

安孚科技 (603031.SH)

格局优异消费品龙头，兼具红利+成长属性

公司控股南孚电池，24 年进一步提升持股比例。公司此前业务为百货零售，2022 年进行资产重组，收购南孚电池母公司亚锦科技实现业务转型，公司 2024 年 4 月公告宣布现金及股份收购南孚电池股权比例从 26.1% 提升至不超过 42.9%（加上后续要约收购亚锦 5% 股权），并拟配套融资不超过 3.8 亿元，2024 年 10 月底收购方案已被上交所受理，未来不排除进一步提升股权的可能，有望增厚上市公司利润。

国内锌锰市场规模稳定，碱锰技术目前表现最优已为主导且持续提升，海外有望提供更大成长空间。近年来锌锰电池下游应用场景持续拓宽，包含日常家用电器、电动玩具、智能家居、家用医疗设备、智能可穿戴设备等领域，锌锰电池凭借标准型号统一、使用方便、放电时间长、性价比高等优势，在多场景下难以被取代，预计市场需求稳中有所升。南孚电池核心产品为碱性锌锰电池，全球市场规模趋稳，国内市场仍有渗透率提升空间。此外中国企业有望凭借自身成本、技术优势出海打开更大成长空间。

南孚龙头优势突出，竞争格局在消费品中优异且不易颠覆。根据公司 24 年半年报，南孚品牌在国内碱性 5 号和 7 号电池零售额市占率达 85.9%。考虑到一次性电池的标品、低单价属性，十分考验企业渠道、产品、品牌等竞争力。南孚电池作为行业龙头，护城河深厚，具有高知名度，充分享受品牌溢价；产品技术持续迭代、多品类矩阵提升领先优势；渠道端拥有百万网点，考虑到即时消费对线下渠道依赖，线上渠道难以冲击，因此南孚电池利润率高（净利率过去基本维持在 20% 左右），产业链地位强势，亚锦科技（南孚电池母公司，持股南孚电池 82.2%）经营净现金流常年大于净利润，2023 年 ROE 高达 65%。

短期 OEM 出海增长方向明确，中期有望开启品牌出海。公司近几年发力海外 OEM 销售，海外收入增长更快，出口占比不断提升；目前出口产品毛利率相对国内零售端较低，但提升空间明确（高端化、产业链整合、规模效应），未来有望实现品牌出海，重走家电龙头出海之路。

印钞机+红利属性。南孚电池所在行业竞争格局稳定，公司分红能力强，2023 年其母公司亚锦科技分红率高达 87.1%。

盈利预测及投资建议。预计公司 2024-2026 年归母净利润 2.14/2.75/3.25 亿元，同比分别 +85.2%/+28.0%/+18.5%，对应 EPS 分别为 1.02/1.30/1.54 元，对应 PE 分别为 30.8/24.1/20.3x。公司是南孚电池控股股东，持股比例有望进一步提升，我们看好南孚电池的行业需求以及龙头地位的稳定性，且未来碱性电池渗透率提升、布局海外 OEM 均能为其提供一定成长性。参考可比公司 2025 年估值中位数，我们给予一定估值溢价，给予公司 2025 年 26x P/E，对应目标价 33.81 元，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：原材料价格波动、商誉减值、贸易摩擦、产品替代、数据滞后风险。

财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	3,383	4,318	4,740	5,337	5,971
增长率 yoy (%)	101.7	27.6	9.8	12.6	11.9
归母净利润（百万元）	82	116	214	275	325
增长率 yoy (%)	259.1	41.9	85.2	28.0	18.5
EPS 最新摊薄（元/股）	0.39	0.55	1.02	1.30	1.54
净资产收益率 (%)	14.4	6.2	10.5	12.7	14.1
P/E（倍）	80.9	57.0	30.8	24.1	20.3
P/B（倍）	11.6	3.5	3.2	3.0	2.9

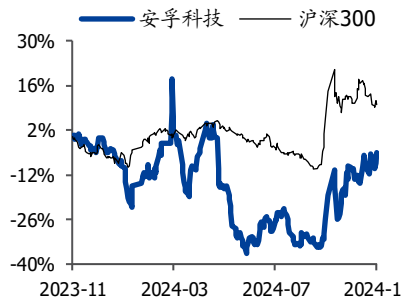
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2024 年 11 月 28 日收盘价

增持（首次）

股票信息

行业	电池
11 月 28 日收盘价（元）	31.29
总市值（百万元）	6,605.94
总股本（百万股）	211.12
其中自由流通股 (%)	100.00
30 日日均成交量（百万股）	5.95

股价走势



作者

分析师 徐程颖
执业证书编号：S0680521080001
邮箱：xuchengying@gszq.com
分析师 鲍秋宇
执业证书编号：S0680524080003
邮箱：baoqiuyu@gszq.com

相关研究

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	1180	1346	2335	3331	4408
现金	412	569	1527	2425	3400
应收票据及应收账款	194	248	256	290	326
其他应收款	12	13	14	16	18
预付账款	31	26	28	32	36
存货	434	389	408	466	525
其他流动资产	97	102	102	103	103
非流动资产	4867	5361	5286	5244	5201
长期投资	4	8	8	8	8
固定资产	652	628	602	575	549
无形资产	401	359	339	319	299
其他非流动资产	3811	4366	4338	4342	4346
资产总计	6047	6707	7621	8575	9609
流动负债	1791	1939	2011	2140	2273
短期借款	277	832	832	832	832
应付票据及应付账款	374	368	392	447	504
其他流动负债	1140	738	786	860	937
非流动负债	1427	777	772	772	772
长期借款	1327	697	697	697	697
其他非流动负债	100	80	74	74	74
负债合计	3218	2716	2783	2911	3045
少数股东权益	2262	2130	2791	3497	4256
股本	112	146	211	211	211
资本公积	206	1379	1314	1314	1314
留存收益	317	433	523	642	784
归属母公司股东权益	567	1861	2048	2167	2308
负债和股东权益	6047	6707	7621	8575	9609

现金流量表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1009	865	973	1063	1168
净利润	512	710	875	981	1085
折旧摊销	123	112	57	57	58
财务费用	100	99	0	0	0
投资损失	-20	17	-5	-5	-6
营运资金变动	335	-60	18	31	32
其他经营现金流	-42	-13	27	0	0
投资活动现金流	-2176	-698	9	-10	-9
资本支出	-11	-61	-15	-15	-15
长期投资	-2265	-635	0	0	0
其他投资现金流	99	-2	24	5	6
筹资活动现金流	484	-15	-22	-155	-184
短期借款	-229	556	0	0	0
长期借款	677	-630	0	0	0
普通股增加	0	34	66	0	0
资本公积增加	-7	1173	-66	0	0
其他筹资现金流	43	-1147	-22	-155	-184
现金净增加额	-681	151	958	898	975

利润表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	3383	4318	4740	5337	5971
营业成本	1808	2271	2435	2777	3127
营业税金及附加	29	32	36	40	45
营业费用	631	759	806	907	1015
管理费用	200	219	237	267	299
研发费用	106	123	118	133	149
财务费用	72	73	50	50	50
资产减值损失	-9	-12	-5	0	0
其他收益	14	24	12	13	15
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	13	-17	5	5	6
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	581	844	1055	1181	1307
营业外收入	0	2	0	0	0
营业外支出	1	2	0	0	0
利润总额	581	844	1055	1181	1307
所得税	69	134	179	201	222
净利润	512	710	875	981	1085
少数股东损益	430	594	661	706	759
归属母公司净利润	82	116	214	275	325
EBITDA	764	1044	1162	1289	1415
EPS (元/股)	0.39	0.55	1.02	1.30	1.54

