

导语：核心资产权益比例有望继续提升。

作者：市值风云 App：白猫

出海毛利率低，29 亿商誉高悬，安孚科技：入主南孚电池 难改逆风

说起南孚电池，应该不少人都用过。而掌舵这一国民品牌的，正是安孚科技（603031.SH）。

安孚科技上市主体前身为安德利，原本主要从事安徽省内三四线城市的百货和商超运营业务。

2021-2022 年，公司通过资产置换收购南孚电池控股权，实现主业转型，随后正式更名为安孚科技。

目前实控人为袁永刚、王文娟夫妇，两人同时为蓝盾光电（300862.SZ）的实际控制人，其中袁永刚为东山精密（002384.SZ）控股股东、实际控制人之一。

一、权益比例持续提升，业绩稳健增长

南孚电池那句“一节更比六节强”的广告词早已成为时代符号。而在国内碱性电池赛道，“南孚牌”碱锰电池 1993 年-2025 年连续三十三年销量第一，零售市场份额超 80%，是行业不折不扣的绝对寡头。

那么，这家国民龙头的真实经营成色究竟如何？

2023 年作为重组后首个完整年度，公司营收、利润显著增厚。2024 年及 2025 年，公司营收增长回归平稳，前后分别同比增长 7.4%、2.9%。

安孚科技 – 营收及增速

● 营业收入（元） ● 营收YOY



	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
● 营业收入（元）	19.0亿	17.7亿	16.8亿	33.8亿	43.2亿	46.4亿	47.7亿
● 营收YOY	5.3%	-7.0%	-5.0%	101.7%	27.6%	7.4%	2.9%

2025年增速仅2.9%，主要是公司暂停了低利润率的红牛系列产品的代理业务；若仅看核心的电池业务（营收占比95%），实际同比增长9.4%。当年，公司总营收47.7亿。

主营业务分产品情况

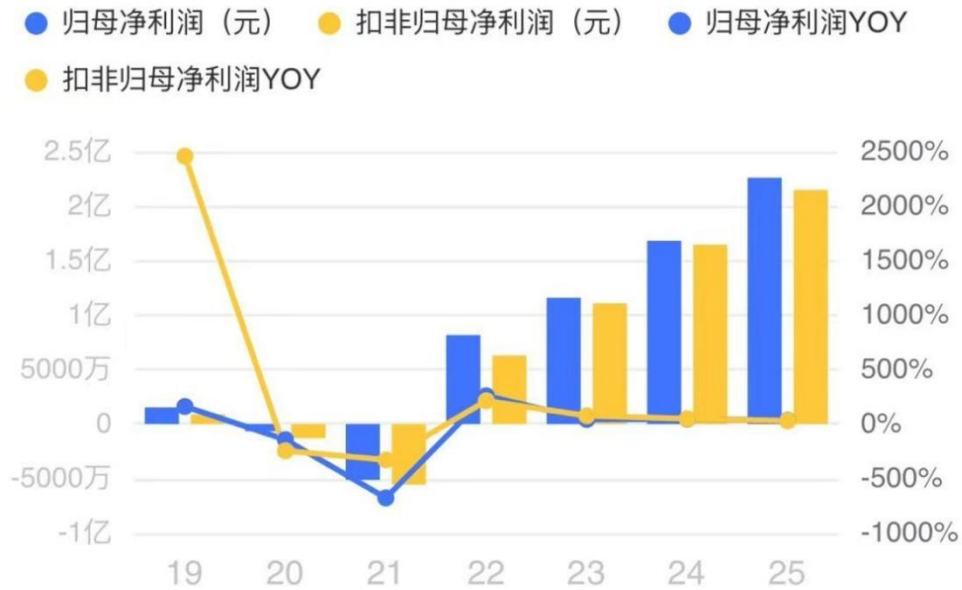
分产品	营业收入	营业成本	毛利率(%)	营业收入比上年增减(%)	营业成本比上年增减(%)	毛利率比上年增减(%)
碱性电池	3,944,326,489.39	1,944,165,231.81	50.71	10.02	17.88	-3.29
碳性电池	369,760,095.94	232,071,841.96	37.24	6.92	6.53	0.23
其他电池	207,207,069.71	76,804,461.07	62.93	3.61	-9.78	5.50
其他产品	247,385,277.02	156,634,095.75	36.68	-50.60	-62.60	20.32

