



联合研究 | 公司深度 | 安孚科技 (603031.SH)

安孚科技深度：
南孚奠基，向光而行

报告要点

南孚电池奠基，向光而行，领投易缆微开辟第二成长曲线。1) 核心资产：高盈利的一次性电池龙头，品牌&渠道&产品护城河深厚，南孚电池在国内碱性电池零售市场份额超 85%，连续 33 年内销领先，中长期受益出海和品类扩张带来的成长，公司拟持续提升南孚电池持股比例以增厚基本盘；2) 第二成长曲线：公司向光而行，领投易缆微切入硅光芯片方向，易缆微推出的 1.6T/3.2T 光模块硅光芯片、异质集成薄膜铌酸锂硅光方案，已获行业头部客户验证，并实现批量送样，长期看好产业链协同释放红利。此外关注象帝先等子公司业务发展。

分析师及联系人



蔡方羿

SAC: S0490516060001

SFC: BUV463



于海宁

SAC: S0490517110002

SFC: BUX641



米雁翔

SAC: S0490520070002



黄天佑

SAC: S0490522050005



操俊茹

安孚科技 (603031.SH)

2026-05-14

安孚科技深度： 南孚奠基，向光而行

联合研究 | 公司深度

投资评级 买入 | 首次

安孚科技：资本赋能产业更迭，南孚电池奠基，重视硬科技成长

公司前身起于低线零售，收购南孚电池奠定核心资产，长期关注易缆微等业务发展。安孚科技前身为安德利百货，原主业聚焦三四线城市百货，2019年实控人变更为袁永刚、王文娟夫妇，2022年起公司逐步实现对南孚电池控股并剥离原零售百货业务，目前公司持有南孚电池46%股权，奠定核心发展基石，且后续拟继续提高南孚电池持股比例。同时，公司投资易缆微（光芯片）、象帝先等优质科技领域公司，积极培育第二成长曲线，长期关注硬科技方向业务成长。

核心资产：南孚电池内销护城河深厚，外销成长空间广阔

行业：锌锰电池下游需求刚性，关注国内碱性替代及出海竞争力。锌锰电池下游应用小家电、智能家居等赛道，需求刚性，预计2025-2030年全球干电池市场规模以约3.1%复合增速增长。**国内来看**，相比发达国家碱性电池约80%市场份额（占干电池），我国碱性电池市场份额仅约51.2%，长期替换空间广阔；**出海层面**，2020-2025年我国碱性电池出口数量以约5%复合增速增长至约164亿个，估计中国企业通过代工等方式占国际市场50%+份额，具备全球竞争力。

南孚电池：疾风劲草，优质的消费电池龙头。公司财务稳健，2016-2025年南孚营收/净利润CAGR分别约9%/8%，净利率稳定在20%左右，盈利质量扎实、经营现金流充沛，此外公司长期维持高分红。**内销：品牌&渠道&产品护城河深厚。**1) **品牌：**公司自1993年起连续33年在国内碱性电池销量排名第1，目前零售市占率约超85%；2) **渠道：**构建全渠道、多层次分销体系，覆盖线下、线上及海外全场景，线下在全国拥有超2000个分销商和300万终端网点；3) **产品：**正向细分赛道电池、充电宝等领域扩张，品类外延空间广阔。**外销：正持续加大投入。**2022-2025年外销收入CAGR约55%，代工&自有品牌双轮驱动，长期成长空间广阔。

第二成长曲线：向光而行，领投苏州易缆微

AI算力爆发驱动光互连向Scale-up场景渗透，公司通过领投易缆微切入高阶硅光芯片赛道，培育第二成长曲线。易缆微由高层次人才陈伟博士领衔，其拥有深厚的硅光子产业与技术积淀。易缆微拥有自主HISP异质集成平台，通过在硅基片上键合薄膜铌酸锂，突破传统硅光速率受限的瓶颈，并已成功开发出可适配1.6T/3.2T光模块、NPO/CPO光引擎等场景的硅光集成芯片。目前，相关有源产品已获头部客户验证并批量送样。

投资建议

南孚电池主业基本盘稳固，领投易缆微开辟第二成长曲线。1) **核心资产南孚电池：**国内碱性电池龙头，零售市场份额超85%，连续三十余年销量第一，中长期受益出海拓展与品类扩张带来的成长空间，安孚计划持续提升南孚持股比例以增厚主业基本盘；2) **第二成长曲线：**公司向光而行，领投易缆微切入硅光芯片方向，易缆微推出的1.6T/3.2T光模块硅光芯片、异质集成薄膜铌酸锂硅光方案，已获行业头部客户验证，并实现批量送样，长期看好产业协同释放红利。**盈利预测：**预计公司2026-2028年实现归母净利润4.6/5.5/6.2亿元，对应PE为40/33/29X。

风险提示

- 1、下游需求增长不及预期；
- 2、原材料价格大幅波动；
- 3、核心资产股权增持不及预期；
- 4、盈利预测不及预期。

请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	48.56
总股本(万股)	37,385
流通A股/B股(万股)	31,439/0
每股净资产(元)	11.05
近12月最高/最低价(元)	62.26/26.02

注：股价为2026年5月12日收盘价

市场表现对比图(近12个月)



资料来源：Wind



更多研报请访问
长江研究小程序

目录

安孚科技：资本赋能产业更迭，南孚电池奠基，重视硬科技成长	7
核心资产：南孚电池内销护城河深厚，外销成长空间广阔	12
南孚电池：疾风劲草，优质的消费电池龙头	12
行业：下游需求刚性，关注国内碱性替代及出海竞争力	14
内销：南孚品牌力&渠道能力出色，品类外延空间广阔	16
外销：代工+自有品牌双轮驱动，出海助推成长	18
第二成长曲线：向光而行，领投苏州易缆微	19
易缆微：硅光技术领航，薄膜铌酸锂先锋	19
核心技术：硅基 TFLN，卡位单波 400G 高阶赛道	22
高速光连接：可插拔硅光渗透，Scale-up 光互连蓝海	26
投资建议	28
风险提示	30

图表目录

图 1：安孚科技发展历程	7
图 2：安德利业务覆盖区域	8
图 3：安孚科技收购南孚电池进程	8
图 4：安孚科技持有南孚电池股权比例及长期规划	9
图 5：安孚科技股权结构	10
图 6：公司管理层在南孚电池经营和资本运作方面具备丰富经验	10
图 7：公司营业收入（单位：亿元）及 yoy（右轴）	11
图 8：公司产品结构中碱性电池收入占比超过 80%	11
图 9：公司归母净利润（单位：亿元）	11
图 10：公司盈利能力伴随业务转型稳步提升	11
图 11：南孚电池承诺 2026/2027 年扣非净利润不低于 9.5/9.8 亿元（2025 年达成率为 103%）	11
图 12：南孚电池发展历程及股权变更过程	12
图 13：南孚电池产品矩阵	13
图 14：南孚电池 2016-2025 年收入复合增速约为 9%	13
图 15：南孚电池 2016-2025 年净利润复合增速约为 8%	13
图 16：南孚电池近年净利率稳定在 20%左右	13
图 17：参考亚锦科技，公司近年来维持较高分红比例	13
图 18：全球干电池市场规模（亿美元）	14
图 19：估计干电池 50%以上国际市场由中国企业贴牌生产	14
图 20：2020-2025 年中国碱性锌锰电池出口数量和出口金额	14
图 21：锌锰电池产业链	15
图 22：2017-2024 年我国家电市场全渠道零售额及增速	15
图 23：2020-2025 年中国智能家居市场规模及增速	15
图 24：2017-2025 年我国玩具零售规模及增速	15

图 25: 2014-2024 年全球可穿戴设备出货量及增速	15
图 26: 2024 年发达国家碱性锌锰电池占比	16
图 27: 2024 年中国碱性锌锰电池占比	16
图 28: 南孚电池在中国碱性电池零售市场份额超 85%	16
图 29: 南孚电池 World Brand Lab 品牌价值在 2022-2025 年实现翻倍增长	16
图 30: 聚能环产品系列迭代历程	17
图 31: 南孚电池广告深入人心	17
图 32: 南孚电池销售渠道示意图	17
图 33: 南孚电池京东自营旗舰店销售产品线	18
图 34: 安孚科技外销营业收入及 yoy	18
图 35: 南孚电池外销以代工为主, 盈利能力低于内销	18
图 36: 易缆微苏州研发中心	19
图 37: 易缆微苏州研发中心	19
图 38: 易缆微发展历程	20
图 39: 易缆微股权结构 (截至 2026 年 3 月 6 日)	20
图 40: 易缆微主要产品	21
图 41: 2025 年 8 月易缆微硅光异质集成薄膜铌酸锂中试线通线	22
图 42: 2025 年 3 月易缆微 NPI 新产线投产	22
图 43: 光模块平均每 4 年左右演进一代, 每 bit 成本约下降一半	22
图 44: 光模块每演进一代, 每 bit 功耗约下降一半	22
图 45: 光连接高速率发展趋势	23
图 46: 800G DR8 集成芯片方案 (硅光/InP/薄膜铌酸锂)	24
图 47: 硅基薄膜铌酸锂可有效结合硅与铌酸锂的优势	24
图 48: 硅光异质集成, 片上键合薄膜铌酸锂	24
图 49: LN/SiN 异质集成 MZM 芯片结构示意图	25
图 50: 易缆微单波 400G 光芯片电光响应	25
图 51: 易缆微硅光异质集成薄膜铌酸锂单波 400Gbps 差分调制芯片	25
图 52: 易缆微硅光异质集成 MZM 1.6T-DR8 硅光子芯片	25
图 53: 易缆微 1.6T-2*FR4 硅光子芯片	25
图 54: 易缆微 800G-FR4 硅光子芯片	25
图 55: 北美四大云商季度合计资本开支及增速	26
图 56: 北美四大云商年度合计资本开支 (亿美元) 及增速	26
图 57: 光模块/光引擎代际趋势	27
图 58: 硅光模块将光学器件集成在单一硅基芯片上	27
图 59: 2023-2029 年光模块中激光器及 PIC 芯片的销售额预测	27
图 60: 光模块市场规模及不同方案占比的预测	27
图 61: OBO 及 NPO 方案示意图	28
图 62: CPO 方案示意图	28
图 63: Yole 预测全球 PIC 市场规模 2030 年达 46 亿美元, 2024-2030 年 CAGR 高达 43%	28
图 64: 光通信迈向单通道 400G 时代的技术路径与应用场景	28
表 1: 400G→800G→1.6T 数通光模块市场主流方案推测	23

表 2：公司收入和利润的敏感性分析（单位：亿元）	30
--------------------------------	----

安孚科技：资本赋能产业更迭，南孚电池奠基，重视硬科技成长

前身起于低线零售，收购南孚电池奠定基石，长期关注第二成长曲线发展。安孚科技前身为安德利百货有限公司，1984年在安徽省庐江县工业品贸易中心开业，原主营业务聚焦三四线城市的百货业务，2016年在上交所主板上市，但受到电商渗透率快速提升等影响，安德利经营逐渐承压。2019年公司控股权发生变更，2022年公司收购南孚电池控股股东亚锦科技51%股权，实现对南孚电池的控股并剥离原零售百货业务，同年公司更名为安孚科技。目前公司主营业务为南孚电池（截至2026年4月，持有南孚电池46%股权），并通过投资易缆微、象帝先等硬科技领域公司，积极培育第二成长曲线。

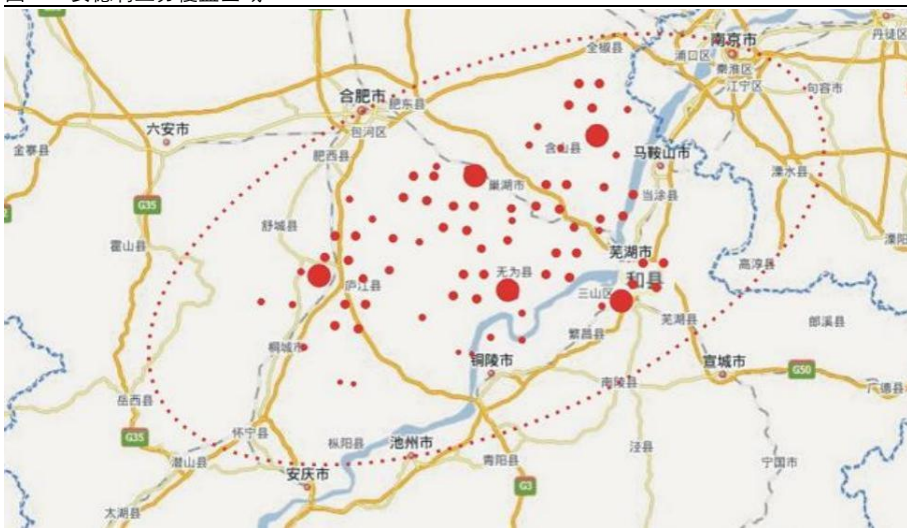
图 1：安孚科技发展历程



资料来源：Wind，安德利招股说明书，公司公告，长江证券研究所

公司前身为安德利百货，聚焦三四线零售百货业务。安德利是服务于国内三、四线城市及农村市场的零售百货企业，业务以自营百货零售为主，零售业态包括购物中心、超市、家电专业店等。公司深耕安徽中部皖江流域，精准匹配县城、乡镇及广大农村市场的消费需求，构建起以县城大型购物中心为核心、以县乡超市为终端网点的渠道网络，业务持续辐射庐江、巢湖、含山、和县等皖中沿江区域，截至2016年8月，安德利共拥有包括购物中心、超市等在内的零售百货营业网点43个。2016年安德利在A股上市。