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	101.7	27.6	9.8	12.6	11.9
营业利润(%)	1204.6	45.2	25.0	12.0	10.6
归属母公司净利润(%)	259.1	41.9	85.2	28.0	18.5
获利能力					
毛利率(%)	46.6	47.4	48.6	48.0	47.6
净利率(%)	2.4	2.7	4.5	5.1	5.5
ROE(%)	14.4	6.2	10.5	12.7	14.1
ROIC(%)	12.0	13.7	14.0	13.8	13.6
偿债能力					
资产负债率(%)	53.2	40.5	36.5	34.0	31.7
净负债比率(%)	51.9	29.1	4.3	-12.2	-25.4
流动比率	0.7	0.7	1.2	1.6	1.9
速动比率	0.3	0.4	0.9	1.3	1.7
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
应收账款周转率	33.1	19.7	18.9	19.6	19.4
应付账款周转率	5.6	6.9	7.2	7.4	7.3
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.39	0.55	1.02	1.30	1.54
每股经营现金流(最新摊薄)	4.78	4.10	4.61	5.04	5.53
每股净资产(最新摊薄)	2.69	8.82	9.70	10.26	10.93
估值比率					
P/E	80.9	57.0	30.8	24.1	20.3
P/B	11.6	3.5	3.2	3.0	2.9
EV/EBITDA	8.8	7.8	5.9	4.6	3.5

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2024 年 11 月 28 日收盘价

内容目录

1、安孚科技：剥离百货业务，南孚电池为其核心资产	4
1.1、安孚科技：战略转型控股南孚电池，持股比例不断提升	4
1.2、南孚电池：经历多次股权更迭，资产优质	4
2、行业：国内市场规模稳定，碱性占比持续提升，海外有望提供更大想象空间	8
3、格局：南孚龙头优势突出，行业格局优异且不易颠覆	10
3.1、南孚为国内一次性电池品牌龙头	10
3.2、为什么南孚市占率高，且我们判断格局不宜颠覆？	10
4、成长：短期 OEM 出海增长方向明确，中期有望品牌出海再续辉煌	13
4.1、短期 OEM 出海增长方向明确、海外毛利率仍具提升空间	13
4.2、中长期有望开启自有品牌出海之路	14
4.3、中长期南孚股权提升、兼并收购海外品牌存在可能	14
5、印钞机+红利属性	15
6、盈利预测	16
7、风险提示	18

图表目录

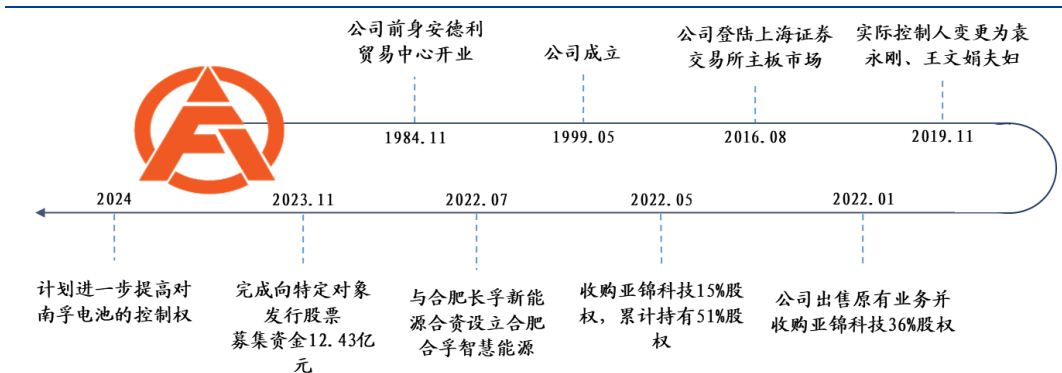
图表 1: 公司发展历程	4
图表 2: 南孚电池基本情况	5
图表 3: 南孚电池经营拆分	6
图表 4: 公司 2024 年募集配套资金用途	7
图表 5: 公司交易结构（截至 2024/10/26）	7
图表 6: 业绩承诺情况	7
图表 7: 全球锌锰电池市场规模稳定增长	8
图表 8: 锌锰电池产业链介绍，下游应用场景增速较快	8
图表 9: 碱性锌锰电池与碳性锌锰电池性能对比，碱性优势明显	9
图表 10: 16-23 年中国碱性锌锰电池出口额及增速	9
图表 11: 16-23 年中国碱性锌锰电池出口量及增速	9
图表 12: 海外品牌商、国内品牌商介绍	10
图表 13: 南孚电池连续 30 年销量领先	11
图表 14: 南孚电池冠名高铁列车	11
图表 15: 南孚产品矩阵示例	11
图表 16: 公司渠道布局完善	12
图表 17: 公司境内外收入情况	13
图表 18: 公司前五大客户销售金额及占比情况	13
图表 19: 公司海内外毛利率情况	13
图表 20: 公司生产及销售情况	13
图表 21: 亚锦科技分红率情况	15
图表 22: 公司收入与毛利率预测	16
图表 23: 可比公司估值	17

1、安孚科技：剥离百货业务，南孚电池为其核心资产

1.1、安孚科技：战略转型控股南孚电池，持股比例不断提升

战略重组焕新生，南孚电池为公司目前的核心资产。安孚科技成立于 1999 年，2016 年 8 月于上海证券交易所上市，2022 年 1 月通过战略重组控股亚锦科技，进而控制南孚电池，主营业务正式从百货零售业务转型至消费电池行业。此外，公司于 2022 年 7 月与合肥长孚新能源合资成立合肥合孚智慧能源，公司持股 40%，进而布局储能业务板块。

图表1：公司发展历程



资料来源：安孚科技官网，安孚科技公告，国盛证券研究所

公司最终控制人为袁永刚、王文娟夫妇。截至 2024 年 9 月 30 日，合肥荣新股权投资基金及其一致行动人前海荣耀资本管理有限公司、股东秦大乾，总计持股比例达到 22.41%。袁永刚（同时为东山精密(002384.SZ)、蓝盾光电(300862.SZ)董事长）、王文娟夫妇为公司实际控制人，通过控股合肥荣新来间接控制公司，二人持股比例共计达到 9.68%。

