



安孚科技（603031.SH）：现金牛筑基，产品出海，积极探索新业务

2025年8月13日

推荐/首次

安孚科技

公司报告

安孚科技是由传统零售成功转型为科技企业的代表。公司前身安德利百货于2016年上市后受行业冲击陷入困境，2019年控股股东变更后启动转型，2022年通过“蛇吞象”式分步收购国内碱性电池龙头南孚电池母公司亚锦科技，并剥离传统百货业务，更名聚焦电池科技赛道，实现营收与净利润大幅增长。此后持续深化对南孚电池控制权，拓展海外市场及储能业务，2023年南孚外销收入增速超100%。2025年进一步跨界布局国产GPU芯片领域，投资象帝先公司初步涉足人工智能与信创赛道。

公司持续深耕家居电器的小电池领域，拥有较强的品牌认可度、完善的销售体系、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，主要为C端消费者提供高质量、稳定、安全、电力持久的电池产品；同时，公司还建立多品牌的电池品类矩阵，寻求各细分市场的机会。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二次锂电池和小型锂离子电池（如TWS耳机电池等）等多品类中布局专业品牌，针对消费者不同的生活场景和不同品类的电池需求，规划各品牌市场定位和策略规划，提供消费者多场景、一站式、最优化的电池产品方案，满足用户购买需求。

南孚电池为安孚科技核心资产。南孚公司成立于1988年，是国家高新技术企业，中国520户重点企业之一，拥有国家级技术中心和博士后科研工作站。据中国电池工业协会权威统计，南孚已连续32年斩获销量第一桂冠，市场份额突破86%，再创历史新高，中国每售出10节碱性电池，就有超过8节来自南孚。全球电池市场与技术方兴未艾，一直处于持续发展态势。根据三方机构数据，全球电池市场将继续稳定增长，**2027年全球电池市场规模将达到2,501.6亿美元**，2022年-2027年期间复合增长率预计约为15.8%，得益于中国和印度等国家城市化进程加快和消费者支出增加，亚太地区将成为世界第一大电池市场，主要需求来自中国、印度、日本和韩国等国家。未来，**随着年产十亿支电池的产线建设完毕，南孚电池在整体碱性电池出口市场中的份额有望提升至22.56%。**

公司通过多元化布局及渠道复用进行新业务的探索：投资国产GPU：以现金牛支撑硬科技，不仅为安孚科技探索出一条新的增长曲线，也为国产GPU突围提供了一条新路径。**渠道复用：**南孚电池在专注于碱性电池的同时，亦将继续推进代理业务，进一步巩固和扩大南孚电池的营销网络和渠道优势的同时，有望通过低边际成本的渠道复用突破单一品类增长瓶颈。**消费电子：**布局传应品牌，凭借精准场景切入实现阶段性突破。其技术路径长期稳定，应用场景不断拓展，有望助力安孚科技在新赛道再下一城。**储能方面：**相关子公司已经开始贡献利润，未来有望逐步走上正轨。

投资建议和盈利预测：南孚电池是家喻户晓的国民品牌，在碱性电池领域具备压倒性优势，其在国内市场的占有率已经接近86%，收益稳定。其对应的三板上市公司亚锦科技分红率高，可以通过持续高额分红为母公司提供稳定的现金流。出海方面，南孚的年产十亿支电池的产线建设完成后，产量有望提升30%，

公司简介：

安徽安孚电池科技股份有限公司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。公司是专注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。公司控股的福建南平南孚电池有限公司系中国电池行业的知名企业。

资料来源：公司公告、同花顺

未来3-6个月重大事项提示：

无

资料来源：公司公告、同花顺

发债及交叉持股介绍：

无

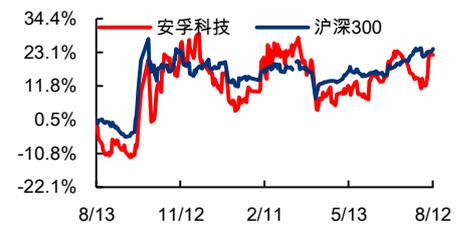
资料来源：公司公告、同花顺

交易数据

52周股价区间（元）	31.72-21.54
总市值（亿元）	62.7
流通市值（亿元）	62.7
总股本/流通A股（万股）	21,112/21,112
流通B股/H股（万股）	-/-
52周日均换手率	2.75

资料来源：恒生聚源、东兴证券研究所

52周股价走势图（未刷新）



资料来源：恒生聚源、东兴证券研究所

分析师：侯河清

010-66554108

houhq@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480524040001

分析师：洪一

0755-82832082

hongyi@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480516110001

分析师：吴征洋

010-66554045

wuzhy@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480525020001

出口份额将由目前的 8% 提升至 23%。新业务方面, 安孚科技以碱性电池垄断性现金流为基础, 有望通过“技术跨界”(投资 GPU) 和“渠道复用”(品牌代理) 打破增长天花板, 构建传统业务稳增长、新兴业务高弹性的估值重塑逻辑。基于南孚电池的稳定现金流, 投资硬科技行业有望为公司的业绩提供更高弹性; 依托于其业已成型的销售渠道, 有望通过低边际成本的渠道复用突破单一品类增长瓶颈。在不考虑公司继续收购南孚少数股权的情形下, 我们预计 2025—2027 年, 公司营业收入将分别达到 53.91 亿元、62.99 亿元以及 70.74 亿元, 对应归母净利润 2.18 亿元、2.71 亿元、3.18 亿元。给予“推荐”评级。

风险提示: 原材料价格波动风险、商誉减值风险、贸易摩擦风险、产品替代风险。

财务指标预测

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	4,317.62	4,638.33	5,391.34	6,298.69	7,074.00
增长率(%)	27.62%	7.43%	16.23%	16.83%	12.31%
归母净利润(百万元)	115.83	168.18	217.80	271.21	318.40
增长率(%)	41.93%	45.20%	29.50%	24.52%	17.40%
净资产收益率(%)	6.22%	9.16%	10.94%	12.42%	13.21%
每股收益(元)	0.55	0.80	1.03	1.28	1.51
PE	54.15	37.30	28.80	23.13	19.70
PB	3.37	3.42	3.15	2.87	2.60

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

目 录

1. 碱性电池行业知名企业	5
1.1 传统零售转型为科技企业的成功代表	5
1.2 穿透持有南孚电池股份.....	6
1.3 收入主要来自碱性电池.....	6
1.4 持续深耕碱性电池领域.....	7
1.5 财务稳步增长.....	8
2. 电池业务：增长稳健的现金牛	10
2.1 南孚：垄断中国碱性电池行业	10
2.2 一次电池种类繁多，碱性电池应用广泛.....	13
2.3 国内需求稳健增长，出口有望提升.....	15
2.4 南孚在碱性电池行业具有垄断性优势	19
2.5 出海：南孚碱性电池新增长点.....	20
3. 积极探索新业务	20
3.1 投资象帝先：布局国产 GPU	21
3.2 渠道复用：销售渠道的二次开发	21
3.3 消费电子：锂电布局	22
3.4 储能业务：增长迅猛	22
4. 结论与盈利预测	23
5. 风险提示	23
相关报告汇总	25

插图目录

图 1：安孚科技发展历程	5
图 2：安孚科技股权结构（截止至 2024.12.31）	6
图 3：公司收入分类占比（按业务）	7
图 4：公司收入分类占比（按产品）	7
图 5：公司收入分类占比（按地区）	7
图 6：安孚科技产品	8
图 7：安孚科技近年营业收入及增长率(亿元)	9
图 8：安孚科技近年归母净利润及增长率（亿元）	9
图 9：安孚科技近年资产负债率	9
图 10：安孚科技近年利润率	9
图 11：安孚科技近年 ROE	9
图 12：安孚科技近年 EPS（元）	9
图 13：南孚电池发展历程	11
图 14：南孚电池主要产品	11
图 15：南孚电池产品构造	11

图 16: 亚锦科技收入情况 (亿元)	13
图 17: 亚锦科技利润情况 (亿元)	13
图 18: 亚锦科技现金流情况 (亿元)	13
图 19: 亚锦科技分红情况 (亿元)	13
图 20: 电池分类情况	14
图 21: 锌锰电池产业链	14
图 22: 中国各种电池出口情况 (亿元)	15
图 23: 近年中国碱性锌锰电池出口金额及数量 (亿元/亿个)	15
图 24: 南孚电池适用场景	15
图 25: 2017-2024 中国家电市场全渠道零售额及增速 (亿元)	16
图 26: 2021-2025 中国智能家居市场规模 (亿元)	17
图 27: 2017-2023 中国玩具零售市场规模 (亿元)	17
图 28: 2017-2027 中国家用医疗设备市场规模 (亿元)	18
图 29: 2017-2024 全球可穿戴设备出货量 (亿台)	18
图 30: 象帝先产品: 天均二号	21
图 31: 象帝先产品: 服务器卡 XDX X1900	21
图 32: 南孚产品: TENAVOLTS 充电电池	22
图 33: 南孚产品: 传应纽扣电池	22

