

## 如何重估南孚资产+安孚第二成长曲线？

### 投资要点

- **推荐逻辑：**为什么我们认为市场低估南孚电池资产？1) 南孚碱性电池细分市场国内零售的市占率超过 85%，属于超强寡头，而非一般的行业龙头，连续 32 年销量常年第一，地位稳固，且南孚电池品牌家喻户晓，国民认知度高；2) **高 roe 的现金奶牛资产**，粗略计算其 roe 超 100%；3) 投资布局国产 GPU 象帝先，并且积极围绕半导体等领域，布局第二成长曲线。
- **南孚电池的未来空间在哪？**1) **出海战略，或再造一个南孚：**根据中国报告大厅发布《2025-2030 年中国电池产业运行态势及投资规划深度研究报告》数据显示，2025 年全球锌锰电池（碱性+碳性）市场规模约 80 亿美元，2024 年 12 月 31 日美元兑人民币汇率约 7.3，则全球锌锰电池市场规模约 584 亿元，市场空间较大。**中短期 OEM 模式：**根据公司公告，2024 年南孚电池海外出口电池 10 亿只，海外营业收入 7.91 亿元。2024 年新建 4 条产线，产能为 2.5 亿只/条，合计产能 10 亿只，有一条在 2024 年已经投入使用，主要用于满足海外市场订单增长造成产能不足的需求，假设 10 亿只产能满产满销，**新增营业收入约 6 亿元**。**中长期品牌出海：**考虑到南孚电池中长期的品牌出海战略，国内外市场规模体量的不同，预计产能将持续扩张，未来新增的营业收入也持续增长。2) **借助品牌渠道，或培育出充电宝等第二爆品：**南孚电池覆盖国内 2000 多家经销商和 300 万个零售网点，涵盖中国主要的零售商网络点。充电宝 3C 禁令，推动中小厂商出清，而南孚充电宝已通过 3C 认证，且额定能量符合民航局规定，未来借助南孚品牌和渠道优势，或培育第二爆品。
- **围绕半导体等领域，积极探索新业务。**公司管理层一直致力于通过并购，投资优质资产，并对标的资产整合赋能等方式提升上市公司资产质量，积极提升股东权益。在做好南孚电池核心业务的前提下，还积极围绕高端半导体制造等硬科技领域进行深度探索和资源投入，力争为公司中长期发展注入新动力，开启第二成长曲线
- **盈利预测与投资建议。**预计 2025-2027 年 EPS 分别为 1.00 元、1.66 元、1.85 元，对应 PE 分别为 40 倍、24 倍、22 倍。基于南孚电池优质资产，未来随着公司出海战略落实，海外销量将持续增长，给予 26 年 40 倍 PE，对应目标价 66.4 元，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**南孚电池销量增长不及预期的风险，毛利率大幅变动的风险，商誉大幅减值的风险。

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	4638.33	4963.00	5500.00	6240.00
增长率	7.43%	7.00%	10.82%	13.45%
归属母公司净利润（百万元）	168.18	258.31	427.01	477.47
增长率	45.20%	53.59%	65.31%	11.82%
每股收益 EPS（元）	0.65	1.00	1.66	1.85
净资产收益率 ROE	21.30%	18.74%	16.47%	16.07%
PE	61	40	24	22
PB	5.62	4.62	4.07	3.69

数据来源：Wind，西南证券

### 西南证券研究院

分析师：韩晨  
执业证号：S1250520100002  
电话：021-58351923  
邮箱：hch@swsc.com.cn

分析师：王兴网  
执业证号：S1250525050002  
电话：021-58351924  
邮箱：wangxw@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源：聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	2.58
流通 A 股(亿股)	2.11
52 周内股价区间(元)	25.37-45.2
总市值(亿元)	103.15
总资产(亿元)	69.01
每股净资产(元)	11.81

### 相关研究

## 投资要件

### 关键假设

1) 碱性电池受益于行业增长，更新换代和海外市场的开拓，整体销量保持稳定增长；预计 2025-2027 年碱性电池营收同比增长 17%、9.7%、13%；海外因 OEM 模式毛利率较低，整体会对碱性电池毛利率有影响，随着销量的增大，边际影响逐渐变小，毛利率分别为 50.6%、48.5%、48%。

2) 碳性电池整体保持稳定，毛利率能够维持。预计 2025-2027 年碳性电池营收同比增长 4.1%、2.8%、2.7%；毛利率分别为 37%、37%、37%。

3) 其他电池因为品类多，其中公司充电宝销量高速增长，且毛利率相对较高，有效带动收入和毛利率上行，预计 2025-2027 年营收同比增长 5%、9.5%、13%；毛利率呈现上升的趋势，分别为 59.2%、63%、68%。

4) 本次盈利预测已考虑收购完成后的情况。

### 区别于市场的观点

市场认为安孚科技的南孚电池整体增速较慢，且所在的细分市场容量较小，存在成长性有限的问题。

我们认为市场还是低估南孚电池的资产，虽然其细分市场容量不大，但是其在碱性电池国内零售能做到 85% 以上的市占率。1) 制定出海战略，通过扩建产能，开拓海外市场，仍然有成长的空间；2) 投资布局国产 GPU 象帝先，并且积极围绕半导体等领域，布局第二成长曲线。

### 股价上涨的催化因素

南孚电池的股权进一步收购；海外市场放量；充电宝等品类借助现有渠道，再现爆品。

### 估值和目标价格

预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 49.63 亿元 (+7%)、55 亿元 (10.8%) 和 62.4 亿元 (13.5%)，归母净利分别为 2.58 亿元 (53.6%)、4.27 亿元 (65.3%) 和 4.77 亿元 (11.8%)。基于公司海外销量加速增长和充电宝新品类开拓推广，给予 2026 年 40 倍估值，对应目标价 66.4 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

### 投资风险

南孚电池销量增长不及预期的风险，毛利率大幅变动的风险，商誉大幅减值的风险。

## 目 录

1 剥离百货零售，并购优质资产南孚电池，迈向新未来.....	1
1.1 安孚科技并购南孚电池，股权变化历程.....	1
1.2 南孚电池：优质的现金奶牛资产 .....	4
1.2.1 国内一次碱性电池行业龙头 .....	4
1.2.2 发展过程中，股权多次更迭 .....	6
1.2.3 南孚电池财务优质，营收和利润稳定增长.....	6
1.3 财务分析：公司经营良好.....	9
2 怎么看南孚电池第二成长曲线？和安孚科技第二成长曲线？ .....	11
2.1 为什么说市场低估南孚电池？ .....	11
2.1.1 高 ROE 的优质寡头资产，容易被市场低估 .....	11
2.1.2 行业分析：一次电池下游应用领域广，市场保持稳定增长.....	12
2.1.3 出海：短期 OEM 带动量高增，中期品牌输出增厚利润，打开成长空间 .....	15
2.1.4 借助品牌渠道优势，或培育出充电宝等第二爆品 .....	16
2.2 围绕半导体等领域，积极探索新业务 .....	19
2.2.1 投资布局国产 GPU 象帝先.....	19
2.2.2 围绕半导体等领域，布局第二成长曲线 .....	21
3 盈利预测与估值.....	21
3.1 盈利预测.....	21
3.2 绝对估值.....	22
3.3 相对估值.....	23
4 风险提示 .....	23

## 图 目 录

图 1: 前身安德利零售百货业务的覆盖区域 .....	1
图 2: 前身安德利股权变动前后情况 .....	2
图 3: 金通智汇股权结构图 .....	2
图 4: 11 月后公司对南孚电池股权结构示意图 .....	3
图 5: 南孚电池股权结构 (截至 2025 年 H1) .....	3
图 6: 安孚科技股权结构 .....	4
图 7: 南孚电池 2022-2024 年业绩承诺与完成情况 .....	4
图 8: 南孚电池的产品不断更新迭代 .....	5
图 9: 南孚电池的产品示意图 .....	5
图 10: 南孚电池的历年营业收入和净利润情况 .....	6
图 11: 碱性电池为主要营收来源 (亿元) .....	7
图 12: 碱性电池历年收入情况 (亿元) .....	7
图 13: 南孚电池的产品布局 .....	7
图 14: 南孚电池分红历年情况 .....	8
图 15: 南孚电池应收账款周转率 .....	8
图 16: 南孚电池应付账款周转率 .....	8
图 17: 南孚电池总资产周转率 .....	8
图 18: 南孚电池存货周转率 .....	8
图 19: 安孚科技销售毛利率和净利率情况 .....	9
图 20: 安孚科技资产负债率情况 .....	9
图 21: 安孚科技应收款项/营业收入情况 .....	9
图 22: 安孚科技 ROE 情况 .....	10
图 23: 安孚科技资金杠杆情况 .....	10
图 24: 安孚科技销售费用率情况 (数据为时点累计值) .....	10
图 25: 安孚科技管理费用率情况 (数据为时点累计值) .....	10
图 26: 安孚科技财务费用率情况 (数据为时点累计值) .....	10
图 27: 安孚科技研发费用率情况 (数据为时点累计值) .....	10
图 28: 部分碱性电池厂商 .....	11
图 29: 南孚电池的 roe 情况 .....	11
图 30: 南孚电池的品牌 .....	12
图 31: 南孚电池中碱性电池毛利率情况 .....	12
图 32: 南孚电池中碳性电池毛利率情况 .....	12
图 33: 锌锰电池产业链 .....	13
图 34: 2024 年中国各种电池出口量 (亿个) .....	13
图 35: 中国碱性锌锰电池出口数量稳定增长 .....	13
图 36: 中国智能家居市场规模 (亿元) .....	14
图 37: 全国玩具零售规模 (亿元) .....	14
图 38: 中国家用医疗设备市场规模 (亿元) .....	14
图 39: 全球可穿戴设备出货量 (亿台) .....	14

图 40：2024 年国内碱性锌锰电池占比图.....	15
图 41：2024 年发达国家碱性锌锰电池占比图.....	15
图 42：2024 年中国出口碱性电池企业份额情况 .....	15
图 43：南孚电池海外收入.....	16
图 44：南孚电池海外收入毛利率逐步提升 .....	16
图 45：南孚电池 2024 年海外收入占比 17.1%.....	16
图 46：南孚电池国内外营业收入占比趋势 .....	16
图 47：南孚电池品牌 2022 年排名第一 .....	17
图 48：南孚电池品牌 2025 年排名第一 .....	17
图 49：南孚电池的渠道情况 .....	17
图 50：国内移动电源行业市场规模.....	18
图 51：国内移动电源市场规模中充电宝为主流.....	18
图 52：部分充电宝示意图.....	19
图 53：唐志敏的人物介绍.....	20
图 54：联想开天 P5h G1t 示意图 .....	20
图 55：象帝先 R1900 示意图.....	20

