

万和电气（002543）

内稳外拓打开成长空间，治理优化进入发展新阶段

燃气起家多元发展，人才引进活力迸发。万和集团于 1993 年在佛山市顺德区成立，主营业务涵盖热水器和其他生活厨电产品的海内外销售，公司陆续开创了中国 8 大热水时代，并不断以技术创新引领热水器行业变革升级。2022 年底，公司引入前美的集团环境电器事业部总经理、产品与供应链总监赖育文担任总裁，加速公司由传统家族企业向职业经理人的现代化模式转型，2024 年公司发布员工持股计划绑定核心高管，有望充分调动管理层积极性、挖掘经营潜力。公司确认以“产品驱动、效率增长、数智升级、全球运营”为四大战略主轴，不断向新能源热水产业、厨房卫浴全案场景、海外广阔市场寻求增量，向内积极推行营销业务改革、价值链降本、数字化转型等变革造就优质高效经营，**公司整体进入内外兼修的发展新阶段。**

热水器行业“存量换新+增量创新”成为主题，国内热水器行业以存量更新为主，整体平稳运行，在地产承压的背景下，2024 年以旧换新政策显著拉动热水器行业换新实现量额双增。在国家政策的刺激下，以及出于供给侧盈利的需要，热水器行业燃热持续渗透，大容积化、高能效化的升级趋势更加明显，产品重心逐渐从参数层面上升到健康护理体验等多个层面。**热水器是少数仍有国产替代空间的家电赛道**，尤其高端市场亟待突破，以万和为代表的专业型厨电公司和以美的海尔为代表的综合性家电集团正逐步提升竞争力和市场份额。

万和国内积极进取跑赢行业，同时坚定走厨热出海之路。1) 产品端：公司主要产品定位经济型，更具性价比优势，核心零部件自制率高，七大生产基地和数智工厂助力企业发挥产研优势和规模效应。2) 渠道端：万和以三四线城市为主，发达地区竞争力逐渐提升，逐渐打造出立体化营销网络覆盖连锁专卖店、KA、电子商务、工程采集、建材家装等多元渠道，大力发展“线上+线下”的渠道融合并精细化流量运营，2024 年公司国内收入实现 10%逆势增长显著跑赢行业，万和燃气热水器市占率位列前三。更为重要的是，公司不再拘泥于国内的竞争转而寻求广阔的海外市场，**依托持续扩产的泰国和埃及两大海外基地，公司确保外贸订单能够保质保量如期交付并有望承接转移订单。**在全球运营的节奏上，按照“产品出海-制造出海-品牌出海-资本出海”发展步骤，公司在夯实 OEM、ODM 业务优势的基础上，通过跨境电商、布局线下渠道等方式稳步推进 OBM 业务，多元产业的周期互补不仅可以有效应对全球化运营风险，也是公司全球业务发展的持续源动力。

锻造高效优质经营，现金流支撑较高比例分红。公司营收业绩恢复增长，毛利率稳中有升仍有空间，在组织变革、价值链降本、数字化转型的拉动下，公司管理费用率有效压降且库存周期明显加快。公司现金流充裕、偿债能力出色，对于 2024-2026 年分红回报有明确规划，公司整体平稳向好发展。

投资建议：我们预计公司 25/26/27 年的归母净利润分别为 7.4/8.2/9.2 亿元，根据可比公司 25 年市盈率一致预测的平均值，结合万和出海长期发展空间，公司管理费用率有效压降且库存周期明显加快，给予公司 25 年目标 PE 为 15x，对应目标市值 110.9 亿元，对应目标股价 14.91 元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：主要原材料波动风险、宏观经济和政策变化风险、汇率波动造成的汇兑损失风险、全球化运营风险、测算过程具有主观性风险

财务数据和估值	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	6,103.79	7,341.99	8,317.04	9,303.56	10,346.61
增长率(%)	(7.91)	20.29	13.28	11.86	11.21
EBITDA(百万元)	1,014.44	1,130.70	920.79	1,015.89	1,119.34
归属母公司净利润(百万元)	568.23	657.63	739.28	824.11	921.82
增长率(%)	3.31	15.73	12.42	11.48	11.86
EPS(元/股)	0.76	0.88	0.99	1.11	1.24
市盈率(P/E)	16.97	14.67	13.05	11.70	10.46
市净率(P/B)	2.12	2.03	1.88	1.75	1.62
市销率(P/S)	1.58	1.31	1.16	1.04	0.93
EV/EBITDA	2.55	3.55	6.34	4.71	4.18

资料来源：wind，天风证券研究所

证券研究报告

2025 年 08 月 07 日

投资评级

行业	家用电器/厨卫电器
6 个月评级	买入（首次评级）
当前价格	12.97 元
目标价格	14.91 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	743.60
流通 A 股股本(百万股)	661.61
A 股总市值(百万元)	9,644.49
流通 A 股市值(百万元)	8,581.09
每股净资产(元)	6.64
资产负债率(%)	42.97
一年内最高/最低(元)	13.13/8.13

作者

周嘉乐 分析师
SAC 执业证书编号：S1110525060005
zhoujiale@tfzq.com

宗艳 分析师
SAC 执业证书编号：S1110522070002
zongyan@tfzq.com

赵嘉宁 分析师
SAC 执业证书编号：S1110524070003
zhaojianing@tfzq.com

金昊田 分析师
SAC 执业证书编号：S1110525050003
jinhaotian@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

内容目录

1. 燃气起家多元拓展，内部治理持续优化.....	5
1.1. 深耕厨电三十余载，技术创新引领行业升级	5
1.2. 热水厨电并重，国内外双轮驱动	6
1.3. 管理层年轻化+职业化，股权激励焕发活力	7
2. 热水器：“存量换新+增量创新”成为行业主题.....	9
2.1. 产业链：中游厂商分化竞争，下游零售转向存量市场	9
2.1.1. 上游：劳动密集型行业，铜、钢、铝为主要原材料	10
2.1.2. 中游：国产替代进行，高端亟待突围	10
2.1.3. 下游：下沉市场潜力大，机会与挑战并存	12
2.2. 产品：政策引领行业升级，功能全方位竞争	13
2.2.1. 政策激活燃热、大容量、高效产品需求	13
2.2.2. 消费者需求变化迅速，产品功能全方位竞争	15
3. 万和：内销积极进取跑赢行业，外销坚定走厨热出海之路	16
3.1. 产品核心零部件自制，均价提升潜力大	16
3.2. 内销网络多元发展，坚定推进出海战略	18
4. 财务分析：锻造优质高效经营，现金流支撑高比例分红.....	20
4.1. 经营向上，公允价值波动影响业绩	20
4.2. 货币资金稳定，偿债能力出色	23
4.3. 现金流支撑高分红，存货/账款周转领先	24
5. 盈利预测与投资建议.....	26
6. 风险提示.....	27

图表目录

图 1：万和热水器发展历程	5
图 2：万和电气分品类营收结构	6
图 3：万和电气分品类毛利率	6
图 4：万和电气分区域营收结构	7
图 5：万和电气分区域毛利率	7
图 6：万和电气股权结构（截至 2025 年 7 月 20 日）	7
图 7：按能源划分的水器类型	9
图 8：热水器产业链全景图	10
图 9：不锈钢和铝的国内现货领先价格（元/吨）	10
图 10：阴极铜的国内现货领先价格（元/吨）	10
图 11：燃气热水器线上销额市占率	11
图 12：燃气热水器线下销额市占率	11
图 13：2025Q1 国内品牌燃热线上线下销售均价	12

图 14: 2025Q1 国内品牌电热线上线下销售均价	12
图 15: 燃热线上头部外资品牌零售均价 (元/台) & 价格指数	12
图 16: 电热线上头部外资品牌零售均价 (元/台) & 价格指数	12
图 17: 2014-2025Q1 燃热+电热零售额及同比增速	13
图 18: 2014-2025Q1 燃热+电热零售量及同比增速	13
图 19: 2014-2025Q1 燃热+电热产品零售均价及同比增速	13
图 20: 2018-2025Q1 燃热产品渗透率走势	14
图 21: 2023-2025Q1 燃热&电热产品零售均价及同比增速	14
图 22: 2023-2025M4 燃热线上、线下重点容积零售额占比	14
图 23: 2023-2025M4 电热线上、线下重点容积零售额占比	14
图 24: 2024 年国补前后一级能效燃热零售额的占比变化	15
图 25: 万和净肤相关的燃气热水器和电热水器	16
图 26: 2022-2025Q1 燃热行业及龙头品牌线上零售均价 (元/台)	16
图 27: 2022-2025Q1 燃热行业及龙头品牌线下零售均价 (元/台)	17
图 28: 万和多品类产品线	17
图 29: 万和电气 25Q1 其他产品线上渠道销售额和市占率	18
图 30: 万和电气 25Q1 其他产品线下渠道销售额和市占率	18
图 31: 万和电气产研能力优越	18
图 32: 2022-2025Q1 万和燃热线下销售额的市场级别对比	19
图 33: 2022-2025Q1 万和燃热线上销售额各电商市占率对比	19
图 34: 2022-2025Q1 万和燃热线下销售额各渠道市占率对比	19
图 35: 万和内外销毛利率对比	20
图 36: 2019-25Q1 万和电气营业总收入及增速	21
图 37: 2019-25Q1 万和电气归母净利润及增速	21
图 38: 2019-25Q1 万和电气扣非归母净利润及同比增速	21
图 39: 各厨电公司毛利率对比	22
图 40: 各厨电公司归母净利率对比	22
图 41: 2020-2025Q1 万和与可比公司销售费用率对比	22
图 42: 2020-2025Q1 万和与可比公司管理费用率对比	22
图 43: 2020-2025Q1 万和与可比公司研发费用率对比	22
图 44: 2020-2025Q1 万和与可比公司财务费用率对比	22
图 45: 万和电气公允价值变动净收益 (亿元)	23
图 46: 2020-25Q1 万和电气与可比公司货币资金占总资产比例	23
图 47: 万和电气资产负债率、总资产、总负债 (亿元, %)	24
图 48: 万和电气流动负债和偿债类指标 (亿元, %)	24
图 49: 2020-2025Q1 万和电气经营、投资、筹资活动产生的现金流量净额 (亿元)	24
图 50: 2011-2024 历年分红明细	25
图 51: 2020-2025Q1 万和电气及同行业公司存货周转天数变化情况 (天)	25
图 52: 2020-2025Q1 万和电气及同行业公司应收账款周转天数变化情况 (天)	25
图 53: 2020-2025Q1 万和电气及同行业公司应付账款周转天数变化情况 (天)	26

表 1: 管理层年轻化, 加速向职业经理人模式转变	8
表 2: 各类型热水器的优劣势	9
表 3: 热水器产品主要迭代趋势	15
表 4: 泰国和埃及工厂规划	20
表 5: 万和电气 2020-2027E 分产品拆分情况	26
表 6: 万和电气可比公司估值情况	27

1. 燃气起家多元拓展，内部治理持续优化

广东万和电气聚焦厨卫电器领域，主营业务涵盖热水器和其他生活厨电产品的 OBM/OEM/ODM，同时深耕新能源在厨卫领域的研究和应用。除国内制造和销售以外，产品同时销往欧美和东南亚国家。公司一方面实施“高端化+绿色化”战略，适应当前高端化和场景化的行业趋势，打造低碳节能、舒适健康的产品；另一方面，依托数智化转型，以“厨房+卫浴”场景为核心，应用传感、多模态、边缘计算等技术，赋能厨卫空间的场景生态。

1.1. 深耕厨电三十余载，技术创新引领行业升级

万和集团于 1993 年在佛山市顺德区成立，随后以旗下万和有限为主体，以资产重组的方式整合了集团下厨卫电器的相关业务。公司坚持以**燃气具为核心、厨电为支撑**推进产品的研发、生产和销售。在产品内销方面，公司主要采用 OBM 的方式，通过自营与经销商相结合的模式进行销售。在出口业务中，早期主要采用 ODM 或 OEM 方式，合作对象包括美国户外用品公司 Coleman、欧洲户外用品公司 Campingaz、美国烤炉公司 Weber-Stephen Products Co.、埃及热水器公司 UNIVERSAL CO. FORENGINEERING INDUSTRIES 等知名品牌，公司正在积极布局 OBM 全球化，提升公司自主品牌的全球影响力。

公司作为燃气具发展的推动者，为行业发展做出了重要贡献，发展历程划分为五大阶段：

• 1993-2002 年

万和集团以燃气热水器为核心起家，公司在这一时期迈出了国际化战略的第一步，开始承接海外市场燃气烧烤炉的 OEM 业务，成立了海外事业部，并在加拿大投资成立 Bradely 公司。

