



# 安孚科技 (603031.SH)

买入 (首次评级)

公司深度研究

证券研究报告

## 平台赋能，消费电池龙头启新篇

### 公司简介

控股南孚电池，引领消费电池龙头新征程。公司 2022 年通过控股南孚电池实现业务转型，2025 年完成对安孚能源 31% 股权的收购，控股比例提升至 39%，南孚电池作为国内一次性干电池龙头，产品矩阵多元，内销护城河深厚，出海启新篇章。

### 投资逻辑

**锌锰电池应用场景刚需性强，规模稳健增长。**锌锰电池具有贮存期更长、内阻更低等优势，存在刚需消费场景。有望从家电等传统领域逐步向可穿戴设备、家用医疗设备等新兴领域渗透，24 年全球锌锰电池规模 115.5 亿美元，近 5 年 CAGR 为 4.1%，规模稳健增长。23 年我国锌锰电池规模 57.4 亿元，同比+3.4%，我们估算其中碱性电池渗透率在 50% 左右，较发达国家约 80% 的水平仍有差距，碱性电池渗透率提升有望带动规模继续扩容。

**渠道+产品+品牌构建内销护城河，出海拓增量空间。**内销方面：渠道上，南孚线上线下渠道深度融合，覆盖全国超过 2000 个分销商和超 300 万家终端网点。产品上，重视技术升级与产品迭代，第五代聚能环技术领先。品牌上，拥有消费者认知度，品牌价值稳居干电池领域榜首。外销方面：南孚出海提速，2024 年达 7.92 亿元，较 22 年规模实现翻倍以上增长，未来产能继续加码+规模效应增强下有望带动量利齐升。

**安孚平台赋能，可期待产品品类、业务扩张。**公司积极布局储能、充电宝等业务。其中储能业务通过子公司合孚能源运营，规模持续扩张，24 年实现营收、利润 4.11 亿元、0.12 亿元。充电宝业务以“传应”品牌运营，“3C 禁令”实施后，南孚充电宝有望凭借渠道、品牌、质量等优势，抢占中小厂商出清后的空白市场。

### 盈利预测、估值和评级

我们预计 25-27 年公司实现营业收入 47.99、53.92、60.30 亿元，同比分别+3.5%、+12.4%、+11.8%，归母净利润 2.71、4.27、4.51 亿元，同比分别+61.37%、+57.45%、+5.6%。公司核心资产南孚电池作为国内碱性电池龙头，市场份额领先且出口高增，25 年 9 月子公司股权收购完成后对南孚持股比例由 26% 提升至 39%，后续有望进一步提升控股比例。我们给予公司 2026 年 30x 的目标 PE 估值，对应目标价为 49.71 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

### 风险提示

原材料价格波动风险、产品替代风险、并购重组进展不及预期。

国金证券研究所

分析师：王刚 (执业 S1130524080001)

wang\_g@gjzq.com.cn

分析师：赵中平 (执业 S1130524050003)

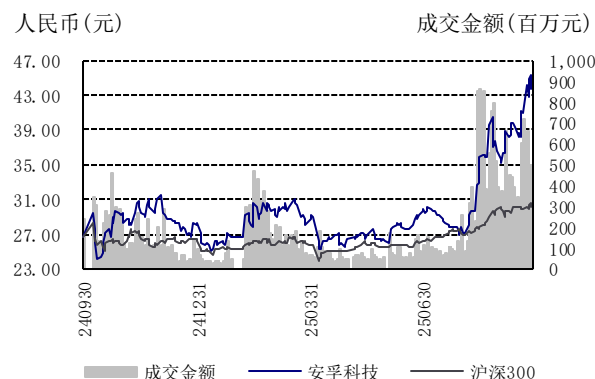
zhaozhongping@gjzq.com.cn

分析师：蔡润泽 (执业 S1130525090001)

cairunze@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：41.59 元

目标价 (人民币)：49.71 元



### 公司基本情况 (人民币)

| 项目             | 2023   | 2024   | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元)      | 4,318  | 4,638  | 4,799  | 5,392  | 6,030  |
| 营业收入增长率        | 27.62% | 7.43%  | 3.46%  | 12.36% | 11.83% |
| 归母净利润(百万元)     | 116    | 168    | 271    | 427    | 451    |
| 归母净利润增长率       | 41.93% | 45.20% | 61.37% | 57.45% | 5.59%  |
| 摊薄每股收益(元)      | 0.796  | 0.797  | 1.053  | 1.657  | 1.750  |
| 每股经营性现金流净额     | 5.94   | 4.43   | 6.05   | 4.45   | 4.79   |
| ROE(归属母公司)(摊薄) | 6.22%  | 9.16%  | 8.19%  | 11.90% | 11.62% |
| P/E            | 60.50  | 35.90  | 39.51  | 25.09  | 23.77  |
| P/B            | 3.77   | 3.29   | 3.24   | 2.99   | 2.76   |

来源：公司公告、国金证券研究所



## 内容目录

|                                              |    |
|----------------------------------------------|----|
| 1、安孚科技：核心资产南孚引领消费电池龙头新征程.....                | 4  |
| 1.1、资产重组后经营质量稳步提升.....                       | 4  |
| 1.2、南孚电池：公司旗下核心资产，引领消费电池龙头新征程.....           | 5  |
| 2、行业情况：一次电池刚需属性强，碱性替代升级带动增长.....             | 7  |
| 2.1、一次电池：应用场景刚需性强，下游需求保持增长.....              | 8  |
| 2.2、全球碱锰市场稳健增长，碱性化有望带动规模持续扩容.....            | 9  |
| 3、南孚成长逻辑：内销龙头地位稳固，出海拓增量空间.....               | 11 |
| 3.1、内销：渠道+产品+品牌构建护城河，贡献稳定盈利+现金流.....         | 11 |
| 3.2、外销：OEM 出海支撑短期快速增长，海外品牌收购有望打开中期成长天花板..... | 14 |
| 4、安孚平台赋能：可期待产品品类、业务扩张.....                   | 15 |
| 5、盈利预测与投资建议.....                             | 16 |
| 6、风险提示.....                                  | 17 |

## 图表目录

|                               |   |
|-------------------------------|---|
| 图表 1：安孚科技发展历程.....            | 4 |
| 图表 2：公司收购南孚电池股权时间线.....       | 4 |
| 图表 3：本次重组前后公司对南孚电池控股比例变化..... | 5 |
| 图表 4：公司归母净利润及增速.....          | 5 |
| 图表 5：南孚营收稳健增长.....            | 6 |
| 图表 6：南孚电池净利润持续提升.....         | 6 |
| 图表 7：南孚电池毛利率维持较高水平.....       | 6 |
| 图表 8：南孚电池净利率稳定.....           | 6 |
| 图表 9：公司 2024 年分产品营收占比.....    | 6 |
| 图表 10：南孚碱性电池营收及毛利率.....       | 7 |
| 图表 11：南孚碳性电池营收及毛利率.....       | 7 |
| 图表 12：南孚其他电池营收及毛利率.....       | 7 |
| 图表 13：南孚其他业务营收及毛利率.....       | 7 |
| 图表 14：2024 年南孚电池分区域营收占比.....  | 7 |
| 图表 15：南孚电池内外营收占比趋势.....       | 7 |
| 图表 16：南孚主营业务聚焦一次电池.....       | 8 |
| 图表 17：中国家电及智能家居市场规模稳中有增.....  | 9 |
| 图表 18：全国玩具零售规模（亿元）.....       | 9 |



|        |                                 |    |
|--------|---------------------------------|----|
| 图表 19: | 中国家用医疗设备市场规模逐年扩大 .....          | 9  |
| 图表 20: | 全球智能可穿戴设备出货量稳健增长 .....          | 9  |
| 图表 21: | 碱性/碳性锌锰电池差异 .....               | 9  |
| 图表 22: | 国内碱锰电池市场长期稳定 .....              | 10 |
| 图表 23: | 2024 年国内碱锰电池市场占比 .....          | 10 |
| 图表 24: | 2024 年发达国家碱锰电池市场占比 .....        | 10 |
| 图表 25: | 政策端持续推动电池碱性化 .....              | 11 |
| 图表 26: | 南孚渠道壁垒深厚 .....                  | 11 |
| 图表 27: | 南孚主营业务分渠道收入及占比 .....            | 12 |
| 图表 28: | 南孚聚能环系列产品加速迭代, 引领碱性电池技术发展 ..... | 12 |
| 图表 29: | 南孚电池产品矩阵 .....                  | 13 |
| 图表 30: | 南孚研发投入稳定 .....                  | 13 |
| 图表 31: | 南孚品牌价值三年实现翻倍 .....              | 13 |
| 图表 32: | 天猫平台碱性 5 号电池品牌均价 (单位: 元) .....  | 14 |
| 图表 33: | 中国碱锰电池出口量稳增 .....               | 14 |
| 图表 34: | 中国碱锰电池出口额稳增 .....               | 14 |
| 图表 35: | 2022 年起南孚外销规模开始快速增长 .....       | 15 |
| 图表 36: | 南孚外销占出口比重仍有充分的提升空间 .....        | 15 |
| 图表 37: | 南孚电池产能、产量持续提升 .....             | 15 |
| 图表 38: | 南孚外销毛利率随规模扩张稳步提升 .....          | 15 |
| 图表 39: | 合孚能源规模快速增长 .....                | 16 |
| 图表 40: | 充电宝“3C 禁令”有望加速中小厂商出清 .....      | 16 |
| 图表 41: | 盈利预测 .....                      | 16 |
| 图表 42: | 费用预测 .....                      | 17 |
| 图表 43: | 可比公司估值 .....                    | 17 |



