

2025 年 05 月 28 日

证券研究报告·公司研究报告

万和电气（002543）家用电器

持有（首次）

当前价：11.59 元

目标价：——元（6 个月）



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

热水器龙头再起航，管理改善控费效果明显

投资要点

- **推荐逻辑：1) 行业承压，公司积极拓展。**公司 2024 内外销分别实现营收 45.3 亿元/26.6 亿元，分别同比+10.2%/+41.4%。在行业整体承压的大背景下，公司各品类均实现快速增长，内销实现双位数增长，增速远超行业平均；外销方面客户补库存周期叠加公司大力拓展新客户及新品类，外销业务成长迅速；**2) 股权激励绑定利益。**公司通过引入职业经理人叠加股权激励绑定利益，有效调动核心管理人员积极性，预计未来将在供应链降本方面加大执行力度；**3) 加强海外产能建设，应对国际形势变化。**公司加速推进泰国工厂的产能提升，实现提效降本；埃及工厂于 2025 年 1 月正式投入试产，重点辐射欧洲和非洲市场，进一步助力万和在国际市场的业务拓展。
- **内销表现超出行业平均，外销增速亮眼，盈利能力稳定。**公司 2024 年内外销分别实现营收 45.3 亿元/26.6 亿元，分别同比+10.2%/+41.4%。在行业整体承压的大背景下，公司各品类均实现快速增长，内销实现双位数增长，增速远超行业平均；外销方面客户补库存周期叠加公司大力拓展新客户及新品类，外销业务成长迅速。从各板块来看，公司毛利率下降更多是由于海外业务快速增长导致的结构性变化。费用率方面，2024 年公司销售/管理/财务/研发费用率分别为 10.3%/3.1%/-0.9%/3.9%，分别同比-2.2pp/-0.2pp/-0.6pp/+0.2pp，我们推测期间费用率的主因也是业务结构变化，各项费用较低的海外业务占比上升，导致综合费用率下行。综合来看，公司净利率为 9%，同比-0.4PP，基本维持稳定。
- **股权激励绑定利益。**公司于 2024 年 10 月 8 日发布广东万和新电气股份有限公司 2024 年员工持股计划，资金总额 2513.9 万，覆盖总裁赖育文、财务总监谢瑜华、监事及供应链中心总监王如成等 31 名核心管理人员，旨在调动并机激励员工的积极性和创造性。我们认为，公司通过引入职业经理人叠加股权激励绑定利益，有效调动核心管理人员积极性，预计未来将在供应链降本方面加大执行力度。本次员工持股计划考核年度为 2024 年-2026 年三个会计年度，营收考核目标分别为不低于 67.14 亿元/73.86 亿元/81.24 亿元，扣非净利润考核目标分别为不低于 6.36 亿元/6.67 亿元/7.01 亿元。
- **加强海外产能建设，应对国际形势变化。**基于国际化经营战略和全球布局的落地实施，公司整合订单与产能需求，打造泰国、埃及两大生产基地，以分散供应链风险。报告期内，泰国工厂一期工程已正式进入批量生产阶段，二期计划于 2025 年 4 月开始试产，公司加速推进泰国工厂的产能提升，进一步实现提效降本，确保订单能够保质保量如期交付；埃及工厂于 2025 年 1 月正式投入试产，重点辐射欧洲和非洲市场，进一步助力万和在国际市场的业务拓展。
- **盈利预测与投资建议。**我们预计公司 2025-2027 年 EPS 分别为 1.00 元、1.11 元、1.22 元，对应 PE 分别为 12、10、9 倍，首次覆盖，给予“持有”评级。
- **风险提示：**原材料价格波动；全球经济增速放缓导致需求下滑；汇率波动等风险。

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	7341.99	8352.92	9348.98	10264.70
增长率	20.29%	13.77%	11.92%	9.79%
归属母公司净利润(百万元)	657.63	740.38	826.68	909.62
增长率	15.73%	12.58%	11.66%	10.03%
每股收益 EPS(元)	0.88	1.00	1.11	1.22
净资产收益率 ROE	13.83%	14.46%	15.41%	16.16%
PE	13	12	10	9
PB	1.81	1.68	1.60	1.53

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究院

分析师：龚梦泓

执业证号：S1250518090001

电话：023-63786049

邮箱：gmh@swsc.com.cn

联系人：方建利

电话：18428374714

邮箱：fjz@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	7.44
流通 A 股(亿股)	6.62
52 周内股价区间(元)	8.37-13.13
总市值(亿元)	86.18
总资产(亿元)	86.56
每股净资产(元)	6.64

相关研究

请务必阅读正文后的重要声明部分

目 录

1 热水器龙头再起航，收入规模重回增长	1
1.1 燃热龙头聚焦厨卫空间，实现多元化发展	1
1.2 规模重回增长，效率不断增长	2
1.3 燃热替代空间仍存，厨电行业整体承压	4
2 家族企业引入职业经理人，股权激励绑定利益	8
3 积极布局海外基地，推进海外发展	11
4 盈利预测与估值	12
5 风险提示	13

图 目 录

图 1: 公司产品及业务情况	1
图 2: 万和电气发展历程	2
图 3: 2019-2024 年公司营业收入及增速	3
图 4: 2019-2024 年公司归母净利润及增速	3
图 5: 2020-2024 年公司期间费用率	3
图 6: 2020-2024 年公司毛利率及净利率	3
图 7: 2017-2024 年公司公允价值变动情况 (亿元)	4
图 8: 2017-2024 年公司归母净利润及扣非净利润 (亿元)	4
图 9: 2017-2024 年可比公司存货周转率	4
图 10: 2017-2024 年可比公司扣非后销售净利率	4
图 11: 万和生活热水及厨电主要产品	5
图 12: 2020-2024 年公司分产品营收结构	5
图 13: 2020-2024 年公司分地区营收结构	5
图 14: 2020-2024 年公司分产品毛利率情况	6
图 15: 2020-2024 年公司分地区毛利率情况	6
图 16: 近十年热水器行业规模	6
图 17: 燃气热水器表现优于电热水器	7
图 18: 燃气热水器占比提升至 55.6%	7
图 19: 地产行业承压	7
图 20: 2018-2024 年油烟机内外销情况	8
图 21: 公司股权结构	8
图 22: 公司历任董事长及总经理	9
图 23: 公司三十周年战略发布会	10
图 24: 埃及基地试产	11

表 目 录

表 1: 公司员工持股计划情况	9
表 2: 员工持股计划解锁条件	9
表 3: 分业务收入及毛利率	12
表 4: 可比公司估值	12
附表: 财务预测与估值	14

