

安孚科技 (603031.SH)

增持 (维持)

收购议案通过上交所审核, 将显著提升南孚电池持股比例

公司在前几年实现主业转型的基础上, 24 年提出进一步增持南孚电池股权的议案, 目前已获得上交所审核通过, 若此次增持完成, 公司穿透持有南孚电池股权将从当前 26% 提升至 39.09%, 如果要约收购完成则穿透持股达 43%, 将显著增厚上市公司业绩。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零售市场 7 成以上份额, 品牌影响力领先。同时, 南孚加紧开拓海外 OEM 业务, 近几年已获得显著突破, 其海外业务板块出货量与收入占比大幅提升, 这将比较显著的提振南孚电池未来的增长表现。

再次增持南孚电池股权, 显著增厚上市公司业绩。公司在 2022 年-2023 年陆续进行资产重组、现金收购方式获得南孚电池控股权, 2022 年就实现了南孚电池并表, 并已出售原有业务与资产。当前公司穿透合计持有南孚电池股权约 26%。公司 24 年提出继续收购南孚电池股权议案, 该议案经过多次修改后近期获得上交所审核通过。如本次股权收购完成, 公司穿透持有南孚电池将提升至 39.09%, 如果对亚锦科技的要约收购完成则穿透持股达 43%, 将显著增厚上市公司业绩, 后续公司还有意继续提升持股比。

南孚是国内一次碱性电池先行者, 品牌力遥遥领先。南孚电池是国内碱性一次电池 (5/7 号干电池) 领导者, 国内零售市占率超 7 成, 32 年国内销量第一, 品牌深入人心。南孚电池近几年保持着 50% 多的毛利率和 20% 左右的净利率, 且长期高分红, ROA、ROE 分别保持在 30%、100% 以上。近几年, 南孚电池仍保持稳健的增长。

海外 OEM 占比大幅提升, 总体增长有望提速。公司历史上曾长期被外资企业控股, 期间海外业务发展受限。近几年, 公司加大海外拓展, 针对海外需求开始加快扩产, 公司这一努力获得成功, 2024 年海外收入 7.9 亿元同比增长 18%, 收入占比超过 17%, 25 年上半年公司出口继续大幅提升, 盈利能力进一步改善。我们预计, 公司海外业务有望维持快速增长, 进而带动公司总增长提速。

加大第二曲线与新业务投入。由于南孚的并表和老业务置出, 上市公司持续造血能力强劲。公司已加大新业务布局, 2022 年设立合孚智慧能源, 布局储能领域; 今年投资了象帝先, 布局 GPU 领域, 未来不排除继续外延并购有关联的硬科技资产, 打造第二曲线。

投资建议: 我们估算公司 2025-2026 年归母净利润约 1.85 亿元、2.24 亿元, 维持“增持”评级。

风险提示: 治理与股权结构风险, 海外业务波动风险, 新品表现不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	4318	4638	5008	5366	5748
同比增长	28%	7%	8%	7%	7%
营业利润(百万元)	844	963	1058	1284	1420
同比增长	45%	14%	10%	21%	11%
归母净利润(百万元)	116	168	185	224	248
同比增长	42%	45%	10%	21%	11%
每股收益(元)	0.80	0.80	0.88	1.06	1.17
PE	37.4	37.3	34.0	28.0	25.3
PB	2.3	3.4	3.4	3.2	3.1

资料来源: 公司数据、招商证券

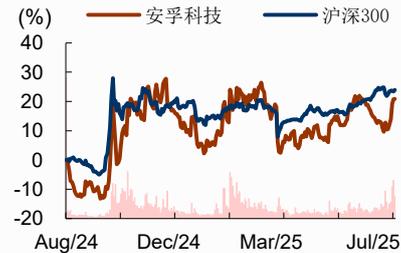
中游制造/电力设备及新能源
目标估值: NA
当前股价: 29.72 元

基础数据

总股本(百万股)	211
已上市流通股(百万股)	211
总市值(十亿元)	6.3
流通市值(十亿元)	6.3
每股净资产(MRQ)	9.0
ROE(TTM)	9.2
资产负债率	41.4%
主要股东	深圳市前海荣耀资本管理有
主要股东持股比例	10.89%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-0	10	18
相对表现	-3	5	-4