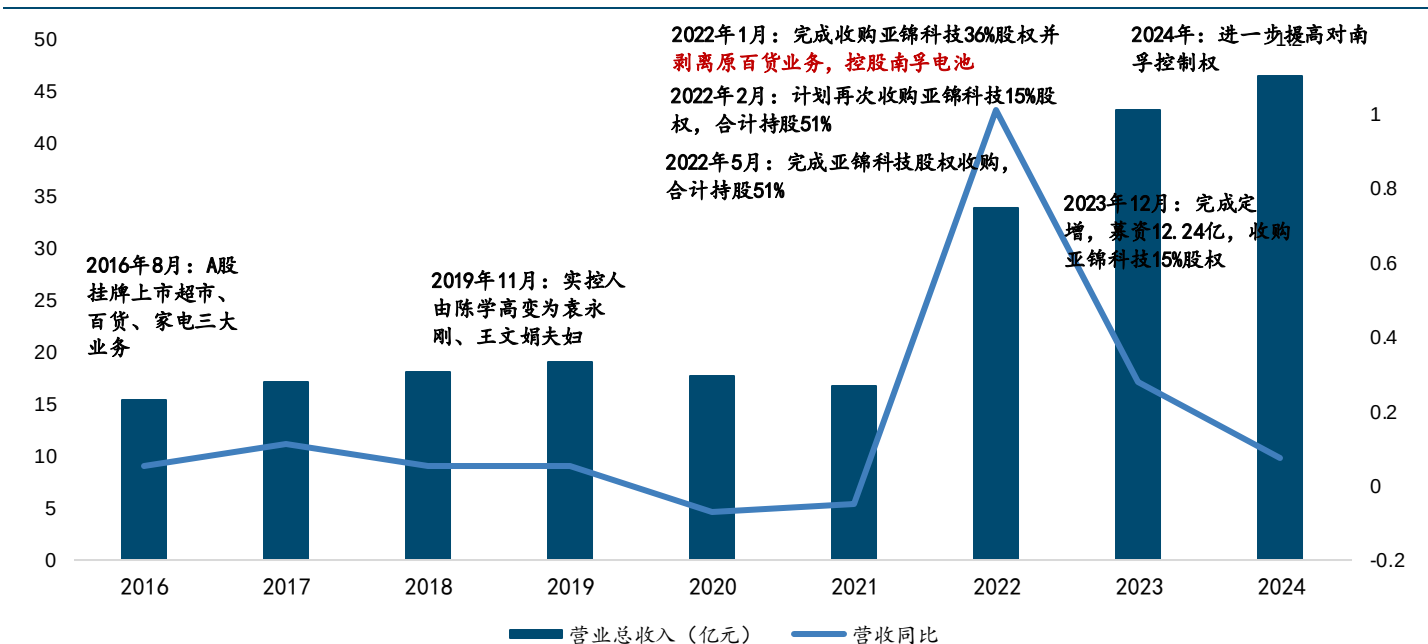
## 1、安孚科技：核心资产南孚引领消费电子龙头新征程

### 1.1、资产重组后经营质量稳步提升

公司成立于1999年，前身为安德利百货。2016年8月在上交所主板上市，主要从事百货零售业务。后因电商时代影响经营承压、业绩亏损，公司积极寻求新方向转型。

2019年公司实控人更改为袁永刚夫妇，2022年1月，公司完成了原有商贸业务出售，后续通过几次收购实现对南孚电池母公司亚锦科技51%的控股，标志公司正式转型进入消费电子领域。2023年后公司持续增强对南孚电池的控制，以巩固其核心资产地位。

图表1：安孚科技发展历程



来源：公司公告，国金证券研究

公司从2022年以来，不断的提高对南孚电池的控股比例，2025年8月公司完成对安孚能源31%股权的收购，对南孚电池的控股比例提升至39%，预计要约收购5%亚锦科技股权完成后对南孚控股比例将达到43%。

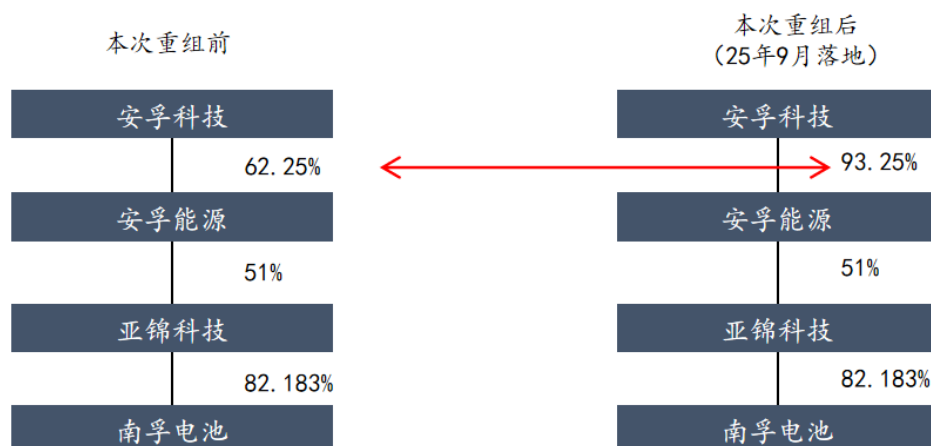
图表2：公司收购南孚电池股权时间线

| 时间      | 交易内容                                       | 收购金额或对价 (亿元) | 对子公司安孚能源控股比例 | 对南孚电池控股比例 |
|---------|--------------------------------------------|--------------|--------------|-----------|
| 2022.01 | 安孚能源完成对亚锦科技36%股权收购，并取得15%股权对应表决权委托，实现对南孚控制 | 24           | 54.17%       | 16.0%     |
| 2022.05 | 安孚能源完成对亚锦科技51%股权收购                         | 13.5         | 54.17%       | 22.7%     |
| 2023.12 | 对子公司安孚能源持股比例由54.17%提升至62.25%               | 2.77         | 62.25%       | 26.1%     |
| 2024.04 | 拟收购子公司安孚能源31%股权，要约收购亚锦科技5%股权               | 15.27        | 93.26%       | 42.9%     |
| 2025.09 | 公司完成对安孚能源31.00%股权收购并过户                     | 11.52        | 93.26%       | 39.1%     |

来源：公司公告，国金证券研究所 注：2024年4月对南孚控股比例为按照计划完成收购后的情形计算所得



图表3：本次重组前后公司对南孚电池控股比例变化

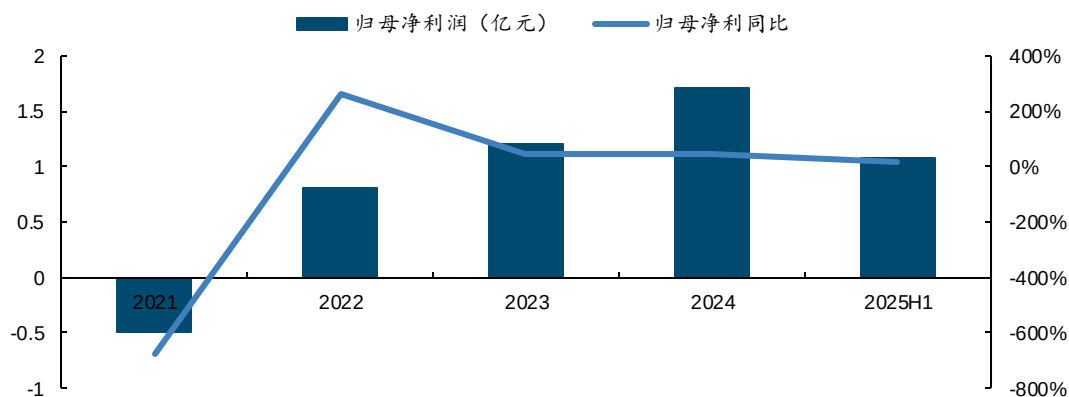


来源：公司公告，国金证券研究

资产重组后，公司经营情况显著改善。2024 年公司实现营收 46.4 亿元，同比增长 7.4%，归母净利润 1.7 亿元，同比增长 45.2%。2025H1 公司实现营收 24.3 亿元，同比增长 5.2%，归母净利润 1.1 亿元，同比增长 22.2%。

业绩承诺兑现性强。南孚电池 2024 年实现归母净利润 86,526.88 万元，占 2024 年全年预测数的 100.57%。本次股权收购中按照扣非前后归母净利润孰低设定业绩承诺，2025 年-2027 年分别不低于：安孚能源年 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。

图表4：公司归母净利润及增速



来源：公司公告，国金证券研究所

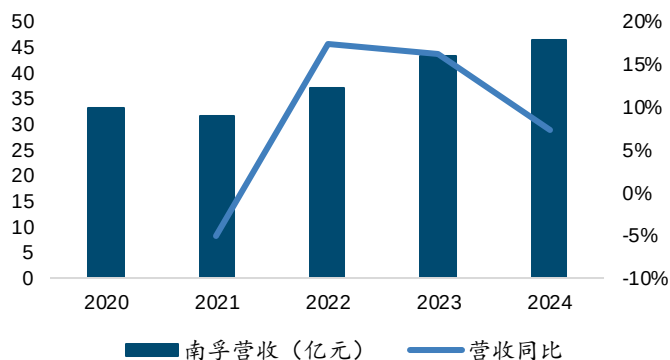
## 1.2、南孚电池：公司旗下核心资产，引领消费电池龙头新征程

南孚电池的控制权历经多次变更，公司成立于 1988 年，前身为 1954 年设立的南平电池厂。1999 年引入外资股东、出让 49% 股权；2000 年因亚洲金融危机影响，摩根士丹利逐步收购中方股份并获得实际控制权。此后控股权再度变更：2003 年被转售至美国吉列集团，2005 年随吉列被宝洁收购。外资控股期间，南孚在管理经验和市场理念方面有所获益，但海外拓展因与金霸王存在同业竞争而几近停滞。2014 年，鼎晖投资完成对南孚电池的收购，控制权重归中资。

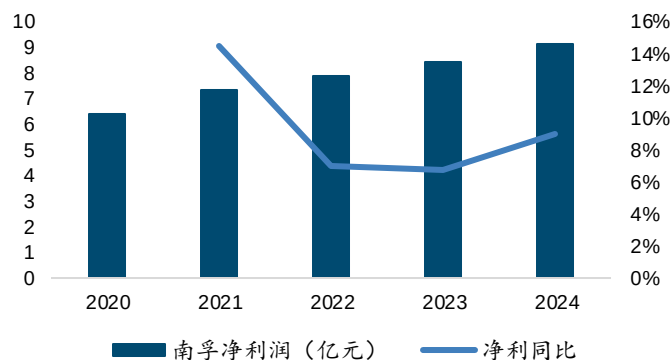
南孚经营保持稳健，营业收入与净利润保持稳健增长。作为国内电池行业领先品牌，南孚盈利能力强、经营稳健。2024 年南孚电池实现营业收入 46.38 亿元，同比增长 7.4%；净利润 9.17 亿元，同比增长 9.0%，净利率达到 19.8%，近五年均维持在较高水平。