表格目录

表 1: 安孚科技收购南孚相关资产过程	5
表 2: 南孚电池各渠道收入情况 (万元)	12
表 3: 碱性电池制造商分类	19
表 4: 上市碱性电池制造商对比 (数据截止至 2024.12.31)	19
表 5: 南孚出口份额提升测算表	20
附表: 公司盈利预测表	24

1. 碱性电池行业知名企业

安徽安孚电池科技股份有限公司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。公司是专注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。公司控股的福建南平南孚电池有限公司系中国电池行业的知名企业。

1.1 传统零售转型为科技企业的成功代表

安孚科技是由传统零售成功转型为科技企业的代表。公司前身安德利百货于 2016 年上市后受行业冲击陷入困境, 2019 年控股股东变更后启动转型, 2022 年分步收购国内碱性电池龙头南孚电池母公司亚锦科技, 并剥离传统百货业务, 更名聚焦电池科技赛道, 实现营收与净利润大幅增长。此后持续深化对南孚电池控制权, 拓展海外市场及储能业务, 2023 年南孚外销收入增速超 100%。2025 年进一步跨界布局国产 GPU 芯片领域, 投资象帝先公司初步涉足人工智能与信创赛道。

图1: 安孚科技发展历程



资料来源: 公司官网, 东兴证券研究所

安孚科技并购南孚电池的整个交易流程分三步:

(1) 2021 年 10 月, 安孚科技设立 SPV 公司安孚能源, 并引入宁波九格众蓝股权投资合伙企业(有限合伙)等少数股东。2022 年 1 月, 安孚能源以 24 亿元现金收购亚锦科技 36% 股权并获取亚锦科技 15% 表决权委托, 取得了亚锦科技 51% 的控制权, 交易完成后, 安孚科技持有的南孚电池权益比例为 16.03%。

(2) 2022 年 5 月, 安孚科技向特定对象发行股票募集资金 13.50 亿元, 用于现金收购亚锦科技表决权委托部分 15% 股权。交易完成后, 安孚科技持有的南孚电池权益比例提升至 26.09%。

(3) 目前, 安孚科技拟通过发行股份及支付现金的方式, 购买安孚能源 31.00% 股权; 同时, 拟向不超过 35 名特定对象发行股份募集配套资金。本次交易完成后, 安孚科技将持有安孚能源 93.26% 的股权, 穿透持有南孚电池的权益比例达 39.09%, 后续要约收购亚锦科技 5% 股权后, 权益比例将达到 46%。

表1: 安孚科技收购南孚相关资产过程

阶段	时间	步骤

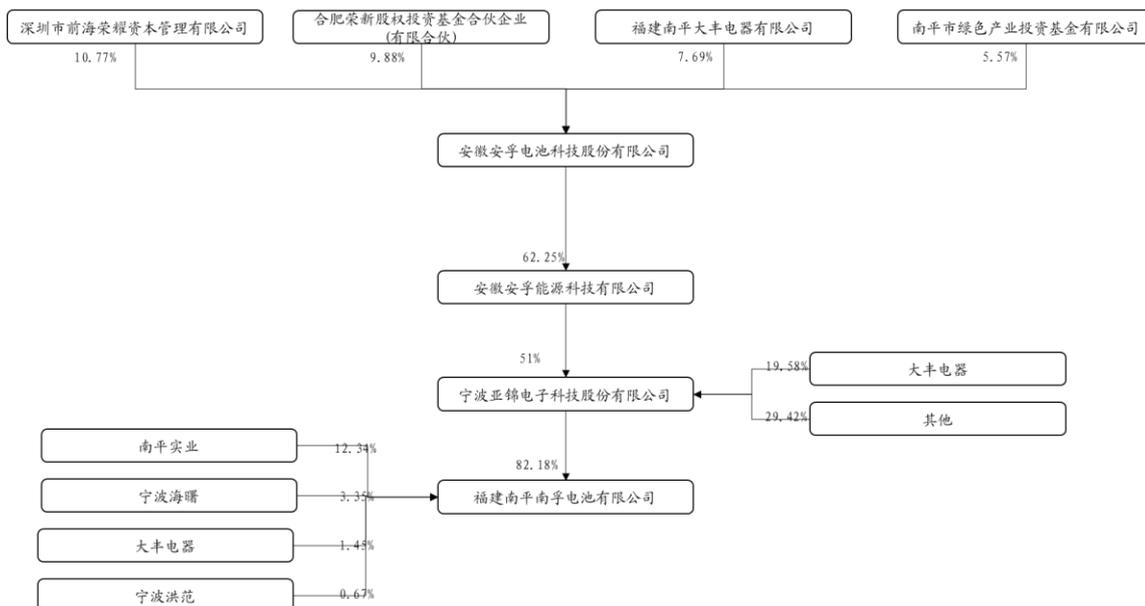
设立 SPV 并初步控股	2021-2022 年	设立 SPV 引入资本：2022 年 1 月，安孚能源以 24 亿元现金收购亚锦科技 36% 股权，并通过表决权委托方式获得亚锦科技 15% 的投票权，从而实现比亚锦科技 51% 的控制权。
增资巩固控制权	2022 年	安孚科技通过非公开发行股票募集 13.5 亿元资金，用于收购亚锦科技 15% 的股权。交易完成后，安孚能源对亚锦科技的持股比例提升至 51%。
持续收购以提升权益	2023-2025 年	2023 年 12 月，安孚科技收购宁波正通博源等持有的安孚能源 8.09% 股权，进一步巩固对安孚能源的控制；2025 年 2 月，安孚科技发布公告，拟以发行股份及支付现金的方式收购安孚能源剩余 31% 股权，交易作价 11.52 亿元，并配套募资不超过 3.8 亿元用于偿还债务和支付费用。交易完成后，安孚科技对安孚能源的持股比例将提升至 93.26%，穿透持有南孚电池的权益比例达 39.09%，后续要约收购亚锦科技 5% 股权后，权益比例将达到 46%。

资料来源：证券律师论坛、东兴证券研究所

1.2 穿透持有南孚电池股份

安孚科技的控股股东为深圳市前海荣耀资本管理有限公司，实际控制人袁永刚、王文娟夫妇，通过直接持股和表决权委托控制安孚科技 23.18% 的表决权，并通过一致行动安排保持控制权稳定。安孚科技通过控股安徽安孚能源科技有限公司持有亚锦科技 51% 股份，进而持有 82.18% 南孚电池公司股份。

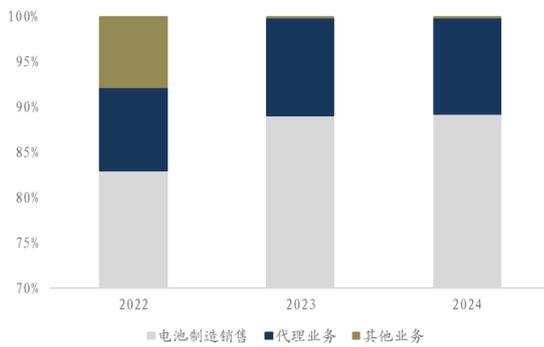
图2：安孚科技股权结构（截止至 2024.12.31）



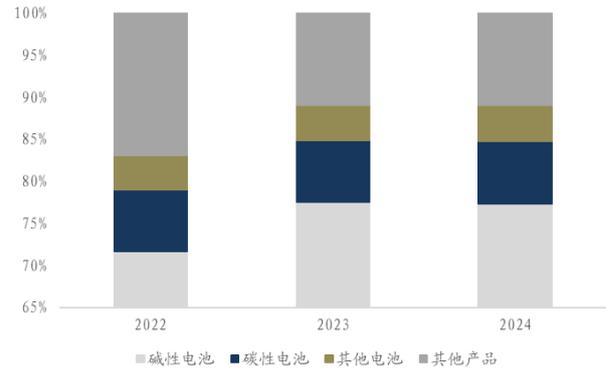
资料来源：同花顺 iFinD，东兴证券研究所

1.3 收入主要来自碱性电池

安孚科技收入主要来自碱性电池。2024 年其电池业务收入, 占比接近 90%, 其余为依托南孚电池销售渠道而发展的代理等业务。电池产品中, 碱性电池占总收入的 77.3%, 碳性电池占比为 7.5%, 其余电池(纽扣、消费锂电)占比为 4.3%。

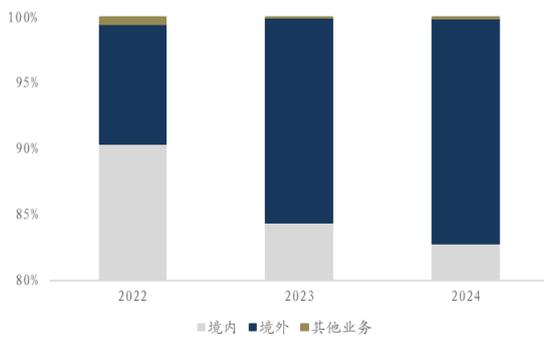
图3: 公司收入分类占比(按业务)


资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

图4: 公司收入分类占比(按产品)


资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

安孚科技收入主要来自境内, 境外收入近年增长较快。2024 年, 其境内收入占比为 82.79%, 境外收入占比为 17.07%, 相比于 2022 年增长近一倍。

