

安孚科技 (603031.SH)

增持 (维持)

南孚电池穿透持股比例提升至 46%，将加大第二曲线培育

中游制造/电力设备及新能源
目标估值: NA
当前股价: 39.0 元

公司 25 年 11 月在前次增发和现金收购基础上，再次收购安孚能源余下股份，实现 100% 控股，目前公司穿透持有南孚电池股权已提升至 46%，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，海外 OEM 业务获得突破开始高速增长。同时，公司在 AI 硬科技领域积极谋求培育第二曲线，未来有望继续加码。

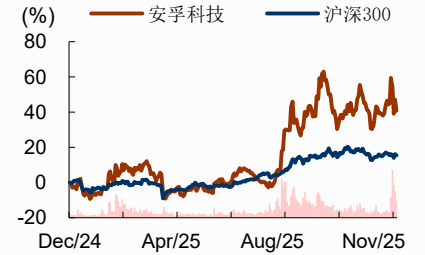
基础数据

总股本 (百万股)	258
已上市流通股 (百万股)	211
总市值 (十亿元)	10.1
流通市值 (十亿元)	8.2
每股净资产 (MRQ)	11.8
ROE (TTM)	6.3
资产负债率	39.7%
主要股东	宁波九格众蓝股权投资合伙
主要股东持股比例	10.34%

□ **穿透持有南孚电池股权提升至 46%**。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。2025 年 9~11 月，公司通过增发和现金购买安孚能源 31% 股权，并以安孚能源为主体现金要约收购亚锦科技 5% 股权，穿透持股达 43%。今年 11 月，公司进一步完成对安孚能源余下股权收购，实现 100% 控股，当前公司穿透合计持有南孚电池股权 46.02%。后续公司还有意继续提升持股比。

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	1	48	45
相对表现	2	30	28



资料来源: 公司数据、招商证券

□ **南孚品牌力强，海外 OEM 业务有望驱动增长加速**。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，长期高分红，ROA、ROE 分别保持在 30%、100% 以上。公司国内场传统业务稳中有增，此外充电宝业务也开始快起量。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，并针对海外需求持续扩产，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。伴随海外业务占比的持续提高，预计公司总体增长有望提速。

相关报告

- 《安孚科技 (603031) 一收购议案通过上交所审核，将显著提升南孚电池持股比例》2025-08-12
- 《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

□ **加大第二曲线培育**。在上市公司强劲造血能力基础上，公司开始加大第二曲线培育。今年投资了渲染 GPU 领先公司象帝先，此次领投易缆微，布局下一代光芯片，未来不排除继续外延并购有关联的硬科技资产。

□ **投资建议**：南孚电池已完成并表，后续海外业务和第二曲线值得期待，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	4641	4825	5094
同比增长	28%	7%	0%	4%	6%
营业利润(百万元)	844	963	1082	1244	1406
同比增长	45%	14%	12%	15%	13%
归母净利润(百万元)	116	168	417	480	542
同比增长	42%	45%	148%	15%	13%
每股收益(元)	0.80	0.80	1.62	1.86	2.10
PE	49.0	49.0	24.1	21.0	18.5
PB	3.1	4.5	2.8	2.5	2.3

资料来源: 公司数据、招商证券

游家训 S1090515050001

✉ youjx@cmschina.com.cn

吕昊 S1090524020002

✉ lvhao1@cmschina.com.cn

正文目录

一、推进增持南孚电池股权方案.....	3
1、资产重组完成主业转型.....	3
2、持续提升南孚电池持股比例.....	4
二、加大二曲线培育，专注硬科技.....	5
盈利预测.....	6
风险提示.....	7

图表目录

图 1: 安孚科技股权架构.....	4
图 2: 象帝先芯片产品.....	5
图 3: 象帝先显卡产品.....	5
图 4: 苏州易缆微硅光异质集成晶圆.....	6
图 5: 硅光异质集成薄膜铌酸锂中试线通线.....	6
图 9: 安孚科技历史 PEBand.....	7
图 10: 安孚科技历史 PBBand.....	7
表 1: 公司历次收购南孚股权经历.....	3
表 2: 业绩预测.....	6
附: 财务预测表.....	8

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、6.99 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%。

