

# 安孚科技（603031.SH）

## 以南孚电池筑基，撬动硬科技第二曲线

公司研究 · 深度报告  
家用电器 · 其他电器

投资评级：优于大市（首次覆盖）

证券分析师：陈伟奇

0755-81982606

chenweiqi@guosen.com.cn

S0980520110004

证券分析师：王兆康

0755-81983063

wangzk@guosen.com.cn

S0980520120004

证券分析师：邹会阳

0755-81981518

zouhuiyang@guosen.com.cn

S0980523020001

证券分析师：李晶

lijing29@guosen.com.cn

S0980525080003

## □ 安孚科技：国内小电池龙头，第二曲线战略布局加速

➢ 公司前身为1984年成立的安德利贸易中心，2016年在A股上市，主营百货零售业务；2022年公司收购亚锦科技51%股权并剥离原百货零售主业，从而控股了国内小电池行业龙头南孚电池，成功实现向消费电池赛道的转型。同时，公司通过投资GPU（象帝先）、光芯片（易缆微）等积极布局AI产业链、高端半导体制造等硬科技领域，通过内生培育与外延拓展结合的方式，积极构建第二主业。

## □ 控股南孚电池：高利润率的稳定“现金牛”业务

➢ 南孚电池：高利润率、高ROE和强现金流的优质资产。南孚电池为国内消费电池龙头，连续32年碱锰电池零售市占率第一，2024年在碱性5号和7号电池零售市场的销额/销量份额分别为85.9%/84.7%。2016-2024年南孚电池收入从21.8亿增长至46.4亿(CAGR+10%)，净利润从5.0亿增长至9.2亿(CAGR+8%)，净利率长期维持在20%左右。内销稳盘，海外与充电宝业务提供增量，未来南孚电池有望稳健增长。

➢ 公司目前穿透控股南孚电池46%股权，计划尽快适时启动收购剩余股权。自1998年成立至今，南孚电池控制权经历了国有→外资→中资PE→借壳新三板→安孚科技控股等多轮变更，公司通过SPV安孚能源控制亚锦科技56%股权，从而实现了对南孚电池46%的控制。根据公司公告，未来将计划尽快适时启动收购亚锦科技的剩余股份和南孚电池少数股东持有的股权，有望增厚上市公司利润。

## □ 战略投资易缆微：有望开启“电+光”双轮布局

➢ 易缆微：卡位下一代3.2T/CPO光芯片技术，核心方案为硅光异质集成薄膜铌酸锂，可解决3.2T及以上速率光芯片瓶颈。目前易缆微产能可支撑年产20-50万颗芯片需求，有源产品已批量送样国内外TOP客户。2025年12月，公司作为产业投资人领投苏州易缆微近亿元融资，此次战略投资是公司围绕半导体产业链前沿技术布局的重要举措，根据公司公告，未来在适当时机将加大投资力度且不排除在条件成熟时推动并购整合，从电→光业务外延，有望开启第二成长曲线，打开估值和增长空间。

□ 盈利预测与投资建议：预计公司2025-2027年收入48.2/53.1/58.3亿，同比+4.0%/+10.1%/+9.8%；归属母公司净利润2.35/4.21/5.94亿，同比+39.5%/+79.5%/+41.0%，每股收益分别为0.91/1.63/2.30元，对应PE为61.4x/34.2x/24.3x。综合考虑绝对估值与相对估值，我们认为公司股票合理价值区间57.6-69.1元，对应市值148.5-178.1亿元。首次覆盖，给予“优于大市”评级。

□ 风险提示：技术风险，原材料价格波动风险，核心资产股权质押风险，商誉减值风险，外延发展与收购整合风险。

- [ **01** ] 安孚科技：国内小电池行业龙头
- [ **02** ] 控股南孚电池：高利润率的稳定“现金牛”业务
- [ **03** ] 战略投资易缆微：有望开启“电+光”双轮布局
- [ **04** ] 盈利预测与估值
- [ **05** ] 风险提示

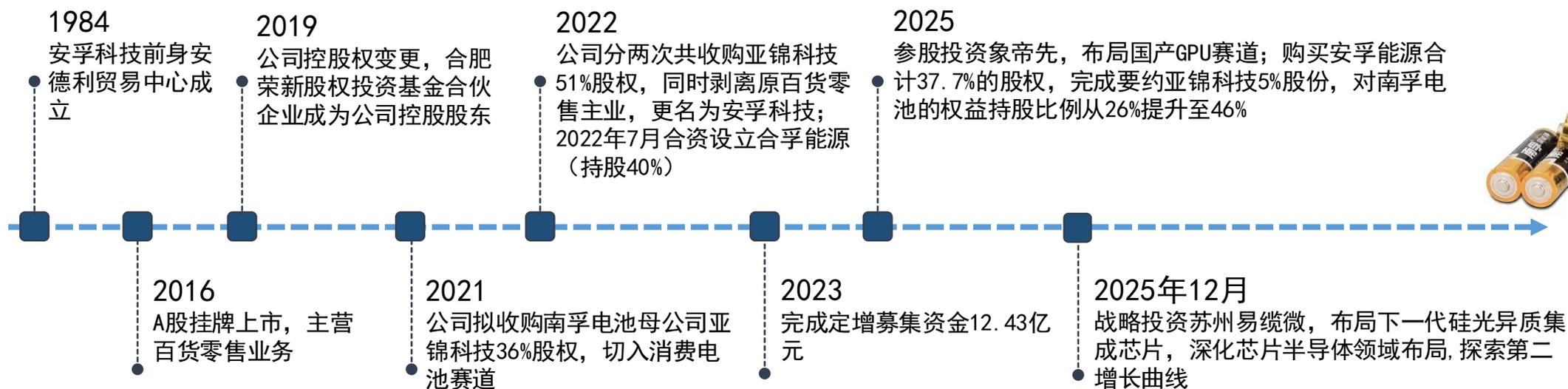
# 01 | 安孚科技：重组转型，国内小电池行业龙头

# 安孚科技：通过重组战略转型，从零售百货快速切入电池优质赛道

## □ 重组转型为国内小电池行业龙头，产品以碱性锌锰电池为主

- 安孚科技前身为1984年成立的安德利，2016年在A股上市，主营百货零售业务。但百货零售业务受电商等影响，经营较为承压，2022年公司收购亚锦科技51%股权，从而控股了国内小电池行业龙头南孚电池；同时剥离原百货零售主业，成功实现向消费电池赛道的转型。
- 目前公司主要从事高性能环保锌锰电池的研发、生产及销售，旗下“南孚牌”碱锰电池产品连续三十二年位居国内市场销量第一，产品涵盖碱性锌锰电池、碳性锌锰电池、镍氢电池、锂离子电池等。并且公司通过投资象帝先、易缆微等方式，积极布局人工智能产业链、高端半导体制造等硬科技领域，通过内生培育与外延拓展结合的方式，积极构建第二主业。

## 安孚科技经历重组切入消费电池赛道，并积极布局第二增长曲线

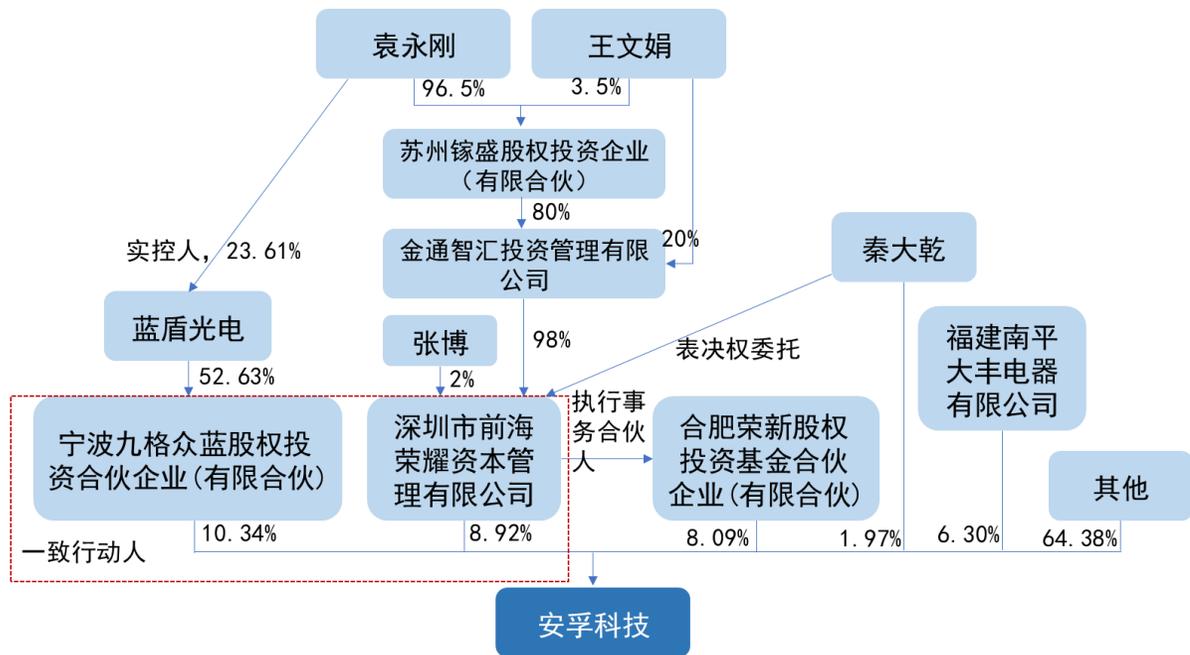


# 安孚科技：股权结构分散，管理层经验丰富



- 公司股权结构分散，治理较为市场化。公司控股股东为深圳市前海荣耀资本管理有限公司，直接持股比例为8.9%；前海荣耀为合肥荣新股权投资基金合伙企业（有限合伙）的执行事务合伙人；大股东宁波九格众蓝股权投资合伙企业（有限合伙）为其一致行动人，股东秦大乾将其所持公司股份的表决权委托给前海荣耀。因此，前海荣耀合计控制公司29.3%的股权。公司实际控制人为袁永刚、王文娟夫妇，其也为蓝盾光电的实际控制人，袁永刚为东山精密的控股股东、实际控制人之一。
- 管理层在产业并购及运营管理方面经验丰富，为公司持续发展奠定良好基础。公司副董事长、董事等在中金、投资公司等具备丰富的任职经验，有利于公司的产业整合和资本运作，为公司持续开拓新业务提供助力；公司副总经理均在南孚有多年的工作经历，充分保障了南孚电池的运营稳定和持续发展。

安孚科技股权结构较为分散（截至2025Q3）



公司管理层在产业并购及南孚的运营管理方面拥有丰富的经验

姓名	职务	履历
夏茂青	董事长	曾任安徽大学经济学院讲师，安徽中华会计师事务所审计三部经理、党支部书记，中国计算机函授学院财务处长、副院长，深圳市中兴新通讯设备有限公司审计部部长、财务总监，历任安徽蓝盾光电股份有限公司董事、副总经理、财务总监、副董事长。
林隆华	副董事长，总经理	曾任中国国际金融有限公司投资银行部执行总经理，上海瑞业投资管理中心合伙人，上海瑞有股权投资基金管理有限公司总经理，奇瑞汽车股份有限公司监事会主席等职务。
余斌	副董事长	历任海南锦泽天管理咨询有限公司总经理，海南景成置业有限公司副董事长，淮南景成置业有限公司执行董事兼总经理，安徽大安投资管理有限公司董事长，安徽宣城火花科技创业投资有限公司董事、投资决策委员会委员，安徽来购商业连锁股份有限公司董事。
刘荣海	董事，常务副总经理	1986年入职南孚电池，1997年6月任南孚电池销售副总经理，2017年9月至今任南孚电池总经理。2022年3月至今，任公司董事，常务副总经理。
任顺英	董事，副总经理，董事会秘书	曾任光大证券股份有限公司投资银行部执行董事，万达商业地产股份有限公司证券投资部副总经理，华林证券投资银行部投资总监，蓝鼎国际执行董事，蓝鼎控股副总经理，新松机器人首席投资官；2021年4月至2022年3月，任公司副总经理兼财务总监。
康金伟	董事，副总经理	历任南孚电池福州营运中心主任，资本营运部经理，物流部经理，董事会秘书等，现任亚锦科技董事长，南孚电池董事兼副总经理；2022年3月至今任公司董事、副总经理。
梁红颖	副总经理	1995年入职宝洁公司，曾任销售区域经理，市场经理；2005年1月入职南孚电池，任销售总监；2017年10月至今任南孚电池有营销副总经理；2022年3月至今任公司副总经理。
王晓飞	副总经理	1997年7月入职南孚电池，曾任区域销售经理，大区销售总监，客户营销总监；2017年10月，任南孚电池运营副总经理；2022年3月至今任公司副总经理。

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

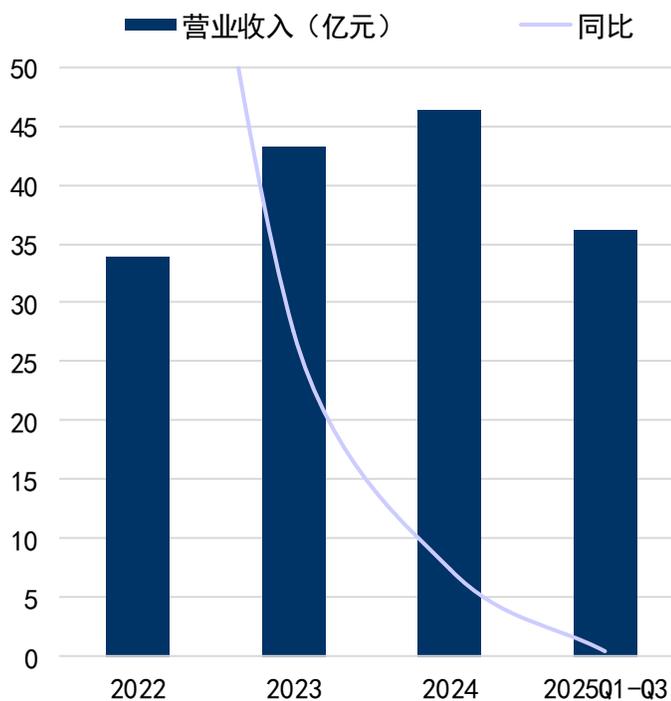
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

# 财务表现：海外收入快速增长，净利率稳步提升

## □ 公司营收稳健增长，海外业务实现快速发展

- 公司2022年2月起并表电池业务并置出百货零售业务，因此2022-2023年营收增速较快；2024年公司营收46.4亿元，同比增长7.4%，2025年前三季度营收36.1亿元，同比增长0.4%。
- 公司营收以电池为主，2024年碱性电池收入占比77.3%，碳性电池收入占比7.5%，2022-2024年各类电池收入占比变化不大。
- 公司海外收入实现较快增长，2024年海外收入7.9亿元，占营收的17.1%，较2022年的3.1亿元已有翻倍增长。

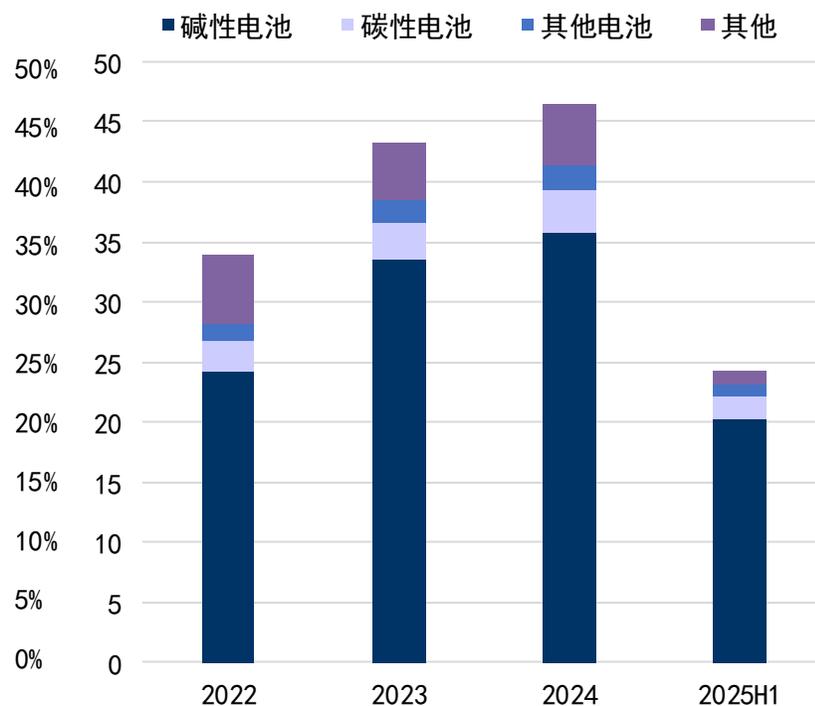
### 公司营收稳步增长



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

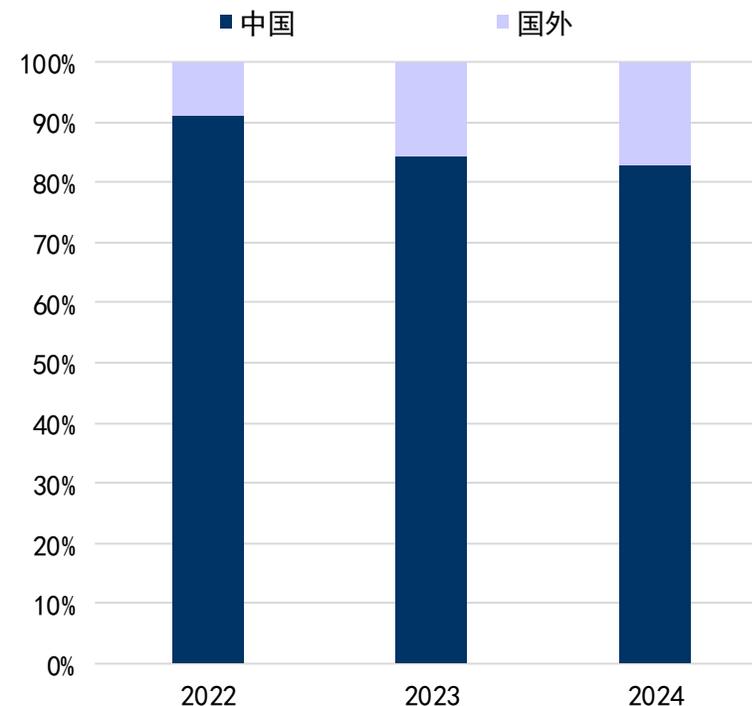
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