图5: 公司收入分类占比(按地区)


资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

1.4 持续深耕碱性电池领域

安孚科技持续深耕家居电器的小电池领域, 拥有较强的品牌认可度、完善的销售体系、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, 主要为 C 端消费者提供高质量、稳定、安全、电力持久的电池产品; 同时, 公司还建立多品牌的电池品类矩阵, 寻求各细分市场的机会。

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二次锂电池和小型锂离子电池(如 TWS 耳机电池等)等多品类中布局专业品牌, 针对消费者不同的生活场景和

不同品类的电池需求, 规划各品牌市场定位和策略规划, 提供消费者多场景、一站式、最优化的电池产品方案, 满足用户购买需求。

图6: 安孚科技产品



资料来源: 安孚科技 2024 半年报, 东兴证券研究所

公司深耕碱性电池市场, 多元化布局消费电池市场, 战略进军锂离子电池市场。一方面, 南孚电池注重碱性电池产品研发和技术升级, 不断推出放电性能及产品质量领先的碱性电池产品, 如聚能环系列电池已更新到第五代; 另一方面, 针对不同应用场景以及消费需求, 面向消费者推出了多种类电池产品, 包括专门针对燃气灶高温高湿环境研发的“丰蓝 1 号”燃气灶电池以及专门针对物联电器特别是汽车钥匙的放电模式开发的锂锰纽扣电池等。

在巩固强化南孚电池在零售电池领域的优势领先地位的前提下, 公司还有望根据南孚电池近 60 年来在小型化学电池领域的深厚的技术和工艺的积累, 积极投资开发新型化学电池, 满足 5G 和 IOT 时代对新型化学电源的新需求。

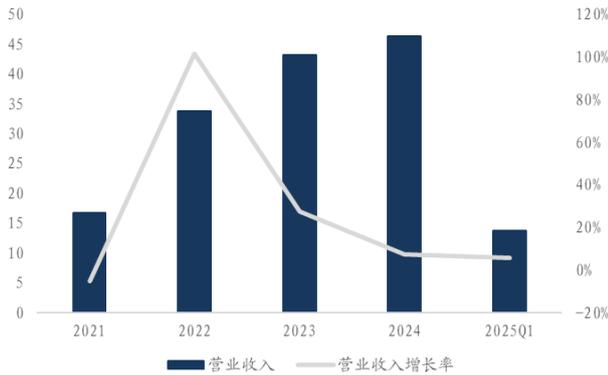
南孚电池在全国建立起了全面、完整的销售网络。通过线下经销商、线下 KA 卖场、线上电商等多种销售渠道, 覆盖全中国城市, 包括杂货店、中小超市和各类专业店等传统渠道, KA 卖场和 24 小时连锁便利店等现代渠道, 以及天猫、京东、拼多多、苏宁易购等主流平台的线上电商渠道。南孚电池在线下渠道精耕细作的同时, 积极顺应现代消费趋势, 由专业团队负责电商平台的销售, 为消费者提供全方位的消费体验。在坚持市场拓展的同时, 南孚电池不断创新营销推广策略, 围绕品牌定位开展广告营销, 并与多家知名 IP 合作, 跨界整合资源, 为品牌注入活力, 赢得了巨大的用户吸引力, 连续多年处于销量前列。

1.5 财务稳步增长

安孚科技 2022 年完成重大资产重组, 收购南孚电池控股权, 全年营收 33.83 亿元 (同比+101.71%), 零售业务置出后电池业务贡献主要收入。2023 年整合效应显现, 营收 43.18 亿元 (同比+27.6%), 增长动力来自出口业务 (+117.92%)。2024 年营收 46.38 亿元 (同比+7.4%), 增速放缓因基数扩大所致。

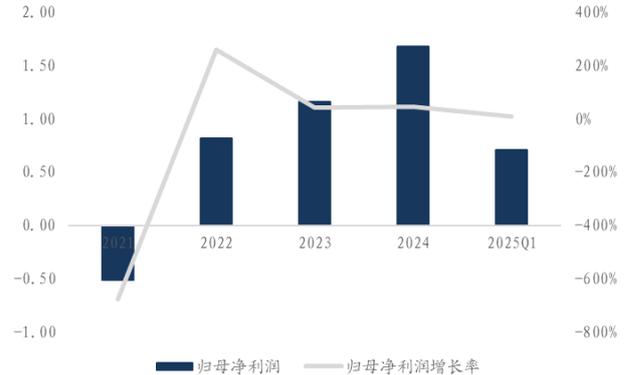
2022 年归母净利润 0.82 亿元 (同比+259.14%), 重组后首年南孚电池并表贡献利润。2023 年归母净利润 1.16 亿元 (同比+41.9%), 由成本管控 (毛利率升至 47.39%) 驱动。2024 年归母净利润 1.68 亿元 (同比+45.2%), 总体呈现稳步增长态势。

图7: 安孚科技近年营业收入及增长率(亿元)



资料来源: 同花顺 iFinD, 东兴证券研究所

图8: 安孚科技近年归母净利润及增长率 (亿元)

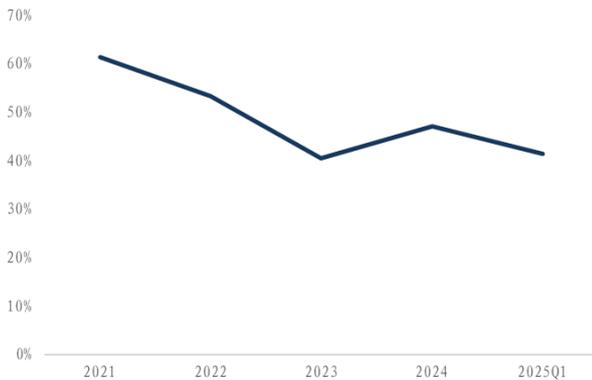


资料来源: 同花顺 iFinD, 东兴证券研究所

2022 年资产负债率达 53%; 2023 年为 40% (同比-13pct), 公司通过定向增发补充权益资本; 2024 年资产负债率略有上升达到 47% (同比+7pct)。2025 年 Q1 资产负债率为 41.38%, 与此前基本持平。

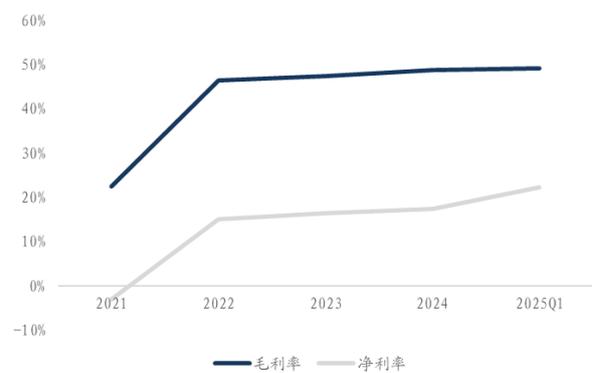
公司的毛利率处于平稳提升的状态。2022 年、2023 年毛利率均为 47%, 2024 年略有提升, 维持在 49%。

图9: 安孚科技近年资产负债率



资料来源: 同花顺 iFinD, 东兴证券研究所

图10: 安孚科技近年利润率

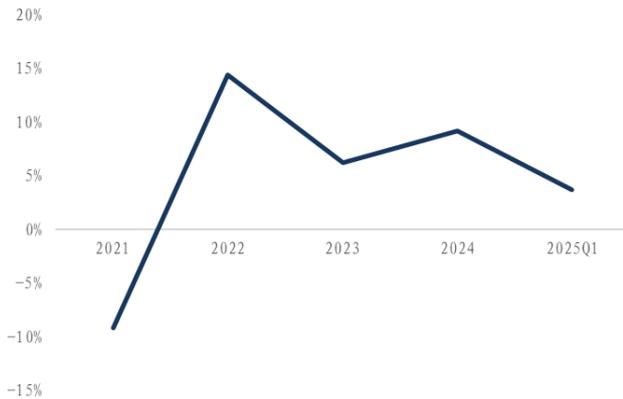


资料来源: 同花顺 iFinD, 东兴证券研究所

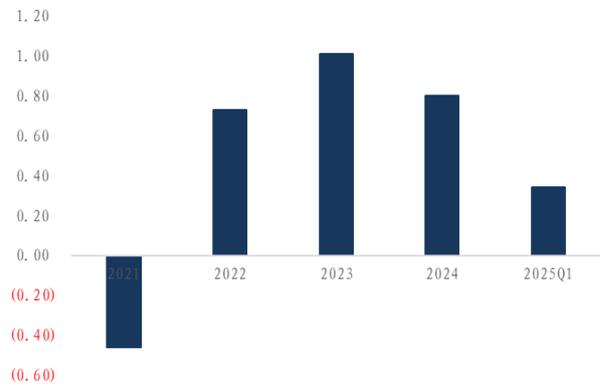
2022 年 ROE 为 14.14%, 2024 年 ROE 降至 9.31%, 因定向增发募集 12.44 亿元导致净资产激增所致。未来盈利增长有望抵消净资产扩张影响。

图11: 安孚科技近年 ROE

图12: 安孚科技近年 EPS (元)