1 热水器龙头再起航，收入规模重回增长

1.1 燃热龙头聚焦厨卫空间，实现多元化发展

公司成立于 1993 年 8 月，已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，在全球拥有七大生产制造基地，占地面积超过 100 万平方米，年产能超过 1500 万台。据世界权威独立调研机构英国建筑服务研究与信息协会（BSRIA）发布的调研结果，万和是国内仅有的两个“全球十大热水器品牌”之一。万和也是中国燃气具发展战略的首倡者和推动者、国家火炬计划重点高新技术企业、住建部授予的国家住宅产业化基地、中国航天事业战略合作伙伴。

万和燃气热水器市场综合占有率连续二十一年在行业创领新高，是工信部公布的第三批制造业单项冠军培育企业、第七批制造业单项冠军产品，燃气采暖炉、燃气灶、吸油烟机、电热水器的市场占有率均处于行业前列，万和燃气热水器和燃气炉具的出口量连续多年在行业同类产品名列前茅。

图 1：公司产品及业务情况



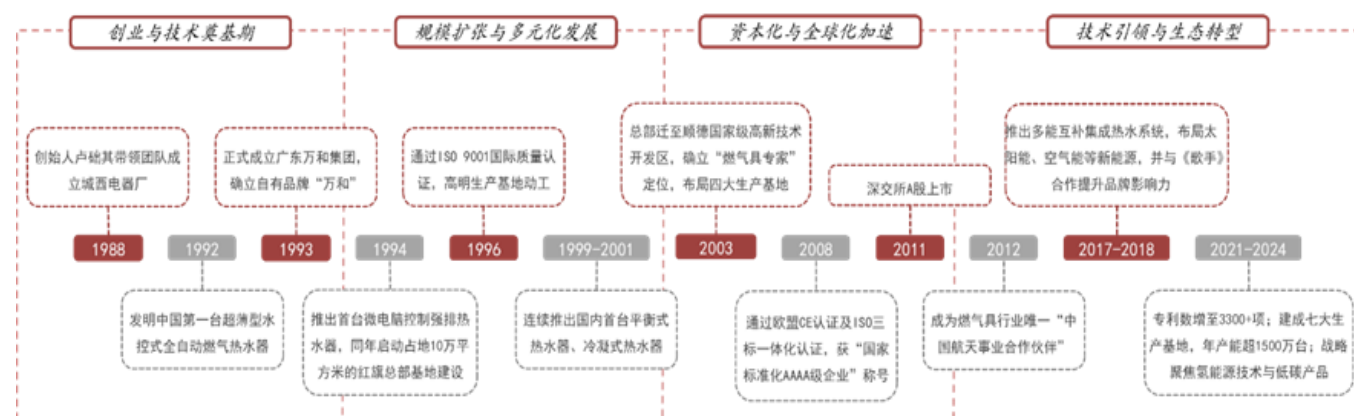
数据来源：公司官网，西南证券整理

万和电气发展经历过四个阶段：

- **创业与技术奠基期（1988-1993）：**1988 年，创始人卢础其带领团队成立城西电器厂，研发电子连续打火机；1992 年发明中国第一台超薄型水控式全自动燃气热水器，推动中国热水器行业进入自动化时代；1993 年正式成立广东万和集团，确立自有品牌“万和”，从贴牌代工转向自主品牌建设，当年燃气热水器销量跃居行业前三。
- **规模扩张与多元化发展（1994-2002）：**1994 年推出首台微电脑控制强排热水器，同年启动占地 10 万平方米的红旗总部基地建设；1996 年通过 ISO 9001 国际质量认证，高明生产基地动工，进军消毒柜领域；2002 年启动事业部制改革，海外事业部成立。

- **资本化与全球化加速(2003-2011):** 2003年总部迁至顺德国家级高新技术开发区, 确立“燃气具专家”定位, 布局四大生产基地; 2008年通过欧盟 CE 认证及 ISO 三标一体化认证; 2011年于深交所 A 股上市, 成为燃气具行业首家上市公司。
- **技术引领与生态转型(2012-2024):** 2012年: 成为燃气具行业唯一“中国航天事业合作伙伴”; 2021-2024年: 建成七大生产基地(含泰国、埃及), 年产能超 1500 万台, 燃气热水器市占率连续 17 年第一。

图 2: 万和电气发展历程



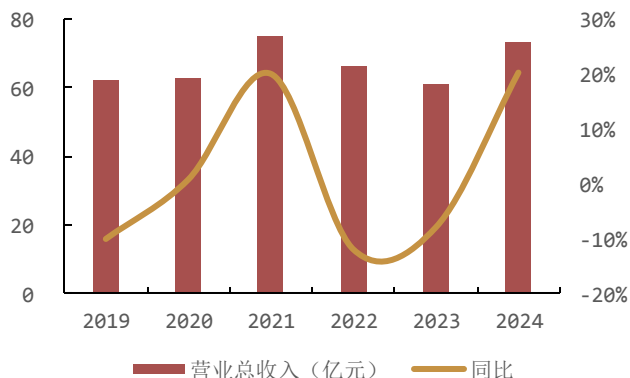
数据来源: 公司官网, 公司公告, 西南证券整理

1.2 规模重回增长, 效率不断增长

从营收来看, 2015年至2018年期间, 受益于地产行业高景气度以及“煤改气”、“煤改电”等政策因素, 作为燃气热水器龙头, 公司充分享受红利, 营收持续增长。2021年海外客户订单因疫情而增长明显, 带动公司收入达到 75.3 亿元, 为近几年峰值。2022-2023 年, 受海外库存周期影响, 营收有所下滑。

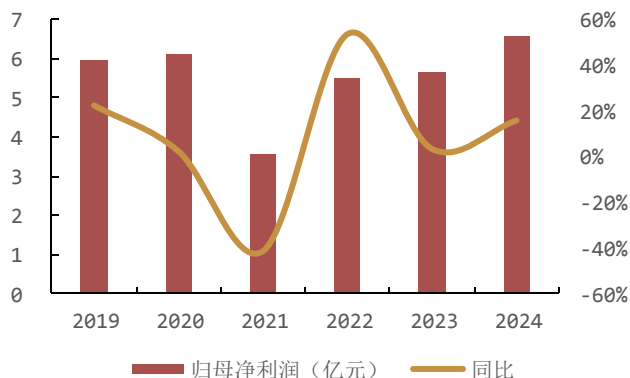
从利润来看, 自 2015 年至 2018 年期间, 公司归母净利润自 3.2 亿元增长至 4.9 亿元, 2019 年虽营收有所下滑, 但归母净利润同比增长 22.3% 至 6 亿元。2021 年利润端下滑明显, 主要系投资的前海母基金公允价值波动较大影响所致, 2022 年主业利润改善明显, 带动归母净利润增长 53.5% 至 5.5 亿元, 2023 年继续维持增长态势。