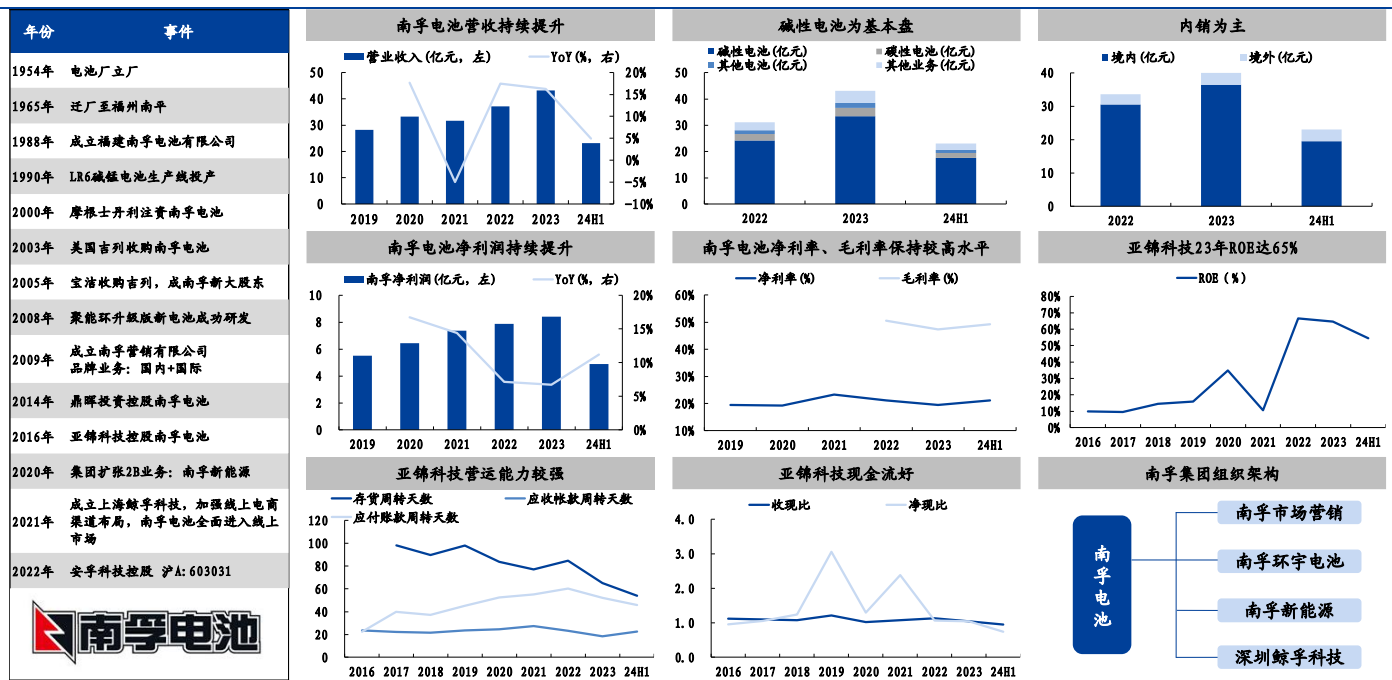
1.2、南孚电池：经历多次股权更迭，资产优质

公司核心资产南孚电池经历多次股权变更。南孚电池成立于 1988 年，2000 年摩根士丹利取得公司控制权，并于 2003 年转卖给其竞争对手美国吉列集团。2005 年，宝洁公司收购吉列集团，间接成为南孚电池的控股股东。直到 2014 年鼎晖集团开始控股南孚电池，南孚电池才重新回归本土资本掌控之中。

业绩增长稳健。2023 年，南孚电池实现营业收入 43.2 亿元，净利润达到 8.4 亿元，2019 至 2023 年，南孚电池营业收入和净利润的复合增长率分别为 11.2%和 11.2%，增长稳健。2023 年南孚毛利率为 47.4%，净利率为 19.5%，盈利能力常年保持较高水平。

营运能力、现金流情况优秀，23 年 ROE 高达 65%。从亚锦科技报表来看，2016-2023 年公司存货周转天数呈下降趋势，2023 年达 65.2 天；应收账款周转天数保持平稳，2023 年达 18.3 天；应付账款周转天数有所提升，2023 年达 52.3 天，反映出公司对上下游议价能力强，营运能力优秀。公司净现比、收现比基本常年处于大于 1 水平，现金流情况良好，盈利质量高。此外公司 ROE 水平表现出色，2023 年 ROE 高达 64.7%，股东回报水平高。

图表2: 南孚电池基本情况

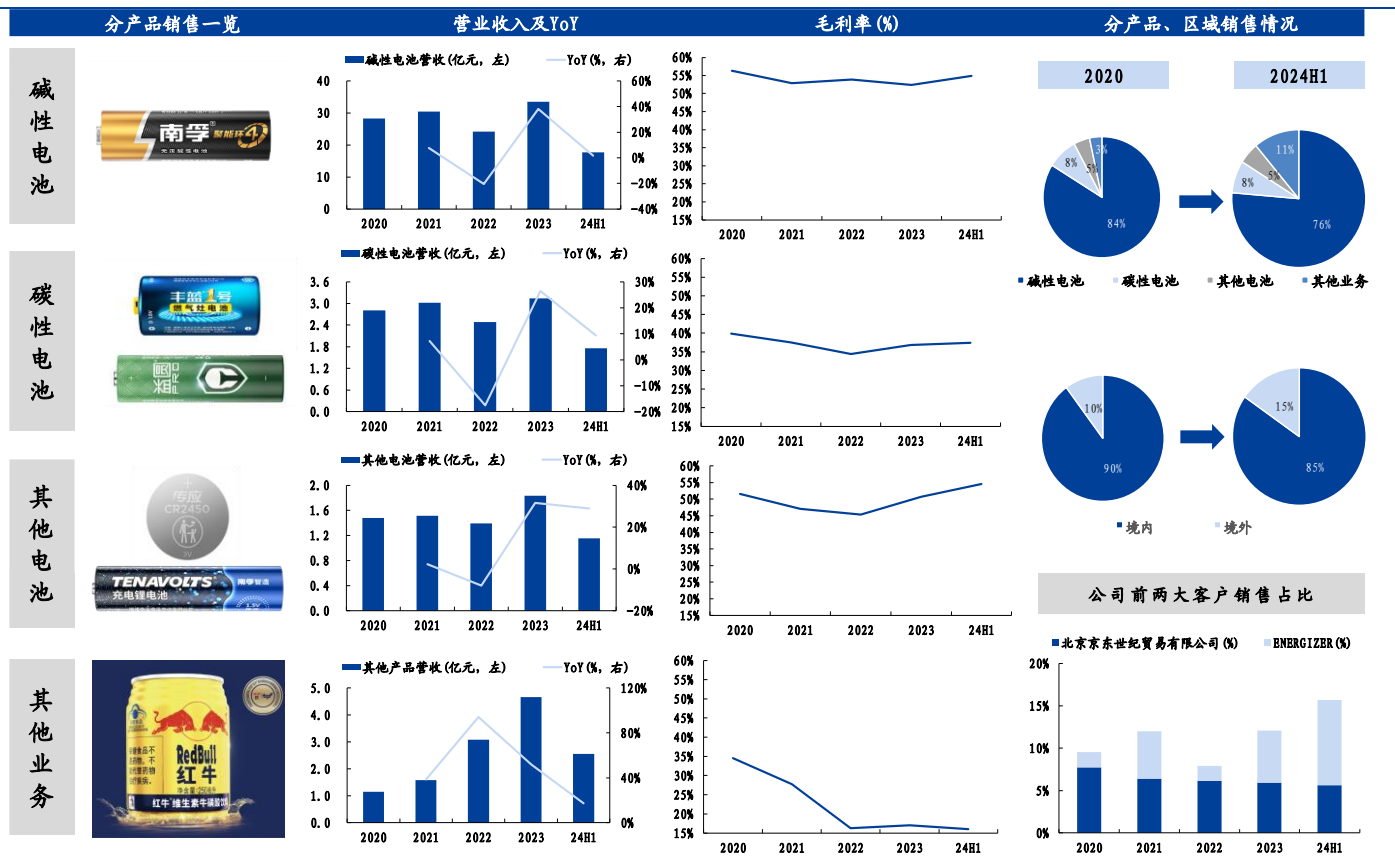


资料来源：安孚科技财报，亚锦科技财报，亚锦科技公告，安孚科技官网，南孚电池官网，Wind，天眼查，企查查，南平市人民政府网，国盛证券研究所

分产品来看，南孚电池主要产品分为碱性电池（一次性 5/7 号电池）、碳性电池（1 号燃气灶电池等）、其他电池（纽扣式电池等）、其他业务（红牛代理业务等），1H24 收入占比分别达 76%/8%/5%/11%，其中碱性电池为公司收入基本盘，增长稳定，毛利率保持较高水平；其他电池为公司近年拓品，收入增速更快，因多为细分领域产品，偏定制属性，因此毛利率较高；此外公司凭借自己强大渠道力，以及与红牛等快消品渠道的高重叠度，代理销售部分零食产品。

分地区来看，南孚主要以境内品牌零售业务为主，同时积极拓展境外 OEM 等销售业务，海外增速更快，但主要为 To B 模式，因此毛利率偏低，1H24 公司境内外收入分别占比达 85%/15%。**客户结构来看**，公司客户较为分散，近年来国际客户占比逐渐提升，与公司海外较快增速所对应，1H24 销售占比达 10.1%。