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

1、《安孚科技(603031)一拟继续增持南孚电池股权, 海外业务驱动增长加快》2024-07-15

游家训 S1090515050001

youjx@cmschina.com.cn

吕昊 S1090524020002

lvhao1@cmschina.com.cn

陈宇超 S1090524010002

chenyuchao@cmschina.com.cn

正文目录

一、推进增持南孚电池股权方案.....	4
1、资产重组完成主业转型.....	4
2、推进预案进一步提升南孚电池持股比例.....	5
二、南孚电池是国内一次碱性电池市场先行者，品牌力遥遥领先.....	7
三、海外业务拓展会提振增长表现，加大二曲线培育.....	9
3.1 海外业务培育获得突破.....	9
3.2 加大二曲线业务培育.....	10
盈利预测.....	11
风险提示.....	12

图表目录

图 1：此次收购完成后的股权结构（不考虑配套融资）.....	6
图 2：ROE 对比.....	8
图 3：ROA 对比.....	8
图 4：毛利率对比.....	8
图 5：南孚销售渠道丰富.....	8
图 6：国内外营收占比变化情况.....	9
图 7：象帝先芯片产品.....	11
图 8：象帝先显卡产品.....	11
图 9：安孚科技历史 PE Band.....	12
图 10：安孚科技历史 PB Band.....	12
表 1：公司历次收购南孚股权经历.....	4
表 2：资产估值情况.....	5
表 3：收购方案概述.....	5
表 4：配套融资情况.....	5
表 5：收购后的备考业绩及估值情况估算.....	6
表 6：南孚电池财务数据.....	7
表 7：亚锦科技（即南孚电池）分业务数据.....	8

表 8: 南孚前五大客户 (万元)	9
表 9: 南孚电池销售模式	10
表 10: 业绩预测	11
附: 财务预测表	13

一、推进增持南孚电池股权方案

1、资产重组完成主业转型

安孚科技在 2022 年-2023 年通过资产重组、现金收购等方式间接控股南孚电池并置出原有百货零售业务，上市公司在 2022 年开始并表南孚电池业务，主业即为南孚电池所经营业务。公司 2022 年来的几次资产重组如下：

1、2022 年 1 月公司完成第一次资产重组。公司持股 51% 股权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% 的股权，同时向陈学高出售所持安德利工贸 100% 股权；公司还获得宁波亚丰所持有的亚锦科技的 15% 股份对应的表决权。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，间接持有南孚电池 16% 股权。宁波亚丰作为业绩承诺方，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）。公司 2022 年 2 月份开始并表亚锦科技（南孚电池母公司），且主业就是亚锦科技的核心资产南孚电池所经营的业务。

2、2022 年 5 月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 亿购买其持有的亚锦科技 15% 的股权，此次收购后，上市公司子公司安孚能源实际持有亚锦科技 51% 的股权，从而间接持有南孚电池 22.7% 股权。收购完成后，公司穿透持有南孚股权比例提升到 22.7%。之后，公司 2023 年通过增发方式募集 13.5 亿元用以偿还此前的收购款。

3、2023 年 12 月公司完成第三次重组。2023 年 12 月公司以现金 2.3 亿元收购正通博源持有的安孚能源 6.74% 股权，以现金 0.46 亿元收购宁波睿利持有的安孚能源 1.35% 的股权。公司对安孚能源持股比例由 54.17% 提升到 62.25%，穿透持有南孚电池股权提升到 26.1%。

表 1：公司历次收购南孚股权经历

时间	具体情况	收购资金 或对价(亿 元)	上市公司穿透 持有南孚电池 股权比例	持有南孚股 权的变化
2022 年 1 月	完成对亚锦科技 36% 股权的收购，对价 24 亿元	24	16.0%	16.0%
2022 年 5 月	完成对亚锦科技 15% 股权的收购，对价 13.5 亿元	13.5	22.7%	6.7%
2023 年 12 月	以现金 2.331 亿元收购正通博源持有的安孚能源 6.74% 股权；以现金 0.46 亿元收购宁波睿利持有的安孚能源 1.35% 股权。完成后，公司对安孚能源持股比例由 54.17% 提升为 62.25%。	2.77	26.1%	3.4%
2025 年 7 月（草案、拟注册）	拟购买子公司安孚能源 31% 股权；以安徽安孚能源科技为实施主体要约收购亚锦科技 5% 股份。同时，拟进行不超过 2.04 亿元的配套融资。	11.52	39.1%	13%