## 表 目 录

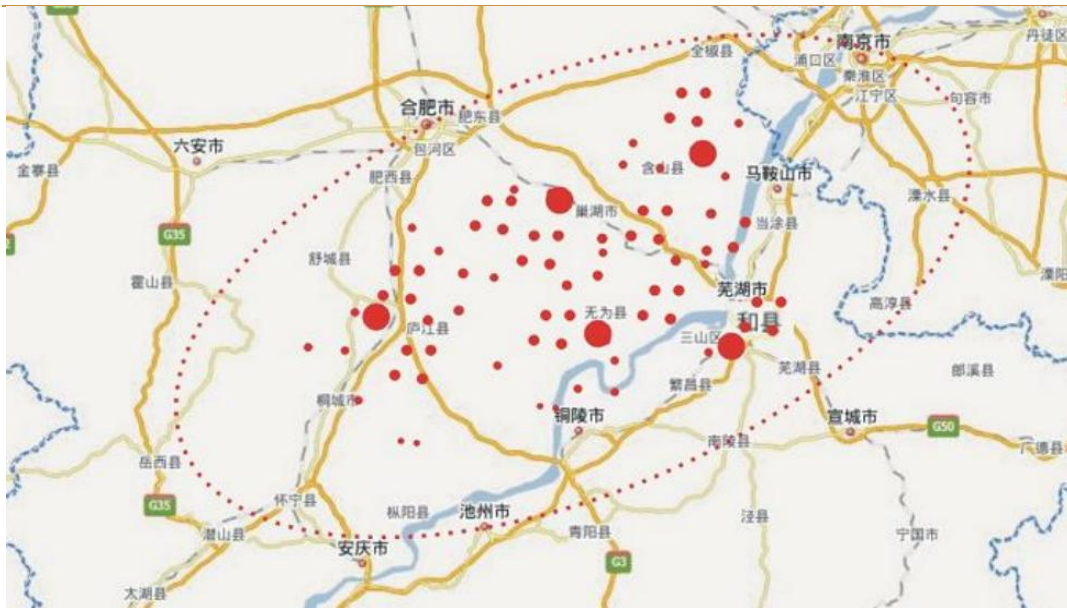
表 1：分业务收入及毛利率 .....	21
表 2：绝对估值假设条件 .....	22
表 3：FCFF 估值结果.....	22
表 4：可比公司估值.....	23
附表：财务预测与估值 .....	24

# 1 剥离百货零售，并购优质资产南孚电池，迈向新未来

## 1.1 安孚科技并购南孚电池，股权变化历程

1984 年，公司前身安徽省庐江县安德利贸易中心开业。其于 1999 年成立，在 2016 年 8 月上市，主要从事国内三、四线城市以及农村市场的零售百货企业，地域辐射为安徽中部皖江流域，自营的零售业包括购物中心、超市、家电专业店等。根据招股说明书，截至 2013 年末，其门店数近 40 家，全年实现营业收入约 13 亿。

图 1：前身安德利零售百货业务的覆盖区域



数据来源：招股说明书，西南证券整理

**2019 年 11 月公司前身安德利实控人变更。**2016 年上市时，公司实控人为陈学高。2019 年 11 月 4 日，陈学高将其持有的安德利 1438.08 万股股份（占总股份的 12.84%）转让给合肥荣新，且放弃其转让后持有 38.53% 股权的表决权。金通智汇投资管理有限公司通过控股深圳市前海荣耀资本管理有限公司实际对合肥荣新股权投资基金合伙企业（有限合伙）实施管理，此后公司实控人变更为袁永刚夫妇。

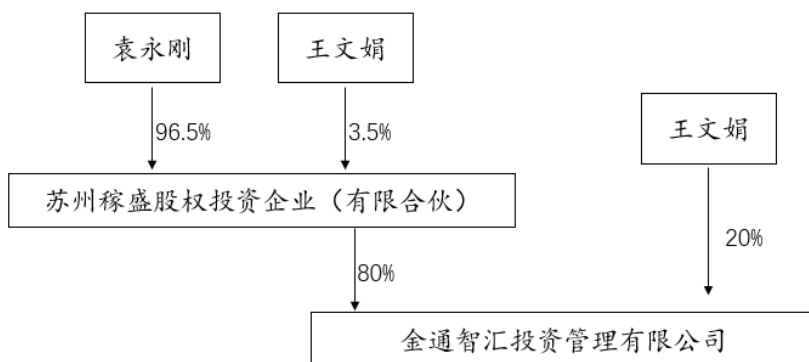


图 2：前身安德利股权变动前后情况

信息义务披露人	本次权益变动前 持股数量（股）	占公司总股 本比例	拥有表决权股 数（股）	拥有表决权占 总股本的比例
陈学高	57,539,996	51.37%	57,539,996	51.37%
股权变动后				
信息义务披露人	本次权益变动后 持股数量（股）	占公司总股本比 例	拥有表决权股 数（股）	拥有表决权占 总股本的比例
陈学高	43,159,196	38.53%	0	0%

数据来源：公司公告，西南证券整理（注：时间为 2019 年 11 月 6 日，简式权益变动报告书（更新后））

图 3：金通智汇股权结构图



数据来源：公司公告，西南证券整理

公司在 2022 年通过两次重大资产重组，成功剥离亏损的百货零售业务，并购并控股南孚电池，主业从零售百货业务变更为消费电池业务。公司历次收购南孚电池的过程如下：

- 1) 公司通过安徽安孚能源科技有限公司（简称安孚能源，公司持股安孚能源 54.17% 股权）以现金 24 亿向宁波亚丰电器有限公司购买其持有的宁波亚锦电子科技股份有限公司（简称亚锦科技）36% 的股权，同时向陈学高出售其持有的安徽安德利工贸有限公司 100% 股权。此外，公司还获得宁波亚丰占亚锦科技 15% 股权的表决权。本次收购过程中，亚锦科技承诺 2022/2023/2024 年净利润（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）分别不低于 6.16/6.57/6.99 亿元，亚锦科技核心资产就是南孚电池。
- 2) 2022 年 5 月，公司子公司安孚能源通过现金 13.5 亿向宁波亚丰购买其持有的亚锦科技 15% 的股权，收购完成后，公司通过安孚能源合计持有亚锦科技 51% 的股权，从而对南孚电池实现控股。此外，5 月公司名称正式从安徽安德利百货股份有限公司变更为安徽安孚科技股份有限公司。

- 3) 2023年12月,公司以现金2.3亿元向正通博源收购其持有的安孚能源6.74%股权,以现金0.46亿元向宁波睿利收购其持有安孚能源1.35%股权。本次收购完成后,公司对安孚能源持股比例由54.17%提升至62.25%,间接持有南孚电池26.1%股权。
- 4) 2025年9月,公司拟发行股份购买袁莉,张萍和钱树良持有的安孚能源9.10%股权,以发行股份及支付现金相结合的方式购买九格众蓝持有的安孚能源19.21%股权,以支付现金的方式购买华芳集团和新能源二期基金持有的安孚能源2.70%股权。本次收购完成后,公司对安孚能源的持股比例从62.25%提升至93.26%,间接持有南孚电池39.09%。
- 5) 2025年11月,公司以现金3.04亿向宁波正通博源收购其持有的安孚能源6.74%股权,本次交易完成后,公司对安孚能源持股比例由93.26%提升至100%,和要约收购亚锦科技5%股权,持有亚锦科技股权变更为56%,对南孚电池持股比例由39.09%提升至46%。

图 4: 11 月后公司对南孚电池股权结构示意图

截至25年6月底,公司持股结构

本次重组完成后,公司持股结构

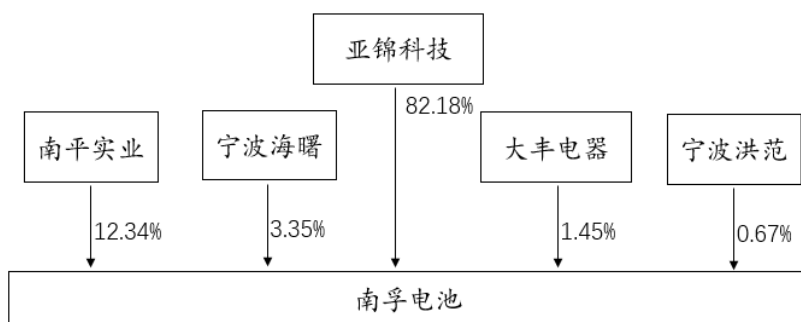


此前上市公司持有南孚电池的权益是26%

收购完成后上市公司持有南孚电池的权益是46%

数据来源:公司公告,西南证券整理

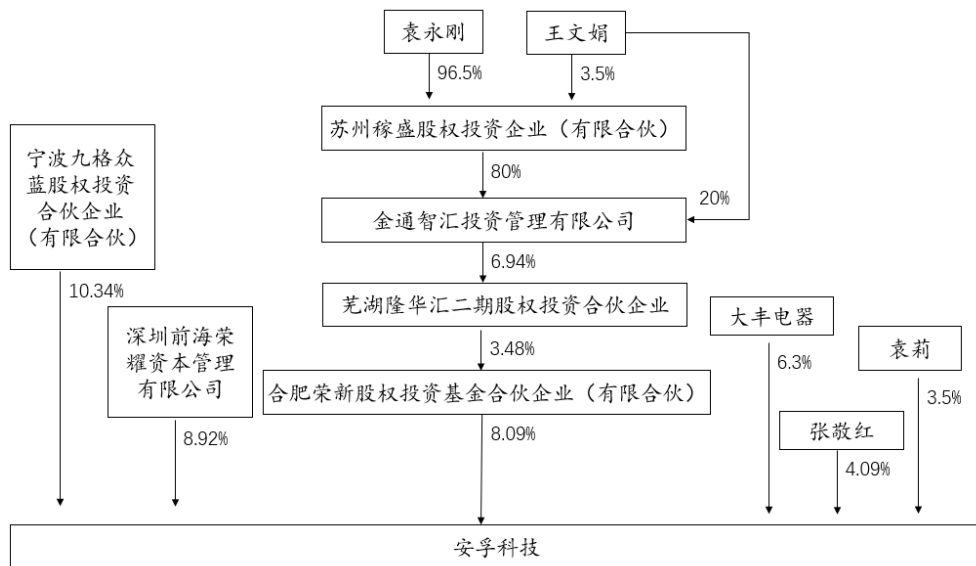
图 5: 南孚电池股权结构 (截至 2025 年 H1)



数据来源:公司公告,西南证券整理



图 6：安孚科技股权结构



数据来源：公司公告，西南证券整理

**设置业绩承诺，控制风险。**公司于 2022 年取得南孚电池的控制权，并且设置了业绩承诺，2022-2024 年亚锦科技扣非净利润分别不低于 6.16/6.57/6.99 亿元，对应南孚电池的净利润分别为 7.5/8/8.5 亿元，南孚电池均超额完成。2025 年并购交易中规定的业绩承诺为，2025-2027 年南孚电池扣非净利润分别不低于 9.14/9.5/9.82 亿元，对应亚锦科技扣非净利润分别为 7.46/7.76/8.02 亿元。

图 7：南孚电池 2022-2024 年业绩承诺与完成情况

考核：扣非归母净利润（亿元）				实际完成：扣非归母净利润（亿元）			
年份	2022	2023	2024	年份	2022	2023	2024
南孚电池	7.5	8	8.5	南孚电池净利润	8.19	8.41	9.17
YOY		6.67%	6.25%	YOY		2.69%	9.04%
亚锦科技	6.16	6.57	6.99	完成率	109%	105%	108%
YOY		6.66%	6.39%	亚锦科技	6.26	6.62	7.06
	2025	2026	2027	YOY		5.75%	6.65%
南孚电池	9.14	9.5	9.82	完成率	102%	101%	101%
YOY		3.94%	3.37%				
亚锦科技	7.46	7.76	8.02				
YOY		4.02%	3.35%				

数据来源：公司公告，西南证券整理

## 1.2 南孚电池：优质的现金奶牛资产

### 1.2.1 国内一次碱性电池行业龙头

过去国内电池一般以碳性电池为主，同等型号的情况下，碱性电池因为其价格比碳性电池高，因此应用少一点。公司产品主要以碱性电池为主，单只电池的容量比碳性电池高，在发展初期，率先切入 BP 机市场，实现销量加速增长，让用户直观感受到南孚电池的耐用，不需要频繁更换电池，逐步形成口碑，塑造了“一节更比六节强”的品牌效应。经过多年的发展，南孚电池品牌早已深入人心，成为干电池国民品牌。

1954 年 7 人在福建南平成立工厂，1976 年陈来茂担任厂长；

1988 年南孚电池公司正式成立，1990 年 LR6 碱锰电池生产线设备开始安装调试，当年便实现投产及销售；

1992 年研发 LR6 低汞绿色环保碱锰电池，开发碱锰电池钢壳深孔盲孔滚镀镍新工艺，并通过省级鉴定；

1993 年开发新一代产品：LR6，LR03 无汞绿色环保碱锰电池；

1997 年南孚牌被国家技术监督局列入 49 个优产品，荣获当年中国市场同类产品销量第一；


2000 年，自行研发的 400 只/分无汞高能碱锰电池装备通过验收和鉴定，实现碱锰电池系列产品全部无汞化（比国家经贸委等 6 部委提出的 2005 年全国电池行实现无汞化目标提早五年）；