• 2003-2010 年

2003 年，万和燃气热水器跃居同类产品市场综合占有率榜首，并于 2009 年完成股份制改革。在此期间，斩获了多项省级、国家级殊荣，启动了新能源领域的战略探索。

图 1：万和热水器发展历程



资料来源：公司官网，天风证券研究所

• 2011-2019 年

2011 年，万和电气在深交所挂牌上市，同步实现全自动生产线投产。

2014 年，首发低氮氧化物技术和云智能技术，推动产品升级。

2017 年，发布“全预混燃气自适应技术”和“循环热水技术”，同年在阿塞拜疆开业首家海外专营店，次年在泰国曼谷落地产品体验店。

2019 年，万和在北京宣布围绕 Resideo 旗下霍尼韦尔家具品牌达成全球战略合作伙伴关系。

• 2020-2023 年

2021 年，与阿里云、钉钉达成战略合作协议，共同打造数字化转型标杆；同年发布全线富氢天然气型家用燃气具，并于线上线下同步推出搭载鸿蒙智联系统的水热水器。紧跟 2021 东京奥运会的热点，签约孙颖莎作为品牌代言人，并与爱奇艺合作推出全新综艺节目《机智的恋爱》。

2022 年，与中国电信佛山分公司共建 5G 数字化工厂，并与华为终端签署全屋智能合作备忘录。

2023 年，与中国航空气动力技术研究院开展联合空气动力的研究与创新，同年在泰国落地了万和第一个海外制造基地；随后与百度智能云合作，推出行业首位数字代言人-Yona，赋能品牌标签。

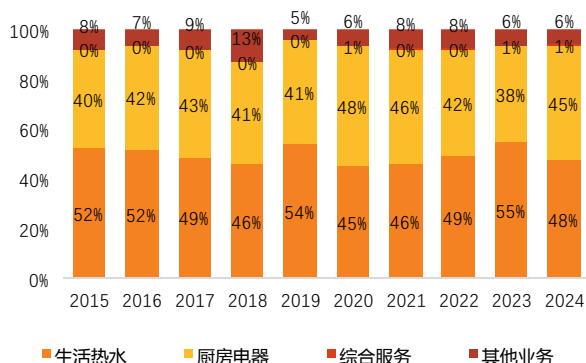
• 2023 年至今

稳步推进海外工厂（泰国、埃及等）及俄罗斯自有品牌，加快海外自主品牌建设。聚焦新能源产业培育（空气能、电热、氢能），持续优化产品结构的同时，推动新品类发展与弱势品类突破。深化品牌与超高势能 IP（如欧洲杯、奥运会、《狂飙》）的联动，加大小红书、抖音等平台的投入力度。

1.2. 热水厨电并重，国内外双轮驱动

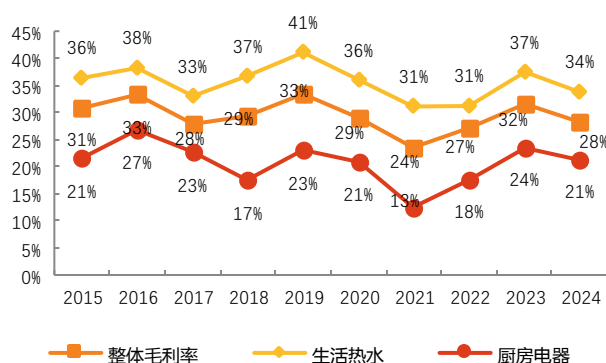
热水器和厨房电器业务各占半壁。公司业务结构基本稳定、两大主业规模相当，其中厨房电器产品主要包括集成灶、壁挂炉、烟灶具、洗碗机、油烟机等，公司不断提升产品丰富度，坚定培育新能源产业（空气能+电热+氢能）。盈利能力方面，公司优势业务生活热水的毛利率领先，2024 年达到 33.9%，厨房电器毛利率稍低。

图 2：万和电气分品类营收结构



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 3：万和电气分品类毛利率

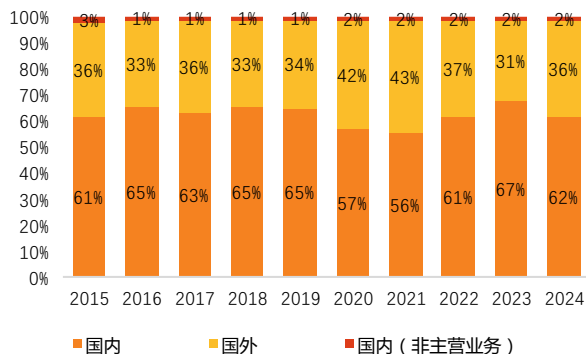


资料来源：Wind，天风证券研究所

内销业务占六成，外销业务有望提升。公司当前仍以内销为主，2024 年内/外销占比分别为 62%/36%，外销产品主要包括 OEM/ODM 的燃气烤炉、热泵等，同时公司持续培育海外自主品牌运营能力。2024 年公司国内收入增速 10%，在地产承压背景下实现逆势增长，显

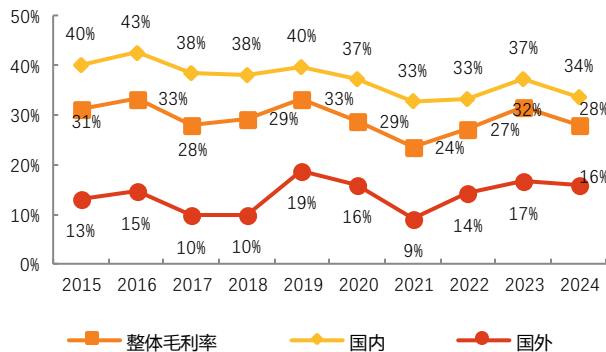
著跑赢国内厨电行业 and 大部分可比公司；海外收入增速达 41%，印证了公司“海外优先”的策略和决心。盈利能力方面，2024 年公司国内/海外业务毛利率分别达到 34%/16%，国内盈利能力更优，趋势上 2021 年至今国内外毛利率均呈波动改善态势。

图 4：万和电气分区域营收结构



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 5：万和电气分区域毛利率

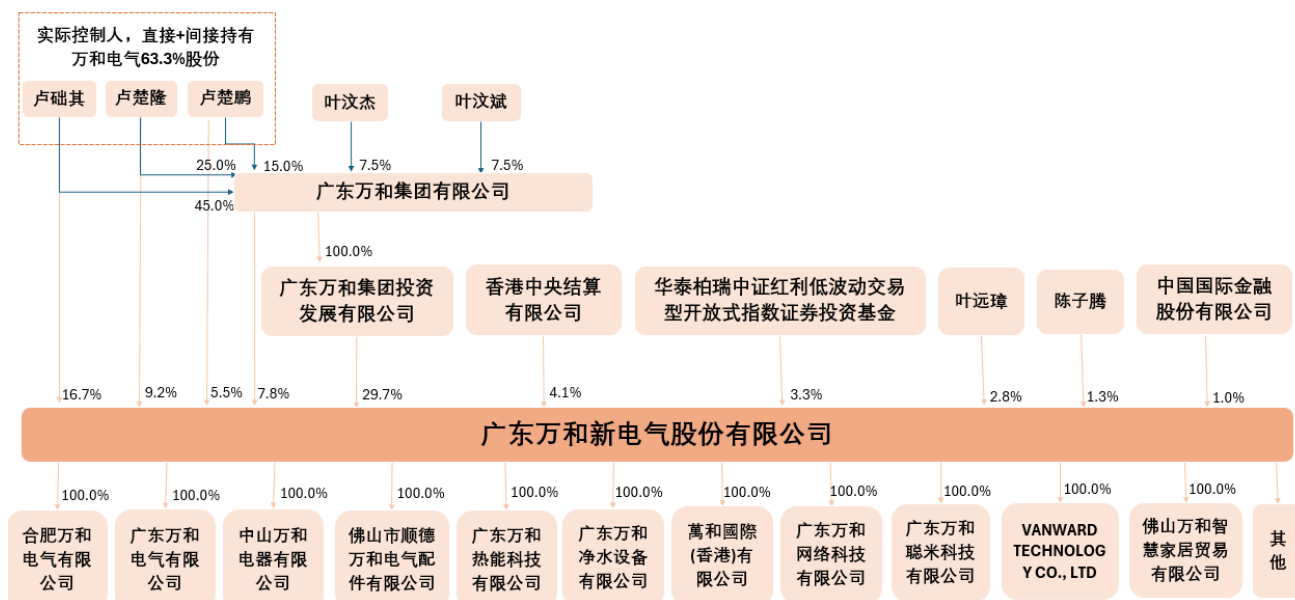


资料来源：Wind，天风证券研究所

1.3. 管理层年轻化+职业化，股权激励焕发活力

公司股权结构稳定，截至 2025 年 7 月 20 日，实控人卢础其、卢楚隆、卢楚鹏直接及间接持股 63.3%。公司实控人卢础其、卢楚隆、卢楚鹏三人为兄弟关系，叶远璋为公司创始人卢础其的徒弟，直接持有公司股份 2.8%；叶远璋两子叶汶斌和叶汶杰分别间接持有公司股份 2.8%，父子合计持股 8.4%。

图 6：万和电气股权结构（截至 2025 年 7 月 20 日）



资料来源：Wind，天风证券研究所

管理层年轻化，加速向职业经理人模式转变。2022 年 7 月，创始人长子卢宇聪（YUCONGLOUIELU）接任公司董事长，截至 2024 年底，卢宇聪暂无持股，董事会成员卢楚鹏之子卢宇凡任董事、副总裁兼董事会秘书。换届后的管理层更加年轻化，创新营销能

力及市场敏锐度随之提升，助力公司经营活力释放。2022 年 11 月，赖育文正式接任公司总裁一职，赖育文曾就职于美的集团，曾任美的厨房电器事业部微波炉公司总经理、美的厨房电器事业部副总经理兼厨具公司总经理、美的家用空调事业部制造副总经理、美的环境电器事业部总经理、美的集团产品与供应链总监等职务，在家电领域有着 20 年以上的工作经历，具有良好的专业素养和丰富的行业经验。赖育文自上任以来积极推行营销业务改革、价值链降本、数字化转型等变革，提升了运营效率、减少了中间环节成本、优化了产品制造过程。从行业头部企业引入核心高管有望打破公司传统的经营管理模式，加速由传统家族企业向职业经理人模式转型。

表 1：管理层年轻化，加速向职业经理人模式转变

姓名	职位	出生年份	任职日期	个人简历
YU CONG LOUIE LU	董事长	1979	2015年12月21日	2010年至今：广东万和新电气股份有限公司（历任区域经理、市场部长、小家电事业部总经理、品牌部部长、国内营销中心副总经理、总裁助理、董事兼总裁、董事长等职务）
卢楚隆	副董事长	1956	2009年9月1日	公司发起人股东之一；卢础其先生、卢楚隆先生、卢楚鹏先生为兄弟关系，与YU CONG LOUIE LU先生、杨颂文先生、卢宇凡先生系亲属关系
卢宇凡	董事，副总裁兼董秘	1986	2017年4月19日	2014年8月至2015年8月：佛山市宏图中宝电缆有限公司销售总监； 2015年8月至2017年4月：广东万和新电气股份有限公司总裁助理； 2017年4月至今：历任广东万和新电气股份有限公司副总裁兼董事会秘书、董事职务
叶汶斌	董事	1996	2022年7月5日	2018年1月至2018年10月：深圳顺创产业加速器股份有限公司运营经理； 2018年10月至2021年3月：广东用心网络科技有限公司副总经理； 2021年3月至今：广东顺德优品环保科技有限公司执行公司事务的董事兼经理
廖鸣卫	独立董事	1959	2019年4月9日	曾任广东轻工机械集团公司纪检审计监察部部长； 现任中共广东省轻工行业联合总支委员会书记、广东省轻工联合会会长职务
徐言生	独立董事	1967	2019年4月9日	1988年7月至1993年5月：广州万宝集团设计师职务； 1993年6月至2003年5月：广东长城建设集团技术部经理职务； 2003年6月至今：顺德职业技术学院教授、广东省热泵工程技术研究中心主任
陈志坚	独立董事	1975	2022年7月5日	2003年1月至2007年11月：惠州市华阳集团股份有限公司内审主管； 2008年11月至2014年12月：深圳邦德会计师事务所（普通合伙）所长； 2014年12月至2015年12月：中准会计师事务所（特殊普通合伙）深圳分所合伙人； 2016年1月至今：上会会计师事务所（特殊普通合伙）广东分所所长兼合伙人
黄平	监事会主席	1987	2022年7月5日	2011年3月至2021年10月：公司法务风控部副总监； 2016年2月至2021年10月：历任广东鸿特科技股份有限公司监事、董事兼副总经理；2022年3月至今：历任广东鸿特科技股份有限公司副总经理兼董事会秘书、董事
王如成	监事	1982	2022年7月5日	2020年1月至2020年12月：广东梅赛思科技有限公司营销中心总经理； 2021年1月至今：历任广东万和新电气股份有限公司热水热能事业部副总经理、供应链中心副部长、供应链中心总监
周宝江	职工监事	1990	2023年8月31日	2019年11月至今：历任公司法律风控部法务专员、法律风控部经理
赖育文	总裁	1977	2022年10月28日	2000年7月至2008年10月：任日电集团美的微波炉电器事业部配件车间技术员、生产计划经理、工厂厂长、供应链部长等职务； 2008年10月至2020年10月：历任美的厨房电器事业部微波炉公司总经理、副总经理兼厨具公司总经理、美的家用空调事业部制造副总经理、美的环境电器事业部总经理、美的集团产品与供应链总监； 2021年1月至2022年8月：九江柔安科技管理有限公司执行总经理； 2022年9月至今：历任公司副总裁、总裁职务
卢楚鹏	副总裁	1958	2009年9月1日	2006年至今：广东万和新电气股份有限公司（历任监事会主席、董事、副总裁等职务）
杨颂文	副总裁	1976	2015年1月5日	1998年至2009年：历任香港IT行业编程员、高级编程员、系统分析师、销售及业务发展总经理； 2009年至今：历任广东万和新电气股份有限公司营销管理中心副总监、海外事业部总经理、国际营销中心总经理、副总裁等职务
谢瑜华	财务总监	1972	2023年9月18日	1996年7月至1999年3月：新疆独山子石油化工总厂计财部； 1999年4月至今：历任广东万和集团有限公司审计部审计员、广东万和电器有限公司财务部部长和销售支持部部长、广东万和新电气股份有限公司审计监察部部长、职工监事和财务总监