图 3：2019-2024 年公司营业收入及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 4：2019-2024 年公司归母净利润及增速

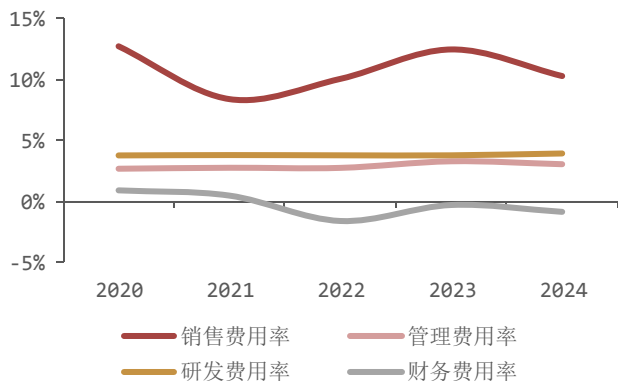


数据来源：公司公告，西南证券整理

外销占比提升导致盈利能力结构性承压。费用率方面，2023 年公司营收规模同比有所收缩，因此费用率同比 2021、2022 年有所增加，2024 年公司营收重回增长轨道，实现费用率摊薄，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 10.3%/3.1%/3.9%/-1%，费用率合计为 16.4%，同比降低 2.8pp。

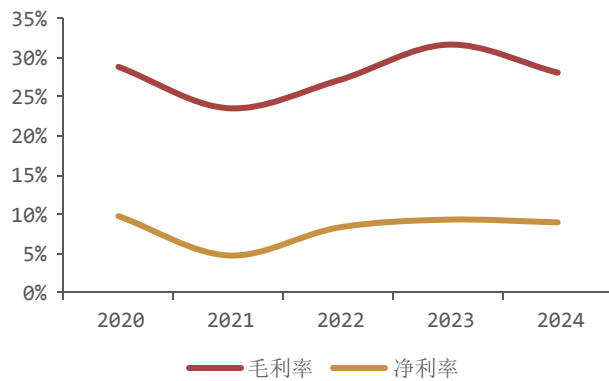
利润率角度来看，2024 年由于外销占比提升，因此结构性拉低公司整体毛利率水平，同比下降 3.6pp 至 28.1%，但由于费用率的降低，因此净利率水平维持在 9% 水平，同比下降 0.3pp，基本维持稳定。

图 5：2020-2024 年公司期间费用率



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 6：2020-2024 年公司毛利率及净利率

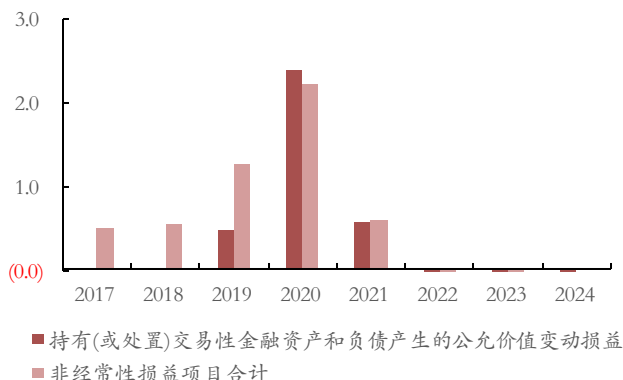


数据来源：公司公告，西南证券整理

2017 年 9 月 8 日，公司与普通合伙人前海方舟资产管理有限公司签订《前海股权投资基金（有限合伙）之出资份额认购协议》，以有限合伙人身份以自有资金不超过人民币 15 亿元参股投资前海股权投资基金（有限合伙）。

该项对前海母基金进行的投资致使公司在 2017-2021 年间出现较大的公允价值变动损益波动，进而影响公司归母净利润表现情况。剔除非经常性损益来看，公司主业利润（扣非归母净利润）在 2020-2023 年期间增速表现优于归母净利润。该基金对公司净利润影响主要体现为公允价值变动，而基金产生的分红收益用于抵扣投资成本，截止 2024 年底，该基金分红达 4.2 亿元。

图 7：2017-2024 年公司公允价值变动情况（亿元）

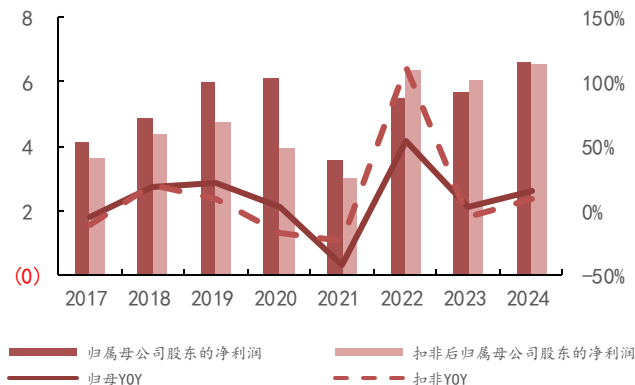


数据来源：公司公告，西南证券整理

从主业经营情况来看，公司过去存货周转效率在同行可比公司中表现偏弱，2019 年仅为 3.1 次/年，而后公司战略上重视效率增长，推行 DTC 变革，坚持以销定产、积极改善产品结构、提升渠道效率，2024 年公司存货周转率提升至 4.1 次/年，在同行公司中达到优秀水平。

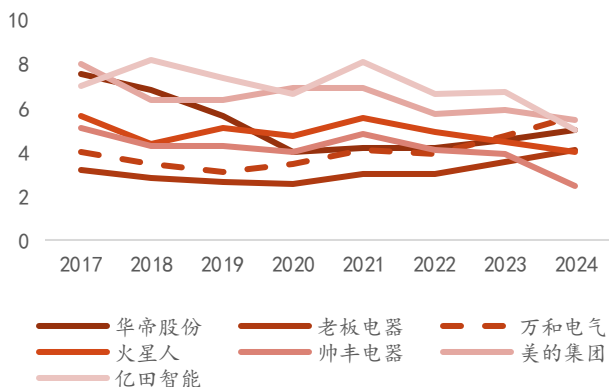
盈利能力来看，公司扣非净利率水平曾因行业下行，竞争压力加大等原因而有所下滑，2021 年降低至 4% 水平。而后得益于公司管理的持续改善，扣非后销售净利率恢复至 2024 年的 8.9%。

