

家用电器

2025 年 02 月 14 日

万和电气 (002543)

——内外兼修，焕发新机

报告原因：调整投资评级

买入 (上调)

投资要点：

- **三十余载积淀，缔造行业先进企业。**万和电气成立于 1993 年 8 月，并于 2011 年正式登陆深交所上市。公司开创了中国的八大热水时代，多年来深耕热水、厨电等领域，发展成为国内热水器、厨房电器、热水系统专业制造先进企业。2024Q1-3，公司实现营业总收入 52.34 亿元，同比+18.61%，归母净利润 4.54 亿元，同比-18.83%，扣非后归母净利润 5.16 亿元，同比+4.71%，实际主业经营表现质量持续向好。
- **燃热经济性优势凸显，逐步替代电热。**根据奥维云网数据，受益于地产景气及“煤改气”“煤改电”等政策影响，15-18 年热水器主流品类市场规模由 533 亿元提升至 657 亿元，CAGR 达 7%；18 年后随着地产开始下行及 20 年疫情扰动市场规模有所下滑，后逐步恢复，整体规模趋稳，2024 年热水器市场规模达 532 亿元，22-24 年 CAGR 达 6%。从结构看，15 年燃气热水器台量仅占主流市场 36.4%，24 年燃热零售量占比加速提升至 42.7%，与电热差距持续收窄，而燃热均价高于电热，从额方面看 18 年燃热销额占比达 50.4%，反超电热，24 年进一步提升至 55.6%。我们通过经济性测算，测得在当前产品均价情况下，全生命周期的燃热和电热相比，使用 8 年燃热总成本更低，经济性优势凸显。
- **内外兼修，治理改善逻辑逐步兑现。**22 年赖育文先生正式接替董事长卢宇聪先生就任公司总裁一职，标志公司经营由家族企业向职业经理人正式转型；24 年 10 月发布员工持股计划，深度绑定赖总等在内的多为核心高管及骨干。向职业经理人转型背景下，**公司内外兼修：向内，公司明确产品驱动、效率增长的战略主轴**——热水方面，巩固既有优势，积极打造空气能作为第二增长引擎，厨电方面，完善产品矩阵，持续推进产品升级，市场份额稳步提升；注重全价值链运营效率提升，带动利润率持续改善。**向外，公司加速海外布局及业务模式转型**，积极投建泰国、埃及两大海外生产基地，将业务由早期的纯 OEM+ODM 模式向自主品牌运营升级，拉动海外业务毛利率持续提升，治理改善逻辑逐步兑现。
- **上调至“买入”评级。**考虑到公司整体烤炉等出口订单需求旺盛，带动整体厨房电器业务收入高增，我们上调此前对于公司的盈利预测，预计公司 24-26 年营业收入为 75.24/83.52/92.72 亿元，同比分别增长 23%/11%/11%；实现归母净利润 5.86/7.03/8.00 亿元（前值为 5.73/6.51/7.32 亿元），同比增长 3.1%/20.0%/13.8%，我们选取可老板电器、浙江美大及美的集团作为可比公司，25 年平均 PE 为 14.6X，而万和电气为 11.9X，相较可比公司平均 PE 仍有 22%上涨空间，由“增持”上调至“买入”评级。
- **风险提示：**原材料价格波动风险；汇率波动风险；国际化经营风险。

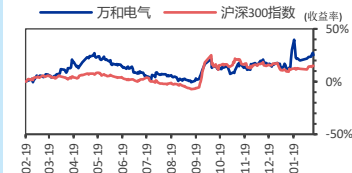
市场数据：2025 年 02 月 13 日

收盘价 (元) 11.34
一年内最高/最低 (元) 13.13/8.13
市净率 1.8
股息率 (分红/股价) 5.29
流通 A 股市值 (百万元) 7,503
上证指数/深证成指 3,332.48/10,626.62
注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2024 年 09 月 30 日

每股净资产 (元) 6.32
资产负债率% 43.97
总股本/流通 A 股 (百万) 744/662
流通 B 股/H 股 (百万) -/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

证券分析师

刘正 A0230518100001
liuzheng@swsresearch.com
刘嘉玲 A0230522120003
liujl@swsresearch.com

联系人

刘嘉玲
(8621)23297818×
liujl@swsresearch.com

财务数据及盈利预测

	2023	2024Q1-3	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	6,104	5,234	7,524	8,352	9,272
同比增长率 (%)	-7.9	18.6	23.3	11.0	11.0
归母净利润 (百万元)	568	454	586	703	800
同比增长率 (%)	3.3	-18.8	3.1	20.0	13.8
每股收益 (元/股)	0.76	0.61	0.79	0.95	1.08
毛利率 (%)	31.6	32.8	32.5	33.0	33.4
ROE (%)	12.5	9.7	12.1	13.4	14.1
市盈率	15		14	12	11

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE



申万宏源研究微信服务号

投资案件

投资评级与估值

上调至“买入”评级。考虑到公司整体烤炉等出口订单需求旺盛，带动整体厨房电器业务收入高增，我们上调此前对于公司的盈利预测，预计 24-26 年营业收入为 75.24/83.52/92.72 亿元，同比分别增长 23%/11%/11%；实现归母净利润 5.86/7.03/8.00 亿元（前值为 5.73/6.51/7.32 亿元），同比增长 3.1%/20.0%/13.8%，我们选取可老板电器、浙江美大及美的集团作为可比公司，25 年平均 PE 为 14.6X，而万和电气为 11.9X，相较可比公司平均 PE 仍有 22% 上涨空间，由“增持”上调至“买入”评级。

关键假设点

生活热水：公司近年来致力于产品结构升级，22-23 年均价持续提升，随着新品持续研发、中高端品类 SKU 增加，我们预计公司 2024-2026 年生活热水价格增长率分别为 5%、5% 和 5%；销量方面，25 年有望持续受益于以旧换新政策，我们预计 2024-2026 年销量增长率分别为 5%、5% 和 5%，对应整体收入增速为 10%、10% 和 10%；随着产品结构持续升级，公司生活热水业务毛利率有望持续提升，我们预计公司 2024-2026 年毛利率分别为 40.5%、41.0% 和 41.5%。

厨房电器：厨房电器业务中出口的烤炉及烟熏脱水占比较高，24 年受益海外旺盛需求，收入高增，而公司泰国工厂已经投产，主要用于承接出口至美国的销售订单，有望缓解关税压力；同时，公司持续发力国内厨电业务，在升级传统烟灶品类同时，持续储备洗碗机等新兴厨电品类，完善产品线，整体零售端份额提升显著。我们预计公司 2024-2026 年厨房电器价格增长率分别为 3%、2% 和 2%，销量增长率分别为 40%、10% 和 10%，对应整体收入增速为 38%、12% 和 12%；随着海外工厂承接国内现有出口订单，国内厨电新品不断推出，毛利率有望保持平稳提升，我们预计公司 2024-2026 年毛利率分别为 24.0%、24.5% 和 25.0%。

有别于大众的认识

市场认为热水器属于成熟家电品类，增量有限，我们认为热水器市场中 A.O.史密斯、林内、能率等外资品牌仍占据一定份额，热水器品类尚未完全实现国产品牌替代，因而存在较大替代空间；同时，根据国家统计局数据，热水器在农村市场尚未饱和，仍有保有量提升空间。

股价表现的催化剂

热水器、厨电等主营业务产品份额持续提升；海外工厂投产后，客户开拓及订单销售超预期。

核心假设风险

原材料价格波动风险；汇率波动风险；国际化经营风险

目录

1. 技术起家，职业经理人转型焕发活力.....	6
1.1 收入规模稳步增长，盈利水平企稳回升	6
1.2 家族企业积极向职业经理人模式转型.....	8
2. 燃热经济性优势凸显，逐步替代电热.....	10
2.1 电燃热为市场主流，燃热占比持续提升	10
2.2 燃热高效低耗，市场空间广阔	12
3. 治理改善逻辑逐步兑现，海外业务成长可期	15
3.1 向内：产品驱动，效率增长.....	15
3.2 向外：海外布局推进，业务模式加速转型	18
4. 盈利预测与估值.....	20
4.1 盈利预测	20
4.2 相对估值	21
5. 风险提示	22

图表目录

图 1：公司发展历程.....	6
图 2：公司收入规模稳步增长（百万元/%）	7
图 3：公司实际业绩表现向好（百万元/%）	7
图 4：生活热水和厨房电器收入占比超 9 成.....	7
图 5：21 年以来两大主营业务毛利率水平稳步回升	7
图 6：国内收入占比基本保持在 60%左右	8
图 7：24H1 海内外业务毛利率均恢复至 15 年以来较高水平	8
图 8：公司股权结构（截至 24Q3）	9
图 9：热水器细分品类多样	10
图 10：2015 年以来热水器市场规模历经波动（亿元/%）	11
图 11：燃气热水器相较电热更具零售韧性（万台/%）	11
图 12：燃气热水器占比显著提升（%）	11
图 13：农村热水器保有量仍有提升空间（台）.....	14
图 14：城市用气人口持续增长，天然气贡献主要增量（万人/%）	15
图 15：城市用气人口占比持续提升（%）	15
图 16：聪米小家电系列产品	16
图 17：聪米 21 年后收入规模持续收缩，尚未扭亏（万元/%）	16
图 18：公司热水、厨电主业产品线持续拓展	16
图 19：2023 年公司连续 20 年荣列同类产品市场综合占有率第一位.....	16
图 20：2024 年万和厨电线下均价涨幅领先（元/%）	17
图 21：公司存货周转率显著提升（次）.....	18
图 22：公司扣非后净利率近年来持续赶超同行（%）	18
图 23：万和海外业务发展历程：从贴牌到自主品牌再到建设海外生产基地	18
图 24：万和俄罗斯分公司正式挂牌.....	19
图 25：外销毛利率近年来显著提升（%）	19
表 1：2024 年公司推出员工持股计划，旨在激励职业经理人团队	9
表 2：热水器各品类优缺点一览表	10
表：燃热用天然气经济性测算（以上海地区为例）	