资料来源: 同花顺 iFinD, 东兴证券研究所



资料来源: 同花顺 iFinD, 东兴证券研究所

2. 电池业务: 增长稳健的现金牛

2.1 南孚: 垄断中国碱性电池行业

南孚电池为安孚科技核心资产, 公司全称为: 福建南平南孚电池有限公司, 成立于 1988 年, 是国家高新技术企业, 中国 520 户重点企业之一, 拥有国家级技术中心和博士后科研工作站。据中国电池工业协会权威统计, 南孚已连续 32 年斩获销量第一桂冠, 市场份额突破 86%, 再创历史新高, 中国每售出 10 节碱性电池, 就有超过 8 节来自南孚。

2.1.1 发展历程: 筚路蓝缕

南孚电池的发展历程是中国制造业从无到有、从有到优的奋斗史的缩影。其前身是 1954 年成立于福建南平的 7 人小厂, 初期产品单一、技术薄弱, 直到 1976 年陈来茂担任厂长后才逐步打破困局。1988 年, 南孚电池有限公司正式成立, 通过引进日本富士技术, 于 1990 年建成中国首条碱锰电池生产线, 实现“当年安装、当年投产、当年出口”的突破。

1990 年代是南孚技术自主的关键期: 1992 年研发低汞环保电池, 1993 年建立国内首条无汞碱性电池生产线, 打破外资垄断; 1997 年全面实现无汞化, 比国家要求提前 5 年, 同年销量跃居全国第一; 2000 年后, 南孚先后被吉列、宝洁控股; 2008 年凭借聚能环技术和渠道深耕, 将市占率提升至 78%。2014 年底, 鼎晖投资以 5.8 亿美元从宝洁手中收购回了南孚电池 78.77% 的股权, 完成了南孚电池控股股权的本土回归。随后, 鼎晖投资将南孚电池 60% 的股权, 通过定增方式投入新三板上市公司亚锦科技, 使南孚电池完成了“借壳”上市新三板; 2021 年 9 月, 安德利 (安孚科技) 宣布: 以不低于 24 亿元收购亚锦科技 36% 的股权, 一年后, 安德利 (安孚科技) 又通过子公司安孚能源收购了亚锦科技 15% 的股权, 完成了对亚锦科技的控股。

此后南孚加速创新: 聚能环系列历经四次升级, 2023 年第四代产品通过 0.16 毫米钢壳扩容、高密度配方等突破, 大幅提升耐用性; 2025 年推出的第五代采用“立体扩容”技术, 实现全球领先性能。同时, 南孚依托国家级技术中心和 200 余项科技成果, 构建覆盖智能家居、医疗设备的用电数据库, 精准适配市场需求。

市场表现上, 南孚连续 32 年稳居中国碱性电池销量榜首, 2023 年市占率达 85.9%, 品牌价值从 2022 年的 129 亿元跃升至 2025 年的 263 亿元。2014 年至今, 南孚从单一电池品牌扩展至多品类矩阵, 如燃气灶电池“丰蓝 1 号”、锂纽扣电池“传应”等, 并强化线上渠道, 线上占有率 38%。2022 年安孚科技控股后, 南孚业绩持续超对赌目标, 2024 年净利润达 9.17 亿元, 印证了其“技术+渠道”护城河的不可替代性。

图13: 南孚电池发展历程



资料来源: 南孚电池官网, 东兴证券研究所

南孚聚能环系列是福建南平南孚电池有限公司的核心产品线, 自初代推出以来持续创新, 通过结构、材料与配方的系统性升级不断提升电池性能。聚能环(2002 年)以“一节更比六节强”的突破性技术奠定市场地位, 显著提升碱锰电池耐用性。2019 年推出的聚能环 2 代融合 23 项技术升级, 采用高能正极环、精导石墨和高比表面锌粉, 电量较 1 代提升 25%, 并强化双重防漏与环保特性。2021 年上市的聚能环 3 代实现三大突破: 结构扩容增大容量; 配方创新降低自放电; 高密度材料保障深度放电。其电量较 2 代再增 30%; 同时通过防腐镀镍精钢外壳、抗老化密封圈等四重防漏设计提升安全性, 适配智能家居设备需求。聚能环 4 代(2024 年)以 0.16mm 精钢薄壳突破舱内扩容极限, 结合高密度聚能配方降低电阻与内耗, 锁住电量并延长储存时间, 放电性能达国标 4.3 倍; 多重防漏技术(升级密封圈、防爆配方等)进一步杜绝漏液风险。2025 年推出的聚能环 5 代创新采用 0.158mm 金刚钢壳与 Spacemax 超薄密封圈, 立体扩容技术再次提升容量, 支持-20℃至 65℃极端环境, 以 415 道检测保障品质, 成为“南孚史上最耐用电池”。全系列均通过无汞环保认证(1993 年实现), 废弃后可随生活垃圾处理; 累计 500 余项专利支撑技术壁垒, 连续 32 年全国销量第一, 2025 年品牌价值达 263.86 亿元, 适配遥控器、智能门锁、电动玩具等全场景电器需求。“聚能环”本意为绝缘塑料环, 用于防止正负极间短路及脏污导致的微区原电池效应, 减少自放电(实际所有碱性电池均含类似结构), 南孚以“聚能环科技”代指整体技术体系, 涵盖正极锰环、膨胀石墨、防爆阀等综合创新, 其性能升级实为内部材料与工艺的全面进化。

图14: 南孚电池主要产品

图15: 南孚电池产品构造



资料来源：南孚电池官网，东兴证券研究所



资料来源：南孚电池官网，东兴证券研究所

2.1.2 渠道网络：线下为主

南孚电池主要经营碱性电池、碳性电池等一次性消费电池的生产与销售，主要产品具有消费频次高、周转快、消费场景广泛的特征，南孚电池主要采用经销模式销售电池，销售终端主要是便利店、商超等，与食品饮料、日用百货等产品的销售渠道高度重合。经过多年发展，南孚电池已经构建了一套成熟并具有竞争力的营销网络，在渠道架构上，南孚电池拥有超过 2,000 个经销商，广泛分布于各省会、地级市以及县城，深入各类零售终端，涵盖全国性与地方性卖场、连锁便利店、个体杂货店等；在长期合作关系的基础上，南孚电池与超过 10 年以上的稳定客户保持着深度合作，部分经销商的合作关系甚至超过 20 年。得益于庞大的营销网络，南孚电池在市场上拥有广泛的覆盖面与较高的渗透率，从城市中心到基层市场均能实现产品的有效触达。

表2：南孚电池各渠道收入情况（万元）

销售模式	销售模式细分	2024 年度		2023 年度	
		销售额	占比	销售额	占比
经销模式	线下经销模式	266,185.42	57.47%	260,284.12	60.34%
	线上分销模式	6,607.42	1.43%	12,937.10	3.00%
	线上经销模式	28,629.11	6.18%	18,729.64	4.34%
平台模式	KA 模式	16,433.58	3.55%	16,404.16	3.80%
	电商平台模式	25,793.19	5.57%	24,211.89	5.61%
直销模式	OEM	105,633.64	22.81%	85,932.49	19.92%
	线上直销零售	13,900.21	3.00%	12,888.09	2.99%
合计		463,182.58	100.00%	431,387.49	100.00%

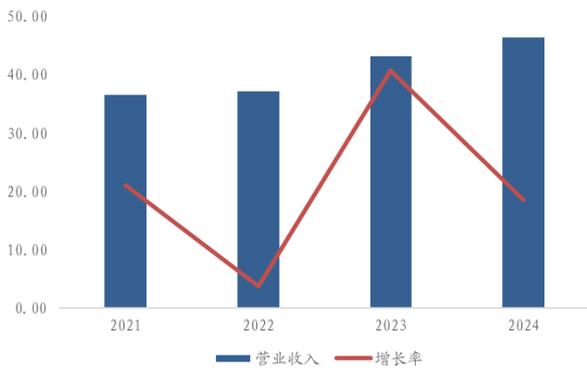
资料来源：安孚科技交易报告书，东兴证券研究所

2.1.3 经营业绩：持续增长

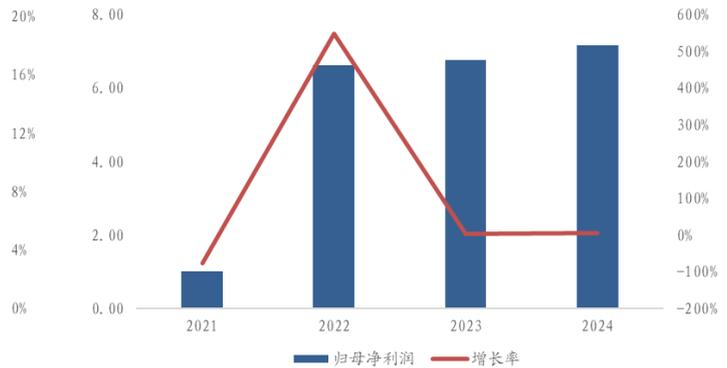
亚锦科技持有 82.18% 的南孚电池股权（并表南孚电池且无其他主营业务），因此，我们认为亚锦科技的财务情况能较好反映南孚电池的经营业绩。