图 8：2017-2024 年公司归母净利润及扣非净利润（亿元）



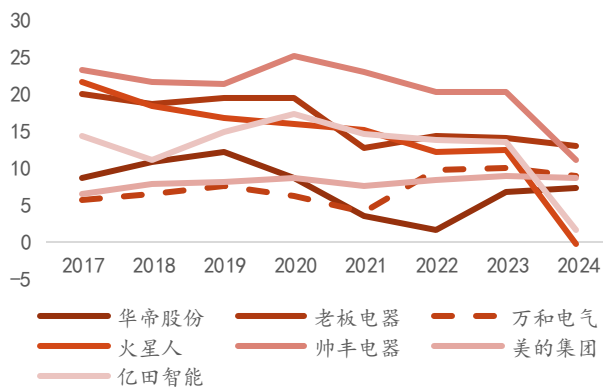
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 9：2017-2024 年可比公司存货周转率



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 10：2017-2024 年可比公司扣非后销售净利率



数据来源：公司公告，西南证券整理

1.3 燃热替代空间仍存，厨电行业整体承压

生活热水和厨房电器为核心品类。分产品来看，公司生活热水和厨房电器作为两大核心产品，在 2020-2024 年期间合计营收占比超过 90%，其中生活热水 2024 年实现营收 35 亿元，同比增长 5.1%，厨房电器 2024 年实现营收 33.3 亿元，同比增长 41.9%，2024 年两者营收占比分别达到 48.7% 和 46.3%。

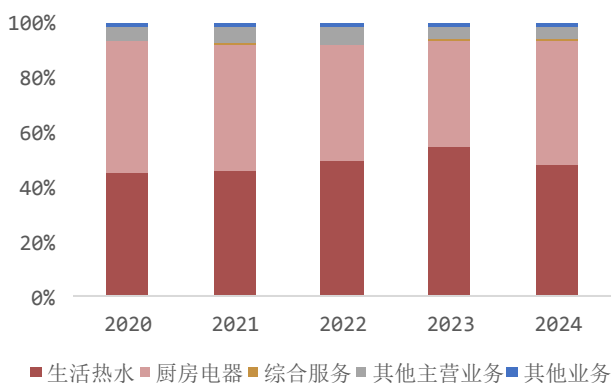
图 11：万和生活热水及厨电主要产品



数据来源：公司官网，公司公告，西南证券整理

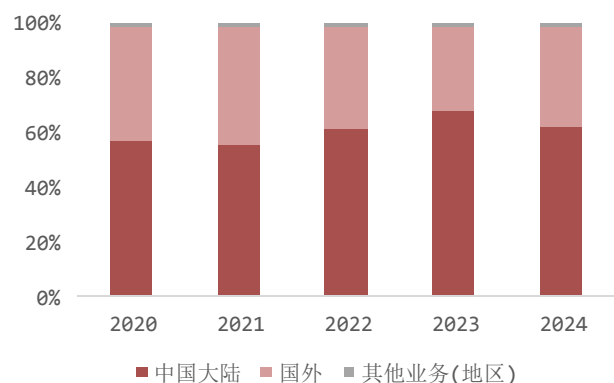
内销占比约 60%。分地区来看，2020-2024 年期间公司内销占比约为 60%左右，其中 2022-2023 年期间公司因海外库存周期影响，外销占比同比 2021 年有一定下滑，2024 年重回增长区间。2024 年公司内外销分别实现营收 45.3 亿元/26.6 亿元，分别同比 +10.2%/+41.4%，海外占比提升至 36.3%。

图 12：2020-2024 年公司分产品营收结构



数据来源：公司公告，西南证券整理

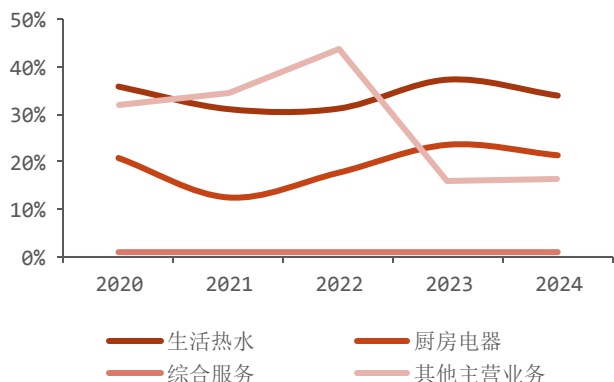
图 13：2020-2024 年公司分地区营收结构



数据来源：公司公告，西南证券整理

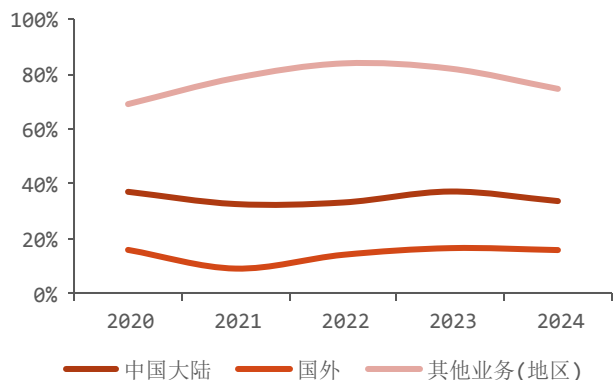
生活热水、内销为毛利主要贡献来源。毛利率情况来看，公司生活热水以 OBM 为主，厨房电器中 OEM/ODM 模式占比较高，因此生活热水毛利率高于厨房电器，生活热水板块 / 厨房电器板块 2024 年毛利率分别为 33.9%/21.4%。分地区来看，内销主要以 OBM 业务为主，海外营收则主要为 OEM/ODM 模式，因此内销毛利率高于外销，2024 年内外销毛利率分别为 33.7%/15.9%。