图 2：安德利业务覆盖区域



资料来源：安德利招股说明书，长江证券研究所

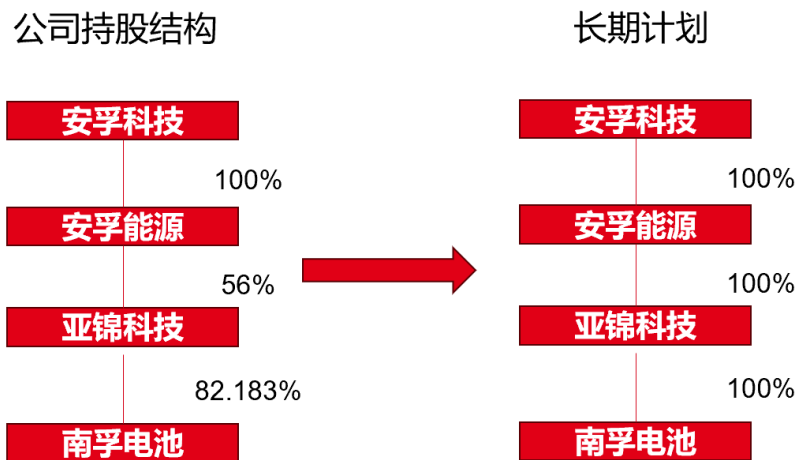
剥离传统零售业务，收购南孚奠定发展基石。2019 年 11 月，公司前身安德利原实控人陈学高将其持有的 12.84% 股权转让给合肥荣新股权投资基金合伙企业，且放弃其转让后剩余股权的表决权，公司控股股东变更为合肥荣新，**实际控制人变更为袁永刚、王文娟夫妇。**2022 年，公司完成两次重大资产重组，**实现对南孚电池的收购控股，逐步剥离百货业务，切入消费电池赛道，完成业务转型。**2022 年至 2025 年底，公司通过现金或增发股权方式逐步提高南孚电池持股比例。截至 2025 年 11 月，公司持有南孚电池股权比例提升至 **46.02%**。**展望后续，公司将适时启动对亚锦科技和南孚电池少数股东股权的收购，进一步提高对核心资产南孚电池的控制力和权益比例。**

图 3：安孚科技收购南孚电池进程

时间	收购情况	持有南孚电池股权比例	收购金额 (亿元)	持有南孚电池股权变化
2022年1月	通过子公司安孚能源收购亚锦科技36%股权	16.0%	24.0	16.0%
2022年5月	收购宁波亚丰持有的亚锦科技15%股份	22.7%	13.5	6.7%
2023年12月	通过现金2.31/0.462亿元收购正通博源/宁波睿利持有的安孚能源6.74%/1.35%股权。本次股权转让后，安孚科技对安孚能源的持股比例由54.17%提升至62.25%	26.1%	2.8	3.4%
2025年8-11月	1) 通过增发和现金支付对价11.52亿元购买安孚能源31%股份；2) 通过现金3.04亿元收购安孚能源剩余6.74%股权，安孚能源成为全资子公司；3) 以安孚能源为主体通过3.75亿元现金收购亚锦科技5%股权	46.02%	18.3	19.9%

资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

图 4：安孚科技持有南孚电池股权比例及长期规划

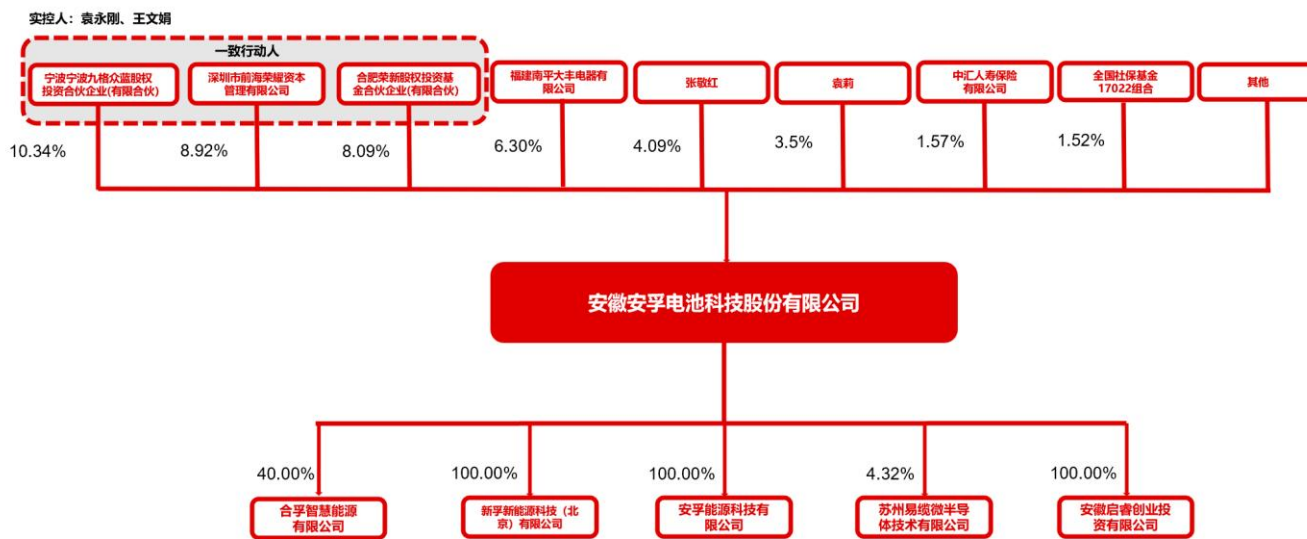


上市公司持有南孚
电池权益达46%

资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所 截至 2025 年 12 月 31 日

股权结构较为分散，管理层在南孚运营和资本运作方面经验丰富。公司实控人为袁永刚、王文娟夫妇，袁永刚先生同时为东山精密实控人之一，以及蓝盾光电实控人，拥有丰富的产业布局与资本运作视野。管理层在产业并购、南孚电池经营等方面经验丰富，为公司长期稳定发展筑牢坚实基础。公司部分高管核心成员曾任职中金公司投行部等知名机构及专业投资公司，具备扎实的资本运作与产业整合能力，为公司新业务赋能、资源优化配置提供有力支撑；公司副总经理梁红颖、王晓飞等均在南孚电池从业多年，深悉南孚电池业务体系和行业特性，有效保障了核心资产南孚电池的稳定运营与持续成长。

图 5：安孚科技股权结构



资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所 截至 2026 年 3 月 31 日

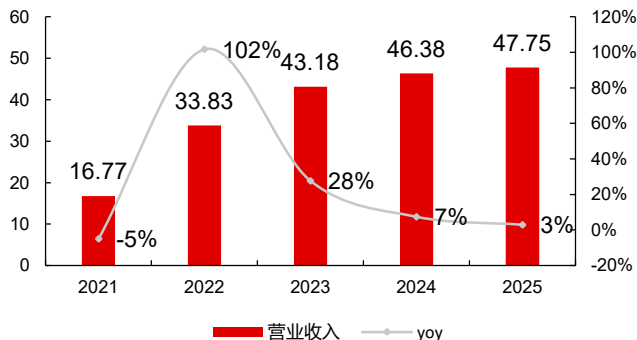
图 6：公司管理层在南孚电池经营和资本运作方面具备丰富经验

姓名	职务	学历	履历
夏茂青	董事长	硕士	曾任安徽大学讲师、安徽中华会计师事务所经理、中国计算机通信学院财务处长、中兴通讯审计科长、深圳中兴新通讯审计部长及财务总监、蓝盾光电董事及高管。高级会计师，中国注册会计师。
林隆华	副董事长，总经理	硕士	北京大学硕士。曾任中金公司投行部执行总经理、上海瑞业投资合伙人、瑞有股权投资总经理、奇瑞汽车监事会主席。现任亚锦科技董事、南孚电池董事等。
余斌	副董事长	硕士	中国科学技术大学硕士。曾任安徽轻工国际贸易公司项目部总经理、安徽大安投资董事长兼法人代表、安徽国贸联创投投资董事等。现任启睿创投执行董事、安孚能源科技总经理、亚锦科技董事等。
康金伟	董事，副总经理	博士	曾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。现任亚锦科技董事长、南孚电池董事兼副总经理。
刘荣海	董事，常务副总经理	硕士	1986年入职南孚电池，曾任销售副总经理，2017年起任总经理。现任公司常务副总经理。
任顺英	董事，副总经理，董秘	硕士	曾任光大证券投资银行部执行董事、万达商业地产证券投资部副总经理、华林证券投行部投资总监等。2022年起任安徽安孚电池科技股份有限公司董事、董事会秘书兼副总经理，亚锦科技董事、南孚电池董事和副总经理。
梁红颖	副总经理	硕士	1995年本科毕业于四川大学经济信息管理专业，2013年获上海交大高级金融学院硕士。1995年入职宝洁，任销售区域经理、市场经理。2005年入职南孚电池，任销售总监，2017年起任南孚电池副总经理。2022年起任安孚科技副总经理。
王晓飞	副总经理	本科	毕业于哈尔滨工业大学电化学专业，本科学历。1997年入职南孚电池，曾任区域销售经理、大区销售总监、客户营销总监。2017年起任南孚电池运营副总经理。2022年起任安孚科技副总经理。

资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

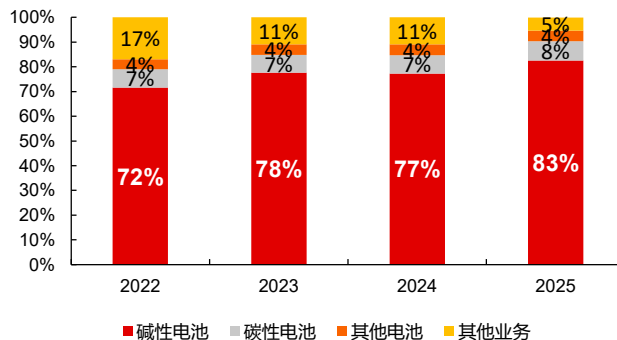
收入端：公司营收稳健增长，外销增长贡献较优表现。公司 2022 年起并表南孚电池并逐步剥离零售业务，近年来稳健增长，2022-2025 年收入 CAGR 为 12%。2025 年南孚电池内销实际稳健，外销增长加速。分产品：2025 年碱性/碳性/其他电池收入分别同比增长 10%/7%/4%至 39.4/3.7/2.1 亿元，拆分量价：碱性/碳性/其他电池销量分别同比 +17%/+10%/-0.6%、价格分别同比 -6%/-3%/+4%。分地区：2025 年内销/外销收入分别同比 -5%/+44%至 36.3/11.4 亿元，内销收入承压主因公司暂停红牛系列产品代理业务，剔除该业务影响内销实际经营向好，外销代工和自主品牌双轮驱动实现较优成长。

图 7：公司营业收入（单位：亿元）及 yoy（右轴）



资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

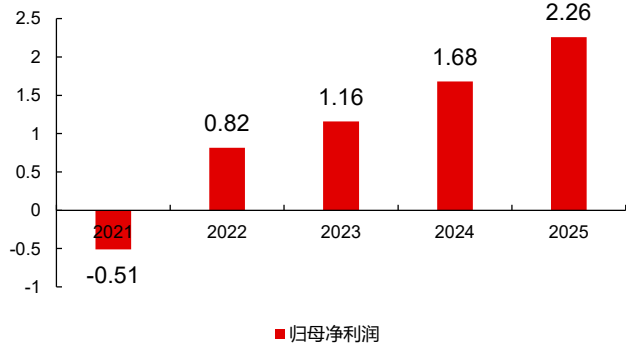
图 8：公司产品结构中碱性电池收入占比超过 80%



资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

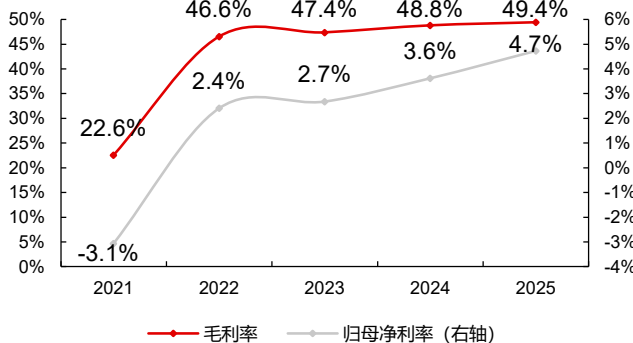
盈利端：2025 年股权收购显著增厚利润，南孚盈利能力持续优化。2025 年公司通过发行股份和现金支付方式等先后于 8 月、11 月完成对安孚能源和亚锦科技的股权收购，目前持有南孚电池股份比例提升至 46.02%，显著增厚利润基本盘。盈利能力方面，2025 年毛利率同比+0.6pct 至 49.4%，估计外销 OEM（毛利率低于内销业务）占比提升对毛利率有影响，但公司暂停红牛代理业务带动整体盈利能力提升。此外 2025 年并购交易中南孚电池业绩承诺为 2025-2027 年扣非净利润不低于 9.14/9.50/9.82 亿元（2025 年达成率为 103%），后续伴随公司对南孚电池持股比例提升，主业基本盘有望持续增厚。