表 4: 电热用电经济性测算 (以上海地区为例)	13
表 5: 热水器长期成本计算 (以上海地区为例)	14
表 6: 2024 年万和烟灶双线销额市占率提升显著 (%)	17
表 7: 公司收入拆分 (百万元/%)	20
表 8: 可比公司相对估值 (截至 2025/2/13)	22
表 9: 利润表 (百万元)	23
表 10: 资产负债表 (百万元)	24
表 11: 现金流量表 (百万元)	25

1. 技术起家，职业经理人转型焕发活力

三十余载积淀，缔造行业先进企业。万和电气成立于1993年8月，并于2011年正式登陆深交所上市。自1992年发明中国第一台超薄型水控式全自动燃气热水器以来，公司保持持续创新，并陆续推出了包括微电脑控制的强排式燃气热水器、遥控式燃气热水器、全预混燃气热水器及零冷凝水排放的一级能效燃气热水器等在内的多款国内首台燃热产品，开创了中国的八大热水时代；此外，公司深耕厨电领域，拥有烟灶消、蒸烤箱、洗碗机、集成灶及集成烹饪中心等完整产品线，发展成为国内热水器、厨房电器、热水系统专业制造先进企业。

图 1：公司发展历程



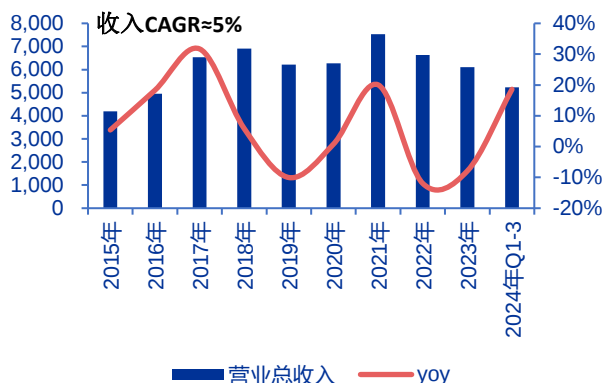
资料来源：公司官网，公司公告，申万宏源研究

1.1 收入规模稳步增长，盈利水平企稳回升

收入规模稳步增长。公司营业总收入由2015年的41.92亿元增长至2023年的61.04亿元，CAGR达4.8%，整体增长保持稳健；其中，受益于“煤改气”、“煤改电”相关政策及地产蓬勃发展，2016年-2018年公司收入高速增长，2021年公司收入达到峰值75.27亿元，主要系疫情期间海外客户订单激增所致。

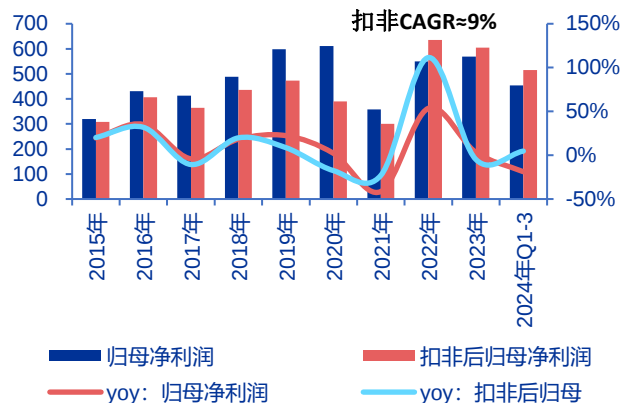
业绩方面，2015年-2023年公司归母净利润由3.19亿元提升至5.68亿元，扣非后归母净利润由3.08亿元提升至6.05亿元。2017年后两者绝对值差有所扩大，主要系投资的前海母基金公允价值变动损益波动较大等因素影响。而我们将公司扣非后归母净利润增速表现与收入及归母净利润对比，发现15-23年、18-23年（近5年）、20-23年（近3年）扣非后归母净利润CAGR分别为8.8%、4.2%、5.6%，均显著跑赢收入及归母净利润表现，**反映公司实际主业经营表现质量持续向好。**2024Q1-3，公司实现营业总收入52.34亿元，同比+18.61%，实现归母净利润4.54亿元，同比-18.83%，实现扣非后归母净利润5.16亿元，同比+4.71%。

图 2：公司收入规模稳步增长（百万元/%）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 3：公司实际业绩表现向好（百万元/%）

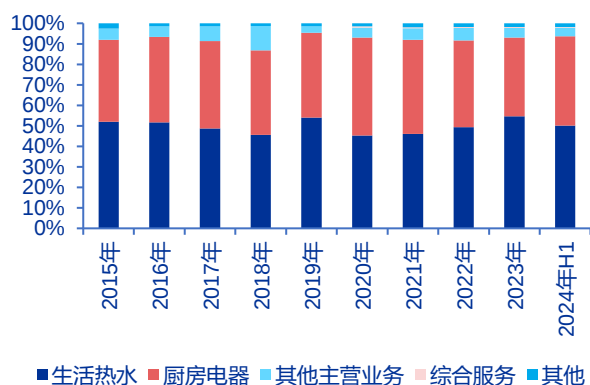


资料来源：公司公告，申万宏源研究

公司两大主营业务为生活热水和厨房电器，收入占比超 9 成。分业务看，生活热水为公司起家业务，23 年实现营收 33.32 亿元，同比+2.01%，在整体收入中占比达 54.6%，占据公司半壁江山；厨房电器业务 23 年实现营收 23.47 亿元，同比-16.39%，占公司收入整体营收的 38.5%，两大业务合计贡献公司超 90% 营收。截至 24H1，公司生活热水/厨房电器业务分别实现收入 19.10 亿元/16.59 亿元，同比+9.76%/+46.42%，收入占比分别达 50.1%和 43.5%。

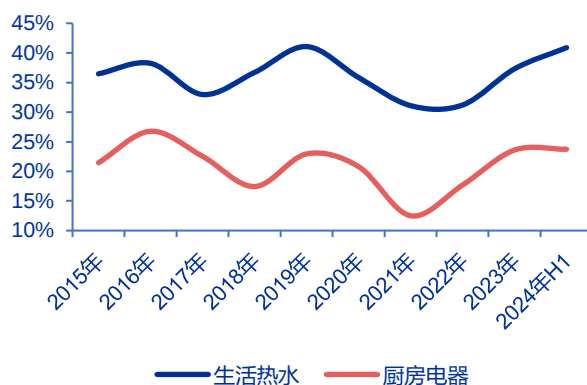
盈利能力方面，热水业务以自主品牌为主，整体利润率较高，23 年生活热水业务毛利率为 37.3%，同比+6.1pcts，24H1 进一步提升至 40.9%；**厨房电器业务** OEM、ODM 等模式产品占比较高，故盈利水平弱于热水业务，23 年厨房电器业务毛利率为 23.6%，同比+5.9pcts，24H1 毛利率提升至 23.7%

图 4：生活热水和厨房电器收入占比超 9 成



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 5：21 年以来两大主营业务毛利率水平稳步回升

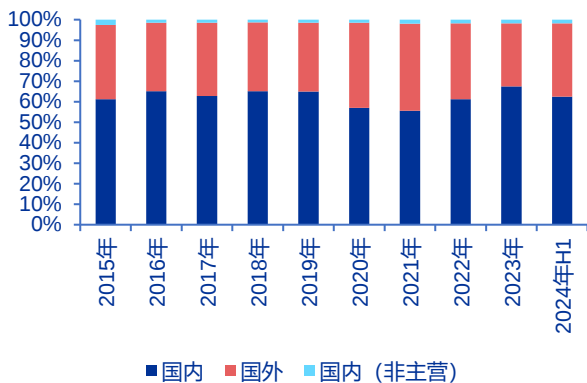


资料来源：公司公告，申万宏源研究

内销占比约 6 成, 内外销盈利能力企稳回升。公司近年来内销收入占比基本保持在 60% 上下, 23 年公司内销实现收入 41.13 亿元, 占比达 67%; 外销实现收入 18.83 亿元, 占比超 30%。24H1 公司内销实现营收 23.79 亿元, 同比+11.74%, 占比为 62%, 外销收入同比+53.28%至 13.66 亿元, 占比接近 40%。