亚锦科技营业收入保持增长态势。2021年至2024年,营业收入分别为36.58亿元、37.13亿元、43.18亿元和46.38亿元,年均复合增长率约6.11%。2024年同比增长7.43%,增速较2023年的16.29%有所放缓。

2021年受非经常性损益拖累(亏损2.59亿元),净利润仅1.02亿元,同比下滑76.71%。2022年恢复至6.62亿元,主要因核心业务盈利改善及非经常性损益转正(0.36亿元)。2023-2024年:稳步增长至6.77亿元和7.18亿元,同比增幅分别为2.31%和5.99%。

图16: 亚锦科技收入情况(亿元)


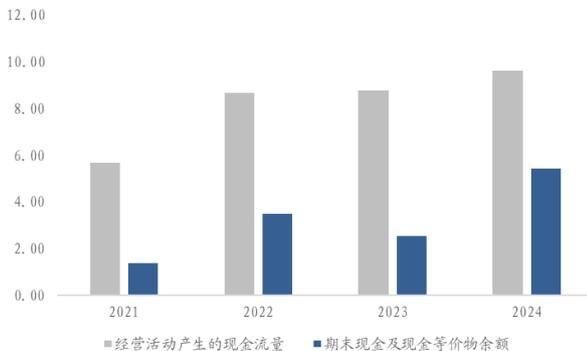
资料来源: 同花顺 iFinD, 东兴证券研究所

图17: 亚锦科技利润情况(亿元)


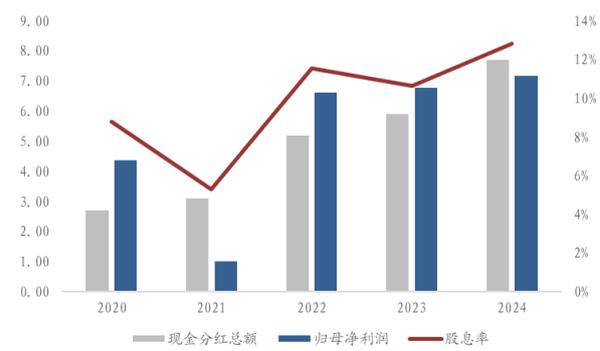
资料来源: 同花顺 iFinD, 东兴证券研究所

经营性现金流表现强劲。2021-2024年经营活动现金流净额从5.67亿元提升至9.63亿元,年均复合增长率13.35%。2024年经营性现金流净额9.63亿元,同比增长9.4%,覆盖净利润的134%,显示盈利质量优异。

亚锦科技分红力度显著增强。股利支付率极高,2024年分红规模大于净利润。现金分红总额从2021年3.10亿元增至2024年7.70亿元,每股股利从0.08元升至0.21元。2024年股息率达12.83%,凸显高分红特征。

图18: 亚锦科技现金流情况(亿元)


资料来源: 同花顺 iFinD, 东兴证券研究所

图19: 亚锦科技分红情况(亿元)


资料来源: 同花顺 iFinD, 东兴证券研究所

2.2 一次电池种类繁多, 碱性电池应用广泛

按照使用性质, 可以分为一次电池和二次电池两种。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。二次电池即可充电电池, 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。

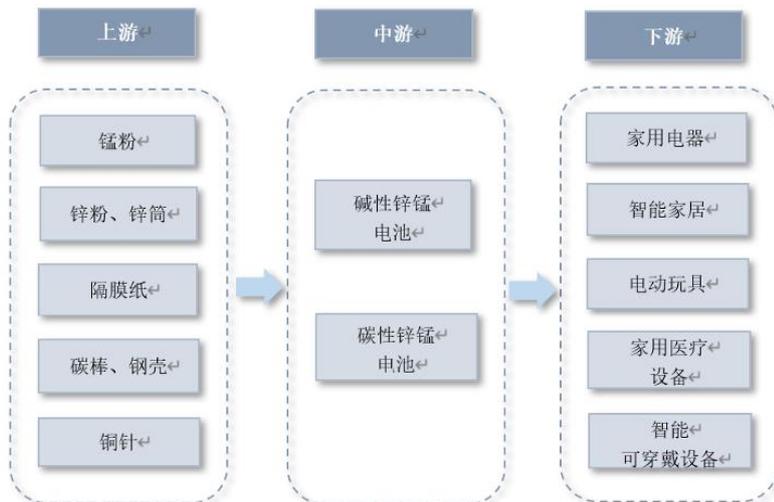
图20: 电池分类情况



资料来源: 安孚科技 2024 半年报, 东兴证券研究所 (红色框线为安孚科技覆盖的品类)

从锌锰电池产业链来看, 上游是原材料, 主要包括锰粉、锌粉、锌筒、碳棒、钢壳、铜针等; 中游包括碱性锌锰电池及碳性锌锰电池生产制造; 产业链下游是电动玩具、家用电器、智能家居、家用医疗设备、智能可穿戴设备等应用领域。

图21: 锌锰电池产业链



资料来源: 安孚科技 2024 年报, 东兴证券研究所

2.3 国内需求稳健增长, 出口有望提升

全球电池市场与技术方兴未艾, 一直处于持续发展态势。根据 Mordor Intelligence 数据, 全球电池市场将继续稳定增长, 2027 年全球电池市场规模将达到 2,501.6 亿美元, 2022 年-2027 年期间复合增长率预计约为 15.8%, 得益于中国和印度等国家城市化进程加快和消费者支出增加, 亚太地区将成为世界第一大电池市场, 主要需求来自中国、印度、日本和韩国等国家。根据 QY Research 的《全球锌锰(碱性+碳性)一次电池市场研究报告 2023-2029》报告, 2018 年-2022 年, 全球锌锰(碱性+碳性)一次电池市场规模复合增长率为 3.2%, 2022-2029 年, 全球锌锰(碱性+碳性)一次电池市场规模复合增长率预计为 3.9%, 全球锌锰(碱性+碳性)一次电池市场增长潜力较大。从我国电池出口市场来看, 2016 年以来, 我国电池出口规模稳健增长。各种电池品种出口额由 2016 年的 120.73 亿美元上升至 2023 年的 707.69 亿美元, 复合增长率 28.74%。

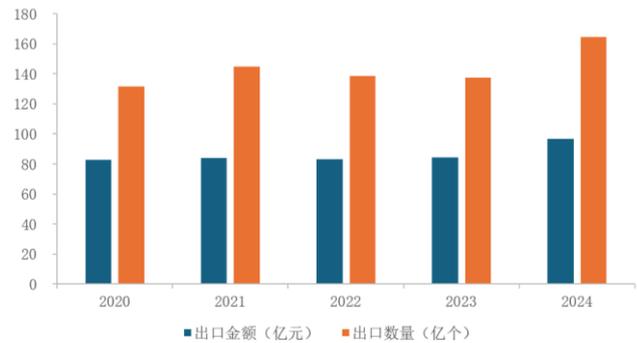
2024 年, 我国碱性锌锰电池出口数量和出口金额显著增长, 出口数量达 164.66 亿个, 同比增长 19.69%, 其中, 圆柱型碱性锌锰电池出口数量为 136.67 亿个, 同比增长 20.07%; 出口金额达 96.85 亿元, 同比增长 15.10%, 其中, 圆柱型碱性锌锰电池出口金额为 88.81 亿元, 同比增长 14.76%。

图22: 中国各种电池出口情况 (亿元)



资料来源: 安孚科技 2024 半年报, 东兴证券研究所

图23: 近年中国碱性锌锰电池出口金额及数量 (亿元/亿个)



资料来源: 海关总署, 安孚科技 2024 年年报, 东兴证券研究所

碱性电池凭借其高能量密度、稳定电压输出和低自放电特性, 广泛适用于大电流连续放电及高精度供电场景。在家庭环境中, 碱性电池可支撑遥控器、电动玩具、智能门锁等高耗电设备稳定运行; 户外场景下, 其耐低温和防潮性能确保露营灯、GPS 设备、对讲机在恶劣环境中可靠工作。医疗领域依赖其精准供电, 血糖仪、血压计等设备通过其稳定电压保障测量准确性。物联网设备如智能窗帘、传感器及安防系统同样适配其高稳定性。此外, 碱性电池适用于数码产品和防漏要求严格的设备, 受益于合金外壳与密封技术, 彻底杜绝漏液风险。从日常家电到专业器械, 碱性电池以全场景适配能力成为一般场景下的首选电源。

图24: 南孚电池适用场景



资料来源: 南孚电池官网, 东兴证券研究所

2.3.1 小型家电

家用电器作为现代家庭的生活必需品, 行业规模巨大, 随着全球经济增长以及科学技术的发展, 家用电器更新换代速度越来越快, 具有广阔的发展空间, 传统家电市场规模稳定增长, 智能家居市场蓬勃发展。2017年至2019年, 中国家用电器总体市场稳步发展, 销售规模总体上呈现上升趋势。2020年以来, 在公共卫生事件影响下内需收缩, 全球经济衰退形势下外需下降, 中国家电企业通过产品结构调整, 全面提质增效, 保持了稳定的发展格局。2024年, 我国家电市场全渠道零售额达9,071亿元, 同比增长6.4%, 创历史新高, 国内家电市场规模的持续增长为碱性电池提供了较大的应用场景。