资料来源：公司公告、招商证券

2、推进预案进一步提升南孚电池持股比例

2024年4月公司提交议案，通过现金与发行股权继续增持南孚电池股权，经过多次修订，2025年7月11日该议案已经获得上交所并购重组委员会审核通过。

本次收购完成后，公司穿透持有南孚电池股权比例将由26.1%提升至39.1%，有望显著增厚上市公司业绩，后续公司将继续增持南孚电池股权。

此外，公司支付现金要约收购亚锦科技5%股份事项已经公司股东大会审议通过，上市公司将在本次事项确认后启动要约收购，如果考虑该要约收购，公司穿透持有南孚电池股权将达到43%。

表 2: 资产估值情况

交易标的	基准日	评估方法	评估结果(百万元)	增值率/溢价率	拟交易权益比例	交易价格(百万元)
安孚能源	2023-12-31	资产基础法	4,196.5	28.13%	31.00%	1,151.99
亚锦科技	2023-12-31	收益法	9,018.5	58.32%	-	-
合计	-	-	-	-	-	1,151.99

资料来源：公司公告，招商证券

此次收购中，亚锦科技采用收益法评估，而安孚能源是为持股设立的平台，不太适用收益法评估，故采用资产基础法评估。

表 3: 收购方案概述

交易对方	标的名称及股权比例	现金对价(百万元)	股份对价(百万元)	向该交易对方支付的总对价(百万元)
1 九格众蓝	安孚能源 19.21% 股权	85.3	625.3	710.6
2 袁莉	安孚能源 5.73% 股权	-	211.9	211.9
3 华芳集团	安孚能源 1.69% 股权	62.3	-	62.3
4 张萍	安孚能源 1.69% 股权	-	62.3	62.3
5 钱树良	安孚能源 1.69% 股权	-	62.3	62.3
6 新能源二期基金	安孚能源 1.01% 股权	42.4	-	42.4
7 合计		190.0	962.0	1,152.0

资料来源：公司公告，招商证券

表 4: 配套融资情况

配套融资金额	不超过 20403.68 万元	
发行对象	不超过 35 名特定对象	
募集配套资金用途	拟使用募集资金金额(万元)	占比
支付本次交易现金对价	19003.68	93.14%
支付本次交易中介机构费用	1,400.00	6.86%
合计	20403.68	100.00%

资料来源：公司公告，招商证券

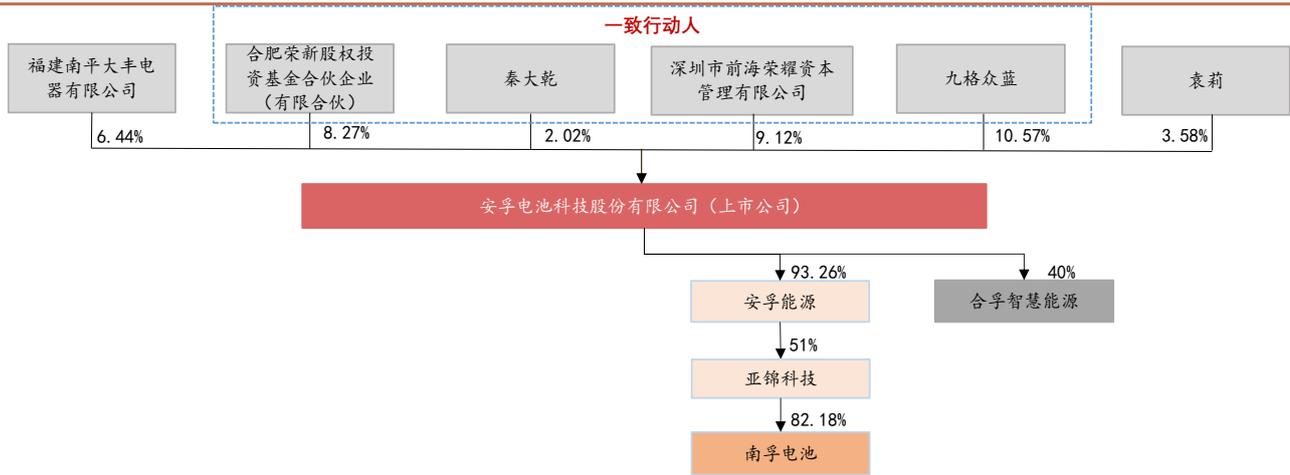
本次交易完成后，深圳荣耀及其一致行动人合计控制公司 29.98% 的表决权，公司实控人没有变更；此次配套融资如果审核未通过或者未足额发行，则上市公司自筹实施。