资料来源：Wind，公司年报，天风证券研究所

发布 2024 年员工持股计划（草案），绑定核心高管，收入及盈利均为考核重心。2024 年，公司审议通过员工持股计划（草案），截至 24 年 12 月 9 日，员工持股计划实际认购对象 31 名，包括公司高管及核心管理人员等，授予股票数量 512 万股。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，2024 年已经完成激励目标。业绩考核对应 24-26 年收入增速分别为 10%/10%/10%，扣非后净利润增速分别为 5%/5%/5%，彰显公司长期、稳健的发展信心。

2. 热水器：“存量换新+增量创新”成为行业主题

热水器发展逾百年，燃热切换电热是当前国内市场主要特征。热水器已有超百年的发展历史，最早诞生于 19 世纪末的美国和欧洲。1979 年，国内第一台“玉环”燃气热水器问世，1988 年国内第一台可以用于洗澡场景的电热水器研发成功。整体热水器市场经过长期培育，伴随居民对生活热水日益增长的需求，产品结构逐步从早期的燃热独占市场到燃热、电热、太阳能/空气能热水器等多品类发展的局面。热水器的功能定位逐步由最初的洗浴功能，扩展至厨房热水供应，进一步升级为家庭采暖系统和热水供应中心。目前，技术成熟且稳定的电储水热水器和燃气热水器是国内主流的水热水器类型。

图 7：按能源划分的水热水器类型



资料来源：奥维云网公众号，万和官网，天风证券研究所

表 2：各类型热水器的优劣势

热水器类型	优势	劣势
电储水热水器	均价较低、安装简单	需要提前加热且加热时间长
燃气热水器	即开即用、恒温 and 零冷水等使用体验提升、无需安装储水设备体积小	安装需保证通风和安全，装修后安装较为复杂
即热式电热水器	精致小巧，安装条件充分且便捷	功率较大导致普通住宅线路压力大，水温和出水量在进水温度过低时影响使用舒适度
小厨宝&即热水龙头	使用和安装便捷、价格低	小厨宝长时间加热浪费电，即热水龙头进水温度低时无法保证出水量；产品混杂
壁挂炉	采暖+热水两用、产品成熟度高	后期加装麻烦、使用区域受限
太阳能&空气能热水器	储水量大、能耗低	体积大；空气能产品价格高，太阳能产品冬季几乎不可用

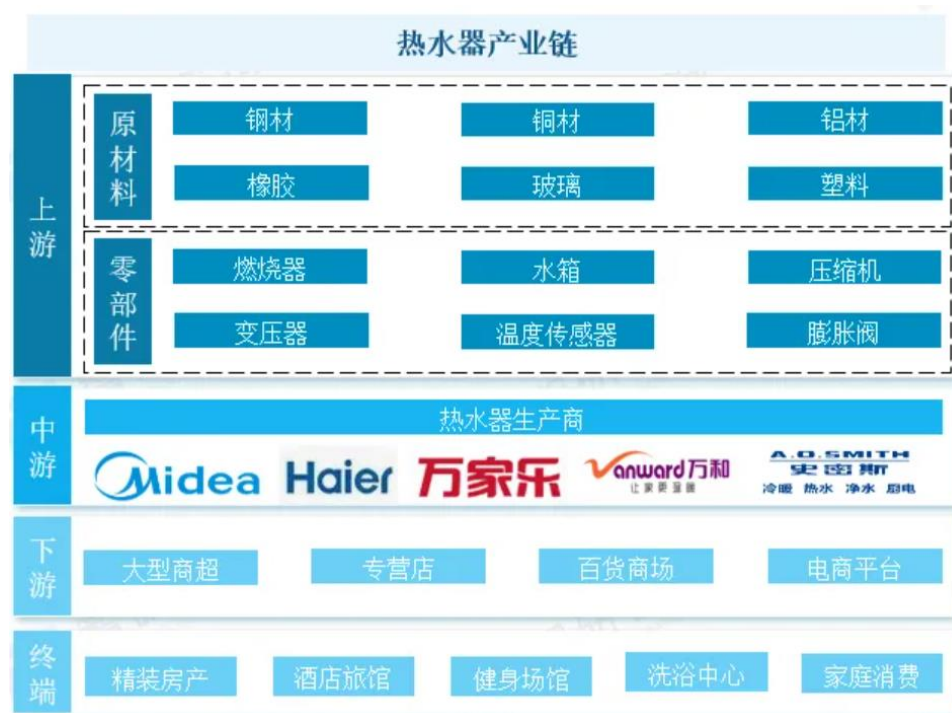
资料来源：奥维云网公众号，天风证券研究所

2.1. 产业链：中游厂商分化竞争，下游零售转向存量市场

热水器产品的产业链覆盖范围广泛，据智研咨询，上游环节主要涵盖原材料供应及零部件制造，原材料包括不锈钢、铜、铝等，用以制作燃烧器、水箱、压缩机等零部件。中游为热水器制造企业，开展设计、研发、品牌建设、售后等业务和服务，主流热水器产业链的中游企业有美的、海尔、万和、万家乐、A.O.史密斯等知名品牌。下游则为多元化的销售渠道，涵盖传统实体渠道（比如大型商超、专营店等）及新兴的电商平台，延伸至终端的

具体场景，如精装房产、酒店旅店、健身场馆等。

图 8：热水器产业链全景图

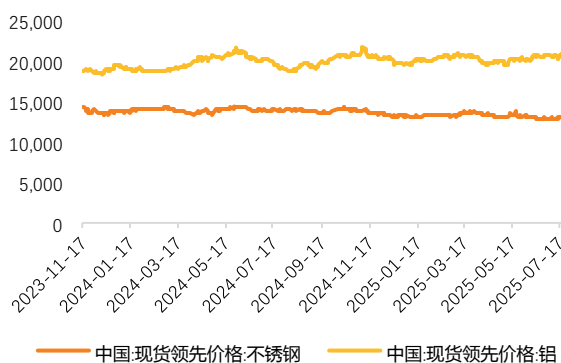


资料来源：智研咨询公众号，天风证券研究所

2.1.1. 上游：劳动密集型行业，铜、钢、铝为主要原材料

家电属于劳动密集型行业，原材料的价格波动会对中游生产商的经营业绩带来影响。电热水器产品的主要原材料为冷轧板和不锈钢板；燃气热水器产品的主要原材料为铜材，其次是钢材和铝材。从 2023 年 11 月 17 日至 2025 年 7 月 21 日数据来看，与产品主要原材料价格成本相关的金属中，阴极铜的现货价格波动最为显著，从 67678 元/吨累计+17.4%至 79478 元/吨，呈现趋势向上短期波动的特点，不锈钢和铝的价格波动则相对平稳，分别累计-8.4%和+11.4%。

图 9：不锈钢和铝的国内现货领先价格（元/吨）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 10：阴极铜的国内现货领先价格（元/吨）

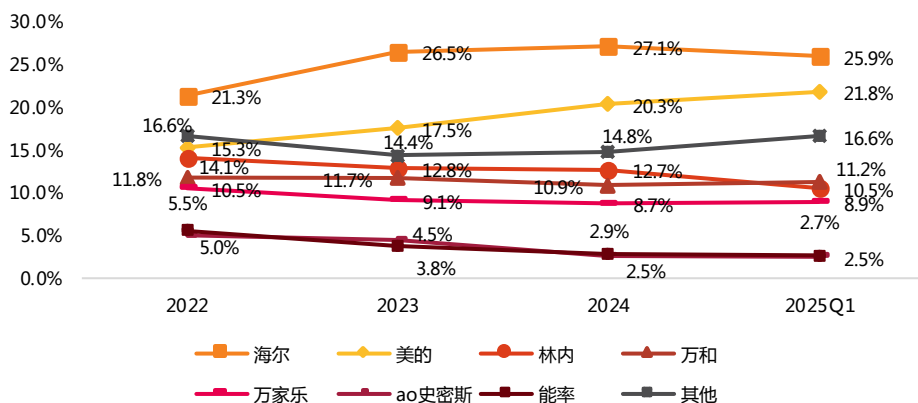


资料来源：Wind，天风证券研究所

2.1.2. 中游：国产替代进行，高端亟待突围

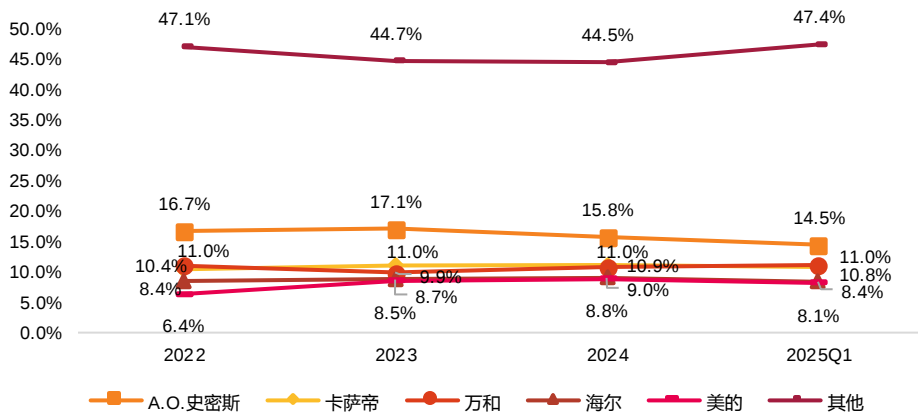
制造环节没有明显壁垒，品牌端国产替代空间和趋势明显，万和位列线上线下销额前三。据奥维云网数据，燃热线上头部品牌集中度较高，线下竞争空间更大，25Q1 燃热线上/线下 CR3 分别为 58.8%/36.2%。线上方面，头部品牌 TOP3 分别为海尔、美的和万和，销额市占率分别为 25.8%/21.8%/11.2%，分别同比-0.7/+0.2/-1.1pcts，国产品牌率先在线上市场实现替代；线下方面，TOP3 品牌分别为 A.O.史密斯、万和和卡萨帝，销额市占率分别为 14.5%/10.9%/10.7%，分别同比-0.3/+0.3/+0.8pcts。

