

南孚电池实际掌舵人，ODM、OEM 并行发展

■ 证券研究报告

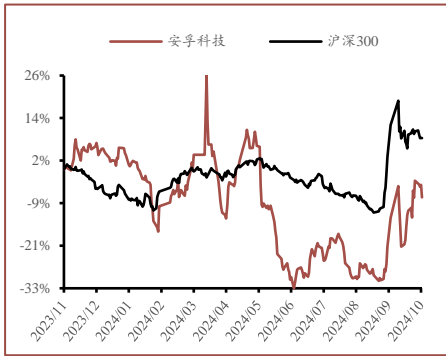
★ 投资评级:增持(首次)

基本数据

2024-11-01

收盘价(元)	28.64
流通股本(亿股)	2.11
每股净资产(元)	8.61
总股本(亿股)	2.11

最近 12 月市场表现



分析师 张一弛

SAC 证书编号: S0160522110002
zhangyc02@ctsec.com

相关报告

核心观点

- ❖ **战略布局焕新，掌舵南孚迈向未来。**公司 2022 年进行战略转型，完成了对南孚电池母公司亚锦科技 51% 股权的收购，主营业务变更为碱性电池等。资产重组后，营业收入持续增长，2024 年前三季度达 35.94 亿元，同比增长 7.15%；盈利能力扭亏为盈，2022 年毛利率达 47%，同比+24pct，净利率由负转正，达 15%，并持续提升。2024 年前三季度，公司归母净利润实现 1.50 亿元，同比增长 46%。随着公司收购进程持续推进，持有南孚电池权益占比有望从 26% 增加至 43%，从而增厚公司利润。
- ❖ **碱性电池难以被替代，公司品牌力、渠道、技术三领先：**对比二次电池，锌锰电池平均月自放电率仅 1%，且售价较低，更加适配小型设备，难以被替代。公司 1) 营销手段多样，持续活跃在大众视野，“聚能环”等关键广告词深入人心；2) 销售渠道广泛，在中国拥有数千个经销商、超 200 万个零售商。3) 技术实力超群，目前已更迭到聚能环 4 代，以 5 号碱性电池为例，容量高于彩虹电池 9%，双鹿电池 168%；除此之外，公司产品矩阵丰富，除南孚碱性电池外，公司还具备益圆电池、丰蓝电池等电池品牌，碳性电池、镍氢电池等电池品类。
- ❖ **盈利能力出众，产品出海有望打开成长第二极。**基于零售业务优势，公司毛利率常年保持 45% 以上，2024 年前三季度达 48.51%，同行平均仅为 22%；产品出海持续成长，2023 年海外营收占比 16%，同比+118%，海外业务毛利率 15%，同比+6pct，仍有提升空间，同行海外营收占比平均达 67%，毛利率达 25%，未来随着公司 OEM 业务规模扩大，原材料降本实现毛利率提升，海外 OEM 业务有望迎来量利双升。
- ❖ **投资评级：**我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 47.36、53.12、57.19 亿元，归母净利润分别为 1.84、2.55、2.84 亿元，对应 PE 分别为 32.92、23.67、21.31 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。
- ❖ **风险提示：**原材料供应短缺风险；竞争加剧，毛利率下降风险；海外提高关税风险；汇率波动风险。

盈利预测：

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3383	4318	4736	5312	5719
收入增长率(%)	101.71	27.62	9.68	12.18	7.66
归母净利润(百万元)	82	116	184	254	283
净利润增长率(%)	—	41.93	58.59	38.50	11.09
EPS(元)	0.73	1.01	0.87	1.21	1.34
PE	63.90	47.65	32.92	23.77	21.39
ROE(%)	14.38	6.22	10.15	13.25	13.83
PB	9.21	3.77	3.34	3.15	2.96

数据来源：wind 数据，财通证券研究所（以 2024 年 11 月 01 日收盘价计算）

内容目录

1 战略布局焕新，掌舵南孚迈向未来.....	4
1.1 转型消费电池领域，碱性电池为核心产品.....	4
1.2 公司高管经验丰富，南孚电池管理层稳固.....	4
1.3 腾笼换鸟成功实现转型，核心资产控股比例持续增加.....	5
1.4 资产重组效果明显，南孚电池贡献稳定利润.....	7
2 消费电池需求刚性，碱性电池仍有渗透空间.....	9
2.1 新兴电器蓬勃发展，电池需求持续增长.....	9
2.2 碱性电池市场优势明显，性价比极高难以替代.....	11
2.3 两极分化严重，南孚电池占据中国零售端 80% 以上份额.....	13
3 ODM 与 OEM 并行发展，盈利能力强劲.....	14
3.1 品牌力持续提升，销售渠道多元.....	14
3.2 技术实力超群，领跑同行.....	16
3.3 产品矩阵丰富，价格梯度化增加竞争力.....	17
3.4 增加品牌韧性，ODM 与 OEM 并行发展.....	18
4 盈利预测与投资评级.....	19
4.1 盈利预测.....	19
4.2 投资评级.....	21
5 风险提示.....	22

图表目录

图 1. 公司发展历程.....	4
图 2. 南孚电池股权变更历程.....	5
图 3. 南孚电池业绩承诺呈现逐年增加趋势.....	6
图 4. 公司持续并购，提升对核心资产南孚电池控制权.....	6
图 5. 公司股权结构（截至 2024 年 9 月 30 日）.....	7
图 6. 资产重组后公司营业收入持续增长.....	8
图 7. 碱性电池贡献公司主要营收占比.....	8
图 8. 资产重组后公司毛利率和净利率持续增长.....	8
图 9. 资产重组后公司利润水平稳步增长.....	8

图 10. 公司不断降本并控制期间费率.....	9
图 11. 公司营运能力总体同步提升.....	9
图 12. 公司主要经营范围为一次电池.....	9
图 13. 一次电池主要应用场景在家居玩具、医疗设备等.....	10
图 14. 中国智能家居市场规模提升带动电池需求增长.....	11
图 15. 中国医疗器械市场规模提升带动电池需求增长.....	11
图 16. 中国碱性锌锰电池出口数量持续处于高位.....	11
图 17. 中国碱性锌锰电池出口金额.....	11
图 18. 锌锰电池自放电率更低.....	12
图 19. 锌锰电池价格更便宜.....	12
图 20. 碱性电池和碳性电池内部结构不同.....	13
图 21. 南孚电池获得 2023 年度中国顾客推荐度第一名.....	14
图 22. 公司重视品牌营销, 子公司亚锦科技销售费用稳中有升.....	15
图 23. 子公司南孚电池销售渠道丰富.....	15
图 24. 子公司亚锦科技营业收入(亿元)高于同行.....	16
图 25. 子公司亚锦科技毛利率远高于同行.....	16
图 26. 亚锦科技(南孚电池母公司)研发费用及研发费用率.....	17
图 27. 技术领先下, 公司电池容量领先同行.....	17
图 28. 公司建立多品牌电池品类矩阵, 稳步推进代理业务.....	18
图 29. 公司产品销量(亿支)提升明显.....	18
图 30. 公司海外营收占比同比+7.27pct.....	18
图 31. 子公司亚锦科技海外占比低于同行.....	19
图 32. 公司海外 OEM 业务毛利率仍有提升空间.....	19
表 1. 锌锰电池具备使用方便, 成本较低等优势.....	12
表 2. 南孚电池聚能环系列产品.....	16
表 3. 公司分业务收入及毛利率.....	21
表 4. 可比公司估值.....	22

1 战略布局焕新，掌舵南孚迈向未来

1.1 转型消费电池领域，碱性电池为核心产品

安孚科技战略转型，稳步迈向电池市场。公司前身安徽省庐江县安德利贸易中心于1984年开业，公司于1999年正式成立，并于2016年8月在上交所主板上市。2019年公司控股股东更改后，持续进行资产重组，2022年，完成对南孚电池母公司亚锦科技51%股权的收购，正式实现业务转型，主营业务变更为碱性电池的研发、生产和销售。此外，2023年，公司参股子公司合孚能源，持股占比40%，积极布局储能业务板块。

图1.公司发展历程



数据来源：公司官网，公司公告，财通证券研究所

公司核心产品为消费电池，碱性电池销量领先。公司的主要产品包括碱性电池、碳性电池及其他电池。

- 1) **碱性电池**：碱性电池业绩贡献突出，1H2024 碱性电池营收达 17.64 亿元，占比 76.29%。代表产品有南孚聚能环二代、三代、四代碱性电池、爱掌门智能门锁电池等，其中南孚电池已经连续 31 年为国内销量第一的碱性电池。
- 2) **碳性电池**：1H2024 营收达 1.76 亿元，占比 7.59%，主要产品有丰蓝 1 号燃气灶电池、益圆碳性电池等。
- 3) **其他电池**：主要产品有传应锂锰纽扣电池、TENAVOLTS 牌充电锂电池等。