此次收购后，公司 2025 年备考业绩对应估值约 19.9 倍，如果考虑要约亚锦和配套融资，2025 年对应估值约 18.6 倍。

本次收购给出业绩承诺，业绩承诺期为交易实施完毕后连续三个会计年度，若 2025 年内完成交易，则为 2025 年至 2027 年。

承诺净利润分别为：安孚能源 35,096.07 万元、37,743.43 万元、39,807.91 万元；亚锦科技 74,608.80 万元、77,562.93 万元、80,181.28 万元；南孚电池 91,425.69 万元、95,040.64 万元、98,237.75 万元。

图 1：此次收购完成后的股权结构（不考虑配套融资）



资料来源：公司公告、招商证券

表 5：收购后的备考业绩及估值情况估算

	2024	2025E	2026E	2027E
南孚利润 (百万元)	876.79	964	1,032	1,135
增发股本		41,003,849		
当年末股本	211,120,000	252,123,849		
增发后的市值 (百万元)		7,490.6		
增发后上市公司备考利润 (百万元)		377	403	444
备考业绩对应 PE (倍)		19.9	18.6	16.9
考虑要约亚锦后的备考利润 (百万元)		415	444	488
考虑要约亚锦后备考业绩对应 PE (倍)		18.1	16.9	15.3
考虑要约及配套融资增发后的市值 (百万元)		7,705.3		
考虑要约及配套融资后备考业绩对应 PE (倍)		18.6	17.4	15.8

资料来源：公司数据，招商证券

二、南孚电池是国内一次碱性电池市场先行者，品牌力遥遥领先

国内首家碱性电池企业。1990年，当时国内基本都使用碳性电池，而在海外碱性电池已开始占据主流。由于在同等型号下，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，南孚抓住了市场机遇，凭借碱性电池突出的性能优势，迅速占领市场。据尼尔森的数据统计，南孚在我国碱性5号和7号电池品类零售市场份额达7成以上，连续超30年在国内市场销量第一。

干电池国民品牌，品牌力遥遥领先。在发展初期，公司碱性电池产品迅速切入当时火爆的BP机市场，而当时国内消费群体对碳性、碱性电池的分类并不了解，对产品最直观的感受是南孚牌干电池耐用、高端，逐步形成良好口碑。同时干电池作为日常生活中的廉价消费品，人们对价格并不敏感。此外公司注重广告营销，在1999年借助春晚平台做广告，自此“一节更比六节强”的广告宣传语深入人心。公司销售费用率约20%左右，而同行均不超过5%。强大的营销攻势以及不断积累的良好口碑，南孚品牌力业内亦长年蝉联第一，为干电池国民品牌。

销售渠道宽广，品牌溢价明显。公司通过几十年的品牌运营，已在销售渠道方面构筑深厚的壁垒。公司分销目前已覆盖全国超过200万个零售终端，经销商覆盖全国所有城市，这强大的分销能力使其在新产品推广上优势巨大。公司在销售模式上主要以线上线下自有品牌的销售为主，相较于其他公司的OEM模式，公司产品的销售溢价十分显著，平均单价较同行高约85%以上，因此公司毛利率水平整体较高，约维持在50%以上，较同行高20-30个百分点，净利率也基本维持在20%附近。这也使得公司盈利质量远超同行，在近几年保持30%以上的ROA及90%以上的ROE，2024年公司ROE进一步大幅上行。

技术与制造能力保持领先。公司掌握碱性、碳性电池的自主知识产权，过去在新产品与新技术上保持领跑，2023年就推出了聚能环4代产品，并计划于25年推出5代产品。

2025年7月，公司发布业绩快报，营收24.28亿元，同比增长4.98%，归上净利润1.65亿元，同比增长14.38%，扣非归上净利润1.03亿元，同比增长12.75%，海外碱性电池业务取得成效，出口快速增长。