图表5：南孚营收稳健增长



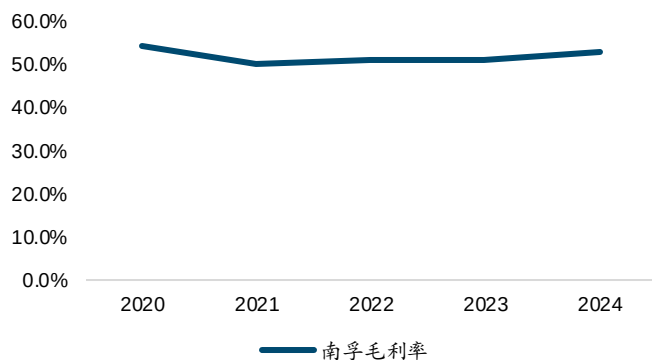
图表6：南孚电池净利润持续提升



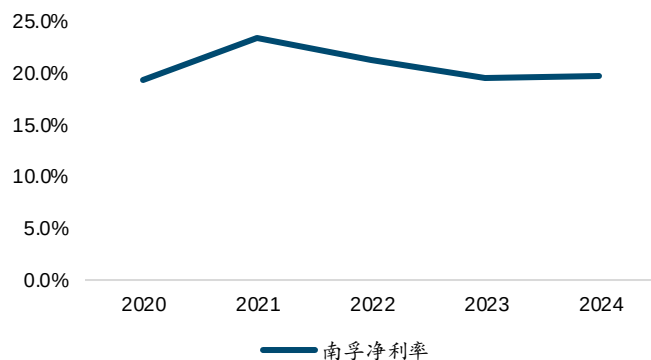
来源：Wind，公司公告，国金证券研究所

来源：Wind，公司公告，国金证券研究所

图表7：南孚电池毛利率维持较高水平



图表8：南孚电池净利率稳定



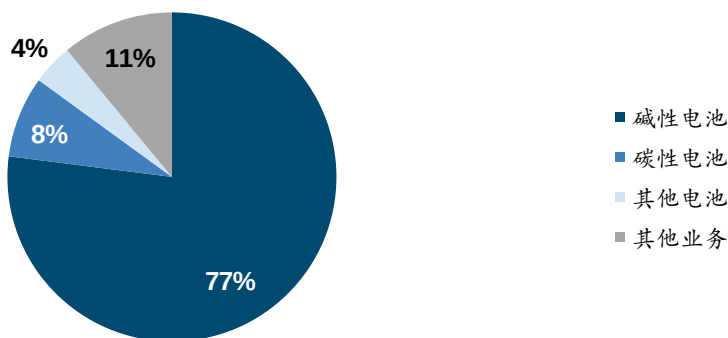
来源：Wind，公司公告，国金证券研究所

来源：Wind，公司公告，国金证券研究所

南孚电池作为国内一次电池龙头，已构建完善多元的产品矩阵。主营业务分为四部分：1) 碱性电池为核心业务，增长稳健、毛利率较高，构成收入基本盘；2) 碳性电池包括燃气灶专用品牌“丰蓝1号”及高性价比品牌“益圆”，在细分市场占据领先地位；3) 其他电池如纽扣电池“传应”与充电锂电池“TENAVOLTS”，凭借定制化属性实现高速增长并维持较高毛利；4) 其他业务依托强大渠道网络发展代销业务，体现渠道复用协同价值。

分产品来看，2024年碱性电池业务营收35.85亿元，占比约77.3%，碳性电池营收3.46亿元，占比约7.5%，其他电池营收2.0亿元，占比约4.3%，其他产品营收5.01亿元，占比约10.8%。分地区来看，2024年国内营收占比达83%，海外业务占比约17%。

图表9：公司2024年分产品营收占比

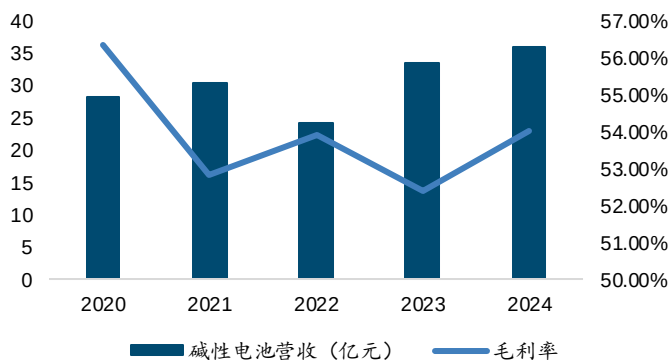


来源：公司公告，国金证券研究所



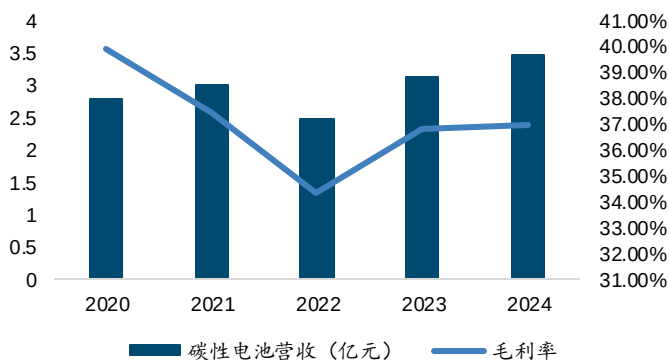


图表10：南孚碱性电池营收及毛利率



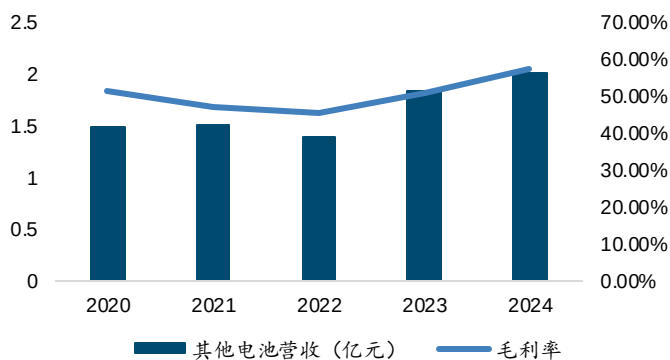
来源：公司公告，国金证券研究所

图表11：南孚碳性电池营收及毛利率



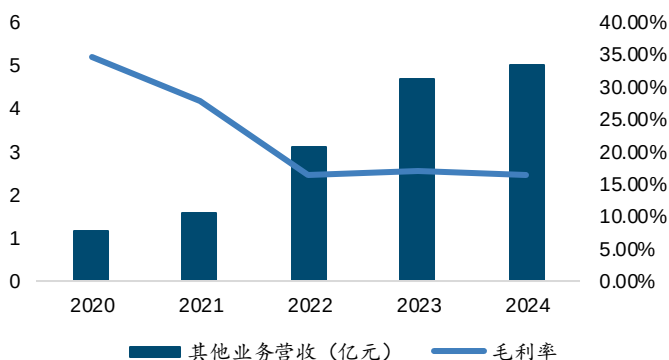
来源：公司公告，国金证券研究所

图表12：南孚其他电池营收及毛利率



来源：公司公告，国金证券研究所

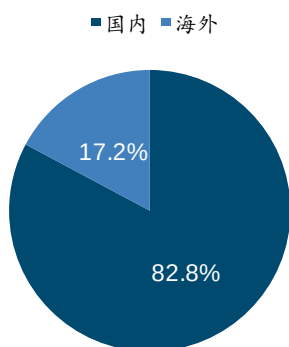
图表13：南孚其他业务营收及毛利率



来源：公司公告，国金证券研究所

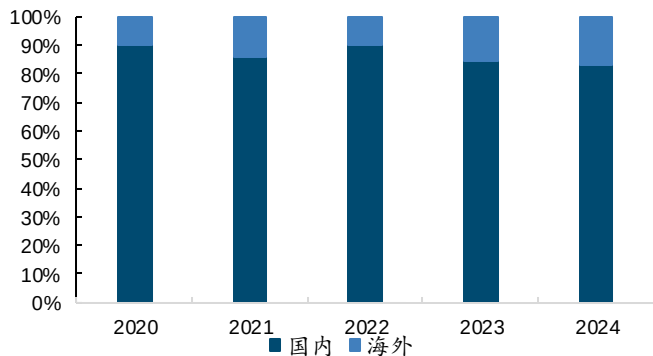
从地区分布来看，南孚电池收入主要来源于境内品牌零售业务，安孚入主后海外业务明显提速。2024 年公司境内外收入占比分别为 82.8%和 17.2%，海外占比较 2020 年提升 7pct 以上。

图表14：2024 年南孚电池分区域营收占比



来源：公司公告，国金证券研究所

图表15：南孚电池内外营收占比趋势



来源：公司公告，国金证券研究所

## 2、行业情况：一次电池刚需属性强，碱性替代升级带动增长

电池按能量转化原理可分为化学电池与物理电池两大体系，其中化学电池是当前消费级及工业级市场的主流产品，按电能补充方式可分为一次电池与二次电池：

1) 一次电池（即“原电池”）在活性物质耗尽后不可重复使用，主要包括碱性锌锰电池、

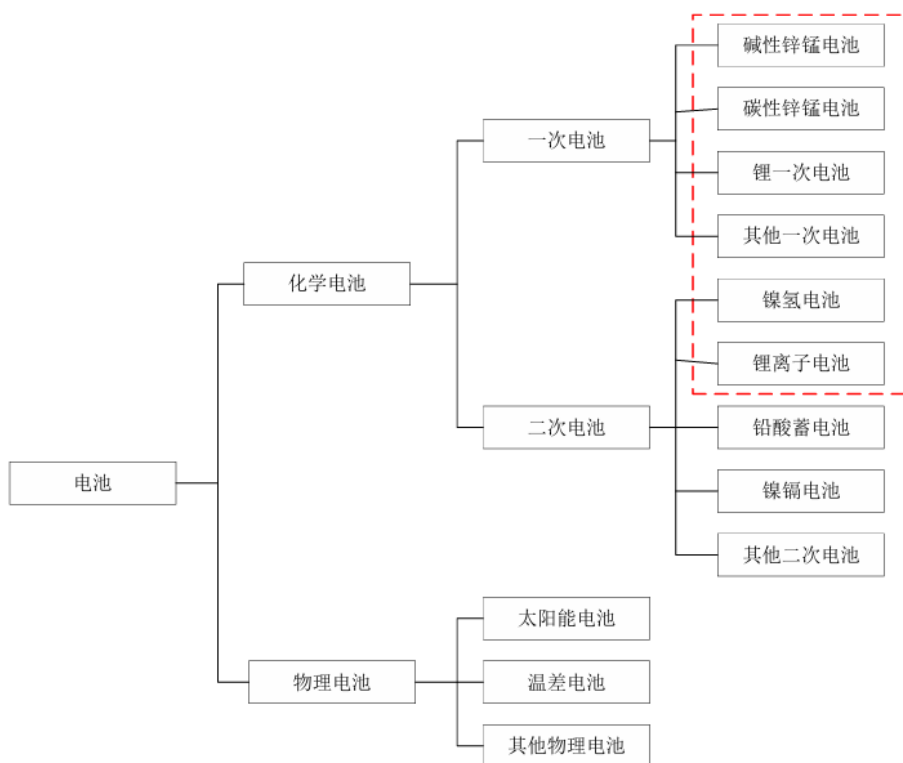


碳性锌锰电池和锂一次电池等；

2) 二次电池（即“蓄电池”）可循环充放电，主要包括锂离子电池、镍氢电池等。

一次电池因自放电率低（<5%）、无需充电设备、长期储存稳定等特点，在对供电连续性要求高、用电频率低的小型电子设备中仍具不可替代性。其中，碱性电池凭借电量高（约为碳性电池的4-7倍）、保质期长（5-10年）和性价比优（单位电量成本为碳性的1.5-2倍）等优势，持续替代碳性电池。南孚电池作为国内碱性锌锰电池龙头，是该趋势的主要受益者和市场领导者。