图25: 2017-2024 中国家电市场全渠道零售额及增速 (亿元)



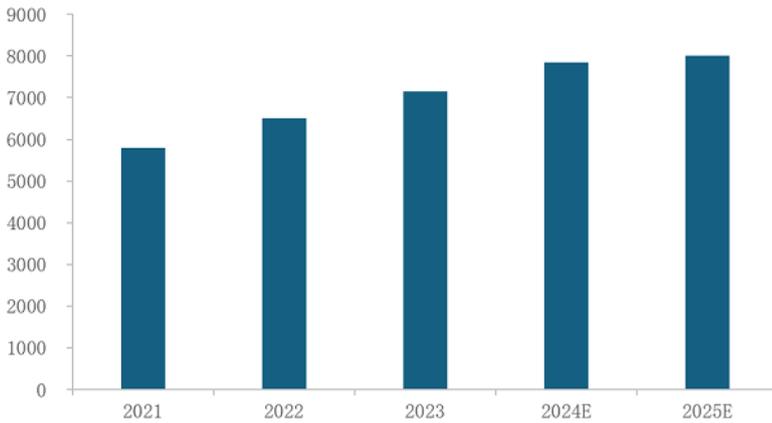
资料来源: 安孚科技 2024 年报、奥维云网, 东兴证券研究所

2.3.2 智能家居

物联网技术的发展带动了家用电器的高端化、智能化发展趋势, 智能家居依托物联网技术, 将家用电器设备、软件系统以及云计算平台等相结合, 是未来家电行业发展的主流方向。近年来, 我国智能家居市场规模呈现

增长趋势, 中商产业研究院发布的《2024-2029 年中国智能家居产业前景预测与战略投资机会洞察报告》显示, 2023 年我国智能家居市场规模约为 7,157 亿元, 并预测 2025 年市场规模将突破 8,000 亿元, 发展前景广阔。

图26: 2021-2025 中国智能家居市场规模 (亿元)

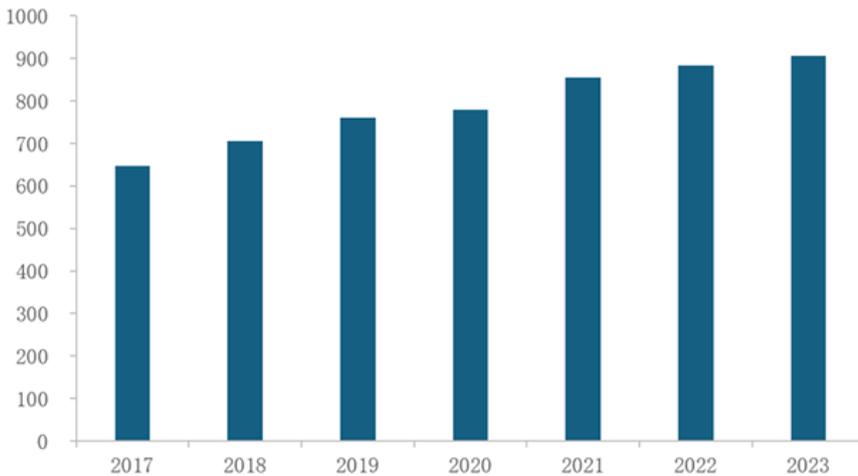


资料来源: 安孚科技 2024 年报、中商产业研究院, 东兴证券研究所

2.3.3 玩具零售

电池是电动玩具的重要动力来源。相比较传统玩具而言, 电动玩具更具趣味、互动性更强, 在声光效果以及益智教育等方面都具有明显优势, 深受广大消费者喜爱。据中国玩具和婴童用品协会发布的数据, 2023 年, 全国玩具零售规模为 906.9 亿元, 同比增长 2.7%。

图27: 2017-2023 中国玩具零售市场规模 (亿元)

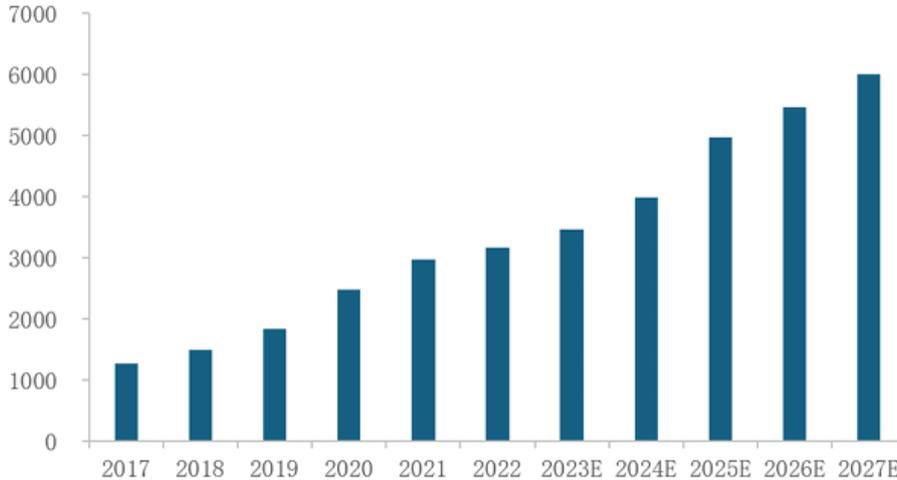


资料来源: 安孚科技 2024 年报、中国玩具和婴童用品协会, 东兴证券研究所

2.3.4 家用医疗

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、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。根据共研产业咨询的数据, 中国家用医疗设备行业市场规模呈稳步增长趋势, 市场规模从 2017 年的 1,268 亿元增长到 2022 年 3,174 亿元, 预计 2027 年市场规模将达到 6,012 亿元, 年复合增长率为 13.63%。未来, 随着社会老龄化程度逐渐加深、人民保健意识日益增强以及互联网、物联网等技术的快速渗透与发展, 预计家用医疗设备市场需求仍将稳步提升, 行业市场规模将持续扩张。

图28: 2017-2027 中国家用医疗设备市场规模 (亿元)

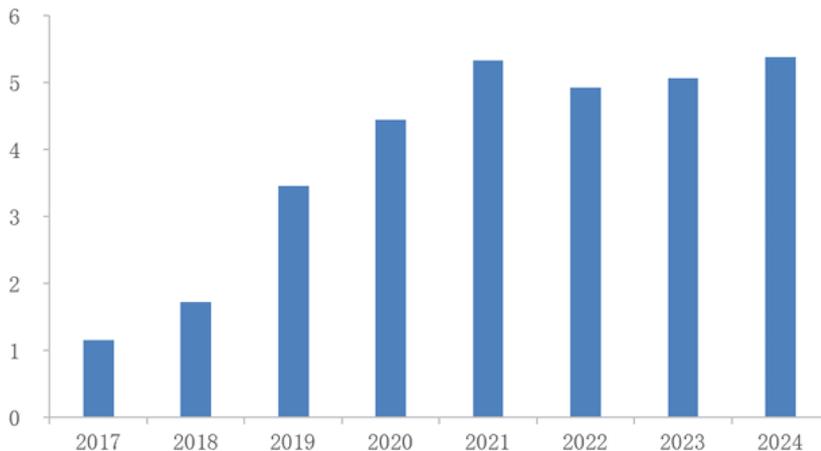


资料来源: 安孚科技 2024 年报、共研产业咨询, 东兴证券研究所

2.3.5 智能穿戴

随着数据传输、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, 人们的消费习惯也在悄悄发生改变, 智能可穿戴设备市场发展迅猛, 需求不断扩大。根据 IDC 相关数据, 2024 年全球可穿戴设备的出货量达 5.38 亿台, 同比增长 6.1%, 市场增长潜力巨大。

图29: 2017-2024 全球可穿戴设备出货量 (亿台)



资料来源: 安孚科技 2024 年报、IDC、Statista, 东兴证券研究所

2.4 南孚在碱性电池行业具有垄断性优势

电池行业是一个高度市场化的行业。当前, 在全球电池市场上, 中国、日本、韩国和美国等国家是主要生产国和品牌商所在国。经过多年发展, 中国在锌锰电池、锂离子电池等领域已经成为全球第一大生产基地, 锌锰电池行业在我国已经形成了相对成熟稳定的竞争格局, 行业市场化程度较高。在激烈的市场竞争中, 许多在生产技术与能力等方面处于落后地位的中小企业逐步退出市场。公司作为在国内消费电子市场的头部品牌制造商, 凭借较强的品牌认可度、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, 进一步显现出竞争优势, 占据了绝大部分零售市场份额。