1.2 公司高管经验丰富，南孚电池管理层稳固

公司管理结构清晰分明，主要由南孚电池管理层与上市公司管理层构成：

- 1) **南孚电池管理层稳固，重要领导已入职上市公司**。上市公司高管中刘荣海、康金伟、梁红颖、王晓飞薪酬由南孚电池支付，目前分别任南孚电池总经理、董

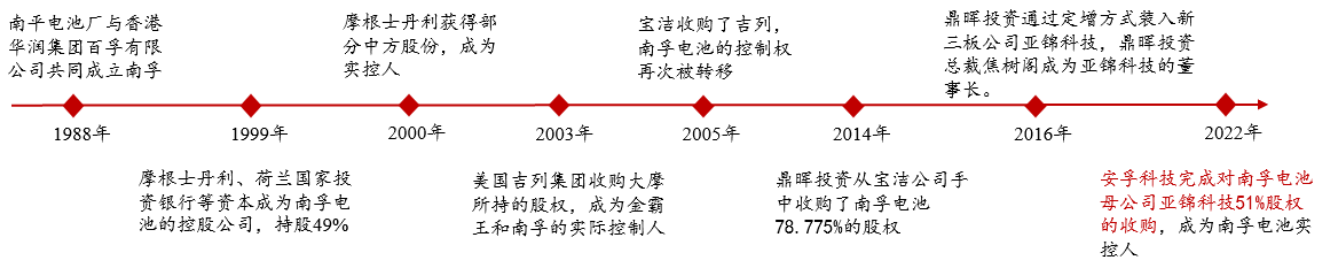
事、副总经理、运营副总经理。四位领导曾统筹负责销售、运营、物流等重要工作，稳固性极高，其中总经理刘荣海已入职 38 年。

- 2) 公司高管经验丰富，有助于支撑公司资本运作。2024 年 4 月，公司发布并购草案，拟继续增加对南孚电池控制权，权益比重从 26% 增加至 43%，后续有望继续增加。公司高管曾在投资公司任职，经验丰富，有望助力公司资本运作。

1.3 腾笼换鸟成功实现转型，核心资产控股比例持续增加

民族品牌南孚电池回归国门，最终由公司实控。1988 年，南孚电池由南平电池厂与香港百孚公司组建成立；1999 年，引入外资后，海外资本持股 49%，其后摩根士丹利获得部分中方股份，成为实控人，其后，民族品牌逐渐被吉列、宝洁等外资控制；直至 2014 年，鼎晖投资从宝洁公司中收购南孚电池 78.78% 的股权，后又将其装入新三板公司亚锦科技。2022 年，公司实现对亚锦科技 51% 股权的收购，成为南孚电池实控人。

图2.南孚电池股权变更历程



数据来源：华尔街见闻，亿欧元，公司官网，财通证券研究所

公司持续并购，提升对核心资产南孚电池控制权，成功完成业务转型：

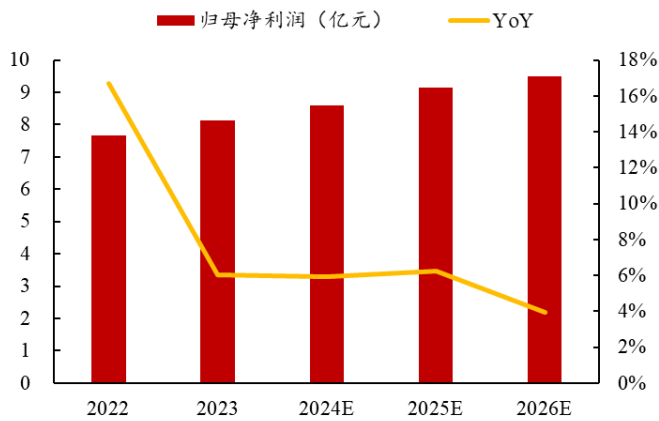
- 2022 年，公司完成了原有业务出售以及收购亚锦科技 36% 股权并取得亚锦科技 15% 股权对应表决权委托，获得亚锦科技控制权后控制南孚电池；5 月，公司完成收购亚锦科技 15% 股权，从而合计持有亚锦科技 51% 的股权。
- 2024 年 5 月，公司发布公告，拟发行股份及支付现金购买安孚能源 31% 股权，同时，要约收购亚锦科技 5% 股份，完成收购后，公司占南孚电池权益比重从 26% 增加至 43%。
- 2024 年 10 月，公司基于 5 月公告，发布新版收购方案，主要变化为：
 - **下调收购价格：**安孚能源 31% 股权兑价由 13.01 亿元下调至 11.52 亿元，下调幅度 11.45%，配套募集资金金额由此前不超过 4.2 亿元调减至不超过 3.8 亿元。2022 年资产重组时，2024 年亚锦科技业绩承诺为净利润 7 亿元，对应

南孚电池为 8.5 亿元，目前安孚能源 31% 股权占南孚电池权益比重为 13%，基于此，我们测算，公司此次收购南孚电池倍数从 11.8 降至 10.4。

- **新增业绩承诺：**实控人袁永刚、王文娟夫妇对本次交易的标的公司安孚能源进行业绩承诺，2024-2026 年累计实现净利润不低于 10.50 亿元，对应南孚电池 2024-2026 年净利润分别为 8.60、9.14、9.50 亿元。

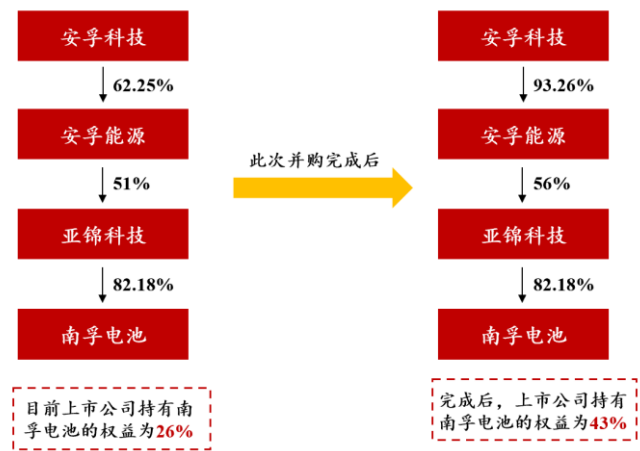
本次交易完成后，公司将持有南孚电池 43% 的股份。本次业绩承诺对应南孚电池 2025 年利润值 9.14 亿元，假设公司 2025 年初完成本次收购重组，未扣除上市公司层面费用条件下，公司对应利润值 3.9 亿元。