公司建立了隔膜性能与电化学性能的关联体系，开发了新的具有完全自主知识产权的碱锰电池用新型高性能隔膜并开始推向市场，公司也在推动电池底盖、钢带、胶粘剂等环节的研发与国产化落地。同时，公司持续在产品配方、正极成型工艺、电镀工艺及其镀液配方等方面推动优化升级，进而提升综合竞争优势。

表 6: 南孚电池财务数据

百万元	2019	2020	2021	2022年	2023年	2024年
营收	2826.6	3326.2	3161.5	3712.8	4317.6	4638.3
净利润	550.9	643.0	735.5	788.0	841.0	916.6
净利率	19.5%	19.3%	23.3%	21.2%	19.5%	19.8%

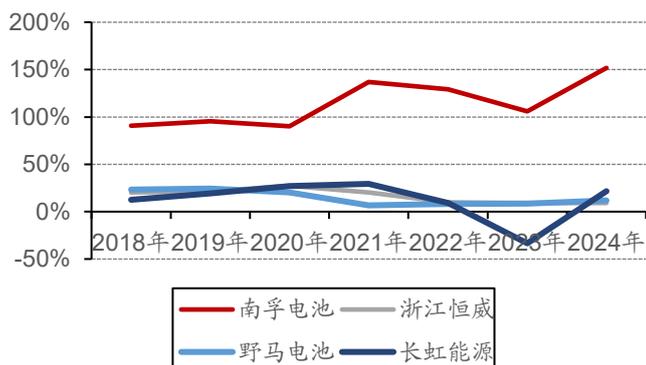
资料来源：公司公告、招商证券

表 7: 亚锦科技 (即南孚电池) 分业务数据

	百万元	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年
碱性电池	营业收入	2826.9	3040.6	2922.2	3349.8	3,585.2
	YOY		7.6%	-3.9%	14.6%	7.0%
	毛利率	56%	53%	56%	52%	54%
碳性电池	营业收入	281.1	301.5	302.8	314.0	345.84
	YOY		7.3%	0.4%	3.7%	10.1%
	毛利率	40%	37%	35%	37%	37%
其他电池	营业收入	88.1	151.4	156.8	183.3	200.0
	YOY		71.9%	3.5%	16.9%	9.1%
	毛利率	59%	47%	45%	51%	57%
其他业务	营业收入	177.9	164.7	328.51	470.46	507.3
	YOY		-7.4%	99.5%	43.2%	7.8%
	毛利率	37%	28%	18%	17%	17%
总收入	营业收入	3374.0	3658.3	3712.76	4317.62	4638.3
	YOY		8.4%	1.5%	16.3%	7.4%
	毛利率	54%	50%	51%	47%	48%