图 14：2020-2024 年公司分产品毛利率情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

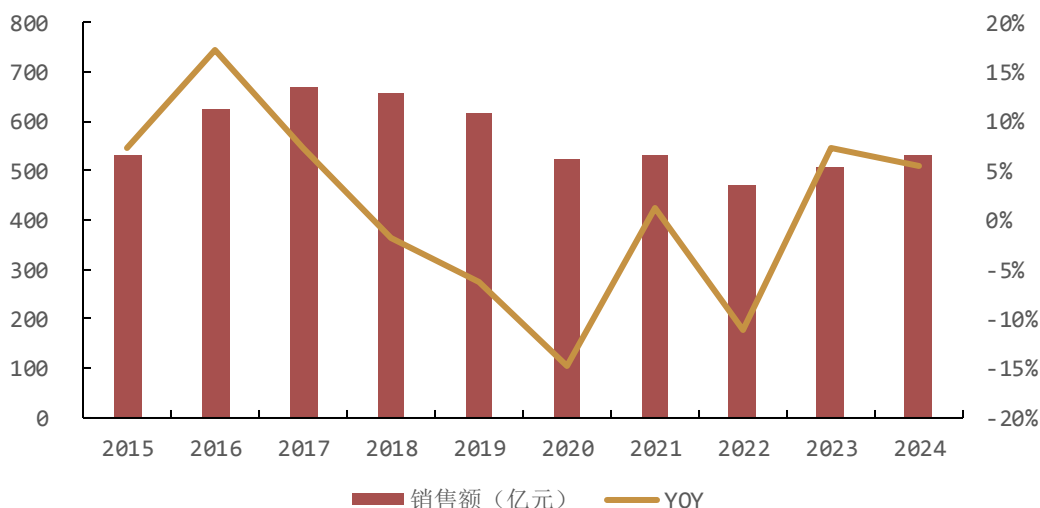
图 15：2020-2024 公司分地区毛利率情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

受益于地产景气度及“煤改气”、“煤改电”政策影响，我国热水器市场规模在 2015-2017 年间保持增长，自 533 亿元增长至 670 亿元。2018 年开始随地产行业承压而有所下行，缩减至 2022 年的 471 亿元，而后开始回升。2024 年热水器销售额同比增长 5.3% 至 532 亿元。

图 16：近十年热水器行业规模

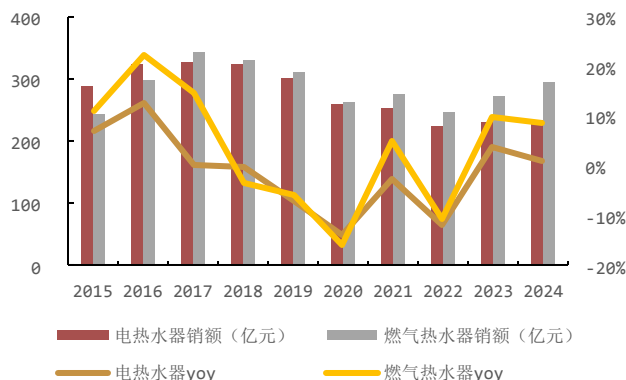


数据来源：奥维云网，西南证券整理

从结构表现来看，燃气热水器由于其加热迅速、体积小、节约能耗等优点，近十年期间表现优于电热水器，配合燃气网络建设，燃气热水器渗透率不断提升，2015-2024 年燃气热水器零售量 CAGR 为 2.2%，电热水器零售量 CAGR 则为 -2.2%。

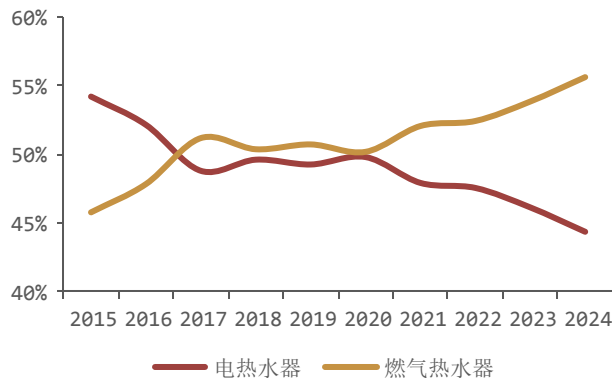
从市场份额角度来看，2015 年电热水器占比为 54.2%，高于燃气热水器（45.8%），随着燃气热水器的持续普及，2024 年燃气热水器占比提升至 55.6%，反超电热水器，成为热水器市场主流品类。

图 17：燃气热水器表现优于电热水器



数据来源：奥维云网，西南证券整理

图 18：燃气热水器占比提升至 55.6%

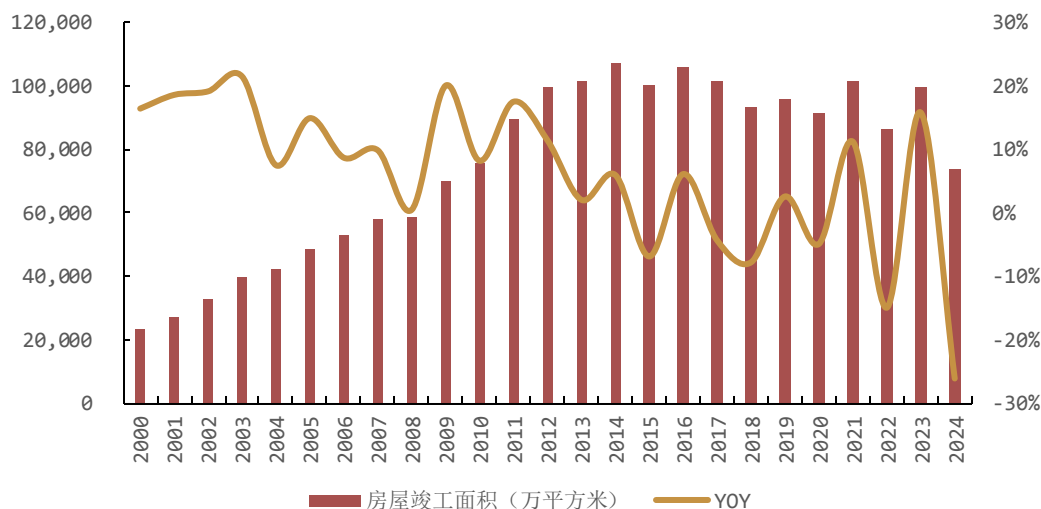


数据来源：奥维云网，西南证券整理

总体来看，热水器市场曾受益于下游地产景气度及相关政策，实现了快速增长，但目前市场已趋于成熟，行业趋势则更多体现为存量下的“燃气替代”，热水器公司也开始发力海外市场，寻求新增长点。