图表16：南孚主营业务聚焦一次电池



来源：公司公告，国金证券研究所

注：上图中虚线红框部分为南孚电池目前主要销售产品所覆盖领域

## 2.1、一次电池：应用场景刚需性强，下游需求保持增长

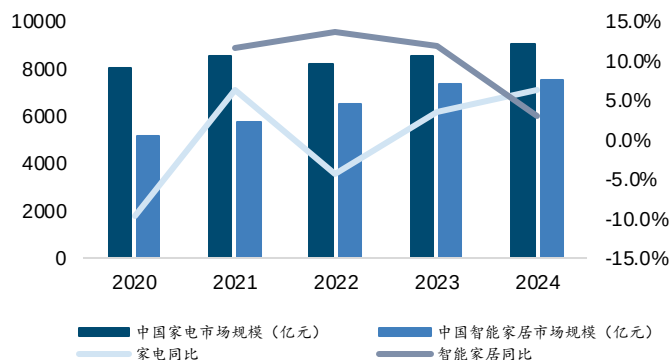
一次电池的下游需求以庞大的电器存量为稳定基础，受宏观经济波动影响较小。其主要应用领域包括家用电器、智能家居、电动玩具、家用医疗设备及智能可穿戴设备等，具体涵盖遥控器、钟表、智能门锁、体脂秤、遥控车、血压计等多种产品。作为低单价、高性价比的必需耗材，一次电池更换频率稳定，消费刚性突出，需求与电器保有量高度相关，而对宏观经济的敏感度较低。由于一次电池多作为电器配套组件被间接消费，其市场前景与下游电器的发展趋势紧密关联。

- ◆ 碱锰电池的核心需求源于存量电器市场，其应用集中于各类设备的控制器（如遥控器、键盘鼠标、钟表等），市场需求主要取决于终端电器保有量，对短期销量波动不敏感。随着智能化发展，碱锰电池持续渗透至智能门锁、汽车钥匙、智能音箱、智能玩具等新兴场景，不断拓展增量空间。
- ◆ 可穿戴设备+家用医疗设备场景有望带来增量。人口老龄化、健康意识提升及物联网技术普及。随着设备功能不断丰富和渗透率提高，其对小型一次电池和可充电锂电池的需求将持续增长。家用医疗设备市场规模从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%，可穿戴设备2024年全球出货量5.38亿台，同比增长6.1%。



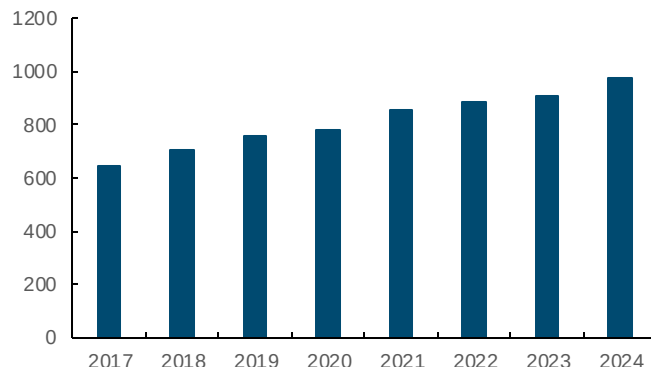


图表17：中国家电及智能家居市场规模稳中有增



来源：奥维云网，中商情报网，国金证券研究所

图表18：全国玩具零售规模（亿元）



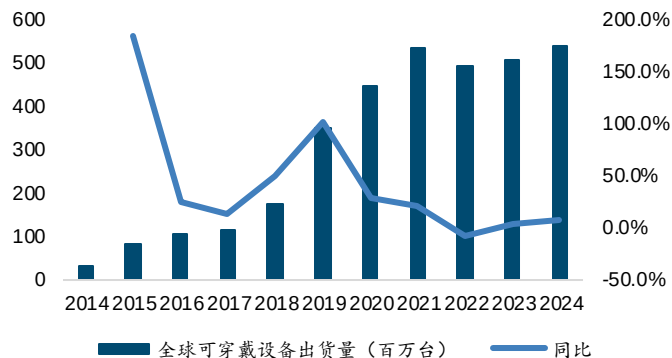
来源：中国玩具和婴童用品协会，前瞻产业研究院，国金证券研究所

图表19：中国家用医疗设备市场规模逐年扩大



来源：公司公告，国金证券研究所

图表20：全球智能可穿戴设备出货量稳健增长



来源：公司公告，国金证券研究所

## 2.2、全球碱锰市场稳健增长，碱性化有望带动规模持续扩容

锌锰电池分为碱性和碳性，碳性电池较早被发明，生产成本低，但存在容量小、内阻大、稳定性不高等缺点。碱锰电池是在碳性电池的基础上发展而来，相比碳性电池具有贮存期更长、内阻更低、低温性能更好、原材料利用率更高、小电流放电性能更好等优势，更适用于长时间放电场合。在节能环保背景下，行业碱性化发展趋势明确，碱性化率持续提升。

图表21：碱性/碳性锌锰电池差异

| 类别     | 碱性锌锰电池        | 碳性锌锰电池            |
|--------|---------------|-------------------|
| 正极     | 二氧化锰          | 导电碳棒              |
| 负极     | 锌粉            | 锌筒外壳              |
| 电解液    | 氢氧化钾          | 氯化锌、氯化铵           |
| 电池容量   | 碳性锌锰电池的 5-7 倍 | /                 |
| 贮存时间   | 长             | 较短                |
| 低温性能   | 较好            | 较弱                |
| 环境污染   | 无重金属污染        | 含有少量金属镉，有一定污染，需回收 |
| 原材料利用率 | 高于碳性锌锰电池      | /                 |



应用领域

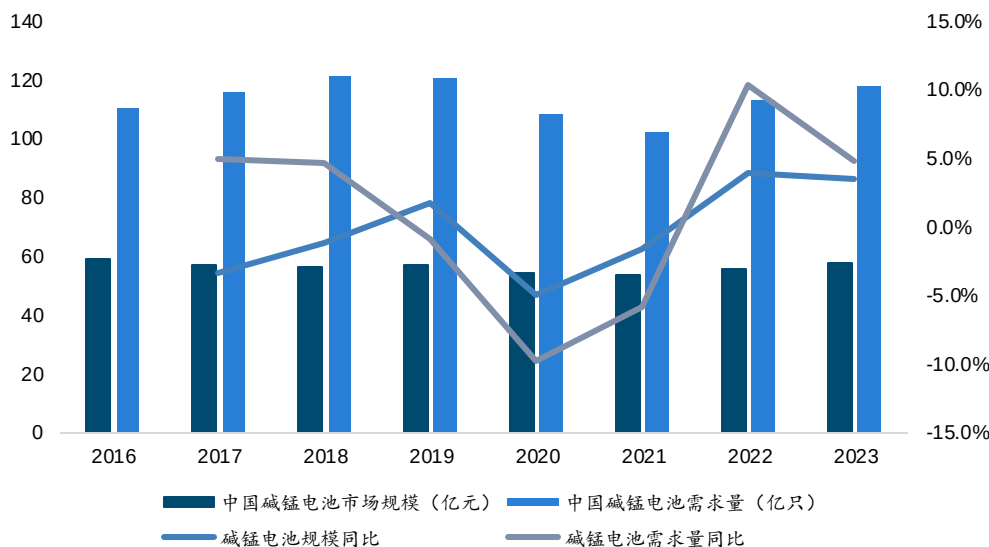
数码产品、智能化家居用品、无线安防设备、户外电 家电遥控器、手电筒、玩具和半导  
子用品、医疗电子仪器、电动玩具等 钟表、电子秤等家用小型电子设备

来源：观研天下，国金证券研究所

据恒洲诚思及华经产业研究院，2021 年全球锌锰电池（碱性+碳性）市场规模达 105 亿美元，预计 2025 年将突破 120 亿美元。其中，碱性锌锰电池有望在 2025 年增长至 94 亿美元，是规模扩容的主要贡献。

据智研咨询，2023 年我国碱性锌锰电池市场规模达 57.4 亿元，同比增长 3.4%。2024 年，碱性电池在国内一次性电池市场中占比为 53.5%，较发达国家约 80%的渗透率仍有明显差距，政策端亦有刺激，未来提升空间显著。

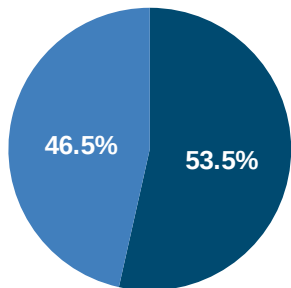
图表22：国内碱性锌锰电池市场长期稳定



来源：智研咨询，国金证券研究所

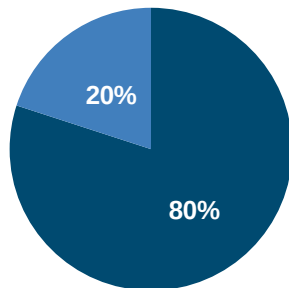
图表23：2024 年国内碱性锌锰电池市场占比

■ 碱性锌锰电池 ■ 其他锌锰电池



图表24：2024 年发达国家碱性锌锰电池市场占比

■ 碱性锌锰电池 ■ 其他干电池



来源：洲际电池圈，国金证券研究所 注：按 24 年产能计算

来源：公司公告，国金证券研究所



图表25：政策端持续推动电池碱性化

| 日期       | 发布机构      | 文件名称                    | 相关内容                                                                             |
|----------|-----------|-------------------------|----------------------------------------------------------------------------------|
| 2022. 1  | 发改委、商务部   | 《鼓励外商投资产业目录（2022 年版）》   | 将“电气机械和器材制造业-高技术绿色电池制造:动力镍氢电池、锌镍蓄电池、钠盐电池、锌银蓄电池、锂离子电池、太阳能电池、燃料电池等”列为全国鼓励外商投资产业目录。 |
| 2022. 4  | 绵阳市经济合作局  | 《关于推动园区进一步优化产业布局的指导意见》  | 新能源汽车业以 UPS 电源、锂离子电池、锌锰电池及储能系统为重点。                                               |
| 2022. 6  | 工信部等 5 部门 | 《关于推动轻工业高质量发展指导意见》      | 将“碱性锌锰电池、锂离子电池智能化和数字化制造”列为数字化发展推进工程。                                             |
| 2022. 12 | 新乡市人民政府   | 《新乡市“十四五”招商引资和承接产业转移规划》 | 其他电池要立足市场需求，发展无汞扣式电池和无汞碱性锌锰电池、铅酸蓄电池，培育发展镍锌电池。                                    |
| 2023. 12 | 发改委       | 《产业结构调整指导目录（2024 年本）》   | 将“轻工-锂离子电池、铅蓄电池、碱性锌锰电池(600 只/分钟以上)等电池产品自动化”列为鼓励类。                                |

来源：发改委、工信部、各地政府部门，国金证券研究所

3、南孚成长逻辑：内销龙头地位稳固，出海拓增量空间

纳入安孚体系后，南孚电池的资产价值充分释放，产业外拓有望打开更大成长空间。公司增长动力主要来自海外市场拓展、产品线延伸及渠道协同复用，有效构建持续增长动能。

3. 1、内销：渠道+产品+品牌构建护城河，贡献稳定盈利+现金流

南孚内销份额稳居首位，品牌排名常年领跑。南孚碱锰电池连续 32 年（1993 年-2024 年）在中国市场销量第一并占据国内碱性电池超 80%市场份额。南孚的高市占率、强盈利能力及充沛现金流（2024 年经营净现金流 9.35 亿元，同比+8.1%），源于其三大核心竞争力：渠道完整覆盖、坚持新品开发与产品迭代、品牌护城河深筑及高溢价能力。