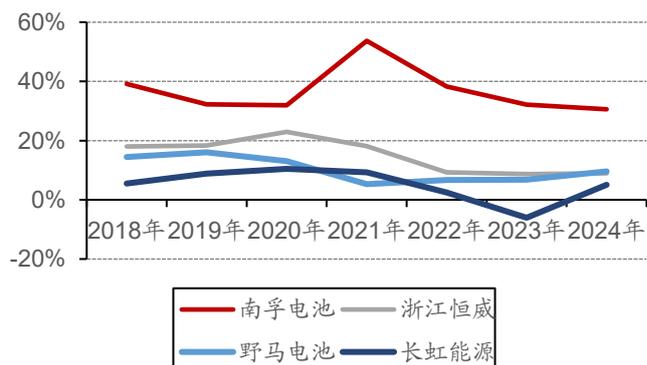
资料来源: 公司公告、招商证券

图 2: ROE 对比



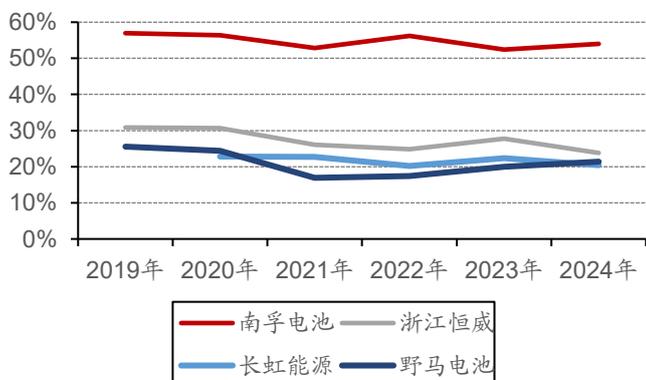
资料来源: 公司公告、招商证券

图 3: ROA 对比



资料来源: 公司官网、招商证券

图 4: 毛利率对比



资料来源: 公司公告、招商证券

图 5: 南孚销售渠道丰富



资料来源: 公司官网、招商证券

三、海外业务拓展会提振增长表现，加大二曲线培育

3.1 海外业务培育获得突破

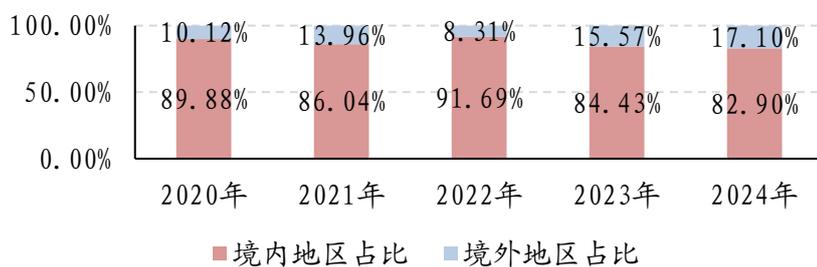
公司历史上曾较长时间被外资企业控股，期间海外业务因为同业竞争等因素而受限制。近几年公司加大海外业务布局和投入，并已经实现突破。23 年海外收入增长 118%，2024 年公司海外收入约 7.9 亿元，同比增长 18%，收入占比超过 17%，预计今年有望保持增长。

2020 年以来，公司新增了 ENERGIZER（劲量）等海外客户业务，出口业务量大幅增长。2023 年，对 ENERGIZER 实现销售收入约 2.9 亿元，该公司已成为上市公司第一大客户，公司第四大客户 Innovent GmbH&Co.KG 为德国大型贸易商，2023 年对其收入约 1.2 亿元。

目前公司海外业务主要以 OEM 业务为主，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自动化设备；公司已经披露将扩产 2 条自动化产线（单条产线估算 2.5 亿颗电池的年产量）。

此外，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。

图 6：国内外营收占比变化情况



资料来源：公司公告、招商证券

表 8：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%
2023 年	1	ENERGIZER	29,296.05	6.79%
	2	京东贸易	25,607.70	5.94%
	3	阿里巴巴	14,962.51	3.47%
	4	Innovent GmbH&Co.KG	12,461.73	2.89%
	5	上海麒剑贸易有限公司	6,709.74	1.56%
		合计	89,037.73	20.64%

资料来源：公司公告、招商证券

表 9: 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）	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，并对其进行日常管理。
境外销售（正在拓展业务）	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

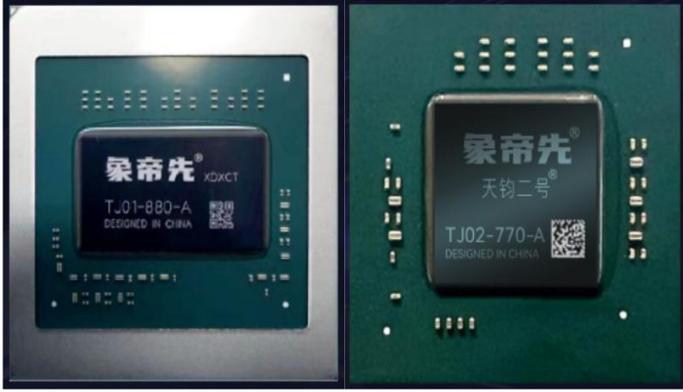
3.2 加大二曲线业务培育

设立合乎智慧能源。2022 年 7 月，安孚科技与长孚新能源共同投资设立合肥合乎智慧能源有限公司，布局储能业务，2024 年实现销售 4.12 亿元，同比增长 32.5%，净利润达 0.13 亿元，同比增长 3328%。目前公司在国内已完成多个 MWh 级别用户式储能项目，同时积极拓展海外业务，已进军欧洲、东南亚、非洲等市场。

参股象帝先，布局 GPU 领域。公司通过安徽启睿芯超（安孚子公司安徽启睿创投作为 GP）投资持有象帝先 6.9% 的股权。象帝先成立于 2020 年，总部位于重庆，是一家高性能通用/专用处理器芯片设计企业。创始人唐志敏曾就职于中科院，带队研发出了有“中国第一颗完全知识产权通用 CPU”之称的龙芯 1 号、2 号芯片，同时也是海光创始人之一。公司主要研发适用于桌面、工作站、边缘计算等领域的高性能、低功耗、具有完全自主知识产权的通用 CPU/GPU 及相关专