图 11：燃气热水器线上销额市占率



资料来源：奥维数据罗盘，天风证券研究所

图 12：燃气热水器线下销额市占率

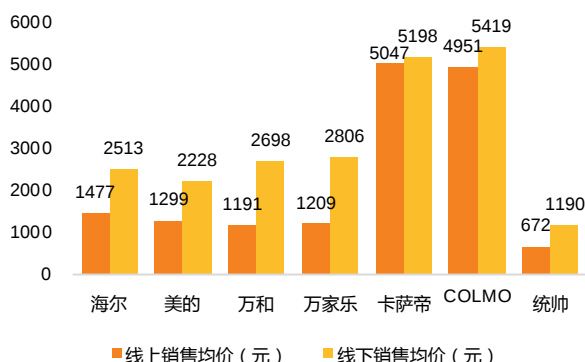


资料来源：奥维数据罗盘，天风证券研究所

国内热水器行业主要参与者是专业厨卫电器企业、综合性家电企业以及外资厨卫品牌企业这三大类型的企业，国内多元品牌背后母公司较为集中。海尔旗下品牌海尔、卡萨帝、LEADER 涉及热水器相关业务，分别对应主流市场、高端市场、细分（年轻人）市场，其中卡萨帝主攻燃热电热的线下市场，LEADER 则主要集中于电热的线上市场，2025Q1 LEADER 电热的线上销额市占率为 16.4%（同比+11.0pcts）；美的渠道覆盖线下超 5 万家门店，旗下品牌美的、COLMO、华凌均涉及燃热与电热的相关产品。美的热水器更多聚焦于中低价产品，旗下华凌品牌市场占有率较低，COLMO 则专注于高端家电，COLMO 2025Q1 在燃气热水器线下销售额的市占率为 7.9%。万和全球拥有七大基地，渠道资源分布在全国 32 个省、市、自治区，业务覆盖全国 330 多个地级市和 2000 个县级地区，2025Q1 在燃气热水器线上、线下的销售额占有率分别为 11.2%（同比-1.0pct）、10.9%（同比+0.3pct），位列第三和第二；万家乐依靠顺德、长沙、中山三大产业园，销售分布 20 多个国家和地

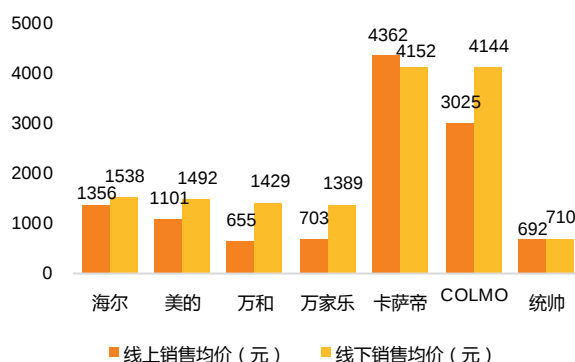
区，国内涵盖 30 余个服务中心和 500 多家服务网点，其 2025Q1 在燃气热水器线上线下的销售额占有率为 8.9%（同比-0.33pct）和 9.1%（同比+0.6pct），分别位列第五和第四。

图 13：2025Q1 国内品牌燃热线上线下销售均价



资料来源：奥维数据罗盘，天风证券研究所

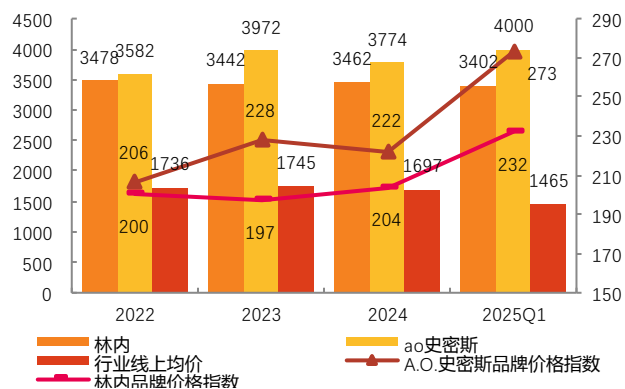
图 14：2025Q1 国内品牌电热线上线下销售均价



资料来源：奥维数据罗盘，天风证券研究所

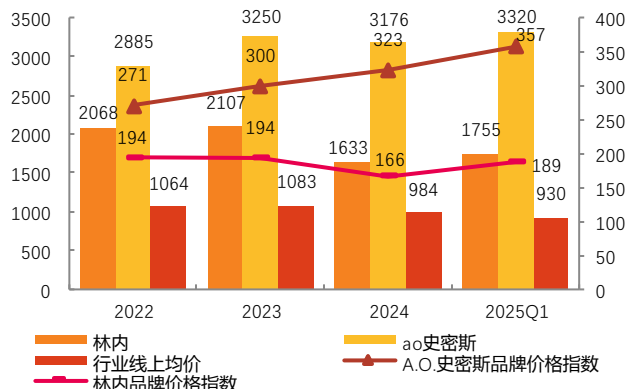
外资品牌定位高端，线下&工程渠道占优，份额逐渐让与内资。A.O.史密斯是北美最大的家用和商用热水设备、水净化及锅炉制造商之一，于 1998 年进入中国市场，国内总部设 在南京，运营三家现代化工厂和一家全球研发中心，品牌定位中高端，主攻中国线下市场。 据奥维云网数据，多年来公司在中国燃热线下市场销售额市占率第一，24 年份额同比 -1.3pcts。**林内：**1993 年日本林内和上海燃气集团共同投资成立上海林内有限公司，多年 以来林内将燃热业务放在核心位置，主要定位于高端市场。据奥维统计，2025Q1 国内精 装修市场燃气热水器产品中，林内以 22.8%的市场份额领先。

图 15：燃热线上头部外资品牌零售均价（元/台）&价格指数



资料来源：奥维数据罗盘，天风证券研究所

图 16：电热线上头部外资品牌零售均价（元/台）&价格指数



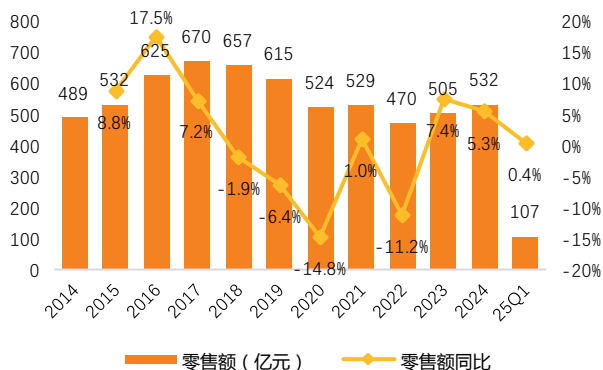
资料来源：奥维数据罗盘，天风证券研究所

2.1.3. 下游：下沉市场潜力大，机会与挑战并存

热水器逐步进入存量市场，24 年以旧换新政策拉动量额双增。2016-2019 年间，热水器行业的主要品类每年零售规模和零售量超过 600 亿元和 3700 万台，2023 年零售规模减至 505 亿元和 2993 万台。2023 年城乡居民热水器的每百户拥有量分别为 100.6 和 85.5 台，下沉市场的保有量仍存在提升空间，整个市场呈现“一二线换新，三四线普及”的趋势。2024 年 9 月，“以旧换新”政策推出对市场形成显著拉动效应，据奥维云网数据显示，24Q4 热水器零售额同比+15.5%（24Q1-Q3 同比+0.7%），零售量同比+9.3%（24Q1-Q3 同比+3.1%），逆转前三季度均价下滑的趋势，最终 2024 年全年行业零售额达 532 亿元，同比+5.3%；零

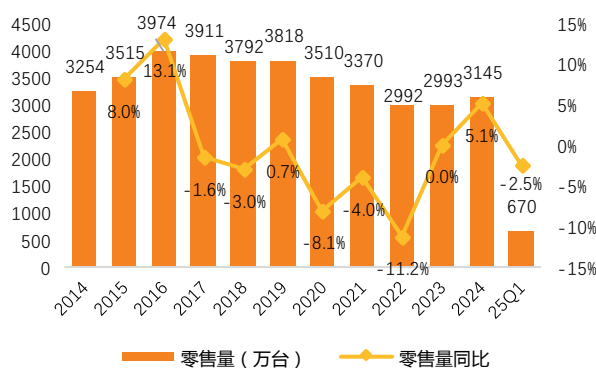
销量 3145 万台，同比+5.1%。尽管政策持续发力，今年以来行业整体增长有所趋缓，整体处于“存量优化+增量创新”时期，2025Q1 热水器零售额 107 亿元，同比+0.4%；零售量 670 万台，同比-2.5%。

图 17：2014-2025Q1 燃热+电热零售额及同比增速



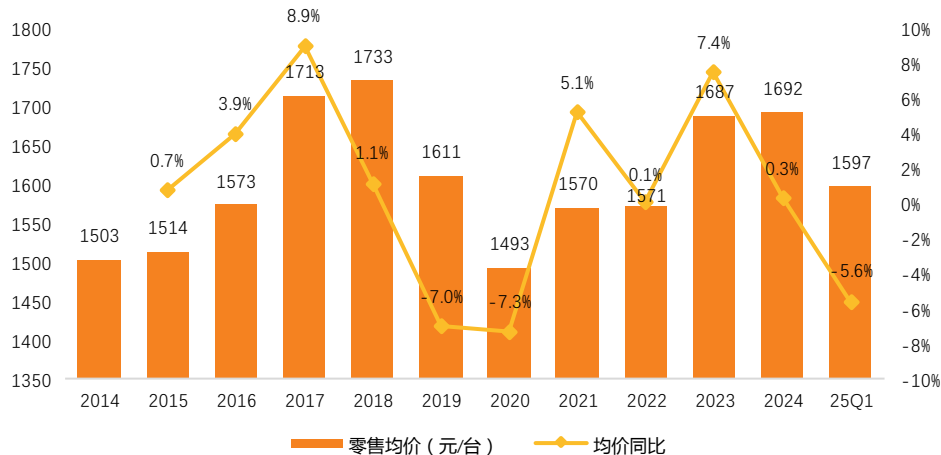
资料来源：奥维云网公众号，天风证券研究所

图 18：2014-2025Q1 燃热+电热零售量及同比增速



资料来源：奥维云网公众号，天风证券研究所

图 19：2014-2025Q1 燃热+电热产品零售均价及同比增速



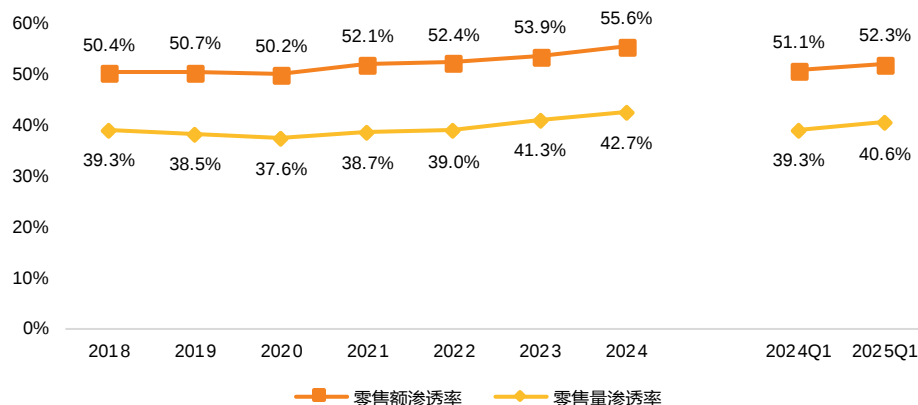
资料来源：奥维云网公众号，天风证券研究所

2.2. 产品：政策引领行业升级，功能全方位竞争

2.2.1. 政策激活燃热、大容量、高能效产品需求

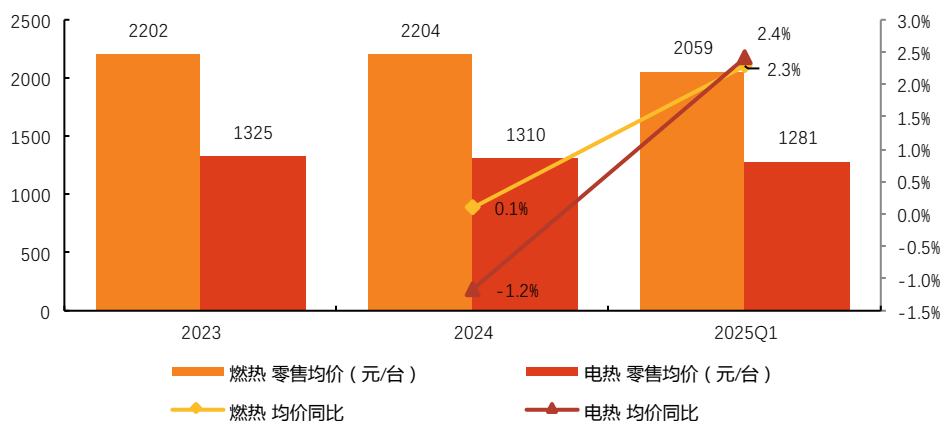
电热表现不及燃热，燃热渗透率持续提升。消费者对于选择电热或燃热用于家庭热水的供应取决于自身对能源消耗、安装条件、价格等方面的考量，两种产品处于竞争和替代关系。燃热由于其便捷性、连续供热以及长期运行成本更低等特点，市场份额呈现加速扩大趋势，据奥维云网数据，2024 燃热/电热零售量分别同比+8.7%/+2.5%，25Q1 燃热/电热零售量分别同比+0.6%/-4.5%。**燃热表现整体优于电热且政策对其零售端拉力更加明显**，电热产品客单价较低，政策补贴效果不如燃热，且燃热盈利能力更强，品牌和渠道积极推广。