### 公司营收以碱性电池为主 (亿元)



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

### 公司海外收入占比快速提升



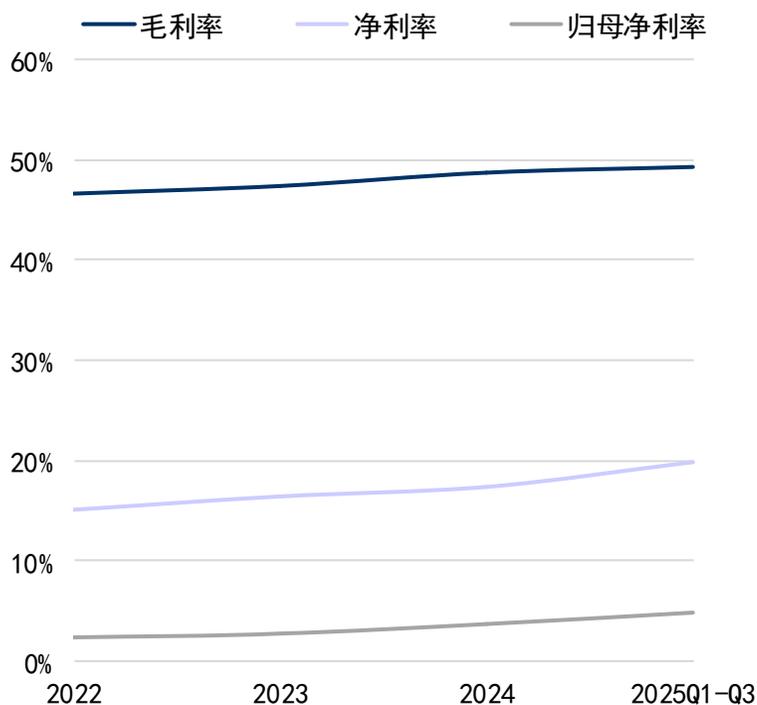
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

# 财务表现：海外收入快速增长，净利率稳步提升

## □ 公司盈利能力优良，且稳步提升

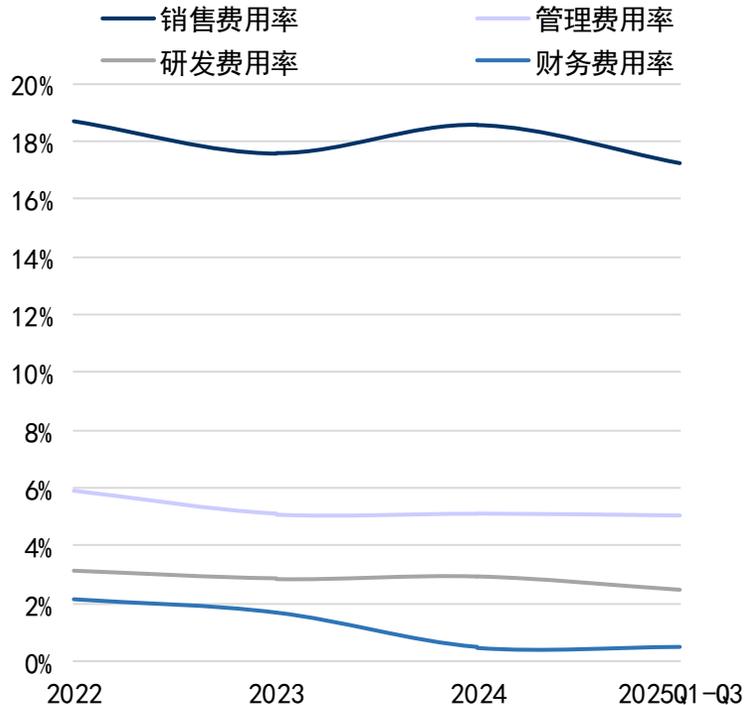
- 公司2022年以来毛利率维持在46%以上的水平稳步上升，2025年前三季度毛利率进一步提升至49.4%。
- 公司费用率基本稳定，2022-2024年销售费用率在18%左右，管理费用率在5%左右，研发费用率在3%左右，财务费用率受益于利率下降及债务减少，从2022年的2.1%下降至0.5%。
- 因此，公司净利率从2022年的15.1%稳步提升至2024年17.4%；公司2024年归母净利率为3.6%，实现归母利润1.7亿元。考虑到公司持有南孚电池股权比例的进一步提升，公司归母净利率有望实现较大提升。

### 公司盈利能力稳步提升



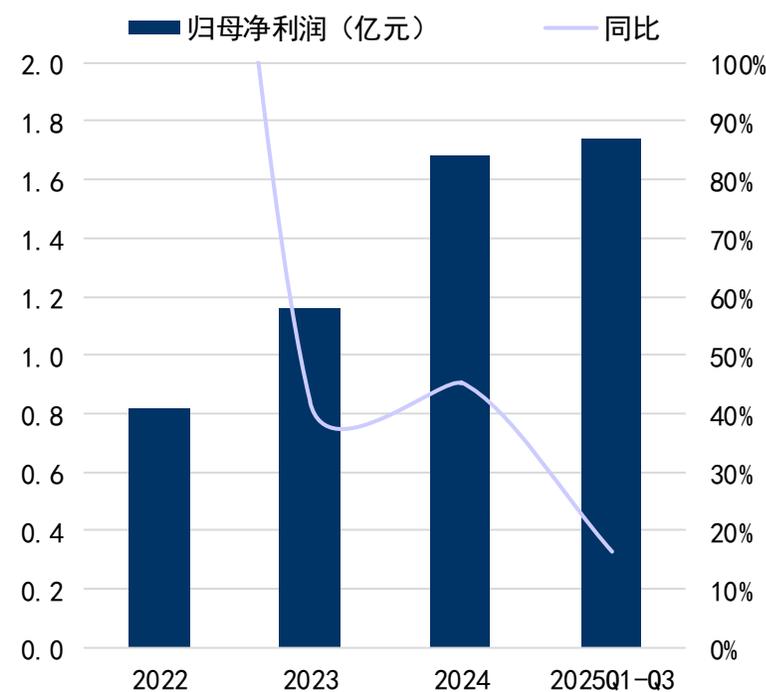
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

### 公司期间费用率稳中略降



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

### 公司归母净利润实现较快增长



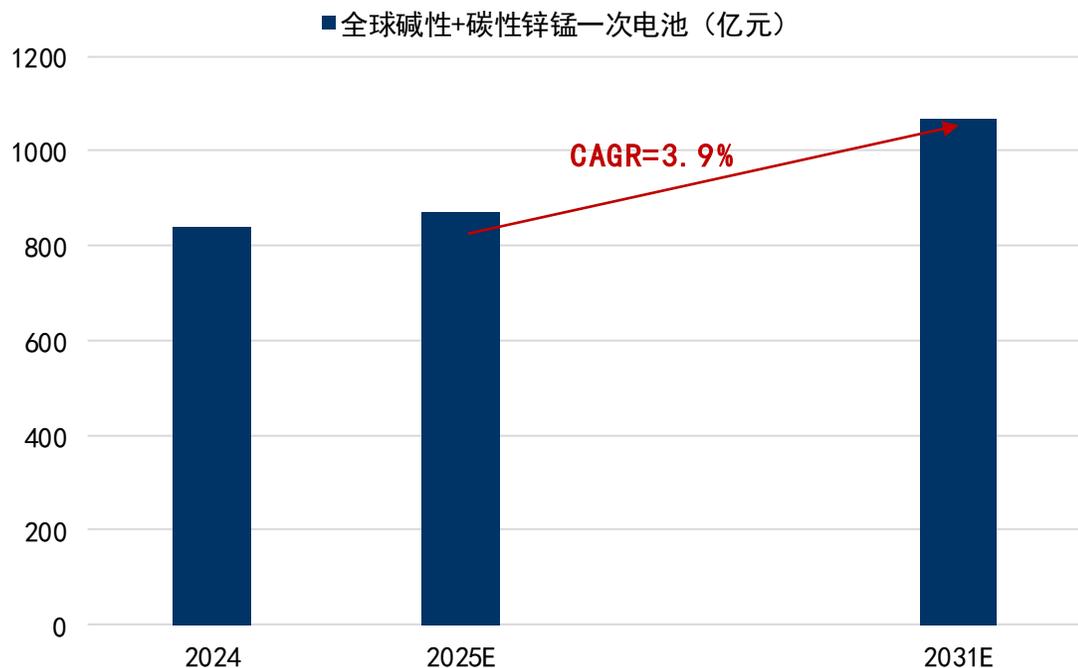
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

## 02 | 控股南孚电池：高利润率的稳定“现金牛”业务

# 一次电池刚需赛道，行业规模稳健增长

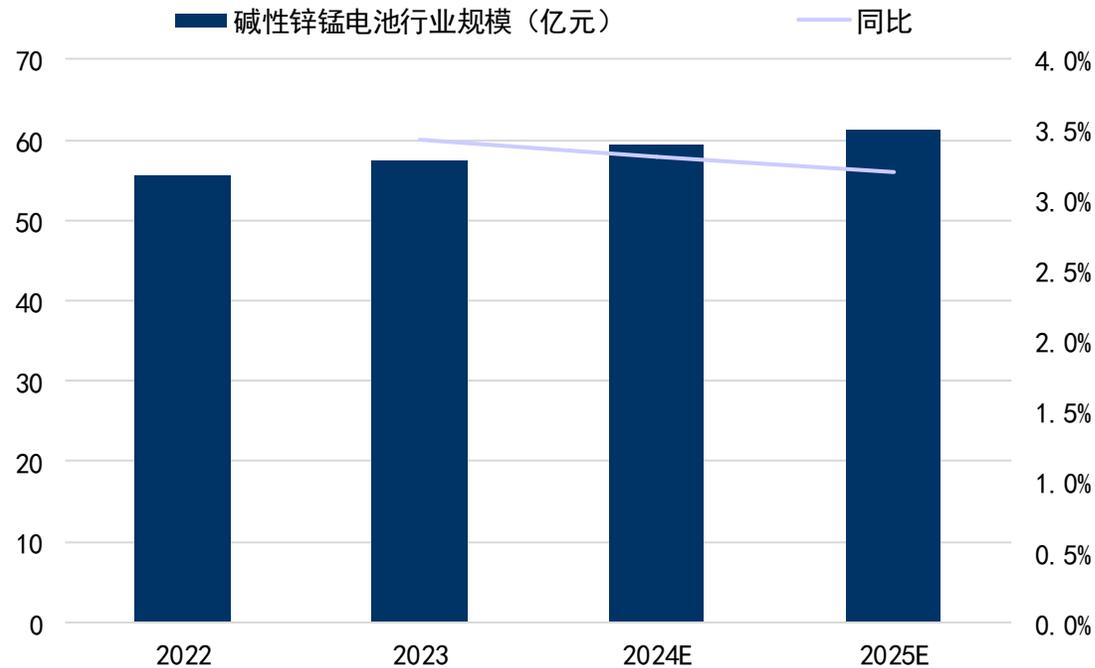
- 电池分为化学电池和物理电池两大类，化学电池将化学反应产生的能量直接转变为电能，按照使用性质，可以分为一次电池和二次电池两种。一次电池常见有碱性锌锰电池、碳性锌锰电池、锂一次电池等，电池中的活性物质消耗完后即失去效用；二次电池常见有镍氢电池、锂离子电池、铅酸蓄电池、镍镉电池等，可通过充电反复使用。南孚电池主要从事碱性锌锰一次电池、碳性锌锰一次电池等，其中碱性锌锰电池占比最高，是公司的优势品类。
- 一次电池主要应用于遥控器、智能门锁等家电家居领域，刚需属性较为突出，行业规模增长稳健。根据QYResearch及YHResearch的数据，2024年全球碱性锌锰一次电池、碳性锌锰一次电池行业规模约838.9亿元，2018-2022年行业复合增长3.2%，预计2022-2029年行业复合增长3.9%。2024年我国碱性锌锰电池行业内销规模预计在59.3亿元，2022-2025年行业复合增速预计为3.3%。

### 全球锌锰一次电池行业规模稳健增长



资料来源：YHResearch，国信证券经济研究所整理

### 我国碱性锌锰电池行业内销规模增长稳健

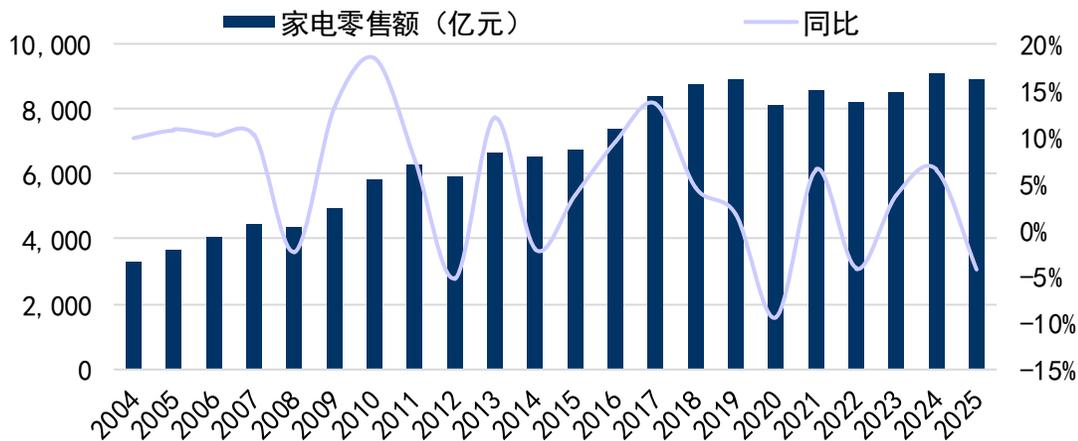


资料来源：智研咨询，国信证券经济研究所整理

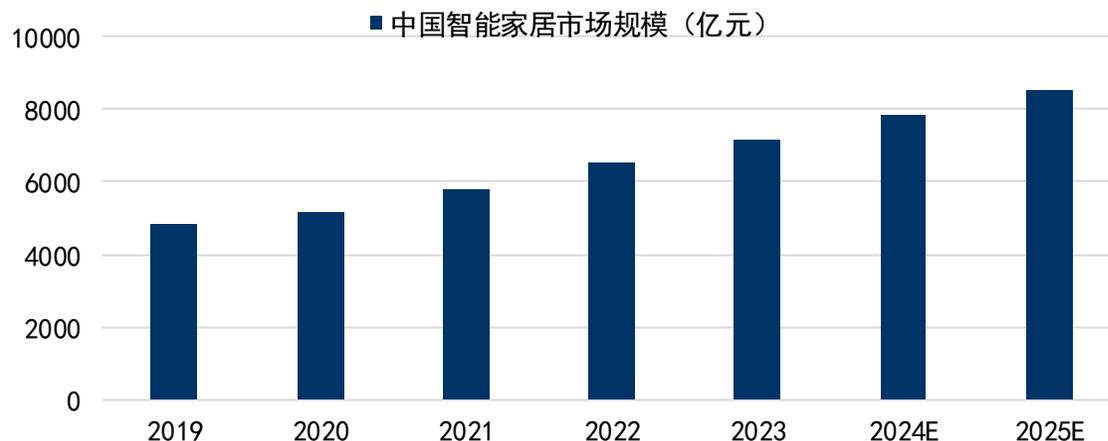
# 一次电池下游应用持续增长，带动电池行业需求提升

- 一次电池下游应用行业具备较好的增长空间。一次电池的需求受到下游用电器市场的影响，包括家用电器市场、智能家居市场、玩具市场、家用医疗市场、可穿戴设备市场等。随着我国居民消费能力的提升，我国家庭中所使用的家电、智能家居、玩具、家用医疗设备、可穿戴设备等数量有望保持持续提升的态势，从而带动电池需求的不断扩容。其中家用医疗设备、可穿戴设备等渗透率尚低，未来所能带动的增量可期。

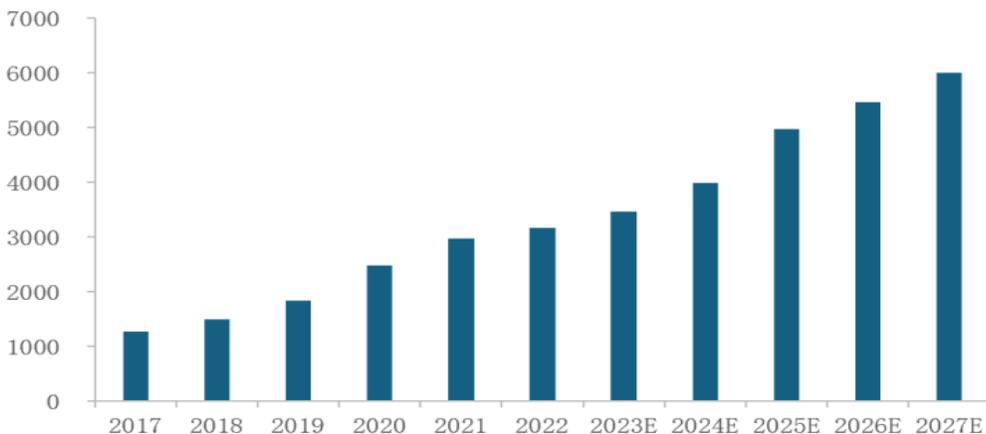
### 我国家电零售规模持续增长



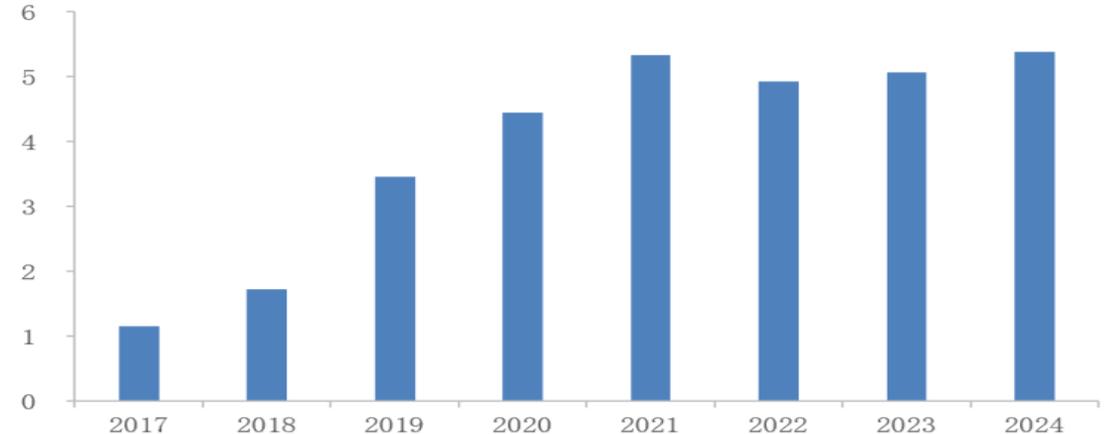
### 我国智能家居市场规模稳步增长



### 我国家用医疗设备市场规模有望持续增长 (亿元)



### 全球可穿戴设备出货量实现较快增长 (亿台)



资料来源：奥维云网，共研产业咨询，公司公告，国信证券经济研究所整理

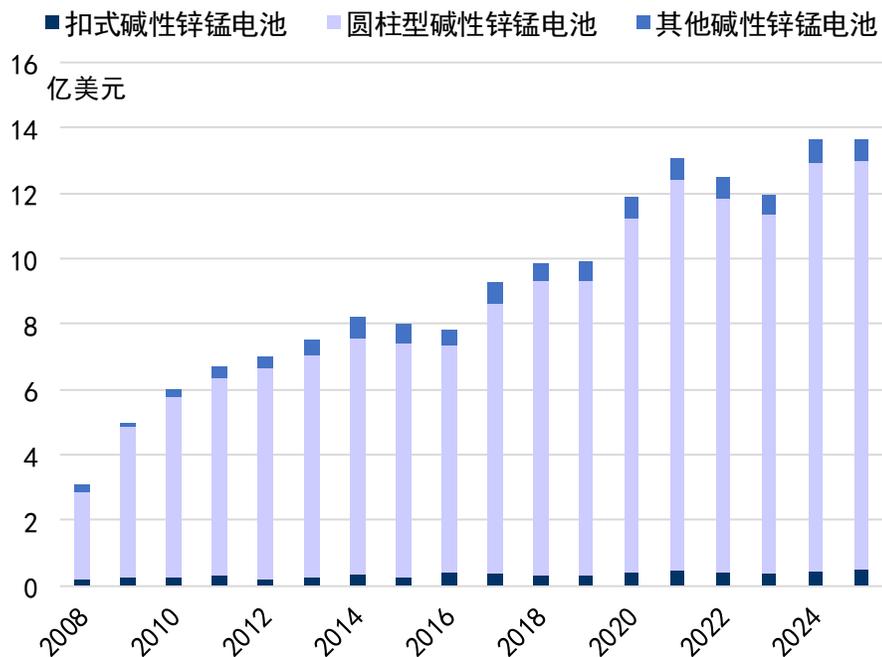
资料来源：中商产业研究院，IDC，Statista，公司公告，国信证券经济研究所整理