(2025 年报)

主业增长的同时，公司对核心资产——南孚电池权益比例持续提升，直接带动归母净利润盘子不断扩大，因此归母净利润增速表现显著高于营收。

2025年，公司净利润8.9亿元，同比增长9.6%；归母净利润2.3亿元，增长34.4%；扣非2.1亿，增长30.5%。

安孚科技 – 净利润



	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
● 归母净利润 (元)	1527.8万	-659.1万	-5128.3万	8160.9万	1.2亿	1.7亿	2.3亿
● 扣非归母净利润 (元)	892.0万	-1296.3万	-5559.0万	6293.1万	1.1亿	1.6亿	2.1亿
● 归母净利润YOY	160.8%	-143.1%	-678.0%	259.1%	41.9%	45.2%	34.4%
● 扣非归母净利润YOY	2457.0%	-245.3%	-328.8%	213.2%	76.1%	48.6%	30.5%

整体而言，南孚电池过去的增长虽不算亮眼，但称得上稳健，这与一次电池下游需求特性密切相关。

其下游涵盖家用电器、智能家居、玩具、家用医疗、可穿戴设备市场等。一方面，电池作为日常刚需配套产品，在传统存量市场中具备需求刚性。

另一方面，智能可穿戴设备、智能化小型家用电器、家用医疗仪器等新兴消费产品的发展，也为电池行业带来了新的市场空间。

二、国内增长见顶，OEM 出海成增量但利润薄弱

公司营收结构呈现明显分化：国内市场作为公司的基本盘，增长已显乏力。

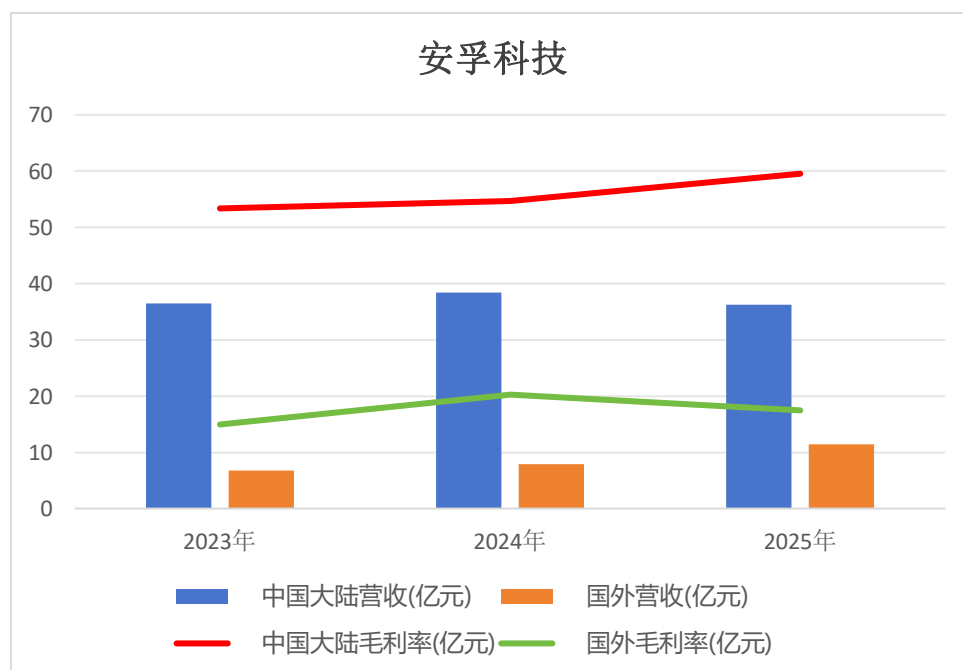
2025 年，国内营收 36 亿，由于代理业务的暂停同比下降 5.5%，但仍占总营收的 76%。