图3.南孚电池业绩承诺呈现逐年增加趋势



数据来源公司公告，财通证券研究所

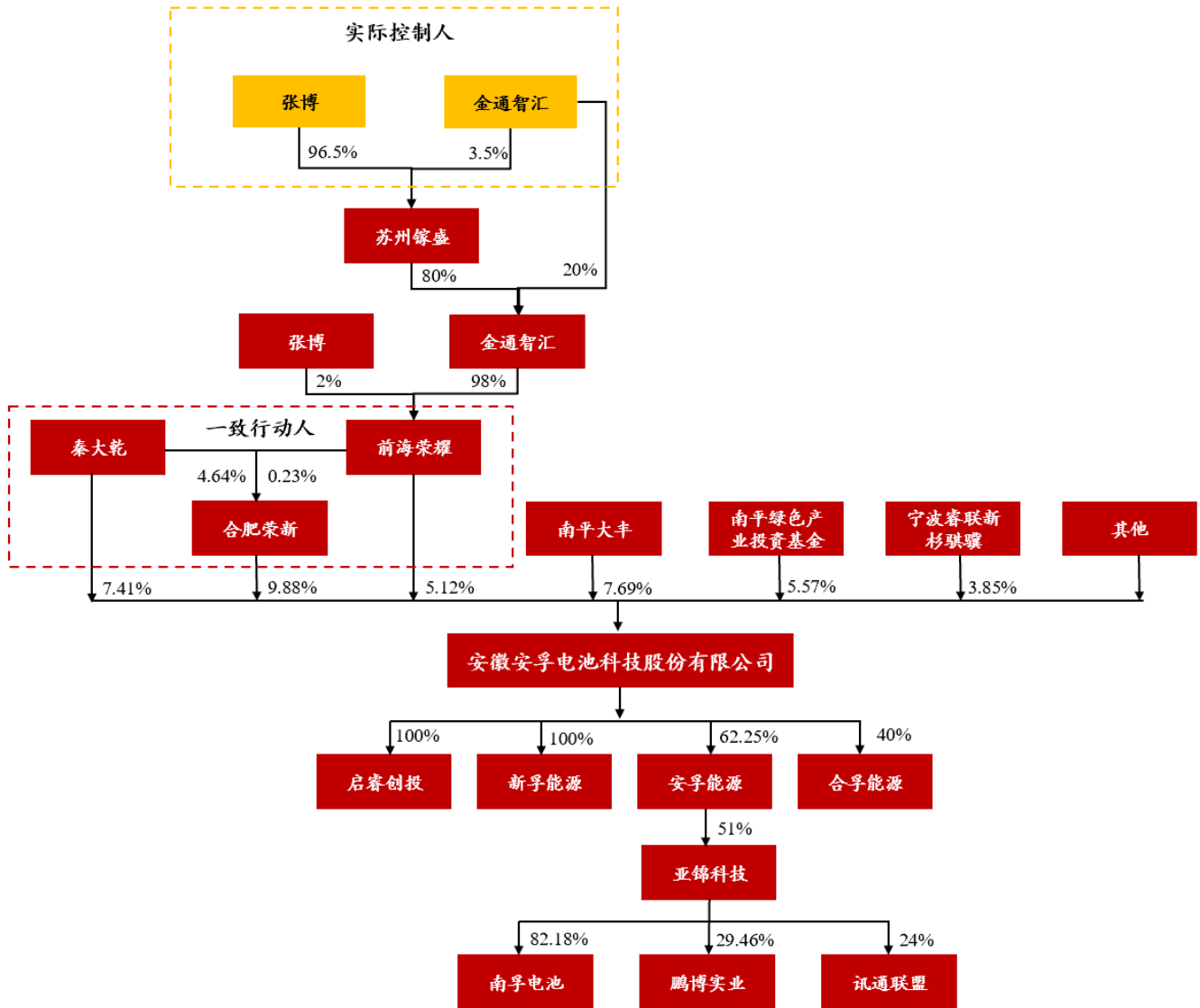
图4.公司持续并购，提升对核心资产南孚电池控制权



数据来源：公司公告，天眼查，财通证券研究所

袁永刚、王文娟夫妇是公司的实际控制人。2024 年 10 月，公司发布股份转让公告，秦大乾向合肥荣新转让 5% 股份，协议转让完成后，袁永刚、王文娟夫妇通过合肥荣新及其一致行动人深圳前海荣耀 20% 股权及秦大乾委托的表决权 2.41% 股权合计持有公司 22.41% 股权，为公司的实际控制人。

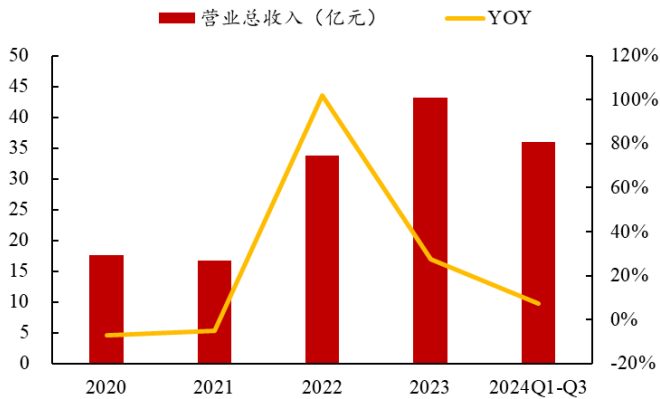
图5.公司股权结构（截至 2024 年 9 月 30 日）



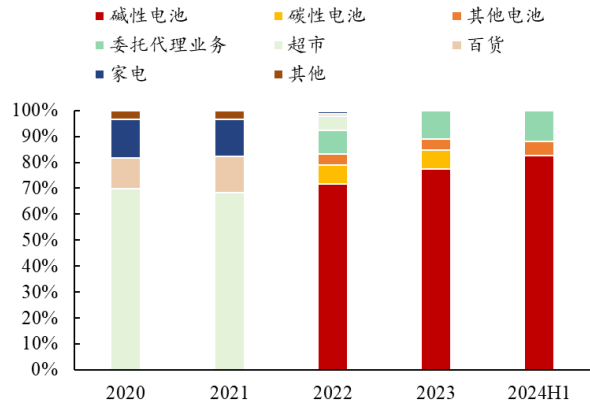
数据来源：Wind，天眼查，财通证券研究所

1.4 资产重组效果明显，南孚电池贡献稳定利润

资产重组后公司营业收入稳步增长。2022 年，公司收购营收稳定且盈利能力强的南孚电池，主营业务转变，核心产品碱性电池贡献主要营收，1H2024，碱性电池占 76%。受益于此，2022 年公司业绩大幅提升，营业收入达 33.83 亿元，同比增长 101.71%，2023 年营业收入 23.13 亿元，同比增长 27.62%。

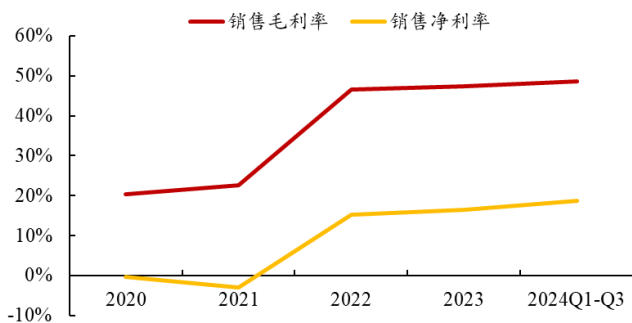
图6.资产重组后公司营业收入持续增长


数据来源: Wind, 财通证券研究所

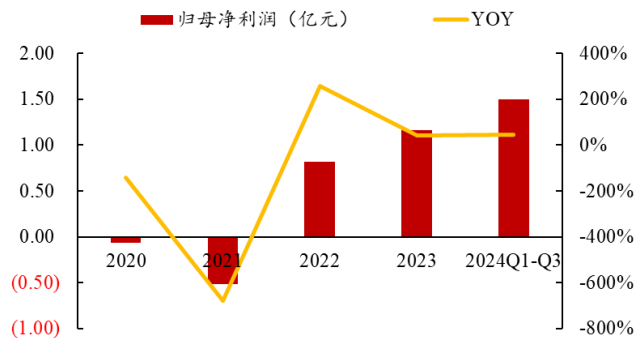
图7.碱性电池贡献公司主要营收占比


数据来源: Wind, 财通证券研究所

资产重组后公司盈利能力同步回升。收购南孚电池后,公司净利率和毛利率明显上升后保持稳定增长,2024年前三季度,公司销售毛利率达48.51%,销售净利率在资产重组后转负为正,达18.82%。公司归母净利润同步增长,2024年前三季度达1.50亿元,同比增长46%。随着公司占核心资产南孚电池权益比例提升,业绩有望继续提升。

图8.资产重组后公司毛利率和净利率持续增长


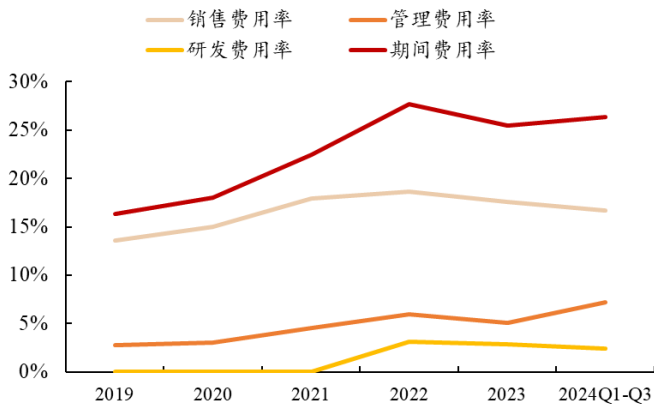
数据来源: Wind, 财通证券研究所

图9.资产重组后公司利润水平稳步增长


数据来源: Wind, 财通证券研究所

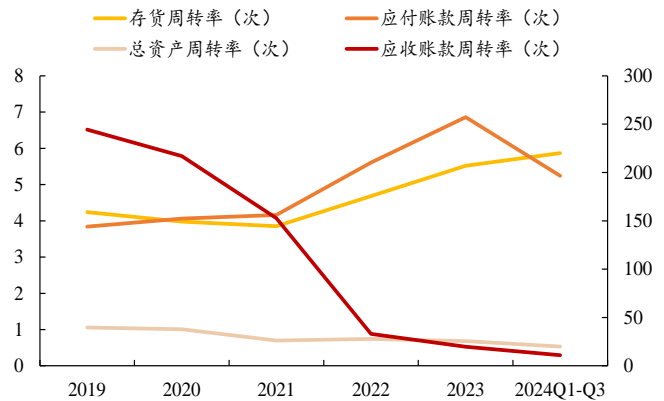
公司持续降本,费用率得到有效控制。2024年前三季度期间费用率为26.32%,其中销售费用率最高,达16.67%,研发费用率、管理费用率分别为2.41%、7.24%。从存货、应付账款、应收账款、总资产周转率等指标整体变动趋势可以看出,公司营运能力总体同步提升,其中应收账款周转率大幅下降是因为业务模式的转变,原百货零售应收账款周转率高,业务模式改变后涉及更多赊账交易因此应收账款周转率下降。