# 一次电池行业增长点：电池出海+碱性电池替代

□ 在行业的持续增长之外，我国一次电池行业还存在两大增长机遇，分别是电池出海和碱性电池替代：

- 在多年的技术及产业链积累和产品创新下，我国已成为全球最大的锌锰电池生产国和出口国，产品已达到国际领先水平。海关总署数据显示，2025年我国扣式、圆柱型及其他碱性锌锰原电池及原电池组出口额达到13.6亿美元（约合人民币94亿元），2015-2025年复合增长5.5%。碱性锌锰电池行业出口规模已高于内销规模，对于头部企业而言，出海发展具备广阔的空间。
- 碳性锌锰电池生产成本低，但容量小、内阻大、稳定性不高。碱性电池是在碳性锌锰电池的基础上发展而来，容量大、稳定性好、可放置时间长、小电流放电性能好。随着全社会节能环保观念日益深化，不少国家和地区出台政策鼓励碱性电池的使用，目前我国相关部门出台了各种产业政策，碱性电池可免征4%的消费税，我国锌锰电池正朝着碱性化方向发展。2015年我国碱性电池产量占干电池产量的比重为45%，2024年碱锰电池占锌锰电池的比重已提升至54%；但相较发达国家80%的占比，渗透率仍有不少提升空间。结构升级下，一次电池均价有望提升。

### 我国碱性锌锰原电池及原电池组出口规模稳健增长



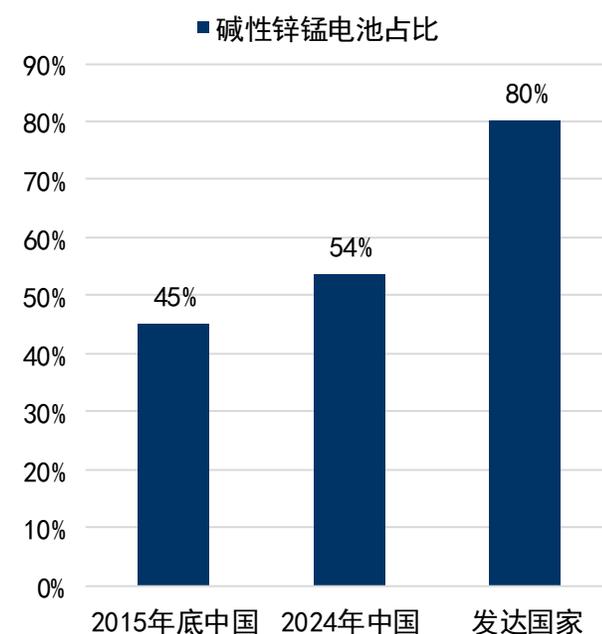
资料来源：海关总署，国信证券经济研究所整理

### 碱性锌锰电池相较碳性电池具备性能优势

	碱性锌锰电池	碳性锌锰电池
产品特性	稳定性好、可放置时间长、小电流放电性能好	价格便宜，但内阻较大，稳定性不好
电池容量	碳性电池的5-7倍	-
零售价	1-3元/节	低于1元/节
电解液腐蚀性	氢氧化钾，腐蚀性弱	氯化铵/氯化锌，腐蚀性较强
重金属总量	较低	较高
政策支持	免征4%的消费税	-
应用场景	家电、智能家居、电动玩具、家用医疗设备等	燃气灶、遥控器、钟表、手电筒、电动玩具等

资料来源：公司公告，京东，国信证券经济研究所整理

### 我国碱性电池占比具备较大的提升空间

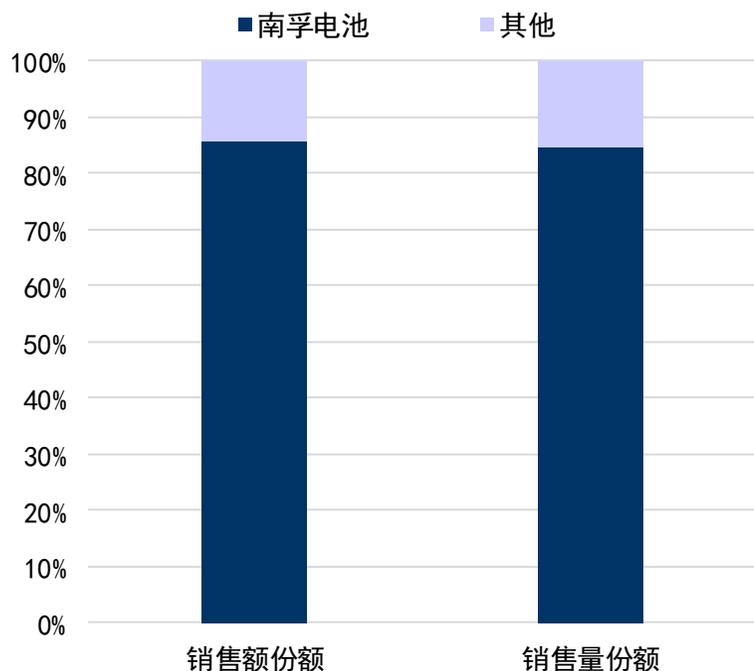


资料来源：公司公告，观研报告网，国信证券经济研究所整理

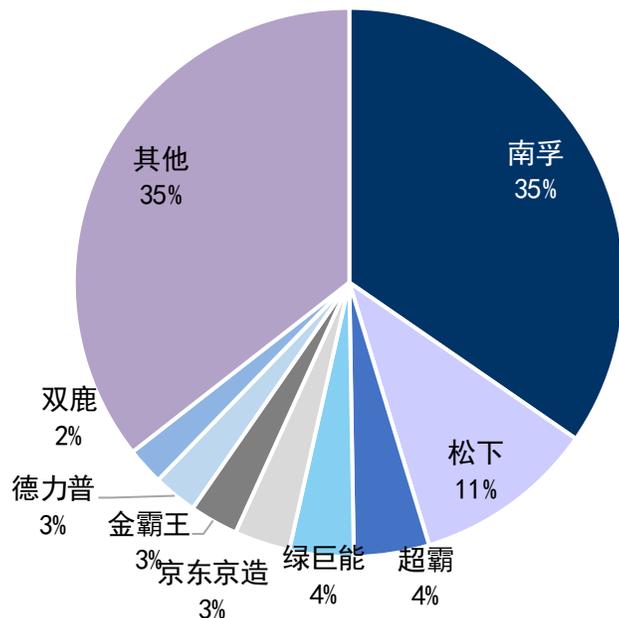
# 格局：南孚占据碱性电池内销80%+份额，行业出口格局较为分散

- 南孚电池在我国碱性电池内销市场占据绝对份额。通过产品性能的稳定和领先、对国内电池零售市场的深耕细作，南孚电池在我国碱性电池市场占有较大优势，连续32年（1993年-2024年）位居中国市场销量第一。尼尔森IQ数据显示，2024年，南孚电池碱性5号和7号电池品类在我国零售市场的销售额份额/销售量份额分别为85.9%/84.7%。从线上格局看，2025年南孚GMV份额为34.6%，其次松下占比为10.7%，其余品牌份额不足5%，线上南孚领先优势也较为明显。
- 我国碱性电池外销格局较为分散。一次电池销售较为依赖品牌及渠道资源，我国电池行业起步较晚，在海外渠道及品牌并不占优势，因而我国一次电池出口以代工为主。根据公司公告，2024年我国碱性电池行业出口份额中，双鹿电池位居第一，市占率25%；其次为野马电池，份额为11%；南孚电池位居第三，市占率8%；出口行业CR3仅为44%，行业格局较为分散。

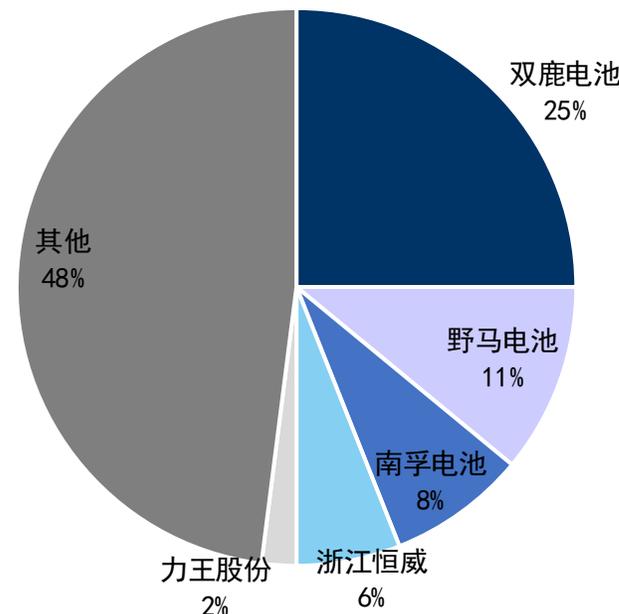
### 2024年南孚碱性5号和7号电池市场份额领先



### 2025年南孚在线上电池销售额份额领先



### 2024年我国碱性电池出口行业格局较为分散



# 南孚电池：国内消费电池龙头，连续32年碱锰电池零售市占率第一

## □ 南孚电池：国内碱性消费电池绝对龙头

- 公司成立于1988年，自1990年引进的第一条日本富士LR6（5号）碱性锌锰电池生产线正式投产，不仅解决了当时主流的碳性电池容量小、时间短等产品缺陷，同时相比进口碱性电池更具质价比，从而快速打开国内消费电池市场；2002年推出第一代聚能环产品，以“一节更比六节强”广告语强化品牌心智。凭借先进的设备、技术和生产管理体系，1993-2024年南孚电池连续32年在国内碱锰电池市场销量第一，2024年在碱性5号和7号电池零售市场的销额/销量份额分别为85.9%/84.7%。

## □ 以碱性电池为核心产品，开拓多品牌消费电池矩阵

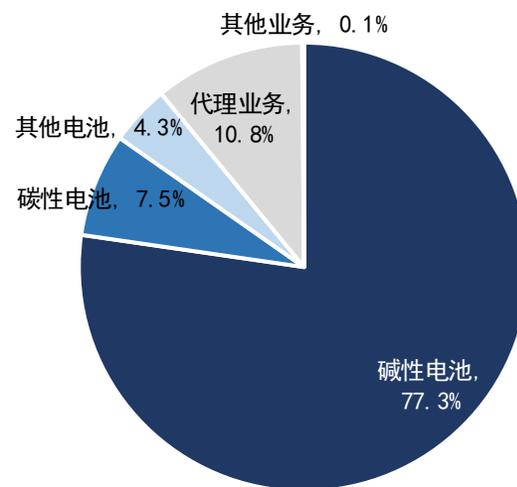
- 公司持续巩固“南孚牌”碱锰电池领先地位，并建立了子品牌“丰蓝一号”燃气灶电池、“益圆”不漏液碳性5/7号电池、“传应”锂锰纽扣电池和“TENAVOLTS”充电锂电池等组成的电池矩阵；同时2021年利用其营销渠道优势开展部分饮料、休闲零售与排插等代理业务。2024年南孚碱性电池、碳性电池、其他电池和代理业务收入占比77%/10%/9%/7%，其中5号和7号碱性电池是核心产品，2024年销量分别为21.5亿、11.4亿只。

### 南孚电池产品包括碱性电池、碳性电池、其他电池与消费类电子产品

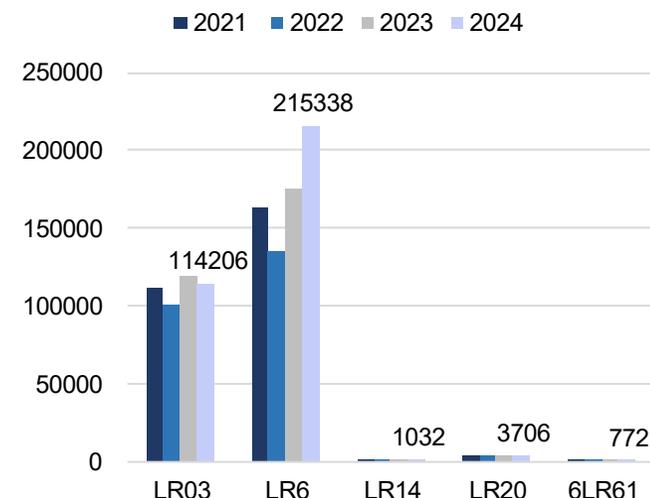


### 5号与7号碱性电池为南孚电池核心产品

2024年南孚电池分产品收入占比



南孚电池主要产品销量（万只）



资料来源：公司官网、公司公告，国信证券经济研究所整理

注：LR03为碱性7号电池、LR6为碱性5号电池、LR14为碱性2号电池、LR20为碱性1号电池、6LR61为9V碱性电池

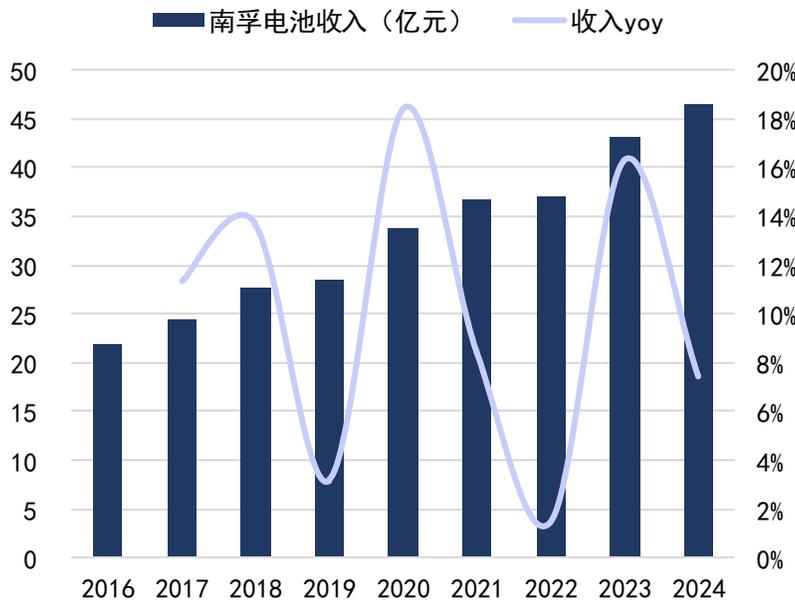
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

# 南孚电池：高利润率、高ROE和强现金流的优质资产

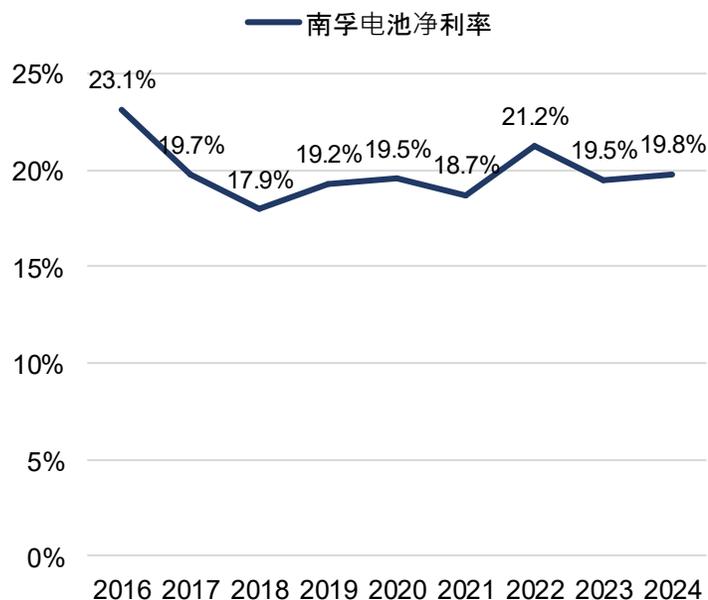
## 财务韧性强：稳营收+厚利润+高ROE，南孚电池是具备高分红强现金回报特点的典型消费品公司

- **收入与利润稳健增长。**2016-2024年南孚电池收入从21.8亿增长至46.4亿（CAGR+9.9%），净利润从5.0亿增长至9.2亿（CAGR+7.8%），历史上收入增速虽有波动但始终保持正增长，具有较强经营韧性。2019-2024年碱性、碳性、其他电池与代理收入CAGR为+8.1%/13.1%/9.7%/37.7%，碱性电池是增长压舱石，其他电池与代理业务提供结构性增量。
- **净利率常年维持在20%上下。**基于南孚的品牌溢价与零售为主的销售模式，毛利率长期约50%，净利率维持在19-21%区间，盈利强且稳定。
- **强现金流与高股东回报。**南孚电池以先款后货的经销模式为主，轻资产高周转运营，产线自动化水平高，公司ROE常年维持在较高水平，2024-2025年控股公司亚锦科技年化ROE分别为81.2%/115.7%；公司经营性现金流持续好于利润，以高分红形式强化股东回报，2022-2024年累计净利润24.6亿，累计现金分红23.4亿，分红率95.2%。

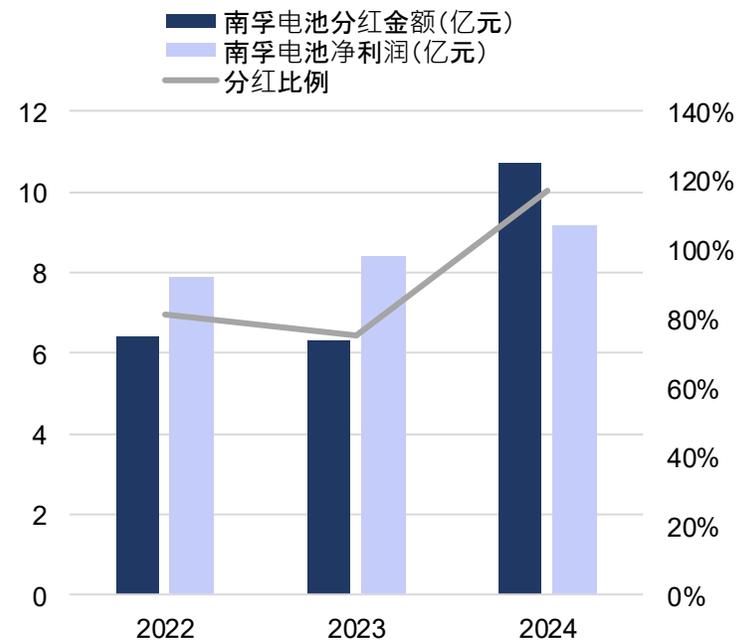
### 2016-2024年南孚电池收入CAGR+9.9%



### 南孚电池净利率长期稳定在20%上下



### 2022-2024年南孚电池累计分红率达95%



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

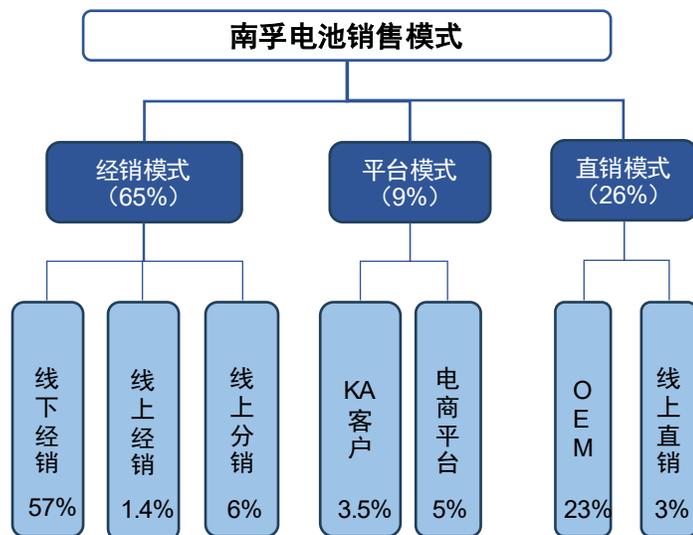
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