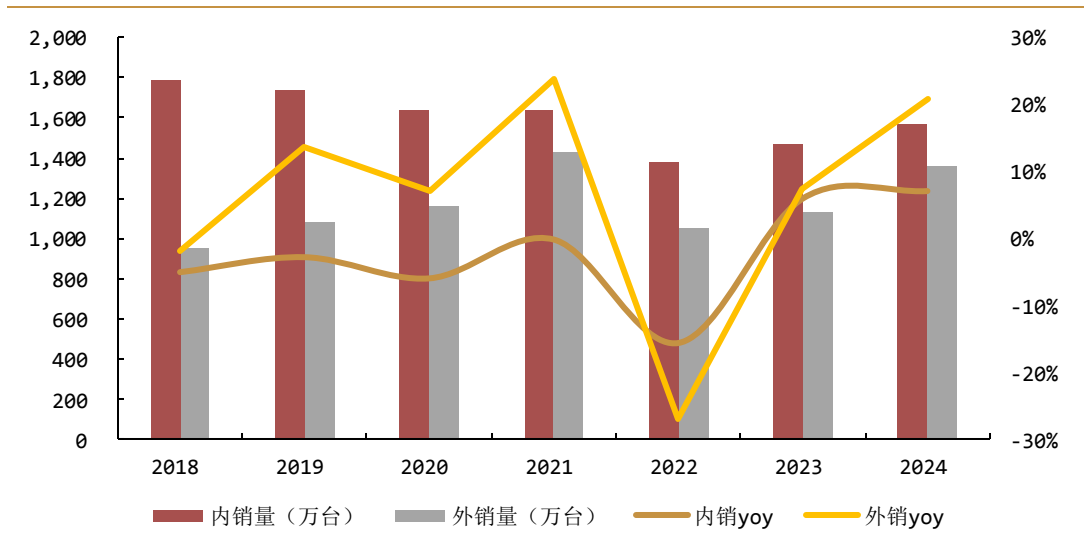
厨电行业方面，我国房屋竣工面积在 2014 年达到峰值，而后整体呈现下降趋势，厨房电器作为家电品类中与地产相关性最高的品类，消费需求也随着地产行业的承压而有所下降。以油烟机品类来看，内外销售量在 2018-2022 年间均有所下滑，2022-2024 年受益于家电国补、出口补库等因素而有所恢复，但总体看来，厨电行业整体承压。

图 19：地产行业承压



数据来源：wind，西南证券整理

图 20：2018-2024 年油烟机内外销情况

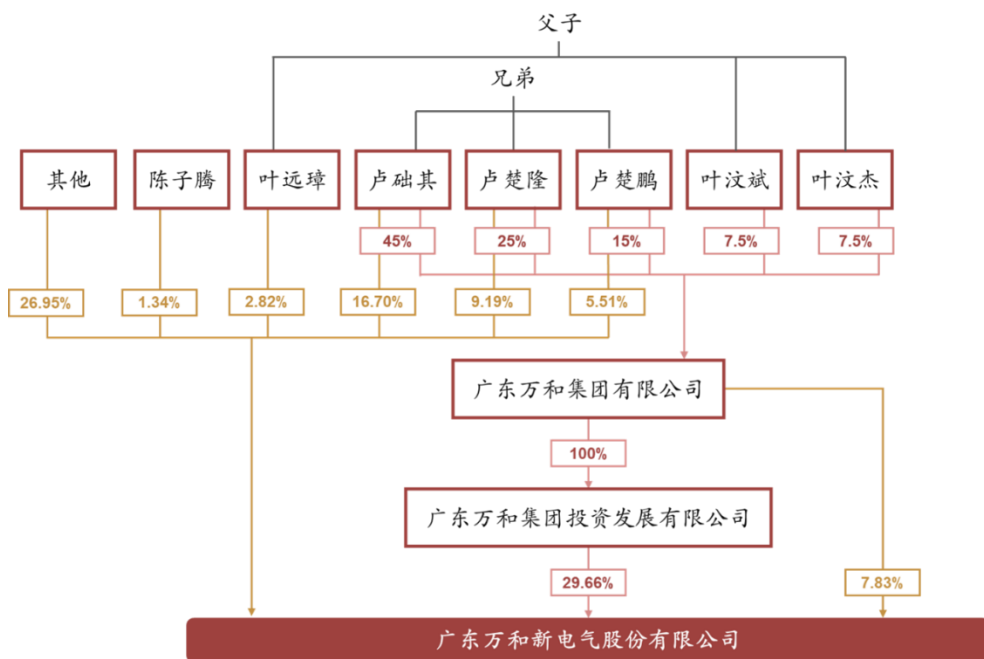


数据来源：产业在线，西南证券整理

2 家族企业引入职业经理人，股权激励绑定利益

公司呈现典型家族企业控股特征，实际控制人卢础其、卢楚隆、卢楚鹏三兄弟及共同创始人叶远璋是公司的原始股东，合计控制公司股份 42.4%。其中卢础其作为控股核心，通过直接及间接方式控制公司股份 32.9%，另 3 人分别持有在 2%~10%不等的股权。现任董事长卢宇聪，未持有公司股票，与卢础其系父子关系，于 2015 年末开始接棒公司的运营管理。

图 21：公司股权结构



数据来源：wind，西南证券整理

引入职业经理人，股权激励绑定利益。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，是公司首次外聘总裁，正式开启职业经理人模式。赖育文曾任美的厨房电器事业部副总经理兼厨具公司总经理，美的集团产品与供应链总监；其从业经历与公司业务高度契合，且有望在供应链管理，效率提升等多方面对公司进行改革提升。

图 22：公司历任董事长及总经理

董事长							
姓名	↑ 职务	任职日期	离任日期	任职时长	性别	国籍	年龄
卢宇聪	董事长	2022-07-05	--	--	男		46
叶远璋	董事长	2015-12-21	2022-07-04	6年8月	男	中国	62
卢础其	董事长	2009-08-18	2015-12-20	6年5月	男	中国	76

总经理							
姓名	职务	任职日期	离任日期	任职时长	性别	国籍	年龄
赖育文	总裁	2022-11-10	--	--	男	中国	49
卢宇聪	总裁	2015-12-21	2022-11-10	7年	男		46
叶远璋	总裁	2009-08-18	2015-12-20	6年5月	男	中国	62

数据来源：wind，西南证券整理

经过两年的人员及结构调整，公司于 2024 年 10 月 8 日发布广东万和新电气股份有限公司 2024 年员工持股计划，资金总额 2513.9 万，覆盖总裁赖育文、财务总监谢瑜华、监事及供应链中心总监王如成等 31 名核心管理人员，旨在调动并机激励员工的积极性和创造性。