图10.公司不断降本并控制期间费率



数据来源: Wind, 财通证券研究所

图11.公司营运能力总体同步提升



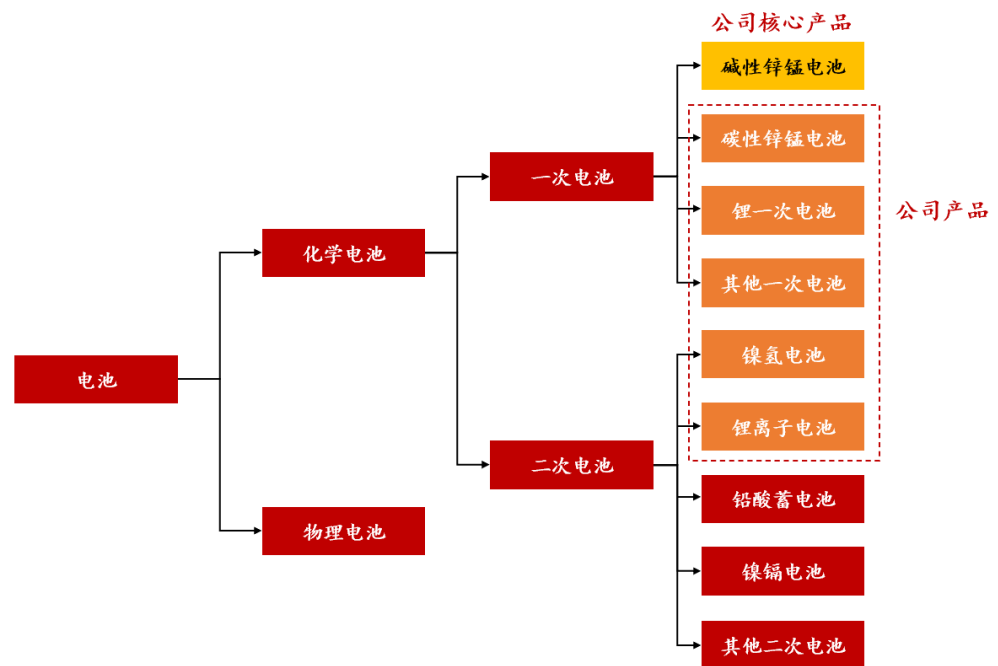
数据来源: Wind, 财通证券研究所

2 消费电池需求刚性，碱性电池仍有渗透空间

2.1 新兴电器蓬勃发展，电池需求持续增长

化学电池可分为一次电池和二次电池。1) 一次电池：一次电池又称“原电池”，电池中的活性物质消耗完后即失去效用，常见有碱性锌锰电池、碳性锌锰电池、锂一次电池等；2) 二次电池：又称“蓄电池”，电量耗尽后可以通过充电反复使用，常见有镍氢电池、锂离子电池、铅酸蓄电池、镍镉电池等。

图12.公司主要经营范围为一次电池



数据来源: 公司公告, 财通证券研究所

一次电池主要应用场景在家居、电子设备、玩具、医疗设备等中。目前一次电池广泛应用于遥控器、钟表、收音机等小型传统家用电器领域，智能门锁、智能体脂称等智能家居领域，遥控车、无线电遥控飞机等电动玩具领域，以及血压计、红外体温计等家用医疗设备领域。

图13.一次电池主要应用场景在家居玩具、医疗设备等

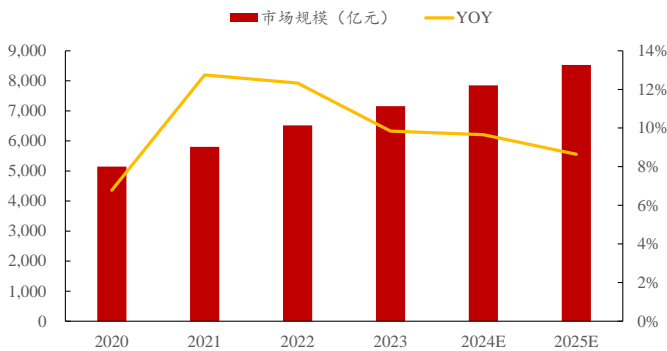


数据来源：公司公告，公司官网，南孚京东自营旗舰店，鱼跃京东自营旗舰店，财通证券研究所

家居市场与一次电池需求强相关，智能家居有望带来新需求。智能门锁、扫地机器人等均需配置一次电池，近几年，家居智能化的兴起拓展更多下游品类，根据CSHIA，中国智能家居市场规模有望在2024年超过7000亿元，为一次电池带来新需求。

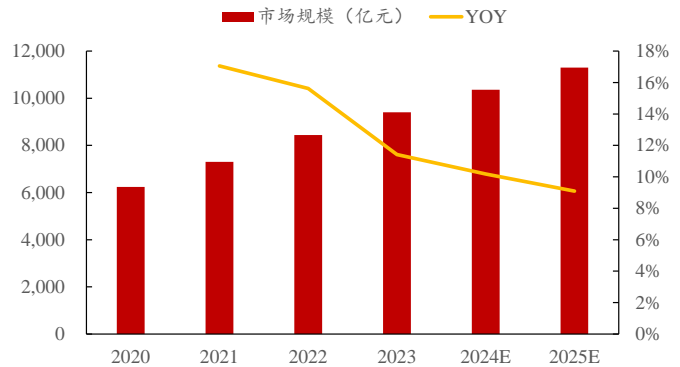
中国医疗器械和可穿戴医疗设备市场规模的持续上升，对电池需求量带来显著的正向影响。随着医疗技术的进步、人们健康意识的提升及人口老龄化的发展，各类可穿戴医疗设备的普及率大幅提高，对电池的依赖性也越来越强。根据中商产业研究院，2024年中国医疗器械市场规模超万亿元，其中与一次电池更相关的可穿戴医疗设备超200亿元。

图14.中国智能家居市场规模提升带动电池需求增长



数据来源：CSHIA，中商产业研究院，财通证券研究所

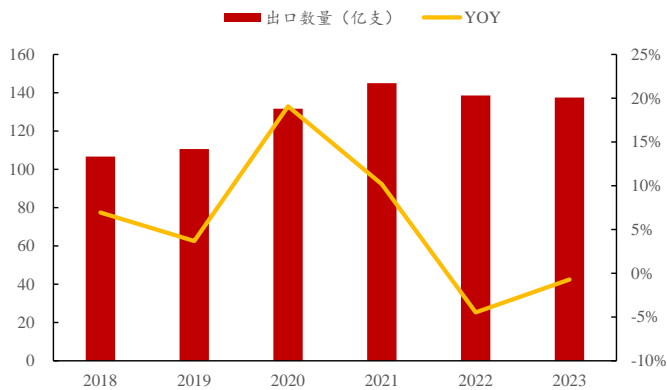
图15.中国医疗器械市场规模提升带动电池需求增长



数据来源：弗若斯特沙利文，中商产业研究院，财通证券研究所

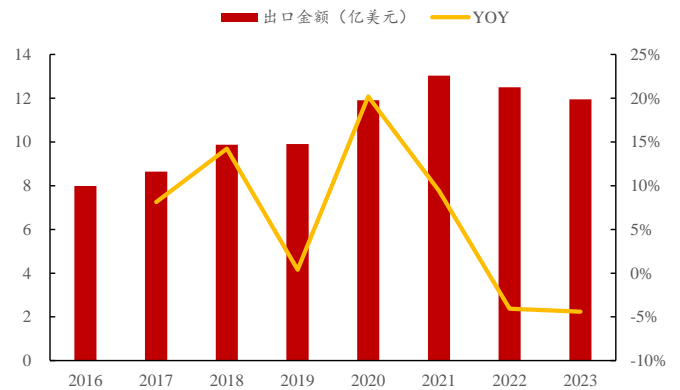
海外市场空间广阔，需求持续处于高位。近两年，中国碱性锌锰电池的出口数量较平稳，2023年出口量达138亿支，与2022年基本持平，出口金额达11.95亿美元，同比-4%，虽略有下降，但存量市场依旧十分广阔，且基本市场稳健。

图16.中国碱性锌锰电池出口数量持续处于高位



数据来源：中国化学与物理电源行业协会，财通证券研究所

图17.中国碱性锌锰电池出口金额



数据来源：中国化学与物理电源行业协会，财通证券研究所

2.2 碱性电池市场优势明显，性价比极高难以替代

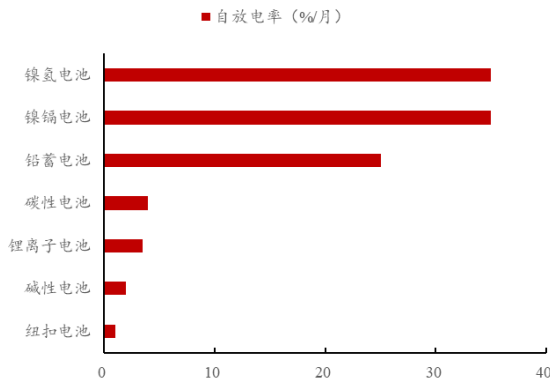
锌锰电池（碱性电池+碳性电池）性价比高、自放电率低，安全性高，应用范围广泛：

- 1) 自放电率更低，寿命更长，方便快捷：锌锰电池自放电率更小，平均月自放电仅1%，二次电池中镍氢电池、镍镉电池自放电率高达35%，当用户闲置一段

时间后再次启用电池时易出现没有电的情况。除此之外，锌锰电池无需额外配备充电器，即插即用，相比于二次电池，使用更为便捷。

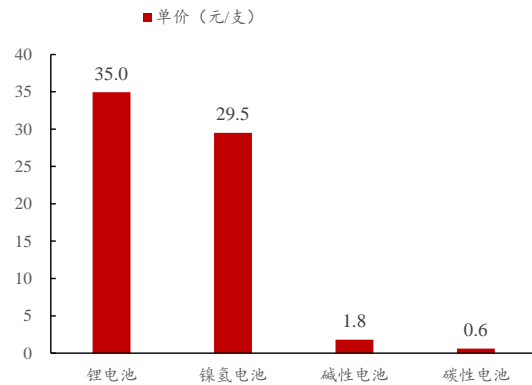
- 2) 单价便宜，性价比高，适用于小型设备：以南孚电池为例，一次电池中，碳性电池售价 0.6 元/支，碱性电池 1.8 元/支；二次电池中，镍氢电池售价为 29.5 元/支，锂电池 35.0 元/支，二次电池售价是一次电池十倍不止，因此一次电池在部分小型设备中更适配。