图表3: 南孚电池经营拆分



资料来源: 安孚科技财报, 安孚科技公告, 亚锦科技财报, 京东, 南孚电池官网, 红牛中国官网, 国盛证券研究所

公司持有南孚股权近年来持续提升, 未来有望达 40%+。2022 年 1 月, 公司完成原有百货业务出售, 成功通过新设子公司安孚能源以支付现金方式收购亚锦科技 36% 股权, 并获得亚锦科技 15% 的表决权委托, 从而通过亚锦科技间接控制南孚电池。2022 年 5 月, 公司通过控股子公司安孚能源进一步收购亚锦科技 15% 的股权, 上市公司持股亚锦科技比例达 51%, 进一步巩固了对南孚电池的控制权, 此时, 公司通过子公司安孚能源持有南孚电池的权益份额为 26.09%。2023 年 11 月, 公司完成定向增发融资, 募集的部分资金用于提升其在南孚电池的持股比例, 以进一步巩固控制权。

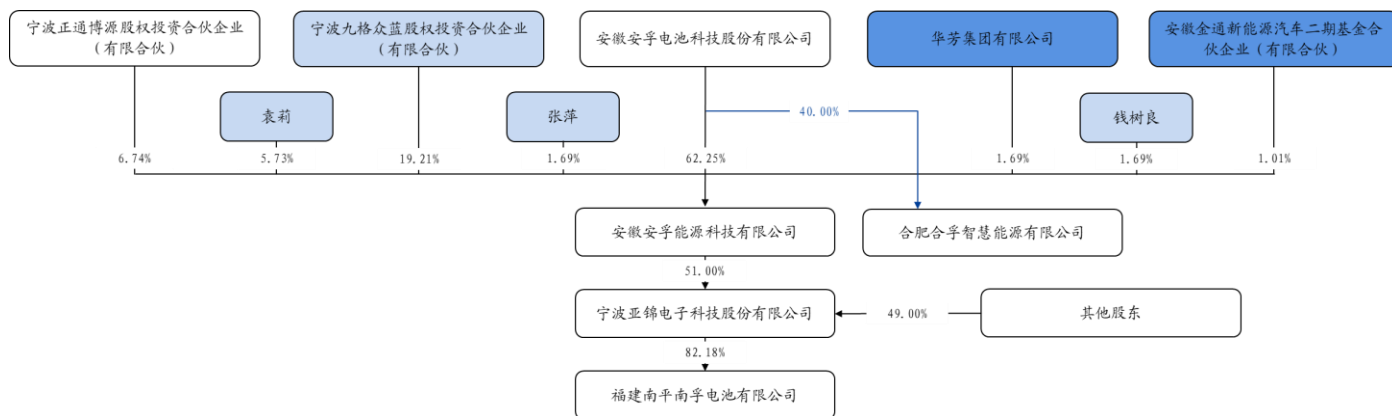
根据《安徽安孚电池科技股份有限公司发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书(草案)》, 公司拟通过发行股份和支付现金方式收购子公司安孚能源其余股东持有的 31% 股权, 支付总对价为 11.52 亿元, 增发价格为 23.7 元, 持股比例将从原来的 62.25% 提升至 93.26%。同时拟配套融资不超过 3.8 亿元。交易完成后, 安孚科技在南孚电池的权益份额将提升至 39.09%。此外, 公司后续拟以安孚能源为实施主体支付现金要约收购亚锦科技 5% 股份, 已经股东大会审议通过, 因此后续公司持有南孚电池股份有望提高至不超过 42.9%。展望未来, 公司持有南孚电池股权比例仍有提升空间。

图表4: 公司 2024 年募集配套资金用途

拟募集配套总额不超过 3.8 亿元，本次交易中以发行股份方式购买资产的交易价格为			
募集配套资金金额	10.472243 亿元，本次募集配套资金总额占以发行股份方式购买资产的交易价格的比例为	36.29%；本次募集配套资金发行股份数量不超过本次交易前上市公司总股本的 30%	
发行对象	不超过 35 名特定对象		
配套资金用途	项目名称	拟使用募集资金金额 (万元)	使用金额占全部募集 配套资金金额的比例
	支付本次交易现金对价	10476.28	27.57%
	支付本次交易中中介机构费用	1400.00	3.68%
	标的公司安孚能源偿还银行借款	26123.72	68.75%
	合计	38000.00	100.00%

资料来源: 安孚科技公告, 国盛证券研究所

图表5: 公司交易结构 (截至 2024/10/26)



资料来源: 安孚科技公告, 国盛证券研究所

业绩承诺保证未来经营稳定性。公司在两次收购亚锦科技过程中，交易对方均作出业绩承诺，根据协议条款，亚锦科技在 2022 至 2024 年间的净利润不低于 6.2 亿元、6.6 亿元和 7.0 亿元。截至 2023 年，亚锦科技已超额完成当年业绩承诺。此外，在 2024 年定增报告中更新了业绩承诺，袁永刚、王文娟夫妇对安孚能源作出业绩承诺，2024-2026 年累计实现净利润不低于 10.50 亿元，同时南孚电池 2024-2026 年净利润分别不低于 8.6/9.1/9.5 亿元，否则将以现金方式对上市公司实施补偿，业绩承诺也在一定程度上保证了上市公司未来的盈利稳定性。

图表6: 业绩承诺情况

需要实现净利润 (亿元)	2022 年	2023 年	2024 年 E	2025 年 E	2026 年 E
亚锦科技	6.2	6.6	/	/	/
南孚电池	/	/	8.6	9.1	9.5
南孚电池 YOY	/	/	5.95%	6.26%	3.95%
实现情况	已完成	已完成			

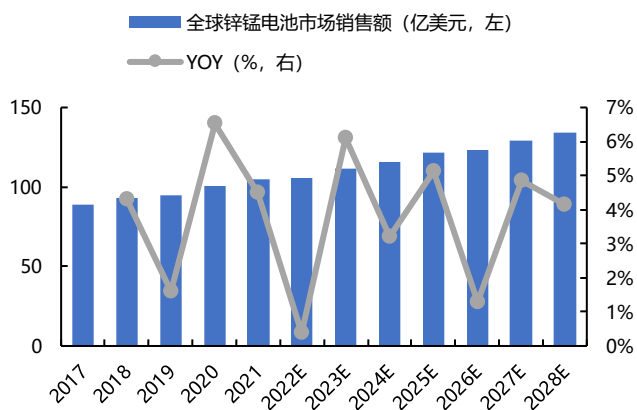
资料来源: 安孚科技公告, 国盛证券研究所

2、行业：国内市场规模稳定，碱性占比持续提升，海外有望提供更大想象空间

全球锌锰电池市场规模达百亿美元，有望维持稳定增长。锌锰电池是以锌为负极，以二氧化锰为正极，通过氧化还原反应产生电流的一次电池，具有性价比高、安全性能好、稳定性强、使用方便等优点，经过多年的发展，行业标准化程度高，产品尺寸、形状、规格等都具有国内外通用标准，使用范围非常广泛。根据 YHResearch 数据，2022 年全球锌锰一次电池市场规模有望达 105 亿美元，2017 年至 2022 年复合增长率为 3.4%，预计 2022 年至 2028 年这一增长率将提升至 4.1%。