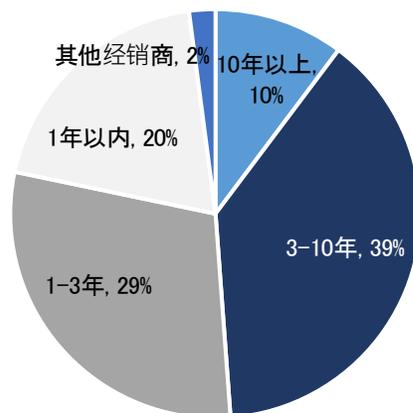
# 南孚电池竞争优势：渠道、技术与品牌优势共筑护城河

- **线上、线下渠道协同，线下以“广度+深度”形成坚实底盘。**电池具有消费频次高、周转快与使用场景广泛的特点，是具备强及时需求的消费品，南孚电池主要采用经销模式，经销商数量超过2000个，终端网点超300万个，近50%的终端在县级及以下市场，深入便利店、个体杂货店与商超等各类零售终端，叠加O2O、直播电商等全渠道协同能力，实现线上线下深度渗透。此外公司拥有完善的物流体系，全国布局19个物流分仓，能在4-7天内将产品高效配送至各地经销商。
- **聚能环技术实现5次迭代，产品与品牌力强。**公司持续以创新驱动产品升级，2025年南孚推出聚能环5代电池，通过Spacemax密封圈与0.158毫米金刚钢壳超薄内壁新结构的配合，实现了电池内部有效容积大幅提升，自主研发技术与自制生产提高产品稳定性与可靠性。
- **核心团队在南孚工作10年以上。**目前安孚科技仍保留南孚原有的核心团队，业务层面给予了其较大的自主权和灵活性，南孚电池拥有一支长期稳定、经验丰富的管理与技术团队，核心成员在南孚任职十年以上，团队的长期稳定提升管理效率，经营决策更注重业绩的长期最优化增长。

南孚电池渠道结构以经销为主，且经销商合作多年



不同合作年限经销商数量占比



南孚电池核心管理和技术团队在公司任职时间长

姓名	职务	工作经历
刘荣海	总经理	1986年入职南孚电池，1997年6月任南孚电池销售副总经理，2017年9月至今任南孚电池总经理。
梁红颖	副总经理	1995年入职宝洁公司，曾任销售区域经理、市场经理。2005年1月入职南孚电池，任销售总监；2017年10月至今任南孚电池副总经理。
王晓飞	运营副总经理	1997年7月入职南孚电池，曾任区域销售经理、大区销售总监，客户营销总监，2017年10月，任南孚电池运营副总经理。
常海涛	研发总监	1999年入职南孚担任研究员，2000年任技术科副科长，2002年任研发部经理，2018年至今任研发总监。
余佑锋	研发中心锂锰组研发主管	1998年入职南孚担任化学研发工程师，2018年至今任研发中心锂锰组研发主管。
林建兴	制造中心技术品质部经理	2003年入职南孚担任技术员，2012年担任研发部主管，2019年至今担任制造中心技术品质部经理。

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

# 南孚电池未来成长一：内销稳盘，出口打开增量空间

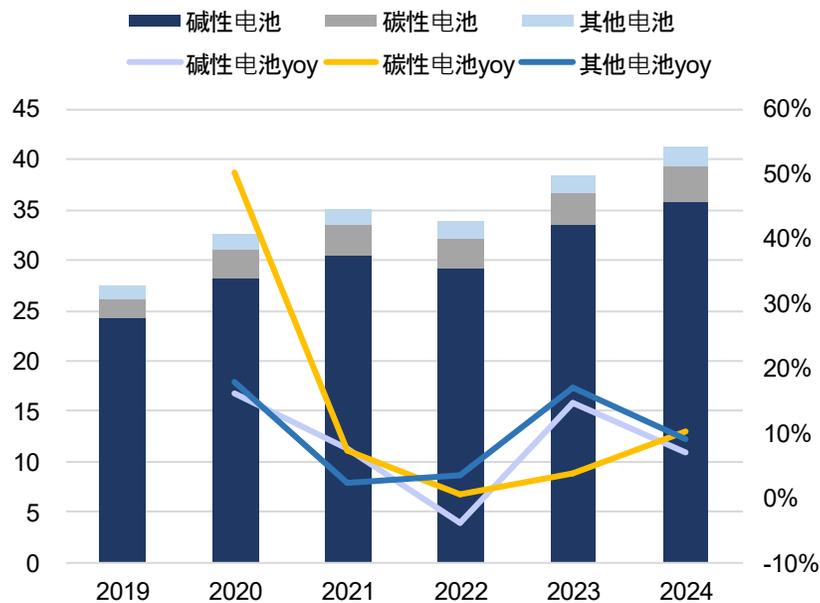
## 内销稳盘：碱性电池巩固主导地位，多元布局消费电池、战略进军锂电池市场

- 碱性电池：南孚碱性电池收入占比77%，是核心基本盘业务。公司在国内碱性电池零售市场拥有较高市占率，未来随着1) 家庭一次性电池电器使用数量（我国9.4个VS美国19.4个）与2) 锰锌电池碱化率提升（我国60%VS发达国家80-90%），仍有望维持稳定增长。
- 碳性电池维持份额，新兴品类加速布局：在碳性电池（丰蓝1号燃气灶专用电池、益圆环保碳性电池）与其他电池（锂锰纽扣电池、TENAVOLTS充电锂电池与镍氢充电电池）等细分领域仍有较大增长空间，凭借南孚强大的市场和渠道覆盖能力有望快速增长。

## 出口市占率较低：境外OEM与NANFU品牌出海有望打开空间

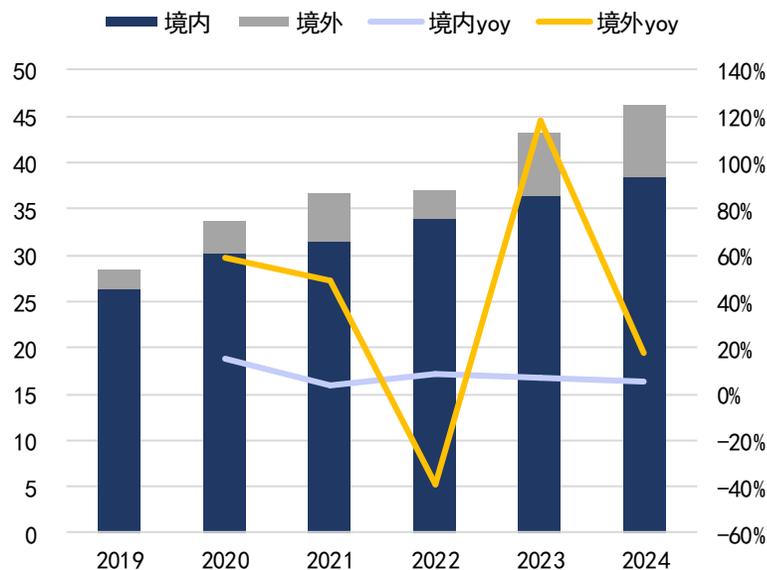
- 自上市公司控股南孚电池后，OEM产品出海战略取得成效：2019-2024年南孚出口收入从2.15亿增长至7.9亿（CAGR+30%）。2024年南孚碱性电池出口量12.8亿只，在我国出口OEM碱性电池的市占率仅8%，2026年5亿只新产能投产后有望支撑出口业务高速增长。
- 中长期将发力品牌出海：NANFU品牌已经在部分国家初步建立了销售网络，未来将继续探索其他更多合作模式，积极推动品牌出海。

### 品类：碱性电池为基，多元布局消费电池



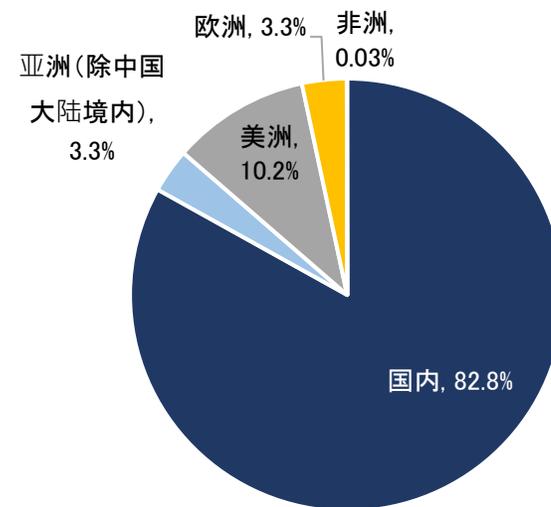
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

### 市场：出口OEM与品牌出海有望提供较大增量



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

### 2024年南孚电池分地区收入占比

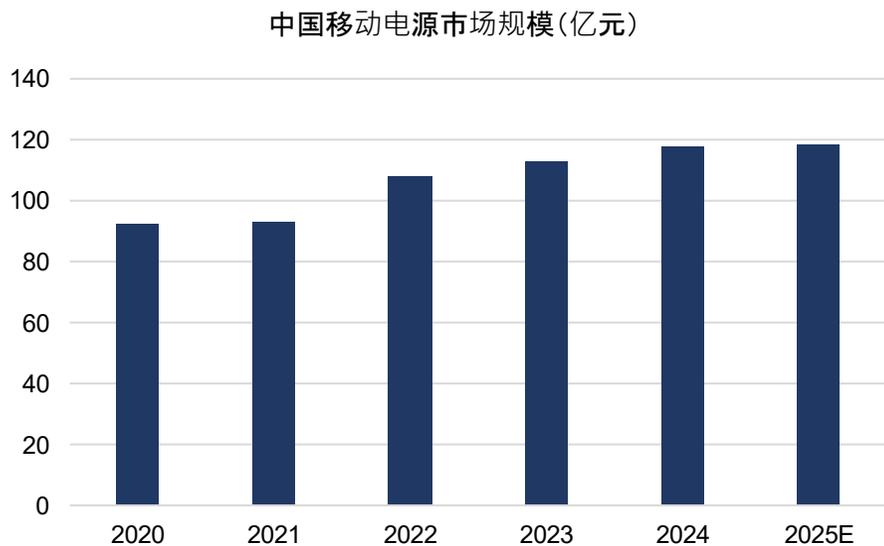


# 南孚电池未来成长二：充电宝市场空间更大，有望成为未来新的增长点



- 南孚电池已切入市场空间更大的充电宝行业。随着移动设备成为个人生活与工作的重心，充电宝作为智能手机等便携设备不可或缺的能量补给站，从简单的应急配件演变为集续航、安全与场景适配于一体的装备。根据华经产业研究院，2024年国内移动电源市场规模预计约120亿，虽然行业受共享充电宝等新商业模式影响而增速放缓，但未来随着智能家居、可穿戴设备等新型消费电子的涌现，行业规模仍有望持续扩张。
- 行业从无序内卷迈向品质竞争，南孚“传应”充电宝有望在此轮行业洗牌中提升份额
  - 民航局新规后格局洗牌：2025年6月26日，民航局发布《禁止旅客携带无3C标识及被召回的充电宝乘坐境内航班》，充电宝需3C认证标识且不得超过额定能量标准，有力推动了充电宝行业的规范化发展，未来的主流玩家将注重供应链安全和产品质量的品牌为主。根据久谦，移动电源线上集中度已明显提升，行业CR10从2025H1的37%提升至60%。
  - 南孚电池旗下传应充电宝全线产品均已通过完备的3C认证，额定能量均控制在100Wh以下，可随身携带登机。在3C认证资质、优质产品品质以及时尚轻巧的外观设计基础上，叠加南孚的品牌势能与超300万家终端零售网点的渠道覆盖优势，有望在此轮行业洗牌中实现突围，成为公司未来新的增长驱动力。

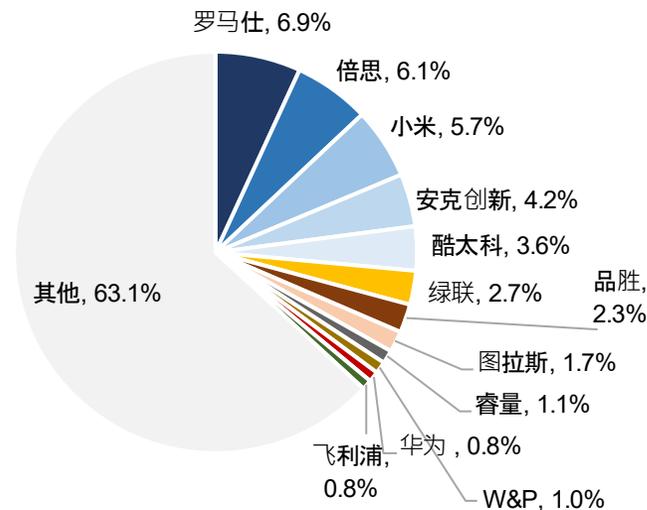
### 2025年国内移动电源市场规模约120亿



资料来源：华经产业研究院，国信证券经济研究所整理

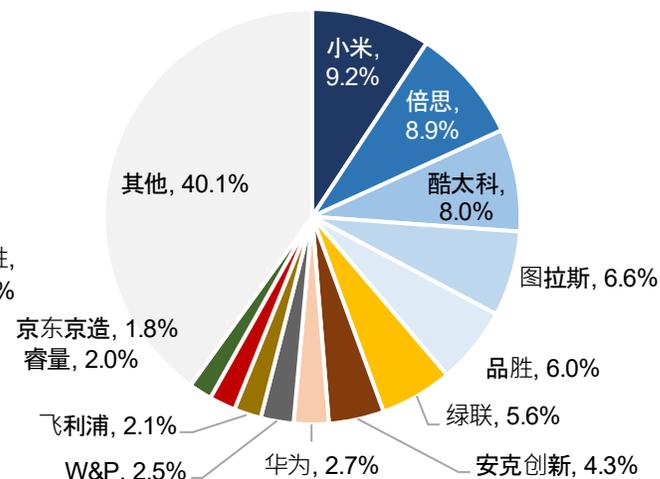
### 充电宝行业线上格局：民航局新规后行业格局洗牌、集中度提升

#### 2025/1-2025/6线上移动电源格局



资料来源：久谦，京东，天猫，抖音，国信证券经济研究所整理

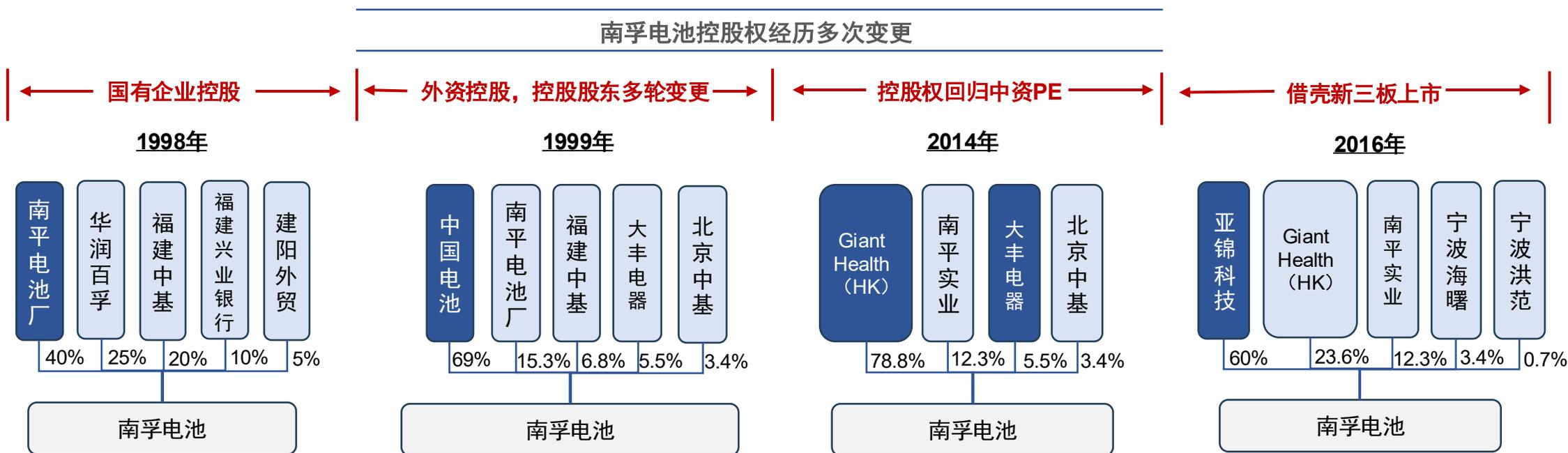
#### 2025/7-2026/1线上移动电源格局



# 南孚电池历史控股权变更：股权结构与实控人经历多次更迭

□ 南孚电池控制权经历了国有→外资→中资PE→借壳新三板→安孚科技控股等多轮变更

- 1) 1988-1999年：国有企业控股。1988年南平电池厂与香港百孚合作成立南孚电池，南平电池厂为控股股东持有40%股权，百孚为战略投资者；
- 2) 1999-2014年：外资控股且控股股东多轮更迭。1999年南孚吸收合并福盈电池，成立中国电池并引入外资（由摩根士丹利联合荷兰国家投资银行、新加坡政府投资公司与鼎晖等在香港成立），收购南孚53.27%股权；2003年摩根士丹利持股比例提升至72%，同年将中国电池控股权转让给美国吉列；2006年宝洁收购吉列，南孚电池随之成为宝洁旗下资产。
- 3) 2015-2020年：控股权回归中资并借壳上市。2014年宝洁剥离电池等非核心业务，将其持有南孚的54.5%股权转让给Giant Health(HK)，股权回流至中资；2015年Giant Health将其持有的54.5%股份转让给大丰电器，2016年大丰电器以南孚60%股权对价认购新三板公司亚锦科技定向增发股份，亚锦科技成为南孚电池新控股股东；2017-2018年亚锦科技向Giant Health购买其持有的22.18%股权，亚锦科技控股比例提升至82.18%。