图18. 锌锰电池自放电率更低



数据来源：皓旺新能源电池回收，财通证券研究所

图19. 锌锰电池价格更便宜



数据来源：电池中国网，财通证券研究所

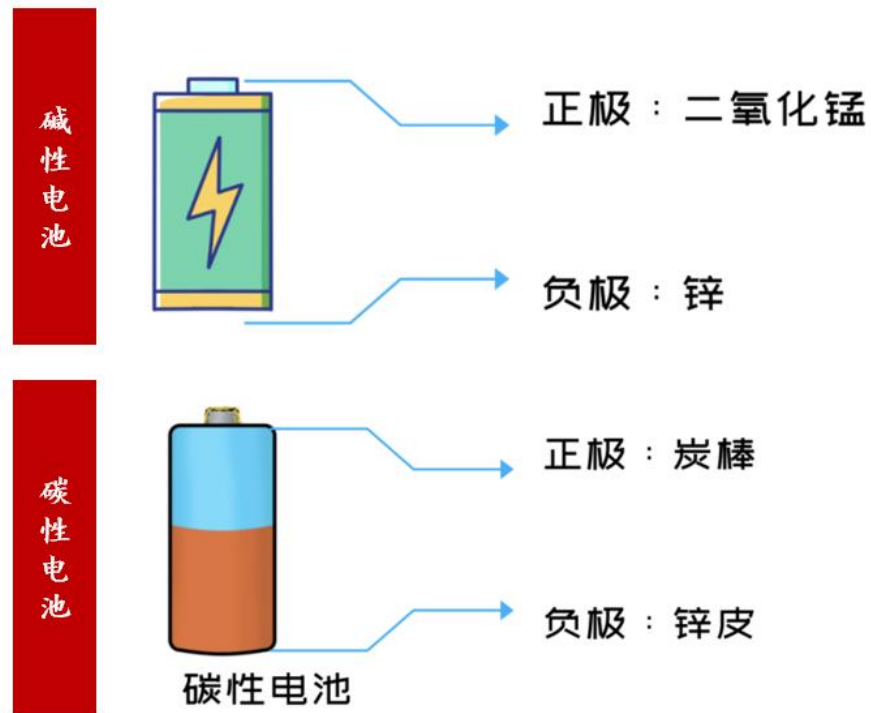
表1. 锌锰电池具备使用方便，成本较低等优势

类别	技术特性	演进情况	使用场景	综合成本
碱性锌锰电池	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，遥控车、无线电遥控飞机等电动玩具领域，以及血压仪、红外体温计等家用医疗设备领域。	使用方便，成本较低，安全性能较高，性价比高。
碳性锌锰电池	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，能力密度高，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。

数据来源：公司公告，财通证券研究所

锌锰电池中碱性电池电量更高，更加环保，碱性化是未来发展趋势。碱性电池与碳性电池内部结构不同，对应性能也存在差异。1) 电量更足：碱性电池正极为电解二氧化锰，负极为锌粉，碱性电池是碳性电池电量的 4-7 倍；2) 安全性更高：由于碳性电池的外壳是作为负极的锌筒，要参加电池的化学反应，所以时间长了可能漏液，而碱性电池的外壳是钢，且不参加化学反应，所以碱性电池很少会漏液，保质期都在 5 年以上。3) 高环保：无汞碱性电池是碱性电池的升级技术产品，它的负极是无汞锌粉，更加环保，用完后不用专门集中回收。

图20.碱性电池和碳性电池内部结构不同



数据来源：比克科技，财通证券研究所

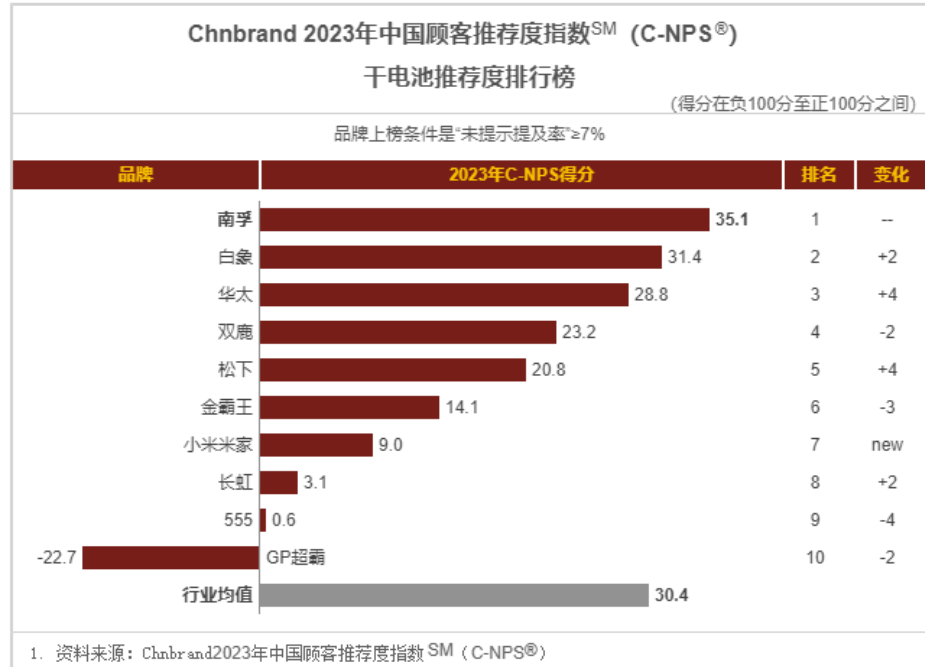
2.3 两极分化严重，南孚电池占据中国零售端 80%以上份额

中国碱性电池市场可分为 ODM 和 OEM 两端，总体呈现两极分化局面。头部大型企业凭借其雄厚的资本、先进的技术、规模化生产能力以及品牌影响力，占据了市场的主导地位。同时，消费者对电池产品的性能、环保性和品牌知名度要求越来越高，导致缺乏技术创新和品牌影响力的中小企业在市场竞争中处于劣势。

1) ODM: 中国市场主要被南孚电池占据，2023 年市占率达 85%，市占率连续 31 年第一，在顾客推荐度指数中常年稳居第一，是行业绝对龙头。

2) **OEM**: 其余品牌主要进行 OEM 贴牌加工和工业市场配套, 如双鹿、野马主要进行出口贸易; 长虹新能源产品定位高端, 系松下、东芝等知名品牌的电池 OEM 供应商。

图21.南孚电池获得 2023 年度中国顾客推荐度第一名



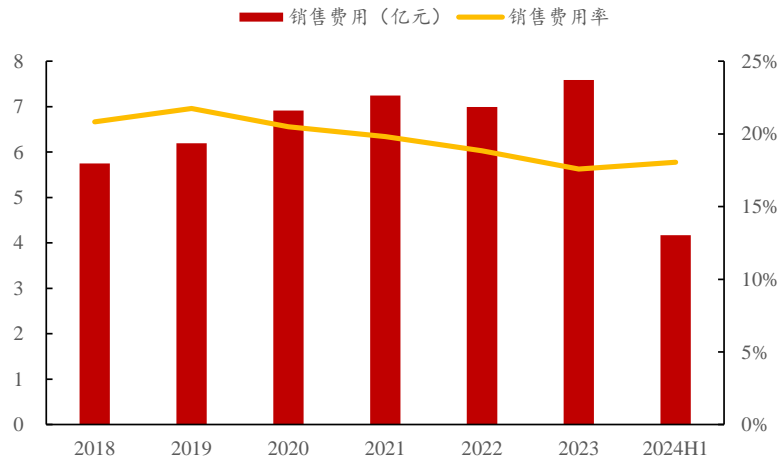
数据来源: Chnbrand, 财通证券研究所

3 ODM 与 OEM 并行发展, 盈利能力强劲

3.1 品牌力持续提升, 销售渠道多元

营销手段多样, 持续活跃在群众视野, 品牌力持续提升。公司赞助影视作品《繁花》、《狂飙》等, 签约奥运冠军马龙为品牌代言人, “一节更比六节强”、“一代更比一代强”等广告标语深入人心, 极大地提升了品牌知名度, 凭借强大的品牌效应, 南孚在市场中建立了稳固的客户基础和良好的市场口碑。同时, 即便南孚已成为百姓们耳熟能详的品牌, 公司依旧继续品牌营销, 子公司亚锦科技销售费用稳中有增, 销售费率稳定在 17% 以上。

