

安孚科技 (603031.SH)

增持 (维持)

中游制造/电力设备及新能源
目标估值: 60.00 - 70.00 元
当前股价: 49.0 元

Q2 业绩符合预期, 南孚电池稳健发展

公司公告: 2022年上半年公司实现营收、归母、扣非净利润 15.88、0.4、0.32 亿元, 分别同比增长 87%、扭亏、扭亏。其中 Q2 实现营收、归母、扣非净利润 6.27 亿元、577 万元、-0.23 万元, 同比增长 70%、扭亏、略有增长。

- **业绩符合预期。** Q2 公司营收、毛利润、归母净利润分别环比下滑约 34%、30%、83%, 环比出现较大下滑主要系: 1、季节特点。南孚业务模式以经销模式为主, 经销商每年会在年初进行大规模的集中采购, 会导致 Q1 出货量明显偏高。2、由于原材料价格波动, 南孚在 Q2 执行新价格, 经销商在 Q1 提前备货。3、归母净利润环比下滑较多, 主要系 Q2 四费未有效摊销所致, 从毛利润环比降幅看, 符合预期。
- **收购南孚电池。** 公司已整合南孚电池部分股权, 通过三层控股架构持股, 穿透后公司已持有南孚电池 22.7% 股权。公司分别在 1 月、5 月两次收购亚锦科技 36% 股权+15% 表决权、15% 股权, 因此上半年上市公司的业绩组成: 【1 月】: 原安德利工贸百货、零售业务 (1 月份后已置出, 不再并表)。南孚 1 月份属于旺季, 由于股权转让时间原因, 营收、利润未并表, 估算南孚电池 1 月份营收、毛利润分别约 3 亿、1.7 亿元。【2 月-5 月】南孚电池 16% 股权并表收益。【6 月】南孚电池 22.7% 股权并表收益。南孚电池上半年实现营收、净利润分别为 19.19 亿元、4.4 亿元, 同比基本持平。根据与上市公司的利润对赌协议, 22-24 年, 亚锦科技净利润应分别不低于 6.16、6.57、6.98 亿元, 对应南孚电池净利润应不低于 7.5、8、8.5 亿元。上半年已完成约 58%, 预计完成全年目标难度不大。
- **南孚-国内碱性电池领导者。** 南孚电池是国内碱性一次电池 (5 号、7 号干电池) 的领导者, 国内零售市占率 7-8 成, 30 年销量第一, 品牌深入人心, 品牌影响力遥遥领先。南孚经营实体以 50% 多的毛利率和 18% 左右的净利率, 加上周转和高分红, 近几年保持着平均 38% 的 ROA 和 100% 多的 ROE, 报表质量极其优秀。
- **非碱性电池业务开始发力。** 南孚除去国内碱性电池业务之外, 其他业务也在快速发展, 尤其是管理层持股 49% 的上海鲸孚科技的非电池业务 (例如代理泰国红牛)。2022H1 上海鲸孚科技, 分别实现营收、净利润 1.91 亿元、2445 万元, 较去年全年, 增长 36%、34.8%, 增速较快, 且净利率稳定, 约 13%。另外, 上市公司持股 40% 的合乎能源是做储能业务, 未来也可能发力。
- **投资建议:** 公司收购南孚电池部分股权并实现并表, 目前公司主业就是南孚相关业务, 实现了向消费电池转型, 同时多项新业务也在快速发展。维持“强烈推荐”评级, 预计 2022、2023 年归母净利润 1.2、1.8 亿元 (尚未考虑未来继续收购南孚股权), 维持 60-70 元目标价。
- **风险提示:** 企业治理与股权结构风险, 新产品损失风险, 竞争与冒牌产品风险。

财务数据与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	1766	1677	3801	4729	5491
同比增长	-7%	-5%	127%	24%	16%
营业利润(百万元)	1	(53)	638	928	1046
同比增长	-94%	-3641%	-1313%	45%	13%
归母净利润(百万元)	(7)	(51)	119	179	202
同比增长	-143%	678%	-332%	51%	13%
每股收益(元)	-0.06	-0.46	1.06	1.60	1.81
PE	-832.6	-107.0	46.2	30.6	27.1
PB	8.9	9.8	7.8	6.5	5.5