至此，公司的重大变革形成闭环。我们认为，在行业承压阶段，公司采取引入职业经理人叠加股权激励绑定利益的方式，对公司进行多方位的变革，有效刺激公司焕发新的活力，且在激烈的市场竞争中适应变化。

表 1：公司员工持股计划情况

姓名	职务	占本次员工持股计划总份额的比例	对应股份数量（万股）	对应公司总股本比例
赖育文	总裁	23.44%	120	0.16%
谢瑜华	财务总监	4.10%	21	0.03%
王如成	监事、供应链中心总监	2.05%	10.5	0.01%
小计		29.59%	151.5	0.2%
公司其他核心管理人员合计 28 人		70.41%	360.5	0.48%
合计（共 31 人）		100%	512	0.69%

数据来源：公司公告，西南证券整理

本次员工持股计划自本次员工持股计划经公司股东大会审议通过且公司公告标的股票过户至本次员工持股计划名下之日起分三批解锁，锁定期分别为 12 个月、24 个月、36 个月，解锁比例分别为 40%、30%、30%。本次员工持股计划持有的标的股票解锁对应的考核年度为 2024 年-2026 年三个会计年度，每个会计年度考核一次。具体如下：

表 2：员工持股计划解锁条件

解锁安排	解锁比例	考核年度	业绩考核目标
第一批解锁	40%	2024 年	营收不低于 67.14 亿元；扣非净利润不低于 6.36 亿元
第二批解锁	30%	2025 年	营收不低于 73.86 亿元；扣非净利润不低于 6.67 亿元
第三批解锁	30%	2026 年	营收不低于 81.24 亿元，扣非净利润不低于 7.01 亿元

数据来源：公司公告，西南证券整理

2023年8月28日,万和电气三十周年庆典暨新战略发布会于顺德成功举办。发布会上,公司总裁赖育文正式发布万和“121”梦想战略,即坚守燃气具一个主业,坚定做大厨房和卫浴两大空间,坚持培育一个新引擎。

图 23: 公司三十周年战略发布会



数据来源: 公司官网, 西南证券整理

公司“121”战略如下:

- **坚守燃气具主业**, 聚焦燃气具领域“做精、做专、做强、做久”, 一是推进燃气具领域的高质高效革命, 打造燃气热水器、燃气灶具、燃气采暖炉、燃气烤炉等行业低碳节能、舒适健康产品, 成为市场份额与用户心智领先品牌; 二是持续深研氢能的技术演化和商业应用, 承担国家专项, 引领行业制定标准, 做好培育应用示范; 三是推进国际燃气具自主品牌, 做好差异化定位, 利用泰国、埃及海外基地, 不断拓展欧美市场和新兴市场。
- **坚定做强两个空间**, 在做大做强单品的同时, 遵循“单品-套系-场景-生态”发展阶段, 不断拓展厨房、卫浴两大空间, 由单一产品驱动升级为场景生态解决方案的品牌商。
- **坚持培育一个第二引擎**, 坚定培育新能源产业(空气能+电热), 以现有的电热、空气能研发、制造、品质平台为基础, 在国内市场通过发展新能源产业, 补强国内北方弱势区域, 拓展品牌影响力; 海外市场加快布局欧盟、澳洲等海外市场, 从目前以燃气具产品为主的出口结构升级成燃气、新能源并重, 从而实现产业升级和打造新的增长点, 启动增长的第二引擎。

3 积极布局海外基地，推进海外发展

基于国际化经营战略和全球布局的落地实施，公司整合订单与产能需求，打造泰国、埃及两大生产基地，以分散供应链风险。截至 2024 年底，泰国工厂一期工程已正式进入批量生产阶段，二期于 2025 年 4 月开始试产，公司加速推进泰国工厂的产能提升，进一步实现提效降本，确保订单能够保质保量如期交付；埃及工厂于 2025 年 1 月正式投入试产，重点辐射欧洲和非洲市场，进一步助力万和在国际市场的业务拓展。

2024 公司逐步提升全球运营能力，并从战略高度推进国际化发展。通过实施“本地采购、本地用人、本地出口”的策略，公司快速占领海外市场，其影响力与日俱增。驻外团队正在快速构建万和售后网络及销售渠道，并辐射周边国家；跨境电商实现多站点布局，显著扩大全球覆盖范围，持续夯实全球化运营能力，多渠道拓展国际业务。

图 24：埃及基地试产



数据来源：公司官网，西南证券整理

面对国内厨电市场增长放缓的挑战，公司依托“一带一路”沿线国家基础设施升级与消费升级的双重红利，逐步构建国际化体系能力。通过在泰国、埃及等地建立生产基地可以通过本地化采购原材料、优化物流网络，降低综合成本，缩短物流周期，这一系列布局同步提升需求响应效率，也令海外业务成为公司的第二增长曲线。

目前公司的海外产品开发已经覆盖烤炉、采暖、热水等多个品类，同时公司还在快速构建售后网络及销售渠道、跨境电商多站点布局，重点突破 OBM（自主品牌）业务。随着成本结构优化与运营效率持续提升，公司在海外市场的盈利能力有望进一步释放。

4 盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：考虑到国补政策对厨卫电器的刺激效果，假设 2025-2027 年公司内销营收分别同比增长 10.1%、9.6%、8.6%；

假设 2：考虑到公司海外基地建设持续推进，积极推展海外业务发展，假设 2025-2027 年公司外销营收分别同比增长 20.3%、15.7%、11.8%；

假设 3：假设 2025-2027 年公司销售费用率维持在 11.5% 水平。

基于以上假设，我们预测公司 2025-2027 年分业务收入成本如下表：

表 3：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2024A	2025E	2026E	2027E
合计	营业收入	7,341.99	8,352.92	9,348.98	10,264.70
	增速	20.29%	13.77%	11.92%	9.79%
	营业成本	5,282.04	5,878.95	6,597.39	7,252.47
	毛利率	28.06%	29.62%	29.43%	29.35%
内销	营业收入	4533.75	4989.81	5466.59	5939.17
	增速	10.23%	10.1%	9.6%	8.6%
	营业成本	3004.74	3140.79	3430.16	3716.88
	毛利率	33.73%	37.06%	37.25%	37.42%
外销	营业收入	2663.01	3203.36	3706.65	4144.53
	增速	41.42%	20.3%	15.7%	11.8%
	营业成本	2240	2690.24	3114.51	3481.29
	毛利率	15.88%	16.02%	15.98%	16.00%