1) 渠道：布局广而深，壁垒深厚

南孚已构建线上线下深度融合的全渠道销售网络，形成深厚的渠道壁垒。公司通过经销商、KA 卖场、天猫、京东等平台，覆盖全国超过 2000+分销商和超 300 万家终端网点，包括传统小店、连锁便利店及主流电商，实现形成从核心城市到乡镇市场的全层级覆盖。

未来公司将持续强化渠道网络建设，深化线下渗透并拓展线上覆盖。线下渠道，公司进一步向低线市场及乡镇区域下沉，提升终端覆盖密度与消费者触达效率；线上渠道则从主流电商平台扩展至内容电商、社交电商等新兴流量阵地，构建多元化的线上销售生态。

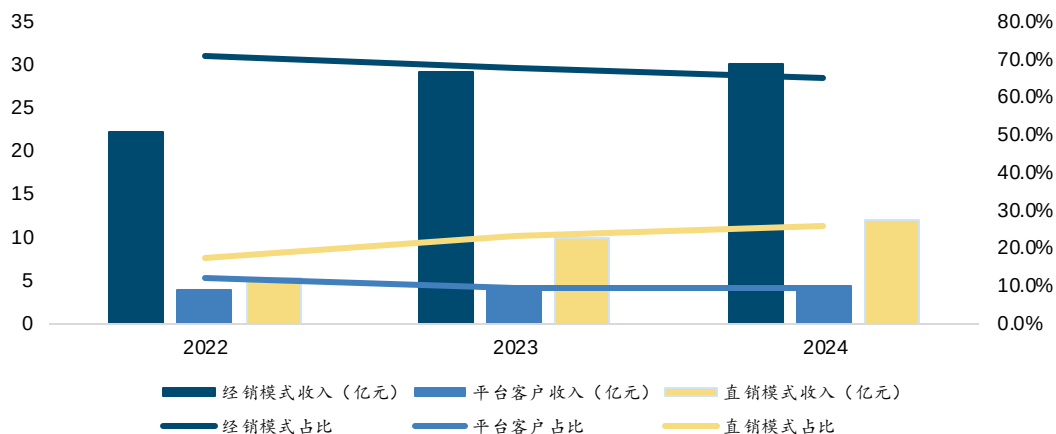
图表26：南孚渠道壁垒深厚

| 销售模式 | 详情                                                   |
|------|------------------------------------------------------|
| 线下   | 线下经销：300 万终端网点，2000+分销商实现全覆盖                         |
|      | KA：与大润发、沃尔玛、华润万家、家乐福、永辉等 KA 合作                       |
|      | 线上平台：京东自营、天猫超市、苏宁易购等合作                               |
| 线上   | 线上分销：与第三方分销平台合作                                      |
|      | 线上经销：类似线下经销，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。 |
|      | 线上直销：第三方平台开设自营店铺                                     |

来源：公司公告，国金证券研究所



图表27：南孚主营业务分渠道收入及占比



来源：公司公告，国金证券研究所

## 2) 产品：碱性代际领先，积极拓展新品类

南孚电池作为国内碱性电池龙头，长期专注技术升级与产品迭代。自 1988 年成立以来，其核心产品“聚能环”系列持续革新：2002 年推出第一代，2019 年及 2021 年相继推出第二代和第三代，在防漏性能、电池容量及放电效率等方面不断突破。2023 年发布的第四代产品具备超大容量、强耐力和低损耗特性。2025 年 6 月推出的第五代聚能环电池，采用金刚钢壳与超薄密封圈立体扩容技术，电池性能大幅提升，更好适配新电器需求，持续引领行业技术发展与提升品类价值。

图表28：南孚聚能环系列产品加速迭代，引领碱性电池技术发展

| 型号迭代    | 上市时间   | 产品特征                                                                                   |
|---------|--------|----------------------------------------------------------------------------------------|
| 聚能环 1 代 | 2002 年 | “一节更比六节强”深入人心                                                                          |
| 聚能环 2 代 | 2019 年 | 相比 1 代电量增加 25%；双重防漏，保质期长达 10 年；环保无汞无镉                                                  |
| 聚能环 3 代 | 2021 年 | 相比 2 代电量再次增加 30%；自放电更低，四重防漏                                                            |
| 聚能环 4 代 | 2023 年 | 容量更大：0.16mm 精钢薄壳，突破性能内扩容；耐用更强：高密度聚能配方，深度释放更强持久力；损耗更低：降低电阻, 减少内耗, 长储存防跑电                |
| 聚能环 5 代 | 2025 年 | 相比 4 代升级为 0.0158mm 金刚钢壳，内部涂抹石墨烯导电层，让电量释放更快速、高效；首创 Spacemax 超薄密封圈结构设计，容纳更多能量升级，显著降低自放电率 |

来源：公司官网，公司公告，南孚店主服务平台，国金证券研究所

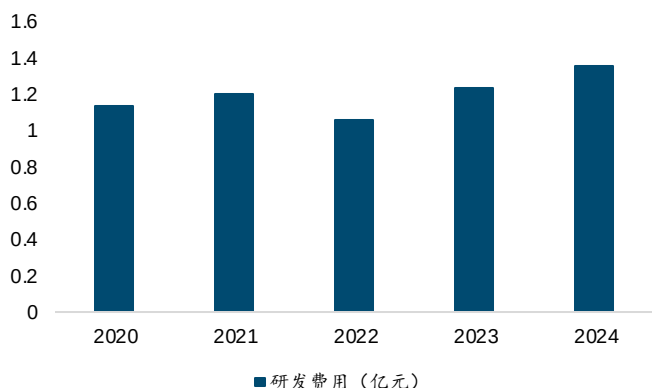
南孚电池在巩固碱性电池主业优势的同时，积极拓展多元化产品布局，已构建覆盖多细分领域的电池产品体系。公司围绕不同应用场景打造专业产品矩阵，已在多个细分品类确立龙头地位：“南孚牌”碱锰电池连续三十二年中国市场销量第一，2023 年其碱性 5 号及 7 号电池国内零售额和销量份额分别达 85.9%与 84.8%；丰蓝 1 号成为燃气灶电池品类开创者；传应纽扣电池稳居全渠道销量榜首。通过持续的产品创新与体系化拓展，南孚不断强化在消费电池领域的综合竞争力。



图表29：南孚电池产品矩阵



图表30：南孚研发投入稳定



来源：公司公告，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

注：20-21 年为亚锦科技数据，22 年及之后为公司数据

### 3) 品牌：护城河深筑，增厚盈利能力

南孚电池通过持续产品升级与技术创新，不断强化品牌领先地位，并获多项权威认可。2025 年 6 月，世界品牌实验室发布《中国 500 最具价值品牌》报告，南孚以 263.86 亿元的品牌价值位列第 365 位，较 2022 年实现价值翻倍，排名提升 48 位，高居电池行业榜首，也是干电池领域唯一上榜品牌。同年 7 月，南孚在第十四届财经峰会暨 2025 新质生产力企业家大会上获评“2025 新质生产力领军企业”，其主打产品聚能环 5 代荣获“2025 杰出产品创新引领奖”，充分体现公司在品牌影响力和产品创新方面的行业领军地位。

图表31：南孚品牌价值三年实现翻倍

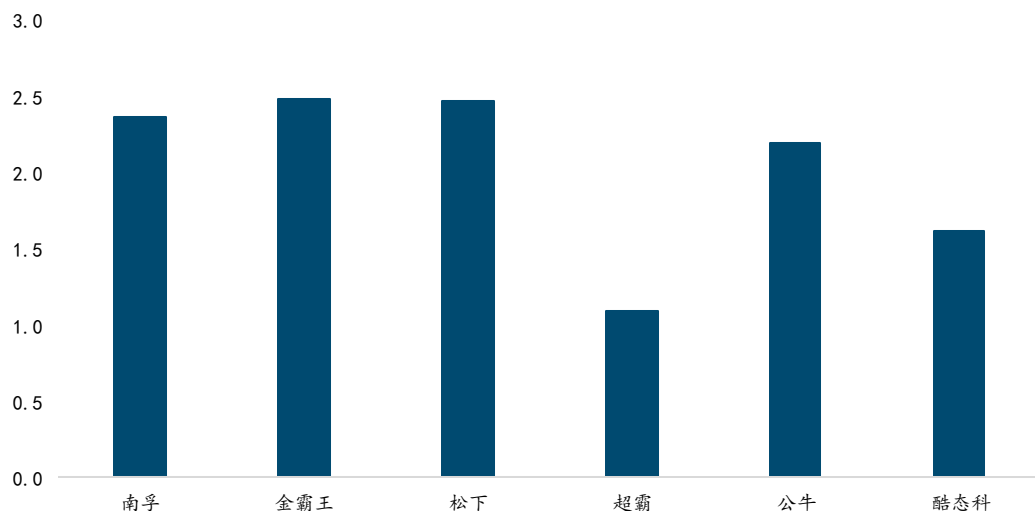
| 2022中国500最具价值品牌排行榜 |      |                 |      | 2025中国500最具价值品牌排行榜 揭晓 |         |                 |      |
|--------------------|------|-----------------|------|-----------------------|---------|-----------------|------|
| 排名                 | 品牌名称 | 品牌价值<br>(亿元人民币) | 主营行业 | 排名                    | 品牌名称    | 品牌价值<br>(亿元人民币) | 主营行业 |
| 413                | 南孚   | 129.84          | 电池   | 365                   | 南孚      | 263.86          | 电池   |
| 414                | 自然堂  | 129.42          | 日化   | 366                   | 皇朝家居    | 259.56          | 家具   |
| 415                | 珠江   | 129.32          | 乐器   | 367                   | M&G晨光文具 | 256.55          | 文具   |
| 416                | 宗申   | 129.11          | 机械   | 368                   | 华夏基金    | 253.45          | 金融   |
| 417                | 中联万洋 | 129.08          | 地产   | 369                   | 爱跑      | 252.78          | 石油化工 |
| 418                | 建三江  | 128.92          | 食品饮料 | 370                   | 大将军瓷砖   | 245.06          | 建材   |

来源：南孚电池公众号，国金证券研究所

南孚凭借强大的品牌影响力，有效避免了低价竞争，掌握了终端定价主导权。以天猫平台 5 号碱性电池为例，南孚单节售价为 2.4 元，价格水平与外资金霸王、松下（2.5 元/节）接近，显著高于其他国内品牌。较高的产品价格与持续提升的市场占有率，充分体现了南孚在一次电池领域显著的定价能力和品牌壁垒。