2008 年成功开发聚能环升级版新电池，2009 年 FR6 铁锂电池正式投产，此后聚能环电池经过多次迭代升级，实现全球领先；

2025 年 6 月，聚能环 5 代电池上市。

图 8：南孚电池的产品不断更新迭代

上市时间	产品迭代
2002	聚能环1代
2019	聚能环2代
2021	聚能环3代
2023	聚能环4代
2025	聚能环5代



**南孚聚能环5代碱性电池**  
立体扩容，容量更大更耐用

[探索更多](#)

数据来源：公司公告，公司官网，西南证券整理

图 9：南孚电池的产品示意图



数据来源：公司公告，西南证券整理

## 1.2.2 发展过程中，股权多次更迭

南孚电池作为国民品牌，其股权经历多次变更，仍然能够保持稳健增长。

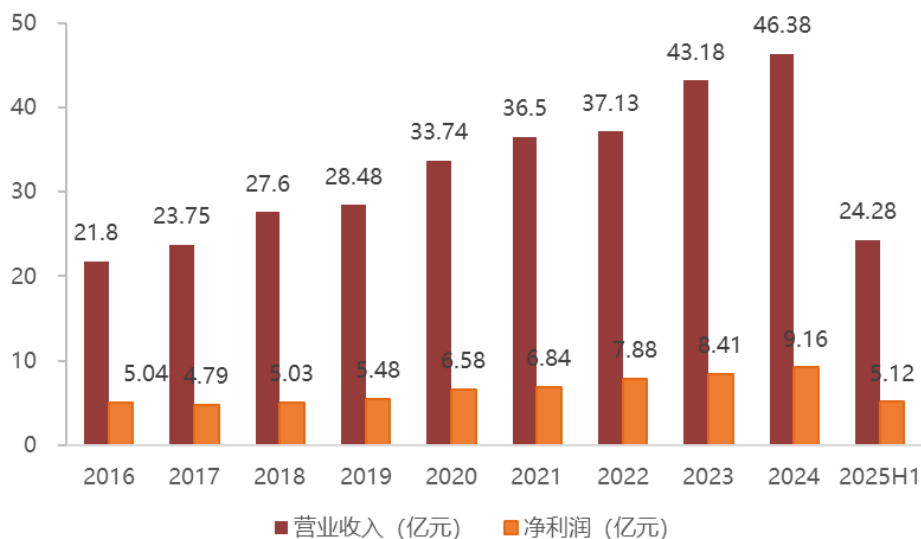
**外资控股阶段，南孚发展受限。**股东为外资时，南孚自身发展得不到施展的空间，期间其产能扩张较慢，海外市场收入为零。1999 年，引入摩根士丹利，荷兰国家投资银行等外资，外资持股 49%，组建电池工厂。从当时的股权结构来看，中国电池（外资控股）/南平电池厂/福建中建/大丰电器（南孚电池员工的持股平台）分别持有南孚电池 53.27%/25.64%/11.79%/8.85%。2000-2002 年摩根士丹利通过收购，对南孚电池持股变为 72%，成为控股股东。2003 年，美国吉利收购中国电池持有的 72% 股权，由于吉利旗下的金霸王电池和南孚电池是竞争对手，对南孚海外市场进行限制。2005 年美国吉利又被宝洁收购，南孚的控制权归宝洁。

**安孚科技控股南孚电池，南孚电池将拥有好的发展平台。**2008 年，鼎晖投资收购大丰电器持有的南孚电池 5.53% 股权。2014 年，中国电池将南孚电池的股权转让给 GiantHealth (HK)，2015 年 GiantHealth (HK) 将南孚电池 54.47% 股权转让给大丰电器，大丰电器以南孚电池 60% 股权作为对价认购亚锦科技定向增发股份，此后，亚锦科技成为南孚电池的控股股东。2022 年安孚科技通过收购亚锦科技，成为南孚电池的控股股东。

## 1.2.3 南孚电池财务优质，营收和利润稳定增长

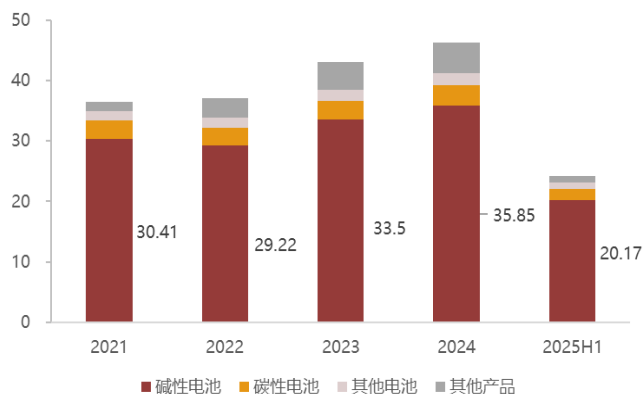
南孚电池营收和利润常年保持稳定增长。南孚电池营收从 2016 年的 21.8 亿增长至 2024 年的 46.38 亿元，复合增速为 9.9%，净利润也是逐年稳定增长，从 2016 年的 5.04 亿增长至 2024 年的 9.16 亿元，2025 年 H1 为 5.12 亿元。在营收结构中，碱性电池为主要的营收来源，2024 年其在总收入的占比超 77%，2025 年 H1 为 20.17 亿，同比增长 14.33%。

图 10：南孚电池的历年营业收入和净利润情况



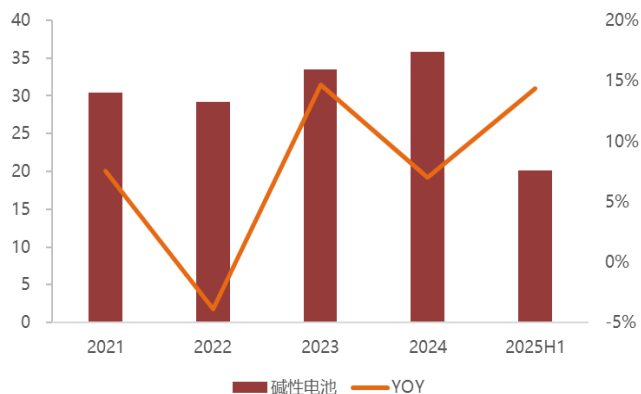
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 11：碱性电池为主要营收来源（亿元）



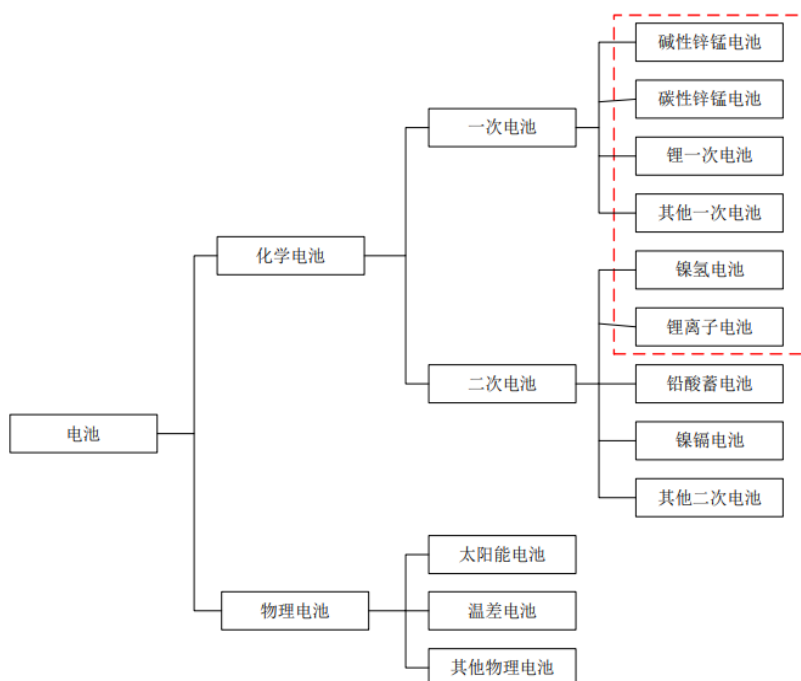
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 12：碱性电池历年收入情况（亿元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 13：南孚电池的产品布局

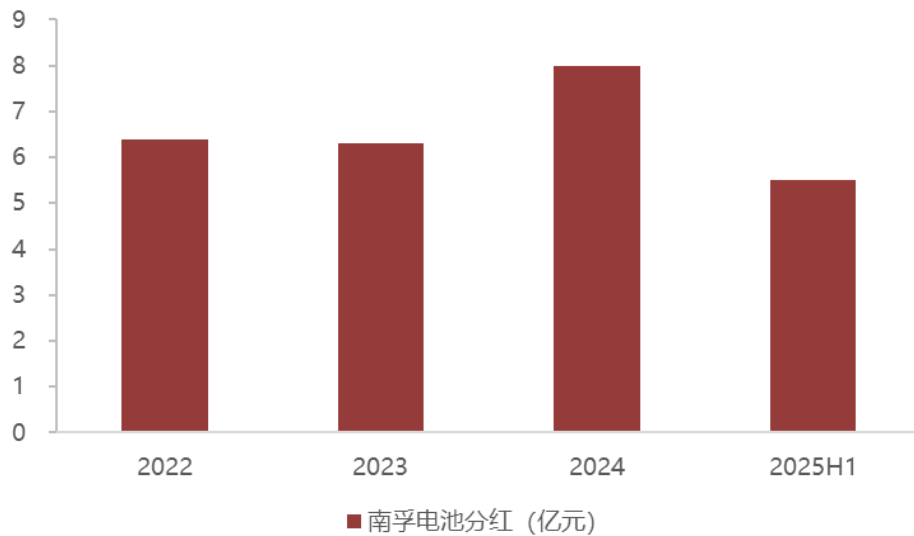


注：上图中虚线红框部分为南孚电池目前主要销售产品所覆盖领域。

数据来源：公司公告，西南证券整理

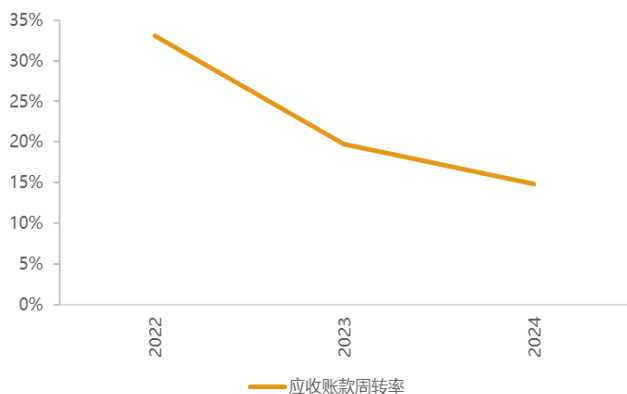
南孚电池多年保持高分红，2024 年分红 8 亿元，分红利润占总利润的比例为 87.34%，2025 年上半年分红 5.5 亿元，分红利润占总利润的比例超过 100%。从存货周转率来看，也是逐年提高。

图 14：南孚电池分红历年情况



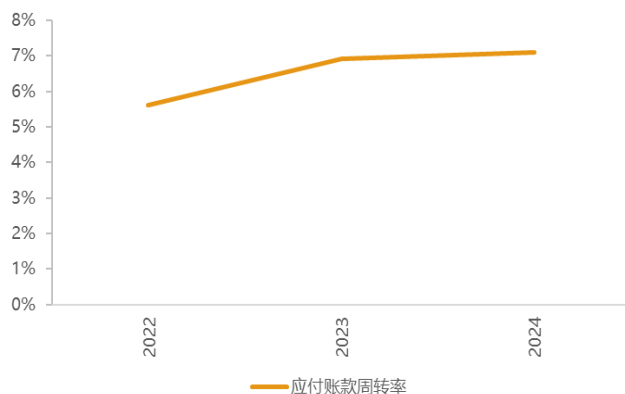
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 15：南孚电池应收账款周转率