出海业务在 2025 年实现明显增长。2025 年，海外营收 11.4 亿，同比增长 43.9%。

而这背后也存在明显短板。南孚电池虽在国内是寡头级品牌厂商，但海外业务仍以贴牌代工为主，主要为海外零售商及品牌商提供碱性电池 OEM 服务，赚取的仅是加工费。

这直接导致内外毛利率差距悬殊且海外盈利稳定性不足：2025 年公司国内毛利率高达 59.5%（毛利率上升主要与代理业务规模下降有关），而海外毛利率仅为 17.4%，同比下降 2.9 个百分点。

从毛利贡献来看，海外业务仅占 8.4%。



（制图：市值风云 APP，来源：Choice 终端）

目前，公司产能处于饱和状态。2025 年公司决定新增 5 亿只产能，计划 2026 年建成投产，公司称这将为未来几年南孚 OEM 出口市场的高速增长奠定基础。

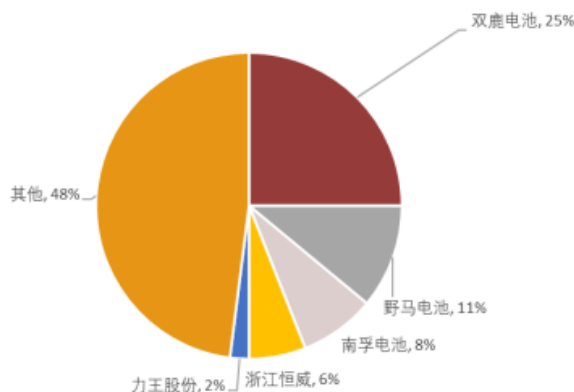
2025 年公司新建产线全部建成投产，实现“投产即满产”，这一举措有效缓解了因订单快速增长而造成的产能瓶颈问题，不仅强化了南孚电池在碱性电池领域的生产能力，也进一步提升了公司的市场响应速度和客户服务能力，确保在 OEM 市场竞争中的优势地位和客户满意度。由于公司产能处于饱和状态，公司计划 2026 年再新建 5 亿只产能，通过这种积极的产能扩张策略，南孚电池致力于构建更加稳健和灵活的生产体系，支持公司的长期发展战略和市场竞争能力。

(2025 年报)

从出口市场份额来看，2024 年中国出口 OEM 碱性电池约 140 亿只，南孚仅占 8%，排名第三。

据西南证券，第一第二名分别是双鹿电池和野马电池（605378.SH），2024 年市场份额分别为 25%、11%。

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

据官网，双鹿电池从创立到现在有 71 年的历史，碱性电池生产规模在国内排名第一。此外，双鹿在国内智能锁电池市场占据绝对领先地位。

野马电池营收结构与安孚科技类似，不过主要面向海外市场（约 85%）。2021-24 年海外业务毛利率持续上涨，2024 年达 21.5%。

但到了 2025 年，野马电池业绩急转直下。2025 年上半年，海外毛利率降至 14.2%。

	2021-12-31	2022-12-31	2023-12-31	2024-12-31	2025-06-30
毛利率					
中国港澳台及海外(%)	15.60	17.59	20.97	21.53	14.22
中国大陆(%)	16.87	14.26	14.37	14.21	14.41
其他业务(%)	46.51	34.15	21.09	21.00	47.28
其他项目(%)					
合计(%)	15.81	17.16	20.01	20.68	14.29

(来源: Choice 终端)

业绩预告显示, 野马电池 2025 年扣非净利润在 3861 万元到 5793 万元之间, 同比下降 59.5%至 73.0%。

野马电池业绩下滑主要来自两方面原因, 一是市场竞争加剧导致产品售价走低, 叠加 2025 年下半年大宗商品价格上涨, 成本端承压; 二是出口电池退税率由 13%降至 9%, 进一步压缩毛利率, 拖累盈利水平。