图 9：公司归母净利润（单位：亿元）



资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

图 10：公司盈利能力伴随业务转型稳步提升



资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

图 11：南孚电池承诺 2026/2027 年扣非净利润不低于 9.5/9.8 亿元（2025 年达成率为 103%）

年份	2025A	2026E	2027E
南孚电池承诺扣非净利润 (亿元)	9.14	9.50	9.82
YOY	7.5%	3.9%	3.4%
南孚电池实际扣非净利润 (亿元)	9.38	-	-
南孚电池业绩承诺达成率	102.6%	-	-
对应安孚科技业绩 (亿元, 2025 年为实际值, 2026-2027 年按 46% 持股比例计算)	2.26	4.37	4.52

资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

核心资产：南孚电池内销护城河深厚，外销成长空间广阔

南孚电池：疾风劲草，优质的消费电池龙头

南孚深耕电池行业 70 年，股权经历多次更迭。南孚电池起源可追溯至 1954 年 7 人立厂，1988 年 10 月南孚电池正式成立，最初由南平电池厂、华润百孚等共同出资设立为中外合资电池企业，自 1999 年起公司几经股权更迭，外资控股阶段公司发展曾受限于集团竞争，但公司始终不忘初心，在困难的环境中深耕消费电池行业，奠定了领先的电池科技公司地位，安孚科技实现对南孚电池控股后，正助力南孚发展再扬帆：

- 1) 1999 年摩根士丹利、荷兰国家投资银行与中方股东在香港成立中国电池公司，收购南孚 53.73% 股权成为控股股东；
- 2) 2003 年南孚电池控股权转至美国吉列集团；
- 3) 2006 年随吉列被宝洁收购而归入宝洁旗下。吉列与宝洁控股期间，为避免与外资旗下金霸王电池竞争，股东对南孚的产品研发、市场拓展等实施限制，导致南孚发展放缓，且曾引发股东、管理层间的矛盾与多起诉讼；
- 4) 2014 年宝洁集团内部战略调整，先后剥离金霸王和南孚电池。鼎晖投资以 5.8 亿美元收购南孚 78.78% 股权，调整后宁波亚丰持有南孚电池 60% 股权；
- 5) 2016 年南孚电池借亚锦科技实现间接挂牌新三板，亚锦科技最终持股 82.183%。
- 6) 2021 年-2025 年，安孚科技多次收购亚锦科技股份（目前持有亚锦科技 56% 股权），穿透持有南孚电池 46.02% 股权。

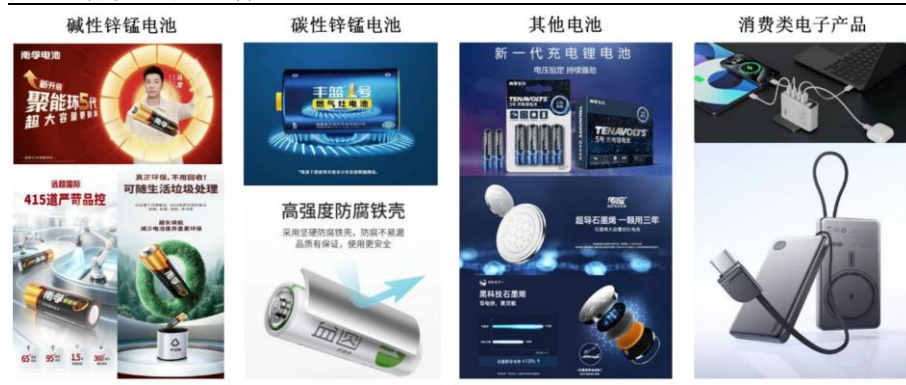
图 12：南孚电池发展历程及股权变更过程

阶段	时间	事件
早期发展	1988年-1999年	福建南平南孚电池有限公司成立，由中外合资经营，主要从事电池的研发、生产、销售
外资控制	1999年-2014年	摩根士丹利以中国银行为平台收购南孚电池53.725%股权；随后股权在摩根士丹利、吉列、宝洁集团等之间经历多次变更
回归本土	2014年	鼎晖投资以5.8亿美元收购南孚电池78.78%股权，实现本土回归；收购后股权调整，宁波亚丰持有南孚电池60%股权
借壳上市	2016年	通过亚锦科技借壳登陆新三板
安孚科技收购	2021年-2025年	安孚科技多次收购亚锦科技股份（目前持有亚锦科技56%股权），穿透持有南孚电池46.02%股权

资料来源：Wind，公司官网，长江商报，长江证券研究所

业务层面：南孚电池专注小电池领域，主要从事高性能环保锌锰电池的研发、生产及销售。公司在消费电池领域搭建多品牌矩阵布局，**内销品牌**包括南孚、丰蓝、益圆和传应等；**外销品牌**包括 NANFU、Richplus、Nectium 和 TENAVOLTS 等。在碱性电池、1 号燃气灶电池、纽扣电池、碳性电池、充电宝、适合各类高电压大电流强动力用电器的锂可充电电池和小型锂离子电池等多品类中均有布局专业品牌，为消费者提供多场景、一站式、最优化的电池产品方案，奠定零售电池领域的优势领先地位。

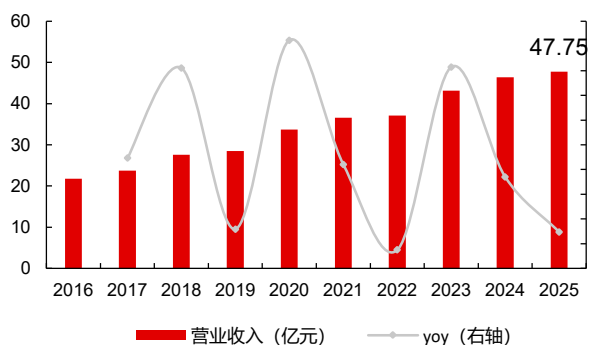
图 13: 南孚电池产品矩阵



资料来源: Wind, 公司公告, 长江证券研究所

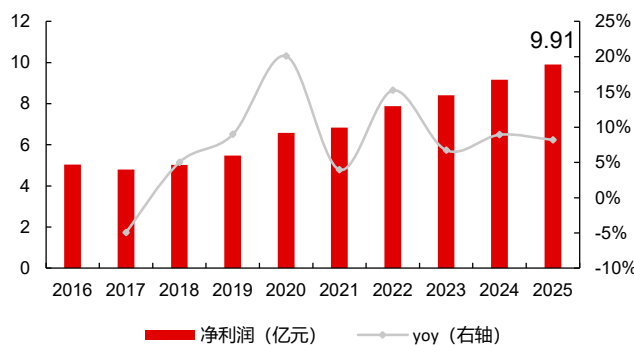
财务表现稳健: 南孚电池营收稳步增长, 盈利能力出色。南孚电池财务表现稳健, 2016-2025 年营收复合增速约 9%、净利润复合增速约 8%, 实现持续稳步增长。近年来公司净利率稳定在 20%左右, 盈利质量扎实、经营现金流充沛, 为业务稳定发展提供坚实保障。此外南孚电池母公司亚锦科技长期保持较高分红水平, 2022-2025 年分红比例分别为 79%/87%/107%/88%, 具备优厚的股东回报机制。

图 14: 南孚电池 2016-2025 年收入复合增速约为 9%



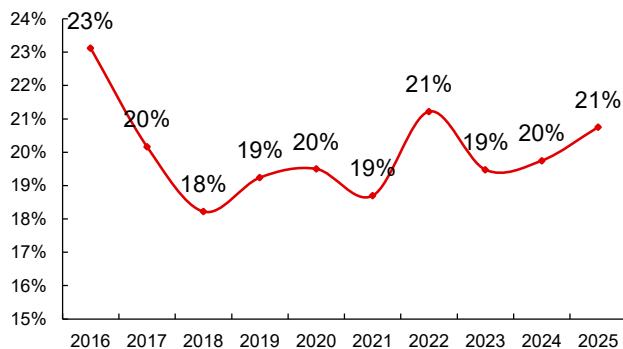
资料来源: Wind, 公司公告, 长江证券研究所

图 15: 南孚电池 2016-2025 年净利润复合增速约为 8%



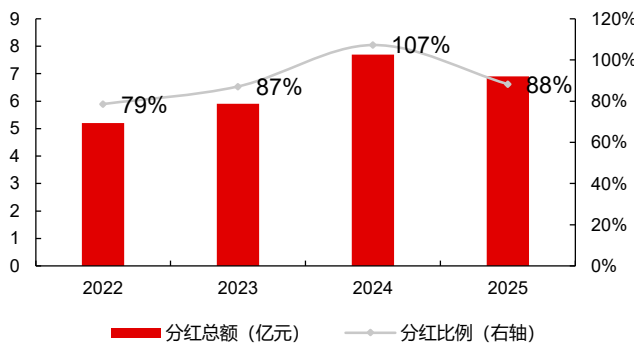
资料来源: Wind, 公司公告, 长江证券研究所

图 16: 南孚电池近年净利率稳定在 20%左右



资料来源: Wind, 公司公告, 长江证券研究所

图 17: 参考亚锦科技, 公司近年来维持较高分红比例

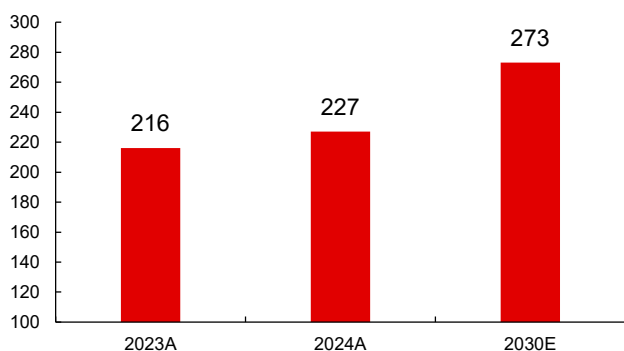


资料来源: Wind, 公司公告, 长江证券研究所

行业：下游需求刚性，关注国内碱性替代及出海竞争力

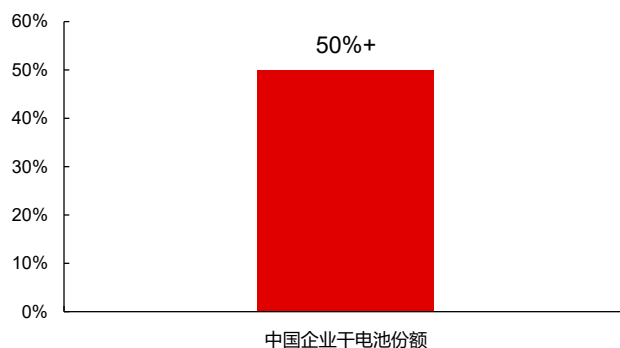
全球干电池市场规模预计小幅增长，中国企业通过 ODM 方式主导国际市场份额。干电池（一次电池），是一种伏打电池，利用某种吸收剂（如木屑或明胶）使内含物成为不会外溢的糊状，在日常生活中常见，能广泛应用于各种家电、智能家居产品等，目前已有约 100 多种品类，常见品类为碱性锌锰电池、碳性锌锰电池等。锌锰电池目前已成为消费者日常生活中不可或缺的易耗品，根据 Market Research Future 公布数据，预计全球干电池市场销售额将保持小幅增长趋势，2025-2030 年全球干电池市场规模预计将以约 3.1% 年复合增速增长至 273 亿美元。从全球供应格局看，估计中国企业占 50% 以上国际市场份额，多通过贴牌生产进入国际供应链，2020-2025 年我国碱性锌锰电池出口数量以约 5% 的年复合增速增长至约 164 亿个，未来有望保持积极发展态势。