图 20：2018-2025Q1 燃热产品渗透率走势



资料来源：奥维云网公众号，天风证券研究所

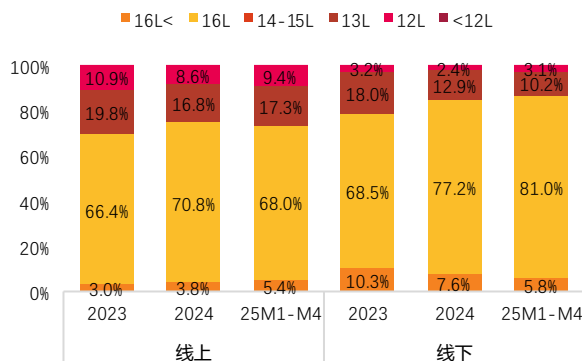
图 21：2023-2025Q1 燃热&电热产品零售均价及同比增速



资料来源：奥维云网公众号，天风证券研究所

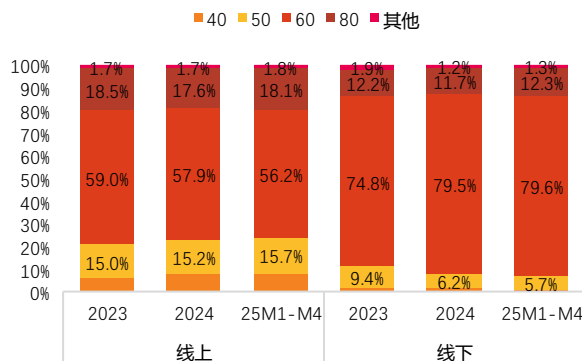
线下渠道容积升级趋势明显，燃热/电热向 16L/60L 集中。热水器的产品结构不断变化，在热水器容积方面，消费者购买特定参数产品的趋势愈发集中。燃热方面，16L 主流升数地位稳固，奥维云网数据显示，2025M1-M4 燃气热水器线上 16L 产品零售额占比为 68.0%，线下零售额占比达 81.0%。电热方面，容积持续集中于 60L 产品，2025M1-M4 电热线上 60L 产品零售额占比为 56.2%，线下零售额占比达 79.6%。

图 22：2023-2025M4 燃热线上、线下重点容积零售额占比



资料来源：奥维数据罗盘，天风证券研究所

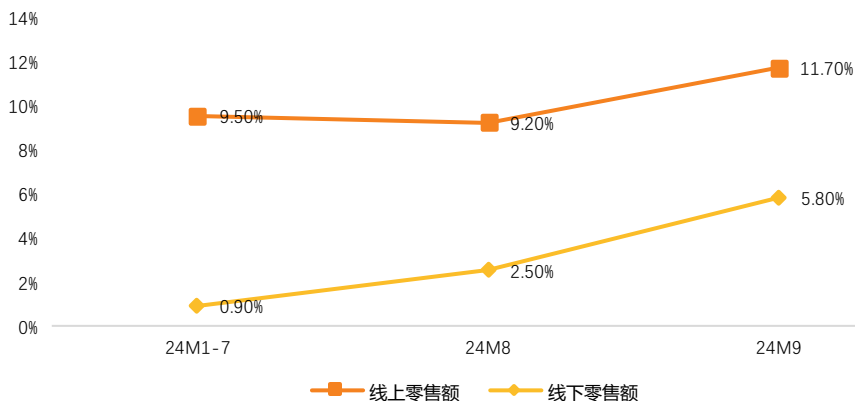
图 23：2023-2025M4 电热线上、线下重点容积零售额占比



资料来源：奥维数据罗盘，天风证券研究所

政策激活高效产品需求。自 2024 年 8 月底发布以旧换新工作的通知开始，各地对购买 2 级及以上能效/水效家电的个人消费者给予补贴，政策刺激了高效产品的消费需求，燃热一级能效产品占比有明显增长，但仍有提升空间。一级能效与二级能效热水器之间对于用户的日常体验来讲差异不大，一级能效燃气热水器须增配零部件，因此燃气热水器市场长期以来由二级能效产品为主导，消费者能够选择的一级能效产品种类有限，我们认为品牌方唯有通过产品和成本的不断优化，才能在竞争中抢占先机。

图 24：2024 年国补前后一级能效燃热零售额的占比变化



资料来源：奥维云网公众号，天风证券研究所

2.2.2. 消费者需求变化迅速，产品功能全方位竞争

产品在外观、节能、体验等方面不断优化。在当下颜值经济和用户体验等大方向的驱动下，热水器产品在外观设计、恒温体验、健康元素、能效等各方面不断优化。以旧换新政策的推出，更使消费者换新成本降低，叠加消费者对品质生活的要求逐渐提高，推动市场向细分场景的产品转型。消费者的需求变化迅速，在以往追求静音和增压的基础上，如今部分品牌已将燃热产品的健康概念从“净水”提升至“养肤”。这一转变不仅体现了产品功能上的深化，也标志着用户体验在应用场景中的全方位升级。

表 3：热水器产品主要迭代趋势

热水器	产品迭代趋势	相关指标
外观	小体积/薄、管道遮瑕/嵌入式、设计款等	24年线上燃热嵌入式产品零售额占比1.6%(22/23年分别1.3%/1.5%)
节能	1级能效、冷凝水处理方案等	25Q1线上燃热冷凝产品零售额占比12.3%，同比增长3.1%，线下零售额占比10.5%，同比增长9.8%
体验	水质净化、养肤、静音、智能化等	25Q1阻垢或过滤滤芯+磁化水零售额占比9.2%；25Q1线上燃热APP控制产品营销额占比61%(22/23/24年分别42.1%/55.6%/59.1%)

资料来源：奥维云网公众号，天风证券研究所

图 25：万和净肤相关的燃气热水器和电热水器



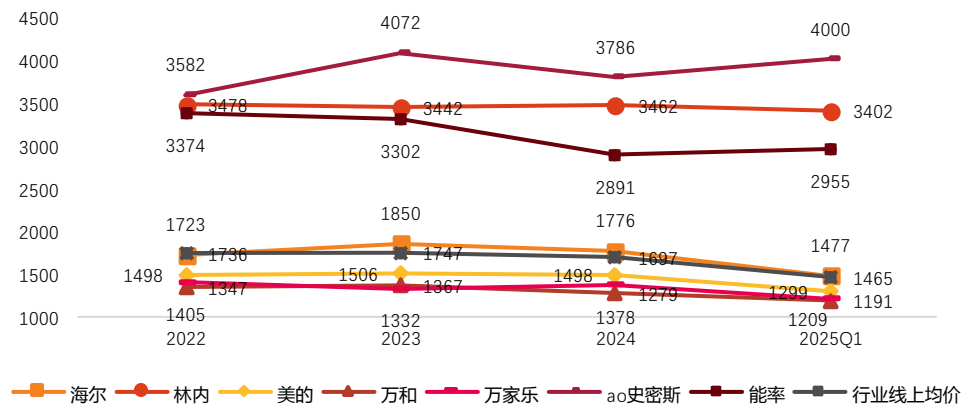
资料来源：万和官方商城微信小程序，天风证券研究所

3. 万和：内销积极进取跑赢行业，外销坚定走厨热出海之路

3.1. 产品核心零部件自制，均价提升潜力大

产品价格定位经济型，具备性价比优势，未来均价仍有较大提升空间。万和品牌燃气热水器的价格定位偏向经济型产品，据奥维云网数据，2025Q1 万和品牌的燃热产品线上/线下零售均价分别 1191/2698 元/台，YoY-9.2%/+5.9%，同期行业线上/线下均价分别为 1465/3451 元/台，万和处头部品牌中较低水平。我们认为公司通过借助高势能 IP 所带来的品牌形象提升、构建研发创新体系建设所带来的 SKU 效率提升、洞察用户需求和产品细分所带来的产品结构优化，未来的销售均价（特别是线下市场）或仍有较大的提升空间。

图 26：2022-2025Q1 燃热行业及龙头品牌线上零售均价（元/台）



资料来源：奥维数据罗盘，天风证券研究所

图 27：2022-2025Q1 燃热行业及龙头品牌线下零售均价（元/台）



资料来源：奥维数据罗盘，天风证券研究所

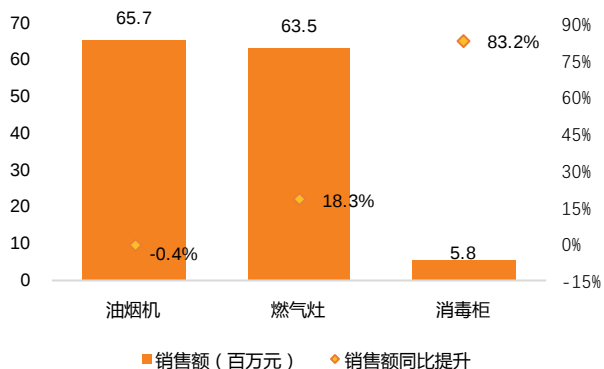
品类多元拓展，打造厨卫生态。产品驱动依然是公司的战略主轴之一，公司一方面持续巩固和发展燃气具专家的领导地位，另一方面向集成灶、烟灶、洗碗机等各类厨电产品延伸，同时坚定培育新能源产业（空气能+电热），积极寻找和拓展新的业务增长机会。在做大做强单品的同时，遵循“单品-套系-场景-生态”发展阶段，不断拓展厨房、卫浴两大空间，成为由单一产品驱动升级为场景生态解决方案的品牌商。

图 28：万和多品类产品线



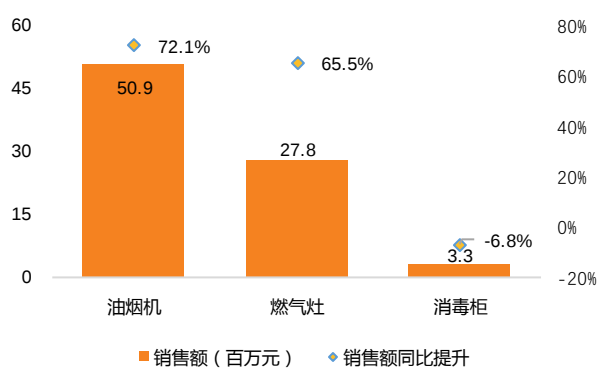
资料来源：公司年度报告，天风证券研究所

图 29：万和电气 25Q1 其他产品线上渠道销售额和市占率



资料来源：奥维数据罗盘，天风证券研究所

图 30：万和电气 25Q1 其他产品线下渠道销售额和市占率



资料来源：奥维数据罗盘，天风证券研究所

关键零部件自制，具备成本优势。公司通过关键零部件自制的后向一体化战略，整体覆盖 98% 核心部件的自研自产，实现燃气热水器的燃气比例阀、燃烧器、热交换器等关键零部件的自制。目前，公司在顺德、高明、中山、合肥等地拥有七大生产基地，占地面积超过 100 万平方米，年产能超过 1500 万台，公司的创新研发和大规模制造能力发挥显著规模效应，筑牢成本领先优势。

图 31：万和电气产能能力优越

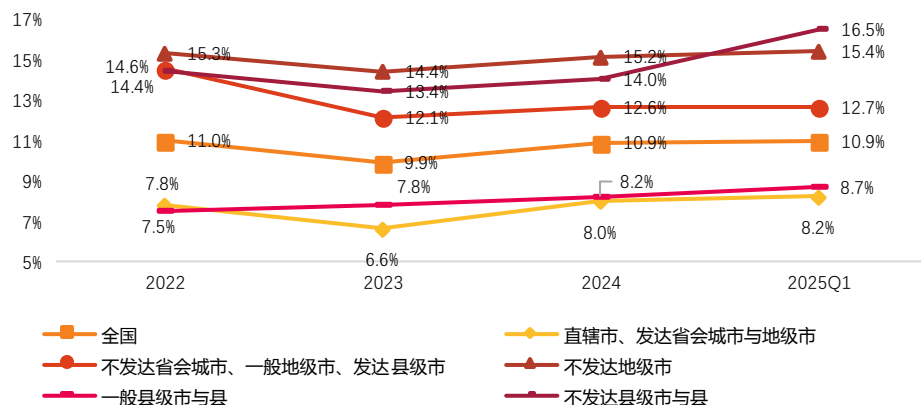


资料来源：公司官网，天风证券研究所

3.2. 内销网络多元发展，坚定推进出海战略

国内销售以三四线城市为主，发达地区竞争力提升。据奥维云网数据显示，2025Q1 公司燃热线下在不发达省会城市（以及一般地级市、发达县级市）、不发达地级市、不发达县级市与县的市占率分别为 12.7%、15.4% 和 16.5%（YOY 分别+0.4/-0.2/+2pcts），高于其在整体市场市占率(10.9%)，万和的品牌定位使其在经济次发达地区具备一定优势。同期公司在直辖市（以及发达省会城市与地级市）和一般县级市与县的市占率达到 8.2%(YoY+0.7pct) 和 8.7%（YoY+0.2pct），在经济较发达地区的竞争力也有所提升。2024 年公司国内收入增速 10%，在地产承压背景下实现逆势增长，显著跑赢国内厨电行业和大部分可比公司。