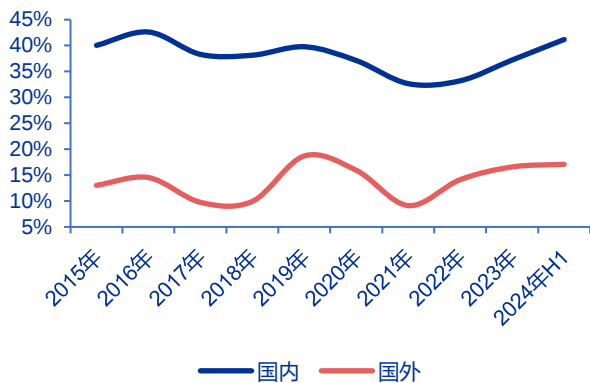
盈利能力方面,公司内销以自主品牌为主, 仅有少量 OEM 业务, 外销产品主要为 OEM+ODM, 少量为自主品牌产品出海, 故从产品结构上看来, 内销业务盈利能力好于外销表现。2021 年受原材料价格波动等因素影响, 公司内/外销毛利率分别为 32.7%/9.1%, 均下滑至 2015 年以来的最低水平; 23 年内/外销毛利率分别达 37.2%/16.6%, 24H1 分别提升至 41.2%/17.1%, 内外销毛利率均企稳回升。

图 6: 国内收入占比基本保持在 60%左右



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 7: 24H1 海内外业务毛利率均恢复至 15 年以来较高水平

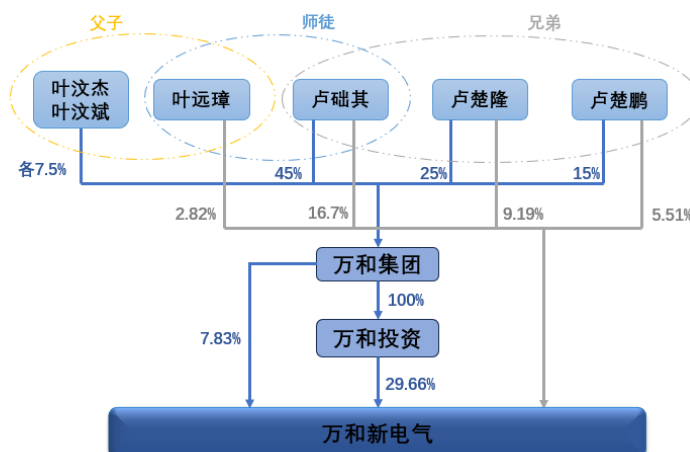


资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

1.2 家族企业积极向职业经理人模式转型

公司实控人为卢础其、卢楚隆、卢楚鹏兄弟三人, 合计持有公司股份持股超 60%。截至 24Q3, 公司实际控制人为卢础其、卢楚隆和卢楚鹏三人。从股权结构看, 卢础其合计持有万和电气股份 33.57%, 其中直接持有公司股份 16.7%, 通过万和集团间接持有公司股份 16.87%; 卢楚隆合计持有公司股份 18.56%, 其中直接持有公司股份 9.19%, 通过万和集团间接持有公司股份 9.37%; 卢楚鹏合计持有公司股份 11.13%, 其中直接持有公司股份 5.51%, 通过万和集团间接持有公司股份 5.62%, 三人合计持有公司股份超 60%。叶远璋持有公司股份 2.82%, 其儿子叶汶杰、叶汶斌于 2023 年受让其当时所持有的广东万和集团有限公司 15% 的股权, 两人各 7.5%。

图 8：公司股权结构（截至 24Q3）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

15 年：二代逐步过渡接班——爱徒叶远璋受命执掌管万和电气，长子卢宇聪接任公司总裁。2015 年 12 月，公司董事会换届，万和电气创始人卢础其先生宣布不再担任公司董事长，由徒弟叶远璋担任董事长掌管万和电气；同时，长子卢宇聪进入董事会并接任公司总裁一职。此外，卢础其女婿杨颂文已在公司任职副总裁，卢楚鹏之子卢宇凡升任副总裁兼董秘，标志着万和电气的一代创业者逐步退居幕后，二代开始走向前台。

22 年：家族企业过渡至职业经理人管理模式——坚定职业经理人转型战略，员工持股计划绑定核心高管。2022 年 11 月，赖育文先生正式接替董事长卢宇聪先生就任公司总裁一职，标志公司经营由家族企业向职业经理人正式转型。赖育文总裁自 2000 年起一直就职于美的集团，配件车间技术员出身，后历任厨房电器事业部副总经理兼厨具公司总经理、家用空调事业部制造副总经理、环境电器事业部总经理、集团产品与供应链总监等职务，拥有丰富的制造、供应链与多事业部管理经验。2024 年 10 月 8 日，公司发布 2024 年员工持股计划（草案），旨在激励职业经理人团队等核心骨干，其中公司总裁赖育文、财务总监谢瑜华及监事、供应链中心总监王如成等在内的监事、高级管理人员 3 人，合计认购份额不超过 7,438,650 份，占本次员工持股计划比例为 29.59%。核心高管的引入有望使公司打破传统家族企业经营，加速向职业经理人道路转变，为公司焕发新活力。

表 1：2024 年公司推出员工持股计划，旨在激励职业经理人团队

序号	持有人姓名	任职情况	拟认购份额上限（份）	占本次员工持股计划总份额的比例	持有份额对应公司股份数量（万股）	持有份额对应的股份占公司总股本比例
1	赖育文	总裁	5,892,000	23.44%	120.00	0.16%
2	谢瑜华	财务总监	1,031,100	4.10%	21.00	0.03%
3	王如成	监事、供应链中心总监	515,550	2.05%	10.50	0.01%
	小计		7,438,650	29.59%	151.50	0.20%
4			17,700,550	70.41%	360.50	0.48%
	合计（共计 31 人）		25,139,200	100.00%	512.00	0.69%

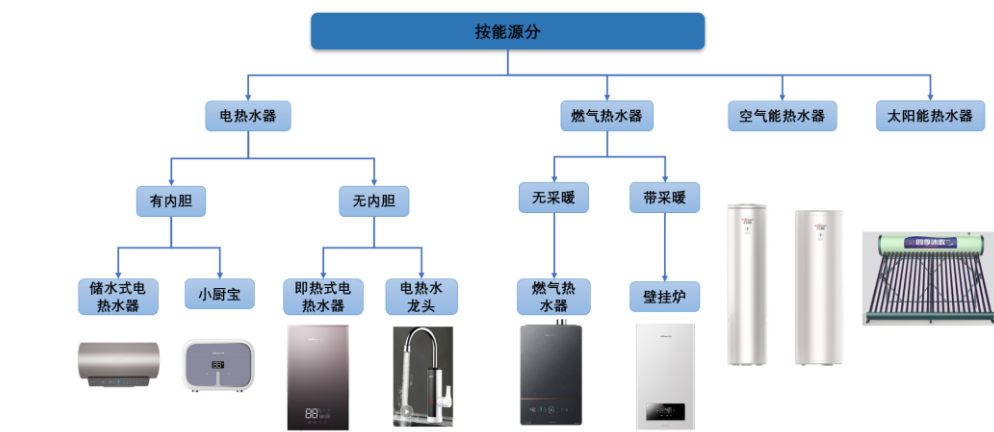
资料来源：公司公告，申万宏源研究

2. 燃热经济性优势凸显，逐步替代电热

2.1 电燃热为市场主流，燃热占比持续提升

燃热和电热为当下热水器市场主流品类。热水器与居民生活息息相关，经过多年的发展变迁与技术革新，涌现了包括太阳能热水器、即热式电热、储水式电热、燃气热水器、壁挂炉、空气能热水器等多种品类。太阳能热水器自 2008 年家电下乡以来，提前透支了农村市场的消费能力，用户复装率低、阴天不易高效加热等问题日渐突出，整体规模下滑，逐步退出热水器市场；而空气能热泵热水器具备节能高效及环保的特点，但由于成本高体积大，在国内的普及目前仍处于较初步阶段。目前，电热水器和燃气热水器是国内热水器市场的主流。

图 9：热水器细分品类多样



资料来源：奥维云网，申万宏源研究

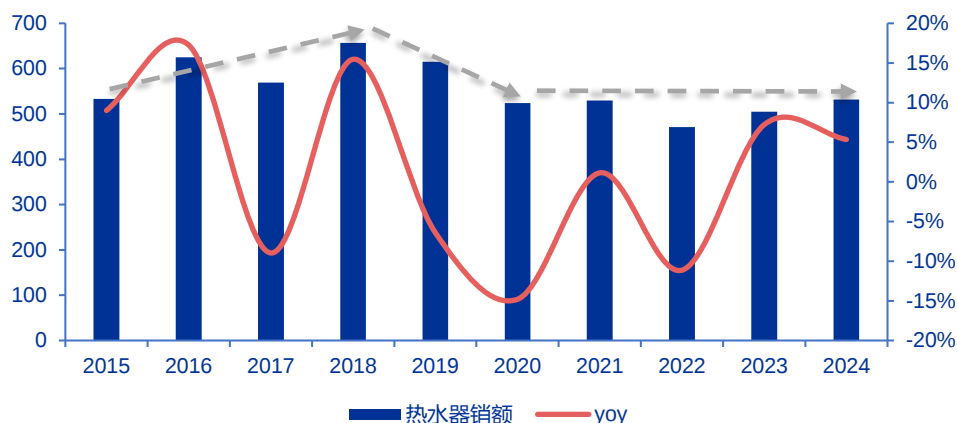
表 2：热水器各品类优缺点一览表

类型	优点	缺点
燃气热水器	加热迅速，体积小，购买安装成本低	燃气管道安装复杂
电热水器	干净卫生，普适性强，价格较低，安全	能耗高，需要提前加热，体积大，水温不稳定，需要除垢，储水容量限制
太阳能热水器	节能环保	寿命短，维修成本高，安装难度高，安装条件苛刻，冬天制热能力差
空气能热水器	节能环保，温度恒定，水量大，寿命长	成本高，体积大，安装环境要求高