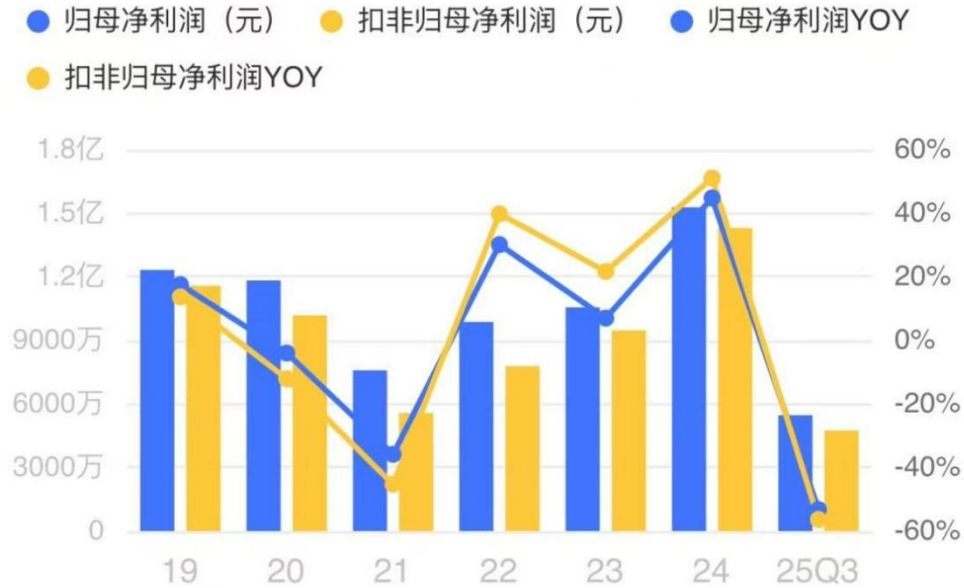
1、报告期内, 受市场竞争及行业发展趋势的影响, 公司部分产品的销售单价有所下降, 同时 2025 年下半年随着大宗商品价格持续走高, 对公司成本端构成一定压力。

2、2024 年 12 月我国对部分出口产品的退税政策进行了相关调整, 报告期内公司出口电池产品的出口退税率由 13%调整为 9%, 较上期出口退税率 13%有所下降, 这一变化使得公司在出口环节的成本压力有所增加, 产品毛利率同比下降。

3、人民币汇率波动。报告期内, 公司出口产品以美元计价, 2025 年 4 月以来, 人民币兑美元持续升值, 导致折算成人民币的营业收入缩水。

(野马电池业绩预告)

野马电池 – 净利润



	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025Q3
●	1.2亿	1.2亿	7584.0万	9866.5万	1.1亿	1.5亿	5465.6万
●	1.2亿	1.0亿	5567.8万	7783.5万	9469.4万	1.4亿	4739.0万
●	17.5%	-4.0%	-35.9%	30.1%	7.0%	44.8%	-53.2%
●	13.6%	-12.1%	-45.3%	39.8%	21.7%	51.0%	-56.4%

这足以说明，海外碱性电池代工市场竞争的白热化。

数据显示，全球锌锰（碱性+碳性）一次电池市场规模正持续扩大。2025 年市场规模达 818 亿元，预计 2032 年将达到 1080.4 亿元，CAGR 为 4.1%。

对安孚科技而言，未来能在海外市场拿下多少份额，何时真正实现品牌化出海，考验的远不止产品竞争力，这条路需要持续摸索。

长期以来，全球电池市场与技术方兴未艾，一直处于持续发展态势。根据 Fortune Business Insight 数据，全球电池市场将继续稳定增长，2025 年全球电池市场规模达到 1,811.2 亿美元，2026 年-2034 年期间复合增长率预计约为 10.06%，2034 年市场将达到 4,318.2 亿美元。得益于中国和印度等国家城市化进程加快和消费者支出增加，亚太地区将成为世界第一大电池市场，主要需求来自中国、印度、日本和韩国等国家。根据 QYResearch 的《2026 年全球锌锰(碱性+碳性)一次电池行业总体规模、主要企业国内外市场占有率及排名》，2025 年全球锌锰(碱性+碳性)一次电池市场规模达到 818 亿元，预计 2032 年将达到 1,080.4 亿元，年复合增长率为 4.1%，全球锌锰(碱性+碳性)一次电池市场增长潜力较大。