用芯片产品。目前公司研发的新一代“伏羲”架构芯片已完成流片验证，该芯片在图形渲染能力与并行计算性能方面表现优异，已具备运行《黑神话：悟空》的技术基础，正在积极推进适配测试工作。

图 7：象帝先芯片产品



资料来源：公司官网、招商证券

图 8：象帝先显卡产品



资料来源：公司官网、招商证券

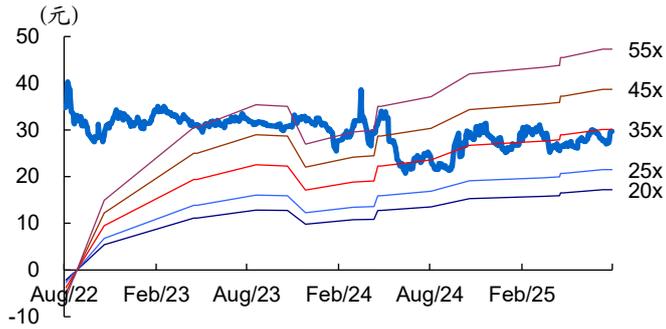
盈利预测

表 10：业绩预测

	百万元	2024 年	2025 年 E	2026 年 E	2027 年 E
碱性电池	营业收入	3585.2	3872.0	4143.1	4433.1
	YOY	7.0%	8.0%	7.0%	7.0%
	营业成本	1649.2	1816.0	1943.1	2079.1
	毛利率	54%	53%	53%	53%
碳性电池	营业收入	345.8	373.5	399.7	427.6
	YOY	10.1%	8.0%	7.0%	7.0%
	营业成本	217.8	235.3	251.8	269.4
	毛利率	37%	37%	37%	37%
其他电池	营业收入	200.0	220.0	242.0	266.2
	YOY	9.1%	10.0%	10.0%	10.0%
	营业成本	85.1	99.0	111.3	122.5
	毛利率	57%	55%	54%	54%
其他业务	营业收入	507.30	542.8	580.8	621.5
	YOY	8%	7%	7%	7%
	营业成本	422.30	450.5	482.1	515.8
	毛利率	17%	17%	17%	17%
合计	营业收入	4638.30	5008.33	5365.52	5748.36
	YOY	7.4%	8.0%	7.1%	7.1%
	营业成本	3667.20	2600.82	2788.27	2986.78
	毛利率	48%	48%	48%	48%

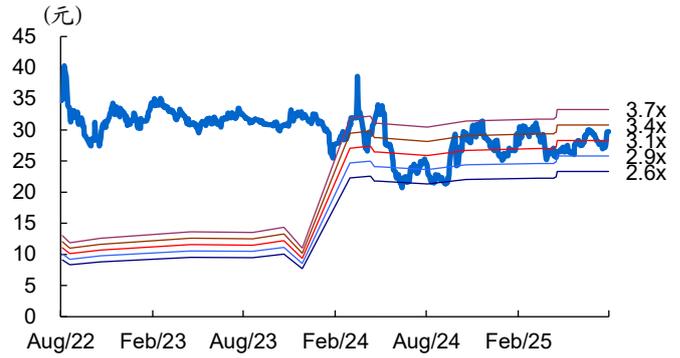
资料来源：公司公告，招商证券

图 9: 安孚科技历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 10: 安孚科技历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

参考报告:

深度报告: 拟继续增持南孚电池股权, 海外业务驱动增长加快, 20240715

点评报告: Q2 业绩符合预期, 南孚电池稳健发展, 20220906

深度报告: 收购南孚电池股权并实现并表, 转型小型消费电池, 20220818

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目前约 26%, 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。此次增发能显著提升公司对南孚的持股比例, 但有主管部门审核不通过的风险。