图 18：全球干电池市场规模（亿美元）



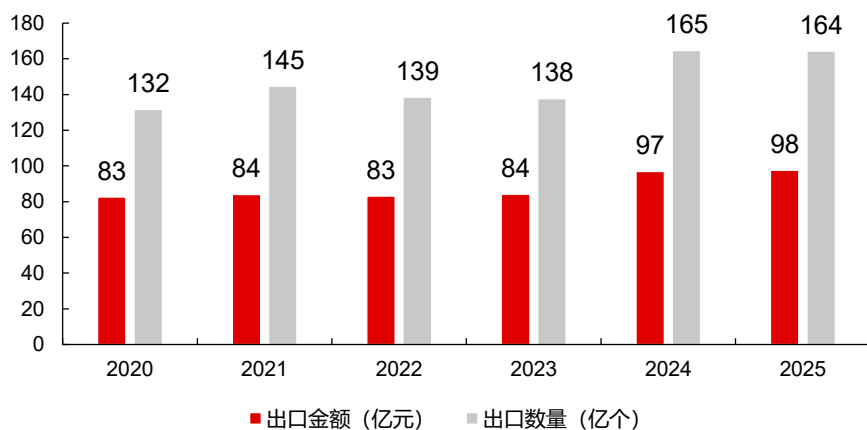
资料来源：Market Research Future，前瞻网，长江证券研究所

图 19：估计干电池 50% 以上国际市场由中国企业贴牌生产



资料来源：共研网，长江证券研究所

图 20：2020-2025 年中国碱性锌锰电池出口数量和出口金额

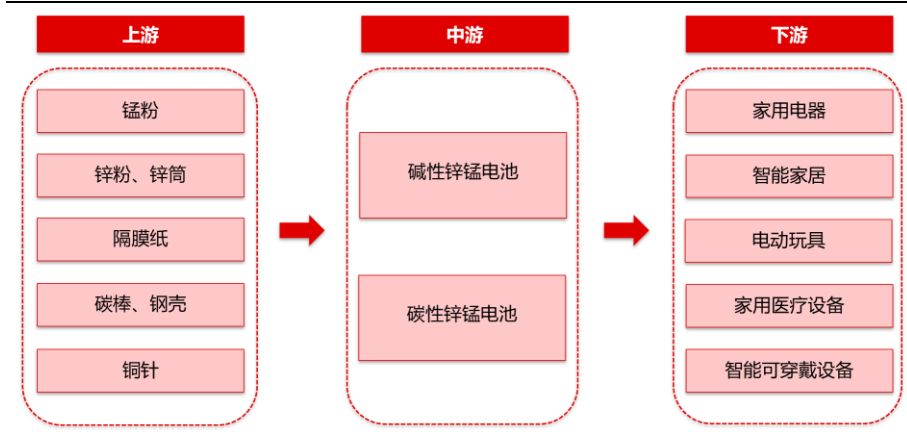


资料来源：海关总署，长江证券研究所

锌锰电池下游应用广阔，伴随下游增长持续扩容。基于锌锰电池使用便捷、安全性高、性价比高、自放电率小的优点，锌锰电池具有不可替代的刚性需求优势，下游广泛适用于家居、家电及电动设备等。根据前瞻产业研究院数据，我国户均小家电数量仅 9.5 个，美国户均小家电数量约为我国 3 倍以上（31.5 个），英国、澳大利亚、德国和法国等均超过 20 个，户均小家电用量提升空间较大。此外智能家居（2024 年渗透率仅约 14.5%）、

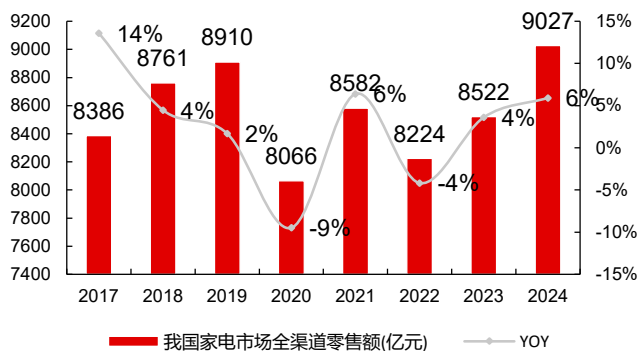
电动玩具、家用医疗设备、智能可穿戴设备等下游市场的广泛性和需求刚性保障了锌锰电池稳定的市场规模增长，预计需求端伴随我国居民消费能力提升有望持续扩容。

图 21：锌锰电池产业链



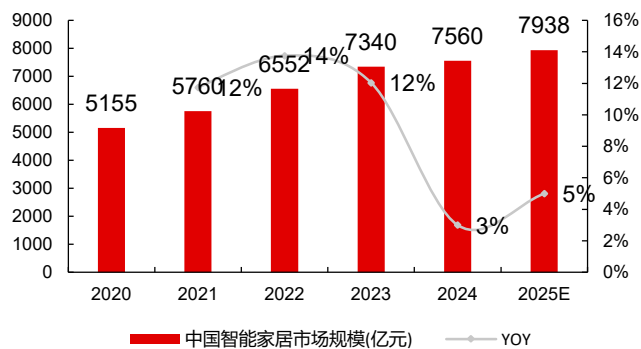
资料来源：Wind，公司公告，华经情报网，长江证券研究所

图 22：2017-2024 年我国家电市场全渠道零售额及增速



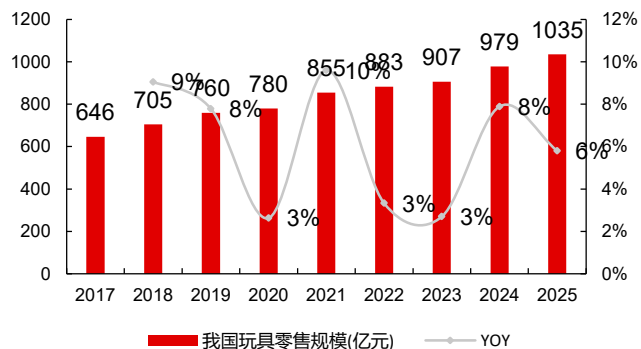
资料来源：奥维云网，长江证券研究所

图 23：2020-2025 年中国智能家居市场规模及增速



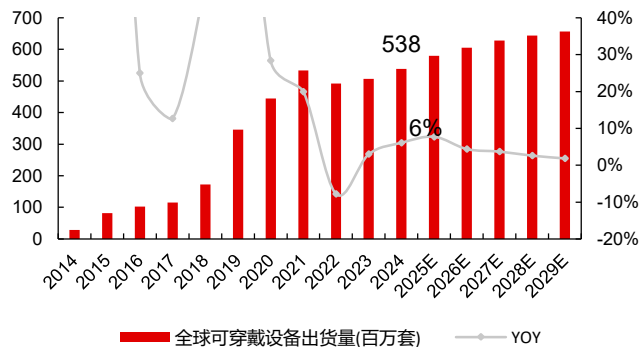
资料来源：中商产业研究院，长江证券研究所

图 24：2017-2025 年我国玩具零售规模及增速



资料来源：中国玩具和婴童用品协会，长江证券研究所

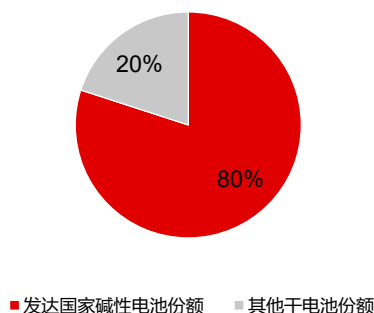
图 25：2014-2024 年全球可穿戴设备出货量及增速



资料来源：IDC，Statista，长江证券研究所

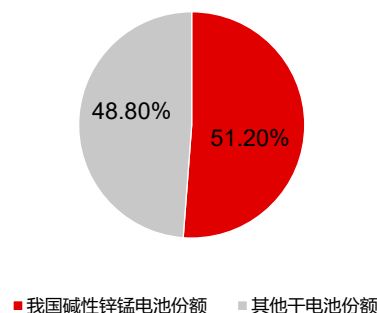
锌锰电池结构有望优化，我国碱性替代（碳性）空间广阔。锌锰电池分为碳性电池和碱性电池两大类，其中碳性锌锰电池成本低，但容量小、内阻大、稳定性不高；碱性电池容量大、稳定性好、可放置时间长、小电流放电性能好，尤其适用于长期需要小电流放电的环境。2024 年发达国家碱性电池占整个干电池的市场份额约为 80%，而我国碱性电池的份额约为 51.2%，且比例仍在持续提升，长期关注碱性替换带动的规模增长。

图 26：2024 年发达国家碱性锌锰电池占比



资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

图 27：2024 年中国碱性锌锰电池占比

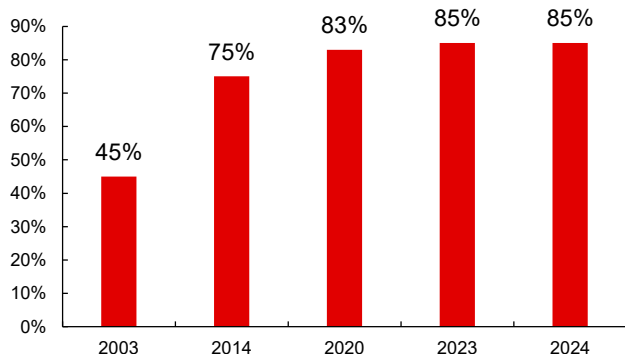


资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

内销：南孚品牌力&渠道能力出色，品类外延空间广阔

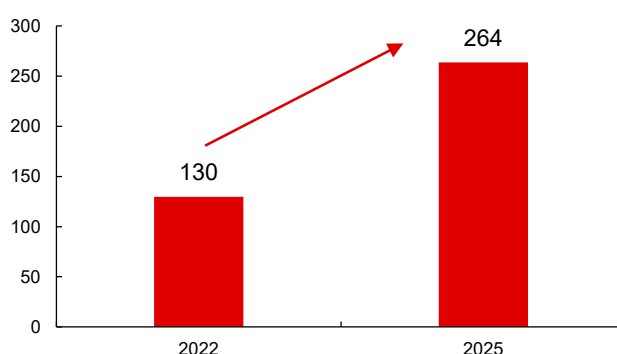
品牌：深耕电池技术 70 余年，国内零售市占率超 85%。南孚电池工厂前身可追溯至 1954 年，公司拥有长达约 70 年的电池研发技术沉淀，凭借稳定优质的产品性能、不断迭代升级的创新力，南孚电池在国内碱性电池市场份额从 2003 年的约 45% 提升至目前估计约 85% 以上，自 1993 年起连续三十多年稳居中国零售市场销量第一，“聚能环”产品系列及“玩具车用过，遥控器还能接着用”等广告词深入人心，是几代人的国民记忆。根据世界品牌实验室（World Brand Lab）数据，南孚电池在 2022-2025 年间，品牌价值从 129.84 亿元增长至 263.86 亿元，榜单排名上升 48 位至 365 位，且为干电池领域唯一上榜企业，品牌影响力持续增强。

图 28：南孚电池在中国碱性电池零售市场份额超 85%



资料来源：央广网，福建日报，公司公告，长江证券研究所

图 29：南孚电池 World Brand Lab 品牌价值在 2022-2025 年实现翻倍增长



资料来源：World Brand Lab，长江证券研究所

图 30：聚能环产品系列迭代历程

类型	上市时间	基本介绍
聚能环1代	2002年	新技术极大提升碱锰电池的性能，“一节更比六节强”
聚能环2代	2019年	较1代电量提升25%；高能量正极环导电性能好；高比表面锌粉反应更直接更灵敏；双重防漏科技；环保电池无汞无镉；电池更耐用；10年长效聚能
聚能环3代	2021年	较2代电量再增30%；电池容量更大；电量释放更多；自放电更低；使用抗老化新型密封圈、防腐镀镍精钢外壳做到四重防漏
聚能环4代	2023年	三大技术超越，全方位提升持久力。容量更大，0.16mm精钢薄壳，突破性舱内扩容；更强电力，高密度聚能配方深度释放更强持久力；更低损耗，降低电阻减少内耗，自放电更低，长久锁电
聚能环5代	2025年	电量提升154%，超大容量、超强耐力、超低损耗，运用立体扩容技术使容量更大更耐用