图 32：2022-2025Q1 万和燃热线下销售额的市场级别对比

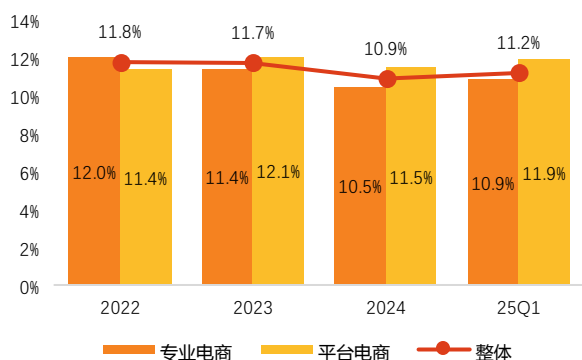


资料来源：奥维数据罗盘，天风证券研究所

过往渠道单一，近年持续拓展新渠道。公司从早期以专卖店和依托于家电连锁卖场、百货商场为主的销售渠道，通过不断的渠道建设和细化，形成立体化布局：目前渠道覆盖连锁专卖店、KA、电子商务、工程采集、建材家装等多重渠道，渠道资源分布在全国 32 个省、市、自治区，业务覆盖全国 330 多个地级市和 2000 个县级地区，实现一级市场覆盖率稳定在 100%，二级市场覆盖率超过 98%，三级到六级市场覆盖率有明显增长。2021 年，公司大力发展“线上+线下”渠道融合的策略，一方面积极扩展京东、天猫、官方自营等渠道的能力，另一方面对传统线下渠道进行深耕。2023 年，公司深耕销售渠道的差异化 and 精细化运营，截至 2024 年底，公司抖音 OMO 系统已介入 1351 账户，完成直播 12313 场、短视频 60786 条，搭建了覆盖全渠道专卖店/KA 的培训体系，实现线下人员支援线上，线上流量反哺线下的全品类渠道协同。

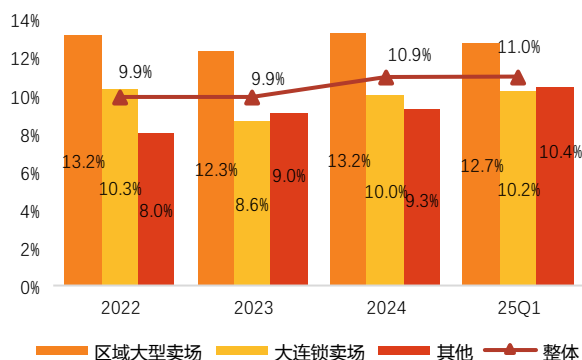
公司以终端和零售为主，在渠道管理上积极推行 DTC 变革，减少“产品-渠道-用户”链路上的中间环节，部分区域试点直营变革。公司坚持以销定产提升渠道效率、以互联网手段提升用户运营，进一步推动零售转型，通过效率与结构的改善对冲市场竞争压力。

图 33：2022-2025Q1 万和燃热线上销售额各电商市占率对比



资料来源：奥维数据罗盘，天风证券研究所

图 34：2022-2025Q1 万和燃热线下销售额各渠道市占率对比



资料来源：奥维数据罗盘，天风证券研究所

自建泰国、埃及两大生产基地，放眼全球市场。2024 年公司将三大战略主轴（产品驱动、效率增长、数智升级）调整为四大战略主轴（产品驱动、效率增长、数智升级、全球运营），着重强调其“全球运营”的战略重点。2019 年，万和在俄罗斯成立分公司（海外经销点），正式宣布全面开拓当地市场，开启海外自主品牌运营的步伐。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。2023 年万和泰国工厂奠基启动，目前已经实现批量生产，同时公司正加速推进泰国工厂的产能提升，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。

志在品牌全球化。在全球运营的节奏上，按照“产品出海-制造出海-品牌出海-资本出海”发展步骤，依托泰国与埃及两大海外基地，在坚持夯实 OEM、ODM 业务优势的基础上，通过跨境电商、布局线下渠道等方式稳步推进 OBM 业务。通过多元产业的周期互补，也可有效应对全球化运营风险。

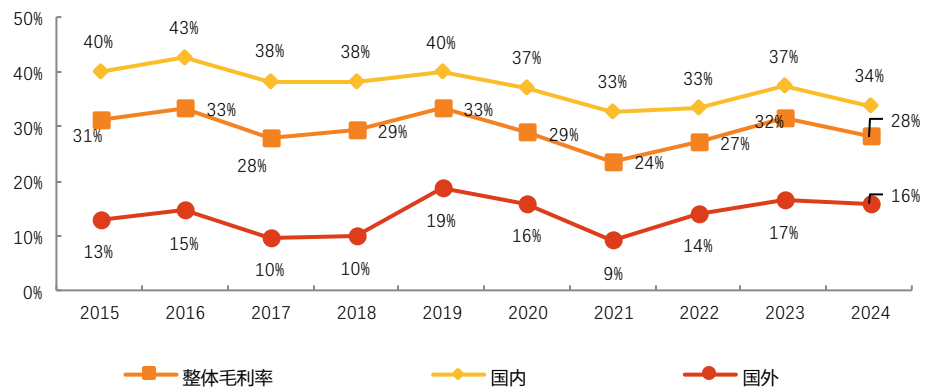
表 4：泰国和埃及工厂规划

国家	奠基时间	投资金额	项目规划	规划产能
泰国	2023年4月24日	不超过 2.53亿元人民币	一期已投产，二期于2025年4月开始试产；三期已成立专项工作组统筹，拟于2026年4月前投产	一期主要设计生产燃气烤炉产品和厨电产品，设计产能为燃气烤炉90万台每年
埃及	2024年1月18日	不超过 1200万美元	于2025年1月正式投入试产	设计年产能为200万套热水器零部件以及50万台热水器整机，产品将销往全球市场，重点辐射欧洲和非洲市场

资料来源：公司官网，Wind，天风证券研究所

外销毛利率低于内销，海外盈利能力提升空间较大。2024 年，公司在内销、外销的毛利率分别为 33.7%（可比口径下同比上升 1.5pcts）、15.9%（同比下降 0.7pct），内外销盈利能力差距较大，出口当前主要以 OEM/ODM 为主。随着公司在海外自建产能、积极推进自有品牌的销售，外销盈利水平有较大提升空间。

图 35：万和内外销毛利率对比



资料来源：Wind，天风证券研究所

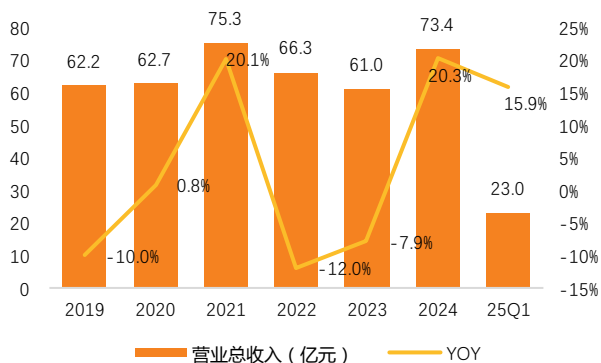
4. 财务分析：锻造优质高效经营，现金流支撑高比例分红

4.1. 经营向上，公允价值波动影响业绩

营业收入恢复增长，归母净利润实现修复。收入端，受地产及厨电大盘景气度下行影响，2019-2023 年公司营收 CAGR 为-0.5%，2024 年公司持续拓品类、拓渠道，叠加以旧换新政策支持，全年收入同比增加 20.3%。**业绩端**，2019-2023 年公司归母净利润 CAGR 为-1.3%，

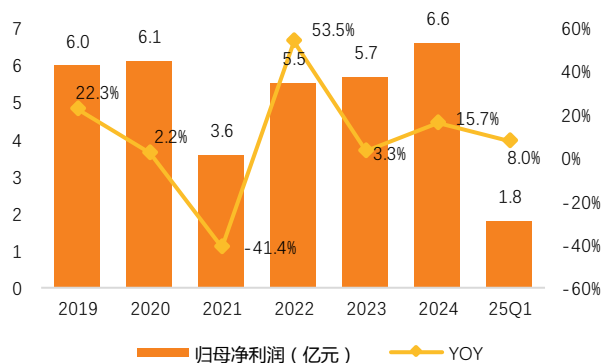
2024 和 2025Q1 归母净利润的同比增速分别为+15.7%、+8.0%，呈现业绩修复趋势；2019-2023 年公司扣非归母净利润 CAGR+6.3%，2024 年、2025Q1 分别同比+8.5%、+14.4%，公司经营呈现重回上升通道的趋势。

图 36：2019-25Q1 万和电气营业总收入及增速



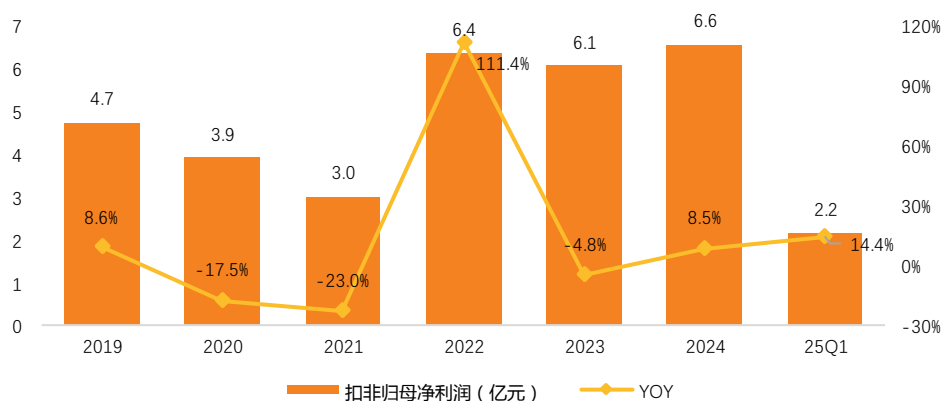
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 37：2019-25Q1 万和电气归母净利润及增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

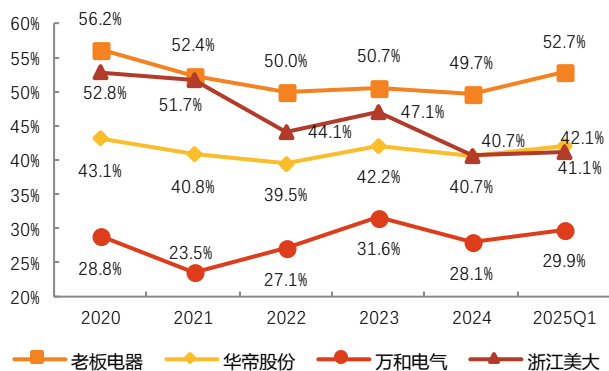
图 38：2019-25Q1 万和电气扣非归母净利润及同比增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

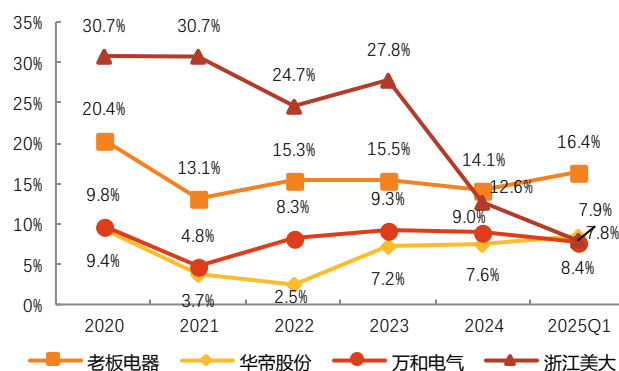
公司降本增效改善空间较大。公司自 2015 年整体毛利率围绕 30%波动，2021 年因原材料价格高位导致毛利率波动，后逐渐修复。但与行业其他厨电公司对比，万和电气在毛利率和净利率方面均有提升空间。出身美的的赖育文进入公司后，有望带来业内头部公司的管理经验，在生产效率、供应链和成本等方面实现精益管理，打通全价值链的数字化协同，从而实现公司高效高质经营。