资料来源：奥维云网，申万宏源研究

2015 年以来，热水器市场历经波动。根据奥维云网数据，2015-2018 年热水器主流品类市场规模由 533 亿元提升至 657 亿元，CAGR 达 7%，受益于地产景气及“煤改气”“煤改电”等政策影响，电热和燃热市场规模快速提升。2018 年后随着地产开始下行，行业规模缩减至 2020 年的 524 亿元；2020 年后受疫情扰动市场规模有所下滑，后逐步恢复，整体规模趋稳，2024 年热水器市场规模达 532 亿元，22-24 年 CAGR 达 6%。

图 10：2015 年以来热水器市场规模历经波动（亿元/%）

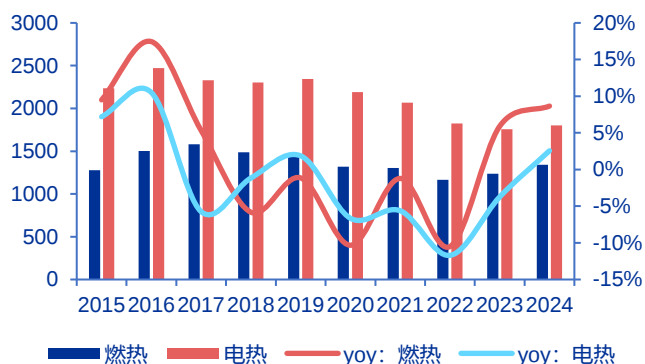


资料来源：奥维云网，申万宏源研究

零售端燃热相较于电热更具韧性。根据奥维云网数据，2024 年燃热实现零售量 1343 万台，同比+8.7%，电热实现零售量 1802 万台，同比+2.6%，燃热/电热 CAGR 分别为+1%/-2%，其中 15-18 年行业快速增长时期，燃热 CAGR 达 5%，显著优于电热的 1%；20-24 年燃热零售量 CAGR 为 0.4%，电热为-4.8%，燃热品类韧性凸显。

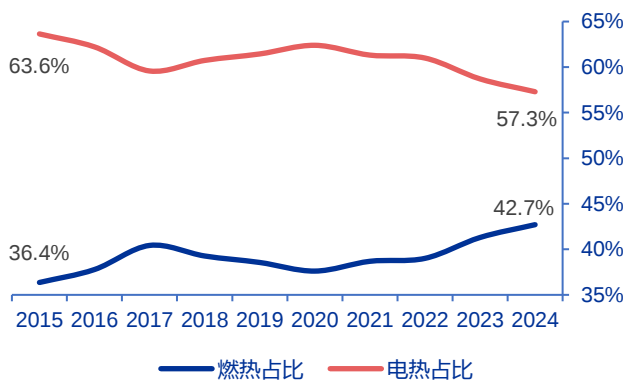
燃热占比快速提升，销额占比已超电热。从零售量方面看，根据奥维云网数据，2015 年燃气热水器零售台量仅占整体主流市场的 36.4%，2024 年燃热零售量占比加速提升至 42.7%，与电热台量差距持续收窄。而燃热整体均价高于电热品类，从零售额方面看，2015 年燃热品类占比为 45.8%，略低于电热，2018 年实现反超，燃热销额占比达 50.4%，2024 年进一步提升至 55.6%。

图 11：燃气热水器相较电热更具零售韧性（万台/%）



资料来源：奥维云网，申万宏源研究

图 12：燃气热水器占比显著提升（%）



资料来源：奥维云网，申万宏源研究

2.2 燃热高效低耗，市场空间广阔

燃气热水器根据所使用的燃料不同，可分为天然气、人造煤气和液化石油气等多种品类，目前占据主流地位的是天然气。**燃热所使用的天然气与电热水器使用的电能相比，首先存在高效率、低能耗这一优势。**

我们以三口之家作为样本，对洗澡为主的日常生活进行经济性测算。我们假设洗澡需将从 20°C 室温水加热至 60°C 作为生活热水，三口之家共计 120L，分别计算燃气热水器用天然气和电热水器用电的经济成本。

燃气热水器用天然气成本测算如下：

- 1) 计算加热水所需要的热量：**水的比热容为 $4.2 \times 10^3 \text{J}/(\text{kg}^\circ\text{C})$ ；120L 水的质量即为 120KG；加热温度为从 20°C 到 60°C；加热耗能(单位：MJ)为 $4.2 \times 10^3 \times 120 \times 40 / 10^6 = 20.16 \text{MJ}$ ；
- 2) 确定天然气的华白数和热效率值 η ：**华白数是表示热负荷的参数，又称发热指数，即燃烧单位体积天然气所释放的热量，我们以最常用的 12T 天然气华白数 53.5MJ/m³进行计算；根据国家标准 GB 20665-2015《家用燃气快速热水器和燃气采暖热水炉能效限定值及能效等级》，燃气热水器分为 3 个能效等级，每个能效等级存在 η_1 和 η_2 两个热效率值，我们取两者平均数作为平均热效率值进行计算，即 1、2、3 级能效热水器对应的热效率值 η 分别为 96%、87%、84%；
- 3) 测算天然气使用成本：**以上海市为例，分别按照上海市居民管道天然气阶梯价格表进行计算得到结果：同等场景下，1 级能效的燃气热水器在第一档居民年用气量水平下，天然气使用成本最低，为 1.18 元/天，3 级能效的燃气热水器在第三档居民年用气量水平下，天然气使用成本最高，为 1.88 元/天。

表 3：燃热用天然气经济性测算（以上海地区为例）

每户年用气量(m³)	上海市居民管道天然气阶梯单价(元/m³)	三口之家每日加热热水升数(L)	所需温度(°C)	加热耗能(MJ)	12T 天然气华白数(MJ/m³)	天然气热效率值η	天然气使用成本 (元)
1 级能效热水器							
第一档：0-310m³	3	120	60	20.16	53.5	96%	1.18
第二档：310-520m³	3.3						1.30
第三档：520m³以上	4.2						1.65
2 级能效热水器							
第一档：0-310m³	3	120	60	20.16	53.5	87%	1.30
第二档：310-520m³	3.3						1.43
第三档：520m³以上	4.2						1.82

3 级能效热水器							
第一档: 0-310m ³	3						1.35
第二档: 310-520m ³	3.3	120	60	20.16	53.5	84%	1.48
第三档: 520m ³ 以上	4.2						1.88

资料来源：上海市市民价格信息指南，《家用燃气快速热水器和燃气采暖热水炉能效限定值及能效等级》，申万宏源研究

电热水器用电成本测算如下：

- 1) 计算加热水所需要的热量：**同上述燃气热水器计算过程，将 120L 水从 20℃ 加热至 60℃，加热耗能为 20.16MJ；
- 2) 确定热水输出率和电热效率值 η ：**1 级能效电热水器输出率在 70%以上，我们保守估计热水输出率为 80%；电热效率值较高在 85%以上，我们保守估计电热效率值 η 为 95%；
- 3) 测算电力使用成本：**以上海市为例，分别按照上海市居民用户电价表进行计算得到结果：1 级能效的电热水器在第一档居民年用电量水平下，峰时段用电成本为 4.55 元/天，谷时段用电成本约为 2.26 元/天，均高于上述我们测算的燃热的天然气使用成本。

表 4：电热用电经济性测算（以上海地区为例）

每户年用电量 (KW·h)	电价(元/KW·h)		三口之家 日加热热水 升数(L)	所需温 度(℃)	热水输 出率	加热耗 能(MJ)	电热值 (MJ/KW·h)	电热效 率值 η	电使用成本 (元/天)	
	峰时段	谷时段							峰时 段	谷时 段
第一档: 0-3120	0.617	0.307							4.55	2.26
第二档: 3120-4800	0.677	0.337	120	60	80%	25.2	3.6	95%	4.99	2.48
第三档: 4800 以 上	0.977	0.487							7.20	3.59

资料来源：上海市市民价格信息指南，申万宏源研究

热水器长期使用成本测算：

- 1) 购置成本：**我们分别采用奥维云网 2024 年燃热、电热的零售额/零售量作为两者均价并假定为购置成本，燃气热水器为 2204 元，电热水器为 1310 元。
- 2) 能源均价：**对于燃气热水器的使用成本，我们选取 2 级能效的燃热在第二档居民年用气量水平下的使用成本 1.43 元/天；对于电热水器的使用成本，我们选取 1 级能效的电热在第二档居民年用电量水平下，峰时段和谷时段费用的平均成本 3.74 元/天。