2、海外业务风险

公司在加大海外拓展, 近几年海外快速增长, 但海外可能面临不友好的贸易政策等问题, 有不及预期的风险。

3、新品表现不及预期

公司发布新一代聚能环产品, 如果新品表现不及预期, 可能会影响公司盈利水平。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	1346	3021	3013	4088	3964
现金	569	1243	1096	2041	1778
交易性投资	17	101	101	101	101
应收票据	1	1	1	1	1
应收款项	247	374	403	432	463
其它应收款	13	10	10	11	12
存货	389	396	434	465	499
其他	111	897	969	1038	1112
非流动资产	5361	4136	4077	3922	3849
长期股权投资	8	13	13	13	13
固定资产	628	614	599	586	573
无形资产商誉	3265	3223	3151	3086	3027
其他	1460	285	314	237	235
资产总计	6707	7157	7091	8010	7813
流动负债	1939	2493	2129	2492	1250
短期借款	832	1087	1000	1300	0
应付账款	368	422	462	495	531
预收账款	253	281	308	330	353
其他	485	703	359	367	366
长期负债	777	874	974	974	974
长期借款	697	799	899	899	899
其他	80	75	75	75	75
负债合计	2716	3367	3103	3467	2225
股本	146	211	211	211	211
资本公积金	1379	1314	1314	1314	1314
留存收益	336	311	306	410	512
少数股东权益	2130	1954	2157	2609	3551
归属于母公司所有者权益	1861	1836	1831	1935	2037
负债及权益合计	6707	7157	7091	8010	7813

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	865	935	1021	1185	1276
净利润	710	807	887	1077	1190
折旧摊销	106	104	131	121	113
财务费用	99	68	95	80	80
投资收益	17	(6)	(25)	(26)	(26)
营运资金变动	(50)	(37)	(68)	(69)	(83)
其它	(17)	(2)	2	2	2
投资活动现金流	(698)	(129)	(545)	(340)	(14)
资本支出	(61)	(103)	(40)	(40)	(40)
其他投资	(637)	(26)	(505)	(300)	26
筹资活动现金流	(15)	(215)	(623)	100	(1526)
借款变动	(1133)	(126)	(338)	300	(1300)
普通股增加	34	66	0	0	0
资本公积增加	1173	(66)	0	0	0
股利分配	0	(66)	(190)	(120)	(146)
其他	(88)	(23)	(95)	(80)	(80)
现金净增加额	152	591	(147)	945	(264)

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	4318	4638	5008	5366	5748
营业成本	2271	2374	2601	2788	2987
营业税金及附加	32	37	40	43	46
营业费用	759	860	826	816	862
管理费用	219	238	257	241	247
研发费用	123	136	147	134	132
财务费用	73	22	95	80	80
资产减值损失	(4)	(30)	(10)	(5)	0
公允价值变动收益	0	(0)	(0)	0	0
其他收益	24	17	20	20	20
投资收益	(17)	6	6	6	6
营业利润	844	963	1058	1284	1420
营业外收入	2	2	2	2	2
营业外支出	2	2	2	2	2
利润总额	844	962	1058	1283	1419
所得税	134	155	170	207	229
少数股东损益	594	639	702	852	942
归属于母公司净利润	116	168	185	224	248

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	28%	7%	8%	7%	7%
营业利润	45%	14%	10%	21%	11%
归母净利润	42%	45%	10%	21%	11%
获利能力					
毛利率	47.4%	48.8%	48.1%	48.0%	48.0%
净利率	2.7%	3.6%	3.7%	4.2%	4.3%
ROE	9.5%	9.1%	10.1%	11.9%	12.5%
ROIC	14.9%	14.1%	16.2%	18.1%	19.0%
偿债能力					
资产负债率	40.5%	47.0%	43.8%	43.3%	28.5%
净负债比率	25.7%	31.3%	26.8%	27.5%	11.5%
流动比率	0.7	1.2	1.4	1.6	3.2
速动比率	0.5	1.1	1.2	1.5	2.8
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
存货周转率	5.5	6.0	6.3	6.2	6.2
应收账款周转率	19.6	14.9	12.9	12.8	12.8
应付账款周转率	6.1	6.0	5.9	5.8	5.8
每股资料(元)					
EPS	0.80	0.80	0.88	1.06	1.17
每股经营净现金	5.94	4.43	4.84	5.61	6.05
每股净资产	12.78	8.70	8.67	9.16	9.65
每股股利	0.45	0.90	0.57	0.69	0.35
估值比率					
PE	37.4	37.3	34.0	28.0	25.3
PB	2.3	3.4	3.4	3.2	3.1
EV/EBITDA	10.3	9.7	7.9	6.8	6.3

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。

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。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，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。