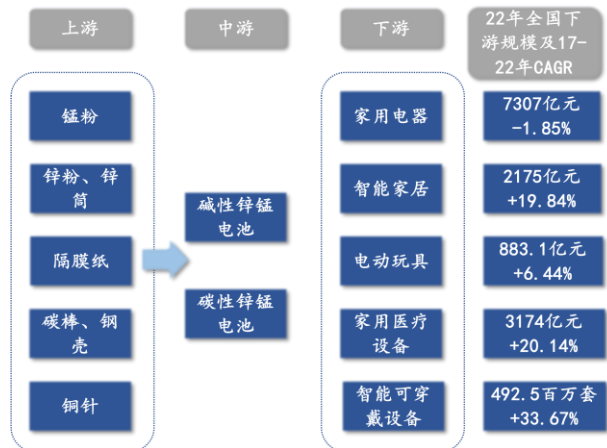
考虑到锌锰电池下游应用场景的拓宽、以及产品在部分场景下具有明显优势，行业难以被取代，有望实现稳定增长。近年来锌锰电池下游应用场景不断拓宽，传统家用电器（遥控器、钟表、收音机）、智能家居（智能门锁、智能体脂秤）、电动玩具（遥控车、遥控飞机）、家用医疗设备（血压仪、红外体温计）、智能可穿戴设备等，部分应用场景增速较快，带动锌锰电池行业规模扩张。此外锌锰电池具有标准型号统一、即插即用、放电时间长、性价比高等优势，尤其适用于对电池的使用便捷性、安全性、性价比、长时间易储存、稳定性要求高的场景，例如小电流用电器具。因此，考虑到在部分场景下锌锰电池具有明显产品优势，行业难以被取代，预计市场规模稳中有升。

图表7：全球锌锰电池市场规模稳定增长



资料来源：YHResearch，国盛证券研究所

图表8：锌锰电池产业链介绍，下游应用场景增速较快



资料来源：华经情报网，安孚科技 23 年年报，国盛证券研究所

碱锰技术最优，目前已为主导且行业占比持续提升。锌锰电池主要包括碳性电池和碱性电池两大类。碳性锌锰电池生产成本低，价格便宜，但容量小、内阻大、稳定性不高。碱性电池是在碳性锌锰电池的基础上发展而来，具有容量大（是碳性电池的 5-7 倍）、稳定性好、贮存时间长（掉电量低）、原材料利用率高、适用于长时间小电流放电性能好等优势，环境友好，可随生活垃圾一起丢弃，实际上考虑到单位放电量，碱性电池相比于碳性更有性价比。此外，我国各部门出台了各种产业政策，大力支持我国碱性锌锰电池产业持续发展，例如碱性电池免征 4% 的消费税等。因此，当前锌锰电池正朝着碱性化方向发展，碱性化率逐步提高，我国碱性锌锰电池产量呈稳定增长趋势，已逐渐超过碳性锌锰电池，据公司 24H1 财报，2021 年我国碱性/碳性锌锰电池推估产量 259/198 亿只，碱性电池占比约为 56.7%，而发达国家碱性电池占整个干电池市场份额的 80%，且仍在不断提升，我国碱性电池市场依有广阔的发展前景。

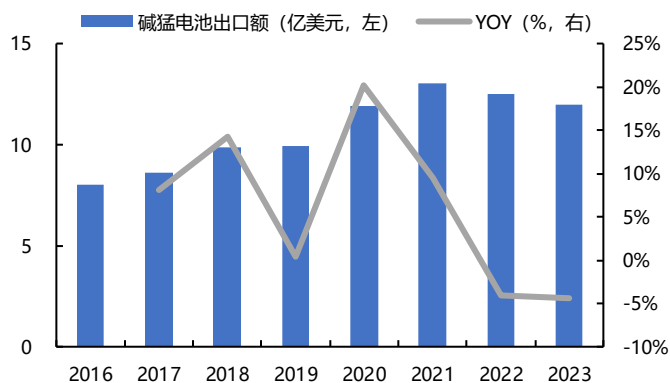
图表9: 碱性锌锰电池与碳性锌锰电池性能对比, 碱性优势明显

	碳性锌锰电池	碱性锌锰电池
正极	导电碳棒	二氧化锰
负极	锌筒外壳	锌粉
电解液	氯化锌、氯化铵	氢氧化钾
电池容量		碳性锌锰电池的 5-7 倍
贮存时间	较短	长
低温性能	较弱	较好
环境污染	含有少量金属镉, 有一定污染, 需专业回收处理	无重金属污染
原材料利用率		高于碳性锌锰电池
应用领域	家电遥控器、手电筒、玩具和半导体、收音机、收录机、钟表、电子秤等家用小型电子设备	数码产品、智能家居用品、无线安防设备、户外电子用品、医疗电子仪器、电动玩具等
主要应用国家	发展中国家和部分经济发展落后地区	欧美、日本等发达地区

资料来源: 华经情报网, 安孚科技年报, 国盛证券研究所

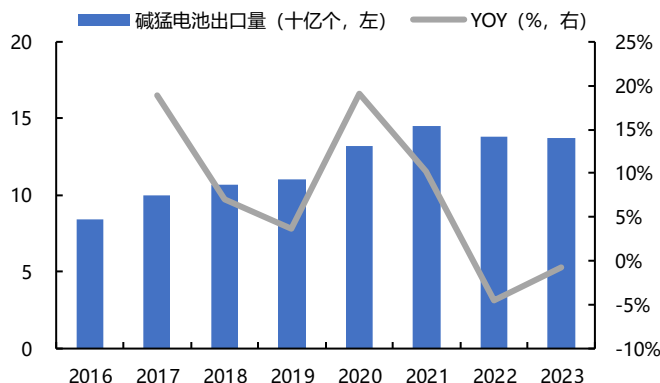
出口有望提供更大成长空间。2016-2023 年我国碱性电池出口额/量复合增速分别为 5.9%/7.3%, 2023 年出口额/量达到 12.0 亿美元/137.6 亿只。我国碱性电池行业具备技术优势、劳动力成本优势, 且由于并非高新尖端科技技术, 受国际贸易摩擦制裁概率低, 我国碱性电池出海有望保持更快的增长。

图表10: 16-23 年中国碱性锌锰电池出口额及增速



资料来源: 中国化学与物理电源行业协会, 国盛证券研究所

图表11: 16-23 年中国碱性锌锰电池出口量及增速



资料来源: 中国化学与物理电源行业协会, 国盛证券研究所

3、格局：南孚龙头优势突出，行业格局优异且不易颠覆

3.1、南孚为国内一次性电池品牌龙头

南孚为国内一次性电池品牌龙头，其余玩家以海外代工为主。根据公司 24H1 财报，在国内碱性电池市场，南孚牌碱锰电池产品连续 31 年（1993-2023 年）在中国市场销量第一，南孚在我国碱性 5 号和 7 号电池品类零售市场的销售份额达到 85.9%（尼尔森数据），龙头优势领先。而国内其他玩家例如长虹能源、野马电池、浙江恒威、力王股份主要以出海代工为主。国际市场品牌商主要企业有金霸王（隶属于宝洁公司）、劲量 Energizer（美国品牌）、松下（日本品牌）、雷特威（美国品牌）、超霸（中国香港）。