(2025 年报)

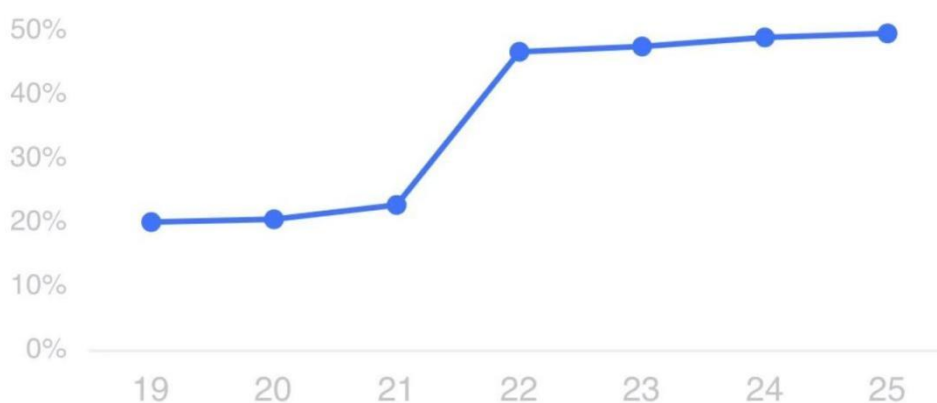
三、技术筑底，商誉存忧

南孚电池能做到如此高的国民度，核心离不开产品耐用、持久的优势，与聚能环技术深度绑定。

2023 年，公司推出聚能环 4 代，产品性能全球领先，2025 年上半年又推出了性能进一步提升的聚能环 5 代，持续巩固技术优势。从业绩表现来看，2025 年安孚科技综合毛利率高达 49.4%。

安孚科技 - 利润率

● 毛利率 ● 经调整营业利润率 ● 净利率



	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
● 毛利率	19.9%	20.4%	22.6%	46.6%	47.4%	48.8%	49.4%
● 经调整营业利润率	2.5%	1.2%	-1.2%	18.0%	21.1%	21.4%	22.3%
● 净利率	0.8%	-0.4%	-3.1%	2.4%	2.7%	3.6%	4.7%

除了高利润率之外，公司的造血能力也很优秀。

安孚科技 - 自由现金流

● 自由现金流 (元)

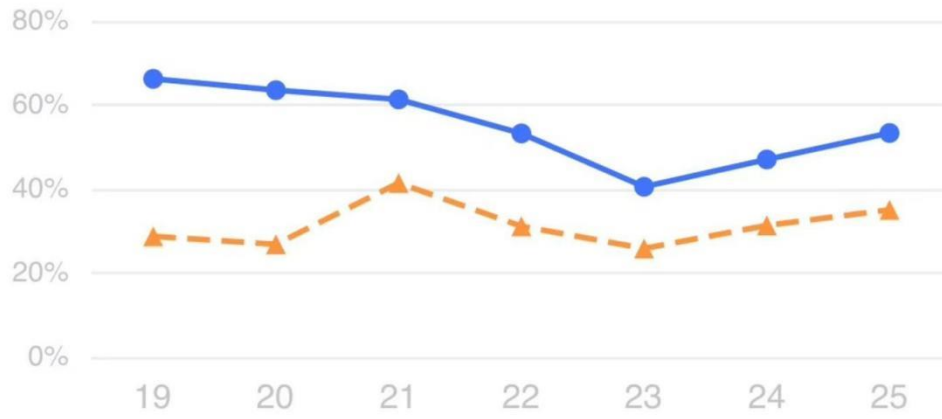


	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
● 自由现金流 (元)	-1.4亿	2763.0万	3339.8万	13.5万	9.2亿	8.0亿	8.3亿	9.2亿