资料来源：南孚电池官网，天猫，长江证券研究所

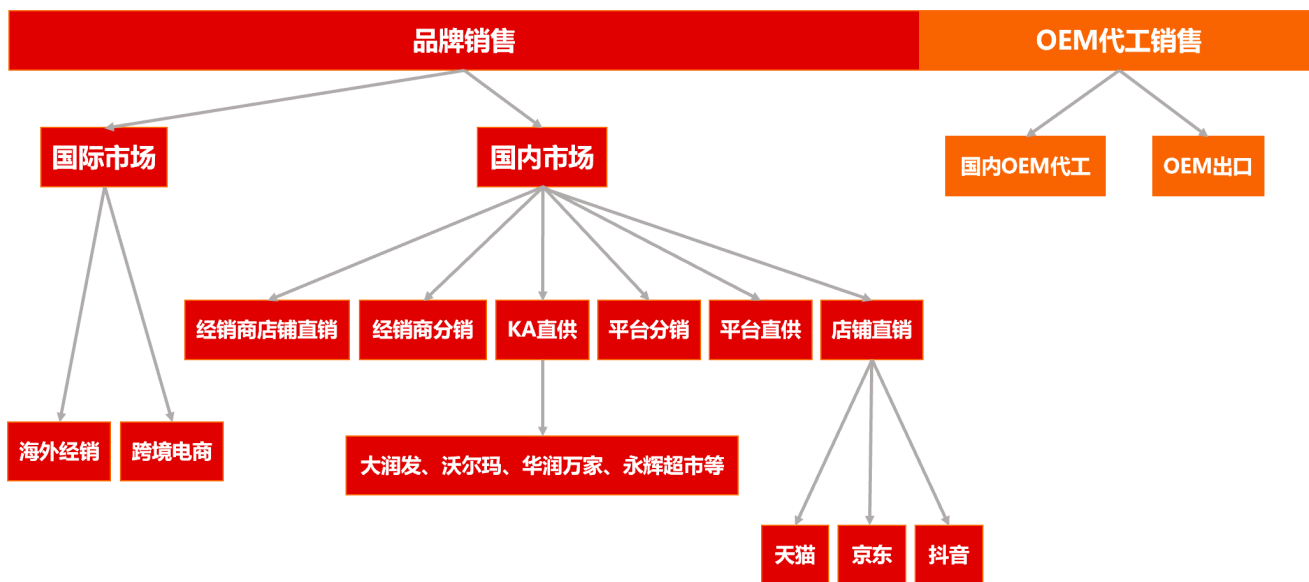
图 31：南孚电池广告深入人心



资料来源：CCTV，长江证券研究所

渠道：公司构建了全渠道、多层次的分销体系，覆盖线下、线上及海外全场景。线下以经销商网络为核心，渗透省会至乡镇市场，覆盖全国超 2000 个分销商和 300 万个终端网点，近 50%终端位于县级及以下区域；同时直供大润发、沃尔玛等 KA 渠道。线上深耕天猫、京东等传统电商，拓展抖音、小红书等兴趣电商，并通过 O2O、社群团购实现全渠道融合。海外通过跨境电商（亚马逊、TEMU）与海外经销模式双轨出海。此外，授权经销商在电商平台开店，形成“品牌+渠道”协同生态。全渠道数字化管理与战役化营销显著提升运营效率，支撑南孚电池成为非食品类快消品中分销网络最广的品牌之一，持续巩固市场领导地位。

图 32：南孚电池销售渠道示意图

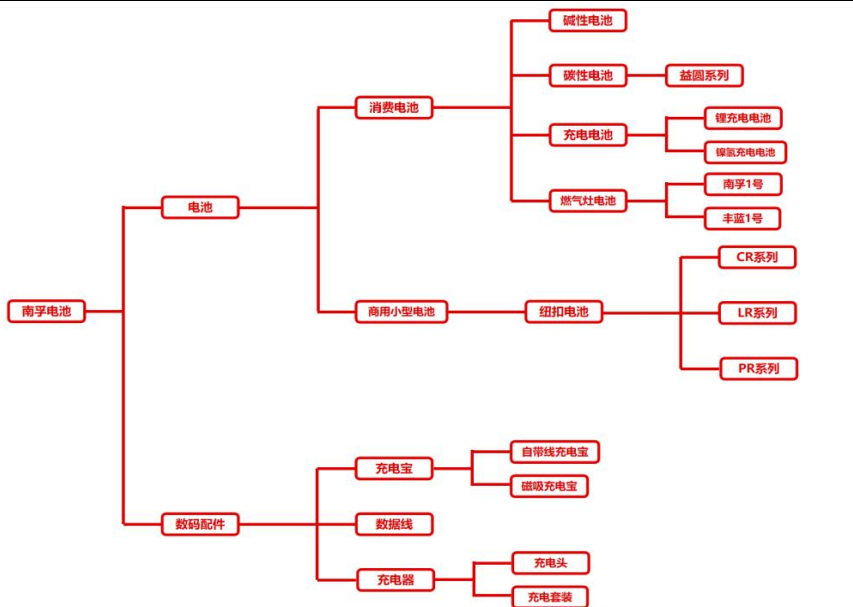


资料来源：公司公告，长江证券研究所

产品：碱性电池基本盘牢固，品类外延空间广阔。南孚在核心碱性电池赛道已构筑领先优势，依托深厚技术积累，南孚聚能工厂单条产线每分钟可生产 900 节电池，且每节电池都经过 415 道严格检测工序，由于公司产能处于饱和状态，2026 年公司计划继续新

增5亿只产能。此外公司正持续向多元细分品类包括充电宝、细分电池赛道等延伸布局。公司针对不同应用场景以及消费需求，面向消费者推出了多种类产品，包括“丰蓝1号”燃气灶电池（针对高温高湿环境）、锂锰纽扣电池“传应”、充电宝等，全面发力物联网、医疗、智能穿戴等新兴应用场景，推动细分品类外延成长。

图 33：南孚电池京东自营旗舰店销售产品线

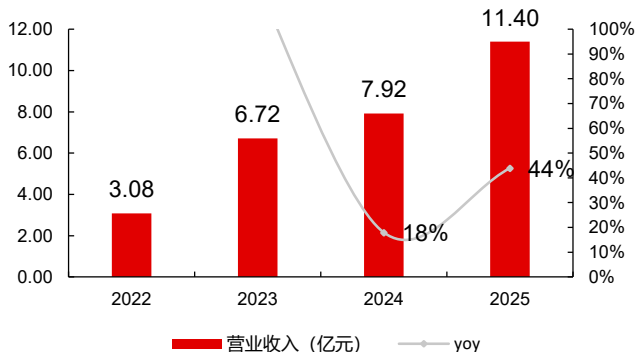


资料来源：南孚电池官网，南孚京东自营旗舰店，长江证券研究所

外销：代工+自有品牌双轮驱动，出海助推成长

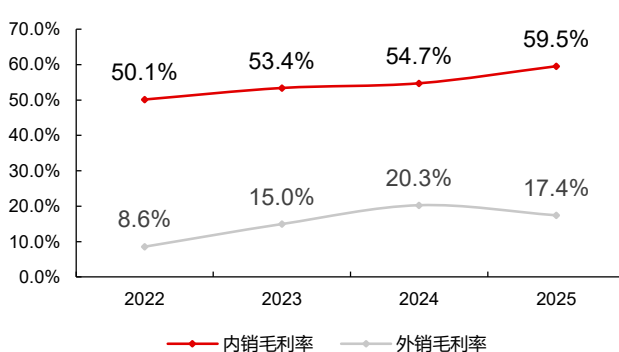
外销增长迅猛，代工+自有品牌双轮驱动成长。早年外资控股期间，宝洁旗下金霸王和南孚电池存在同业竞争关系，南孚电池海外市场发展一度陷入停滞。近年来，南孚电池持续加大外销业务投入力度，OEM 全球市场份额持续提升，同时自有品牌依托 NANFU、Richplus 等，陆续在周边国家及“一带一路”沿线国家开展销售业务，此外公司亦积极寻求海外建厂、海外并购等方式加速全球化业务布局。2022-2025 年，公司外销收入复合增速约 55%，整体实现较优增长，逐步向全球第一大消费电池品牌商跃进。

图 34：安孚科技外销营业收入及 yoy



资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

图 35：南孚电池外销以代工为主，盈利能力低于内销



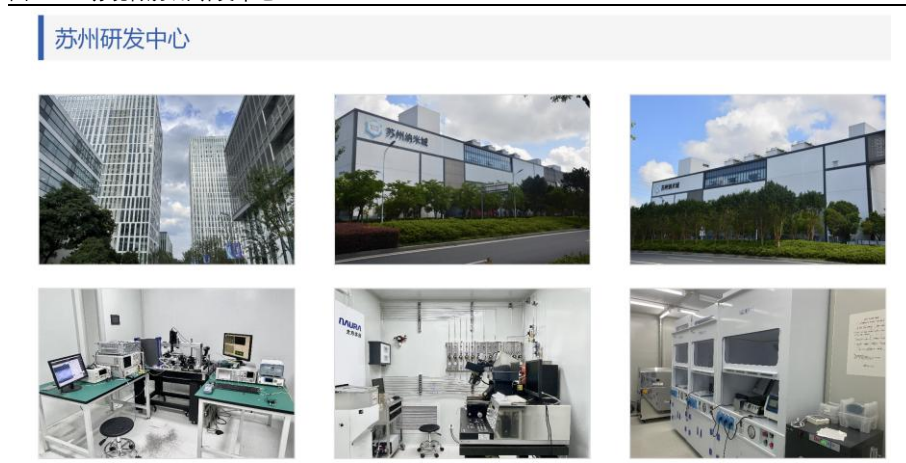
资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

第二成长曲线：向光而行，领投苏州易缆微

易缆微：硅光技术领航，薄膜铌酸锂先锋

苏州易缆微半导体技术有限公司成立于 2021 年 9 月，专注于数据中心光通信领域光子集成芯片研发、设计与生产。公司总部位于苏州工业园区，下辖全资子公司苏州易缆微光电位于常熟高新区，为主要生产基地。公司构建起“中国总部+全球研发”的协同创新网络，在广州、比利时设研发中心，在中国台湾新竹、美国硅谷设代表处。

图 36：易缆微苏州研发中心



资料来源：苏州易缆微官网，长江证券研究所

陈伟博士领衔，技术为核、产业协同。公司是由国家高层次人才、旅欧归国博士团队创建的中外合资科技型创业公司。创始人陈伟博士深耕硅光子技术，拥有深厚的产业与技术积累：早年毕业于全球知名的比利时根特大学-比利时 IMEC 联合实验室；1998 年博士毕业后在硅谷创业，参与创立美国最大军事电源公司 VPT；2008 年创办矽力杰 (Silergy)；2010 年在比利时创立 Caliopa（高端硅光技术的研发与商业化），2013 年被华为海思并购；2021 年创立易缆微，开启第二次创业。目前，公司已与众多高校及企业建立合作关系，形成产学研协同创新生态。

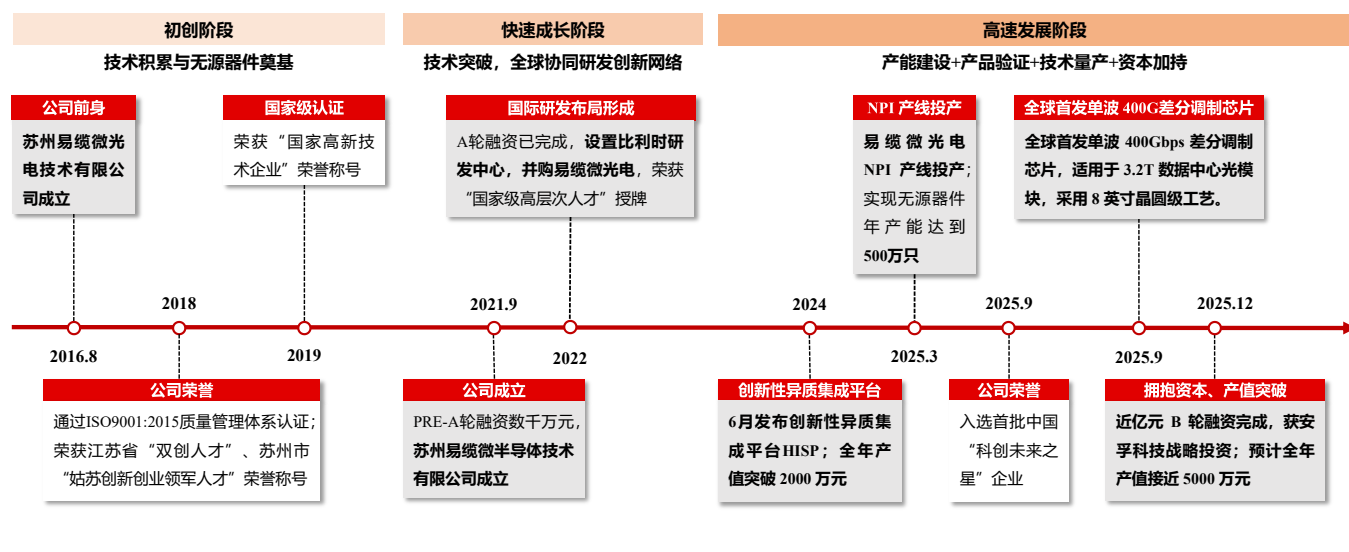
图 37：易缆微苏州研发中心



资料来源：苏州易缆微官网，长江证券研究所

公司历经“无源奠基→硅光突破→产业化落地”三阶段：2016 年公司前身易缆微光电成立，锚定光通信无源器件赛道。2021 年 9 月易缆微半导体成立，聚焦硅光异质集成薄膜铌酸锂芯片研发；次年设立比利时研发中心、并购易缆微光电。2024 年公司发布 HISP 异质集成平台，产值突破 2000 万元。2025 年 9 月公司发布全球首款 400G 差分调制芯片，12 月引入安孚科技战略投资。