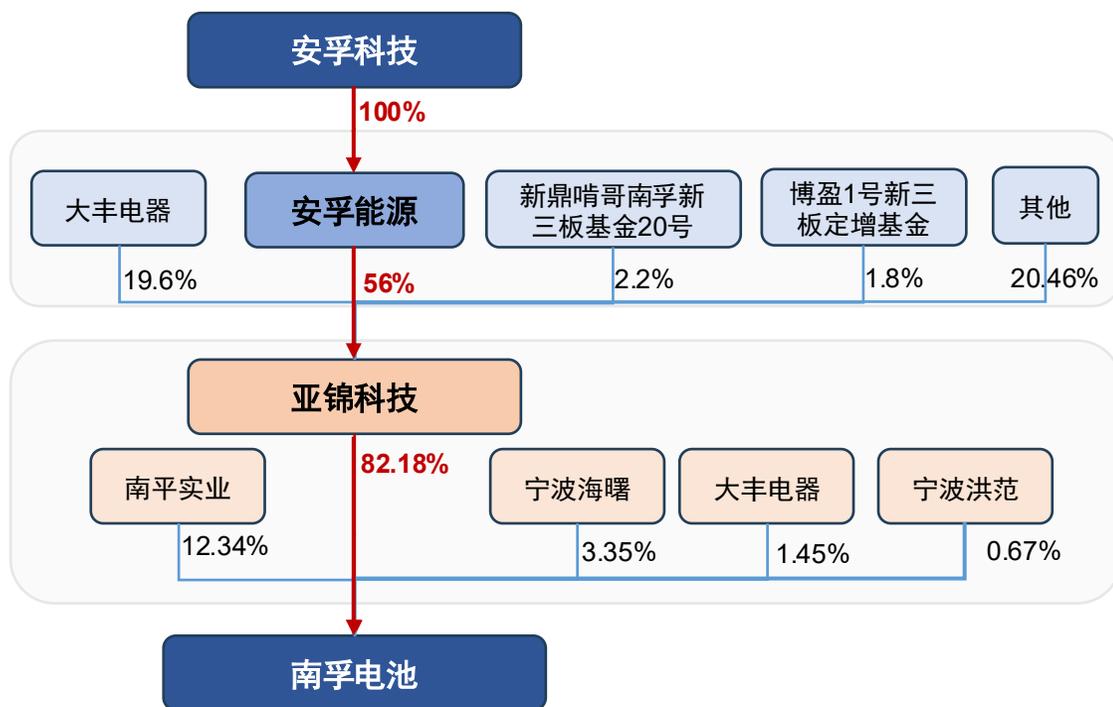


资料来源：公司官网、公司公告，国信证券经济研究所整理

# 公司目前穿透控股南孚电池46%股权，未来预期进一步收购剩余股权

- 公司通过SPV安孚能源实现对南孚电池46%的控制，计划尽快适时启动收购亚锦科技的剩余股份和南孚电池少数股东持有的股权
- 2021年：公司通过设立子公司安孚能源并引入少数股东的方式，以24亿现金向宁波亚丰购买其持有的亚锦科技36%股权，并取得宁波亚丰15%表决权委托，从而取得亚锦科技51%控制权，**进而控制南孚电池**。
- 2022年：2022年5月安孚能源以13.5亿现金购买宁波亚丰持有的亚锦科技15%股权，**公司对亚锦科技的控股比例提升至51%，穿透控股南孚电池26.1%股权**；2023年12月完成定向增发，以募集资金12.44亿予以置换。
- 2025年：2025年8月公司以发行股份及支付现金方式购买安孚能源31%股权，11月完成要约收购亚锦科技5%股份及现金收购宁波正通博源持有的安孚能源6.74%股权。上述收购完成后，**安孚能源成为公司全资子公司，公司持有南孚电池的权益比例进一步提升至46.02%**。

安孚科技通过SPV安孚能源实现对南孚电池46%的控股



(单位: 亿元)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
安孚科技							
收入				33.8	43.2	46.4	
净利润				5.12	7.10	8.07	
少数股东权益				4.30	5.94	6.39	
归母净利润				0.82	1.16	1.68	2.16-2.54
<b>安孚科技穿透控股南孚</b>				<b>22.7%</b>	<b>26.1%</b>	<b>26.1%</b>	<b>46.02%</b>
<b>安孚科技控股安孚能源</b>				<b>54.17%</b>	<b>54.17%</b>	<b>62.25%</b>	<b>100%</b>
安孚能源							
收入				33.72	43.18	46.38	
净利润				5.19	7.31	8.29	
归母净利润				1.63	2.52	3.04	
<b>安孚能源控股亚锦科技</b>				<b>36%</b>	<b>51%</b>	<b>51%</b>	<b>56%</b>
亚锦科技							
营收	28.48	33.74	36.58	37.13	43.18	46.38	
净利润	2.86	5.66	2.38	8.20	8.48	9.14	
归母净利润	1.75	4.38	1.02	6.62	6.77	7.18	
<b>亚锦科技控股南孚电池</b>	<b>82.18%</b>						
南孚电池							
营收	28.48	33.74	36.58	37.13	43.18	46.38	
净利润	5.48	6.58	6.84	7.88	8.41	9.17	
归母净利润	5.48	6.45	6.66	7.66	8.15	8.77	

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

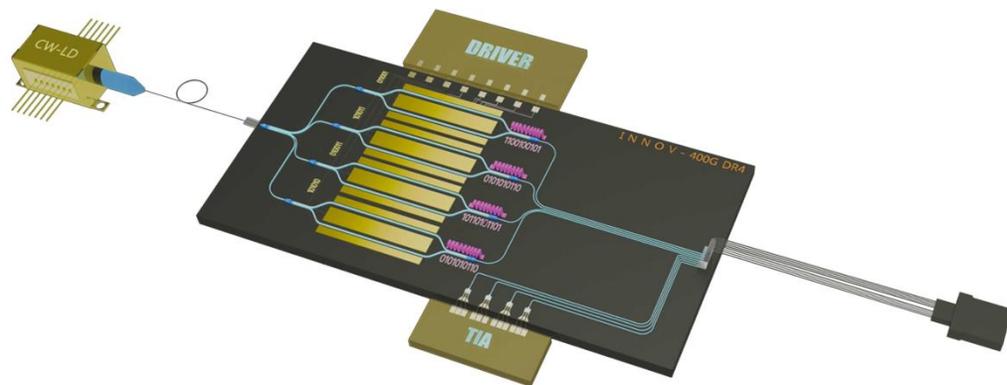
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

# 03 | 战略投资易缆微：有望开启“电+光”双轮布局

# 战略投资易缆微，有望开启“电+光”双轮增长

- 2025年12月，公司作为产业投资人领投苏州易缆微近亿元融资，并达成深度合作意向。此次战略投资是公司围绕半导体产业链前沿技术布局的重要举措，未来在适当时机将加大投资力度且不排除在条件成熟时推动并购整合，从电→光业务外延，有望开启第二成长曲线。
- 根据公司公告，易缆微创立于2021年，是全球唯一专注于硅光异质集成薄膜铌酸锂光子芯片的公司。总部位于苏州，下设常熟研发生产基地、比利时与广州2家研发中心，办公研发生产基地超7000平米，自建百级-千级-万级高等级无尘工艺间，目前已申请专利70余项，其中发明专利17项。
  - **团队：**由国家高层次人才与旅欧归国博士组成。创始人陈伟博士兼具学术与产业背景，毕业于比利时根特大学—IMEC联合实验室，在硅光领域积累了扎实的科研基础，2010年创立硅光子技术公司Caliope并于2013年被华为海思半导体全资收购；2021年二次创业成立易缆微。
  - **技术：**以硅光子技术为核心，自主开发了硅光异质集成薄膜铌酸锂全栈技术平台，掌握了单波200G/400G高速电光调制等系列关键技术。
  - **产品：**有源+无源高密度光纤通信产品
    - ① **光电芯片：**已成功开发适用于1.6T/3.2T光模块、光电共封装CPO、全光交换OCS等的光电芯片，并于CIOE2025中国光博会期间全球首发基于硅光异质集成薄膜铌酸锂的适用于3.2T数据中心光模块的单波400Gbps差分调制芯片。公司的差分调制芯片与现有硅光driver兼容，具有可靠性及量产能力，可从单波200G/1.6T平滑演进至单波400G/3.2T，有助于光模块客户实现快速迭代。2025年8月公司硅光异质集成薄膜铌酸锂中试线成功通线，可支撑年产20-50万颗芯片的产能需求，有源产品已批量送样行业头部客户。
    - ② **无源产品：**包括光纤阵列和耦合光器件等，为国内外头部光模块厂商提供配套，目前高密度无源产品线已实现批量生产。

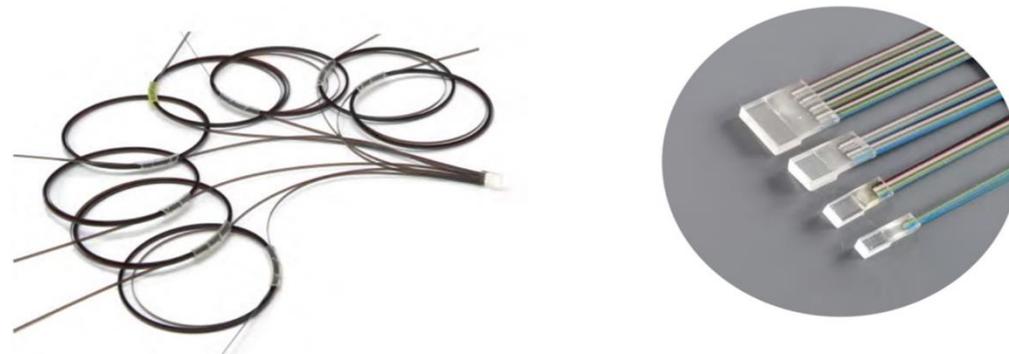
有源产品：400G/800G/1.6T硅基异质集成光子芯片等



资料来源：易缆微官网，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

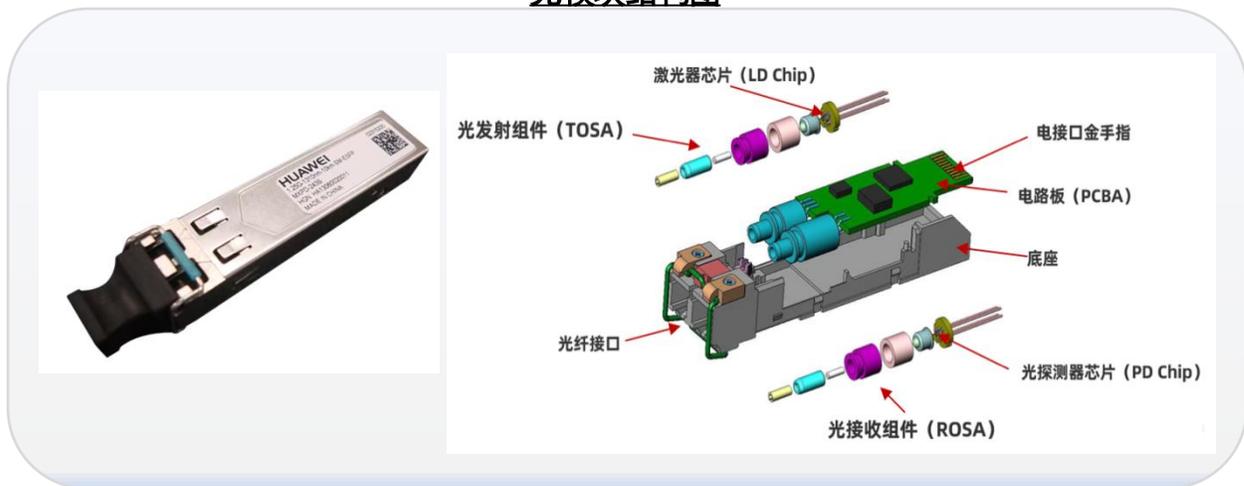
无源产品：常规光纤阵列（FA）等



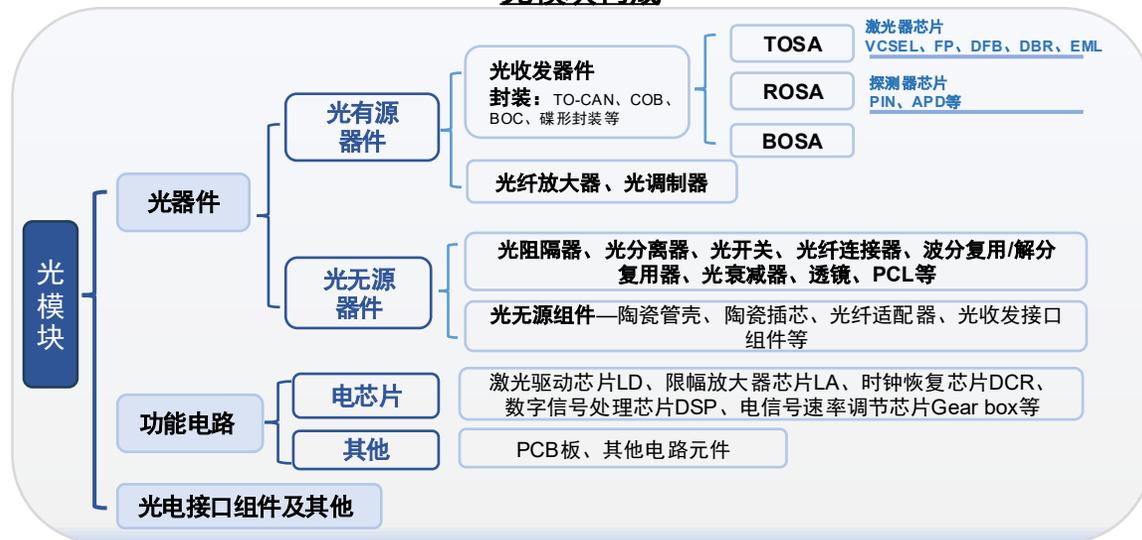
资料来源：易缆微官网，国信证券经济研究所整理

光模块核心功能是光电信号的互相转换，通常由光发射器件、光接收器件、功能电路、光接口和外壳等部分组成。其中1) 光发射组件(TOSA)核心是激光器(FP/DFB/EML/VCSEL等)、光学耦合元件(光隔离器、光调制器)等，激光器负责将电信号转化为光信号，采用III-V族化合物如InP；调制器将输入的电信号通过物理效应转换为光信号，通过精准调控光波的强度、相位或频率以实现信息在光纤中的高效传输；2) 光接收组件(ROSA)核心是探测器(PIN/APD)、跨阻放大器(TIA)等，负责将接收的光信号转化为电信号。

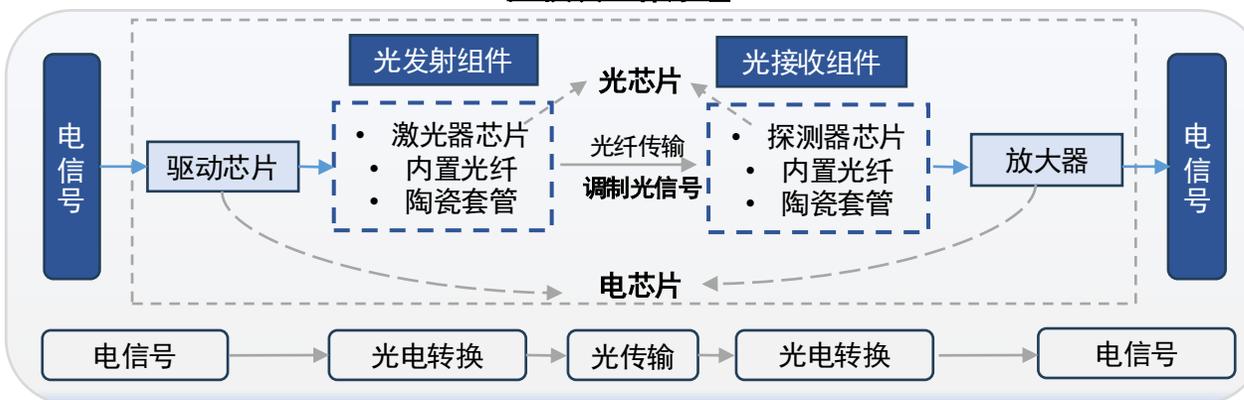
光模块结构图



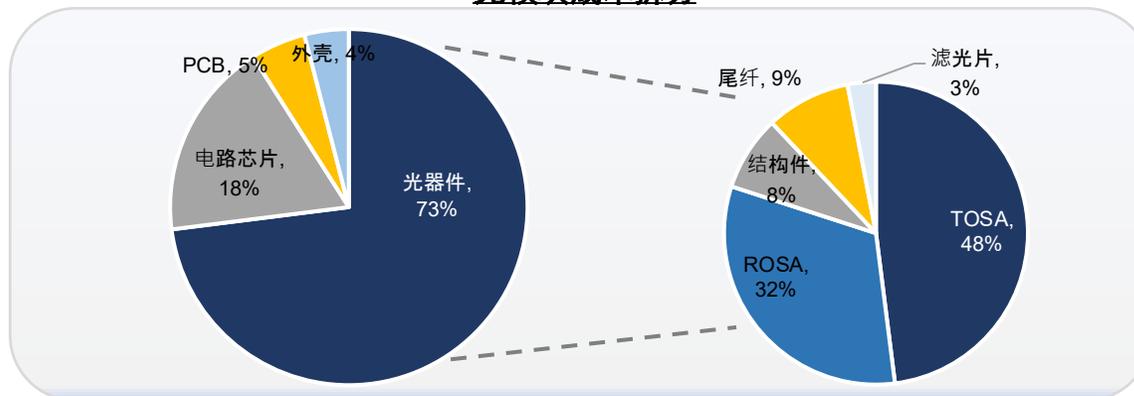
光模块构成



光模块工作原理



光模块成本拆分

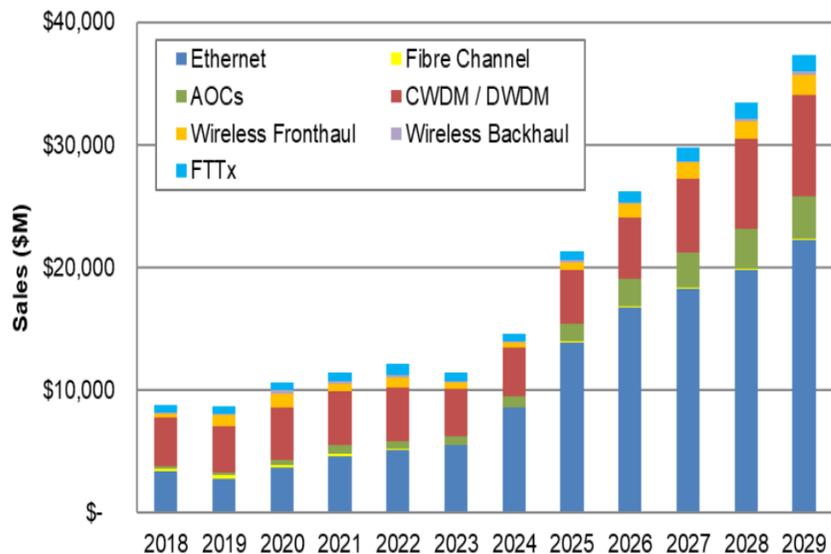


资料来源：艾邦半导体网，头豹研究院，国信证券经济研究所整理

# 需求扩容：AI算力驱动光模块进入新一轮高速增长期

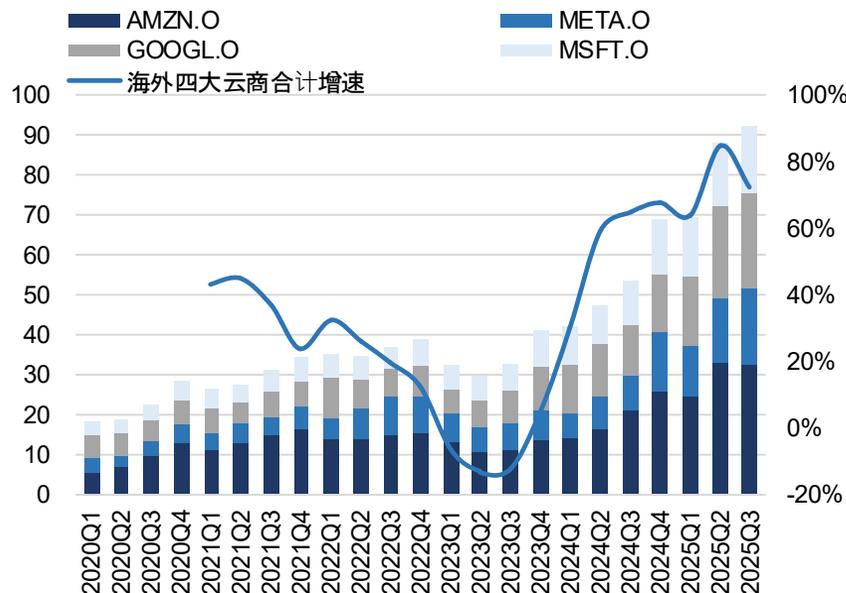
- 数通市场扩容，AI大模型训练和推理对带宽需求呈指数级增长。根据LightCounting预计，2025年光模块及相关产品的销售额将超过230亿美元，较2024年增长50%；2024-2029年全球光模块市场或将以22%的CAGR保持增长，2029年有望突破370亿美元，背后的主要增长动力是AI集群应用对以太网光收发器的强劲需求，以及云服务厂商对其密集波分复用（DWDM）网络的升级等。
  - 1) 数通市场（Datacom）：主要以海外四大云厂商、国内互联网巨头与AI公司主导。随着数据中心、云计算、AI算力集群与大模型等人工智能技术的快速发展，海内外云厂商加大算力投资规模，进一步推动光模块数通市场需求增长。根据Lightcounting测算，2023年全球数通光模块市场规模达到62.5亿美元，2024-2029年预计将以27%的CAGR增长。
  - 2) 电信市场（Telecom）：由运营商与设备商主导。电信市场由于传统运营商对传统5G投入缩减而增长放缓，但未来仍将持续加大算力投入与千兆光纤网络的升级。根据Lightcounting测算，2023年全球电信光模块市场规模达到52.2亿美元，预计将以14%的CAGR增长。