不过光鲜之下，接连的收购也推高了安孚科技的债务压力。截至 2025 年末，公司有息负债率上升至 35%，为近四年新高。

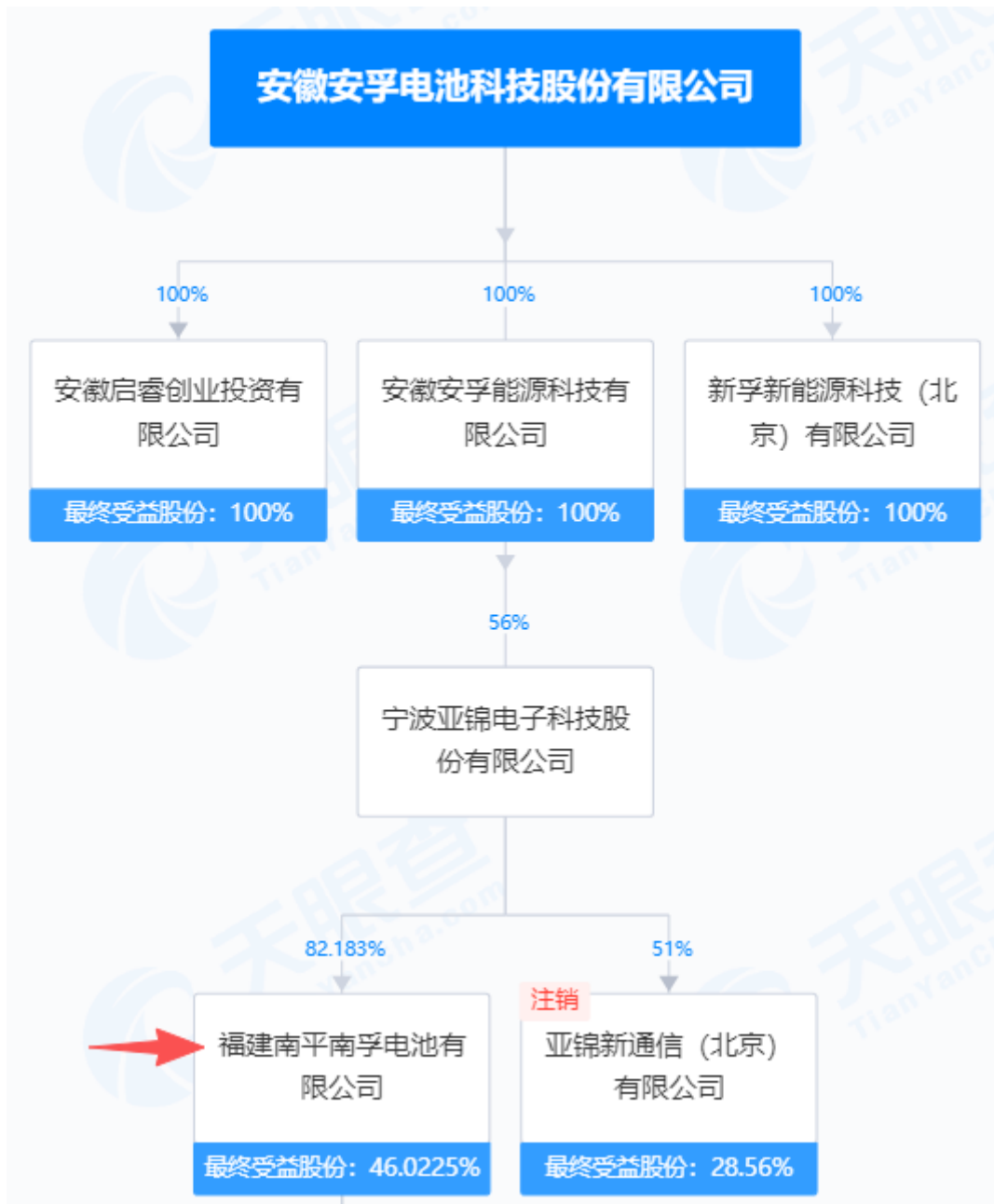
安孚科技 – 负债率

● 期末资产负债率 ● 期末有息负债率



	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
● 期末资产负债率	66.2%	63.5%	61.3%	53.2%	40.5%	47.0%	53.3%
● 期末有息负债率	28.7%	26.8%	41.4%	31.1%	25.8%	31.3%	35.0%

目前，公司持有南孚电池的权益比例为 46.02%。



(天眼查)

公司称，未来将适时启动收购亚锦科技（南孚电池控股母公司）的剩余股份和南孚电池少数股东持有的股权。届时公司归母净利润及每股收益有望继续提高。

9、未来是否有计划继续增持南孚电池的计划？

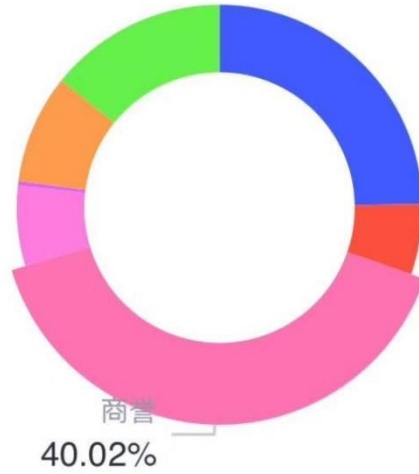
回复：尊敬的投资者：您好，感谢您的关注。未来公司将结合市场环境、公司财务状况及整体战略规划等多方面因素进行综合研判，审慎评估并制定符合公司长远利益的实施策略，适时启动收购亚锦科技的剩余股份和南孚电池少数股东持有的股权，以进一步提升对南孚电池的权益比例，从而继续提高公司归母净利润及每股收益。

(安孚科技关于 2025 年度业绩暨现金分红说明会召开情况的公告)

与此同时，并购也带来高额的商誉压力。

截至 2025 年末，公司账上商誉高达 29 亿，占公司总资产的 40%，均为并购亚锦科技所形成的。由于商誉仅在非同一控制下企业合并取得控制权时确认一次，如果安孚科技后续常规增持，不会增加商誉。