3) 产品全生命周期下使用成本：假设热水器使用年限为 8 年，三口之家每年洗浴天数为 200 天，计算出每年不同热水器的用气/用电成本。按照 3% 折现率将每年的使用成本贴现，计算出**燃热、电热 8 年的使用总成本贴现现值分别为 2008 元、5251 元**。考虑初次购置成本，使用**燃热的总成本为 4212 元，相较于电热的 6561 元仍有明显的经济优势；且热水使用量越大、热水器使用年限越久，燃热的成本优势越明显。**

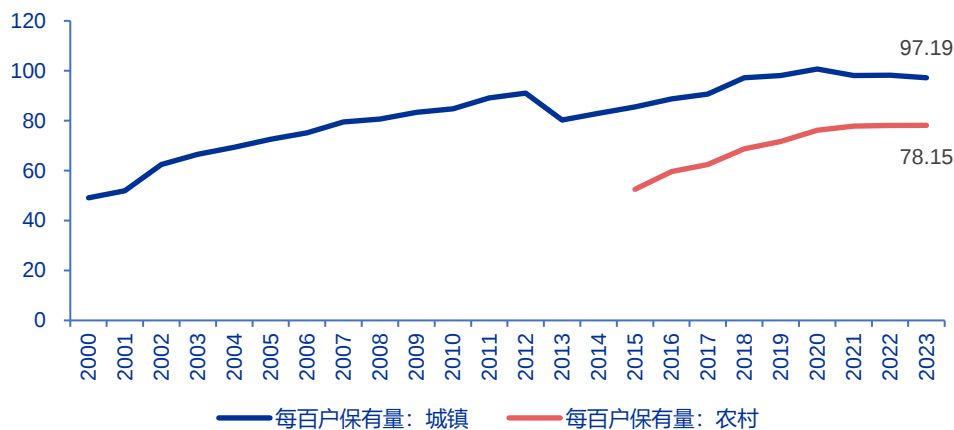
表 5：热水器长期成本计算（以上海地区为例）

	初始投资购置成本（元）	每日使用成本（元）	每年洗浴天数（天）	年使用成本（元）	折现利率	8 年热水器的使用总成本贴现现值（元）	总成本（元）
燃气热水器	2204	1.43	200	286	3%	2008	4212
电热水器	1310	3.74	200	748	3%	5251	6561

资料来源：奥维云网，申万宏源研究

城镇居民热水器保有量接近饱和，农村市场仍有较大提升空间。从保有量角度看，根据国家统计局数据，2024 年城镇居民热水器每百户保有量为 97.19 台，基本接近饱和水平，而农村家庭热水器每百户保有量仅为 78.15 台，仅相当于城镇家庭 2006-2007 年的保有量水平，相较之下农村市场仍有较大提升空间。

图 13：农村热水器保有量仍有提升空间（台）

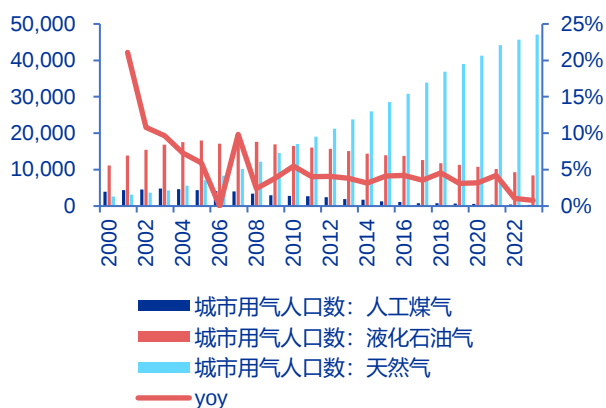


资料来源：Wind，国家统计局，申万宏源研究

城市用气人数持续提升，贡献燃热使用基础。随着居民生活水平日益提升，用气人口数也持续增长。根据住建部统计数据，2000 年我国城镇使用人工煤气、液化石油气和天然气的人口为 1.76 亿人，2023 年迅速提升至 5.58 亿人，CAGR 达 5.1%；而从占比上来看，用气人口占整体城镇人口比例由 2000 年的 38.5% 提升至 2020 年的 58.3%，用气人口比例持续提升，为燃气热水器的使用及普及提供基础。

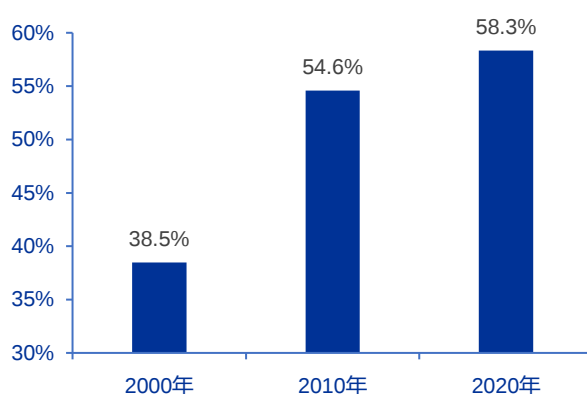
其中分结构看，近年来随着城市天然气管道的建设普及，城市用气人口结构发生了较大的变化：**人造煤气用气人口和液化石油气用气人口日益减少，逐步被天然气替代**。2000年，城市用气人口中有 3944 万人使用人工煤气，2581 万人使用天然气，液化石油气使用人数最多，达 1.1 亿人；2023 年城市天然气用气人口达 4.7 亿人，同比增长 10%；2000 年-2023 年天然气用气人口的复合增速达 13.5%。我们判断未来天然气用气人口持续增长的趋势还将持续，有望带动燃气热水器渗透率提升。

图 14：城市用气人口持续增长，天然气贡献主要增量 (万人/%)



资料来源：Wind，住建部，申万宏源研究

图 15：城市用气人口占比持续提升 (%)



资料来源：Wind，住建部，申万宏源研究

3. 治理改善逻辑逐步兑现，海外业务成长可期

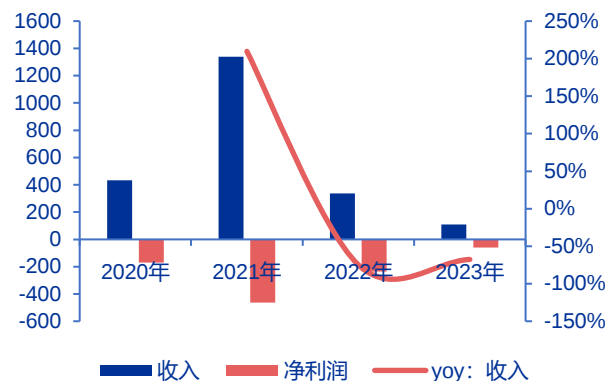
3.1 向内：产品驱动，效率增长

业务“瘦身”，优化整体资源配置。公司 2020 年推出全新互联网品牌“聪米”，旗下产品以小家电为主，定位个性、新潮的年轻用户市场，旨在打造属于年轻人的厨房、生活家电的智能化品牌。品牌推出时机恰逢“宅经济”盛行时期，以厨房小家电为代表的小家电行业整体呈现高速增长态势。21 年子公司聪米科技实现营收 1339.83 万元，同比大幅增长 210%，而后随着小家电整体需求透支，行业增速回落，公司聪米品牌收入规模也持续收缩，22-23 年分别实现营收 337.88 万元/109.47 万元，同比下滑 75%/68%。同时，聪米品牌自创立来尚未实现盈利，考虑到行业整体竞争激烈及盈利能力等因素，公司将资源迁移回主营业务进行集中布局。根据公司中报，24H1 聪米已基本无销售收入实现。除聪米业务外，公司 22 年出售所持有的长帆电器（原广东万和新能源科技有限公司）60%股权及梅赛思 100%股权，此外仍对部分主营业务及产品 SKU 进行“瘦身”，公司整体资源配置及业务结构持续优化。

图 16：聪米小家电系列产品



资料来源：公司年报，申万宏源研究

图 17：聪米 21 年后收入规模持续收缩，尚未扭亏
(万元/%)

资料来源：公司年报，申万宏源研究

聚焦主营，产品矩阵持续完善。分业务看：

热水方面，巩固既有优势，积极打造第二增长引擎。公司以燃气热水器产品起家，截至 2023 年连续 20 年获得中华全国商业信息中心发布的同类产品市场综合占有率第一名，优势地位持续巩固；同时，公司积极培育包括电热、燃气采暖炉及空气能热泵等其他热水品类，其中**公司坚定发展空气能热泵作为第二成长引擎，具备广阔市场空间**：一方面，空气能热泵通过压缩机运转可吸收周围空气中热量工作，具备热效率高的特点，相较于传统燃气和电加热方式更为节能高效；另一方面，根据蒙特利尔议定书，HFCs 等多种氟利昂制冷剂在欧盟等多地逐步禁止使用，而公司推出万和 R290 系列热泵热水器，采用天然工质丙烷，GWP 仅为 3，是目前碳排放值最低的冷媒之一，能够很好地迎合欧盟等地市场。