资料来源: 公司数据、招商证券

基础数据

总股本 (万股)	11200
已上市流通股 (万股)	11200
总市值 (亿元)	55
流通市值 (亿元)	55
每股净资产 (MRQ)	4.8
ROE (TTM)	-1.0
资产负债率	55.8%
主要股东	福建南平大丰电器有限公司
主要股东持股比例	15.0%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	11	15	55
相对表现	15	26	72



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《安孚科技 (603031) 一收购南孚电池股权并实现并表, 转型小型消费电池》2022-08-18

游家训 S1090515050001

youjx@cmschina.com.cn

盈利预测

表 1: 南孚电池盈利预测

	百万元	2021 年	2022 年 E	2022 年上市公司营收 E	2023 年 E	2024 年 E
碱性电池	营业收入	3040.6	3341.8	3088.4	3709.4	4117.5
	YOY	7.6%	9.9%	1.6%	20.1%	11.0%
	营业成本	1433.5	1654.4	1537.5	1737.0	1928.1
	毛利率	53%	50%	50%	53%	53%
碳性电池	营业收入	301.5	322.6	259.3	342.0	357.1
	YOY	7.3%	7.0%	-14.0%	31.9%	4.4%
	营业成本	188.6	203.9	174.7	203.4	215.6
	毛利率	37%	37%	37%	41%	40%
其他电池	营业收入	151.4	231.2	231.2	343.9	515.9
	YOY	71.9%	52.7%	52.7%	48.8%	50.0%
	营业成本	80.1	170.0	170.0	243.4	365.1
	毛利率	47%	26%	26%	29%	29%
其他业务	营业收入	164.7	222.33	222.33	333.50	500.24
	YOY	-7.4%	35%	35%	50%	50%
	营业成本	118.0	137.85	137.85	206.77	310.15
	毛利率	28%	38%	38%	38%	38%
总收入	营业收入	3658.3	4118.01	3801.19	4728.87	5490.74
	YOY	8.4%	12.6%	3.9%	24.4%	16.1%
	营业成本	1820.2	2166.08	2019.92	2390.56	2818.92
	毛利率	50%	47%	47%	49%	49%

资料来源: 公司公告、招商证券 注: 南孚电池 2022 年 1 月尚未并表

风险提示

1、企业治理与股权结构风险

上市公司收购南孚部分股权并实现并表, 但目前上市公司实控人及一致行动人持股比例不到 30%, 比例不够高; 上市公司通过安孚能源持有亚锦科技进而间接持有南孚电池的股权约 22-23%, 未来在发展决策、投资方面可能会有分歧或者决策效率低的问题。

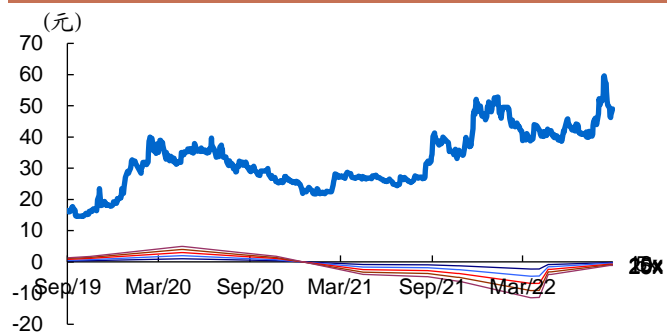
2、新产品损失风险

公司在碱性电池、碳性电池、纽扣电池等业务方面经历了竞争洗礼, 具有较强的竞争力; 但公司目前也在发展物联网电池、微型锂电池以及非电池等新品类业务, 在这些领域公司的竞争优势不清晰, 可能有不及预期甚至损失风险。

3、竞争与冒牌产品风险

公司在碱性电池零售市场市占率遥遥领先, 但不排除新进入者崛起并影响产业格局, 进而影响公司市占率、价格及盈利水平; 此外, 由于南孚品牌影响力强, 单价相对较高, 可能存在冒牌产品的风险。

图 1: 安孚科技历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 2: 安孚科技历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

参考报告:

深度报告: 收购南孚电池股权并实现并表, 转型小型消费电池, 20220818

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	520	1537	3997	5238	6628
现金	119	1128	2283	3325	4436
交易性投资	0	0	42	42	42
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	9	13	296	335	384
其它应收款	12	21	0	0	0
存货	335	339	334	360	415
其他	45	37	1041	1176	1350
非流动资产	1160	1596	2707	2652	2606
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	752	727	772	904	1026
无形资产商誉	109	105	1864	1677	1509
其他	299	764	72	71	70
资产总计	1680	3133	6705	7891	9233
流动负债	1058	1183	1713	1949	2123
短期借款	449	506	500	700	800
应付账款	412	382	382	412	475
预收账款	136	169	80	86	99
其他	61	126	751	751	750
长期负债	8	738	1317	1517	1817
长期借款	0	650	959	1159	1459
其他	8	88	358	358	358
负债合计	1066	1921	3030	3465	3940
股本	112	112	112	112	112
资本公积金	213	213	206	206	206
留存收益	288	237	353	496	645
少数股东权益	0	650	2967	3583	4296
归属于母公司所有者权益	613	562	708	842	997
负债及权益合计	1680	3133	6705	7891	9233

现金流量表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	78	47	117	682	792
净利润	(7)	(52)	540	791	891
折旧摊销	57	60	76	85	94
财务费用	16	21	50	40	40
投资收益	2	5	(18)	(18)	(18)
营运资金变动	12	15	(606)	(226)	(224)
其它	(2)	(3)	74	10	9
投资活动现金流	(31)	(407)	455	(182)	(182)
资本支出	(44)	(47)	(200)	(200)	(200)
其他投资	13	(360)	655	18	18
筹资活动现金流	(62)	1402	362	324	306
借款变动	(29)	1355	240	400	400
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	(7)	0	0
股利分配	(11)	(8)	(3)	(36)	(54)
其他	(23)	55	133	(40)	(40)
现金净增加额	(16)	1042	934	824	916

利润表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	1766	1677	3801	4729	5491
营业成本	1406	1298	2020	2391	2819
营业税金及附加	20	22	30	38	44
营业费用	264	301	760	946	1098
管理费用	54	76	167	189	220
研发费用	0	0	133	166	192
财务费用	22	25	50	40	40
资产减值损失	(5)	(7)	(20)	(50)	(50)
公允价值变动收益	0	0	(1)	(1)	(1)
其他收益	8	5	9	9	9
投资收益	(2)	(5)	10	10	10
营业利润	1	(53)	638	928	1046
营业外收入	1	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	2	(53)	639	928	1046
所得税	9	(1)	98	138	155
少数股东损益	0	(0)	421	611	689
归属于母公司净利润	(7)	(51)	119	179	202

主要财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
年成长率					
营业总收入	-7%	-5%	127%	24%	16%
营业利润	-94%	-3641%	-1313%	45%	13%
归母净利润	-143%	678%	-332%	51%	13%
获利能力					
毛利率	20.4%	22.6%	46.9%	49.4%	48.7%
净利率	-0.4%	-3.1%	3.1%	3.8%	3.7%
ROE	-1.1%	-8.7%	18.7%	23.2%	22.0%
ROIC	-3.0%	-1.5%	15.3%	14.4%	13.3%
偿债能力					
资产负债率	63.5%	61.3%	45.2%	43.9%	42.7%
净负债比率	26.8%	38.9%	21.8%	23.6%	24.5%
流动比率	0.5	1.3	2.3	2.7	3.1
速动比率	0.2	1.0	2.1	2.5	2.9
营运能力					
总资产周转率	1.0	0.7	0.8	0.6	0.6
存货周转率	4.0	3.9	6.0	6.9	7.3
应收账款周转率	217.0	153.0	24.6	15.0	15.3
应付账款周转率	3.1	3.3	5.3	6.0	6.4
每股资料(元)					
EPS	-0.06	-0.46	1.06	1.60	1.81
每股经营净现金	0.69	0.42	1.04	6.09	7.07
每股净资产	5.48	5.02	6.32	7.52	8.90
每股股利	0.07	0.03	0.32	0.48	0.54
估值比率					
PE	-832.6	-107.0	46.2	30.6	27.1
PB	8.9	9.8	7.8	6.5	5.5
EV/EBITDA	132.3	458.6	12.0	8.7	7.8

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

游家训：浙江大学硕士，曾就职于国家电网公司上海市电力公司、中银国际证券，2015 年加入招商证券，现为招商证券电气设备新能源行业首席分析师。

刘巍：德国斯图加特大学车辆工程硕士，曾就职于保时捷汽车、沙利文咨询公司，2020 年加入招商证券，覆盖新能源车汽车产业链、工控自动化。

赵旭：中国农业大学硕士，曾就职于川财证券，2019 年加入招商证券，覆盖风电、光伏产业。

张伟鑫：天津大学电气工程硕士，曾就职于国金证券，2021 年加入招商证券，覆盖新能源发电产业。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。