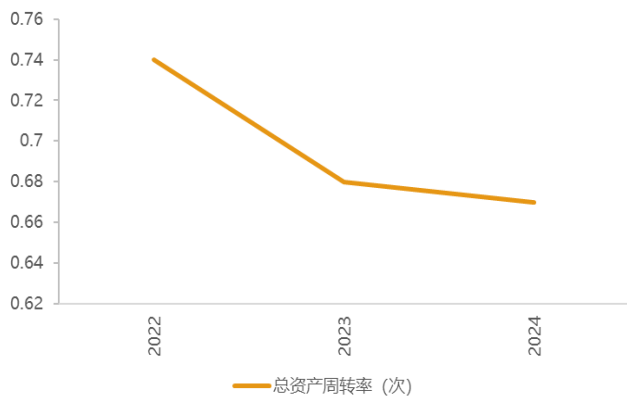
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 16：南孚电池应付账款周转率



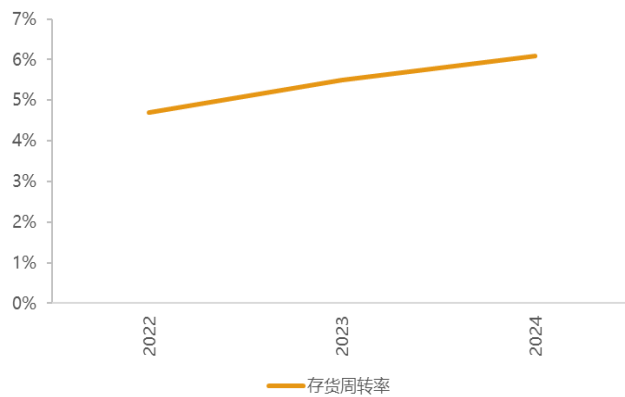
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 17：南孚电池总资产周转率



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 18：南孚电池存货周转率

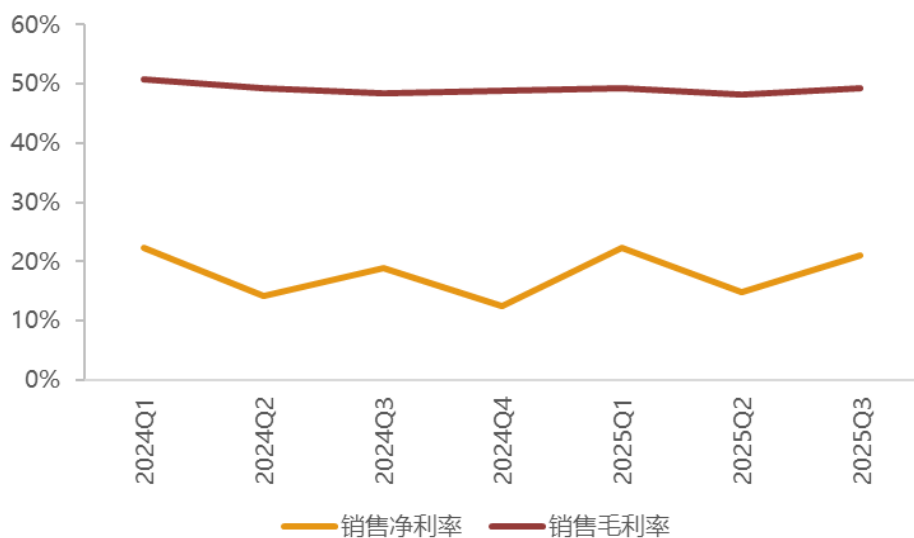


数据来源：公司公告，西南证券整理

### 1.3 财务分析：公司经营良好

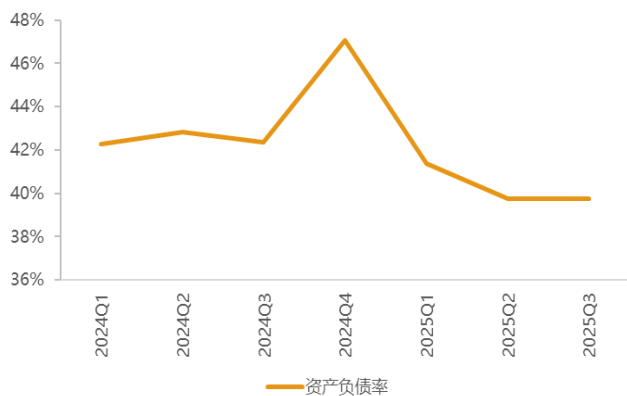
安孚科技 2024 年 Q1 资产负债率为 42.28%，2025 年 Q3 为 39.74%，较之前有所下降，从全年平均来看，2025 年资产负债率中枢水平较 2024 年是下降的，也就反映公司资金杠杆是下降的。安孚科技剥离掉商超等业务，还有一些光伏储能业务和红牛代理业务，且虽然取得南孚的控股权，但是此前实际持有南孚电池的股权并不多，所以其 roe 不高，基本上在 10%-15% 之间。

图 19：安孚科技销售毛利率和净利率情况



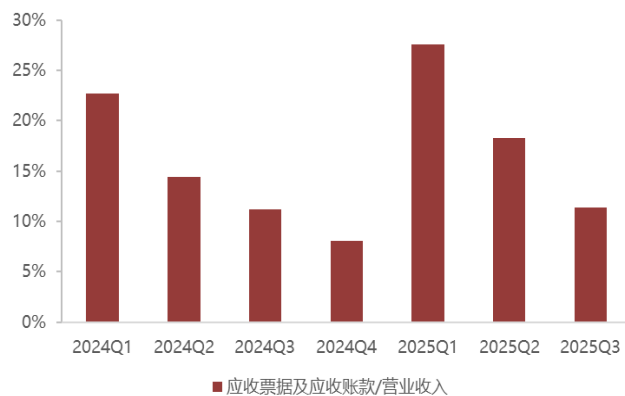
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 20：安孚科技资产负债率情况



数据来源：wind，西南证券整理

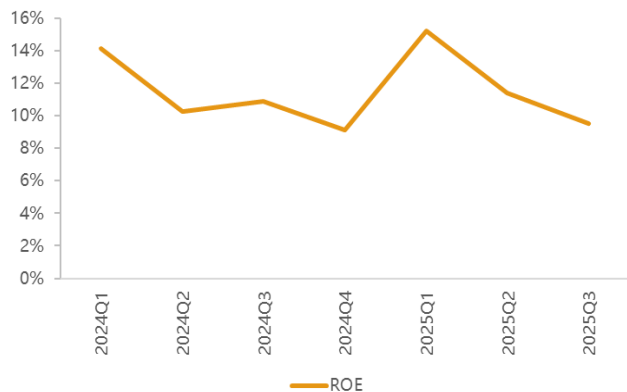
图 21：安孚科技应收款项/营业收入情况



数据来源：wind，西南证券整理

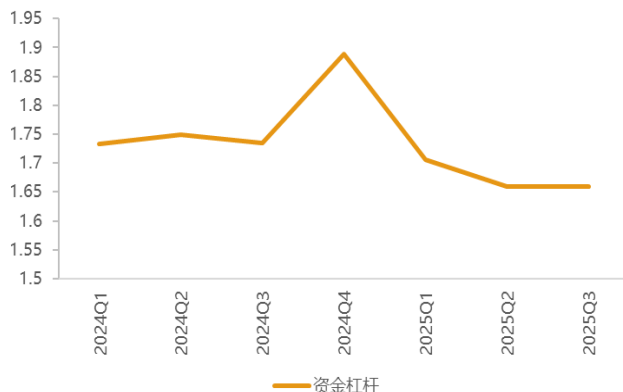


图 22：安孚科技 ROE 情况



数据来源：wind，西南证券整理

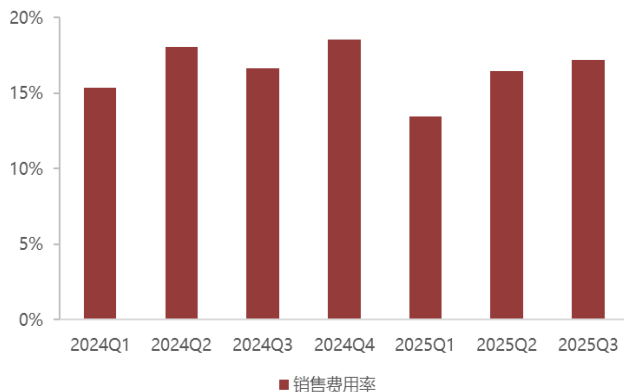
图 23：安孚科技资金杠杆情况



数据来源：wind，西南证券整理

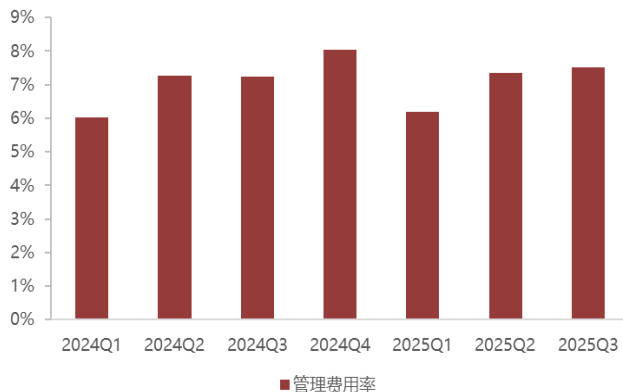
从公司的经营费用率来看，其销售期间费用率中比较多的是销售费用率，2025 年 Q1-Q3 公司销售期间费用率为 25.28%，销售费用率为 17.23%，销售费用在期间费用的占比达到 68%。也一定程度上显示，公司在销售网络端投入比较重视，有望维持销售网络的深厚壁垒。

图 24：安孚科技销售费用率情况（数据为时点累计值）



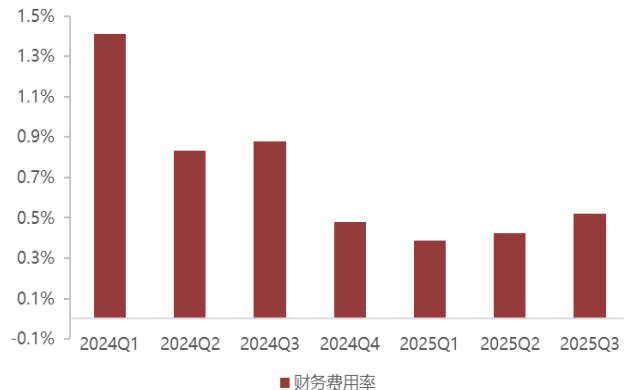
数据来源：wind，西南证券整理

图 25：安孚科技管理费用率情况（数据为时点累计值）



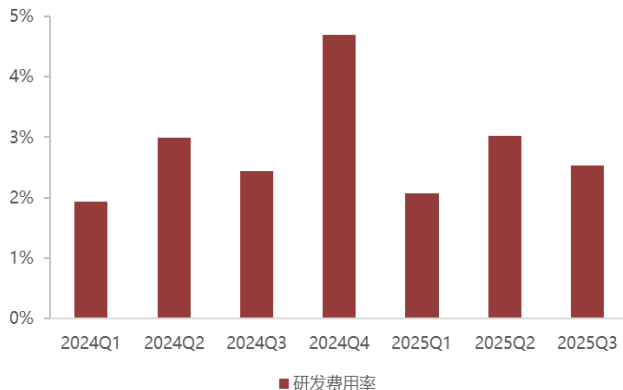
数据来源：wind，西南证券整理

图 26：安孚科技财务费用率情况（数据为时点累计值）



数据来源：wind，西南证券整理

图 27：安孚科技研发费用率情况（数据为时点累计值）



数据来源：wind，西南证券整理

## 2 怎么看南孚电池第二成长曲线？和安孚科技第二成长曲线？

### 2.1 为什么说市场低估南孚电池？

#### 2.1.1 高 ROE 的优质寡头资产，容易被市场低估

为什么我们认为市场低估南孚电池资产？1) 碱性电池细分市场国内零售的市占率超过 85%，属于超强寡头，而非一般的行业龙头，连续 32 年销量常年第一，地位稳固；2) 南孚电池品牌家喻户晓，国民认知度高；3) 高 roe 的现金奶牛资产，roe 超 100%，堪比消费品；4) 投资布局国产 GPU 象帝先，并且积极围绕半导体等领域，布局第二成长曲线。