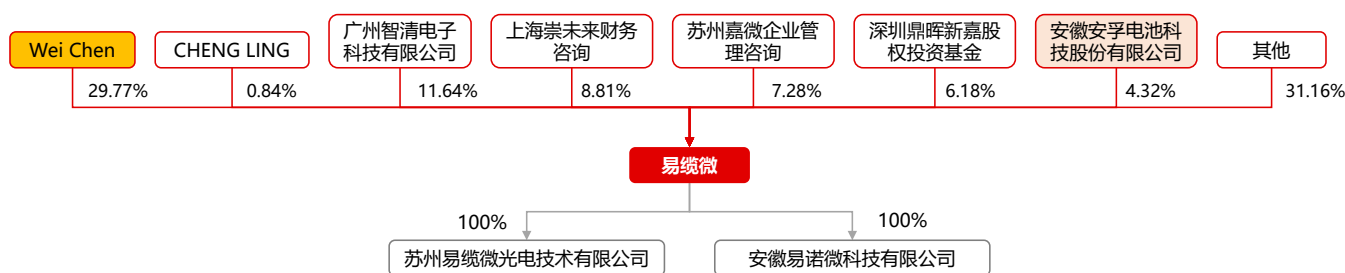
图 38：易缆微发展历程



资料来源：苏州易缆微公司官网，苏州易缆微公众号，苏州光电通信协会，iFinD，长江证券研究所

2025 年，易缆微连续完成两轮战略融资，安孚科技作为产业投资人联合领投，最终持股 4.32%。公司创始人陈伟博士为第一大股东，持股比例为 29.77%，掌控公司战略与技术路线。

图 39：易缆微股权结构（截至 2026 年 3 月 6 日）




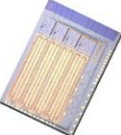
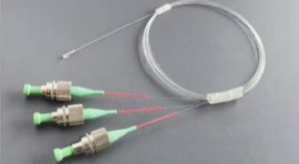





资料来源：爱企查，长江证券研究所

硅光异质集成全栈技术优势，单波 200/400Gbps 硅光芯片全球领先。公司目前已申请专利 80 余项，其中发明专利 19 项，授权 9 项。公司基于自有硅光子异质集成全栈技术平台（硅基/氮化硅/薄膜铌酸锂），突破单波 200G/400G 高速电光调制等关键技术，匹

配数据中心高速高密度互联需求，并成功开发了适用于 1.6T/3.2T 光模块、光电共封装（CPO）、全光交换（OCS）等的光电集成芯片和光学引擎，已确立了数据中心硅光芯片的全球技术领先地位。

图 40：易缆微主要产品

			
<p>— 硅光异质集成薄膜铌酸锂单波 400Gbps 差分调制芯片</p> <p>采用完全自主知识产权 8 英寸晶圆级硅光异质集成薄膜铌酸锂工艺制备的硅光异质集成芯片。</p>	<p>— 数据中心 1.6T DR8 硅光异质集成芯片</p> <p>以硅基光电子技术为核心，基于 CMOS 工艺所研发的高速硅光子芯片。</p>	<p>— 4*200G DR4 硅光子芯片 (800G-DR4)</p> <p>硅基异质集成高速电光调制器芯片。</p>	<p>— 4*100G DR4 硅光子芯片 (400G-DR4)</p> <p>4*100G PAM4 高集成度硅光子调制器芯片解决方案，将 4 通道 53Gbaud 硅调制器和各种有源/无源硅光子元件集成在一个单芯片上，整体结构紧凑，密度高。</p>
			
<p>— 保偏光纤阵列 (PM-FA)</p> <p>保偏光纤阵列 (PM-FA) 多应用于相干光通信，利用 V 形槽 (即 V 槽, V-Groove) 把一条保偏光纤带安装在阵列基片上，在保证光波偏振稳定措施下又能够实现高度密集并行传输。</p>	<p>— 模场转换光纤阵列 (MFD-FA)</p> <p>模场直径转换 FA 提供一种低损耗耦合到具有较小模场的波导的方法，采用一小段超高数值孔径单模光纤 (UHNA) 拼接到标准的 SM 或 PM 光纤的尾纤上，来实现模场的转换。</p>	<p>— 常规光纤阵列 (FA)</p> <p>光纤阵列 (Fiber Array, 简称 FA)</p>	<p>— 垂直耦合组件系列</p> <p>90° 垂直耦合方案，通过将 FA 研磨成 45° 或 42.5° 全反射 FA 作为 RX 接收端与 PD 直接耦合，完成光路的光电转换。</p>

资料来源：苏州易缆微公司官网，长江证券研究所

公司已建成超 7000 平方米的办公及研发生产基地，自建涵盖百级、千级、万级洁净标准的高等级无尘工艺车间，为核心技术研发与规模化生产提供专业保障。2025 年 3 月 NPI 新产线投产，无源器件年产能达 500 万只，为头部光模块厂商提供配套。2025 年 8 月硅光异质集成薄膜铌酸锂中试线通线，可支撑年产约 20 万至 100 万片芯片及定制样品制造能力，有源产品已批量送样行业头部客户。

图 41：2025 年 8 月易缆微硅光异质集成薄膜铌酸锂中试线通线



资料来源：苏州易缆微官网，长江证券研究所

图 42：2025 年 3 月易缆微 NPI 新产线投产



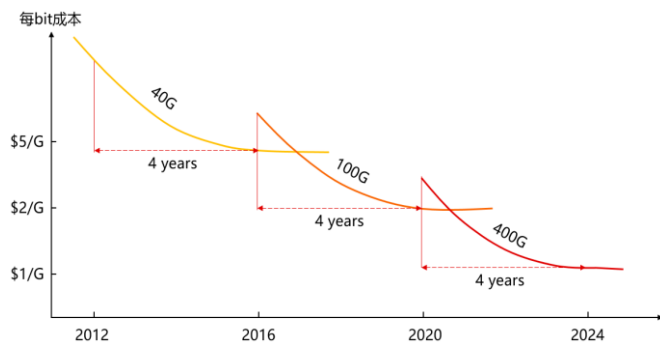
资料来源：苏州易缆微官网，长江证券研究所

核心技术：硅基 TFLN，卡位单波 400G 高阶赛道

单通道调制能力：高速光连接的核心隘口

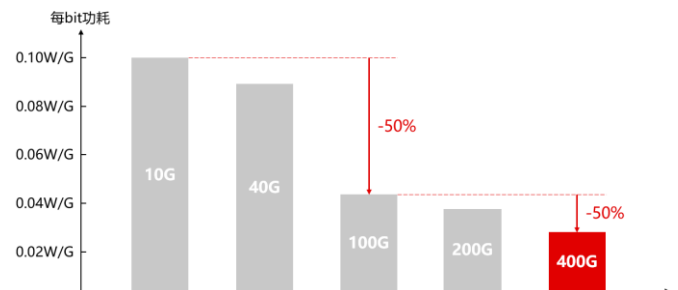
对成本和功耗效率的追求是驱动模块迭代核心因素。光模块平均每 4 年左右演进一代，每 bit 成本及功耗均约下降一半，该规律也被称为光电领域的“光摩尔定律”。

图 43：光模块平均每 4 年左右演进一代，每 bit 成本约下降一半



资料来源：C114 网，硅光集成与数据中心应用线上研讨会，长江证券研究所

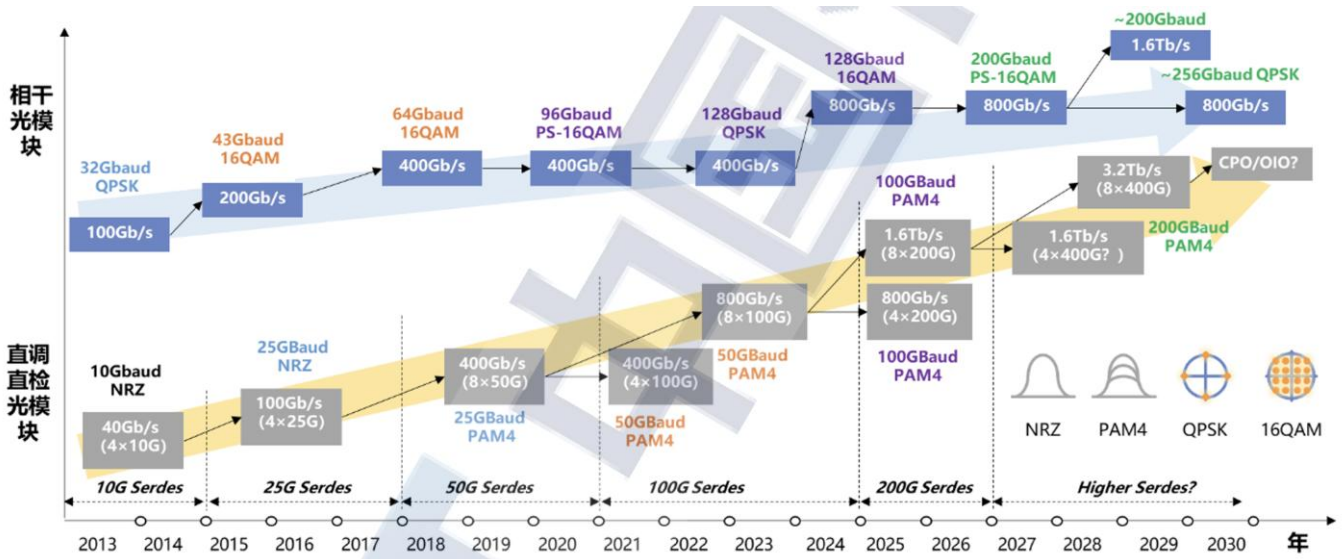
图 44：光模块每演进一代，每 bit 功耗约下降一半



资料来源：C114 网，硅光集成与数据中心应用线上研讨会，长江证券研究所

单通道调制能力为光连接速率提升的核心约束之一。高速率光模块普遍采用多通道并行架构，总速率=通道数×单通道速率：例如 800G 光模块包含 8×100Gb/s、4×200Gb/s 两种主流方案；1.6T 光模块则以 8×200Gb/s 为核心方案，国内外主流光模块厂商 1.6T DR8 模块已进入量产阶段。提升光连接总速率有增加通道数与提升单通道速率两条路径，前者受空间集成度制约，后者由调制能力决定，对调制带宽、驱动线性度、能效及可靠性均提出较高技术要求。

图 45: 光连接高速率发展趋势



资料来源: 中国信息通信研究院, 长江证券研究所

表 1: 400G→800G→1.6T 数通光模块市场主流方案推测

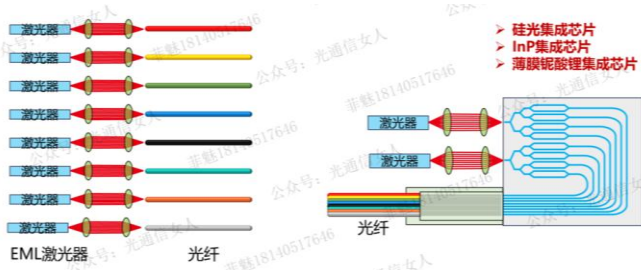
场景	400G	800G	1.6T (推测)
100m	4x100G SR8 (VCSEL)	8x100G SR8 (VCSEL)	8x200G 硅光
500m-2km	4x100G DR4 (EML)	8x100G DR8 (EML)	8x200G DR8 (EML) 8x200G DR8 (硅光)
	4x100G DR4 (硅光)	8x100G DR8 (硅光)	
	4x100G FR4 (EML)、 2x200G CWDM4	2x400G FR4 (EML) 4x200G FR4 (EML)	
10km	4x100G LR4 (EML)	8x100G LR8 (EML) 800G 相干	1.6T 相干

资料来源: 中国信息通信研究院, 长江证券研究所

按材料体系划分, 调制器主要分为 InP 基、硅基、体铌酸锂、硅基薄膜铌酸锂 (硅基 TFLN) 四大技术方案。目前, 在可插拔光模块中, 1) 分立式方案采用 InP 基调制, DFB 激光器与调制结构在 InP 衬底上同质外延生长; 2) 硅光集成方案采用硅基调制, 通过对硅波导进行 P/N 型半导体掺杂实现调制功能。实现单通道 400G 速率, 前者需突破 400G EML 芯片研发, 后者需攻克集成高性能调制能力的 PIC 芯片。