4、2025 年 11 月公司完成第四次重组。2025 年 9 月公司通过增发和现金对价 11.52 亿元购买子公司安孚能源 31% 股权，11 月以安徽安孚能源科技为实施主体现金 3.75 亿元要约收购亚锦科技 5% 股份。承诺净利润分别为：安孚能源 3.51 亿元、3.77 亿元、3.98 亿元；亚锦科技 7.46 亿元、7.76 亿元、8.02 亿元；南孚电池 9.14 亿元、9.5 亿元、9.82 亿元。

11 月公司再以 3.04 亿元现金收购正通博源持有的安孚能源剩余 6.7402% 股权，至此安孚能源成为其全资子公司，公司穿透持有南孚电池股权提升到 46.02%。

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%

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
2025年9~11月	9月通过增发和现金对价11.52亿元购买子公司安孚能源31%股权,11月以安徽安孚能源科技为实施主体现金3.75亿元要约收购亚锦科技5%股份。	15.27	43%	16.9%
2025年11月	11月再以3.04亿元收购安孚能源剩余6.7402%股权,至此安孚能源成为其全资子公司,公司穿透持有南孚电池股权提升到46.02%。	3.04	46.0%	3.0%

资料来源:公司公告、招商证券

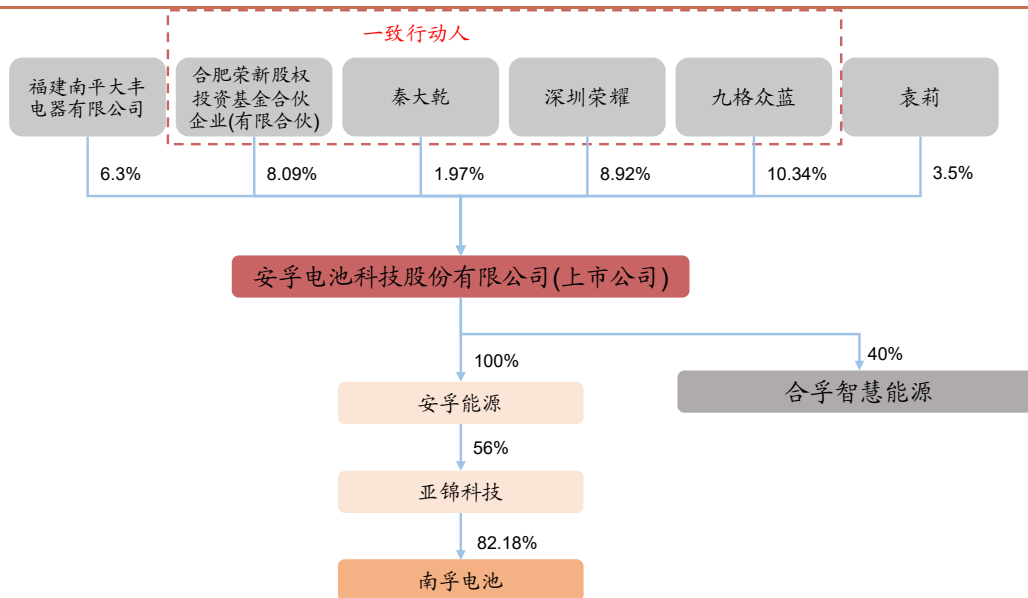
2、持续提升南孚电池持股比例

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,2025年9月完成增发和现金收购南孚电池31%股权,11月完成要约收购亚锦科技5%股权。

2025年11月,公司以现金收购方式收购子公司安徽安孚能源科技有限公司余下6.7402%股权,完成后已实现100%控股。本次评估按2024年12月31日业绩基准,安孚能源100%股权评估值450,499.98万元(前次2023年12月31日419,652.00万元)。

本次收购完成后,公司穿透持有南孚电池股权比例已由43%提升至46.01%,进一步增厚上市公司业绩,后续公司将继续增持南孚电池股权。

图 1: 安孚科技股权架构



资料来源:公司公告、招商证券

二、加大二曲线培育，专注硬科技

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，其性能和技术指标均达到国内领先水平，配套伏羲A0、B0两款芯片，A0专注填补国产高端渲染产品空白，B0则是GPU与NPU融合的芯片，主打端侧模型部署和快速兴起的AIPC市场。