图表32：天猫平台碱性5号电池品牌均价（单位：元）

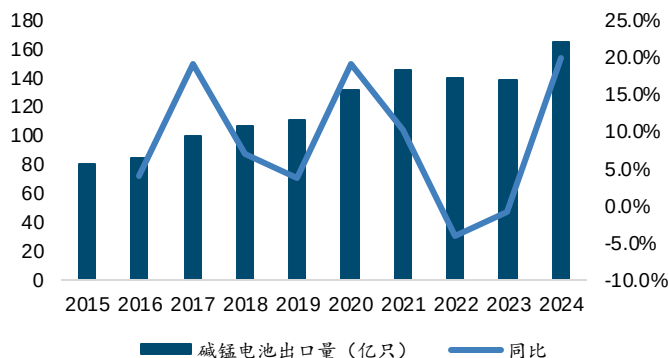


来源：天猫，国金证券研究所

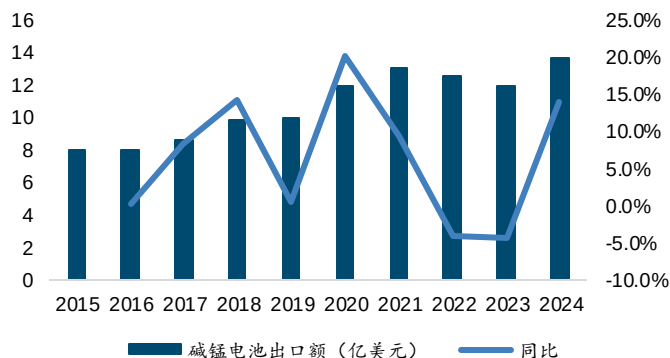
### 3.2、外销：OEM 出海支撑短期快速增长，海外品牌收购有望打开中期成长天花板

南孚电池积极拓展海外市场，出口业务有望成为新增长极。根据《2024 年中国电池行业运行情况》，2024 年国内碱性锌锰电池出口量达 164.6 亿只（扣式+圆柱+其他）、出口额 13.61 亿美元，2015 - 2024 年复合增长率达 6.1%。公司自 2020 年起加速国际化布局，外销收入实现快速提升，2024 年达 7.92 亿元，占总收入的 17.2%，出口业务已成为重要的新增长点。未来南孚有望进一步打开国际市场空间，推动出口业务贡献持续增量。

图表33：中国碱锰电池出口量稳增



图表34：中国碱锰电池出口额稳增



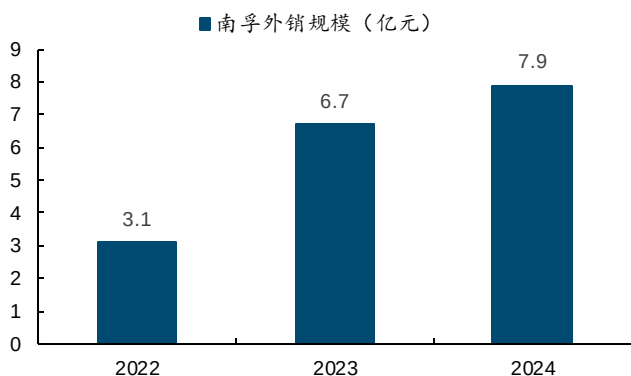
来源：中国化学与物理电源行业协会，《2024 年中国电池行业运行情况》，国金证券研究所

来源：中国化学与物理电源行业协会，《2024 年中国电池行业运行情况》，国金证券研究所



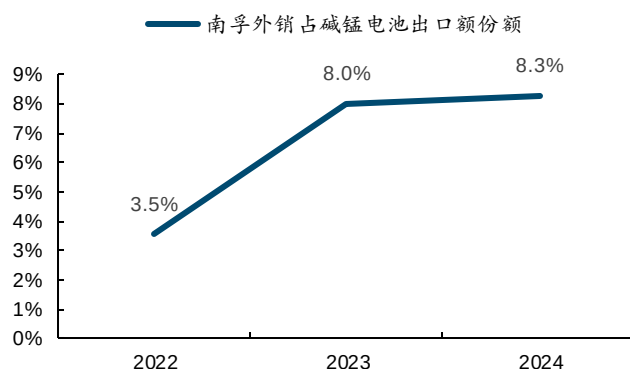


图表35：2022年起南孚外销规模开始快速增长



来源：公司公告，国金证券研究所

图表36：南孚外销占出口比重仍有充分的提升空间



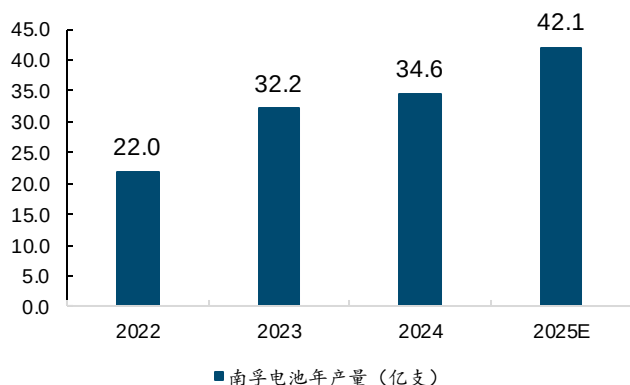
来源：中国化学与物理电源行业协会、《2024年中国电池行业运行情况》、公司公告，国金证券研究所

注：此处以南孚外销额/碱锰电池出口额计算得出份额

**加码产能建设，扩产增效以支撑业务增长。**截至24年末，南孚电池销量为34亿支/年，随着外销业务持续高速增长，南孚现有产能已逐步触达上限，24年公司规划新建4条年产2.5亿只碱性电池的自动化、智能化生产线，预计建设完成后南孚产能有望达到45亿支/年，截止至25H1已有3条投入使用。

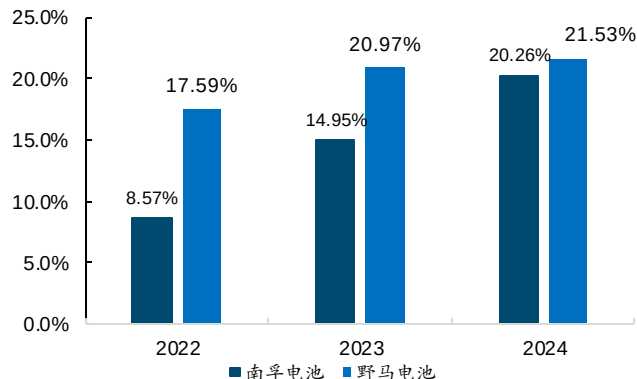
**规模效应驱动盈利能力稳步提升。**2022至2024年，公司出口毛利率从8.6%大幅提升至20.3%，随着规模效应增强，盈利能力显著提高。未来看，随着新增产能的逐步释放、订单集中度提高及议价能力增强，盈利能力具备进一步提升空间。

图表37：南孚电池产能、产量持续提升



来源：公司公告，国金证券研究所 注：2025年数据以24年销量加新增产能（24年投产的产能已剔除）计算而得

图表38：南孚外销毛利率随规模扩张稳步提升



来源：公司公告，国金证券研究所

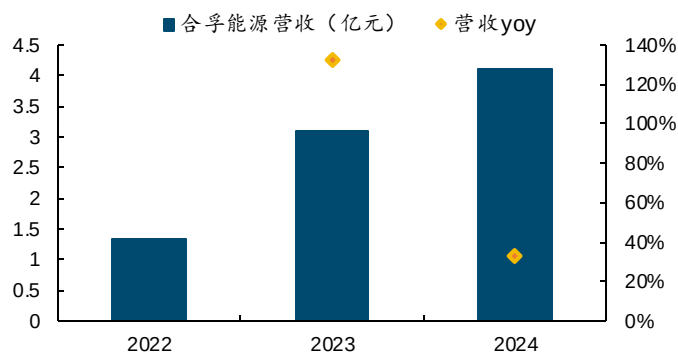
#### 4、安孚平台赋能：可期待产品品类、业务扩张

除电池主业外，公司积极布局储能、充电宝等其他业务。其中储能业务主要通过子公司合孚能源运营，24年实现营收、利润4.11亿元、0.12亿元。充电宝业务以“传应”品牌运营，目前天猫旗舰店价格在100-300元之间，与主流品牌价格类似。

传应充电宝延续南孚在电池产品中的定位，主打安全、耐用，有望受益于充电宝“3C禁令”带来的中小厂商出清。充电宝3C禁令要求所有产品必须通过强制性产品认证（3C认证），未达标产品将被全面淘汰。中小厂商或因缺乏认证能力将被迫退出市场，南孚充电宝产品已通过3C认证，且额定能量符合民航局规定。禁令实施后，南孚充电宝凭借合规优势有望抢占中小厂商退出的市场份额，进一步巩固龙头地位。



图表39：合孚能源规模快速增长



来源：公司公告，国金证券研究所

图表40：充电宝“3C禁令”有望加速中小厂商出清

| 影响维度    | 具体表现                           |
|---------|--------------------------------|
| 市场准入门槛  | 未获3C认证的中小厂商充电宝禁售，管制严格          |
| 行业集中度变化 | 中小厂商因认证能力不足被迫退出，头部企业市场份额提升     |
| 供应链压力   | 电芯认证成为核心资源，中小厂商供应链议价能力弱化       |
| 消费者信任危机 | 无认证产品被召回，消费者转向头部品牌，中小厂商品牌信任度受损 |

来源：财联社，国金证券研究所

## 5、盈利预测与投资建议

我们预计 25-27 年公司实现营业收入分别为 47.99、53.92、60.30 亿元，同比分别+3.5%、+12.4%、+11.8%，归母净利润 2.71、4.27、4.51 亿元，同比分别+61.37%、+57.45%、+5.6%。

按照业务进行拆分，

**碱性电池：**碱性电池是公司的核心业务，碱性电池价格保持稳定，核心取决于销量，内销方面公司凭借强大的渠道+持续的技术迭代预计持续保持领先，外销方面与客户合作加深，预计保持较快增速，且新生产线逐步投入使用扩大产能，由此销量预计保持较快增长速度，贡献收入。由于外销 OEM 模式毛利率低于内销，因此碱性电池整体毛利率受结构影响会有一定下降。我们预计 2025-2027 年碱性电池收入分别为 40.91、47.40、55.47 亿元，同比分别+14.1%、+15.9%、+17.0%，毛利率分别为 51.7%、50.0%、48.7%。

**碳性电池：**主要为丰蓝、益圆电池品牌，碳性电池价格保持稳定，核心取决于销量，预计规模随市场稳步增长，预计销量将受益于规模上升和产能的释放、毛利率随规模上升保持提升。我们预计 2025-2027 年碳性电池收入分别为 3.80、4.10、4.43 亿元，同比分别+10.0%、+8.0%、+8.0%，毛利率分别为 38.0%、39.0%、40.0%。

**其他电池：**主要为纽扣电池、充电锂电池等，预计随下游应用场景不断丰富+渠道赋能而保持增长。我们预计 2025-2027 年其他电池收入分别为 2.20、2.42、2.66 亿元，同比分别+10.0%、+10.0%、+10.0%，毛利率分别为 59.0%、61.0%、62.0%。

**其他业务：**主要为代理业务，由于红牛饮料生产商曜能量的股东结构发生变化，新股东对红牛饮料的代理销售政策作出调整南孚电池于 2025 年第二季度暂停红牛饮料代理业务，基于谨慎性原则我们暂假设红牛业务不再贡献收入，未来公司有望通过引入其他品牌继续保持增长。我们预计 2025-2027 年其他业务收入分别为 1.01、1.11、1.22 亿元，同比分别-80%、+10%、+10%，毛利率分别为 16.50%、16.50%、16.50%。