安孚科技 – 资产分布(2025)



名称	资产明细(元)	占比
● 货币资金	17.94亿	24.71%
● 应收	4.08亿	5.62%
● 商誉	29.06亿	40.02%
● 存货	4.65亿	6.41%
● 在建工程	2482.69万	0.34%
● 固定资产	6.32亿	8.70%
● 合同资产	0	0.00%
● 投资性房地产	0	0.00%
● 其他	10.31亿	14.20%
● 总资产	72.61亿	100.00%

① 未分配利润：3.07亿，是2025年度分红的**4.95**倍。

但若后续亚锦科技（南孚电池）经营不达预期，安孚科技需计提相应减值。

从商誉减值测试的假设来看，2025 年安孚科技采用的减值测试参数偏谨慎，预测期内 0%永续增长率、营业收入增长率为 0.32%~3.76%、营业利润率为 24.03%~24.27%。

公司采用预计未来现金流现值的方法计算资产组的可收回金额。公司根据管理层批准的财务预算预计未来 5 年内现金流量，其后年度采用的现金流量增长率预计为 0%（上期：0%），不会超过资产组经营业务的长期平均增长率。管理层根据过往表现及其对市场发展的预期编制上述财务预算。预测期内营业收入增长率为 0.32%~3.76%，营业利润率为 24.03%~24.27%，计算未来现金流现值所采用的税前折现率为 11.50%，已反映有关的风险。

(2025 年报)

公司	营业收入 (万元)	营业利润 (万元)	营业利润率
安孚能源	477,463.81	107,566.48	22.5%
亚锦科技	477,463.81	115,451.53	24.2%
南孚电池	477,463.81	115,861.72	24.3%