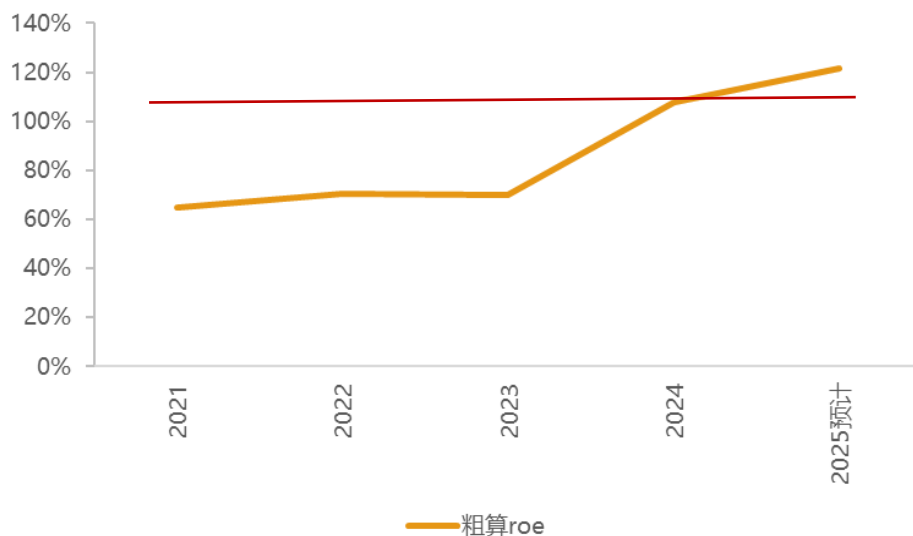
图 28：部分碱性电池厂商

国家	品牌商	说明
美国	金霸王	1940 年成立， <b>控股股东为伯克希尔·哈撒韦</b> 。产品金霸王能量 5 号/7 号碱性电池，金霸王纽扣电池
美国	劲量 Energizer	1896 年成立，代表产品为劲量 9v 电池/劲量 2 号电池
中国	南孚电池	1999 年成立， <b>控股股东为安孚科技</b> ，代表产品为南孚 5 号/7 号电池
日本	松下	1918 年成立，日本知名品牌，电池种类多种多样
中国香港	超霸	属于金山工业集团，金山科技工业于 1964 年成立，产品 GP 超霸碱性 5 号/7 号电池，和充电电池
德国	瓦尔塔	1887 年成立，全球知名的汽车蓄电池品牌，主要为汽车电池供应商
国家	代工厂商	说明
中国	野马电池	1996 年成立，产品为碳性 1 号干电池，2024 年海外收入占比为 88%
中国	浙江恒威	1999 年成立，产品为 LR03/6LR61 系列环保碱性电池，2024 年海外收入占比为 85%
中国	长虹能源	2006 年成立，产品为碱性锌锰电池，圆柱型锂离子电池，2024 年海外收入占比为 29%
中国	力王股份	2001 年成立，产品为力王碱性电池和锂离子电池，2024 年海外收入占比为 52%

数据来源：各品牌官网，公司公告，西南证券整理

由于南孚电池公司是非上市公司，净资产未披露，我们选用南孚电池的母公司亚锦科技的净资产作为计算参数（亚锦科技中碱性+碳性+其他电池业务是南孚电池贡献），其 roe 超 100%。

图 29：南孚电池的 roe 情况



数据来源：公司公告，西南证券整理（注：2025 预计，用的是上半年利润\*2 计算所得）

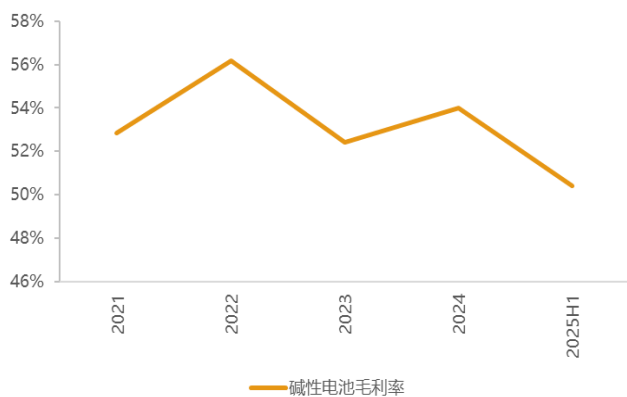
图 30：南孚电池的品牌



数据来源：公司官网，西南证券整理

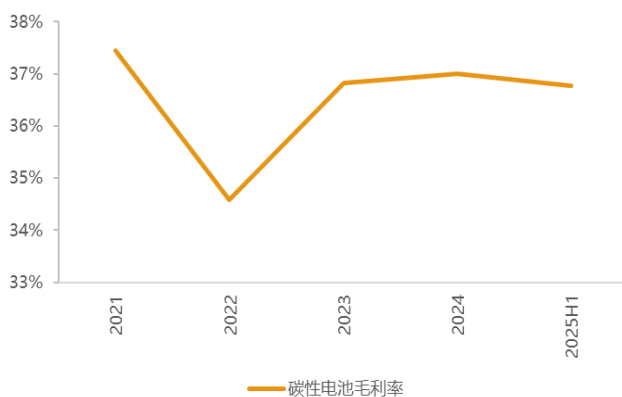
碱性电池毛利率较高，稳定于 50%-60%，高于碳性电池。依靠“南孚”电池品牌，公司碱性电池毛利率常年保持高位，自 2022 年安孚科技控股南孚电池后，制定了出海战略。其碱性电池业务中，OEM 模式的比例有所提升，由于 OEM 模式的毛利率偏低，整体拉低了碱性电池业务的毛利率，其自主品牌的碱性电池毛利率是保持高位的。

图 31：南孚电池中碱性电池毛利率情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 32：南孚电池中碳性电池毛利率情况

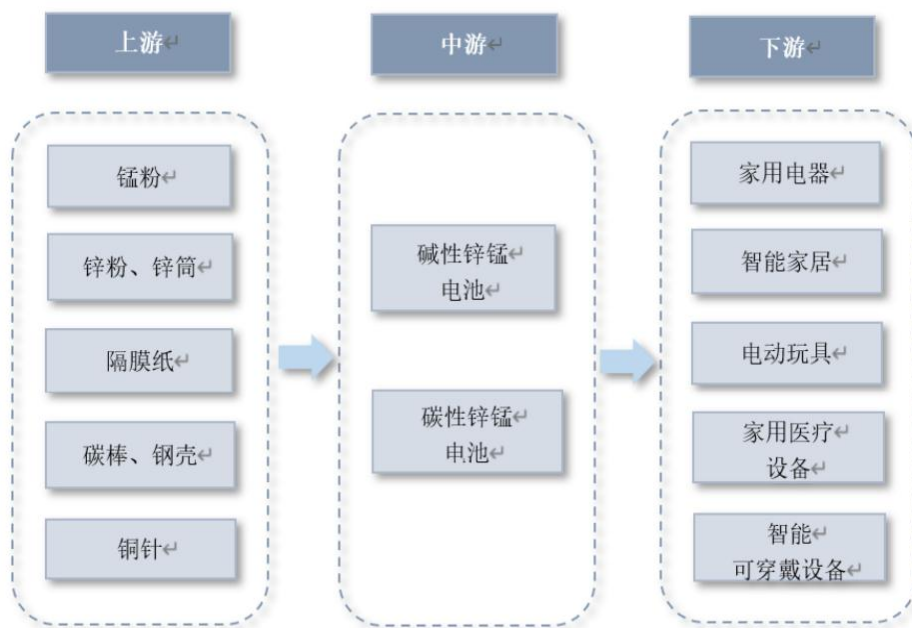


数据来源：公司公告，西南证券整理

## 2.1.2 行业分析：一次电池下游应用领域广，市场保持稳定增长

锌锰电池技术成熟，应用领域较广。锌锰电池，全称锌-二氧化锰电池，以锌为负极，二氧化锰为正极，通过氧化还原反应产生电流的一次电池。其应用领域宽泛，比如遥控器，钟表，收音机等传统家用电器领域，智能门锁，智能体脂称等智能家居领域，遥控车，无线电遥控飞机等电动玩具领域。锌锰电池经过多年的发展，与其他电池相比，有以下优点：1) 使用便捷，不用担心电池过放；2) 不易发生漏液，爆炸等安全事故，安全性高；3) 成本远低于二次电池，性价比更高；4) 自放电率小，常温下储存 10 年仍能正常使用。

图 33：锌锰电池产业链



数据来源：公司公告，西南证券整理

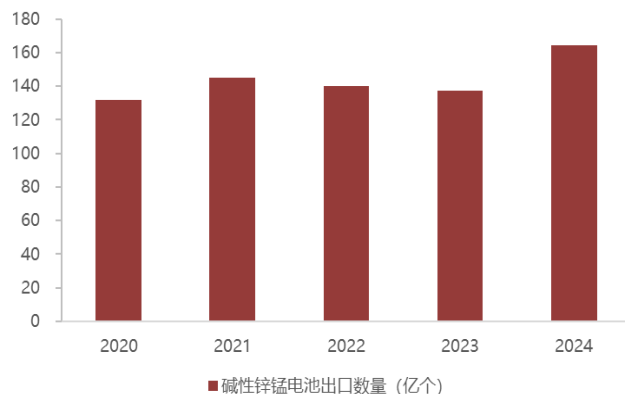
**需求刚性，市场稳定增长。**由于一次电池下游应用领域广，除面向个体用户直接销售外，还与家用电器捆绑成配件从而间接消费，其市场前景与下游电器市场发展趋势相关。根据安孚科技公告，QYResearch 的《全球锌锰（碱性+碳性）一次电池市场研究报告 2023-2029》报告，2018-2022 年，全球锌锰（碱性+碳性）一次电池市场规模复合增长率为 3.2%，2022-2029 年，全球锌锰（碱性+碳性）一次电池市场规模复合增长率预计为 3.9%。根据海关总署，2024 年我国碱性锌锰电池出口数量为 164.66 亿个，同比增长 19.7%，出口金额为 96.85 亿元，同比增长 15.1%。锌锰电池的下游应用领域，智能家居市场规模和玩具市场规模等均稳定增长，需求是刚性的。

图 34：2024 年中国各种电池出口量（亿个）

电池品种	2024	2023	2024Y0Y
镍镉蓄电池	0.67	0.59	13.56%
镍氢蓄电池	3.62	3.45	4.93%
锂一次电池	23.96	18.56	29.09%
碳性锌锰电池	143.06	132.9	7.64%
碱性锌锰电池	164.66	137.58	19.68%
铅酸蓄电池	2.51	2.37	5.91%
锂离子蓄电池	39.14	36.21	8.09%
其他电池	1.34	1.15	16.52%