图表41：盈利预测

| 单位：亿元 | 2023A | 2024A | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|-------|-------|-------|--------|--------|--------|
| 碱性电池  | 33.49 | 35.85 | 40.91  | 47.40  | 55.47  |
| yoy   | 38.2% | 7.05% | 14.1%  | 15.9%  | 17.0%  |
| 毛利率   | 52.4% | 54.0% | 51.7%  | 50.0%  | 48.7%  |
| 碳性电池  | 3.14  | 3.45  | 3.80   | 4.10   | 4.43   |
| yoy   | 26.4% | 10.1% | 10.0%  | 8.0%   | 8.0%   |
| 毛利率   | 36.8% | 37.0% | 38.0%  | 39.0%  | 40.0%  |
| 其他电池  | 1.83  | 2.00  | 2.20   | 2.42   | 2.66   |
| yoy   | 31.5% | 9.1%  | 10.0%  | 10.0%  | 10.0%  |
| 毛利率   | 50.7% | 57.4% | 59.0%  | 61.0%  | 62.0%  |
| 其他业务  | 4.67  | 5.01  | 1.01   | 1.11   | 1.22   |
| yoy   | 51.8% | 7.3%  | -80.0% | 10.0%  | 10.0%  |
| 毛利率   | 17.0% | 16.4% | 16.50% | 16.50% | 16.50% |



| 单位：亿元 | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营收整体  | 43.17 | 46.38 | 47.99 | 53.92 | 60.30 |
| yoy   | 27.6% | 7.4%  | 3.5%  | 12.4% | 11.8% |
| 毛利率   | 47.4% | 48.8% | 50.2% | 49.0% | 47.9% |

来源：国金证券研究所

**费用端：**一次性干电池行业成熟，公司龙头地位稳固，费用整理预计稳健。海外业务不断拓展有望从结构上带动销售费用优化，生产线逐步投入使用也有望使未来规模效应进一步增强，我们预计 2025-2027 年公司销售费用率为 18.40%、18.35%、18.25%，管理费用率为 5.00%、5.00%、4.90%，研发费用率 3.00%、3.00%、3.00%。

**少数股东权益：**25 年 8 月公司完成 31%安孚能源股权收购并过户，对南孚控股比例由 26%已提升至 39%，作为本次收购方案的另一部分，预计对 5%亚锦科技股权的要约收购有望在年内完成。因此 25 年我们按照 Q1-Q3 股东持股 26%、Q4 持股 39%，26、27 年持股 43%计算少数股东损益，我们预计 2025-2027 年少数股东损益分别为 6.36、5.64、6.18 亿元。

**图表42：费用预测**

| 单位：亿元 | 2023A  | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|-------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 销售费用率 | 17.58% | 18.54% | 18.40% | 18.35% | 18.25% |
| 管理费用率 | 5.08%  | 5.13%  | 5.00%  | 5.00%  | 4.90%  |
| 研发费用率 | 2.85%  | 2.93%  | 3.00%  | 3.00%  | 3.00%  |

来源：国金证券研究所

公司核心资产南孚为碱性电池龙头，国内零售市场份额领先，出口业务近年保持高增，现金流稳健增长。我们选取消费电池消费场景及渠道相似的公牛集团、销售渠道类似的飞科电器、商业模式及竞争格局类似的农夫山泉、同有消费电池业务的珠海冠宇和亿纬锂能作为可比公司，2025-2027 年可比公司平均 PE 为 31.9/23.1/19.4x。公司将完全控制南孚电池作为重要战略目标，近年不断增持，后续有望进一步上收南孚股权，给予 26 年目标估值 30x，对应目标价 49.71 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

**图表43：可比公司估值**

| 代码        | 名称    | 股价(元) | EPS   |       |       |       |       | PE    |       |       |       |       |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|           |       |       | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
| 688772.SH | 珠海冠宇* | 22.38 | 0.31  | 0.38  | 0.59  | 1.18  | 1.57  | 71.7  | 42.1  | 37.9  | 19.0  | 14.3  |
| 603195.SH | 公牛集团  | 45.15 | 4.34  | 3.31  | 2.36  | 2.58  | 2.81  | 22.0  | 21.2  | 19.1  | 17.5  | 16.1  |
| 9633.HK   | 农夫山泉  | 54.05 | 1.07  | 1.08  | 1.34  | 1.58  | 1.82  | 38.4  | 29.6  | 40.3  | 34.2  | 29.7  |
| 300014.SZ | 亿纬锂能  | 80.38 | 1.98  | 1.99  | 2.13  | 3.36  | 4.27  | 21.31 | 23.46 | 37.8  | 23.9  | 18.8  |
| 603868.SH | 飞科电器* | 36.16 | 2.34  | 1.05  | 1.5   | 1.74  | 1.99  | 21.57 | 39.5  | 24.1  | 20.8  | 18.2  |
|           | 平均    |       |       |       |       |       |       | 35.0  | 31.2  | 31.9  | 23.1  | 19.4  |
| 603031.SH | 公司    | 41.59 | 0.80  | 0.80  | 1.05  | 1.66  | 1.75  | 60.5  | 35.9  | 39.5  | 25.1  | 23.8  |

来源：Wind，国金证券研究所 注：股价为 10 月 10 日收盘价，标“\*”为 Wind 一致预期，其余为国金证券研究所预测

## 6、风险提示

**原材料价格波动风险：**锌粉、电解二氧化锰等原材料价格波动直接影响成本。若原材料价格大幅上涨且公司无法有效转移成本，将压缩利润空间。

**产品替代风险：**碱性电池虽在小放电量领域仍具优势，但随着锂电池等二次电池技术进步及突破，存在被替代风险。

**并购重组进展不及预期：**本次及后续并购交易需取得上海证券交易所审核通过、中国证监会同意注册等多方条件方可实施。本次重组方案，截至 2025 年 9 月 30 日，尽管上交所重组委已通过审核，但证监会注册批复尚未完成，存在政策调整或审核标准变化导致审批延迟的风险。若后续并购交易审批延迟、市场波动导致估值分歧等可能导致并购进展慢于预期。


**附录：三张报表预测摘要**
**损益表 (人民币百万元)**

|                     | 2022          | 2023          | 2024          | 2025E         | 2026E         | 2027E         |
|---------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>主营业务收入</b>       | <b>3,383</b>  | <b>4,318</b>  | <b>4,638</b>  | <b>4,799</b>  | <b>5,392</b>  | <b>6,030</b>  |
| 增长率                 |               | 27.6%         | 7.4%          | 3.5%          | 12.4%         | 11.8%         |
| <b>主营业务成本</b>       | <b>-1,808</b> | <b>-2,271</b> | <b>-2,374</b> | <b>-2,392</b> | <b>-2,752</b> | <b>-3,140</b> |
| %销售收入               | 53.4%         | 52.6%         | 51.2%         | 49.8%         | 51.0%         | 52.1%         |
| <b>毛利</b>           | <b>1,575</b>  | <b>2,046</b>  | <b>2,264</b>  | <b>2,407</b>  | <b>2,639</b>  | <b>2,890</b>  |
| %销售收入               | 46.6%         | 47.4%         | 48.8%         | 50.2%         | 49.0%         | 47.9%         |
| <b>营业税金及附加</b>      | <b>-29</b>    | <b>-32</b>    | <b>-37</b>    | <b>-38</b>    | <b>-43</b>    | <b>-48</b>    |
| %销售收入               | 0.8%          | 0.7%          | 0.8%          | 0.8%          | 0.8%          | 0.8%          |
| <b>销售费用</b>         | <b>-631</b>   | <b>-759</b>   | <b>-860</b>   | <b>-883</b>   | <b>-989</b>   | <b>-1,100</b> |
| %销售收入               | 18.7%         | 17.6%         | 18.5%         | 18.4%         | 18.4%         | 18.3%         |
| <b>管理费用</b>         | <b>-200</b>   | <b>-219</b>   | <b>-238</b>   | <b>-240</b>   | <b>-270</b>   | <b>-295</b>   |
| %销售收入               | 5.9%          | 5.1%          | 5.1%          | 5.0%          | 5.0%          | 4.9%          |
| <b>研发费用</b>         | <b>-106</b>   | <b>-123</b>   | <b>-136</b>   | <b>-144</b>   | <b>-162</b>   | <b>-181</b>   |
| %销售收入               | 3.1%          | 2.9%          | 2.9%          | 3.0%          | 3.0%          | 3.0%          |
| <b>息税前利润 (EBIT)</b> | <b>609</b>    | <b>913</b>    | <b>993</b>    | <b>1,102</b>  | <b>1,175</b>  | <b>1,265</b>  |
| %销售收入               | 18.0%         | 21.1%         | 21.4%         | 23.0%         | 21.8%         | 21.0%         |
| <b>财务费用</b>         | <b>-72</b>    | <b>-73</b>    | <b>-22</b>    | <b>-33</b>    | <b>-13</b>    | <b>-10</b>    |
| %销售收入               | 2.1%          | 1.7%          | 0.5%          | 0.7%          | 0.2%          | 0.2%          |
| <b>资产减值损失</b>       | <b>18</b>     | <b>-4</b>     | <b>-30</b>    | <b>-7</b>     | <b>-1</b>     | <b>-1</b>     |
| <b>公允价值变动收益</b>     | <b>0</b>      | <b>0</b>      | <b>0</b>      | <b>0</b>      | <b>0</b>      | <b>0</b>      |
| <b>投资收益</b>         | <b>13</b>     | <b>-17</b>    | <b>6</b>      | <b>5</b>      | <b>5</b>      | <b>5</b>      |
| %税前利润               | 2.2%          | n.a           | 0.6%          | 0.5%          | 0.4%          | 0.4%          |
| <b>营业利润</b>         | <b>581</b>    | <b>844</b>    | <b>963</b>    | <b>1,082</b>  | <b>1,181</b>  | <b>1,274</b>  |
| 营业利润率               | 17.2%         | 19.5%         | 20.8%         | 22.5%         | 21.9%         | 21.1%         |
| <b>营业外收支</b>        | <b>-1</b>     | <b>0</b>      | <b>-1</b>     | <b>-1</b>     | <b>-1</b>     | <b>-1</b>     |
| <b>税前利润</b>         | <b>581</b>    | <b>844</b>    | <b>962</b>    | <b>1,081</b>  | <b>1,180</b>  | <b>1,273</b>  |
| 利润率                 | 17.2%         | 19.5%         | 20.7%         | 22.5%         | 21.9%         | 21.1%         |
| <b>所得税</b>          | <b>-69</b>    | <b>-134</b>   | <b>-155</b>   | <b>-173</b>   | <b>-189</b>   | <b>-204</b>   |
| 所得税率                | 11.8%         | 15.8%         | 16.1%         | 16.0%         | 16.0%         | 16.0%         |
| <b>净利润</b>          | <b>512</b>    | <b>710</b>    | <b>807</b>    | <b>908</b>    | <b>991</b>    | <b>1,070</b>  |
| <b>少数股东损益</b>       | <b>430</b>    | <b>594</b>    | <b>639</b>    | <b>637</b>    | <b>564</b>    | <b>618</b>    |
| <b>归属于母公司的净利润</b>   | <b>82</b>     | <b>116</b>    | <b>168</b>    | <b>271</b>    | <b>427</b>    | <b>451</b>    |
| 净利率                 | 2.4%          | 2.7%          | 3.6%          | 5.7%          | 7.9%          | 7.5%          |