领头易缆微，布局光芯片。公司近日作为产业投资人领投苏州易缆微。易缆微创建于2021年，自主开发了硅光异质集成薄膜铌酸锂全栈技术平台、掌握了人工智能数据中心单波200G/400G高速电光调制等一系列关键技术，成功开发了适用于1.6T/3.2T光模块、光电共封装CPO、全光交换OCS等的光电芯片。公司目前已拥有硅光异质集成薄膜铌酸锂中试线，可支撑年产芯片20万-50万颗的产能需求，有源产品实现头部客户送样。同时高密度无源产品已经量产，配套头部光模块厂家。

图 2：象帝先芯片产品



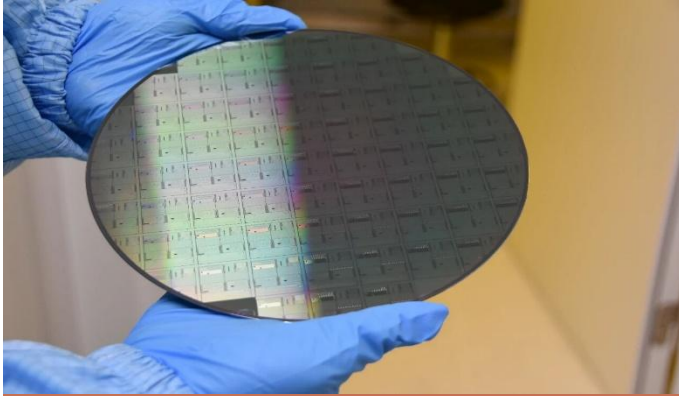
资料来源：公司官网、招商证券

图 3：象帝先显卡产品



资料来源：公司官网、招商证券

图 4：苏州易缆微硅光异质集成晶圆



资料来源：易缆微公众号、招商证券

图 5：硅光异质集成薄膜铌酸锂中试线通线



资料来源：易缆微公众号、招商证券

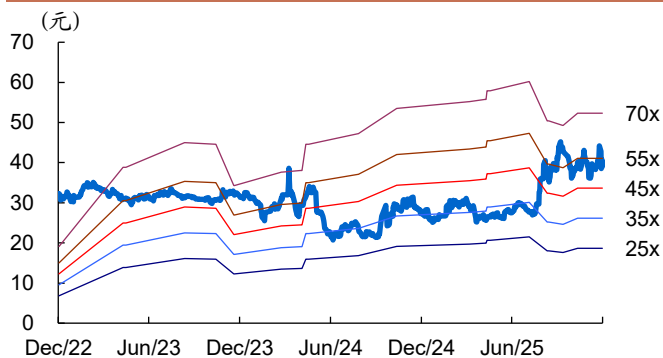
盈利预测

表 2：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	3692.8	3803.5	3993.7
	YOY	7.0%	3.0%	3.0%	5.0%
	营业成本	1649.2	1661.7	1711.6	1757.2
	毛利率	54%	55%	55%	56%
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	355.1	380.0	406.6
	YOY	8%	-30%	7%	7%
	营业成本	422.30	294.7	315.4	337.4
	毛利率	17%	17%	17%	17%
合计	营业收入	4638.30	4641.37	4825.16	5094.11
	YOY	7.4%	0.1%	4.0%	5.6%
	营业成本	3667.20	2290.79	2390.07	2486.54
	毛利率	48%	51%	50%	51%

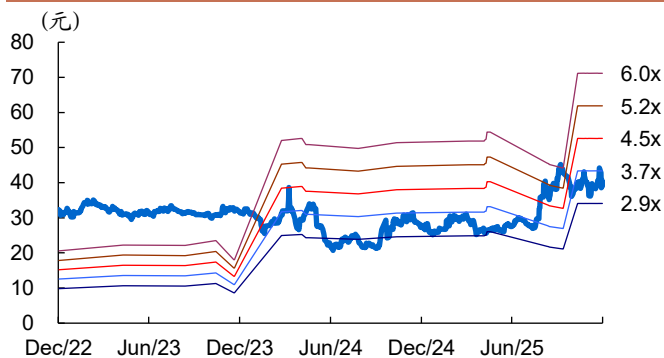
资料来源：公司公告，招商证券

图 6: 安孚科技历史 PEBand



资料来源: 公司数据、招商证券

图 7: 安孚科技历史 PBBand



资料来源: 公司数据、招商证券

参考报告:

深度报告: 收购议案通过上交所审核, 将显著提升南孚电池持股比例, 20250812

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, 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。

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	4373	5358	5185
现金	569	1243	2607	3527	3265
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	374	389	410
其它应收款	13	10	10	10	10
存货	389	396	385	399	415
其他	111	897	897	932	984
非流动资产	5361	4136	4145	4052	4036
长期股权投资	8	13	13	13	13
固定资产	628	614	668	716	760
无形资产商誉	3265	3223	3151	3086	3027
其他	1460	285	314	237	235
资产总计	6707	7157	8518	9410	9221
流动负债	1939	2493	2044	2376	1105
短期借款	832	1087	1000	1300	0
应付账款	368	422	410	425	442
预收账款	253	281	273	283	294
其他	485	703	361	369	369
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	3018	3351	2079
股本	146	211	258	258	258
资本公积金	1379	1314	2621	2621	2621
留存收益	336	311	678	1074	1520
少数股东权益	2130	1954	1944	2107	2744
归属于母公司所有者权益	1861	1836	3556	3952	4399
负债及权益合计	6707	7157	8518	9410	9221

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	865	935	1044	1144	1248
净利润	710	807	907	1043	1179
折旧摊销	106	104	131	128	125
财务费用	99	68	25	25	25
投资收益	17	(6)	(20)	(21)	(21)
营运资金变动	(50)	(37)	0	(33)	(63)
其它	(17)	(2)	1	2	3
投资活动现金流	(698)	(129)	(620)	(415)	(89)
资本支出	(61)	(103)	(110)	(110)	(110)
其他投资	(637)	(26)	(510)	(305)	21
筹资活动现金流	(15)	(215)	940	192	(1421)
借款变动	(1133)	(126)	(338)	300	(1300)
普通股增加	34	66	47	0	0
资本公积增加	1173	(66)	1307	0	0
股利分配	0	(66)	(51)	(83)	(96)
其他	(88)	(23)	(25)	(25)	(25)
现金净增加额	152	591	1363	921	(263)

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	4318	4638	4641	4825	5094
营业成本	2271	2374	2309	2390	2487
营业税金及附加	32	37	37	38	41
营业费用	759	860	835	796	815
管理费用	219	238	238	232	229
研发费用	123	136	125	116	112
财务费用	73	22	25	25	25
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	15	15	15
投资收益	(17)	6	6	6	6
营业利润	844	963	1082	1244	1406
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	1081	1243	1406
所得税	134	155	174	200	227
少数股东损益	594	639	490	563	637
归属于母公司净利润	116	168	417	480	542

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	28%	7%	0%	4%	6%
营业利润	45%	14%	12%	15%	13%
归母净利润	42%	45%	148%	15%	13%
获利能力					
毛利率	47.4%	48.8%	50.2%	50.5%	51.2%
净利率	2.7%	3.6%	9.0%	9.9%	10.6%
ROE	9.5%	9.1%	15.5%	12.8%	13.0%
ROIC	14.9%	14.1%	13.8%	13.6%	14.7%
偿债能力					
资产负债率	40.5%	47.0%	35.4%	35.6%	22.5%
净负债比率	25.7%	31.3%	22.3%	23.4%	9.8%
流动比率	0.7	1.2	2.1	2.3	4.7
速动比率	0.5	1.1	2.0	2.1	4.3
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.7	0.6	0.5	0.5
存货周转率	5.5	6.0	5.9	6.1	6.1
应收账款周转率	19.6	14.9	12.4	12.6	12.7
应付账款周转率	6.1	6.0	5.5	5.7	5.7
每股资料(元)					
EPS	0.80	0.80	1.62	1.86	2.10
每股经营净现金	5.94	4.43	4.05	4.44	4.84
每股净资产	12.78	8.70	13.79	15.33	17.06
每股股利	0.45	0.24	0.32	0.37	0.42
估值比率					
PE	49.0	49.0	24.1	21.0	18.5
PB	3.1	4.5	2.8	2.5	2.3
EV/EBITDA	10.9	10.2	8.6	7.6	6.8

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。