图22.公司重视品牌营销，子公司亚锦科技销售费用稳中有升

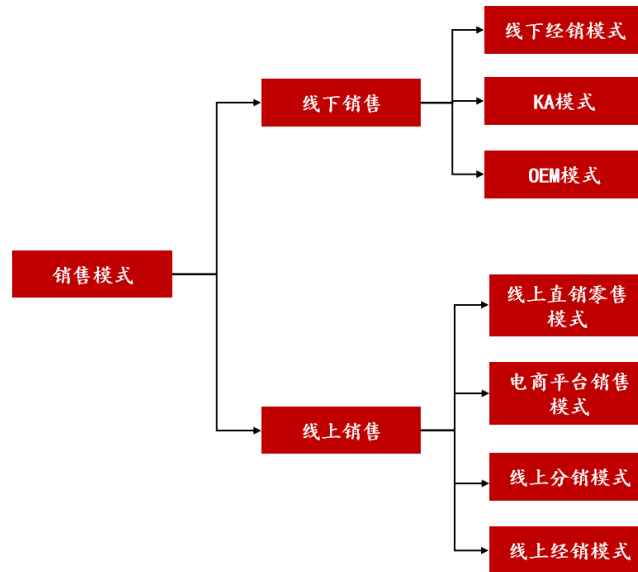


数据来源：Wind，财通证券研究所

注：亚锦科技持续为南孚电池的母公司，数据时限更长，因此使用亚锦科技作为分析公司

销售渠道广泛，线下销售模式多元。公司子公司南孚电池包括线上经销和线下经销两种行业模式，零售方面，公司在中国拥有数千家分销商和超 200 万家零售商，与中国几乎所有主要零售商都有业务关系。

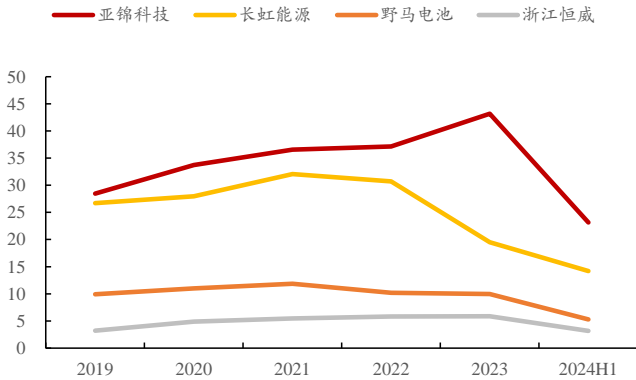
图23.子公司南孚电池销售渠道丰富



数据来源：Wind，财通证券研究所

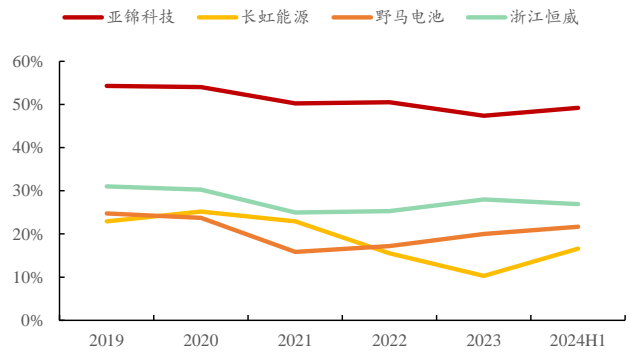
品牌+渠道优势助力南孚电池零售市场份额领先，实现超高盈利能力。基于公司品牌及渠道多年的打造与投入，南孚电池已连续 31 年占据中国零售市场占有率首位，市场份额 85%，而其他竞争对手瞄准海外 OEM 市场，因此形成了较大的业绩差异。子公司亚锦科技 1H2024，营收达 23.13 亿元，毛利率达 49%，远超同行平均水平。同时，超强的渠道力支撑公司开展渠道代理业务，目前公司已成为红牛饮料代理商。

图24.子公司亚锦科技营业收入（亿元）高于同行



数据来源：Wind，财通证券研究所

图25.子公司亚锦科技毛利率远高于同行



数据来源：Wind，财通证券研究所

3.2 技术实力超群，领跑同行

深耕碱性锌锰电池赛道，产品顺应需求不断迭代。从2002年南孚电池聚能环1代开始面世，凭借其优异的性能迅速在市场上赢得良好的口碑。此后南孚电池不断加大研发投入，推进技术创新和产品升级，推出了聚能环2代、3代等后续产品，每一代都在电池性能、环保标准等方面实现了显著提升。

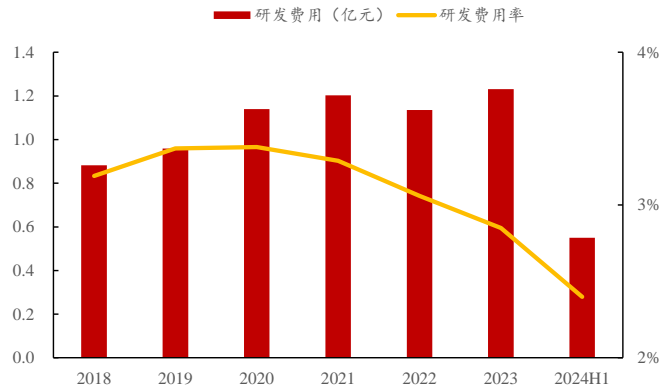
表2.南孚电池聚能环系列产品

聚能环1代	新技术极大提升了碱锰电池的性能，“一节更比六节强”。
聚能环2代	相比1代电量提升25%；高能量正极环导电性能好；高比表面锌粉反应更直接更灵敏；双重防漏科技；环保电池
聚能环3代	相比2代电量再增30%；电池容量更大；电量释放更多；自放电更低；使用抗老化新型密封圈、防腐镀镍精钢外壳做到四重防漏。
聚能环4代	一代更比一代强，再创耐用新纪录。多重防漏；0.16mm精钢薄壳，突破性舱内扩容；高密度聚能配方深度释放更强持久力；降低电阻减少内耗；锁住电量，长储存防跑电。

数据来源：公司官网，财通证券研究所

研发费用投入稳定，构筑技术护城河。公司持续投入研发费用，2023年亚锦科技研发费用为1.23亿元，同比增长8.4%。截至2024年4月，公司共拥有662项境内专利权和16项境外专利权，这些专利涵盖了多个技术领域，包括电池材料、制造工艺和产品设计等，充分体现了公司的创新能力和技术优势。

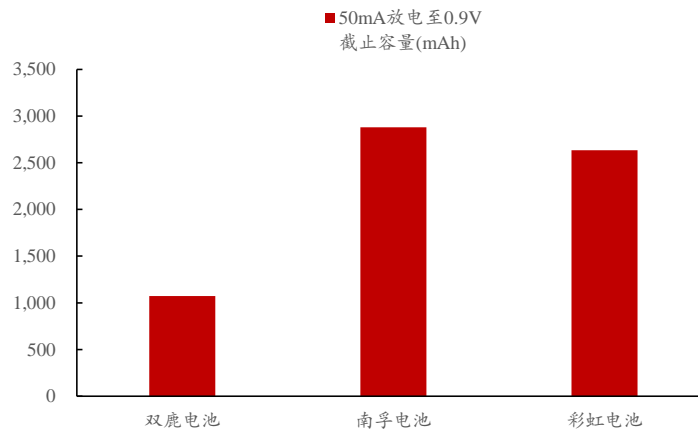
图26.亚锦科技（南孚电池母公司）研发费用及研发费用率



数据来源：wind，财通证券研究所

技术领先下，电池容量领先同行。对比双鹿电池、南孚电池、彩虹电池的五号碱性电池 50mA 放电至 0.9V 截止容量可见，南孚电池领先同行，高于彩虹电池 9%，高于双鹿电池 168%。

图27.技术领先下，公司电池容量领先同行



数据来源：电池交易网，财通证券研究所

3.3 产品矩阵丰富，价格梯度化增加竞争力

建立多品牌的电池品类矩阵，探索各细分市场机会。公司积极在碱性电池、1号燃气灶电池、纽扣电池、碳性电池、适合各类高电压大电流强动力用电器的锂可充电电池和小型锂离子电池（TWS 耳机电池等）等多品类中布局专业品牌。在商超场景下，公司提供消费者多种选择，包括 1-2 元的南孚碱性电池、1 元左右的益圆碳性电池。

充分利用渠道优势，代理业务增厚公司利润。以红牛饮料为例，红牛饮料与南孚电池终端销售场景一致，且红牛拥有较好的品牌知名度，仅需要渠道支持，因此与公司代理业务较契合。