硅基 TFLN 可有效结合硅与铌酸锂的优势。硅的集成度很好, 但带宽与光学损耗有矛盾, 难以实现 100GHz 以上的高频带宽设计。硅基 TFLN 使得硅光优异的无源器件性能和薄膜铌酸锂优异的电光特性强强联合, 具有高带宽、高速率、低能耗、低成本的优势。硅基 TFLN 技术难点在于单晶铌酸锂薄膜的制备, 以及硅与薄膜铌酸锂的异质集成。

图 46: 800G DR8 集成芯片方案 (硅光/InP/薄膜铌酸锂)



资料来源: 光通信女人, 长江证券研究所

图 47: 硅基薄膜铌酸锂可有效结合硅与铌酸锂的优势

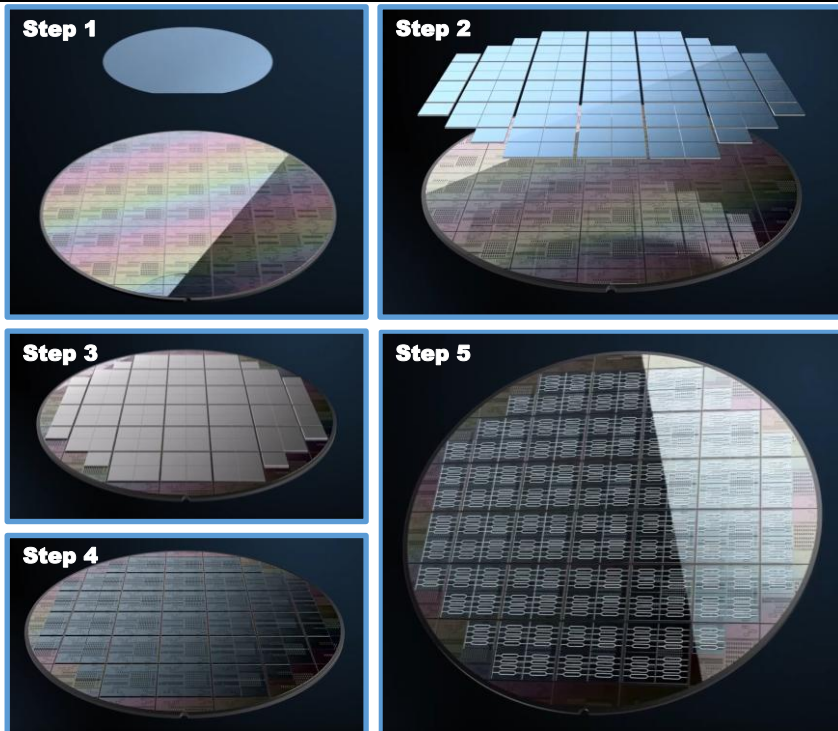
参数	III-V (EML)	SiPh	TFLN	TFLN on SiPh	
调制器	带宽	>110GHz	~50GHz	>110GHz	>110GHz
	电光效率	高	低	高	高
	调制损耗	中	高	低	低
探测器	可集成	可集成	/	可集成	
无源器件	一般	很好	较好	很好	
温度敏感性	高	较低	很低	很低	
射频封装	传统WB打线	需先进封装	需先进封装	需先进封装	

资料来源: 光通信女人, 长江证券研究所

首发 400G 硅基 TFLN, 筑牢技术与量产壁垒

易缆微硅基异质集成技术平台 (HISP) 具备硅基混合集成技术 (硅光 V2.0)。该技术以成熟硅光技术为基底, 片上键合薄膜铌酸锂, 突破了传统纯硅光 (硅光 V1.0) 平台无本征电光效应、调制速率受限的核心瓶颈, 实现高效片上光传输与调制、超快电光响应及高集成度光波导。

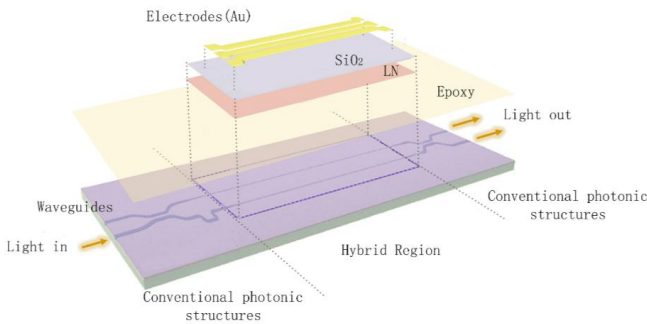
图 48: 硅光异质集成, 片上键合薄膜铌酸锂



资料来源: 易缆微公司官网, 长江证券研究所

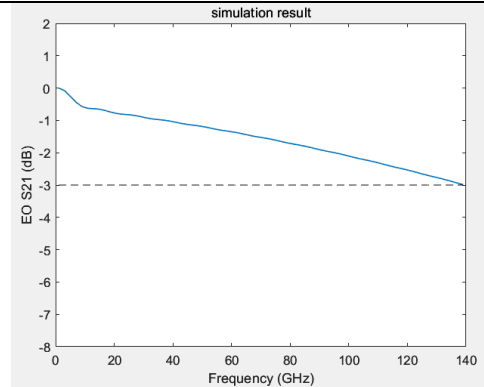
易缆微已基于 HISP 平台开发出高速混合集成光子芯片。在芯片调制区域, 输入光源由硅基波导层耦合至薄膜铌酸锂波导层, 经薄膜铌酸锂 MZ 调制器完成高速电光调制后, 再耦合回硅基波导层实现光输出; 两类波导的高效耦合保障了芯片的低插损。

图 49: LN/SiN 异质集成 MZM 芯片结构示意图



资料来源: 易缆微公众号, 长江证券研究所

图 50: 易缆微单波 400G 光芯片电光响应



资料来源: 易缆微公众号, 长江证券研究所

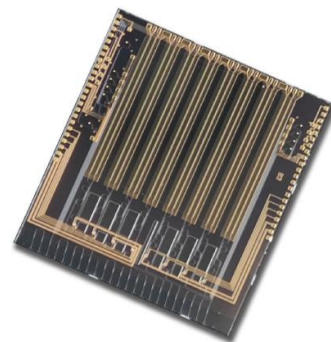
核心产品卡位单波 400G 高阶赛道, 适配 3.2T 光模块需求。2025 年 9 月, 公司全球首发硅光 TFLN 单波 400Gbps 差分调制芯片。核心性能指标优秀, 实测 3dB 电光带宽超 110GHz, 半波电压 V_{π} 约 3V; 采用差分驱动设计, 可与市面主流硅光 driver 芯片兼容。该芯片采用完全自主知识产权的 8 英寸晶圆级硅光异质集成工艺, 融合成熟 CMOS 硅光与 Die-to-Wafer 键合工艺, 实现自主可控、高可靠性与规模化量产能力。

图 51: 易缆微硅光异质集成薄膜铌酸锂单波 400Gbps 差分调制芯片



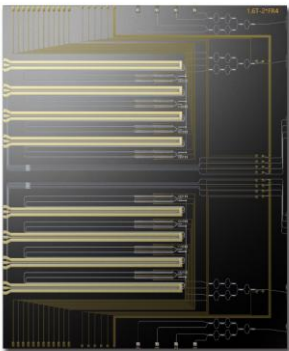
资料来源: 易缆微公司官网, 长江证券研究所

图 52: 易缆微硅光异质集成 MZM 1.6T-DR8 硅光子芯片



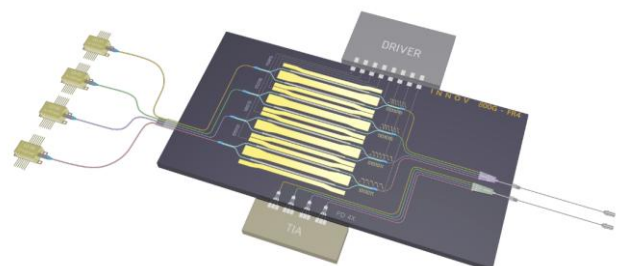
资料来源: 易缆微公司官网, 长江证券研究所

图 53: 易缆微 1.6T-2*FR4 硅光子芯片



资料来源: 易缆微公司官网, 长江证券研究所

图 54: 易缆微 800G-FR4 硅光子芯片



资料来源: 易缆微公司官网, 长江证券研究所

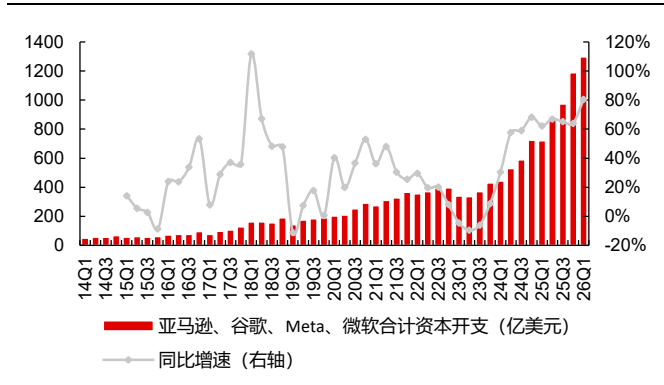
高速光连接：可插拔硅光渗透，Scale-up 光互连蓝海

海外 TOP4 云商资本开支持续高增

云商财报表述积极，算力链投资力度持续加大：1) 谷歌：26Q1 资本开支为 357 亿美元，同比+107%、环比+28%；2025 年全年资本开支约 914 亿美元。公司将 2026 年全年资本开支指引上调至 1800-1900 亿美元（此前为 1750-1850 亿美元），并预计 2027 年开支将较 2026 年进一步显著增加。2) 亚马逊：26Q1 资本开支为 442 亿美元，同比+77%、环比+12%；2025 年全年资本开支约 1318 亿美元，2026 年全年资本开支指引约为 2000 亿美元。3) 微软：FY26Q3 现金资本开支为 309 亿美元，同比+84%、环比+3%，含融资租赁资本开支合计约 319 亿美元；2025 年全年资本开支约 882 亿美元（含融资租赁），2026 年全年资本开支指引约为 1900 亿美元。4) Meta：26Q1 资本开支为 190 亿美元，同比+47%、环比-11%；2025 年全年资本开支约 697 亿美元，2026 年资本开支指引上调至 1250-1450 亿美元（此前为 1150-1350 亿美元）。

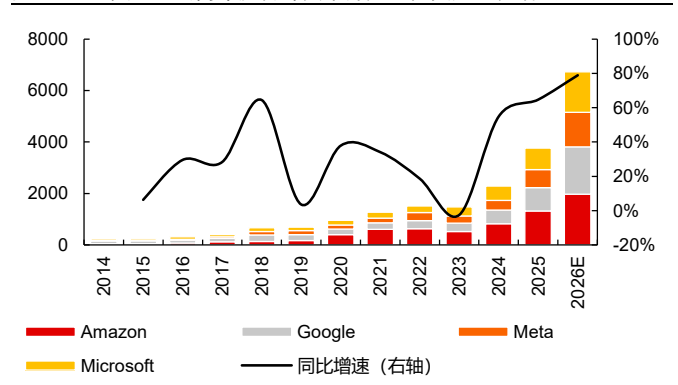
截至 2026 年 5 月 9 日，Bloomberg 一致预测海外 TOP4 云商 2026 年资本开支总和约 6726 亿美元，同比约+79%。

图 55：北美四大云商季度合计资本开支及增速



资料来源：Bloomberg，长江证券研究所

图 56：北美四大云商年度合计资本开支 (亿美元) 及增速



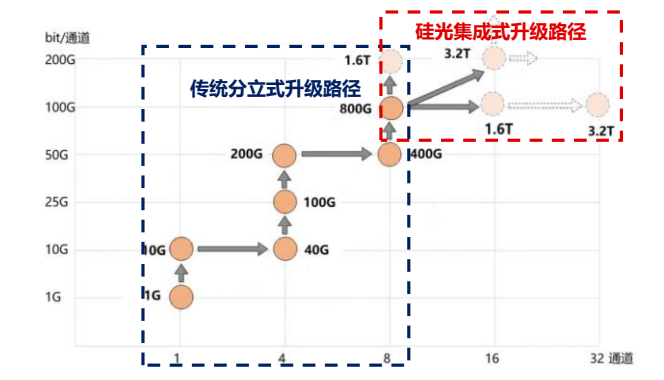
资料来源：Bloomberg，长江证券研究所

(2026 年数据取自 Bloomberg 一致预期，统计截至 2026 年 5 月 9 日)