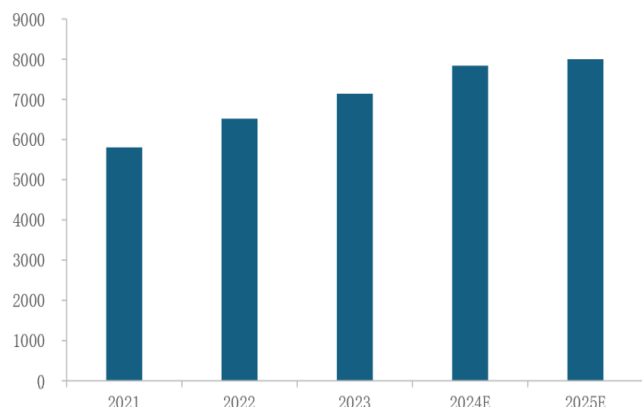
数据来源：中国化学与物理电源行业协会，西南证券整理

图 35：中国碱性锌锰电池出口数量稳定增长



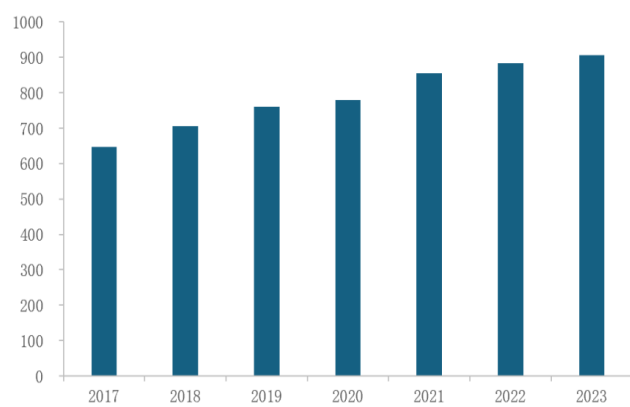
数据来源：海关总署，西南证券整理

图 36：中国智能家居市场规模（亿元）



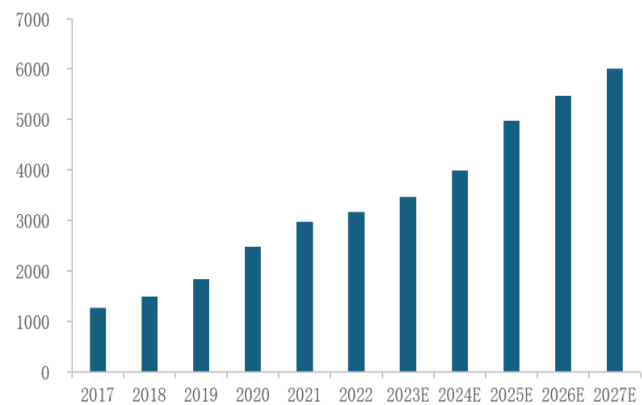
数据来源：安孚科技公司公告，西南证券整理

图 37：全国玩具零售规模（亿元）



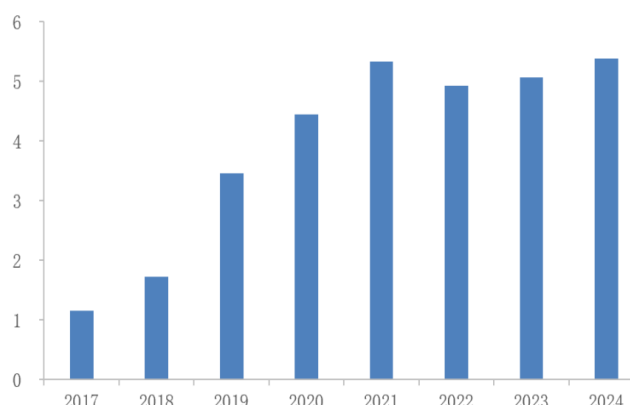
数据来源：安孚科技公司公告，中国玩具和婴童用品协会，西南证券整理

图 38：中国家用医疗设备市场规模（亿元）



数据来源：安孚科技公司公告，西南证券整理

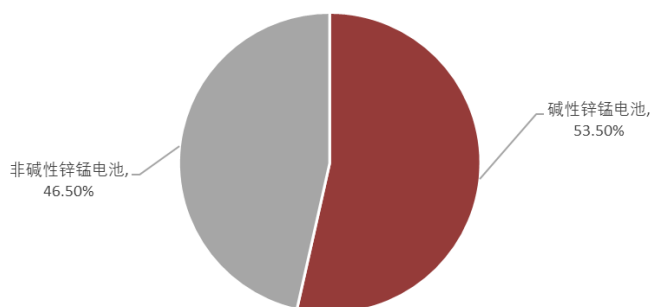
图 39：全球可穿戴设备出货量（亿台）



数据来源：安孚科技公司公告，IDC，Statista，西南证券整理

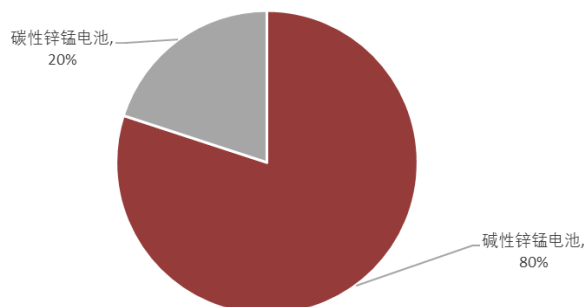
**碱性电池替代碳性电池是趋势。**锌锰电池分碱性电池和碳性电池，碱性电池是在碳性电池的基础上发展而来，相比于碳性电池具有储存期更长，内阻更低，同体积下电量更强（约碳性电池容量的 5-7 倍），更加环保等优点，但是生产成本比碳性电池更高。2023 年 12 月，发改委发布的《产业结构调整指导目录（2024 年本）》，将“轻工-锂离子电池，铅蓄电池，碱性锌锰电池（600 只/分钟以上）等电池产品自动化”列为鼓励项。根据中金企信国际咨询，2024 年国内碱性锌锰电池在一次电池市场占比达 53.5%，而发达国家碱性锌锰电池这一占比达 80%，相较于发达国家市场渗透率还有很大的提升空间。

图 40：2024 年国内碱性锌锰电池占比图



数据来源：中金企信国际咨询，西南证券整理

图 41：2024 年发达国家碱性锌锰电池占比图



数据来源：中金企信国际咨询，西南证券整理

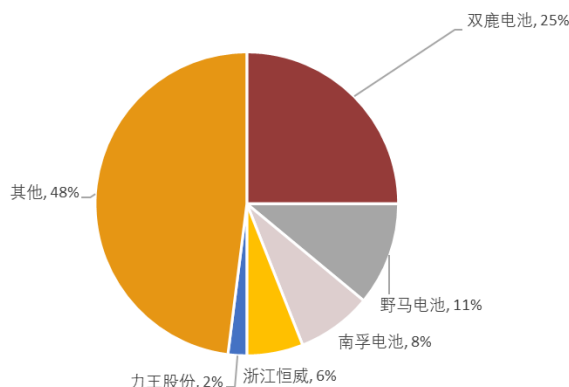
### 2.1.3 出海：短期 OEM 带动量高增，中期品牌输出增厚利润，打开成长空间

短期 OEM 模式新增 8 亿空间，中长期品牌出海新增 44 亿空间，将再造一个南孚。根据中国报告大厅发布《2025-2030 年中国电池产业运行态势及投资规划深度研究报告》数据显示，2025 年全球锌锰电池（碱性+碳性）市场规模约 80 亿美元，2024 年 12 月 31 日美元兑人民币汇率约 7.3，则全球锌锰电池市场规模约 584 亿元。南孚电池 2024 年营业收入为 46.38 亿元，相比而言，海外锌锰电池的市场空间大。

对于南孚电池市场新增的空间，我们测算如下：根据公司公告，2024 年南孚电池海外出口电池 10 亿只，海外营业收入 7.91 亿元。2024 年新增产能 10 亿只，主要用于满足海外市场的需求，假设 10 亿只产能满产满销，新增营业收入约 6 亿元。中长期品牌出海：考虑到南孚电池中长期的品牌出海战略，国内外市场规模体量的不同，预计产能将持续扩张，未来新增的海外营业收入也将持续增长。

南孚电池于 2022 年开始做海外市场，2024 年海外收入为 7.9 亿元，同比增长 17.9%，海外收入占营业总收入的比例为 17.1%，2025 年 H1 这一比例提升至 23.23%。由于海外市场的渗透，公司产能逐步触及上限，2024 年新增 10 亿只，其中 5 亿只产能的产线位于新加坡，产能达 43 亿只/年。南孚电池刚做海外市场，目前大多是 OEM 模式，毛利率相对较低，但是南孚电池 OEM 模式的毛利率也是稳步提升。

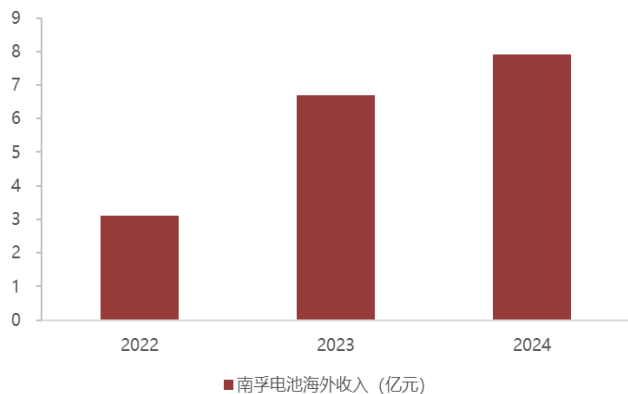
图 42：2024 年中国出口碱性电池企业份额情况



数据来源：公司公告，海关总署，西南证券整理

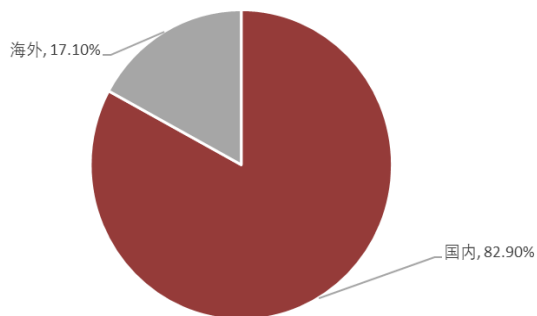


图 43：南孚电池海外收入



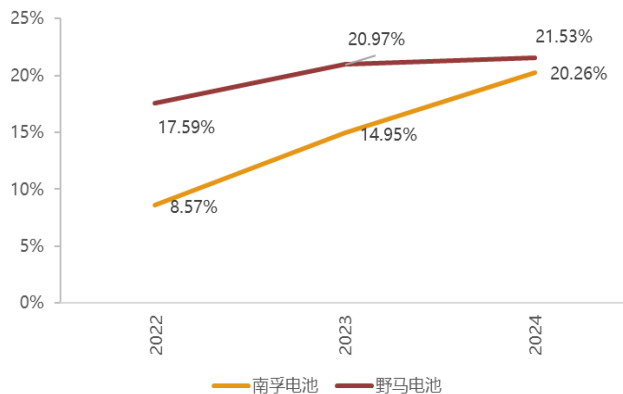
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 45：南孚电池 2024 年海外收入占比 17.1%



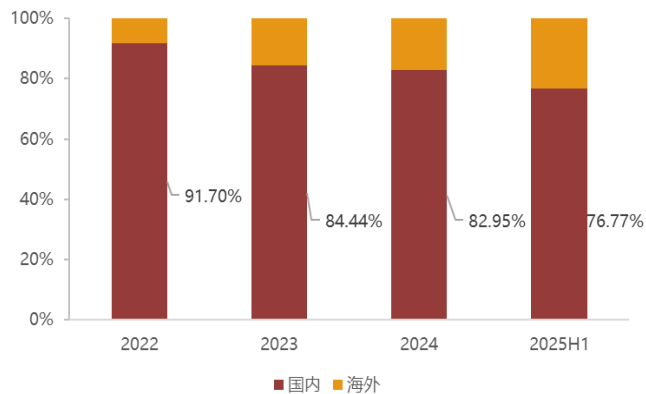
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 44：南孚电池海外收入毛利率逐步提升