目前, 全球锌锰电池行业的主要参与者包括品牌制造商、零售商和贴牌制造商。这些企业在产业链中的位置存在差异, 具体情况如下

表3: 碱性电池制造商分类

分类	简介	主要企业
品牌制造商	拥有自有电池品牌以及电池生产能力, 产能主要用于生产自有品牌, 承接零售商自有品牌的贴牌生产。	国际: 金霸王、劲量、松下、雷特威、瓦尔塔 国内: 南孚电池
贴牌制造商	以承接零售商自有品牌的电池贴牌生产为主, 无自有品牌或自有品牌收入占比较低。	宁波中银、长虹能源、野马电池、浙江恒威、力王股份
零售商	通常为连锁便利店、商超、电商企业, 向贴牌制造商或品牌制造商采购其自有品牌的电池产品, 在自有零售渠道进行销售。	沃尔玛、家乐福、Amazon、Costco、7-Eleven、麦德龙、TESCO

资料来源: 安孚科技 2024 年年报、东兴证券研究所

表4: 上市碱性电池制造商对比 (数据截止至 2024.12.31)

	业务模式	产品结构	销售市场	财务数据 (亿元, %)				
				收入	利润	净利率	负债	roe
野马电池	OEM 外销为主	碱性: 85.26%; 碳性: 10.42%	境外: 88.30%; 境内: 11.57%	12.99	1.53	20.68	21.00	11.36
浙江恒威	OEM 外销为主	碱性: 77.82%; 碳性: 19.45%	境外: 84.85%; 境内: 15.14%	7.02	1.30	24.55	5.71	9.04
力王股份	OEM 和自有品牌	碱性: 61.32%; 碳性: 25.45%; 锂电: 8.48%	境外: 51.56%; 境内: 48.44%	7.15	0.33	14.55	42.93	6.83
长虹能源	主营锌锰电池和锂电池;	碱性: 45.45%; 锂电: 44.65%	境内: 71.16%; 境外: 28.84%	36.71	2.28	16.59	75.90	21.84
亚锦科技	自有品牌	碱性: 77.30%; 碳性: 7.46%	境内: 82.27%; 境外: 17.07%	46.38	9.14	48.81	72.02	79.80

资料来源: 安孚科技交易报告书、同花顺 iFinD、东兴证券研究所

长期以来, 南孚电池通过保持稳定领先的产品性能, 以及对于国内电池零售市场的深耕细作, 在国内碱性电池市场占有较大优势, 在国内碱性电池市场, “南孚牌”碱锰电池产品连续 32 年 (1993 年-2024 年) 在中国市场销量第一。南孚电池碱性在我国零售市场的销售额份额为 85.9%。未来, 南孚电池将进一步巩固在碱性电池市场的领先地位, 同时大力发展锂离子电池、锂一次电池等新技术电池产品, 并加大对海外市场的销售力度, 进一步强化行业影响力。

2.5 出海: 南孚碱性电池新增长点

上市公司主导的南孚产品出海战略取得了显著成绩呈现高速增长的态势, 但目前南孚电池出口 OEM 的市场份额仍较低, 南孚电池凭借其技术实力、产品性能和品牌力, 未来还有较大的上升空间, 受制于产能不足公司 2024 年新增的四条全自动碱性电池生产线, 建成投产后可以新增 10 亿只产能, 为未来几年南孚 OEM 出口市场的高速增长奠定了基础。

2024 年, 我国碱性锌锰电池出口数量和出口金额显著增长, 出口数量达 164.66 亿个, 同比增长 19.69%, 其中, 圆柱型碱性锌锰电池出口数量为 136.67 亿个, 同比增长 20.07%; 出口金额达 96.85 亿元, 同比增长 15.10%, 其中, 圆柱型碱性锌锰电池出口金额为 88.81 亿元, 同比增长 14.76%。

目前南孚电池在出口市场中的市占率与其在国内的市场的统治地位严重不符, 随着未来十亿支电池产线扩产完毕后有望进一步提升南孚电池在整体碱性电池出口市场中的份额至 22.56%。

表5: 南孚出口份额提升测算表

南孚 2024 销量 (亿支)	33.32
南孚 2024 出口收入占比	17.07%
南孚 2024 出口产品支数	5.69
2024 圆柱碱性电池总出口金额 (亿元)	96.85
2024 南孚出口金额 (亿元)	7.92
2024 南孚出口份额	8.18%
2024 出口单价 (元/支)	1.39
未来扩产 10 亿支对应金额 (亿元)	21.84
未来出口份额占比提升至	22.56%

资料来源: 安孚科技发布的投资者关系活动记录表 (20250606)、同花顺 iFinD、东兴证券研究所

3. 积极探索新业务

公司通过多元化布局及渠道复用开辟新增长点: 投资国产 GPU: 以现金牛支撑硬科技, 不仅为安孚科技探索出一条新的增长曲线, 也为国产 GPU 突围提供了一条新路径。渠道复用: 南孚电池在专注于碱性电池的同时, 亦将继续推进代理业务, 进一步巩固和扩大南孚电池的营销网络和渠道优势的同时, 有望通过低边际成本的渠道复用突破单一品类增长瓶颈。消费电子: 布局传应品牌, 凭借精准场景切入实现阶段性突破。其技术路径长期稳定, 应用场景不断拓展, 有望助力安孚科技在新赛道再下一城。储能方面: 相关子公司已经开始贡献利润, 未来有望逐步走上正轨。

3.1 投资象帝先：布局国产 GPU

2025 年 2 月，安孚科技通过全资子公司安徽启睿创投设立合伙企业（启睿芯超）并担任 GP，以启睿芯超作为出资主体，对象帝先进行增资入股，投资额约 1 亿元（分阶段落地），帮助象帝先摆脱因对赌协议失败导致的资金链危机。

象帝先计算技术（重庆）有限公司创立于 2020 年，该公司创立之初就获得重庆国资下场支持，在此之前共累计获得 5 轮投资，融资金额约 25 亿元，估值一度高达 150 多亿元，2024 年 4 月获得重庆市“独角兽企业”称号。创始人是带队研发出“中国第一颗完全知识产权通用 CPU”龙芯 1 号、2 号芯片的唐志敏，团队具备国际大厂背景，技术实力雄厚。

2025 年 7 月 30 日，据象帝先官方微信介绍，近日，象帝先 16G 高性能显卡 R1900 与联想开天 P5h G1t 国产工作站完成全面适配。此次合作不仅是联想开天工作站产品线成功引入国产 16GB GDDR6 高性能显卡，更标志着国产化软硬件协同解决方案迈上新台阶，为专业图形图像处理领域提供更安全、更高效的国产数字化基础设施。

我们认为尽管国产 GPU 行业面临设备、技术、生态和资金等多重挑战，但安孚科技以现金牛支撑硬科技的模式，或可为安孚科技探索出一条新的增长曲线，也为国产 GPU 突围提供了一条新路径。

图30：象帝先产品：天钧二号



资料来源：象帝先官网，东兴证券研究所

图31：象帝先产品：服务器卡 XDX X1900



资料来源：象帝先官网，东兴证券研究所

3.2 渠道复用：销售渠道的二次开发

2021 年 6 月，南孚电池开始代理红牛饮料产品，并从最初代理海南省区域开始逐渐拓展至代理全国 6 个省份或直辖市。代理快消品仅仅是南孚利用其销售渠道的一次尝试，未来渠道的复用有望为南孚创造更大价值。南孚电池在选择代理产品时主要选择品牌力强、与南孚电池现有销售渠道重合度高的产品开展合作，能够实现渠道复用，并通过代理这些品牌知名度高、市场空间大的产品，起到强化南孚电池现有营销网络的作用。经销商在向下游各类零售终端供应南孚电池产品的同时，也供应南孚电池代理的红牛饮料等其他产品，增强了其与下游零售终端的黏性、自身销售规模也相应得到了提升，南孚电池的营销网络也得到了进一步强化。据悉，南孚电池在专注于碱性电池、碳性电池等电池产品主业、巩固在国内电池领域的领先地位的同时，亦将继续推进代理业务，但在选择代理产品时，仍将优先选择品牌力强、认知度高、消费者基础广泛，且与南

孚电池现有销售渠道重合度高的产品, 在通过代理业务获取收益的同时, 进一步巩固和扩大南孚电池的营销网络和渠道优势。

3.3 消费电子：锂电布局

锂一次电池产品主要为“传应”锂锰纽扣电池, 具体规格包括 CR2032、CR2025、CR2450、CR2016、CR2430、CR1632 等, 专门针对物联电器的放电模式开发, 相比于普通纽扣电池更兼具防跑电、耐存放和快速响应的脉冲电力。适用于物联电器与智能设备, 如智能汽车钥匙、蓝牙门禁卡、智能头盔、智能遥控器、无线开关、智能温湿度计、血糖仪、体重秤、码表和电子玩具等。锂离子电池产品主要为“TENAVOLTS”充电锂电池, 具体包括 AA (5 号电池) 和 AAA (7 号电池) 两大型号, 配有专用充电器。电池采用聚合物锂离子电芯, 输出电压为 1.5V 恒压, 相比于传统镍氢充电电池电压更稳定、充电速度更快、电流更强、电芯能量更高、可循环使用次数更多, 适合各类高电压、大电流、强动力要求的用电器, 如游戏机手柄、闪光灯、无线耳机、电动牙刷和强光手电等。