图 18：公司热水、厨电主业产品线持续拓展



资料来源：公司年报，申万宏源研究

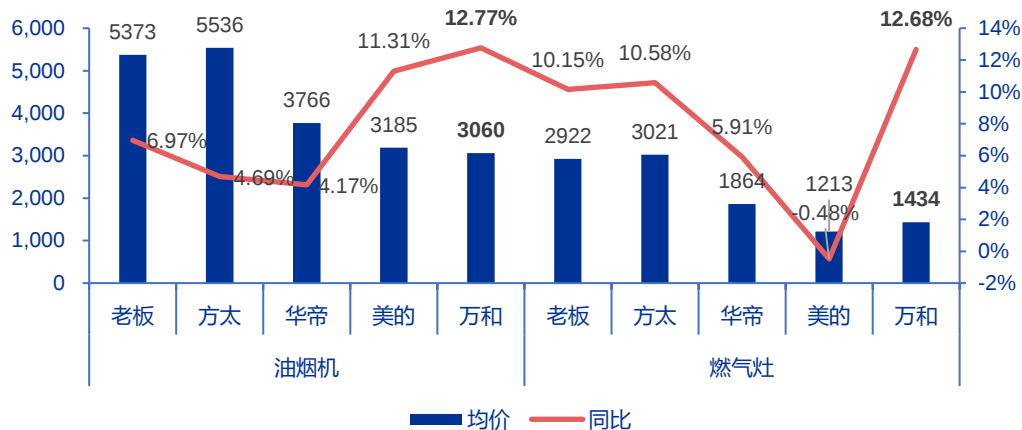
图 19：2023 年公司连续 20 年荣列同类产品市场综合占有率第一位



资料来源：公司官网，申万宏源研究

厨电方面，产品结构升级，新品类持续开拓。在烟灶等传统厨电品类中，万和已有产品基础，但售价整体偏向中低档。根据奥维云网数据，2024 年万和油烟机线下销售均价为 3060 元，同比+12.77%，燃气灶线下均价为 1434 元，同比+12.68%，**涨价幅度均领先老板、方太等其他头部品牌，产品整体结构显著升级。**同时，公司当前均价相较于高端品牌仍有较大的价格段带差，我们预计未来公司均价仍将有一定提升空间。**份额方面**，根据奥维云网数据，万和 2024 年油烟机线下/线上销额市占率分别+0.57pct/0.33pct，燃气灶线下/线上销额市占率分别+0.35pct/0.30pct，增幅均领先头部多家知名品牌。**新品方面**，公司除传统烟灶布局外，还储备了洗碗机、蒸烤箱、集成灶等新兴厨电品类，并推出“万和星瀚套系 X1”套系产品，进一步完善大厨电产品矩阵。

图 20：2024 年万和厨电线下均价涨幅领先（元/%）



资料来源：奥维云网，申万宏源研究

表 6：2024 年万和烟灶双线销额市占率提升显著（%）

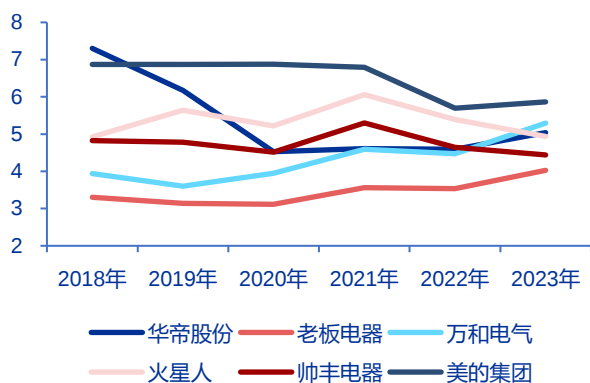
油烟机						燃气灶					
线下			线上			线下			线上		
品牌	市占率	同比增减	品牌	市占率	同比增减	品牌	市占率	同比增减	品牌	市占率	同比增减
老板	32.06%	1.09%	老板	21.41%	-1.29%	老板	31.73%	1.71%	老板	19.81%	-2.13%
方太	28.35%	-1.36%	方太	20.46%	-2.17%	方太	27.94%	0.04%	方太	19.02%	-2.85%
华帝	7.02%	0.45%	华帝	10.52%	-0.52%	华帝	8.16%	0.15%	华帝	11.85%	-1.16%
美的	5.13%	0.06%	美的	9.84%	0.32%	美的	4.69%	0.02%	美的	8.74%	-0.06%
万和	3.21%	0.57%	万和	3.01%	0.33%	万和	3.07%	0.35%	万和	3.78%	0.30%

资料来源：奥维云网，申万宏源研究

效率增长为公司三大战略主轴之一。公司在新战略周期内，进一步加强业务模式深化变革，推进内销深化变革管理项目，持续推进产销衔接为主轴的产销订单模式，**库存周转效率显著提升**：2018 年，公司存货周转率仅为 3.44 次/年，显著落后于同行，23 年提升至 4.79 次/年，24 年 Q1-3 实现存货周转率 4.28 次/年，较 23 年同期显著提升，且已显著领先同行。在优化海外订单 BOM 管理方面，公司简化包材流程环节，海外订单流程效

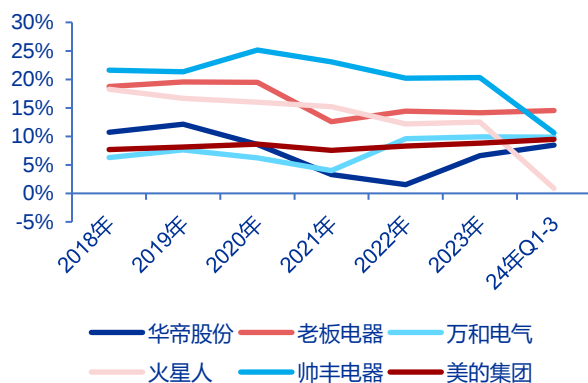
率由原来的 3-10 天以上, 提高到 1-5 天内; PLM 审批移动化, 提升流程审批效率, 流程耗时缩短 30%; 在标准化管理方面, 通过建立组织、体系, 优化过程, 推进控源头、去长尾的标准化工作, 实现内销 SKU、外销 SKU 及物料大幅缩减, 全年总计精简产品超过 50%。全价值链运营效率的提升带来公司在经营方面持续改善: 18 年公司扣非后净利率仅为 6.3%, 同样处于行业落后水平, 22-23 年逐步提升至 9.6%/9.9%, 24Q1-3 保持 9.8% 的高利润率水平, 持续赶超多家同行公司。

图 21: 公司存货周转率显著提升 (次)



资料来源: 公司年报, 申万宏源研究

图 22: 公司扣非后净利率近年来持续赶超同行 (%)

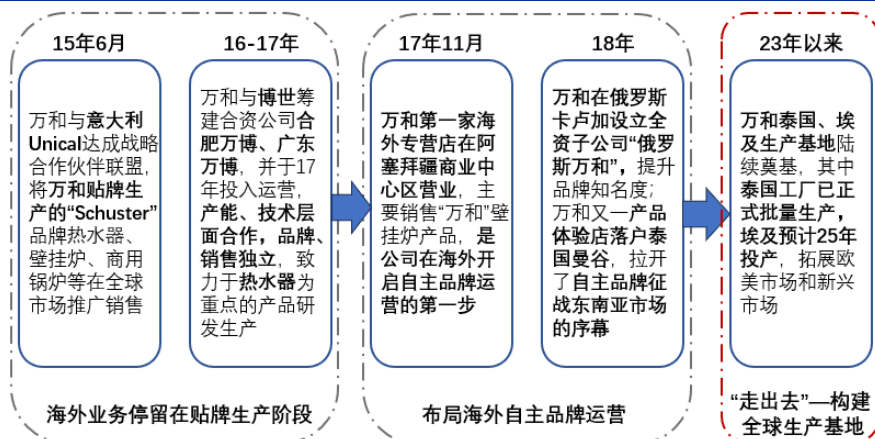


资料来源: 公司官网, 申万宏源研究

3.2 向外: 海外布局推进, 业务模式加速转型

在精修内功的同时, 公司长期以来也积极推行海外发展战略, 重点聚焦欧盟、澳洲、北美、东南亚等多个地区的发达和新兴市场, 从与全球多个知名品牌贴牌合作, 到设立海外专营店运营自主品牌, 再到设立海外制造生产基地, 业务模式不断转型升级。我们将公司海外业务的发展历程分为以下几个阶段:

图 23: 万和海外业务发展历程: 从贴牌到自主品牌再到建设海外生产基地



资料来源: 公司公告, 公司官网, 申万宏源研究

1) 2018 年以前: 以 OEM 或 ODM 方式为主, 为海外品牌商或大型零售商贴牌生产。

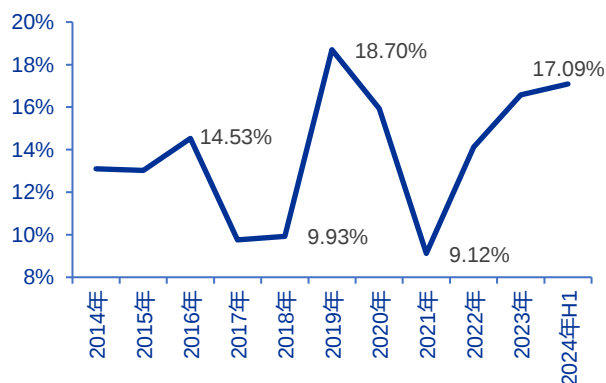
早期, 公司的海外销售仅有 OEM、ODM 产品, 尚未形成自主品牌销售。外销产品主要包括烤炉及零配件、燃气热水器及零配件、燃气壁挂炉整机和烟熏机等, 覆盖美国大型户外用品公司“高门(Coleman)户外娱乐器材公司”、欧洲户外用品公司“法国盖世(Campingaz)燃气用具公司”、美国烤炉公司“Weber-Stephen Products Co.”、埃及热水器公司“开罗-环球燃气具公司”等多家国际知名企业。