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 46：南孚电池国内外营业收入占比趋势



数据来源：公司公告，西南证券整理

## 2.1.4 借助品牌渠道优势，或培育出充电宝等第二爆品

南孚电池品牌常年位居 Chnbrand 中国品牌力指数干电池品类第一，全品类零售电池占有率超过 50%，且南孚牌电池连续 32 年中国市场销量第一。2025 年 6 月，世界品牌实验室发布《中国 500 最具价值品牌》报告，南孚电池以 263.86 亿元的品牌价值位列 365 位，较 2022 年的第 413 位（品牌价值为 129.84 亿元），提升了 48 名，是干电池唯一上榜的品牌。

图 47：南孚电池品牌 2022 年排名第一



排名	品牌名称	品牌价值 (亿元人民币)	主营行业
413	南孚	129.84	电池
414	自然堂	129.42	日化
415	珠江	129.32	乐器
416	宗申	129.11	机械
417	中联万洋	129.08	地产
418	建三江	128.92	食品饮料

数据来源：南孚电池公众号，西南证券整理

图 48：南孚电池品牌 2025 年排名第一



排名	品牌名称	品牌价值 (亿元人民币)	主营行业
365	南孚	263.86	电池
366	皇朝家居	259.56	家具
367	M&G晨光文具	256.55	文具
368	华夏基金	253.45	金融
369	爱跑	252.78	石油化工
370	大将军瓷砖	245.06	建材

数据来源：南孚电池公众号，西南证券整理

南孚电池为优质资产，碱性电池强寡头。截至 2024 年，南孚电池连续 32 年位居碱性电池企业第一，其 5 号和 7 号电池在国内零售终端市场销售份额占比超 85%。这离不开公司产品性能好和渠道壁垒深厚，南孚已经形成线下+线上的销售网络，目前已经有超过 2000 多家经销商和 300 万个零售网点的覆盖，实现从一线城市到乡镇市场的全面覆盖。

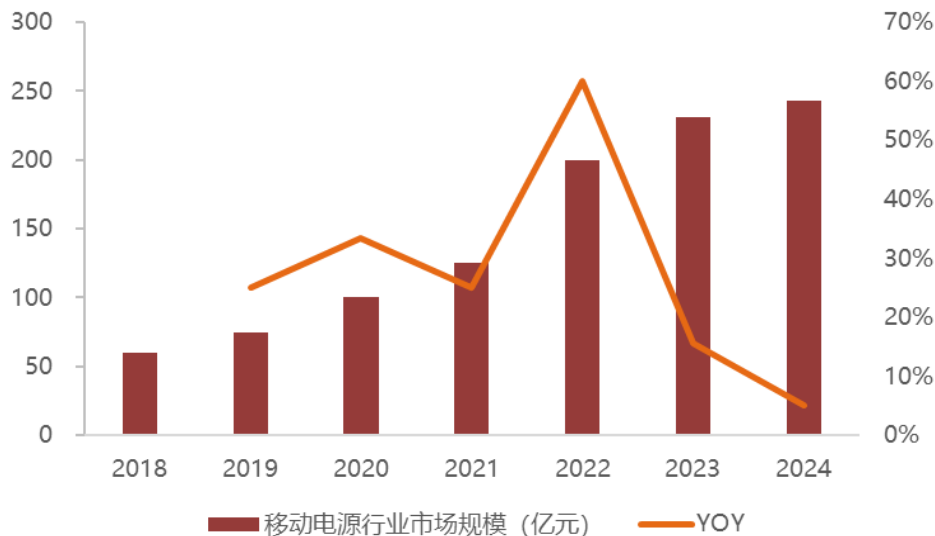
图 49：南孚电池的渠道情况

销售模式	种类	说明
品牌销售	经销商模式	300 万终端网点，2000 多家经销商。与经销商签订年度合同，且在合同内约定销售区域。
	KA 模式	KA：与大润发、沃尔玛、家乐福、华润万家、永辉超市等知名商超合作
	直销零售模式	公司在第三方电商平台开设自营店铺，比如在天猫、京东等
	电商平台模式	与主要电商平台如京东自营、苏宁易购、天猫超市等合作，向其销售产品并直接与电商平台进行结算
	线上分销模式	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
OEM 代工	线上经销模式	线上经销模式与线下经销模式类似，南孚营销与线上经销商签订年度合同
	国内 OEM 代工	为国内知名电子设备厂商，例如：华为、美的等，代工生产其工业配套电池
	OEM 出口	为国际知名电子设备生产厂商以及知名零售商和品牌商等，采用 FOB、CIF 等方式出口交付至指定地点

数据来源：公司公告，西南证券整理

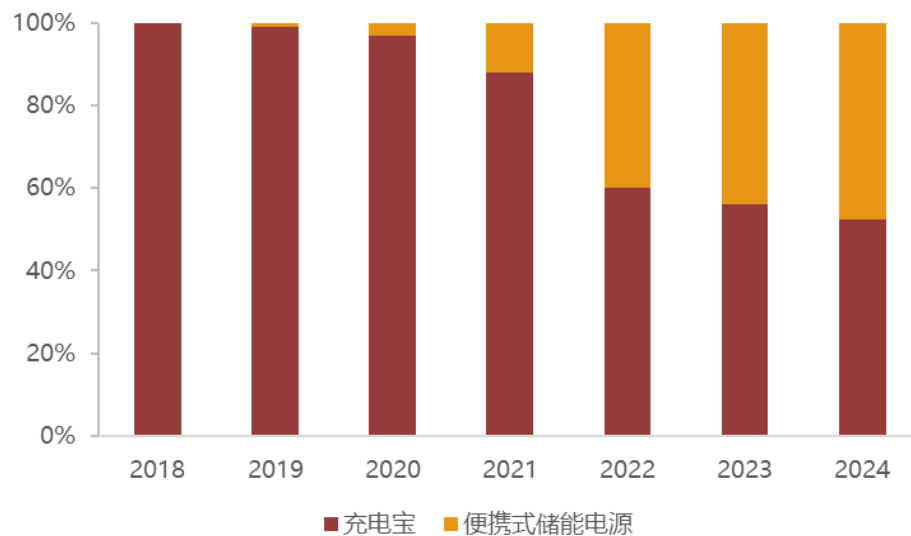
随着互联网的崛起，智能手机，智能手表等电子产品的普及，人们对这些设备的依赖度逐步加深，让这些设备保持电量充足的需求衍生出移动电源的市场。此外，各种娱乐 app 的推广，导致手机电池单次充满电已经不能满足人们日常的需求。比如生活中常见的是苹果手机，打游戏或者观看电视剧几个小时后，电量就不足，而充电宝则解决手机电池续航不足的问题。根据数据显示，2024 年我国移动电源市场规模达 242.6 亿元，同比增长 5%，其中充电宝占比为 52.3%。

图 50：国内移动电源行业市场规模



数据来源：智研咨询，中国产业信息网，西南证券整理

图 51：国内移动电源市场规模中充电宝为主流



数据来源：智研咨询，中国产业信息网，西南证券整理

**充电宝 3C 新禁令，推动中小厂商出清。**由于传统充电宝市场混乱，容易出安全问题，市场还处于比较混沌的阶段，并没有某一品牌占据市场主流，处于蓝海市场。2025 年 10 月和 11 月工信部组织《移动电源安全技术规范》征求意见稿研讨会，针对 3C 认证的标准重新制定，新国标在整机，线路板和电芯三大技术提出更为严苛的标准。这一标准出台，充电宝行业将迎来变革，迫使中小厂商产品未能通过 3C 认证从而退出市场。而南孚充电宝已通过 3C 认证，且额定能量符合民航局规定，公司充电宝业务也放量增长，未来借助南孚品牌和渠道优势，或培育第二爆品。

图 52：部分充电宝示意图

**小米官方旗舰店**

**小米充电宝 自带线 快充版**  
**20000 33W** 新品上市

大容量长续航 双向疾速快充

**超大容量**  
包含2颗10000mAh 高品质电芯

**33W MAX快充**  
拒绝日常用电焦虑

**晒单赢好礼**  
前1000名抢10元红包  
\*10月17日10:00-11月30日23:59

支持88VIP冬焕新消费券  
11月24日0点-11月30日23:59可叠可用

湖南政府补贴已经上线  
下拉详情领取

可上飞机/火车  
通过国家3C认证

**149** 起  
三个接口同时输出  
多设备续航一次搞定

**传应 | 南孚集团出品**

**重磅新品**  
南孚自带线磁吸充电宝

智能数显轻松可见  
自带Type-C快充线  
22.5W/20W双快充  
苹果安卓都快充

**限时直降50元**  
活动到手价  
**¥199**  
活动时间：08.05-08.31

「国家3C认证」  
3C认证编号:2025180914071381  
可上飞机高铁

**ANKER | 家焕新**

**高功率充电宝TOP1**

**顶配! 165W快充**  
**超大容量 伸缩双线**

**到手价**  
**¥479** 起  
享540天质保 @新国家3C认证 @可上飞机高铁

苹果官方商城入驻品牌

**家焕新 × CUKTECH 酷态科**

**10号超级磁吸电能卡**  
10000 55W MAX

首发搭载OPC放心充2.0  
55W MAX双向快充  
新一代硅碳负极电池  
支持磁吸时使用有线快充

内含一根100W 5A C to C  
自收纳编织线 (约13cm)

**可上飞机**

**支持88VIP消费券**

活动到手价:  
**¥199** 元起 **立减12%**  
活动时间:  
11/24 00:00:00 - 11/30 23:59:59

数据来源：淘宝，西南证券整理

## 2.2 围绕半导体等领域，积极探索新业务

### 2.2.1 投资布局国产 GPU 象帝先

象帝先计算技术（重庆）有限公司于 2020 年 9 月成立，核心团队来自海光，英伟达等行业资深专家，法定代表人为唐志敏。创立之后获得多轮融资，估值一度高达 150 多亿。根据象帝先公众号，其 16G 高性能显卡 R1900 与联想开天 P5h G1t 国产工作站产品全面适配。联想成功引入国产 16GB GDDR6 高性能显卡，标志着国产化软硬件协同解决方案迈上新台阶。该显卡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。



2025 年 2 月，安孚科技通过子公司启睿创投参与融资，投资完成后持有象帝先 6.9% 股权。由于国外巨头的垄断，国产 GPU 要实现突破，需要面临诸多挑战。长期以来，数字孪生对图形渲染性能和显存带宽的高要求，使得国产 GPU 在这一领域的应用面临技术掣肘。象帝先专注于细分场景的技术优化，其研发的 R1900 显卡通过自研的 Lossless-FBCDC 无损压缩技术，显著降低了显存带宽需求，同时维持了渲染性能的流畅性。随着国产 GPU 性能的崛起，未来将打破国外巨头的垄断，实现营收利润高速增长。

图 53：唐志敏的人物介绍



## 简介

唐志敏，高性能处理器和计算机系统专家，中国科学院计算技术研究所主任研究员、博士生导师。曾获中国青年科技奖、中国科学院杰出科学技术成就奖。

担任先进微处理器技术国家工程实验室主任，“十三五”国家重点研发计划“高性能计算”重点专项总体专家。

龙芯CPU创始人：中国科学院知识创新工程“龙芯CPU”重大项目负责人，龙芯一号、二号首席科学家（2000-2006）。

海光CPU创始人：海光一号、二号首席科学家，兼任海光信息总裁（2014-2020）。

▲唐志敏在深圳理工大学算力微电子学院网站的简介

数据来源：深圳理工大学官网，西南证券整理

图 54：联想开天 P5h G1t 示意图



数据来源：象帝先微信公众号，西南证券整理

图 55：象帝先 R1900 示意图



数据来源：象帝先微信公众号，西南证券整理

## 2.2.2 围绕半导体等领域，布局第二成长曲线

公司管理层一直致力于通过并购，投资优质资产，并对标的资产整合赋能等方式提升上市公司资产质量，积极提升股东权益。在做好南孚电池核心业务的前提下，还积极围绕高端半导体制造等硬科技领域进行深度探索和资源投入，力争为公司中长期发展注入新动力，开启第二成长曲线。