图表12：海外品牌商、国内品牌商介绍

分类	品牌名称	品牌形象	国家	公司简介	代表性产品
品牌制造商	南孚电池		中国	安徽安孚电池科技股份有限公司成立于1999年，主营业务是电池的研发、生产、销售。公司的主要产品有南孚电池等。公司是从事多化学系统的小电池和消费品的投资、研发、生产和销售的企业。	南孚5号/7号电池 丰蓝1号燃气灶电池
	金霸王		美国	金霸王成立于1940年，是一家电池消费品生产公司，是高性能碱性电池、专业电池和可充电电池的制造商。原属宝洁，现由伯克希尔·哈撒韦持有，以长效耐用著称。	金霸王超能5号/7号碱性电池 金霸王纽扣电池
	劲量Energizer		美国	劲量公司成立于1896年，美国高端电池品牌，以创新、高效长寿命为特点，产品涵盖碱性、锂电和可充电电池。	劲量9v电池 劲量2号电池
	松下		日本	松下电器成立于1918年，日本知名品牌，电池种类多样，质量可靠，广泛用于消费电子和新能源汽车领域，技术积累深厚，生产电池的类型包括碱性电池、充电电池、锂电池等。	松下eneloop高性能5号7号 松下5号7号充电电池
	雷特威		美国	雷特威成立于1906年，美国经济型电池品牌，主打性价比，产品覆盖碱性、锂电和助听器专用电池，在北美市场颇受欢迎。	雷特威助听器电池A10A312
	超霸		中国香港	隶属于金山工业集团，金山科技工业1964年成立。1990年超霸电池开始拓展内地市场，于亚太地区市场地位领先，产品种类齐全，近年来逐渐进入欧美市场，扩大国际影响力。	GP超霸碱性电池5号/7号 GP超霸5号7号充电电池
贴牌制造商	瓦尔塔		德国	瓦尔塔成立于1887年，是全球知名的汽车蓄电池品牌，隶属于Clarios柯锐世™。瓦尔塔主要为汽车电池供应商，常规汽车、启停汽车、混合动力及纯电动车上都能找到瓦尔塔蓄电池产品。	瓦尔塔汽车蓄电池
	野马电池		中国	野马电池成立于1996年，浙江野马电池股份有限公司的主营业务为高性能、环保锌锰电池的研发、生产和销售。公司的主要产品为碱性电池、碳性电池。2023年境外收入占比86.19%。	野马方太灶具专用碳性1号干电池
	浙江恒威		中国	浙江恒威电池股份有限公司成立于1999年，其主营业务是高性能环保碱性电池和环保碳性电池的研发、生产和销售。2023年其境外收入占比为89.03%	LR03、6LR61系列环保碱性电池
	力王股份		中国	广东力王新能源股份有限公司成立于2001年，其主营业务是环保碱性锌锰电池、环保碳性锌锰电池和锂离子电池的研发、生产和销售。2023年其境外收入占比为41.44%。	力王碱性电池 力王锂离子电池
	长虹能源		中国	四川长虹新能源科技股份有限公司成立于2006年，主要从事碱锰环保电池、锂电池的研发、生产及销售业务。2023年其境外收入占比为25.50%。	碱性锌锰电池 圆柱型高倍率锂离子电池

资料来源：同花顺 ifind，各品牌官网，金山科技工业有限公司财报，Panasonic 松下电池公众号，安孚科技公告，安孚科技 2023 年报，新华社，京东，中国经济观察网，IT 业界，美股之家，国盛证券研究所

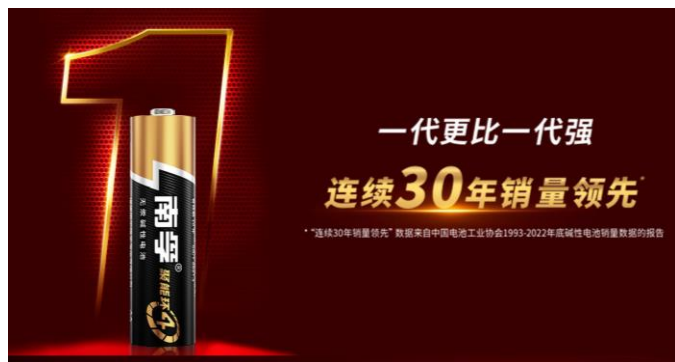
3.2、为什么南孚市占率高，且我们判断格局不宜颠覆？

一次性电池具有标品属性，行业技术更新迭代较慢。一次性电池行业发展已久，产品型号、大小、电压等参数早已固定，且目前行业仍以锌锰电池为主，短期来看，难以出现替代锌锰电池材料的技术，且行业增速不快，新玩家入场非常少，竞争格局稳定。

一次性电池单价较低，消费者对价格不敏感，因此无法单纯通过价格战来获取市场份额。考虑到一次性电池的消费方式和场景，消费者往往更看重购买的时效性、产品的安全耐用性、以及品牌知名度，因此十分考验公司渠道、产品、品牌等竞争力，需要多年的细心耕耘，而南孚电池作为我国民族企业，1988 年成立发展至今，已在国内市场稳居龙头宝座，护城河深厚。

南孚电池作为民族品牌具有强品牌力，同时积极扩大品牌传播推广。南孚作为我国碱性电池领导者、宝贵的民族品牌，在很多消费者心中甚至已经与一次性电池这个品类划等号。南孚还积极扩大品牌传播推广，冠名高铁、动车，覆盖 22 省 100 多个城市，通过热点事件和明星扩大品牌宣传，例如 2024 年开年之际官宣乒乓球世界冠军马龙为其代言人，以及结合巴黎奥运会打造“超长续航、冠军之路”事件营销，从而进一步强化南孚电池耐用、领先的品牌形象。

图表13: 南孚电池连续 30 年销量领先



资料来源: 南孚官网, 国盛证券研究所

图表14: 南孚电池冠名高铁列车



资料来源: 南孚官网, 国盛证券研究所

产品技术持续迭代、多品类矩阵提升领先优势。电池制造工艺中存在许多 Knowhow 环节, 比如说碱性电池产品配方、正极成型工艺、电镀工艺和镀液配方等技术路径等, 不能被单纯模仿超越, 而是需要时间的积累。南孚作为碱性电池的龙头, 长期致力于碱性电池的研发, 通过自主设计开发具有完整知识产权的聚能环产品, 加强安全耐用的产品性能, 公司在产品性能质量以及成本把控方面都具有较强竞争优势。此外公司还持续拓宽产品矩阵, 布局新品类电池, 例如燃气灶电池(丰蓝一号)、纽扣电池(传应超导石墨烯大容量纽扣电池)、小型充电锂离子电池(TENAVOLTS)等。

图表15: 南孚产品矩阵示例

产品名称	产品图示	产品特性
南孚聚能环四代碱性电池		超大容量、超强耐力、超低损耗, 三大超越, 全方位升级持久力
丰蓝1号燃气灶电池		专门针对燃气灶高温高湿环境研发 高温下更耐用; 更有防爆、防漏液、防生锈、抗高温、无汞环保等多种优秀性能。
南孚TENAVOLTS充电锂电池		南孚TENAVOLTS充电锂电池更安全环保更耐用可循环充电1000次; 相比普通镍氢充电电池, 南孚USB便捷充电锂电池安全性更高, 颜值更高。
传应超导石墨烯大容量纽扣电池CR2016		石墨烯大容量纽扣电池 感应车钥匙次数远超普通纽扣电池20% 极寒酷暑稳定供电, -20℃~60℃依旧卓越

资料来源: 南孚官网, 国盛证券研究所

百万销售网点覆盖, 具备深度分销能力。南孚电池在全国建立起了全面、完整的销售网络, 通过线下经销商、线下 KA 卖场、线上电商等多种销售渠道, 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, KA 卖场和 24 小时连锁便利店等现代渠道, 以及天猫、京东、拼多多、苏宁易购等主流平台的线上电商渠道, 销售终端超过一百万家。2023 年公司经销渠道、平台客户、直销渠道主营业务收入占比分别为 67.7%、9.4%、22.9%。一次性电池有着即时消费的特点, 很少有消费者会储存, 因此更加靠近消费者的渠道布局尤为重要, 南孚目前渠道下沉已至乡级, 经销商结构扁平化且稳定。