**现金流量表 (人民币百万元)**

|                 | 2022          | 2023          | 2024        | 2025E         | 2026E        | 2027E        |
|-----------------|---------------|---------------|-------------|---------------|--------------|--------------|
| <b>净利润</b>      | <b>512</b>    | <b>710</b>    | <b>807</b>  | <b>908</b>    | <b>991</b>   | <b>1,070</b> |
| <b>少数股东损益</b>   | <b>430</b>    | <b>594</b>    | <b>639</b>  | <b>637</b>    | <b>564</b>   | <b>618</b>   |
| <b>非现金支出</b>    | <b>106</b>    | <b>115</b>    | <b>140</b>  | <b>101</b>    | <b>112</b>   | <b>120</b>   |
| <b>非经营收益</b>    | <b>56</b>     | <b>99</b>     | <b>61</b>   | <b>-14</b>    | <b>21</b>    | <b>17</b>    |
| <b>营运资金变动</b>   | <b>335</b>    | <b>-60</b>    | <b>-74</b>  | <b>566</b>    | <b>22</b>    | <b>29</b>    |
| <b>经营活动现金净流</b> | <b>1,009</b>  | <b>865</b>    | <b>935</b>  | <b>1,560</b>  | <b>1,147</b> | <b>1,236</b> |
| <b>资本开支</b>     |               |               | <b>-103</b> | <b>-382</b>   | <b>-201</b>  | <b>-176</b>  |
| <b>投资</b>       | <b>-2,265</b> |               | <b>-37</b>  | <b>-431</b>   | <b>-645</b>  | <b>-495</b>  |
| <b>其他</b>       | <b>99</b>     | <b>-2</b>     | <b>11</b>   | <b>5</b>      | <b>5</b>     | <b>5</b>     |
| <b>投资活动现金净流</b> | <b>-2,176</b> | <b>-698</b>   | <b>-129</b> | <b>-808</b>   | <b>-841</b>  | <b>-666</b>  |
| <b>股权募资</b>     | <b>270</b>    | <b>1,232</b>  | <b>0</b>    | <b>1,301</b>  | <b>0</b>     | <b>0</b>     |
| <b>债权募资</b>     | <b>445</b>    | <b>-149</b>   | <b>509</b>  | <b>-1,266</b> | <b>-81</b>   | <b>-135</b>  |
| <b>其他</b>       | <b>-231</b>   | <b>-1,098</b> | <b>-724</b> | <b>-141</b>   | <b>-180</b>  | <b>-184</b>  |
| <b>筹资活动现金净流</b> | <b>484</b>    | <b>-15</b>    | <b>-215</b> | <b>-107</b>   | <b>-261</b>  | <b>-320</b>  |
| <b>现金净流量</b>    | <b>-681</b>   | <b>151</b>    | <b>594</b>  | <b>646</b>    | <b>45</b>    | <b>250</b>   |

**资产负债表 (人民币百万元)**

|                 | 2022         | 2023         | 2024         | 2025E        | 2026E        | 2027E        |
|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>货币资金</b>     | <b>412</b>   | <b>569</b>   | <b>1,243</b> | <b>1,888</b> | <b>1,932</b> | <b>2,182</b> |
| <b>应收款项</b>     | <b>209</b>   | <b>263</b>   | <b>391</b>   | <b>399</b>   | <b>463</b>   | <b>535</b>   |
| <b>存货</b>       | <b>434</b>   | <b>389</b>   | <b>396</b>   | <b>386</b>   | <b>445</b>   | <b>507</b>   |
| <b>其他流动资产</b>   | <b>124</b>   | <b>126</b>   | <b>989</b>   | <b>604</b>   | <b>1,093</b> | <b>1,472</b> |
| <b>流动资产</b>     | <b>1,180</b> | <b>1,346</b> | <b>3,021</b> | <b>3,278</b> | <b>3,933</b> | <b>4,696</b> |
| %总资产            | 19.5%        | 20.1%        | 42.2%        | 41.6%        | 44.8%        | 48.4%        |
| <b>长期投资</b>     | <b>511</b>   | <b>412</b>   | <b>14</b>    | <b>216</b>   | <b>366</b>   | <b>466</b>   |
| <b>固定资产</b>     | <b>658</b>   | <b>634</b>   | <b>657</b>   | <b>865</b>   | <b>891</b>   | <b>912</b>   |
| %总资产            | 10.9%        | 9.5%         | 9.2%         | 11.0%        | 10.1%        | 9.4%         |
| <b>无形资产</b>     | <b>3,316</b> | <b>3,276</b> | <b>3,237</b> | <b>3,310</b> | <b>3,373</b> | <b>3,408</b> |
| <b>非流动资产</b>    | <b>4,867</b> | <b>5,361</b> | <b>4,136</b> | <b>4,609</b> | <b>4,853</b> | <b>5,014</b> |
| %总资产            | 80.5%        | 79.9%        | 57.8%        | 58.4%        | 55.2%        | 51.6%        |
| <b>资产总计</b>     | <b>6,047</b> | <b>6,707</b> | <b>7,157</b> | <b>7,887</b> | <b>8,786</b> | <b>9,710</b> |
| <b>短期借款</b>     | <b>550</b>   | <b>1,029</b> | <b>1,438</b> | <b>472</b>   | <b>491</b>   | <b>455</b>   |
| <b>应付款项</b>     | <b>765</b>   | <b>457</b>   | <b>568</b>   | <b>542</b>   | <b>623</b>   | <b>709</b>   |
| <b>其他流动负债</b>   | <b>476</b>   | <b>453</b>   | <b>486</b>   | <b>468</b>   | <b>527</b>   | <b>588</b>   |
| <b>流动负债</b>     | <b>1,791</b> | <b>1,939</b> | <b>2,493</b> | <b>1,482</b> | <b>1,640</b> | <b>1,752</b> |
| <b>长期贷款</b>     | <b>1,327</b> | <b>697</b>   | <b>799</b>   | <b>499</b>   | <b>399</b>   | <b>299</b>   |
| <b>其他长期负债</b>   | <b>100</b>   | <b>80</b>    | <b>75</b>    | <b>2</b>     | <b>1</b>     | <b>1</b>     |
| <b>负债</b>       | <b>3,218</b> | <b>2,716</b> | <b>3,367</b> | <b>1,983</b> | <b>2,040</b> | <b>2,053</b> |
| <b>普通股股东权益</b>  | <b>567</b>   | <b>1,861</b> | <b>1,836</b> | <b>3,313</b> | <b>3,591</b> | <b>3,884</b> |
| 其中：股本           | <b>112</b>   | <b>146</b>   | <b>211</b>   | <b>258</b>   | <b>258</b>   | <b>258</b>   |
| 未分配利润           | <b>286</b>   | <b>402</b>   | <b>504</b>   | <b>681</b>   | <b>959</b>   | <b>1,252</b> |
| <b>少数股东权益</b>   | <b>2,262</b> | <b>2,130</b> | <b>1,954</b> | <b>2,591</b> | <b>3,155</b> | <b>3,773</b> |
| <b>负债股东权益合计</b> | <b>6,047</b> | <b>6,707</b> | <b>7,157</b> | <b>7,887</b> | <b>8,786</b> | <b>9,710</b> |

**比率分析**

|               | 2022     | 2023   | 2024   | 2025E   | 2026E   | 2027E   |
|---------------|----------|--------|--------|---------|---------|---------|
| <b>每股指标</b>   |          |        |        |         |         |         |
| 每股收益          | 0.729    | 0.796  | 0.797  | 1.053   | 1.657   | 1.750   |
| 每股净资产         | 5.067    | 12.782 | 8.696  | 12.850  | 13.928  | 15.065  |
| 每股经营现金净流      | 9.006    | 5.939  | 4.429  | 6.052   | 4.448   | 4.795   |
| 每股股利          | 0.000    | 0.450  | 0.240  | 0.368   | 0.580   | 0.612   |
| <b>回报率</b>    |          |        |        |         |         |         |
| 净资产收益率        | 14.38%   | 6.22%  | 9.16%  | 8.19%   | 11.90%  | 11.62%  |
| 总资产收益率        | 1.35%    | 1.73%  | 2.35%  | 3.44%   | 4.86%   | 4.65%   |
| 投入资本收益率       | 11.22%   | 13.25% | 13.66% | 13.46%  | 12.93%  | 12.63%  |
| <b>增长率</b>    |          |        |        |         |         |         |
| 主营业务收入增长率     | 101.71%  | 27.62% | 7.43%  | 3.46%   | 12.36%  | 11.83%  |
| EBIT 增长率      | N/A      | 49.79% | 8.85%  | 10.90%  | 6.70%   | 7.64%   |
| 净利润增长率        | -259.14% | 41.93% | 45.20% | 61.37%  | 57.45%  | 5.59%   |
| 总资产增长率        | 93.00%   | 10.91% | 6.71%  | 10.20%  | 11.40%  | 10.51%  |
| <b>资产管理能力</b> |          |        |        |         |         |         |
| 应收账款周转天数      | 11.0     | 18.5   | 24.4   | 29.0    | 30.0    | 31.0    |
| 存货周转天数        | 78.0     | 66.1   | 60.3   | 60.0    | 60.0    | 60.0    |
| 应付账款周转天数      | 65.1     | 53.2   | 51.4   | 55.0    | 55.0    | 55.0    |
| 固定资产周转天数      | 70.3     | 53.1   | 48.4   | 56.5    | 48.0    | 40.6    |
| <b>偿债能力</b>   |          |        |        |         |         |         |
| 净负债/股东权益      | 51.66%   | 28.58% | 23.58% | -16.05% | -15.83% | -18.92% |
| EBIT 利息保障倍数   | 8.5      | 12.6   | 44.8   | 33.4    | 88.9    | 128.7   |
| 资产负债率         | 53.22%   | 40.49% | 47.05% | 25.15%  | 23.22%  | 21.14%  |

来源：公司公告、国金证券研究所


**市场中相关报告评级比率分析**

| 日期 | 一周内  | 一月内  | 二月内  | 三月内  | 六月内  |
|----|------|------|------|------|------|
| 买入 | 0    | 3    | 4    | 4    | 6    |
| 增持 | 0    | 1    | 3    | 3    | 0    |
| 中性 | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 减持 | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 评分 | 0.00 | 1.25 | 1.43 | 1.43 | 1.00 |

来源：iFind

**市场中相关报告评级比率分析说明：**

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

**最终评分与平均投资建议对照：**

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
 3.01~4.0=减持

**投资评级的说明：**

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。





## 特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

### 上海

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

### 北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建国内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

### 深圳

电话：0755-86695353

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心

18 楼 1806



【小程序】  
国金证券研究服务



【公众号】  
国金证券研究