2) 2018 年-2022 年: 海外运营自主品牌步伐加速。2017 年 11 月, 公司第一家海外专营店在阿塞拜疆商业中心区开始营业, 自此开启公司在海外开启自主品牌运营的道路; 次年 6 月又一家“万和产品体验店”正式落户泰国首都曼谷, 拉开了公司以自主品牌征战东南亚市场的序幕。2018 年 4 月, 为了加快海外自主品牌生产运营步伐, 满足海外业务拓展和战略发展的需求, 公司全资子公司万和国际(香港)有限公司拟使用自有资金出资设立全资子公司俄罗斯万和; 次年 6 月, 万和电气俄罗斯分公司在展会上举行了揭牌仪式, 宣布正式全面开拓当地市场。

3) 2022 年以来: 真正践行“走出去”战略, 布局多个海外生产基地。2022 年, 公司决议在埃及和泰国分别投资不超过人民币 8000 万元和 2.53 亿元新建生产基地, 有利于进一步完善公司的全球化产业进程, 其中, 泰国工厂主要定位为承接销售至美国的项目, 加大对美销售的竞争力, 该工厂已于 2024 年正式批量生产; 埃及工厂定位为热水零部件及整机产品生产, 主要辐射埃及及周边国家与地区, 以提高公司热水整机产品及其相关配件的国际市场占有率, 预计将于 25 年正式投产。两大海外生产基地的投产, 标志着公司真正意义上实现了“走出去”战略, 在国际业务中具备更强竞争力, 进一步推进万和全球化布局进程。

图 24: 万和俄罗斯分公司正式挂牌

资料来源: 公司官网, 申万宏源研究

图 25: 外销毛利率近年来显著提升 (%)

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

4. 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

公司收入按板块分为生活热水、厨房电器和其他业务，我们将主营业务分板块进行收入拆分及预测：

- 1) 生活热水：**公司近年来致力于产品结构升级，22-23 年均价持续提升，随着新品持续研发、中高端品类 SKU 增加，我们预计公司 2024-2026 年生活热水价格增长率分别为 5%、5%和 5%；销量方面，25 年有望持续受益于以旧换新政策，我们预计 2024-2026 年销量增长率分别为 5%、5%和 5%，对应整体收入增速为 10%、10%和 10%；随着产品结构持续升级，公司生活热水业务毛利率有望持续提升，我们预计公司 2024-2026 年毛利率分别为 40.5%、41.0%和 41.5%。
- 2) 厨房电器：**厨房电器业务中出口的烤炉及烟熏脱水占比较高，24 年受益海外旺盛需求，收入高增，而公司泰国工厂已经投产，主要用于承接出口至美国的销售订单，有望缓解关税压力；同时，公司持续发力国内厨电业务，在升级传统烟灶品类同时，持续储备洗碗机等新兴厨电品类，完善产品线，整体零售端份额提升显著。我们预计公司 2024-2026 年厨房电器价格增长率分别为 3%、2%和 2%，销量增长率分别为 40%、10%和 10%，对应整体收入增速为 38%、12%和 12%；随着海外工厂承接国内现有出口订单，国内厨电新品不断推出，毛利率有望保持平稳提升，我们预计公司 2024-2026 年毛利率分别为 24.0%、24.5%和 25.0%。

综上，考虑到公司整体烤炉等出口订单需求旺盛，带动整体厨房电器业务收入高增，我们上调此前对于公司的盈利预测，预计公司 24-26 年营业收入为 75.24/83.52/92.72 亿元，同比分别增长 23%/11%/11%；实现归母净利润 5.86/7.03/8.00 亿元（前值为 5.73/6.51/7.32 亿元），同比增长 3.1%/20.0%/13.8%。

表 7：公司收入拆分（百万元/%）

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	7,527	6,628	6,104	7,524	8,352	9,272
(+/-%)	21.00%	-11.90%	-7.90%	23.26%	11.01%	11.02%
营业成本	5756	4834	4172	5075.6	5599.1	6177
毛利率	23.50%	27.10%	31.60%	32.54%	32.96%	33.38%
1、生活热水						
营业收入	3,463	3,267	3,332	3,674	4,050	4,465
(+/-%)	21.90%	-5.70%	2.00%	10.3%	10.3%	10.3%
占销售收入比重	46.00%	49.30%	54.60%	48.83%	48.49%	48.16%
销售价格（元/件）	602	603	631	663	696	731
(+/-%)	0.4%	0.1%	4.8%	5.0%	5.0%	5.0%

销售量 (百万)	5.75	5.42	5.28	5.54	5.82	6.11
(+/-%)	21.3%	-5.8%	-2.7%	5.0%	5.0%	5.0%
营业成本	2386	2247	2089	2185.8	2389.5	2612.1
毛利率	31.1%	31.2%	37.3%	40.5%	41.0%	41.5%
2、厨房电器						
营业收入	3,456	2,807	2,347	3,384	3,797	4,260
(+/-%)	15.5%	-18.8%	-16.4%	44.2%	12.2%	12.2%
占销售收入比重	45.90%	42.40%	38.50%	44.98%	45.47%	45.95%
销售价格 (元/件)	655	749	762	786	801	817
(+/-%)	-2.3%	14.3%	1.9%	3.0%	2.0%	2.0%
销售量 (百万)	5.28	3.75	3.08	4.31	4.74	5.21
(+/-%)	18.3%	-28.9%	-17.9%	40.0%	10.0%	10.0%
营业成本	3024	2311	1793	2572.1	2866.9	3195.4
毛利率	12.5%	17.7%	23.6%	24.0%	24.5%	25.0%
3、其他业务 (主营)						
营业收入	426	404	284.34	313	338	365
(+/-%)	38.8%	-5.2%	-29.6%	10.0%	8.0%	8.0%
4、其他业务 (非主营)						
营业收入	145	120	108	119	131	144
(+/-%)	50.4%	-17.3%	-10.2%	10.00%	10.00%	10.00%

资料来源: Wind, 申万宏源研究

4.2 相对估值

我们选取行业可比公司进行分析: **我们选取老板电器作为公司可比公司之一**, 老板电器为传统厨电品牌, 主要产品为油烟机、燃气灶、集成灶、洗碗机、热水器等, 产品线与万和重合度较高, 故选作万和的可比公司; **选取浙江美大作为公司可比公司之一**, 浙江美大为集成灶知名品牌, 产品主要包括集成灶、电蒸箱、集成水槽洗碗机、热水器等, 与万和产品线较为一致, 故选作可比公司; **选取美的集团作为公司可比公司之一**, 美的集团为全球知名的家电综合性品牌, 在热水器领域份额领先, 同时拥有烟灶等厨电产品, 在出口方面, 美的 23 年出口收入占比约为 40%, 万和约为 30%, 比例接近, 故选作可比公司。

根据 Wind 一致预期, 可比公司老板电器、浙江美大及美的集团 25 年 PE 分别为 11.3X、19.5X 和 13.0X, 其中浙江美大估值略高于其余两家可比公司, 主要系对于浙江美大 24-26 年归母净利润增速 Wind 一致预期较高, 三家可比公司 25 年平均 PE 为 14.6X, 而万和电气为 11.9X, 相较可比公司平均 PE 仍有 22% 上涨空间, 由 “增持” 评级上调至 “买入” 评级。

表 8：可比公司相对估值（截至 2025/2/13）

代码	可比公司	2025/2/13		EPS			PE			24-26 年
		总市值 (亿元)	收盘价 (元)	24E	25E	26E	24E	25E	26E	CAGR
002508.SZ	老板电器	203.93	21.60	1.77	1.91	2.04	12.2	11.3	10.6	7%
002677.SZ	浙江美大	48.07	7.44	0.31	0.38	0.43	23.9	19.5	17.2	18%
000333.SZ	美的集团	5,495.11	72.14	5.01	5.56	6.09	14.4	13.0	11.8	10%
		平均值						16.8	14.6	13.2
002543.SZ	万和电气	84.32	11.34	0.79	0.95	1.08	14.4	11.9	10.5	17%

