中国化学与物理电池行业协会，浙商证券研究所

图 53：家庭应急领域市场规模及渗透率预测（单位：万台，%）



资料来源：中国化学与物理电池行业协会，浙商证券研究所

投资布局工商业储能和便携式储能，抢抓行业发展机遇。2022年7月19日，公司发布公告与合肥长孚新能源科技合伙企业共同投资设立合肥合孚智慧能源有限公司，作为管理运营研发总部及一期0.5GWH储能集成基地。项目前期主要拟投资研发、生产1MWh及以下的工商业储能系统和便携式移动户外储能产品。

研发经验和渠道优势支撑公司跨界发展。本次投资合作方的实际控制人万仞先生具备新能源及储能项目投资的专业能力和经验，具备一定的行业整合能力，并且合作团队储能集成能力在BMS及EMS有软件开发及项目实施丰富经验。同时，公司在投资者调研纪要中表示，储能产品的电芯外购，合资公司主要做储能系统的研发和集成。合孚目前确立了以工商业、集中式储能为主线，侧重发展海外户储，补充发展便携式储能的业务方向，致力于成为电化学储能产品研发、生产、销售一体全链式的科技型企业。

5 盈利预测与估值

5.1 盈利预测

公司22年1月完成对宁波亚锦科技36%股权的收购，同时完成百货零售业务的出售，公司主营业务从传统的百货零售业务转为电池研发、制造和销售，2022年5月公司完成对亚锦科技15%股权的收购，公司控股子公司安徽安孚能源科技持有亚锦科技51%股权。目前公司主营业务即为南孚电池主营，分为碱性电池、碳性电池和其他三大类。

(1) 碱性电池：智能化、医疗设备市场持续高增，行业需求稳定向上，公司品牌和渠道深入基层，市占率有望持续提升，预计碱性电池2023-2025年收入分别为27.41、29.84、31.97亿元，同比增速分别为-、8.89%、7.11%，稳定的渠道带来稳定的盈利能力，毛利率分别为53.90%、53.80%、53.70%。

(2) 碳性电池：碳性电池部分会转向碱性电池，行业增速略慢于碱性电池，公司凭借渠道优势，市占率有望持续提升，市场格局稳定毛利率保持相对稳定，预计2023-2025年收入分别为2.78、3.01、3.22亿元，同比增速分别为-、8.00%、6.89%，毛利率分别为36.00%、35.00%、34.70%。

(3) 其他产品+其他电池：消费锂电、储能业务有望放量，预计2023-2025年收入分别为5.59、6.65、7.85亿元，同比增速分别为-、19.00%、18.00%，毛利率分别为22.00%、25.00%、24.50%。

基于以上假设，我们预计2023-2025年公司营业收入合计达到35.96、39.69、43.21亿元，毛利率达47.54%、47.53%、46.97%。

表 12：公司细分业务与估计指标预测（单位：百万元，%）

	2022	2023E	2024E	2025E
碱性电池				
收入	2423	2741	2984	3197
yoy	-	-	8.89%	7.11%
成本	1116	1264	1379	1480
毛利	1307	1477	1606	1717
毛利率	53.93%	53.90%	53.80%	53.70%
碳性电池				

收入	248	278	301	322
yoy	-	-	8.00%	6.89%
成本	163	178	196	210
毛利	85	100	105	112
毛利率	34.35%	36.00%	35.00%	34.70%
其他产品+其他电池				
收入	447	559	665	785
yoy	-	-	19.00%	18.00%
成本	334	436	499	592
毛利	113	123	166	192
毛利率	25.38%	22.00%	25.00%	24.50%
综合				
收入	3383	3596	3969	4321
yoy	-	-	10.35%	8.88%
成本	1808	1887	2082	2292
毛利	1575	1710	1886	2030
毛利率	46.56%	47.54%	47.53%	46.97%

资料来源：浙商证券研究所；注：2022 年数据无同比系 2021 年电池业务未并表；2023 年数据无同比系 2022 年电池业务为 22 年 2 月-12 月，不可比

5.2 估值与投资建议

公司是碱性电池龙头，消费锂电+储能打开增长空间。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 1.35、1.79、1.98 亿元，对应 EPS 分别为 1.20、1.60、1.77 元/股，对应 PE 分别为 38、29、26 倍。我们选取从事消费电池的珠海冠宇、从事储能的永福股份和科陆电子作为可比公司，23 年同行业平均 PE 为 48。综合考虑公司业务的竞争优势、业绩的成长性、确定性，我们给予公司 2023 年 PE 估值 50 倍，对应市值 67 亿元，目标价 60.21 元，对应当前市值有 29.21%的上涨空间，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 13：安孚科技可比公司估值（可比公司盈利预测数据均来自于 wind 一致预期，截止 23 年 9 月 14 日，单位：亿元，元/股）