2025 年 12 月 15 日，安孚科技作为产业投资人联合领投苏州易缆微。苏州易缆微成立于 2021 年，公司自主研发硅光异质集成薄膜铌酸锂全栈技术平台，掌握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。且在 CIOE2025 中国光博会期间，苏州易缆微全球首发基于硅光异质集成薄膜铌酸锂的单波 400Gbps 差分调制芯片。

产品供货情况：公司拥有硅光异质集成薄膜铌酸锂中试线，有源产品已批量送样行业头部客户。同时，公司高密度无源产品线也实现批量生产，为行业头部光模块厂商提供配套。

## 3 盈利预测与估值

### 3.1 盈利预测

#### 关键假设：

1) 碱性电池受益于行业增长，更新换代和海外市场的开拓，整体销量保持稳定增长；预计 2025-2027 年碱性电池营收同比增长 17%、9.7%、13%；海外因 OEM 模式毛利率较低，整体会对碱性电池毛利率有影响，随着销量的增大，边际影响逐渐变小，毛利率分别为 50.6%、48.5%、48%。

2) 碳性电池整体保持稳定，毛利率能够维持。预计 2025-2027 年碳性电池营收同比增长 4.1%、2.8%、2.7%；毛利率分别为 37%、37%、37%。

3) 其他电池因为品类多，其中公司充电宝销量高速增长，且毛利率相对较高，有效带动收入和毛利率上行，预计 2025-2027 年营收同比增长 5%、9.5%、13%；毛利率呈现上升的趋势，分别为 59.2%、63%、68%。

4) 本次盈利预测已考虑收购完成后的情况。

基于以上假设，预计公司 2025-2027 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2024A	2025E	2026E	2027E
碱性电池	收入	3585.2	4193.0	4600.0	5200.0
	增速	7.0%	17.0%	9.7%	13.0%
	毛利率	54.0%	50.6%	48.5%	48.0%
碳性电池	收入	345.8	360.0	370.0	380.0
	增速	10.1%	4.1%	2.8%	2.7%
	毛利率	37.0%	37.0%	37.0%	37.0%
其他电池	收入	200.0	210.0	230.0	260.0



单位：百万元		2024A	2025E	2026E	2027E
	增速	9.1%	5.0%	9.5%	13.0%
	毛利率	57.4%	59.2%	63.0%	68.0%
	收入	507.3	200.0	300.0	400.0
其他产品	增速	7.3%	-60.1%	50.0%	33.3%
	毛利率	16.4%	16.6%	16.6%	16.6%
	收入	4638.3	4963.0	5500.0	6240.0
合计	增速	7.4%	7.0%	10.8%	13.5%
	毛利率	48.7%	48.6%	46.6%	46.2%

数据来源：公司公告，西南证券

## 3.2 绝对估值

关键假设如下：

- 1) 无风险利率选取中债国债 10 年期到期收益率 3.2%；
- 2) 有效税率继续保持 15%；
- 3) 市场组合报酬率保持 9.69%。

**表 2：绝对估值假设条件**

估值假设	数值
预测期年数	3
过渡期年数	5
过渡期增长率	6%
永续期增长率	2%
无风险利率 $R_f$	3.2%
市场组合报酬率 $R_m$	9.69%
有效税率 $T_x$	15%
$\beta$ 系数	1.05
债务资本成本 $K_d$	2%
债务资本比重 $W_d$	3%
股权资本成本 $K_e$	10.01%
WACC	10.01%

数据来源：西南证券

**表 3：FCFF 估值结果**

FCFF 估值	现金流折现值
核心企业价值（亿元）	197.83
净债务价值（亿元）	(8.97)
股票价值（亿元）	206.83
每股价值（元）	80.21

数据来源：西南证券

绝对估值的结果可得,公司每股内在价值约 80.21 元。考虑近期板块市场情绪较为活跃,采用相对估值法更适合当下的市场投资环境,故不采用绝对估值。

### 3.3 相对估值

综合考虑业务范围,选取了飞科电器、公牛集团、绿联科技 3 家上市公司作为估值参考,飞科电器是做生活电器相关产品,与公司产业链比较关联;绿联科技有拓展充电宝业务,安孚科技业务也有涉及;公牛集团和南孚电池在各自的细分赛道,都成长为寡头企业,品类相对单一,可以对比。

表 4：可比公司估值

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E	27E
603868.SH	飞科电器	154	35.00	1.05	1.37	1.58	1.79	39.5	25.55	22.15	19.55
301606.SZ	绿联科技	255	61.01	1.11	1.63	2.26	2.99	33.93	37.43	26.99	20.40
603195.SH	公牛集团	775	42.40	3.31	2.27	2.45	2.62	21.24	18.68	17.31	16.18
平均值								31.56	27.22	22.15	19.71
603301.SH	安孚科技	103	40.01	0.65	1.00	1.66	1.85	61.34	39.94	24.16	21.60

数据来源: Wind, 西南证券整理 (注: 截至 2025 年 12 月 10 日, wind 盈利预测)

从 PE 角度看,公司 2024 年估值为 61 倍,行业平均值为 31.56 倍,显著高于行业平均估值水平。伴随公司未来海外业务的加速开拓,叠加品牌输出,看好南孚电池资产的稀缺性,加上公司投资苏州易缆微等,布局第二成长曲线,2024 年公司估值为 61 倍,给予 2026 年 40 倍估值,对应目标价 66.4 元,首次覆盖,给予“买入”评级。

## 4 风险提示

**南孚电池销量增长不及预期的风险:** 公司海外销量处于开拓初期,会面临销量不及预期的可能性,会影响公司营业收入增速不及预期。

**毛利率大幅变动的风险:** 随着海外 OEM 模式的推进,OEM 模式带动的销量增加,会整体拉低毛利率,因为原材料等等涨价,导致公司毛利率大幅变动的风险。

**商誉大幅减值的风险:** 因为公司前期收购导致商誉较大,不排除公司商誉大幅减值的风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	4638.33	4963.00	5500.00	6240.00	净利润	807.45	906.33	928.28	1037.97
营业成本	2374.45	2550.59	2937.36	3360.16	折旧与摊销	104.33	159.01	159.01	159.01
营业税金及附加	36.89	34.74	38.50	43.68	财务费用	22.15	257.14	276.04	375.51
销售费用	860.08	853.64	924.00	998.40	资产减值损失	-19.52	0.00	0.00	0.00
管理费用	237.75	248.15	275.00	312.00	经营营运资本变动	-780.47	-5.14	-58.14	-94.49
财务费用	22.15	257.14	276.04	375.51	其他	801.03	-17.16	-10.36	-33.58
资产减值损失	-19.52	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>934.98</b>	<b>1300.18</b>	<b>1294.83</b>	<b>1444.42</b>
投资收益	5.73	20.00	15.00	40.00	资本支出	-22.40	-10.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	-0.29	-0.06	-0.05	-0.09	其他	-106.87	19.94	14.95	39.91
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-129.28</b>	<b>9.94</b>	<b>14.95</b>	<b>39.91</b>
<b>营业利润</b>	<b>963.08</b>	<b>1038.69</b>	<b>1064.05</b>	<b>1190.16</b>	短期借款	255.04	-787.22	100.00	200.00
其他非经营损益	-0.79	3.08	2.94	2.91	长期借款	101.91	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>962.28</b>	<b>1041.76</b>	<b>1066.99</b>	<b>1193.07</b>	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	154.84	135.43	138.71	155.10	支付股利	-65.52	-84.09	-129.15	-213.50
净利润	807.45	906.33	928.28	1037.97	其他	-506.08	-383.50	-276.04	-375.51
少数股东损益	639.27	648.03	501.27	560.50	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-214.66</b>	<b>-1254.81</b>	<b>-305.19</b>	<b>-389.01</b>
归属母公司股东净利润	168.18	258.31	427.01	477.47	<b>现金流量净额</b>	<b>594.44</b>	<b>55.31</b>	<b>1004.59</b>	<b>1095.31</b>
资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	财务分析指标	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	1243.43	1298.74	2303.33	3398.64	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	405.30	433.76	481.70	546.77	销售收入增长率	7.43%	7.00%	10.82%	13.45%
存货	396.31	426.02	491.25	562.56	营业利润增长率	14.14%	7.85%	2.44%	11.85%
其他流动资产	975.53	696.07	760.51	849.31	净利润增长率	13.68%	12.25%	2.42%	11.82%
长期股权投资	13.35	13.35	13.35	13.35	EBITDA 增长率	6.57%	33.52%	3.04%	15.05%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	656.63	551.70	436.78	321.85	毛利率	48.81%	48.61%	46.59%	46.15%
无形资产和开发支出	3223.18	3180.49	3137.80	3095.11	三费率	24.15%	27.38%	26.82%	27.02%
其他非流动资产	243.25	241.85	240.45	239.06	净利率	17.41%	18.26%	16.88%	16.63%
<b>资产总计</b>	<b>7156.98</b>	<b>6841.99</b>	<b>7865.18</b>	<b>9026.65</b>	ROE	21.30%	18.74%	16.47%	16.07%
短期借款	1087.22	850.00	700.00	600.00	ROA	11.28%	13.25%	11.80%	11.50%
应付和预收款项	590.44	634.07	728.27	832.63	ROIC	18.34%	23.25%	24.46%	28.71%
长期借款	799.35	799.35	799.35	799.35	EBITDA/销售收入	23.49%	29.31%	27.26%	27.64%
其他负债	890.02	-278.14	1.73	334.38	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>3367.03</b>	<b>2005.28</b>	<b>2229.35</b>	<b>2566.35</b>	总资产周转率	0.67	0.71	0.75	0.74
股本	211.12	257.82	257.82	257.82	固定资产周转率	7.47	8.91	12.44	19.07
资本公积	1313.58	1313.58	1313.58	1313.58	应收账款周转率	13.43	11.60	11.80	11.93
留存收益	535.60	709.82	1007.68	1271.64	存货周转率	5.96	6.14	6.35	6.33
归属母公司股东权益	1835.80	2234.52	2532.38	2796.34	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	104.73%	—	—	—
少数股东权益	1954.15	2602.18	3103.45	3663.96	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>3789.95</b>	<b>4836.70</b>	<b>5635.83</b>	<b>6460.30</b>	资产负债率	47.05%	29.31%	28.34%	28.43%
负债和股东权益合计	7156.98	6841.99	7865.18	9026.65	带息债务/总负债	56.03%	54.82%	53.80%	54.53%
					流动比率	1.21	2.52	2.98	3.17
					速动比率	1.05	2.15	2.62	2.83
					股利支付率	38.96%	32.55%	30.25%	44.72%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.65	1.00	1.66	1.85
					每股净资产	7.12	8.67	9.82	10.85
					每股经营现金	3.63	5.04	5.02	5.60
					每股股利	0.25	0.33	0.50	0.83
业绩和估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E					
EBITDA	1089.56	1454.84	1499.10	1724.68					
PE	61.34	39.94	24.16	21.60					
PB	5.62	4.62	4.07	3.69					
PS	2.22	2.08	1.88	1.65					
EV/EBITDA	8.36	5.44	4.68	3.55					
股息率	0.64%	0.82%	1.25%	2.07%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究院

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	院长助理、研究销售部经理、 上海销售主管	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售岗	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	欧若诗	销售岗	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售岗	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.cn
	贾文婷	销售岗	13621609568	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	张嘉诚	销售岗	18656199319	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
	毛玮琳	销售岗	18721786793	18721786793	mwl@swsc.com.cn
北京	李杨	北京销售主管	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王宇飞	销售岗	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	王一菲	销售岗	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

广深	张鑫	销售岗	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	马冰竹	销售岗	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	唐茜露	销售岗	18680348593	18680348593	txl@swsc.com.cn
	文柳茜	销售岗	13750028702	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	15602268757	lzt@swsc.com.cn