资料来源：Wind，申万宏源研究

注：万和电气盈利预测采用申万预测，三家可比公司均采用 Wind 一致预期

5. 风险提示

- 1. 原材料价格波动风险：**公司主要原材料为不锈钢、冷轧板、铜、铝等，若原材料价格出现大幅波动，会对公司整体毛利率等盈利能力产生一定影响。
- 2. 汇率波动风险：**随着公司海外布局持续深入，近年来公司出口收入占比基本保持在 30%以上，若汇率出现大幅波动，会对公司整体收入及盈利水平产生一定影响。
- 3. 国际化经营风险：**近年来国际市场贸易摩擦方面的压力日益凸显，例如国际政治经济环境、国际贸易规则、反垄断政策、相关国家进出口政策等，公司已经在泰国、埃及建立生产基地，出口业务覆盖北美、欧洲、东南亚等多个区域，若海外市场政治经济局势、政策等方面出现不稳定情形，公司有可能面临经营、成本等多方面影响。

表 9：利润表（百万元）

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
一、 营业总收入	7,527	6,628	6,104	7,524	8,352	9,272
其中： 营业收入	7,527	6,628	6,104	7,524	8,352	9,272
其他类金融业务收入	0	0	0	0	0	0
二、 营业总成本	6,959	5,875	5,397	6,718	7,502	8,295
其中： 营业成本	5,756	4,834	4,172	5,076	5,599	6,177
其他类金融业务成本	0	0	0	0	0	0
税金及附加	43	49	52	64	71	78
销售费用	630	665	760	1,146	1,253	1,391
管理费用	208	182	201	248	276	309
研发费用	286	250	231	293	322	357
财务费用	37	-106	-18	-109	-17	-16
加： 其他收益	27	30	36	30	25	20
投资收益	16	-11	19	20	15	15
净敞口套期收益	0	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	47	-121	-70	-103	-30	-30
信用减值损失（损失以“-”填列）	-114	-18	-33	-63	-24	-34
资产减值损失（损失以“-”填列）	-116	-10	-8	-15	-25	-24
资产处置收益	-3	0	0	0	0	0
汇兑收益及其他	0	0	0	0	0	0
三、 营业利润	425	623	651	674	811	923
加： 营业外收入	10	13	11	0	0	0
减： 营业外支出	20	4	8	0	0	0
四、 利润总额	415	632	654	674	811	923
减： 所得税	59	83	86	89	108	123
五、 净利润	357	550	568	586	703	800
持续经营净利润	357	550	568	586	703	800
终止经营净利润	0	0	0	0	0	0
少数股东损益	-1	-1	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	358	550	568	586	703	800
六、 其他综合收益的税后净额	-167	5	9	0	0	0
七、 综合收益总额	190	554	578	586	703	800
归属于母公司所有者的综合收益总额	192	555	578	586	703	800
八、 基本每股收益	0.48	0.74	0.76	0.79	0.95	1.08
全面摊薄每股收益	0.48	0.74	0.76	0.79	0.95	1.08
当期发行在外总股数	744	744	744	744	744	744

资料来源：Wind，申万宏源研究

表 10：资产负债表（百万元）

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,821	1,518	3,188	2,820	2,943	3,384
交易性金融资产	7	106	0	0	0	0
衍生金融资产	0	0	0	0	0	0
经营性应收款项	1,232	1,084	1,215	1,403	1,526	1,655
应收票据、应收账款及应收款项融资	1,106	1,000	1,117	1,305	1,428	1,557
应收账款	871	704	860	1,048	1,171	1,300
应收票据及应收款项融资	235	296	257	257	257	257
其他应收款	68	49	60	60	60	60
预付款项	58	35	38	38	38	38
存货	1,516	920	821	947	1,033	1,136
合同资产	0	0	0	0	0	0
其他流动资产	58	183	80	80	80	80
持有待售资产及其他	0	0	12	12	12	12
流动资产合计	4,633	3,811	5,316	5,263	5,594	6,268
债权投资	0	0	0	0	0	0
其他债权投资	0	0	0	0	0	0
长期应收款	0	0	0	0	0	0
长期股权投资	94	94	97	97	97	97
其他权益工具投资	72	75	83	83	83	83
其他非流动金融资产	1,714	1,493	1,385	1,385	1,385	1,385
投资性房地产	10	9	8	8	8	8
固定资产	955	908	818	682	547	946
在建工程	24	39	202	357	512	7
无形资产类	299	289	328	316	304	291
无形资产	299	289	328	316	304	291
商誉	0	0	0	0	0	0
开发支出	0	0	0	0	0	0
长期待摊费用	14	11	11	11	11	11
递延所得税资产	101	98	107	107	107	107
其他非流动资产	211	62	41	41	41	41
使用权资产及其他	0	1	1	1	1	1
非流动资产合计	3,494	3,080	3,080	3,087	3,094	2,976
资产总计	8,128	6,891	8,397	8,350	8,688	9,244
短期借款	714	100	832	494	422	530
短期借款	711	100	672	494	422	530
一年内到期的非流动负债	3	0	160	0	0	0
交易性金融负债	1	0	19	19	19	19
经营性应付款项	2,180	1,434	2,252	2,252	2,252	2,252
应付票据及应付账款	2,038	1,277	2,108			
预收款项	0	0	0			
应付职工薪酬						
应交税费	43	68	50			

合同负债	410	244	148	148	148	148
其他应付款	252	230	233	233	233	233
其他流动负债	273	316	310	310	310	310
持有待售负债及其他	0	0	0	0	0	0
流动负债合计	3,830	2,324	3,794	3,456	3,384	3,492
长期借款	186	170	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0	0
其他非流动负债	68	64	57	57	57	57
长期应付款	0	0	0			
预计负债	8	5	5			
其他非流动负债	60	58	52			
递延所得税负债	33	14	7	7	7	7
租赁负债及其他	0	0	0	0	0	0
非流动负债合计	287	248	63	63	63	63
负债合计	4,117	2,573	3,857	3,520	3,448	3,555
股本	744	744	744	744	744	744
其他权益工具	0	0	0	0	0	0
资本公积	904	904	904	904	904	904
减：库存股	0	0	59	59	59	59
其他综合收益	-149	-144	-135	-135	-135	-135
盈余公积	314	351	371	391	416	444
未分配利润	2,196	2,464	2,715	2,986	3,371	3,792
专项储备及其他	0	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益合计	4,009	4,318	4,539	4,831	5,241	5,689
少数股东权益	2	0	0	0	0	0
股东权益合计	4,011	4,318	4,539	4,831	5,241	5,689
负债和股东权益总计	8,128	6,891	8,397	8,350	8,688	9,244

资料来源：Wind，申万宏源研究

表 11：现金流量表（百万元）

	2021	2022	2023	2024	2025	2026
	A	A	A	E	E	E
净利润	357	550	568	586	703	800
计提的资产减值准备	116	10	8	15	25	24
信用减值损失	114	18	33	63	24	34
固定资产折旧	138	136	126	136	136	195
无形资产摊销	13	13	12	12	12	12
长期待摊费用摊销	8	7	7	0	0	0
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失（收益以“-”号填列）	3	0	0	0	0	0
公允价值变动损失（收益以“—”号列示）	-47	121	70	103	30	30
财务费用（收益以“—”号列示）	46	-85	17	-109	-17	-16
投资损失（收益以“—”号列示）	-		-	-	-	-

递延所得税资产减少（增加以“—”列示）	-52	3	-9	0	0	0
递延所得税负债增加（减少以“—”列示）	-20	-18	-8	0	0	0
存货的减少（增加以“—”列示）	-219	619	115	-140	-103	-113
经营性应收项目的减少（增加以“—”列示）	49	182	-344	-252	-147	-163
经营性应付项目的增加（减少以“—”列示）	-83	-751	714	0	0	0
其他-经营活动现金流	5	-1	4	-2	-8	-14
经营活动产生的现金流量净额	410	815	1,296	393	640	774
收回投资所收到的现金	163	99	319	0	0	0
取得投资收益收到的现金	12	5	10	20	15	15
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回现金净额	2	4	0	0	0	0
处置子公司及其他营业单位收回现金净额	0	-5	0			
收到其他与投资活动有关的现金	62	0	0	0	0	0
投资活动现金流入小计	239	103	330	20	15	15
购置固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	97	119	315	155	155	90
投资所支付的现金	4	101	0	103	30	30
支付其他与投资活动有关的现金	261	0	0	0	0	0
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	0	0	0			
投资活动现金流出小计	362	220	315	258	185	120
投资活动产生的现金流量净额	-123	-117	15	-238	-170	-105
吸收投资收到的现金	0	0	0	0	0	0
取得借款收到的现金	923	155	650	0	0	107
收到其它与筹资活动有关的现金	0	515	0	109	17	16
筹资活动现金流入小计	923	670	650	109	17	124
偿还债务支付的现金	376	804	111	337	72	0
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	262	259	303	295	293	351
支付的其它与筹资活动有关的现金	478	0	711	0	0	0
筹资活动现金流出小计	1,116	1,063	1,125	632	365	351
筹资活动产生的现金流量净额	-194	-393	-475	-523	-348	-228
现金及现金等价物净增加额	66	310	850	-368	123	441
货币资金的期初余额	1,050	1,117	1,427	3,188	2,820	2,943
货币资金的期末余额	1,117	1,427	2,277	2,820	2,943	3,384

资料来源：Wind，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhy.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhy.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhy.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhy.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhy.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhy.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	： 相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	： 相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	： 相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	： 相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	： 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	： 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	： 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售索取。

本报告采用的基准指数： 沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。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、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。