### 全球光模块细分市场规模及预测（百万美元）



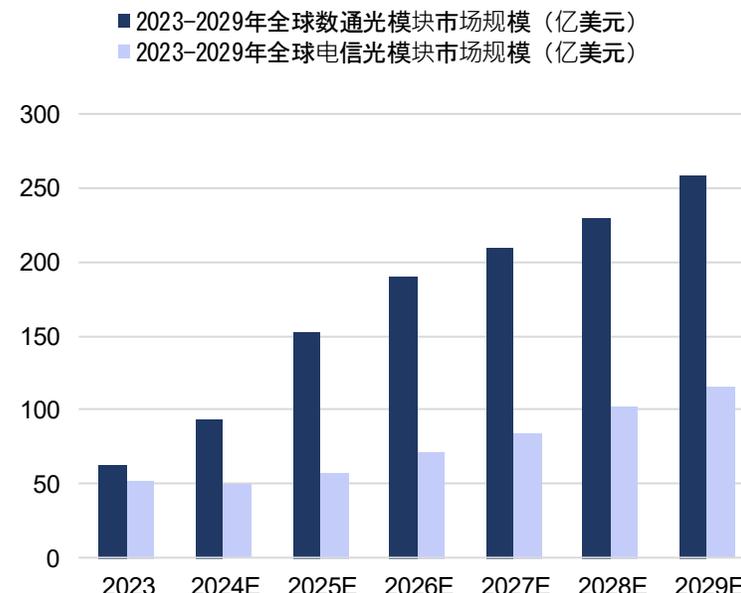
资料来源：LightCounting，国信证券经济研究所整理

### 海外四大云商CAPEX（十亿美元）增长加速



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

### 数通市场将成为未来核心增长驱动



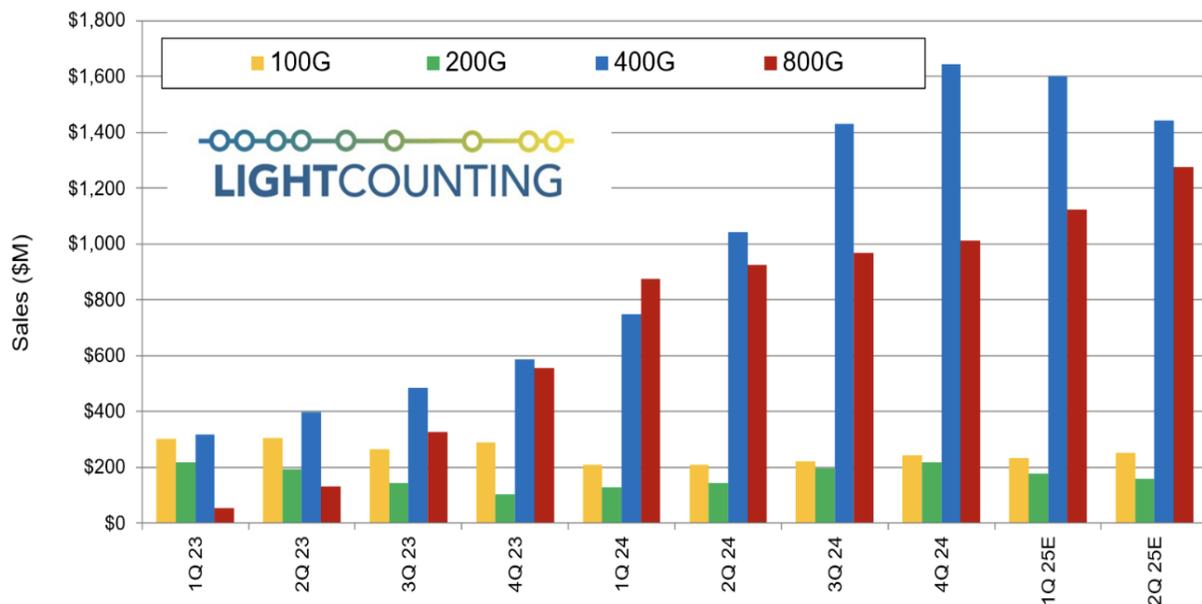
资料来源：天孚通信、中际旭创公司公告，国信证券经济研究所整理

# 技术升级：800G已快速放量，1.6T有望在2026年迎来规模化商用

## □ 光模块行业正在推进从400G→800G→1.6T的代际演变

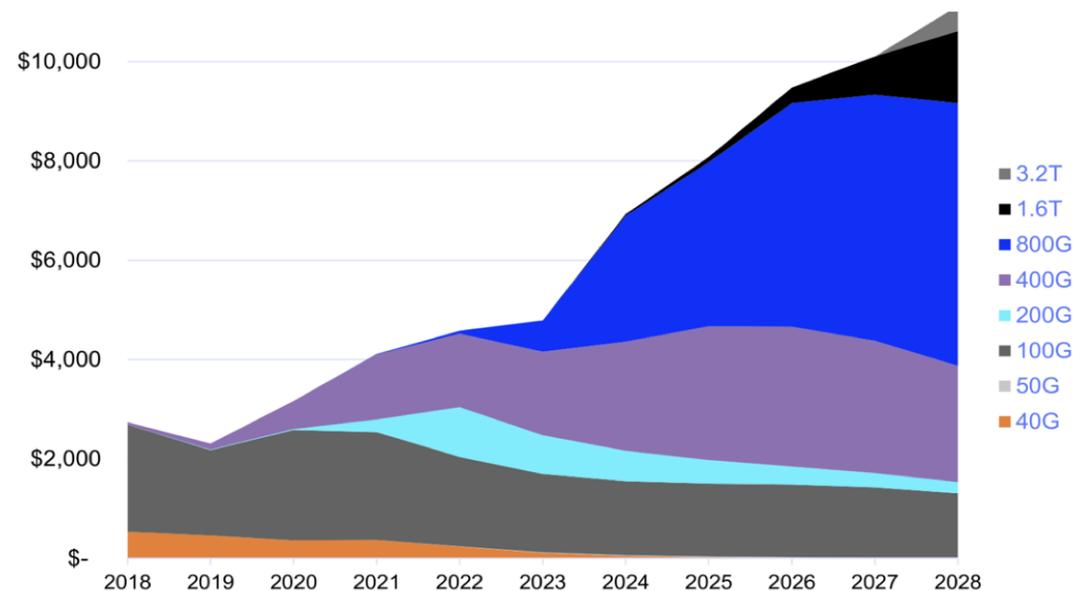
- 产品结构从100-400G为主转为800G稳产保供、1.6T扩产提速。在AI技术与GPU性能快速迭代的推动下，高速光模块更新周期不断缩短，800G和1.6T的迭代周期已从过去的3-4年缩到2年甚至以下，目前800G光模块作为当前数据中心互连的主流技术选择，1.6T光模块已于2025年实现小规模出货，2026年起有望迎来大规模商用，下一代3.2T技术也在加紧研发与验证阶段。未来几年预计行业将经历“800G红利释放-1.6T技术切换-光互连革命”三轮周期，增速可能从2026年的30%逐步过渡至2030年的结构性增长，新兴场景如6G前传、车载光互联或成下一阶段关键变量。
- 根据Coherent估计，未来五年内800G以及1.6T和3.2T数通光模块市场将以超过40%的复合年增长率增长，从2023年的6亿美元增长到2028年的42亿美元，数通市场800G及以上速率的光模块市场规模占比将超过50%。

### 400G以太网光模块出货量下滑，800G保持较好增长势头



资料来源：Coherent, LightCounting, 国信证券经济研究所整理

### 2018-2028年全球数通光模块不同速率市场规模及预测

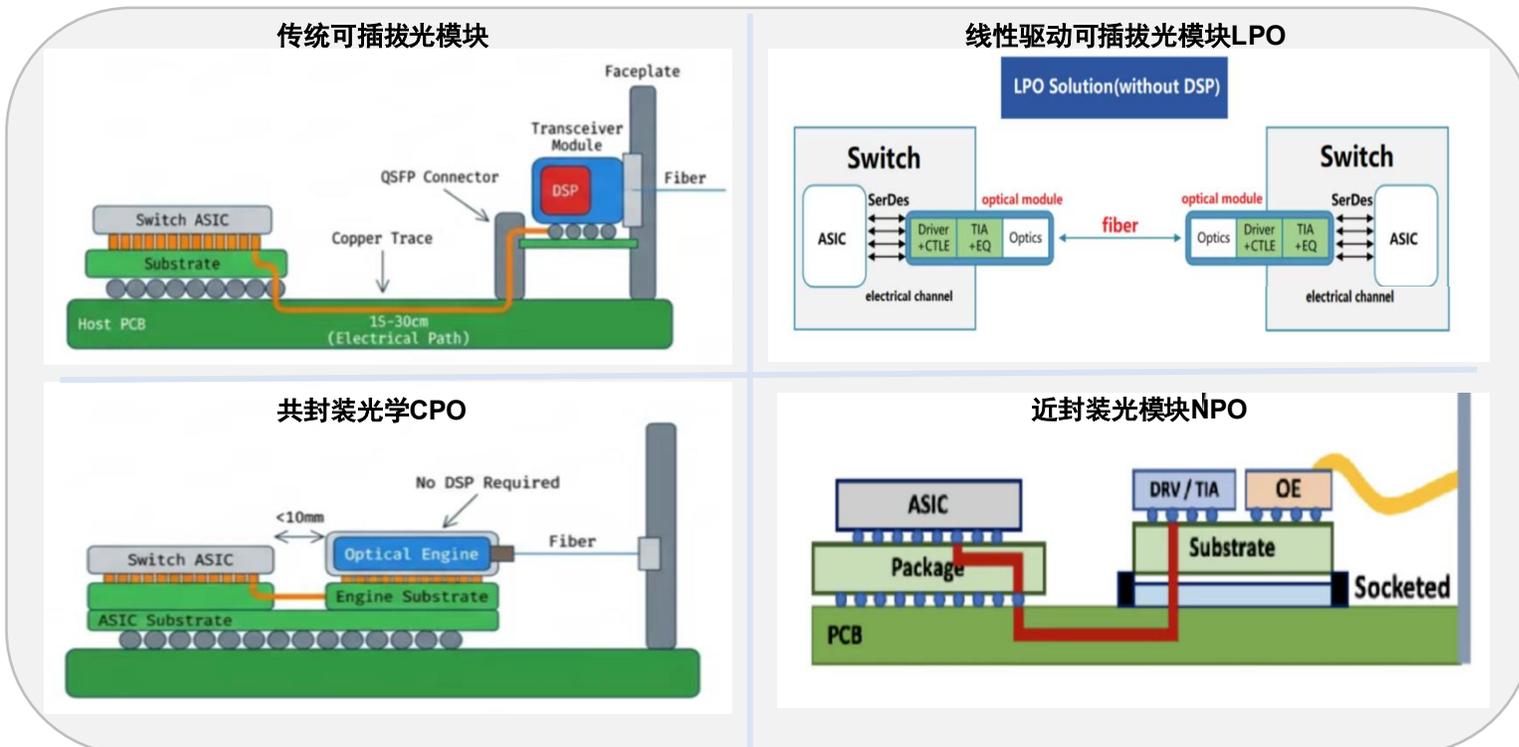


资料来源：Coherent, LightCounting, 国信证券经济研究所整理

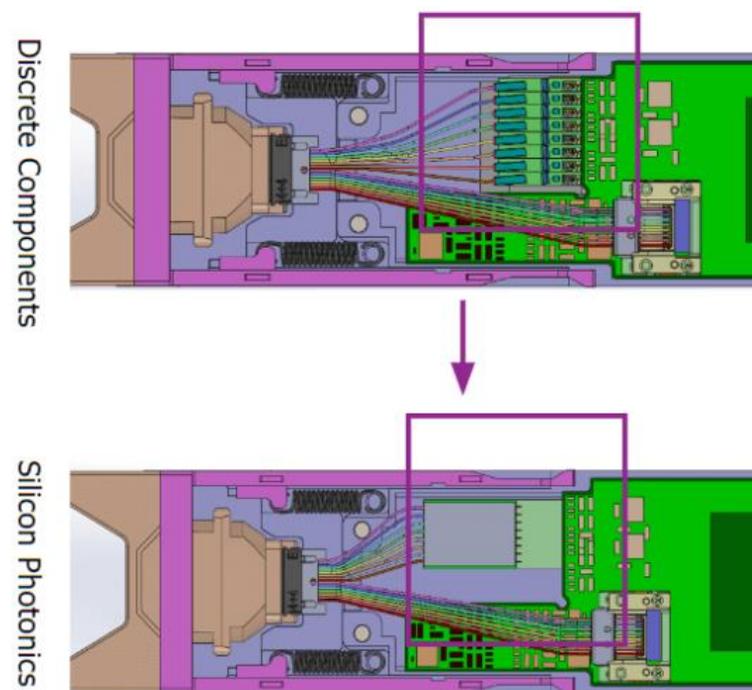
# 硅光1.0: 在800G→1.6T/3.2T升级中, 硅光方案占比有望超50%

- 光模块行业技术发展以高传输速率、低功耗和集成化为核心方向, 能效比(功耗W/速率Gbps)是衡量光模块性能的关键指标之一。
  - 1) 更高速率: 光模块的核心性能指标通常包括传输速率、传输距离、接口类型、波长、接收灵敏度、误码率、兼容性、可靠性以及能耗等方面。其中传输速率是光模块关键性能之一, 随着AI超算集群、高性能计算中心与大模型的发展, 光模块速率正从400G/800G到1.6T/3.2T方向演进;
  - 2) 更低功耗: 速率提升往往带来功耗线性甚至超线性增长, 而数据中心和通信设备对能效和散热能力有严格限制。
- 传统光模块主要采用可插拔+分立器件结构, 方案技术成熟但集成度低、功耗和成本较高; 而通过1) 器件与材料创新(光子集成材料如硅Si、氮化硅SiN、III-V族半导体材料及铌酸锂LN→提高集成度)、2) 架构与封装(LPO/NPO/CPO/OIO→减少高性能模块电芯片DSP+缩小ASIC芯片和光模块的距离)等多维度的综合优化提升高集成光传输, 实现高速光互连。

光模块的不同技术路线演进



硅光模块集成度高, 组件数量大幅减少



资料来源:《国信通信·行业专题报告数据中心互联技术专题三: AI变革推动硅光模块快速发展》, 艾邦半导体网, 国信证券经济研究所整理

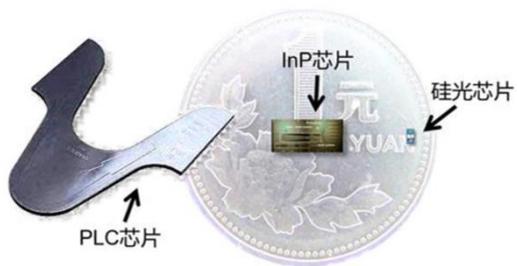
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

# 硅光1.0: 在800G→1.6T/3.2T升级中, 硅光方案占比有望超50%

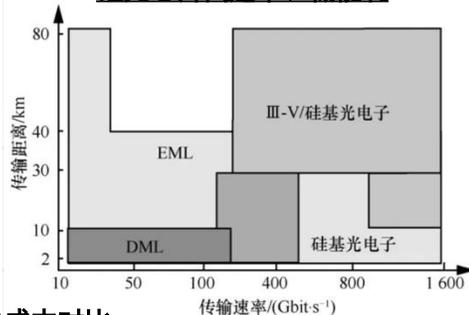
- 硅光模块—高集成度+低功耗+低成本方案。**硅光技术即利用成熟的硅基半导体工艺CMOS在硅芯片上制造集成光电子器件, 将激光器、调制器、探测器、耦合器、光波导、复用/解复用器件等光子芯片都集成在硅光芯片上, 再与DSP/TIA/DRIVER等电芯片一起封装, 组成硅光模块。其优势在于:
  - 集成度高。**基于硅基CMOS工艺将激光器、调制器、波导与光电探测器等器件单片集成于单一硅芯片, 组件数量大幅减少, 体积缩小约30%。
  - 低功耗。**高集成度减少了器件间互联的损耗, 且无需TEC等温控器件, 功耗降低近40%; 更小尺寸也意味着在同等面板面积上可部署更多端口。
  - 低成本。**集成后可使用更少器件, 物料总成本可比传统方案降低近20%; 硅材料在半导体领域应用成熟, 8寸硅晶圆产线可进行大规模、批量化制造, 而传统光器件生产用砷化镓GaAs、磷化铟InP等III-V族化合物衬底晶圆主流为2-6英寸, 成本高、良率低且拓产慢。
- LightCounting预计未来硅光方案占比将超50%。**据ICC讯石产业院数据, 当前800G光模块的硅光技术市占率35%-50%, 400G光模块约20%-30%。随着LPO和CPO的应用, LightCounting预计基于砷化镓GaAs和磷化铟InP的光模块市场份额将逐步下降, 硅光子SiP和铌酸锂薄膜TFLN的份额将有所上升, 硅光的份额有望从2023年的34%翻倍增长至2029年的52%。