可插拔硅光方案渗透

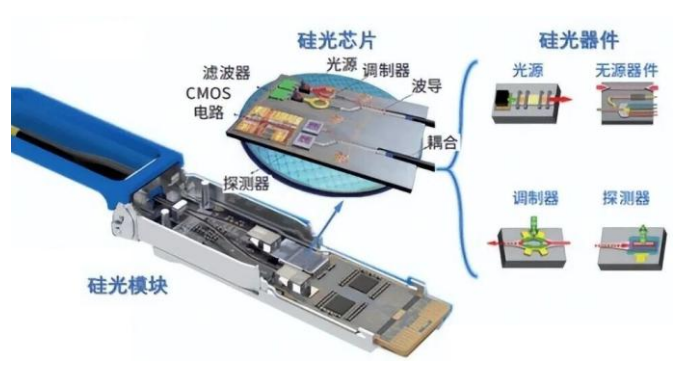
1.6T 代际之后，传统分立式方案已到了迭代瓶颈，未来升级路径需要依赖硅光集成方案。传统可插拔分立器件方案存在通道集成度限制，且单通道速率提升带来激光器芯片可靠性和稳定性下降。硅光集成方案通过半导体工艺将传统分立的光学器件（如调制器、探测器等）集成到硅光芯片上，具备高集成度、低成本、低功耗等优势。

图 57: 光模块/光引擎代际趋势



资料来源: 光通信女人, 长江证券研究所

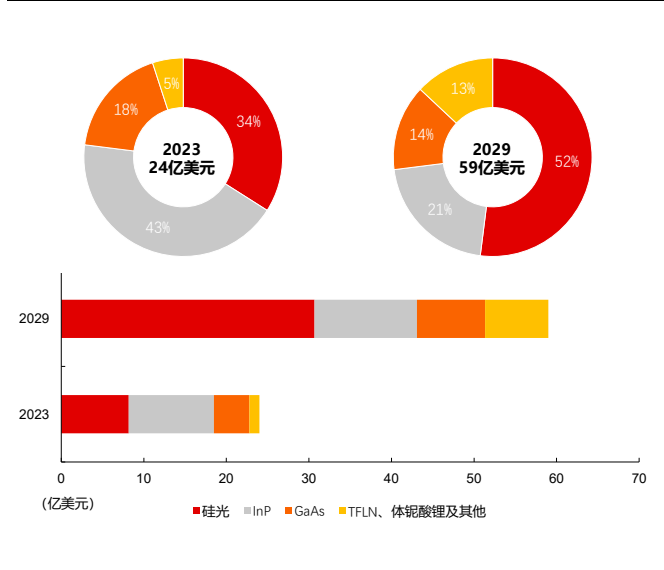
图 58: 硅光模块将光学器件集成在单一硅基芯片上



资料来源: fiber-mart, Intel, 长江证券研究所

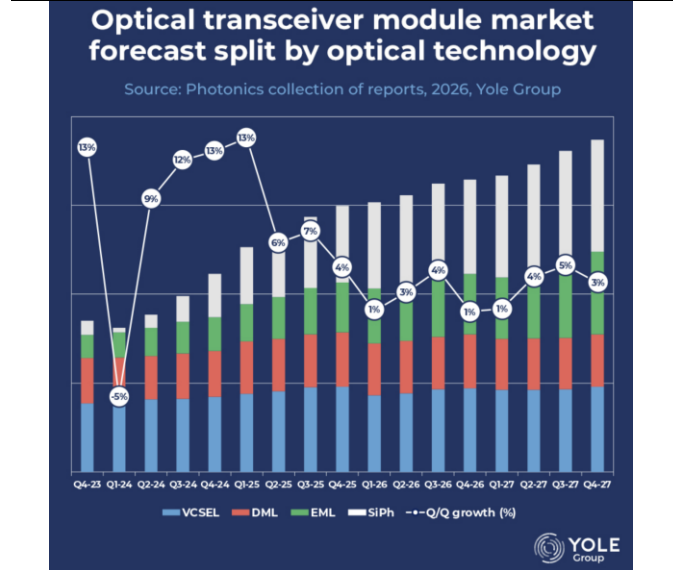
LightCounting 预计, 2026 年可插拔光模块中 SiPho 调制器方案销售额占比将超过 50% (2018 年/2024 年分别为 10%/33%); 2029 年, 可插拔光模块中 SiPho 调制器 PIC 销售额将超过 30 亿美元, 薄膜铌酸锂调制器 PIC 销售额将突破 7.5 亿元。

图 59: 2023-2029 年光模块中激光器及 PIC 芯片的销售额预测



资料来源: LightCounting, 长江证券研究所

图 60: 光模块市场规模及不同方案占比的预测

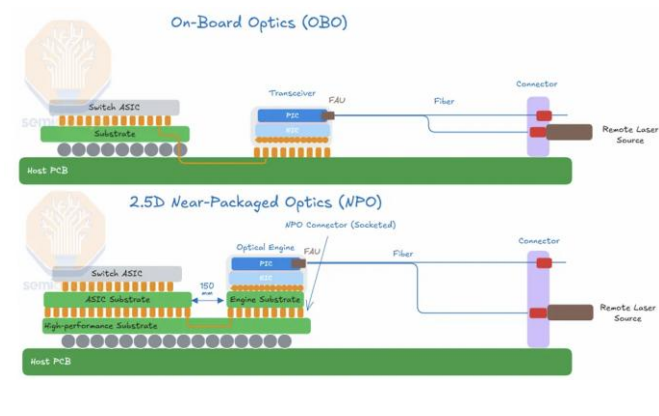


资料来源: Yole, 长江证券研究所

Scale-up 光互连蓝海

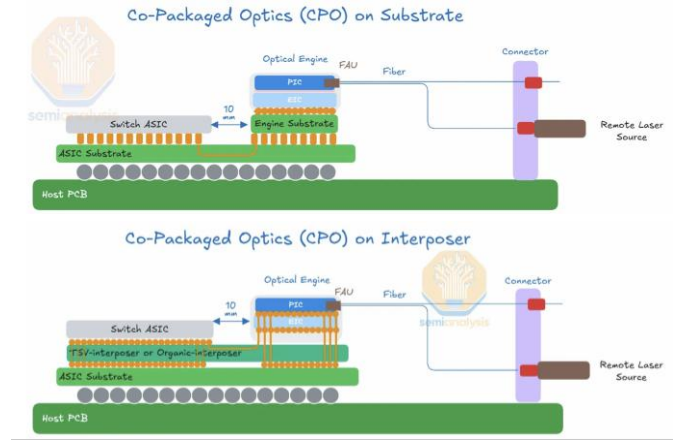
光互连向 Scale-up 场景渗透, 大幅增加光模块/光引擎配比, PIC 为高集成光引擎方案核心器件。Scale-up 扩容两大核心路径: 1) **Scale-up 超节点**: 加速集群化, 典型代表包括谷歌 Ironwood superpod, 带动 Scale-up 柜间光模块新增量; 阿里 UPN512 Scale-up 首次提出采用 NPO 形态部署。2) **Scale-up 高密度机柜**: 传统铜连接方案触及性能瓶颈, Rubin Ultra 等的柜内 Scale-up 方案加速探索 CPO/NPO/LPO 光互连。

图 61: OBO 及 NPO 方案示意图



资料来源: SemiAnalysis, 长江证券研究所

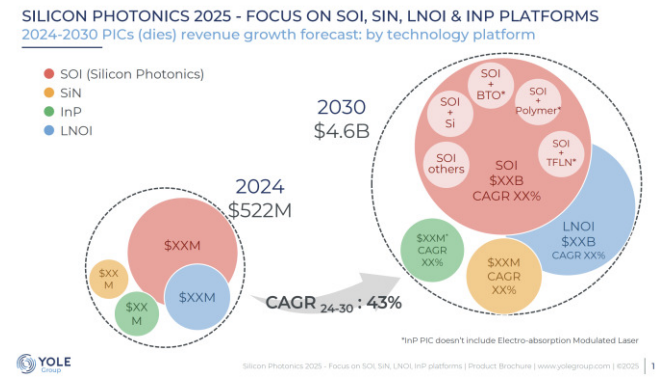
图 62: CPO 方案示意图



资料来源: SemiAnalysis, 长江证券研究所

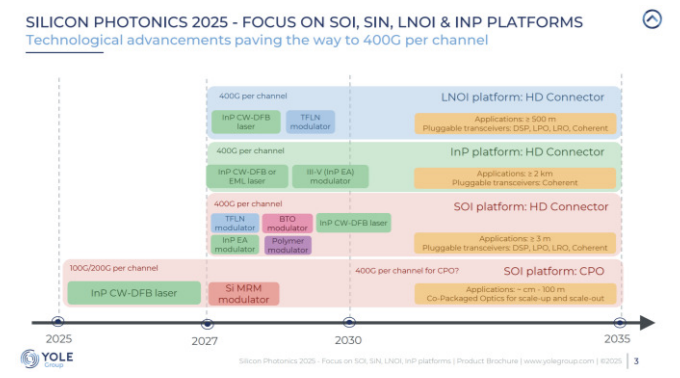
根据 Yole 预测, 2024 年全球 PIC 市场规模达 5.2 亿美元, 预计 2030 年将增长至 46 亿美元, 2024-2030 年 CAGR 高达 43%。

图 63: Yole 预测全球 PIC 市场规模 2030 年达 46 亿美元, 2024-2030 年 CAGR 高达 43%



资料来源: Yole, 长江证券研究所

图 64: 光通信迈向单通道 400G 时代的技术路径与应用场景



资料来源: Yole, 长江证券研究所

投资建议

公司当前核心资产主要包括南孚电池和易缆微, 同时关注象帝先等公司发展:

1) 南孚电池: 公司现阶段核心资产。2025 年公司通过入股及现金收购等方式提升南孚电池的持有权益比例(目前持股 46.02%)。南孚电池在碱性电池细分市场龙头地位稳固, 国内零售市占率约 85%+, 高 ROE 贡献稳定现金流, 中长期出海&品类扩张增量空间可观。2026-2027 年南孚电池业绩承诺扣非净利润不低于 9.50/9.82 亿元, 后续安孚科技拟继续提升南孚电池持股比例, 有望增厚基本盘;

2) 第二成长曲线: 公司积极寻求硬科技方向产业布局, 投资易缆微切入硅光芯片领域。易缆微推出的 1.6T/3.2T 光模块硅光芯片、异质集成薄膜铌酸锂硅光方案, 已获行业头部客户验证, 并实现批量送样。**长期看好产业协同释放红利。**公司控股股东为袁永刚夫妇(袁永刚同时是东山精密、蓝盾光电实控人), 东山精密此前已收购全球光通信龙头索

尔思光电（全球领先的光芯片+光模块厂商，有北美客户渠道），苏州易缆微主攻硅光芯片和薄膜铌酸锂技术，两者有望形成互补协同。长期看，双方有望形成光芯片至模块的产业链条闭环，释放协同红利。

盈利预测和估值：预计公司 2026-2028 年实现归母净利润 4.6/5.5/6.2 亿元，对应 PE 为 40/33/29X。

风险提示

- 1、下游需求增长不及预期：**若下游小家电、智能家居等行业增长不及预期，或影响公司经营表现。
- 2、原材料价格大幅波动：**锌锰电池原材料为锌粉、二氧化锰、钢壳等，若原材料价格大幅波动，或影响公司盈利能力。
- 3、核心资产股权增持不及预期：**若公司增持南孚电池、易缆微进展较慢，或影响公司长期发展规划。
- 4、盈利预测不及预期：**在对公司进行盈利预测及投资价值分析时，我们基于行业情况及公司公开信息做了一系列假设。预计公司 2026、2027、2028 年营收分别为 52.2、56.5、61.3 亿元，增速分别为+9.3%、+8.3%、+8.4%，归母净利润分别为 4.6、5.5、6.2 亿元，增速分别为+102.1%、+19.4%、+13.9%。

若上述假设不成立或者不及预期则我们的盈利预测及估值结果可能出现偏差，具体影响包括但不限于公司业绩不及我们的预期、估值结果偏高等。极端悲观假设下，若下游需求显著下降、原材料价格大幅波动、核心资产股权增持不及预期等，公司未来收入/业绩可能会受到影响。假设极端悲观情况下，2026、2027、2028 年收入分别降至 51.6、55.2、58.5 亿元，增速分别为+8.0%、+7.0%、+6.0%，毛利率分别降低至 49.0%、48.8%、48.5%，则对应测算归母净利润同比增速将分别降低至+93.4%、+12.0%、+10.0%。

表 2：公司收入和利润的敏感性分析（单位：亿元）

	基准情形				悲观情形			
	2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	47.7	52.2	56.5	61.3	47.7	51.6	55.2	58.5
—YoY	2.9%	9.3%	8.3%	8.4%	2.9%	8.0%	7.0%	6.0%
毛利率	49.4%	49.5%	49.4%	49.3%	49.4%	49.0%	48.8%	48.5%
归母净利润	2.3	4.6	5.5	6.2	2.3	4.4	4.9	5.4
—YoY	34.4%	102.1%	19.4%	13.9%	34.4%	93.4%	12.0%	10.0%

资料来源：Wind，长江证券研究所

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

看 好： 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数

中 性： 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平

看 淡： 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买 入： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%

增 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间

中 性： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间

减 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%

无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：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。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C / (100020)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务（例如：配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资）。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

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，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；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。本公司及作者在自身所知情形范围内，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。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。