图28.公司建立多品牌电池品类矩阵，稳步推进代理业务

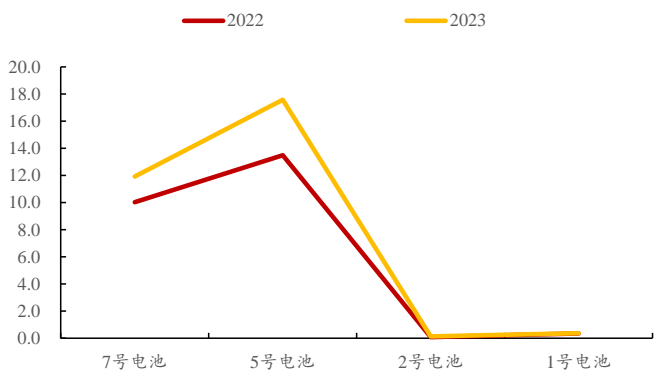


数据来源：公司公告，财通证券研究所

3.4 增加品牌韧性，ODM 与 OEM 并行发展

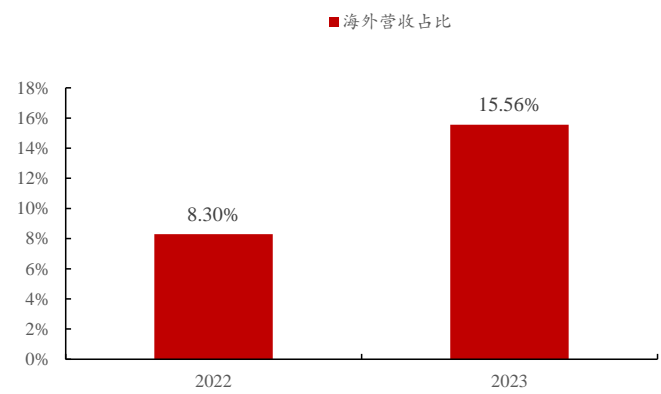
OEM 业务营收贡献，销售提升明显。2023 年，南孚碱性电池中 7 号电池销量达 11.92 亿支，同比+19%，5 号电池 17.57 亿支，同比+30%，销量提升主要受益于海外 OEM 业务，2023 年公司海外营收占比达 15.56%，同比+7.27pct，但对友商海外营收占比仍处于低位。因此，海外 OEM 业务尚存较大拓展空间。

图29.公司产品销量（亿支）提升明显



数据来源：公司公告，财通证券研究所

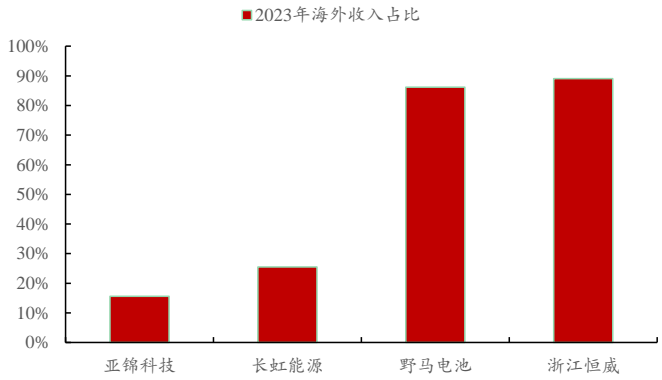
图30.公司海外营收占比同比+7.27pct



数据来源：Wind，财通证券研究所

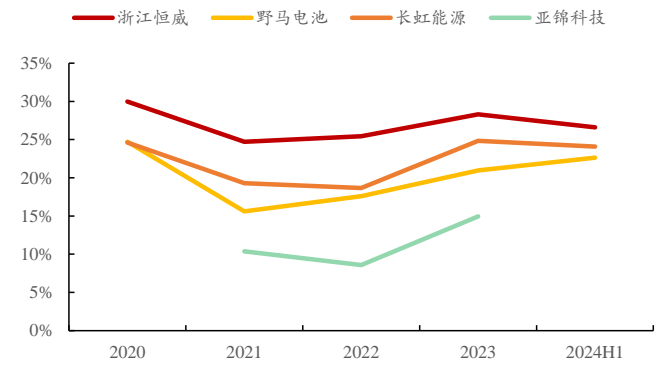
海外业务毛利率逐渐提升，OEM 仍有利可图。公司海外营收提升的同时，毛利率同步提升，2023 年达 14.95%，同比+6.38pct，仍与友商存在一定差异。随着公司对 OEM 业务的认识逐渐完善，海外 OEM 业务有望迎来量利双升。

图31.子公司亚锦科技海外占比低于同行



数据来源: Wind, 财通证券研究所

图32.公司海外 OEM 业务毛利率仍有提升空间



数据来源: Wind, 财通证券研究所

4. 盈利预测与投资评级

4.1 盈利预测

公司已完成百货零售业务的出售, 目前主营业务为碱性电池、碳性电池、代理业务和其他。

1) 碱性电池: 受益于消费电池市场规模增长, 公司国内市场销量稳中有增, 同时公司积极拓展海外市场, 产品出海下, 海外销量迅速提升。公司持续降本下, 2024年毛利率略有提升, 但由于海外代工业务毛利较低, 2025-2026年公司海外业务毛利率可能略有下滑。基于此, 我们预计 2024-2026 年碱性电池收入分别为 35.48/38.88/40.52 亿元, 同比+6%/10%/4%, 毛利率分别为 52.96%/51.69%/51.44%。

2) 碳性电池: 公司在碳性电池方面有丰蓝、益圆等电池品牌, 销量有望随市场需求提升同步提升, 竞争激烈下, 毛利可能产生波动。基于此, 我们预计 2024-2026 年碳性电池收入分别为 3.39/3.57/3.72 亿元, 同比增长 8%/5%/4%, 毛利率分别为 36.69%/36.74%/36.64%。

3) 其他电池: 除锌锰电池外, 公司还布局了镍氢电池等品类, 销量随市场规模提升同步提升, 由于该品类可拓展产品较多, 竞争激烈下, 毛利可能缓慢下滑。基于此, 我们预计 2024-2026 年其他电池收入分别为 2.38/3.05/3.81 亿元, 同比增长 30%/28%/25%, 毛利率分别为 50%/49%/48%。

4) 渠道委托代理业务: 公司凭借其强渠道能力拓展委托代理业务, 计划寻求更多品牌力强但渠道能力相对较弱的公司合作, 收入有望持续增长, 该业务为公司渠道力强劲带来的特色业务, 毛利率较稳定。基于此, 我们预计 2024-2026 年收入分别为 6.07/7.59/9.11 亿元, 同比增长 30%/25%/20%, 毛利率稳定在 17%左右。

费率与所得税率：

1) 费率：公司持续减费，管理费用率逐步降低；由于零售业务的发展，公司销售费用率持续处于高位，稳中有降；同时，随着公司营收和研发投入的增加，研发费用率在 2.8-3% 之间波动。

2) 所得税率：公司子公司深圳传应符合小微企业税收优惠政策，按 25% 计入应纳税所得额，按 20% 的税率缴纳企业所得税；子公司南孚电池 2021 年通过高新技术企业资格审核取得高新技术企业证书，按 15% 税率缴纳企业所得税。因此，预计公司所得税率稳中有降。

基于以上假设，我们预计公司 2024-2026 年实现营业收入 47.36/53.12/57.19 亿元，同比+10%/12%/8%，毛利率达 47.03%/45.55%/44.68%。

表3.公司分业务收入及毛利率

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (亿元)	33.83	43.18	47.36	53.12	57.19
YoY	-	28%	10%	12%	8%
毛利率	-	47.41%	47.03%	45.55%	44.68%
销售费用率	18.66%	17.58%	17.50%	17.40%	17.30%
管理费用率	5.92%	5.08%	5.05%	5.00%	4.95%
研发费用率	3.12%	2.85%	2.95%	2.90%	2.85%
所得税率	11.81%	15.85%	15.50%	15.40%	15.30%
归母净利润 (亿元)	0.82	1.16	1.84	2.53	2.81
YOY	-	42%	59%	37%	11%
碱性电池					
营业收入 (亿元)	24.23	33.50	35.48	38.88	40.52
YoY	-	38%	6%	10%	4%
毛利率	53.94%	52.42%	52.96%	51.69%	51.44%
碳性电池					
营业收入 (亿元)	2.48	3.14	3.39	3.57	3.72
YoY	-	27%	8%	5%	4%
毛利率	34.27%	36.94%	36.69%	36.74%	36.64%
其他电池					
营业收入 (亿元)	1.39	1.83	2.38	3.05	3.81
YoY	-	32%	30%	28%	25%
毛利率	45.32%	50.82%	50%	49%	48%
其他业务					
营业收入 (亿元)	3.08	4.67	6.07	7.59	9.11
YoY	-	51.62%	30%	25%	20%
毛利率	16.56%	17.13%	17%	17%	17%
其他					
营业收入 (亿元)	2.65	0.04	0.04	0.04	0.04
毛利率	26%	50%	50%	50%	50%