## 硅光模块体积更小, 功耗更低

硅光芯片集成度高、体积小



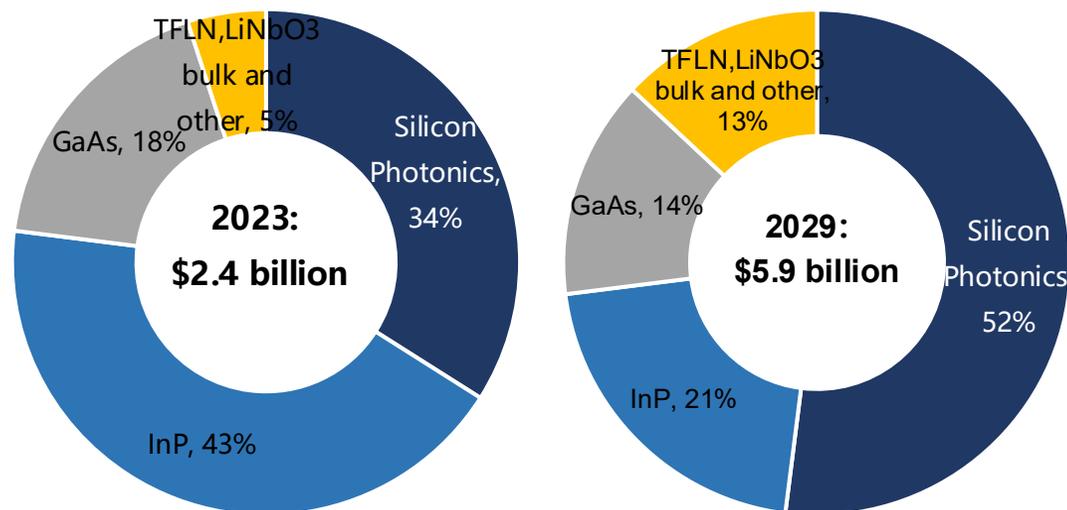
硅光芯片高速率、低能耗



800G单模光模块与硅光模块成本对比

800G 单模光模块			800G 硅光模块		
器件/芯片	单价(美元)	价值(美元)	器件/芯片	单价(美元)	价值(美元)
DSP*1	90	90	DSP*1	90	90
100G EML*8	11	88	CW(100mW)*2	15	30
Driver*2+TIA*2	8	32	Driver*2+TIA*2	8	32
光器件 (TOSA/ROSA)	-	60	硅光芯片	-	50
PCB/结构件/壳等其他	-	55	PCB/结构件/壳等其他	-	50
原材料成本总和	-	325	原材料成本总和	-	252
人工及加工费	-	85	人工及加工费	-	75
总成本	-	410	总成本	-	327
总价 (35%毛利率)	-	631	总价 (35%毛利率)	-	503

## 根据LightCounting预测, 未来硅光方案占比将超过50%



资料来源: 《国信通信·行业专题报告数据中心互联技术专题三: AI变革推动硅光模块快速发展》, 国信证券经济研究所整理

资料来源: LightCounting, 国信证券经济研究所整理

# 硅光2.0: 硅光异质集成薄膜铌酸锂有望成为未来调制器主流方案

□ 调制器：目前以EML与硅基为主，但传统EML与纯硅光方案在更高速率上均存在缺陷

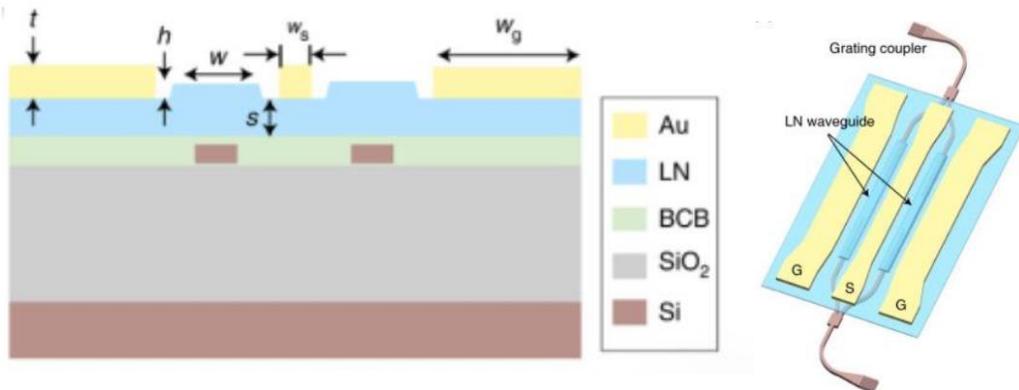
- ① EML方案：由于技术成熟度较高和供应链更加成熟，基于III-V族半导体的EML方案仍是目前光模块的主流方案，但随着速率提升传统EML方案成本越高、工艺越复杂，涉及二次外延生长与高精度耦合，InP材料良率与扩展难度大。
- ② 硅光1.0：传统的纯硅光方案基于成熟的流片工艺，易于量产且集成度高，但硅为间接带隙材料，需要与III-V族半导体系列的发光材料集成以实现激光源；此外硅没有线性电光效应，无法实现更高速光电调制，在硅光单通道速率演进至400G时，在插损、线性度等方面仍有较大挑战。

□ 在硅光方案上，通过混合集成或异质集成融合不同材料体系，可突破单一材料的性能局限，实现性能与成本的平衡。

- 硅光异质集成薄膜铌酸锂调制器性能更佳且有望成为未来调制器主流方案。纯硅基调制器存在带宽物理上限，而薄膜铌酸锂在高速调制中表现优异，通过异质异构方式引入薄膜铌酸锂新材料可弥补硅基调制器的带宽瓶颈：1) 降低插损；2) 保持了铌酸锂晶体优异的电光与光学特性，目前3dB带宽达到108GHz（显著优于目前硅光调制器的67GHz），在3.2T光模块中可能大规模应用；3) 更好地利用硅波导强光场束缚、热调效率高的特点，以及发挥硅材料集成度高且具备大批量规模化制造的优势。

□ 根据公司公告，易缆微独创的硅光异质集成薄膜铌酸锂技术平台，具有平滑演进的技术优势、大幅降低功耗和运营成本的商业价值，已确立了数据中心硅光领域单波200Gbps、400Gbps光芯片的全球技术领先地位。公司有源产品已批量送样行业头部客户，凭借技术卡位优势有望受益于从800G到1.6T/3.2T集成高性能光模块和光电共封装CPO的代际演进。

集成在硅光芯片上的薄膜铌酸锂MZM调制器结构



多种材料平台制备的调制器性能对比

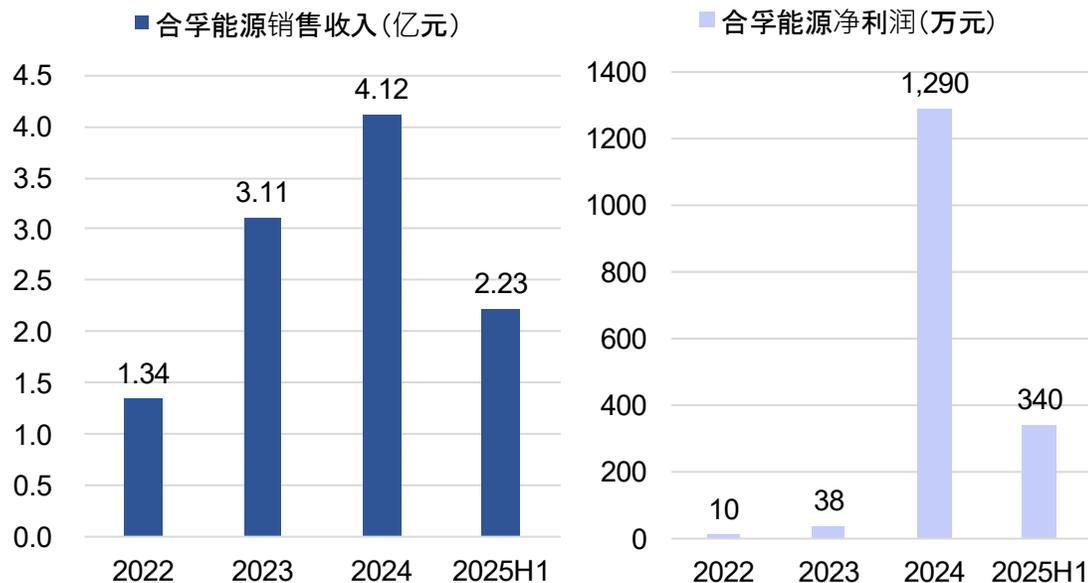
材料	调制速率	功耗	插损	调制效率	器件尺寸	综合成本
III-V族	高	中等	中等	高	小	高
硅	中等	高	高	高	中等	低
铌酸锂材料	中等	低	低	低	极大	高
薄膜铌酸锂	高	低	低	中等	大	中等

资料来源：《国信通信·行业专题报告数据中心互联技术专题三：AI变革推动硅光模块快速发展》，李珩《硅基薄膜铌酸锂马赫-曾德调制器研究》[D]. 华中科技大学,2024, 国信证券经济研究所整理

# 参股合孚能源：聚焦储能主业，开拓境内外市场

- 此外，公司在其他新质生产力方向积极探索第二增长曲线：除光芯片（易缆微），还积极布局了储能（合孚能源）、国产GPU（象帝先）等领域。
- 2022年7月，公司同储能行业资深项目团队合资设立合孚能源，公司持股比例40%，作为公司布局储能产业链下游系统集成与应用环节的重要载体，合孚能源持续聚焦储能主业，积极拓展国内海外市场。2024年实现销售收入4.12亿、净利润1290万元。
  - **合孚能源**：定位为全球领先的新能源综合解决方案服务提供商，产品包括锂电池、太阳能储能系统、BESS柜、一体化BESS容器、太阳能电池板等，涵盖集中式储能、工商业储能、户用储能系统、便携式储能四大系列。目前HFIE合孚智能拥有两个海外仓库，分别位于德国汉诺威和荷兰鹿特丹，库存包括太阳能电池板、锂电池和混合逆变器，3-5天快速发货。
  - **国内**：2025H1已累计签约工商业储能项目规模达230MWh，成功落地钢铁、纺织和化工等行业重点项目，未来将把握国内电力市场化改革深化、峰谷电价差扩大及新能源消纳需求增长的机遇，为工厂、园区、商业楼宇客户提供削峰填谷、需量管理与后背电源等综合能源服务。
  - **海外**：正加速推进全球化，目前已经成功进入波兰、瑞典等19个欧洲潜力国家市场，并与越南、缅甸等新兴市场国家的重点客户建立合作关系并实现市场准入。

### 合孚能源营收与净利润



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

### 合孚能源核心产品



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

- 2025年2月，公司通过全资子公司启睿创投设立合伙企业启睿芯超对象帝先进行增资入股，启睿芯超投资额1亿元，持有象帝先6.9%股权。当前国产GPU设计行业仍处于起步阶段，未来在政策支持、市场需求和技术进步的推动下，象帝先等国产GPU企业有望逐步缩小与国际巨头的差距。
  - 象帝先成立于2020年9月，是国内专注于GPU芯片产业的独角兽企业，总部注册在重庆，已在北京、上海、重庆、成都、苏州等地设立了研发中心。2026年2月，象帝先与十沓达成、软通动力等多家公司达成战略合作，将共同推进国产GPU在工业仿真、数字孪生等领域应用落地。
  - 创始人唐志敏博士是中国计算机系统与处理器芯片设计领域的战略科学家，曾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、中国科学院知识创新工程“龙芯CPU”重大项目负责人与海光信息创始人；另外公司集中了一批平均从业经验超过15年的资深专家，团队核心成员多数曾在芯片领域知名企业工作过，具有丰富的行业经验。
  - **主要产品：**1) “盘古”架构的天钧系列GPU芯片目前已量产，在桌面PC、笔记本电脑、工作站以及服务器等多个领域广泛应用；2) 性能更加领先的第二代“伏羲”架构芯片正在流片，其中伏羲A0专注填补国产高端渲染产品空白，该款芯片已完成流片验证，生产和销售工作正在有序推进；伏羲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，将全面支持LLAMA、ChatGLM-6B、Stable-Diffusion、Sora、DeepSeekR11.5B/7B等主流模型的端侧部署需求。

## 象帝先主要产品

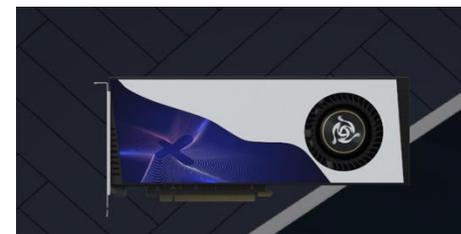
天钧系列芯片



服务器显卡XDX X1900



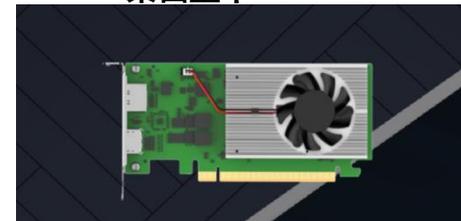
工作站显卡XDX R1900



桌面显卡XDX 151



桌面显卡XDX 121



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

# 04 | 盈利预测与投资建议

# 盈利预测

公司主要业务来自控股公司南孚电池，我们对南孚电池合并层面收入成本进行预测，盈利预测基于以下假设条件：

## □ 收入端：

- ① **碱性电池：**国内市场方面，南孚电池是国内碱性消费电池绝对龙头，在5/7号电池的零售市占率约85%，考虑到国内家庭一次性电池电器使用数量与锰锌电池碱化率的提升，预计国内碱性电池业务稳健增长；出海方面，近年来南孚电池加大海外市场拓展力度，目前碱性电池出口市场占有率较低，海外业务具备较大增长空间。预计2025-2027年南孚电池碱性电池收入分别为40.4/44.8/49.5亿，同比+13%/+11%/+11%。
- ② **碳性电池：**核心产品为以“丰蓝一号”等，为燃气灶电池开创者，国内燃气灶、热水器等传统使用一号电池的产品存量市场较大，每年更换需求量大且稳定。预计2025-2027年碳性电池收入分别为3.7/3.9/4.1亿，同比+8%/+5%/+5%。
- ③ **其他电池：**主要包括锂离子电池、锂一次电池、镍氢电池等，为定制化产品，考虑到与客户前期洽谈及产品验证时间较长，预计在与客户合作稳定后有望维持较快增长。预计2025-2027年其他电池收入分别为2.0/2.2/2.3亿，同比+2%/+6%/+6%。
- ④ **其他产品及其他业务：**其他产品主要为渠道协同的代理业务，考虑到公司已不再代理红牛饮料业务，预计规模收缩；其他业务主要为主要系电商平台促销补贴收入和销售废料收入。

综上，预计公司2025-2027年收入为48.2/53.1/58.3亿，同比分别为+4.0%/+10.1%/+9.8%。

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>安孚科技</b>					
<b>收入</b>	<b>43.2</b>	<b>46.4</b>	<b>48.2</b>	<b>53.1</b>	<b>58.3</b>
YoY	27.6%	7.4%	4.0%	10.1%	9.8%
毛利率	47.39%	48.81%	48.82%	47.70%	46.54%
<b>南孚电池分业务</b>					
<b>碱性电池收入</b>	<b>33.50</b>	<b>35.85</b>	<b>40.37</b>	<b>44.79</b>	<b>49.53</b>
收入yoy	38.2%	7.0%	12.6%	10.9%	10.6%
收入占比	77.6%	77.3%	83.7%	84.3%	84.9%
毛利率	52.43%	54.00%	50.9%	49.6%	48.2%
价 (元/只)	1.08	1.06	1.05	1.04	1.03
量 (亿只)	31.02	33.82	38.53	43.22	48.20
<b>碳性电池收入</b>	<b>3.14</b>	<b>3.46</b>	<b>3.74</b>	<b>3.92</b>	<b>4.12</b>
收入yoy	26.4%	10.1%	8%	5%	5%
收入占比	7.3%	7.5%	7.7%	7.4%	7.1%
毛利率	36.82%	37.01%	36.8%	36.5%	36.4%
价 (元/只)	1.33	1.16	1.15	1.14	1.13
量 (亿只)	2.36	2.98	3.25	3.44	3.64
<b>其他电池收入</b>	<b>1.83</b>	<b>2.00</b>	<b>2.04</b>	<b>2.16</b>	<b>2.29</b>
收入yoy	31.5%	9.1%	2%	6%	6%
收入占比	4.2%	4.3%	4.2%	4.1%	3.9%
毛利率	50.67%	57.43%	60.0%	59.0%	58.0%
价 (元/只)	2.12	1.58	1.55	1.52	1.49
量 (亿只)	0.86	1.27	1.32	1.42	1.54
<b>其他产品收入</b>	<b>4.67</b>	<b>5.01</b>	<b>2.00</b>	<b>2.10</b>	<b>2.21</b>
收入yoy	51.8%	7.3%	-60%	5%	5%
收入占比	10.8%	10.8%	4.2%	4.0%	3.8%
毛利率	17.04%	16.36%	16.3%	16.2%	16.1%
<b>其他业务收入</b>	<b>0.04</b>	<b>0.07</b>	<b>0.10</b>	<b>0.13</b>	<b>0.16</b>
收入yoy		73.7%	50%	30%	25%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所预测

## □ 费用及其他假设

- 毛利率方面，南孚电池的主要原材料为电解二氧化锰、锌粉等，2025Q4以来电解锰、锌等价格有所抬升，可能将对毛利率将产生一定负面影响；同时考虑到出口OEM业务占比提升对整体毛利率的结构拉低，预计公司2025-2027年毛利率为48.8%/47.7%/46.5%。
- 费用率方面，整体费用率预计相对维稳，预计2025-2027年安孚科技的销售费用率为18.3%/18.0%/18.0%，管理费用率（不含无形资产摊销）为4.2%/4.2%/4.2%，研发费用率为2.8%/2.8%/2.7%，财务费用率为0.9%/1.1%/0.9%。
- 少数股东权益方面，目前公司控制南孚电池46%股权，根据公司公告，未来计划尽快适时启动收购亚锦科技的剩余股份和南孚电池少数股东持有的股权，2024年3月公司与大丰电器附生效条件协议，约定公司对大丰电器持有的亚锦科技19.58%股份的特别购买权。我们假设2026年公司维持南孚电池46%股权的持有比例，并假设2027年实现了对大丰电器持有的亚锦科技19.58%股权的购买，从而穿透控制南孚电池62%股权。
- 此外公司2026/1/20披露2025年业绩预告，预计2025年归母净利润区间2.16-2.53亿，我们对公司2025年的归母净利润预测取中值，即2.35亿。
- 按上述假设条件，我们得到公司2025-2027年收入48.2/53.1/58.3亿，同比分别为+4.0%/+10.1%/+9.8%；归属母公司净利润2.35/4.21/5.94亿，利润年增速+39.5%/+79.5%/+41.0%，每股收益分别为0.91/1.63/2.30元。