图 39：各厨电公司毛利率对比



资料来源：Wind，天风证券研究所

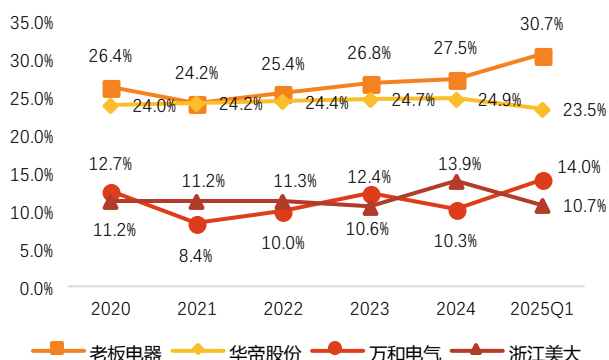
图 40：各厨电公司归母净利率对比



资料来源：Wind，天风证券研究所

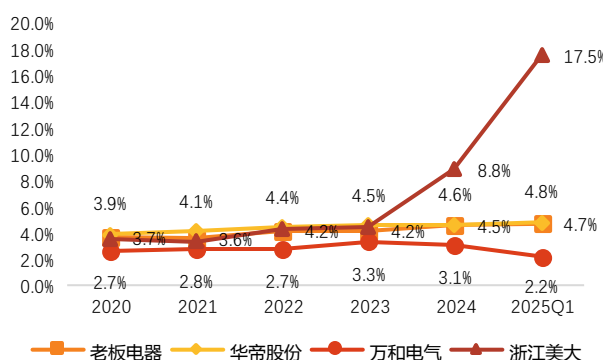
公司管理效率、营销效率突出，研发投入比与头部相近。与行业其他厨电公司对比，万和电气的销售费用率和管理费用率长期显著低于部分可比公司，说明公司以较低的管理/销售人员的成本实现了较高的收入；研发投入方面，公司的研发费用投入比例与行业头部企业接近且较稳定；财务费用率总体介于可比公司之间。

图 41：2020-2025Q1 万和与可比公司销售费用率对比



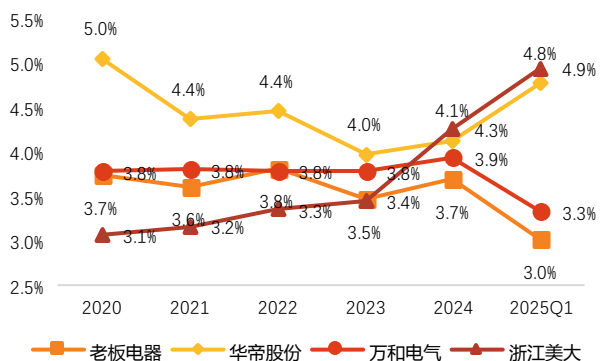
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 42：2020-2025Q1 万和与可比公司管理费用率对比



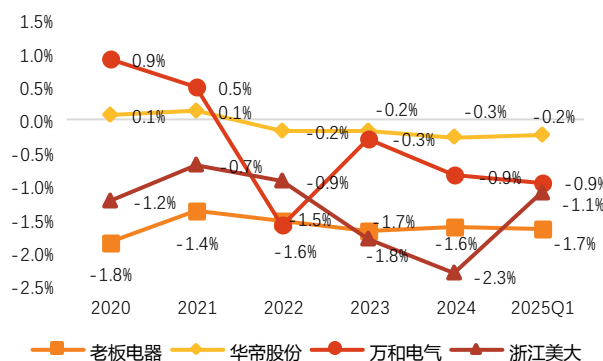
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 43：2020-2025Q1 万和与可比公司研发费用率对比



资料来源：Wind，天风证券研究所

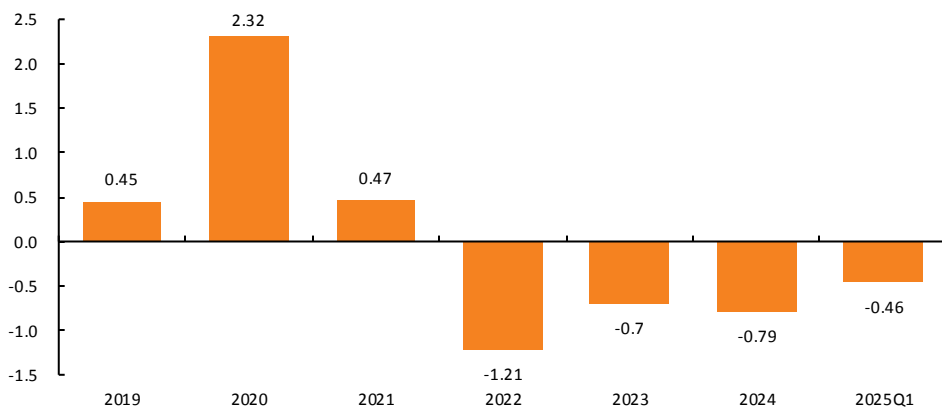
图 44：2020-2025Q1 万和与可比公司财务费用率对比



资料来源：Wind，天风证券研究所

公允价值波动影响公司净利率。由于确认前海股权投资基金公允价值变动产生的负收益，公司归母净利润表现受到拖累。公司于 2017 年起累计出资 15 亿元投资前海股权投资基金，每年的分红金额用于冲减该项目的投资成本，截至 2024 年末，分红累计金额约 3.94 亿元，公允价值累计收益 1.85 亿元，随着未来投资成本的稳定冲减，有望对归母净利润产生正向贡献。

图 45：万和电气公允价值变动净收益（亿元）

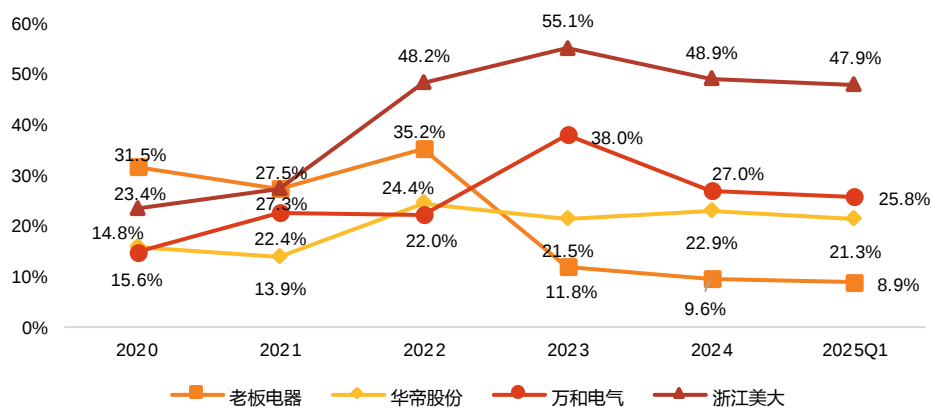


资料来源：Wind，天风证券研究所

4.2. 货币资金稳定，偿债能力出色

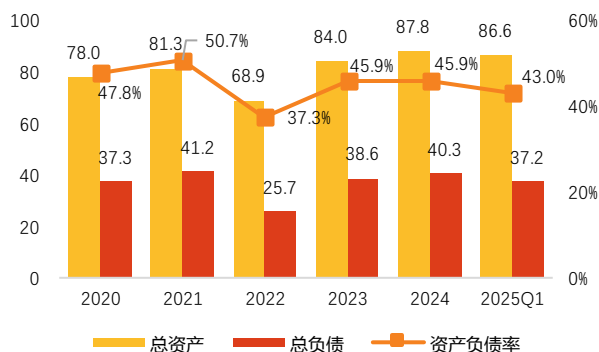
公司长期维持较高货币资金比例，偿债能力强。从 2023 年开始，公司货币资金占总资产比例维持高位，优于部分可比公司。从财务结构看，公司总体资产负债率在 2023 年后趋稳，25 年 Q1 小幅优化至 43.0%。同时，公司流动比率、速动比率自 22 年以来长期保持 1.0 以上，现金比率 0.6 以上，公司即时偿债能力和变现能力强，经营安全边际相对较高。

图 46：2020-25Q1 万和电气与可比公司货币资金占总资产比例



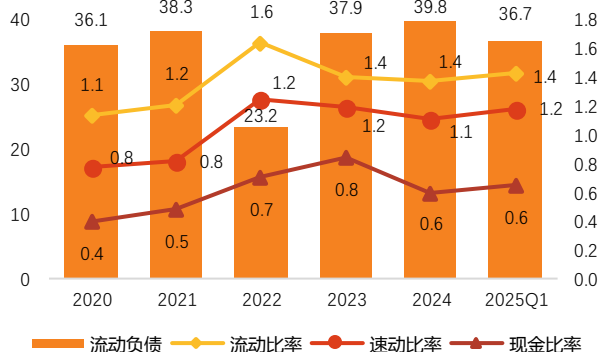
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 47：万和电气资产负债率、总资产、总负债（亿元，%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 48：万和电气流动负债和偿债类指标（亿元，%）

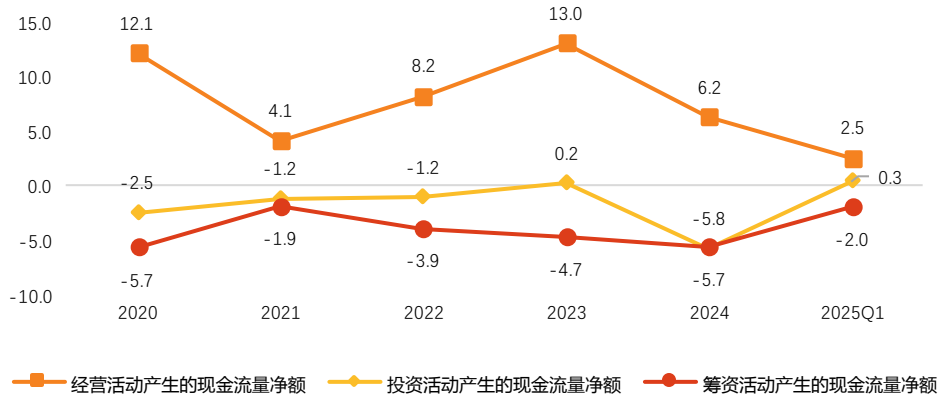


资料来源：Wind，天风证券研究所

4.3. 现金流支撑高分红，存货/账款周转领先

经营活动现金流韧性支撑，筹资活动现金流优化资本结构去杠杆。公司经营现金流在 2021 年触底后稳步上升，直至 2024 年阶段性回落，公司围绕“稳定盈利驱动增长”的核心，明确“现金流 > 盈利 > 规模”的优先级，经营性现金流情况有望改善。2024 年公司加大各类理财存款投资，导致当年投资活动现金流净额转负。公司的筹资活动现金流连年为负，持续调整优化债权结构的同时，保持了较为稳定的现金分红政策。

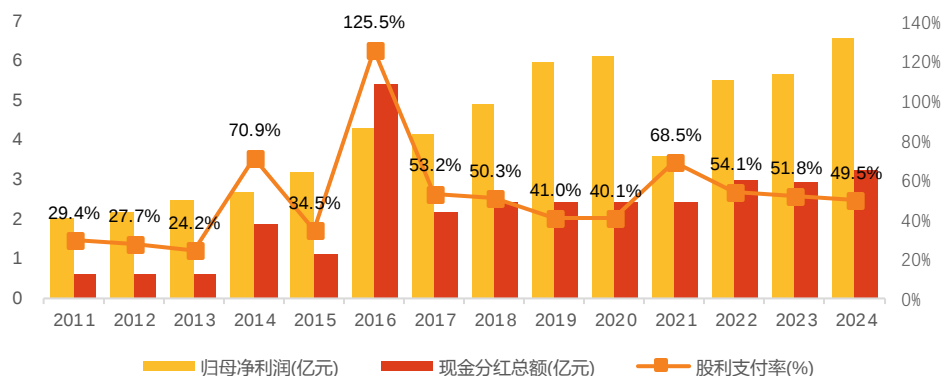
图 49：2020-2025Q1 万和电气经营、投资、筹资活动产生的现金流量净额（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

公司自上市以来（2011-2024）累计现金分红 18 次、累计现金分红 31.9 亿元，平均分红率达到 50.7%。公司自上市以来持续分红，反映其较为稳定的盈利能力，并且在长期经营中具备足够的现金流支撑。