资料来源: Wind, 财通证券研究所整理

4.2 投资评级

我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 47.36、53.12、57.19 亿元，归母净利润分别为 1.84、2.55、2.84 亿元，对应 EPS 分别为 0.87、1.21、1.34 元，对应 2024 年 11 月 1 日收盘价 PE 分别为 32.92、23.67、21.31 倍。我们选取核心产品为消费品，销售渠道相似的公牛集团、飞科电器和核心产品同为消费电池的珠海冠宇作为可比公司，对应 2024-2026 年平均 PE 为 26.73、19.90、16.22 倍。考虑到公司资产重组后，成为南孚电池实际控制人，且权益占比有望从 26% 提升到 43%，盈利能力有望实现快速提升，发展趋势持续向好，首次覆盖，给予“增持”评级。

表4.可比公司估值

股票简称	股价(元)	总市值 (亿元)	EPS(元)					PE				
	2024/11/1		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
公牛集团	72.99	943	5.30	4.34	3.43	3.83	4.31	27.01	22.03	21.28	19.05	16.93
飞科电器	37.22	162	1.89	2.34	1.72	1.93	2.19	35.64	21.57	21.65	19.31	16.96
珠海冠宇	17.46	197	0.08	0.31	0.47	0.82	1.18	229.78	71.74	37.27	21.34	14.76
中位数								35.64	22.03	21.65	19.31	16.93
安孚科技	28.64	60	0.73	1.01	0.87	1.21	1.34	64.02	60.50	32.92	23.67	21.31

数据来源：Wind，财通证券研究所（可比公司预测数据来自 wind 一致预期）

5 风险提示

原材料供应短缺风险：公司产品的原材料主要为锌粉、电解二氧化锰、钢壳等，原材料占主营业务成本的比重较大。若原材料供应出现短缺，可能会导致价格产生剧烈波动，从而影响生产和盈利水平。

竞争加剧，毛利率下降：可能会有潜在竞争对手及行业新进入者带来更大的市场竞争，如果公司不能持续依靠技术创新和品牌效应保持市场竞争力，可能会面临价格战，从而导致公司出于压力降低价格导致毛利率下降。

海外提高关税风险：公司 OEM 客户多为海外客户，如果出口增加关税，公司产品价格可能性价比下降，导致订单量下滑，对公司的未来增长将产生不利影响。

汇率波动风险。公司已实现产品出海，同时有望继续提升海外营收占比。公司海外营业收入以欧元、美元等外币计价，人民币对外币汇率波动较大，可能对公司未来经营业绩产生一定影响。

公司财务报表及指标预测

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	3383.14	4317.62	4735.69	5312.35	5719.41	成长性					
减:营业成本	1807.97	2271.41	2508.31	2892.66	3163.90	营业收入增长率	101.7%	27.6%	9.7%	12.2%	7.7%
营业税费	28.70	32.25	33.15	37.19	40.04	营业利润增长率	1,204.6%	45.2%	8.8%	9.1%	5.9%
销售费用	631.42	758.95	828.75	924.35	989.46	净利润增长率	—	41.9%	58.6%	38.5%	11.1%
管理费用	200.14	219.39	239.15	265.62	283.11	EBITDA 增长率	1,316.2%	36.7%	0.7%	7.6%	4.8%
研发费用	105.71	123.11	139.70	154.06	163.00	EBIT 增长率	2,807.1%	45.6%	3.7%	7.7%	4.9%
财务费用	71.80	72.64	49.08	39.06	30.84	NOPLAT 增长率	-2,550.7%	38.9%	4.1%	7.8%	5.0%
资产减值损失	-8.64	-11.89	-54.00	-53.00	-53.00	投资资本增长率	87.6%	21.5%	-0.6%	9.7%	11.0%
加:公允价值变动收益	-0.43	0.48	0.00	0.00	0.00	净资产增长率	133.5%	41.1%	13.6%	15.5%	14.1%
投资和汇兑收益	13.06	-16.66	0.47	5.31	5.72	利润率					
营业利润	581.30	843.79	917.71	1001.63	1060.44	毛利率	46.6%	47.4%	47.0%	45.5%	44.7%
加:营业外净收支	-0.68	0.25	0.30	0.40	0.40	营业利润率	17.2%	19.5%	19.4%	18.9%	18.5%
利润总额	580.62	844.03	918.01	1002.03	1060.84	净利润率	15.1%	16.5%	16.4%	16.0%	15.7%
减:所得税	68.58	133.75	142.29	154.31	162.31	EBITDA/营业收入	22.6%	24.2%	22.2%	21.3%	20.7%
净利润	81.61	115.83	183.69	254.41	282.62	EBIT/营业收入	18.9%	21.6%	20.4%	19.6%	19.1%
资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	运营效率					
货币资金	412.50	568.50	325.77	608.00	1065.44	固定资产周转天数	73	53	48	44	44
交易性金融资产	3.10	17.40	25.60	28.70	32.70	流动营业资本周转天数	-54	-45	-15	5	20
应收账款	191.07	247.36	536.19	757.83	983.24	流动资产周转天数	145	105	107	120	155
应收票据	2.75	0.50	1.32	0.59	0.64	应收账款周转天数	11	18	30	44	55
预付账款	30.55	25.91	35.12	37.03	40.18	存货周转天数	77	65	60	62	66
存货	433.80	388.66	443.73	550.81	605.03	总资产周转天数	488	532	514	484	492
其他流动资产	90.57	82.69	82.69	82.69	82.69	投资资本周转天数	384	435	434	404	415
可供出售金融资产						投资回报率					
持有至到期投资						ROE	14.4%	6.2%	10.1%	13.2%	13.8%
长期股权投资	4.04	8.19	10.19	10.19	10.19	ROA	1.3%	1.7%	2.7%	3.4%	3.4%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	ROIC	12.0%	13.7%	14.4%	14.1%	13.3%
固定资产	651.54	628.02	625.33	671.48	716.61	费用率					
在建工程	6.16	6.20	6.16	5.67	5.68	销售费用率	18.7%	17.6%	17.5%	17.4%	17.3%
无形资产	400.56	358.62	316.68	274.74	232.80	管理费用率	5.9%	5.1%	5.1%	5.0%	5.0%
其他非流动资产	325.85	969.64	1026.37	1026.37	1026.37	财务费用率	2.1%	1.7%	1.0%	0.7%	0.5%
资产总额	6046.94	6706.82	6826.64	7448.89	8199.81	三费/营业收入	26.7%	24.3%	23.6%	23.1%	22.8%
短期债务	276.64	832.18	392.42	242.42	192.42	偿债能力					
应付账款	335.66	327.03	452.89	466.04	483.37	资产负债率	53.2%	40.5%	33.6%	29.7%	27.1%
应付票据	38.30	41.37	49.41	54.83	61.15	负债权益比	113.7%	68.0%	50.6%	42.3%	37.2%
其他流动负债	35.27	28.09	23.09	20.09	18.09	流动比率	0.66	0.69	0.92	1.38	1.85
长期借款	1327.11	697.44	622.17	622.17	622.17	速动比率	0.35	0.44	0.57	0.93	1.38
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	利息保障倍数	—	—	16.79	23.69	27.32
负债总额	3217.92	2715.79	2294.68	2213.12	2225.37	分红指标					
少数股东权益	2261.57	2129.94	2721.98	3315.29	3931.20	DPS(元)	0.00	0.45	0.49	0.68	0.76
股本	112.00	145.60	211.12	211.12	211.12	分红比率	0.00	0.57	0.57	0.57	0.57
留存收益	317.22	432.94	509.80	620.30	743.05	股息收益率	0.0%	0.9%	1.7%	2.4%	2.6%
股东权益	2829.02	3991.03	4531.97	5235.77	5974.44	业绩和估值指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	EPS(元)	0.73	1.01	0.87	1.21	1.34
净利润	81.61	115.83	183.69	254.41	282.62	BVPS(元)	5.07	12.78	8.57	9.10	9.68
加:折旧和摊销	123.47	111.53	84.17	90.28	93.80	PE(X)	63.9	47.7	32.9	23.8	21.4
资产减值准备	-17.62	3.69	44.00	43.00	43.00	PB(X)	9.2	3.8	3.3	3.1	3.0
公允价值变动损失	0.43	-0.48	0.00	0.00	0.00	P/FCF					
财务费用	100.12	99.23	57.61	43.95	39.96	P/S	1.5	1.6	1.3	1.1	1.1
投资收益	-19.70	16.66	-0.47	-5.31	-5.72	EV/EBITDA	8.8	7.8	6.5	5.7	5.0
少数股东损益	430.44	594.46	574.03	627.31	664.92	CAGR(%)					
营运资金的变动	334.66	-59.75	-233.40	-301.15	-262.91	PEG	0.2	1.1	0.6	0.6	1.9
经营活动产生现金流量	1008.65	864.76	740.50	718.03	806.22	ROIC/WACC					
投资活动产生现金流量	-2176.27	-697.76	-117.64	-98.32	-99.34	REP					
融资活动产生现金流量	484.38	-14.65	-862.68	-337.47	-249.44						

资料来源: wind 数据, 财通证券研究所 (以 2024 年 11 月 01 日收盘价计算)

信息披露

● 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也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。

● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

● 公司评级

以报告发布日后 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：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。

A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；中国香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

● 行业评级

以报告发布日后 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；中国香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，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。