图表16: 公司渠道布局完善

销售模式		具体说明
境内销售业务	线上销售	线上直销零售模式 公司在天猫、京东等第三方电商平台开设自营店，直接向消费者销售商品。消费者付款后，公司通过物流发货，确认收货后款项转入平台账户。
		电商平台销售模式 电商平台销售模式是指公司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，公司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。
	线下销售	线下经销模式 南孚营销全资子公司负责管理全国经销商，签订年度合同并约定销售区域。经销商买断采购，预付货款后由公司安排物流，验收无误后签收，并按价格政策销售。
		KA 模式 KA（重要客户）卖场是指营业面积和客流量优势的大型终端。公司与大润发、沃尔玛等KA客户签订年度合同，客户买断采购，按销售情况下单，物流配送后转移商品所有权，按约定期限付款。
		OEM 模式 公司除了自有品牌外，还有OEM业务，即代工生产。品牌商设计产品并委托其他厂商生产，最终贴上自己的商标。主要客户为大型贸易商和知名电子设备生产厂商，南孚根据客户需求定制生产，贸易商自主定价、销售，南孚不干涉其销售政策。
境外销售业务	出口模式	出口模式与线下OEM类似，主要客户为国际知名电池品牌商和大型贸易商。根据客户设计生产，采用FOB、CIF等方式出口至指定地点。
	跨境电商模式	除出口业务之外，公司同时积极拓展跨境电商业务。主要销售电商平台为亚马逊，公司在其平台开设自营店铺，直接向终端买家销售商品。

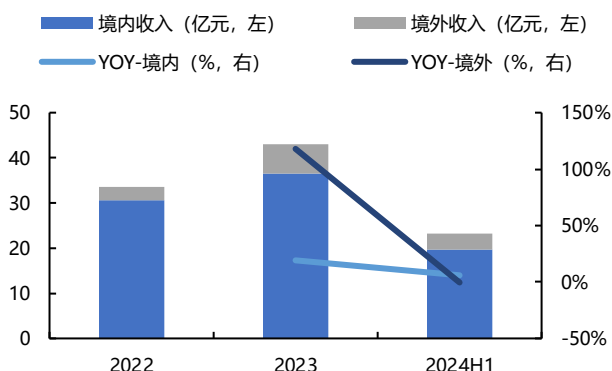
资料来源：亚锦科技 1H24 财报，国盛证券研究所

4、成长：短期 OEM 出海增长方向明确，中期有望品牌出海再续辉煌

4.1、短期 OEM 出海增长方向明确、海外毛利率仍具提升空间

OEM 出海为第二增长曲线。南孚电池出口业务模式为 OEM，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生产厂商等，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。但是考虑到电池品类进入壁垒高，因此前期出海选择 OEM 形式。2023 年南孚电池积极开拓 To B 市场，成功吸引国际优质客户，实现 OEM 业务销售收入 8.32 亿元，同比增长 82.32%。

图表17：公司境内外收入情况



资料来源：安孚科技财报，国盛证券研究所

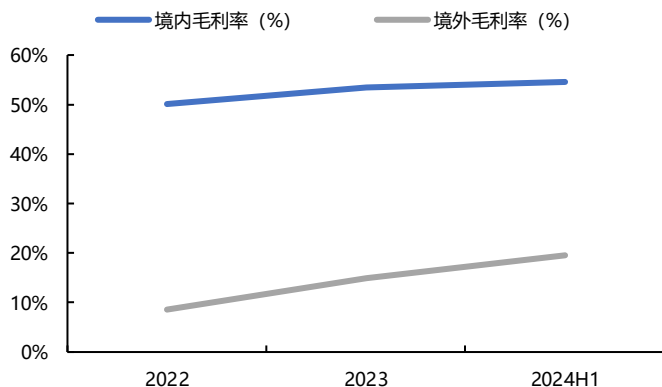
图表18：公司前五大客户销售金额及占比情况

年度	客户名称	销售金额 (万元)	占比 (%)
2022	京东贸易	22,729.48	6.13%
	阿里巴巴	10444.7	2.82%
	EDEKA Nonfood-CM GmbH	7,627.01	2.06%
	ENERGIZER	7,334.43	1.98%
2023	上海麒麟贸易有限公司	5,442.12	1.47%
	ENERGIZER	29,296.05	6.79%
	京东贸易	25,607.70	5.94%
	阿里巴巴	14,962.51	3.47%
	Innovent GmbH&Co. KG	12,461.73	2.89%
2024H1	上海麒麟贸易有限公司	6,709.74	1.56%
	ENERGIZER	23,275.00	10.08%
	京东贸易	13,014.01	5.63%
	宁波市鄞州彼斯堡贸易有限公司	3,589.73	1.55%

资料来源：安孚科技公告，国盛证券研究所

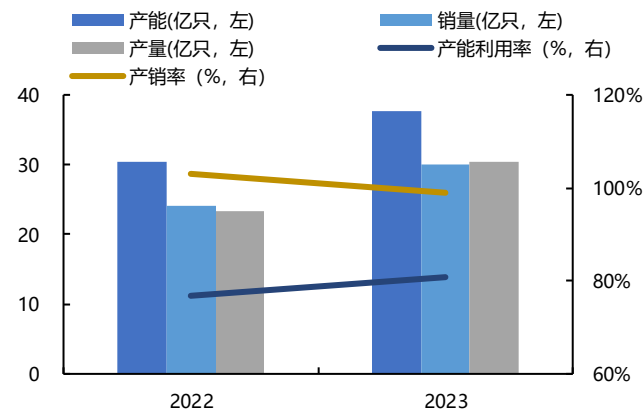
未来海外收入有望保持快速增长、海外毛利率仍有提升空间。1) 公司拥有技术、成本优势，预计开拓市场更为迅速。2) 新建产能强化生产及海外客户服务能力。公司拥有强大的电池生产能力，23 年公司产能达 37.65 亿只，据公司 24H1 财报，2024 年公司计划新增碱性电池产能 10 亿只/年。这一举措不仅将强化南孚电池在碱性电池领域的生产能力，也将进一步提升公司的市场响应速度和客户服务能力，确保在 OEM 市场竞争中的优势地位和客户满意度。3) 海外毛利率仍具提升空间。公司后续有望通过高端化产品占比提升、柔性化生产、自动化升级改造，产业链整合，以及 To C 向 To B 生产思路转化下的降本空间、规模效应，海外毛利率仍有上行空间。

图表19：公司海内外毛利率情况



资料来源：安孚科技财报，国盛证券研究所

图表20：公司生产及销售情况



资料来源：安孚科技公告，国盛证券研究所

4.2、中长期有望开启自有品牌出海之路

除出口业务之外，南孚电池同时积极拓展自有品牌跨境电商业务。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。

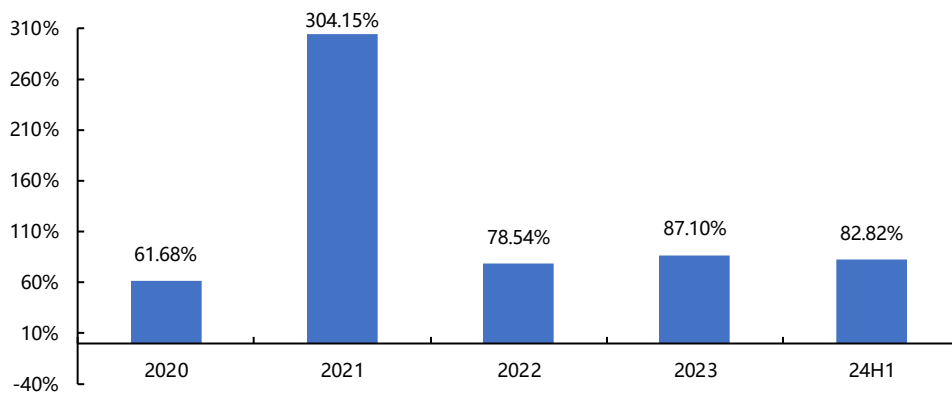
4.3、中长期南孚股权提升、兼并收购海外品牌存在可能

持有南孚股权提升、以及并购海外品牌存在可能。1) 短期公司持有南孚权益由 26%有望提升至 40%+，并且后续有进一步提升的可能。2) 鉴于电池行业自身发展特性，无论是国内国外，格局都比较稳固，因此收购海外品牌或为公司出海另一选择，公司现金利润能力增厚，自由现金流好，具备收购能力。