代码	简称	最新收盘价	总市值	EPS (元/股)				PE			
		2023/9/14	(亿元)	22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E
002121.SZ	科陆电子	5.58	93	-0.06	0.11	0.27	0.46	-92	49	20	12
688772.SH	珠海冠宇	19.48	219	0.08	0.37	0.94	1.32	240	52	21	15
300712.SZ	永福股份	31.40	59	0.45	0.74	1.05	1.40	70	43	30	22
								平均值	48	24	16
603031.SH	安孚科技	46.20	52	0.73	1.20	1.60	1.77	38	29	29	26

资料来源：Wind，浙商证券研究所

6 风险提示

1) 下游需求不及预期。公司产品广泛应用于消费电子、智能家居、传统家用电器和电动玩具等领域，因此公司产品的市场规模和市场行情受下游终端产品市场的影响较大，消费电子、智能家居、传统家用电器等行业的发展与宏观经济水平基本呈现正相关关系。

2) 原材料价格波动的风险。公司产品的原材料主要为锌粉、电解二氧化锰、钢壳等，公司直接材料占主营业务成本的比重较大。如果未来原材料价格上涨，或者波动幅度较大，都可能会导致公司的毛利率水平有较大变化，进而对公司的生产经营带来一定风险。

3) 储能领域业务开拓存在不确定性。公司现有主营业务为碱性、碳性消费电池，其与新能源储能电池在技术特性、生产工艺、应用场景、销售模式等方面均存在一定的差异。当前项目公司尚处于研究开发阶段，拟生产产品正在研发阶段，项目公司研发设备及产线正在筹备中，业务开拓存在无法取得预期效果的风险。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	1180	2009	3030	4131
现金	412	1181	2144	3160
交易性金融资产	3	5	5	5
应收账款	197	209	230	250
其它应收款	12	12	12	12
预付账款	31	38	38	45
存货	434	473	511	568
其他	91	91	91	91
非流动资产	4867	4828	4766	4694
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	4	4	4	4
固定资产	652	631	600	557
无形资产	401	379	348	322
在建工程	6	9	8	6
其他	3805	3805	3805	3805
资产总计	6047	6837	7796	8825
流动负债	1791	1822	1940	2037
短期借款	277	290	305	320
应付款项	374	423	456	511
预收账款	304	324	357	389
其他	836	786	821	817
非流动负债	1427	1427	1427	1427
长期借款	1327	1327	1327	1327
其他	100	100	100	100
负债合计	3218	3249	3367	3464
少数股东权益	2262	2885	3547	4281
归属母公司股东权	567	702	882	1080
负债和股东权益	6047	6837	7796	8825

现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1009	905	1070	1098
净利润	512	758	842	932
折旧摊销	117	90	102	101
财务费用	72	93	81	67
投资损失	(13)	0	0	0
营运资金变动	370	2	83	55
其它	(49)	(39)	(38)	(57)
投资活动现金流	(2176)	(52)	(40)	(30)
资本支出	96	(50)	(40)	(30)
长期投资	225	0	0	0
其他	(2497)	(2)	(0)	(0)
筹资活动现金流	484	(84)	(66)	(52)
短期借款	(229)	14	15	15
长期借款	677	0	0	0
其他	37	(98)	(81)	(67)
现金净增加额	(683)	769	963	1016

利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	3383	3596	3969	4321
营业成本	1808	1887	2082	2291
营业税金及附加	29	31	34	37
营业费用	631	460	524	557
管理费用	200	144	159	173
研发费用	106	90	99	99
财务费用	72	93	81	67
资产减值损失	(18)	0	0	0
公允价值变动损益	(0)	0	0	0
投资净收益	13	0	0	0
其他经营收益	14	0	0	0
营业利润	581	892	990	1097
营业外收支	(1)	0	0	0
利润总额	581	892	990	1097
所得税	69	134	149	165
净利润	512	758	842	932
少数股东损益	430	624	662	734
归属母公司净利润	82	135	179	198
EBITDA	781	1075	1173	1265
EPS（最新摊薄）	0.73	1.20	1.60	1.77

主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	101.71%	6.30%	10.35%	8.88%
营业利润	1204.56%	53.50%	10.98%	10.75%
归属母公司净利润	-	65.27%	33.00%	10.62%
获利能力				
毛利率	46.56%	47.54%	47.53%	46.97%
净利率	15.14%	21.09%	21.21%	21.57%
ROE	4.04%	4.20%	4.48%	4.05%
ROIC	23.76%	32.06%	32.45%	32.75%
偿债能力				
资产负债率	53.22%	47.53%	43.19%	39.25%
净负债比率	58.33%	58.19%	56.59%	55.44%
流动比率	0.66	1.10	1.56	2.03
速动比率	0.42	0.84	1.30	1.75
营运能力				
总资产周转率	0.74	0.56	0.54	0.52
应收账款周转率	33.12	18.25	18.58	18.46
应付账款周转率	5.61	5.61	5.61	5.61
每股指标(元)				
每股收益	0.73	1.20	1.60	1.77
每股经营现金	9.01	8.08	9.55	9.80
每股净资产	5.07	6.27	7.87	9.64
估值比率				
P/E	63.41	38.37	28.85	26.08
P/B	9.12	7.37	5.87	4.79
EV/EBITDA	11.49	8.17	7.24	6.51

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。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。

本公司的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。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>