### 盈利预测的敏感性分析：情景分析（乐观、中性、悲观）

未来3年盈利预测表

百万元	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	4638	4825	5310	5831
营业成本	2374	2469	2777	3117
销售费用	860	883	956	1050
管理费用	196	203	223	245
财务费用	22	43	57	55
利润总额	962	1025	1080	1131
归属于母公司净利润	168	235	421	594
EPS	0.80	0.91	1.63	2.30
ROE	9.2%	15.3%	28.4%	34.2%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>乐观预测</b>					
营业收入(百万港元)	4,318	4,638	4,843	5,380	5,960
(+/-%)	27.6%	7.4%	4.4%	11.1%	10.8%
净利润(百万港元)	116	168	343	610	875
(+/-%)	41.9%	45.2%	104.0%	77.8%	43.4%
摊薄EPS(港元)	0.80	0.80	1.33	2.37	3.39
<b>中性预测</b>					
营业收入(百万港元)	4,318	4,638	4,825	5,310	5,831
(+/-%)	27.6%	7.4%	4.0%	10.1%	9.8%
净利润(百万港元)	116	168	235	421	594
(+/-%)	41.9%	45.2%	39.5%	79.5%	41.0%
摊薄EPS(港元)	0.80	0.80	0.91	1.63	2.30
<b>悲观的预测</b>					
营业收入(百万港元)	4,318	4,638	4,806	5,241	5,704
(+/-%)	27.6%	7.4%	3.6%	9.1%	8.8%
净利润(百万港元)	116	168	139	249	338
(+/-%)	41.9%	45.2%	-17.4%	79.3%	35.5%
摊薄EPS(港元)	0.80	0.80	0.54	0.97	1.31

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测

# 绝对估值：合理价值区间为47.2-62.9元

- 考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。
- 未来10年估值假设条件见下表：根据主要假设条件，采用FCFF估值方法，得出公司绝对估值价值区间为47.2-62.9元。

公司盈利预测假设条件 (%)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E
营业收入增长率	101.7%	27.6%	7.4%	4.0%	10.1%	9.8%	9.0%	5.0%	5.0%	5.0%	4.0%	4.0%
营业成本/销售收入	53.4%	52.6%	51.2%	51.2%	52.3%	53.5%	53.2%	54.0%	53.0%	52.5%	52.0%	52.0%
管理费用/销售收入	4.8%	4.1%	4.2%	4.2%	4.2%	4.2%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%
研发费用/销售收入	3.1%	2.9%	2.9%	2.8%	2.8%	2.7%	2.7%	2.7%	2.7%	2.7%	2.7%	2.7%
销售费用/销售收入	18.7%	17.6%	18.5%	18.3%	18.0%	18.0%	17.5%	17.5%	17.5%	17.5%	17.5%	17.5%
营业税及附加/营业收入	0.8%	0.7%	0.8%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
所得税税率	11.8%	15.8%	16.1%	16.5%	16.0%	16.0%	16.0%	16.0%	16.0%	16.0%	16.0%	16.0%
股利分配比率	507.9%	415.6%	378.2%	226.9%	113.5%	56.7%	36.9%	36.9%	36.9%	36.9%	36.9%	36.9%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

## • 现金流折现模型的关键假设如下：

### 资本成本假设

无杠杆Beta	1.1	T	16.50%
无风险利率	2.00%	Ka	9.11%
股票风险溢价	6.50%	有杠杆Beta	1.33
公司股价(元)	55.91	Ke	<b>10.66%</b>
发行在外股数(百万)	258	E/(D+E)	79.39%
股票市值(E, 百万元)	14415	D/(D+E)	20.61%
债务总额(D, 百万元)	3742	WACC	<b>9.37%</b>
Kd	5.30%	永续增长率(10年后)	2.0%

资料来源：国信证券经济研究所假设

## FCFF估值表

	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	TV
EBIT	1,081.0	1,147.8	1,196.4	1,364.6	1,382.1	1,522.0	1,635.5	1,739.7	1,809.8	1,882.7	
所得税税率	16.50%	16.00%	16.00%	16.00%	16.00%	16.00%	16.00%	16.00%	16.00%	16.00%	
EBIT*(1-所得税税率)	902.6	964.2	1,004.9	1,146.2	1,161.0	1,278.5	1,373.8	1,461.3	1,520.2	1,581.4	
折旧与摊销	79.9	86.3	91.8	97.5	103.3	109.1	114.9	120.6	126.4	132.2	
营运资金的净变动	-26.2	-132.9	102.4	124.1	118.7	101.9	99.8	87.0	88.2	81.2	
资本性投资	-86.6	-84.4	-91.7	-87.6	-87.9	-89.1	-88.2	-88.4	-88.5	-88.4	
FCFF	869.7	833.2	1,107.4	1,280.2	1,295.1	1,400.4	1,500.3	1,580.6	1,646.3	1,706.5	23,609.1
PV(FCFF)	795.2	696.5	846.4	894.7	827.5	818.1	801.3	771.9	735.1	696.7	9,638.1
核心企业价值	<b>17,521.4</b>										
减：净债务	<b>3,593.8</b>										
股票价值	<b>13,927.5</b>										
每股价值	<b>54.02</b>										

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

## 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析(元)

		WACC变化				
		8.4%	8.9%	<b>9.37%</b>	9.9%	10.4%
永续增长率变化	3.0%	74.99	67.02	60.31	54.58	49.64
	2.5%	69.91	62.91	56.94	51.78	47.29
	<b>2.0%</b>	<b>65.62</b>	<b>59.39</b>	<b>54.02</b>	<b>49.34</b>	<b>45.23</b>
	1.5%	61.95	56.35	51.47	47.19	43.40
	1.0%	58.78	53.70	49.23	45.28	41.76

资料来源：国信证券经济研究所分析

# 相对估值：合理价值区间为57.6-69.1元

## □ 相对估值：合理价值区间57.6-69.1元

- 公司目前控股公司南孚电池是国内碱性电池龙头，连续32年在国内碱锰电池市场销量第一，在碱性5号和7号电池零售市占率85%。我们选取主营业务同样为碱性电池的野马电池、浙江恒威、力王股份作为可比公司，平均PE-TTM为57x；另我们选取与南孚电池所处行业特点相似的公牛集团作为可比公司，同样为具有消费频次高、周转快与强及时需求特点的民用消费品，2025-2027年公牛集团的PE分别为18.9x/17.6x/16.4x。
- 考虑到：1) 南孚电池作为稳定的现金奶牛业务，2024年收入46e、净利润9.2e，净利率常年维持在20%上下，公司目前穿透持有南孚电池46%股权，未来计划尽快适时启动收购亚锦科技的剩余股份和南孚电池少数股东持有的股权，持股比例提高将增厚上市公司利润；2) 公司利用主业充沛现金流战略性投资光芯片（易缆微）、国产GPU（象帝先）等硬科技领域，以光器件龙头为参考，天孚通信、光库科技2026年PE分别为83.6x、133x，我们认为对硬科技领域的投资有望打开公司长期估值和增长空间。
- 综上，考虑到公司计划尽快启动对南孚电池剩余股权的收购，将有望增厚利润，我们以2027年预测净利润为基础，给予公司2027年25-30xPE，对应市值148.5-178.1亿元，股价57.6-69.1元。

业务	2024年收入 (亿元)	2024年毛利率 /净利率	股价 (元)	市值 (亿元)	PE-TTM	EPS			PE			
						2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	
力王股份	OEM和自有品牌，境内/境外收入占比为48%/52%，碱性电池/碳性电池/锂离子电池收入占比为62%/26%/8.5%。	7	15%/4.6%	23.36	22	77	-	-	-	-	-	-
浙江恒威	OEM外销为主，境内/境外收入占比15%/85%，碱性/碳性电池占比78%/19%。	7	25%/19%	33.55	34	32	-	-	-	-	-	-
野马电池	OEM外销为主，境内/境外收入占比12%/88%，碱性/碳性电池占比85%/10.4%。	13	21%/12%	21.8	57	62	-	-	-	-	-	-
公牛集团	民用电工龙头，境内/境外收入占比98%/1.4%，电连接46%/智能电工照明50%/新能源占比4.6%。	168	43%/25%	42.85	775	19	2.27	2.44	2.61	18.9	17.6	16.4
平均						47.5						
安孚科技	主营碱性电池和碳性电池，碱性电池主要为自有品牌，内销为主。境内/境外收入83%/17%，碱性/碳性/其他电池占比77%/7.5%/4.3%。	46	49%/20% (南孚电池)	57.16	142	76	0.91	1.63	2.30	61.4	34.2	24.3

资料来源：各公司公告，国信证券经济研究所整理  
注：公牛集团盈利预测为wind一致预期

# 投资建议：首次覆盖，给予“优于大市”评级



## 投资建议：首次覆盖，给予“优于大市”评级

- 预计公司2025-2027年收入48.2/53.1/58.3亿，同比分别为+4.0%/+10.1%/+9.8%；归属母公司净利润2.35/4.21/5.94亿，利润年增速+39.5%/+79.5%/+41.0%，每股收益分别为0.91/1.63/2.30元，对应PE为61.4x/34.2x/24.3x。
- 综合上述绝对估值与相对估值，我们认为公司股票合理价值区间57.6-69.1元，对应市值148.5-178.1亿元。首次覆盖，给予“优于大市”评级。

盈利预测与财务指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	4,318	4,638	4,825	5,310	5,831
(+/-%)	27.6%	7.4%	4.0%	10.1%	9.8%
归母净利润(百万元)	116	168	235	421	594
(+/-%)	41.9%	45.2%	39.5%	79.5%	41.0%
每股收益 (元)	0.80	0.80	0.91	1.63	2.30
EBIT Margin	21.1%	21.4%	22.4%	21.6%	20.5%
净资产收益率 (ROE)	6.2%	9.2%	15.3%	28.4%	34.2%
市盈率 (PE)	70.3	70.2	61.4	34.2	24.3
EV/EBITDA	10.7	13.9	16.6	16.2	15.5
市净率 (PB)	4.37	6.43	9.37	9.73	8.29

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

# 附表: 财务预测与估值



资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	569	1243	1616	1940	2328	营业收入	4318	4638	4825	5310	5831
应收款项	261	384	328	374	430	营业成本	2271	2374	2469	2777	3117
存货净额	389	396	417	466	526	营业税金及附加	32	37	41	48	52
其他流动资产	111	897	979	1132	1056	销售费用	759	860	883	956	1050
<b>流动资产合计</b>	<b>1346</b>	<b>3021</b>	<b>3472</b>	<b>4068</b>	<b>4512</b>	管理费用	219	238	215	236	258
固定资产	634	657	653	639	625	财务费用	123	136	135	146	157
无形资产及其他	359	317	305	294	282	投资收益	(17)	6	9	13	15
投资性房地产	4360	3149	3149	3149	3149	资产减值及公允价值变动	(11)	(20)	(22)	(24)	(26)
长期股权投资	8	13	18	22	27	其他收入	(91)	(130)	(135)	(146)	(157)
<b>资产总计</b>	<b>6707</b>	<b>7157</b>	<b>7597</b>	<b>8173</b>	<b>8595</b>	营业利润	844	963	1025	1080	1131
短期借款及交易性金融负债	1029	1438	2943	3526	3395	营业外净收支	0	(1)	0	0	0
应付款项	368	422	452	485	557	<b>利润总额</b>	<b>844</b>	<b>962</b>	<b>1025</b>	<b>1080</b>	<b>1131</b>
其他流动负债	541	633	628	714	788	所得税费用	134	155	169	173	181
<b>流动负债合计</b>	<b>1939</b>	<b>2493</b>	<b>4023</b>	<b>4725</b>	<b>4740</b>	少数股东损益	594	639	621	486	356
长期借款及应付债券	697	799	799	799	799	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>116</b>	<b>168</b>	<b>235</b>	<b>421</b>	<b>594</b>
其他长期负债	80	75	71	67	63	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
<b>长期负债合计</b>	<b>777</b>	<b>874</b>	<b>870</b>	<b>866</b>	<b>863</b>	2023	2024	2025E	2026E	2027E	
<b>负债合计</b>	<b>2716</b>	<b>3367</b>	<b>4893</b>	<b>5591</b>	<b>5602</b>	净利润	116	168	235	421	594
少数股东权益	2130	1954	1166	1101	1255	资产减值准备	3	8	1	(1)	(1)
股东权益	1861	1836	1538	1481	1738	折旧摊销	101	99	80	86	92
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>6707</b>	<b>7157</b>	<b>7597</b>	<b>8173</b>	<b>8595</b>	公允价值变动损失	11	20	22	24	26
<b>关键财务与估值指标</b>						2023	2024	2025E	2026E	2027E	
每股收益	0.80	0.80	0.91	1.63	2.30	营运资本变动	(899)	442	(26)	(133)	102
每股红利	3.31	3.01	2.07	1.85	1.31	其它	(1879)	(1786)	(789)	(65)	155
每股净资产	12.78	8.70	5.97	5.75	6.74	<b>经营活动现金流</b>	<b>(2547)</b>	<b>(1050)</b>	<b>(478)</b>	<b>333</b>	<b>969</b>
ROIC	14.28%	14.65%	14%	14%	14%	资本开支	0	(67)	(87)	(84)	(92)
ROE	6.22%	9.16%	15%	28%	34%	其它投资现金流	(14)	(83)	(30)	(26)	(16)
毛利率	47%	49%	49%	48%	47%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(18)</b>	<b>(155)</b>	<b>(121)</b>	<b>(115)</b>	<b>(112)</b>
EBIT Margin	21%	21%	22%	22%	21%	权益性融资	(1)	0	0	0	0
EBITDA Margin	23%	24%	24%	23%	22%	负债净变化	(630)	102	0	0	0
收入增长	28%	7%	4%	10%	10%	支付股利、利息	(481)	(636)	(533)	(478)	(337)
净利润增长率	42%	45%	40%	79%	41%	其它融资现金流	4945	2949	1505	583	(132)
资产负债率	72%	74%	80%	82%	80%	<b>融资活动现金流</b>	<b>2721</b>	<b>1880</b>	<b>972</b>	<b>105</b>	<b>(468)</b>
息率	4.1%	5.4%	4.5%	4.0%	2.9%	<b>现金净变动</b>	<b>156</b>	<b>675</b>	<b>373</b>	<b>323</b>	<b>388</b>
P/E	70.3	70.2	61.4	34.2	24.3	货币资金的期初余额	412	569	1243	1616	1940
P/B	4.4	6.4	9.4	9.7	8.3	货币资金的期末余额	569	1243	1616	1940	2328
EV/EBITDA	10.7	13.9	16.6	16.2	15.5	企业自由现金流	0	1307	870	833	1107
						权益自由现金流	0	4357	2338	1368	930

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

# 05 | 风险提示

## □ 估值的风险

- 我们采取了绝对估值和相对估值方法，多角度综合得出公司的合理价值在57.6-69.1元之间，但该估值是建立在相关假设前提基础上的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本（WACC）的计算、TV的假定和可比公司的估值参数的选定，都融入了很多人的判断，进而导致估值出现偏差的风险，具体来说：
- 可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长率估计偏乐观，导致未来10年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；
- 加权平均资本成本（WACC）对公司绝对估值影响非常大，我们在计算WACC时假设无风险利率为2.0%、风险溢价6.5%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致WACC计算值偏低，从而导致公司估值高估的风险；
- 我们假定未来10年后公司TV增长率为2.0%，公司所处行业可能在未来10年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；

## □ 盈利预测的风险

- 我们假设公司未来3年收入增长+4.0%/+10.1%/+9.8%，未考虑到行业竞争格局发生较大变化、核心产品被替代等可能存在重大不确定性变化，同时可能存在对公司的各项业务预测偏乐观，进而高估未来3年业绩的风险。
- 我们预计公司未来3年毛利率分别为48.8%/47.7%/46.5%，可能存在对电解二氧化锰、锌粉等原材料价格上涨影响过于乐观，从而对公司成本估计偏低、业务毛利高估，从而导致对公司未来3年盈利预测值高于实际值的风险。
- 我们预计公司未来3年管理费用率与财务费用率均维持稳定，可能存在对公司费用率估计偏低，从而高估未来3年业绩的风险。

## □ 经营风险

- **核心资产亚锦科技股权质押风险。**公司控股子公司安孚能源收购亚锦科技56%股份，分别向中国农业银行股份有限公司庐江县支行、中国工商银行股份有限公司南平分行、中国光大银行股份有限公司合肥分行申请了并购贷款，并向其质押了1408445423股亚锦科技股份（占亚锦科技总股本的37.55%）。如未来南孚电池经营、财务和现金流状况恶化，导致安孚能源无法如期偿还银行借款本金及利息，则该等已质押股份中的部分或全部可能被相关机构处置，从而影响公司对标的公司控制权的稳定性。
- **商誉减值风险。**公司收购亚锦科技股份所支付的成本与取得的可辨认净资产公允价值之间的差额计入合并报表的商誉，商誉不做摊销处理，但需在每年年末进行减值测试。2024年公司合并资产负债表中商誉金额为290599.36万，占公司归属于母公司股东所有者权益的比重为158.30%。如未来亚锦科技经营状况未达预期，则可能发生商誉减值。
- **原材料价格波动风险。**南孚电池原材料主要为锌粉、电解二氧化锰、钢壳等，与有色金属锌、锰的价格波动存在一定的关联性。锌、锰等有色金属属于大宗商品，其价格较易受到宏观经济、市场需求、汇率等因素的影响，且往往波动较大。如果未来该等原材料的价格出现大幅上涨，且南孚电池未能有效向客户转移该等增加成本，则将对南孚电池盈利情况产生不利影响，进而影响标的公司的盈利情况。
- **技术风险。**为进一步提升行业地位及产品竞争力，南孚电池将研发投入持续聚焦于碱锰电池、锂锰电池以及锂离子电池等领域。由于新技术、新产品的研发存在投入大、周期长等特点，研发结果存在不确定性。
- **产品替代风险。**南孚电池主要从事碱性电池和其他种类电池的研发、生产、销售，随着各种电池产品研发技术的进步，近年来，以锂电池为代表的二次电池在移动通信、娱乐以及新能源汽车等方面部分开拓了大量新的市场空间。碱性电池因其成本低、稳定性、安全性、耐久性等优势依旧在玩具、个人电源、家用电源等小放电量、使用周期较长的领域具有不可替代的竞争优势，但随着科学技术的不断进步，南孚电池核心产品仍存在被替代的风险。
- **未来进一步收购亚锦科技的剩余股份和南孚电池少数股东持有的股权可能存在不确定性。**在收购交易推进过程中，商务谈判情况、资本市场情况、标的公司情况等均可能会发生变化，从而导致未来收购存在不确定性风险。
- **实控人关联交易风险。**公司实控人及最终受益人是蓝盾光电、东山精密实控人之一，可能存在关联交易风险或其他利益冲突风险；
- **参股公司盈利波动风险。**公司参投的国产GPU与光芯片等新兴硬科技企业盈利不确定性较高，投资收益及公允价值波动将对公司当期利润形成传导，放大业绩波动的可能性。

## 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12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。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.GSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

## 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



国信证券  
GUOSEN SECURITIES

## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市福田区福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046      总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路1199弄证大五道口广场1号楼12楼

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街6号国信证券9层

邮编：100032