(制表：市值风云 APP，来源：2025 年报)

收入增长率和营业利润率的假设体现出管理层对南孚电池未来五年内低速增长、盈利稳定的预期。叠加国内稳固的基本盘与海外业务的放量，短期来看，商誉减值风险较低。

但公司国内市场增长乏力也反映出国内一次电池市场趋于饱和、公司份额见顶的现状，海外虽在明显增长但以代工为主，整体在利润上很难跑出高增速。

眼下，南孚电池还处于业绩承诺期内。

2026-2027 年为第二次承诺期剩余两年。风云君仅按照南孚电池 2025 年实际完成的业绩测算，2026 年、2027 年，南孚电池的扣非净利润同比增长率至少分别为 1.4%、3.4%即可完成业绩承诺。

安孚科技收购南孚电池分两次核心交易，对应两个独立业绩承诺期，合计覆盖 2022-2027 年共 6 年，目前已完成前 4 年，均超额达标。

而更值得警惕的是等承诺期一过，失去对赌约束叠加行业竞争加剧，一旦业绩跟不上，商誉减值便会成为悬在头顶的雷。

业绩承诺方对本次交易的标的公司及其重要子公司在本次交易实施完毕后连续三个会计年度（含本次交易实施完毕当年）的净利润进行承诺，标的公司安孚能源 2025 年-2027 年实现净利润（“净利润”为扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润，下同）分别不低于 35,096.07 万元、37,743.43 万元、39,807.91 万元；亚锦科技 2025 年-2027 年实现净利润分别不低于 74,608.80 万元、77,562.93 万元、80,181.28 万元；南孚电池 2025 年-2027 年实现净利润分别不低于 91,425.69 万元、95,040.64 万元、98,237.75 万元。

(2025 年报)

2025 年公司还将目光瞄向了半导体和人工智能这些热门赛道，试图通过投资易缆微、象帝先等高科技企业培育第二增长曲线。

不过目前只是财务性战略投资，具体成效仍需时间验证。

易缆微深耕硅光异质集成薄膜铌酸锂技术领域，技术路线具备创新性优势。2025 年，易缆微成功完成全球首发硅光异质集成薄膜铌酸锂单波 400Gbps 光芯片，技术水平处于全球领先地位，可满足 1.6T/3.2T 光模块、光电共封装 CPO、全光交换 OCS 等新一代人工智能算力中心应用场景需求，助力攻克数据中心高速光电传输“卡脖子”难题。随着 AI 大模型训练和推理对数据传输带宽需求的指数级增长，高性能光模块成为 AI 基础设施的关键组件。

象帝先聚焦显示和渲染 GPU 的研发生产，核心产品可应用于显示终端、数字孪生、虚拟现实等前沿场景，深度契合智能驾驶与机器人产业的爆发式增长需求。智能驾驶的环境感知、实时路况模拟，以及机器人的场景交互、动作精准渲染等环节，均对高性能显示与渲染 GPU 存在刚性需求。伴随智能驾驶规模化落地、服务型与工业级机器人加速普及，叠加虚拟现实、数字孪生等场景的持续渗透，市场对高质量模拟现实技术的需求呈指数级增长。

(2025 年报)

当前安孚科技最核心的看点依旧是南孚电池，其业绩兑现度高、盈利质量优异，公司整体处于主业出海放量及持股比例有望持续增厚的阶段。

2025 年，公司 ROE 为 9.4%。截至 4 月 13 日收盘，安孚科技的 PB 约 4.8 倍。

收益率

● ROE ● ROIC ● ROA



	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
● ROE	1.5%	-2.1%	-9.5%	11.1%	9.1%	8.9%	9.4%
● ROIC	3.2%	1.5%	-0.6%	9.7%	12.0%	12.4%	13.5%
● ROA	0.5%	-0.7%	-2.3%	1.4%	1.7%	2.4%	3.0%