传应品牌是安孚科技由传统电池向高端智能化转型的关键落子, 凭借精准实现阶段性突破。其技术路径长期稳定, 应用场景不断拓展, 有望助力安孚科技在新赛道再下一城。

图32：南孚产品：TENAVOLTS 充电电池



资料来源：南孚电池官网，东兴证券研究所

图33：南孚产品：传应纽扣电池



资料来源：南孚电池官网，东兴证券研究所

3.4 储能业务：增长迅猛

安孚科技通过参股公司合乎能源布局储能业务。2024 年, 公司参股的合乎能源发展势头强劲, 收获诸多成果。报告期, 合乎能源实现销售收入 41,186.26 万元, 较 2023 年增长 32.5%; 净利润达 1,290.19 万元, 较 2023 年增长 3,327.71%。在项目推进方面, 合乎能源成果显著。2024 年, 合乎能源成功落地高耗能钢铁行业中的河钢集团舞阳钢铁厂 159.6MW/319.2MWh 储能项目, 该项目为目前国内已落地的单体最大用户侧储能项目。在化工类企业领域, 合乎能源顺利完成皖维高新 10MW/20MWh、安徽天成新材料有限公司 7.5MW/15MWh 等用户侧储能项目的建设。海外业务布局上, 合乎能源持续加快全球业务拓展步伐。在欧洲新增乌克兰、意大利、捷克等潜力市场; 在东南亚、非洲等区域与重点客户达成合作, 成功进入当地市场。

4. 结论与盈利预测

南孚电池是家喻户晓的国民品牌, 在碱性电池领域具备压倒性优势, 其在国内市场的占有率已~~86%~~接近收益稳定。其对应的三板上市公司亚锦科技分红率高, 可以通过持续高额分红为母公司提供稳定的现金流。出海方面, 南孚的年产十亿支电池的产线建设完成后, 产量有望提升 30%, 出口份额将由目前的 8% 提升至 23%。新业务方面, 安孚科技以碱性电池垄断性现金流为基础, 有望通过"技术跨界" (投资 GPU) 和"渠道复用" (品牌代理) 打破增长天花板, 构建传统业务稳增长、新兴业务高弹性的估值重塑逻辑。基于南孚电池的~~稳定~~稳定现金流, 投资硬科技行业有望为公司的业绩提供更高弹性; 依托于其业已成型的销售渠道, 有望通过低边际成本的渠道复用突破单一品类增长瓶颈。在不考虑公司继续收购南孚少数股权的情形下, 我们预计 2025—2027 年, 公司营业收入将分别达到 53.91 亿元、62.99 亿元以及 70.74 亿元, 对应归母净利润 2.18 亿元、2.71 亿元、3.18 亿元。给予“推荐”评级。

5. 风险提示

原材料价格波动风险、商誉减值风险、贸易摩擦风险、产品替代风险。

附表: 公司盈利预测表

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产合计	1,346	3,021	3,395	5,079	6,969	营业收入	4,318	4,638	5,391	6,299	7,074
货币资金	569	1,243	1,939	3,407	5,116	营业成本	2,271	2,374	2,750	3,149	3,466
应收账款	250	382	357	417	468	营业税金及附加	32	37	43	50	56
其他应收款	13	10	15	18	20	营业费用	759	860	701	819	920
预付款项	26	22	35	41	46	管理费用	219	238	270	312	347
存货	389	396	530	607	668	财务费用	73	22	52	15	1
其他流动资产	100	968	519	590	650	研发费用	123	136	154	176	195
非流动资产合计	5,361	4,136	3,984	3,830	3,683	资产减值损失	-12	-20	-17	-20	-22
长期股权投资	8	13	19	25	31	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
固定资产	635	623	531	438	345	投资净收益	-17	6	5	5	5
无形资产	359	561	467	374	280	加: 其他收益	24	17	18	18	18
其他非流动资产	4,342	3,127	3,127	3,127	3,127	营业利润	844	963	1,442	1,795	2,107
资产总计	6,707	7,157	7,379	8,909	10,651	营业外收入	2	2	1	1	1
流动负债合计	1,939	2,493	1,741	2,004	2,218	营业外支出	2	2	2	2	2
短期借款	832	1,087	0	0	0	利润总额	844	962	1,441	1,795	2,107
应付账款	368	422	501	574	632	所得税	134	155	210	262	307
预收款项	0	0				净利润	710	807	1,231	1,533	1,800
一年内到期的非流动负债	738	984	1,240	1,431	1,586	少数股东损益	594	639	1,013	1,262	1,481
非流动负债合计	777	874	680	492	312	归属母公司净利润	116	168	218	271	318
长期借款	701	575	575	575	575	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
负债合计	2,716	3,367	2,421	2,497	2,531	成长能力					
少数股东权益	2,130	1,954	2,967	4,229	5,711	营业收入增长	28%	7%	16%	17%	12%
实收资本(或股本)	146	211	211	211	211	营业利润增长	45%	14%	50%	25%	17%
资本公积	1,379	1,314	1,314	1,314	1,314	归属于母公司净利润增长	42%	45%	30%	25%	17%
未分配利润	336	311	466	659	885	获利能力					
归属母公司股东权益合计	1,861	1,836	1,991	2,183	2,410	毛利率(%)	47%	49%	49%	50%	51%
负债和所有者权益	6,707	7,157	7,379	8,909	10,651	净利率(%)	16%	17%	23%	24%	25%
现金流量表						总资产净利润(%)	2%	2%	3%	3%	3%
						ROE(%)	6%	9%	11%	12%	13%
经营活动现金流	859	930	2,096	1,754	1,987	偿债能力					
净利润	710	807	1,231	1,533	1,800	资产负债率(%)	40%	47%	33%	28%	24%
折旧摊销	106	104	159	160	154	流动比率	0.69	1.21	1.95	2.53	3.14
财务费用	73	22	52	15	1	速动比率	0.44	0.70	1.39	1.97	2.57
应收账款减少	-53	-132	25	-60	-51	营运能力					
预收账款增加	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.64	0.65	0.73	0.71	0.66
投资活动现金流	-698	-129	-4	-4	-4	应收账款周转率	17.30	12.16	15.19	15.19	15.19
公允价值变动收益	0	1	2	3	4	应付账款周转率	6.95	6.95	6.33	6.33	6.33
长期投资减少	-1,630	-598	-37	0	0	每股指标(元)					
投资收益	-17	6	5	5	5	每股收益(最新摊薄)	0.55	0.80	1.03	1.28	1.51
筹资活动现金流	-77	-77	-77	-77	-77	每股净现金流(最新摊薄)	-0.11	2.12	2.55	6.07	7.46
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	8.82	8.70	9.43	10.34	11.41
长期借款增加	-629	101	-194	-188	-180	估值比率					
普通股增加	0	0	70	0	0	P/E	54.15	37.30	28.80	23.13	19.70
资本公积增加	-7	1,173	-66	0	0	P/B	3.37	3.42	3.15	2.87	2.60
现金净增加额	833	444	106	773	242	EV/EBITDA	10.02	8.98	5.71	4.72	4.04

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业深度报告	电子行业 2025 年中期展望: AI 浪潮推动电子行业进入新发展阶段, 三大核心领域增长动能值得关注	2025-06-12
行业深度报告	【东兴电子】激光雷达行业五问五答—新技术前瞻专题系列(九)	2025-05-30
行业深度报告	电子行业: 2024 年电子板块迎来复苏, 2025 一季度营收利润同环比均实现快速增长—行业年报点评	2025-05-23
行业普通报告	电子行业: 关税壁垒倒逼产业升级, 国产化替代有望加速—中美关税政策点评	2025-04-08
行业深度报告	偏光片行业: 解码偏光片国产替代加速与中大尺寸增量机遇 ——泛半导体材料研究系列之二—泛半导体材料研究系列之二	2025-03-26
行业深度报告	爆款突围与生态扩张: 小米手机、可穿戴及汽车业务的协同效应与产业重构启示	2025-03-14
行业深度报告	人形机器人专题系列(一): 传感器的技术路径、竞争格局与产业重构	2025-03-06
行业深度报告	国产算力 AI 芯片专题: 一文读懂华为昇腾 310 芯片—科技龙头巡礼专题(三)	2025-02-21

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

侯河清

金融学硕士, 3年产业投资经验, 2022年加盟东兴证券研究所, 主要覆盖电新行业的研究。

洪一

中山大学金融学硕士, CPA、CIIA, 2016年加盟东兴证券研究所, 主要覆盖电力设备新能源等研究领域, 从业期间获得2017年水晶球公募榜入围, 2020年wind金牌分析师第5。

吴征洋

美国密歇根大学金融工程硕士, 4年投资研究经验, 2022年加盟东兴证券研究所, 主要覆盖电力设备新能源等研究领域。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映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。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下, 本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议, 市场有风险, 投资者在决定投资前, 务必要审慎。投资者应自主作出投资决策, 自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内, 与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 我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头寸并进行交易, 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。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级 (A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500 指数):
以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500 指数):
以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京	上海	深圳
西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层	虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 23 层	福田区益田路 6009 号新世界中心 46F
邮编: 100033	邮编: 200082	邮编: 518038
电话: 010-66554070	电话: 021-25102800	电话: 0755-83239601
传真: 010-66554008	传真: 021-25102881	传真: 0755-23824526