数据来源：Wind，西南证券

公司作为热水器行业龙头公司，积极发展厨房电器产品，加强多元化业务布局。在国内市场有所承压背景下，实现亮眼内销增速；此外，公司在泰国、埃及积极进行产能布局，大力发展海外业务。综合考虑下，综合考虑业务范围，选取了华帝股份、老板电器、美的集团作为可比公司。

我们预计公司 2025-2027 年 EPS 分别为 1.00 元、1.11 元、1.22 元，对应 PE 分别为 12、10、9 倍，首次覆盖，给予“持有”评级。

表 4：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E	27E
002035.SZ	华帝股份	6.61	0.58	0.63	0.69	0.73	11.56	10.45	9.64	9.12
002508.SZ	老板电器	19.90	1.67	1.78	1.90	2.00	11.92	11.17	10.47	9.96
000333.SZ	美的集团	78.98	5.44	5.64	6.17	6.72	15.73	14.00	12.81	11.76
平均值							13.07	11.87	10.97	10.28

数据来源：Wind，西南证券整理（数据截止日期 2025.05.28）

5 风险提示

原材料价格波动；全球经济增速放缓导致需求下滑；汇率波动等风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	7341.99	8352.92	9348.98	10264.70	净利润	657.63	740.38	827.78	911.62
营业成本	5282.04	5878.95	6597.39	7252.47	折旧与摊销	142.18	262.41	282.29	296.98
营业税金及附加	58.95	67.37	75.88	82.98	财务费用	-62.55	-59.59	-74.59	-88.58
销售费用	753.92	960.59	1075.13	1180.44	资产减值损失	-14.41	0.00	0.00	0.00
管理费用	224.18	584.70	654.43	718.53	经营营运资本变动	-384.52	-23.62	104.11	0.90
财务费用	-62.55	-59.59	-74.59	-88.58	其他	279.55	117.05	91.59	89.43
资产减值损失	-14.41	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	617.88	1036.62	1231.18	1210.35
投资收益	36.43	20.00	20.00	20.00	资本支出	-336.89	-116.00	-115.00	-115.00
公允价值变动损益	-78.75	-82.80	-79.30	-80.38	其他	-245.53	-62.80	-59.30	-60.38
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-582.41	-178.80	-174.30	-175.38
营业利润	769.39	858.10	961.44	1058.49	短期借款	-274.25	-97.89	0.00	0.00
其他非经营损益	-2.80	1.40	0.85	0.78	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	766.59	859.50	962.28	1059.27	股权融资	-15.72	0.00	0.00	0.00
所得税	108.96	119.12	134.50	147.64	支付股利	-441.84	-511.35	-575.69	-642.80
净利润	657.63	740.38	827.78	911.62	其他	160.55	197.69	74.59	88.58
少数股东损益	0.00	0.00	1.10	2.00	筹资活动现金流净额	-571.25	-411.54	-501.10	-554.22
归属母公司股东净利润	657.63	740.38	826.68	909.62	现金流量净额	-516.56	446.27	555.78	480.76
资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	财务分析指标	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	2371.70	2817.97	3373.75	3854.51	成长能力				
应收和预付款项	1329.34	1355.10	1565.40	1723.87	销售收入增长率	20.29%	13.77%	11.92%	9.79%
存货	1055.18	1171.60	1320.90	1455.31	营业利润增长率	18.26%	11.53%	12.04%	10.09%
其他流动资产	695.85	390.25	435.06	476.26	净利润增长率	15.73%	12.58%	11.81%	10.13%
长期股权投资	93.77	93.77	93.77	93.77	EBITDA 增长率	8.98%	24.96%	10.20%	8.36%
投资性房地产	60.47	60.47	60.47	60.47	获利能力				
固定资产和在建工程	1309.41	1190.59	1051.89	898.51	毛利率	28.06%	29.62%	29.43%	29.35%
无形资产和开发支出	311.89	285.58	258.26	230.95	三费率	12.47%	17.79%	17.70%	17.64%
其他非流动资产	1556.85	1555.58	1554.31	1553.03	净利率	8.96%	8.86%	8.85%	8.88%
资产总计	8784.47	8920.91	9713.82	10346.68	ROE	13.83%	14.46%	15.41%	16.16%
短期借款	397.89	300.00	300.00	300.00	ROA	7.49%	8.30%	8.52%	8.81%
应付和预收款项	2719.88	2862.70	3332.21	3631.23	ROIC	43.03%	38.99%	46.94%	57.00%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	11.56%	12.70%	12.51%	12.34%
其他负债	912.90	637.29	708.59	773.61	营运能力				
负债合计	4030.67	3799.99	4340.80	4704.83	总资产周转率	0.85	0.94	1.00	1.02
股本	743.60	743.60	743.60	743.60	固定资产周转率	8.46	8.97	10.25	12.51
资本公积	888.41	888.41	888.41	888.41	应收账款周转率	5.81	5.67	5.78	5.65
留存收益	3301.40	3530.43	3781.42	4048.25	存货周转率	5.45	5.14	5.16	5.11
归属母公司股东权益	4753.80	5120.92	5371.92	5638.74	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	99.24%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	1.10	3.10	资本结构				
股东权益合计	4753.80	5120.92	5373.02	5641.84	资产负债率	45.88%	42.60%	44.69%	45.47%
负债和股东权益合计	8784.47	8920.91	9713.82	10346.68	带息债务/总负债	9.87%	7.89%	6.91%	6.38%
					流动比率	1.37	1.53	1.56	1.61
					速动比率	1.11	1.22	1.25	1.30
					股利支付率	67.19%	69.07%	69.64%	70.67%
					每股指标				
					每股收益	0.88	1.00	1.11	1.22
					每股净资产	6.39	6.89	7.23	7.59
					每股经营现金	0.83	1.39	1.66	1.63
					每股股利	0.59	0.69	0.77	0.86
业绩和估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E					
EBITDA	849.02	1060.91	1169.14	1266.88					
PE	13.11	11.64	10.43	9.47					
PB	1.81	1.68	1.60	1.53					
PS	1.17	1.03	0.92	0.84					
EV/EBITDA	5.78	4.11	3.25	2.62					
股息率	5.13%	5.93%	6.68%	7.46%					

数据来源: Wind, 西南证券

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 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。其中：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；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，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。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，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。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，本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。

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	院长助理、研究销售部经理、 上海销售主管	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售岗	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	欧若诗	销售岗	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售岗	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
北京	李杨	北京销售主管	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	销售岗	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售岗	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售岗	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	马冰竹	销售岗	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售主管	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	杨举	销售岗	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	15602268757	lzh@swsc.com.cn