5、印钞机+红利属性

南孚电池具有强品牌、产品、渠道竞争力，行业格局不宜颠覆，因此拥有非常强的分红能力，南孚电池母公司亚锦科技 2020-1H24 年来年均分红率达 122.86%。

图表21：亚锦科技分红率情况



资料来源：Wind, ifind, 国盛证券研究所

6、盈利预测

国内：电池应用场景持续拓宽，从日常家用电器、电动玩具等传统领域拓展至智能家居、家用医疗设备、智能可穿戴设备、军事电子设备等新兴领域，行业天花板有望持续打开，此外，公司深耕碱性电池领域，国内碱性电池仍有渗透空间，公司作为行业龙头有望持续受益于碱性电池的渗透，再叠加碳性电池、纽扣电池、小型锂离子电池等品类的补充，预计 2024-2026 年公司国内收入达 39.3/42.1/45.0 亿元，同比+8.0%/+7.0%/+7.0%，毛利率考虑到国内碱性电池占比仍有提升空间，且公司碱性电池毛利率高于碳性电池，预计国内毛利率稳中有升，2024-2026 年为 54.6%/54.8%/55.0%。

国外：考虑到海外市场空间大，公司产品技术水平领先，产品质量稳定，再加上公司致力于海外市场开拓，积极建设产能、开发海外客户，我们认为海外有望实现高于国内的增速，预计 2024-2026 年公司国外收入达 8.1/11.3/14.7 亿元，同比+20%/+40%/+30%，毛利率考虑到规模效应释放、高端产品提升、生产模式优化，有望持续提升，2024-2026 年预计为 19.5%/22.5%/25.0%。

费用端：考虑到公司所在行业变化缓慢，行业格局稳固，我们预计公司费用率总体趋势保持平稳，预计 2024-2026 年公司销售费用率为 17.0%/17.0%/17.0%、管理费用率为 5.0%/5.0%/5.0%、研发费用率为 2.5%/2.5%/2.5%。

综合来看，公司 2024-2026 年实现营收 47.4/53.4/59.7 亿元，同比+9.8%/+12.6%/+11.9%，毛利率为 48.6%/48.0%/47.6%。

图表22：公司收入与毛利率预测

		2022	2023	24H1	2024E	2025E	2026E
总营收	总营业收入（亿元）	33.8	43.2	23.1	47.4	53.4	59.7
	YoY		27.6%	4.9%	9.8%	12.6%	11.9%
	总营业成本（亿元）	18.1	22.7	11.7	24.3	27.8	31.3
	毛利率	46.6%	47.4%	49.2%	48.6%	48.0%	47.6%
境内	营业收入（亿元）	30.6	36.4	19.6	39.3	42.1	45.0
	YoY		19.2%	5.9%	8.0%	7.0%	7.0%
	营业成本（亿元）	15.3	17.0	8.9	17.9	19.0	20.3
	毛利率	50.1%	53.4%	54.6%	54.6%	54.8%	55.0%
	占比	90.3%	84.4%	84.7%	83.0%	78.9%	75.4%
境外	营业收入（亿元）	3.1	6.7	3.5	8.1	11.3	14.7
	YoY		117.9%	-0.4%	20.0%	40.0%	30.0%
	营业成本（亿元）	2.8	5.7	2.8	6.5	8.7	11.0
	毛利率	8.6%	15.0%	19.5%	19.5%	22.5%	25.0%
	占比	9.1%	15.6%	15.2%	17.0%	21.1%	24.6%

资料来源：Wind，安孚科技公告，国盛证券研究所

预计公司 2024-2026 年归母净利润为 2.14/2.75/3.25 亿元，同比分别+85.2%/+28.0%/+18.5%，对应 EPS 分别为 1.02/1.30/1.54 元，对应 2024 年 11 月 28 日收盘价 PE 为 30.8/24.1/20.3x。我们认为公司核心资产南孚电池盈利水平较高且稳定，现金流充裕，商业模式及竞争格局类似国内美的集团、公牛集团、农夫山泉，此外选取核心产品同为消费电池的珠海冠宇作为可比公司。截至 2024 年 11 月 28 日，上述公司 2025 年 P/E 中位数为 20x。考虑到公司是南孚电池控股股东，持股比例有望进一步提升，我们看好南孚电池的行业需求以及龙头地位的稳定性，且未来碱性电池渗透率提升、布局海外 OEM 均能为其提供一定成长性。我们给予公司一定的估值溢价，给予公司 2025 年 26x P/E，对应目标价 33.81 元，首次覆盖，给予“增持”评级。

图表23: 可比公司估值

证券简称	股价及 EPS单位	股价	EPS						PE（倍）					
		2024/11/28	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
美的集团	人民币	70.19	4.09	4.22	4.80	5.04	5.59	6.13	18.05	12.26	11.38	13.92	12.56	11.45
公牛集团	人民币	70.49	4.62	5.30	4.34	3.39	3.76	4.19	36.17	27.01	22.03	20.79	18.75	16.82
珠海冠宇	人民币	16.24	0.84	0.08	0.31	0.45	0.80	1.17	57.70	229.78	71.74	36.15	20.28	13.87
农夫山泉	港元	31.95	0.57	0.69	0.86	1.12	1.32	1.54	66.06	52.15	38.09	28.60	24.25	20.76
中位数									46.94	39.58	30.06	24.69	19.51	15.34
安孚科技		31.29	-0.46	0.73	1.01	1.02	1.30	1.54		42.86	30.98	30.80	24.06	20.30

资料来源: Wind, 国盛证券研究所; 注: 可比公司盈利预测取自 Wind 一致预期

7、风险提示

原材料价格波动风险：公司电池产品的关键原材料包括锌粉、电解二氧化锰和钢壳，这些原材料的价格与有色金属锌、锰的市场波动密切相关。由于锌、锰等大宗商品价格易受宏观经济、市场需求及汇率等多重因素影响，波动幅度较大。若未来原材料价格显著上涨，且公司未能有效传导成本增加至客户，则可能对公司盈利能力带来不利影响。

商誉减值风险。为实现战略转型，公司于 2022 年完成了对亚锦科技 51% 股份的收购。依据《企业会计准则》，收购成本与所获得的可辨认净资产公允价值之间的差额计入商誉，商誉不需摊销，但需每年年末进行减值测试。截至 2023 年 12 月 31 日，公司合并资产负债表中的商誉金额达 290,599.36 万元，占归属于母公司股东权益的 156.15%。若亚锦科技未来经营表现未达预期，可能引发商誉减值，从而对公司当期业绩产生负面影响。

贸易摩擦风险。公司未来将提升出口产品占比，如果未来中美贸易冲突进一步升级，美国对公司的部分产品增加关税，将会对公司的业绩产生负面影响。

产品替代风险。近年来，锂电池等二次电池在移动通信、娱乐及新能源汽车等领域开辟了新的市场空间。随着技术的不断进步，南孚电池的核心产品面临被替代的风险，可能对其生产经营造成不利影响。

数据滞后风险。本报告中所引用的行业数据可能存在滞后性，未能全面反映最新市场动态或行业发展趋势。数据滞后的原因包括统计周期、公开披露时间及信息传递延迟等。若实际市场状况与引用数据存在显著差异，可能导致投资者在决策中产生误判，从而对企业规划和资本市场表现带来潜在不利影响。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层
 邮编：100077
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋
 邮编：200120
 电话：021-38124100
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com