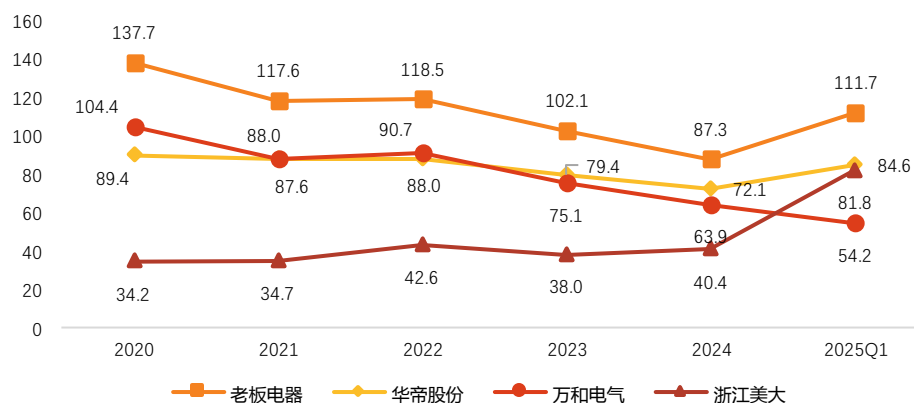
图 50：2011-2024 历年分红明细



资料来源：Wind，天风证券研究所

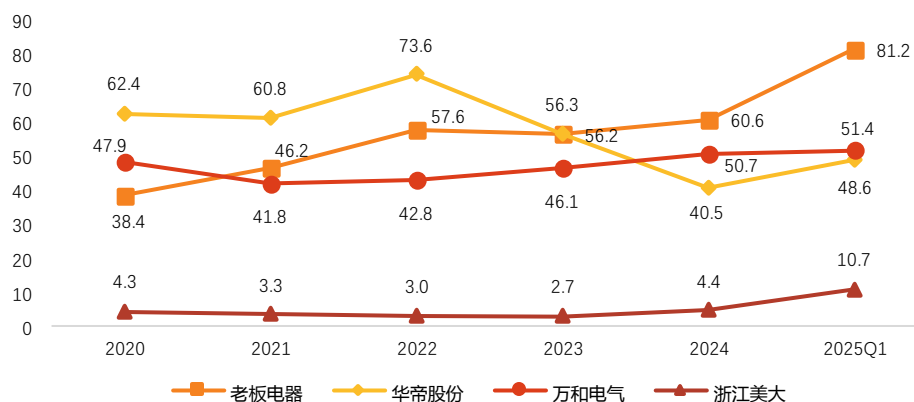
存货周转天数持续优化，应收应付账款周转速率稳定。公司存货周转天数持续下降，我们认为可能与公司内部强化以销定产和数字化流程管理有关；长期以来万和应收账款周转速度的变化波动小，资金回笼速度较快。万和的应付账款周转水平在 25 年 Q1 与华帝股份和浙江美大相近，周转速率高于老板电器，公司相对及时的履行对供应商付款义务，从而维护良好合作关系。

图 51：2020-2025Q1 万和电气及同行业公司存货周转天数变化情况（天）



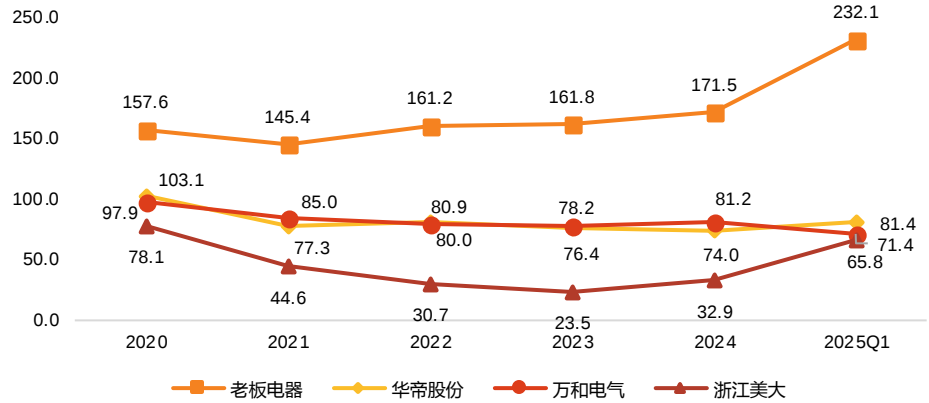
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 52：2020-2025Q1 万和电气及同行业公司应收账款周转天数变化情况（天）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 53：2020-2025Q1 万和电气及同行业公司应付账款周转天数变化情况（天）



资料来源：Wind，天风证券研究所

5. 盈利预测与投资建议

主要产品拆分假设如下：

- 1) **生活热水**：国补影响下，万和热水器线下均价同比提升明显，针对欧盟市场推出热水热泵和三联供热泵等新产品。热水业务作为公司基石，预计将在 2025 年实现收入增长，并将在 2026 年和 2027 年进入相对稳定状态，公司生活热水 2025-2027 年营收有望实现中个位数的增长，并在中长期通过运营效率提升和产品结构升级持续改善毛利率。
- 2) **厨房电器**：据奥维云网数据显示，2025Q1 公司燃气灶线上线下量额双增，厨电领域品类拓展和渠道拓展成效凸显。同时，海外泰国工厂主要生产燃气烤炉等厨房电器产品，随着海外工厂的扩产和海外客户的开拓，厨电板块增速或将表现亮眼，我们预计厨房电器业务 2025-2027 年的营收增速有望保持双位数增长。毛利率方面，公司在国内市场与可比厨电公司相比仍有优化空间，综合考虑海外工厂的开拓，保守预计厨电板块毛利率基本维持与 24 年相近水平。

表 5：万和电气 2020-2027E 分产品拆分情况

分产品（亿元）	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
生活热水	28.4	34.6	32.7	33.3	35.0	37.1	39.0	40.9
YoY	-15%	22%	-6%	2%	5%	6%	5%	5%
占比	45%	46%	49%	55%	48%	45%	42%	40%
毛利率	35.9%	31.1%	31.2%	37.3%	33.9%	34.3%	34.6%	34.9%
YoY	-5.2%	-4.8%	0.1%	6.1%	-0.1%	0.4%	0.3%	0.3%
厨房电器	29.9	34.6	28.1	23.5	33.3	40.6	48.4	56.6
YoY	16%	16%	-19%	-16%	42%	22%	19%	17%
占比	48%	46%	42%	38%	45%	49%	52%	55%
毛利率	20.8%	12.5%	17.7%	23.6%	21.4%	21.1%	21.0%	21.3%
YoY	-2.1%	-8.3%	5.2%	5.9%	1.8%	-0.3%	-0.1%	0.3%
综合服务	0.3	0.4	0.3	0.3	0.5	0.6	0.7	0.8
YoY		12%	-18%	9%	68%	17%	15%	15%
占比	1%	0%	0%	1%	1%	1%	1%	1%
毛利率	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
YoY	1.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
其他业务	4.0	5.7	5.2	3.9	4.5	4.8	4.9	5.1
YoY	42%	42%	-8%	-25%	15%	5%	4%	3%
占比	6%	8%	8%	6%	6%	6%	5%	5%
毛利率	40.8%	45.8%	53.0%	34.2%	35.0%	36.0%	36.0%	36.0%

资料来源：Wind，天风证券研究所

公司深耕热水器行业 30 余年，已经发展成为国内热水器、厨房电器、热水系统的专业制造企业。在热水器占有较高市场份额和引领市场创新的同时，洗碗机、燃气灶、油烟机等厨房电器业务的发展也逐渐成为公司收入的重要组成部分，同时坚定培育新能源产品朝着更加绿色环保的方向迈进。公司走厨热出海之路，依托泰国/埃及工厂深耕新兴市场与其他成熟市场，积极开拓国际第二主场。基于假设和测算，我们预计公司 25/26/27 年的归母净利润分别为 7.4/8.2/9.2 亿元。

与公司具有类似业务且同属于厨卫电器行业的可比公司有：**浙江美大**（集成灶、电蒸箱、热水器等厨房电器产品）、**华帝股份**（抽油烟机、灶具、热水器、消毒柜、集成灶等厨房电器产品）、**老板电器**（吸油烟机、燃气灶、洗碗机、蒸烤一体机、集成灶等厨房电器产品）。根据可比公司 25 年市盈率一致预测的平均值，结合公司出海的长期发展空间，给予公司 25 年目标 PE 为 15x，对应目标市值 110.9 亿元，对应目标股价 14.91 元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 6：万和电气可比公司估值情况

来源：Wind一致预期	归母净利润（亿元）					市盈率（P/E）			总市值（亿元）
	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	
浙江美大	4.6	1.1	1.2	1.4	1.6	36.5	32.7	28.4	46
华帝股份	4.5	4.8	5.4	5.8	6.1	10.3	9.5	9.0	55
老板电器	17.3	15.8	16.8	17.9	18.9	11.0	10.3	9.7	184
算数平均值	-					19.2	17.5	15.7	-

资料来源：Wind，天风证券研究所

注：统计时间为 2025 年 8 月 6 日收盘后；预测值取自 Wind 一致预测。

6. 风险提示

主要原材料价格波动风险：公司产品的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上涨，或宏观经济周期波动、政策调整、劳动力市场变化，精益生产与效率提升带来的成本下降及终端产品的整体销售价格不能够完全消化上述成本波动所造成的影响时，则可能会对公司的经营业绩产生一定影响。

宏观经济和政策变化风险：公司核心业务聚焦于热水器及其他厨房电器，市场需求高度依赖于宏观经济环境与政策调控的影响。一方面，家电行业政策（如以旧换新补贴、能效标准等）直接影响生产者的产品价格和消费者的消费决策；另一方面，房地产政策和消费刺激政策直接影响终端需求。若未来国内外经济增长放缓或消费需求减弱，公司所处行业和市场的增长也将随之减速，从而对公司的收入和产品的销售造成影响。

汇率波动造成的汇兑损失风险：公司积极推动全球化布局，出口销售业务的整体规模较大。虽然公司适时根据汇率变化选择锁定汇率和避险工具（如远期结售汇、外汇期权等），以规避和化解汇率风险，增强应对汇率波动的能力，但若汇率出现大幅波动，可能对公司产品的出口销售带来不利影响，还可能造成公司汇兑损失，增加财务成本，从而影响公司财务状况。

全球化运营风险：公司全球化业务规模持续扩大，对国际市场的依赖程度逐步加深，但近年来国际市场贸易摩擦以及地缘问题等方面的压力日益凸显，给海外业务拓展带来多重挑战。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以及日趋严格的环保要求等因素，均可能对公司燃气烤炉、烟熏脱水类产品、热水器等产品出口业务产

生重大影响。全球化运营是公司的长期战略目标，公司已在泰国、埃及建立生产制造基地，并逐步推进海外产业的布局，但这一过程仍需面对海外资源整合效能、当地政治经济局势稳定性、法律法规体系和监管制度等条件变化的挑战。如若海外市场发生重大变化，可能会对公司海外市场的拓展造成影响，从而影响收入情况。

测算过程具有主观性风险：公司财务测算等过程具有一定的主观性，存在偏差风险。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	3,187.88	2,371.70	2,178.73	3,238.06	3,333.94
应收票据及应收账款	859.64	1,208.81	941.20	1,463.83	1,210.83
预付账款	37.71	43.74	60.76	56.70	74.12
存货	820.84	1,055.18	1,502.70	1,372.59	1,829.52
其他	410.21	772.64	594.31	619.05	620.79
流动资产合计	5,316.29	5,452.07	5,277.70	6,750.23	7,069.20
长期股权投资	96.57	93.77	93.77	93.77	93.77
固定资产	818.12	918.06	1,033.60	1,156.47	1,084.15
在建工程	202.29	391.35	270.67	70.13	60.07
无形资产	328.33	311.89	303.57	299.42	285.27
其他	1,635.03	1,617.32	1,695.92	1,690.25	1,690.25
非流动资产合计	3,080.33	3,332.39	3,397.54	3,310.04	3,213.51
资产总计	8,396.62	8,784.47	8,675.23	10,060.28	10,282.71
短期借款	672.13	397.89	100.00	100.00	100.00
应付票据及应付账款	2,108.50	2,541.88	2,223.96	3,133.27	2,832.89
其他	1,013.12	1,037.08	1,168.94	1,247.37	1,325.78
流动负债合计	3,793.75	3,976.84	3,492.90	4,480.65	4,258.68
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	63.42	53.83	65.18	65.18	65.18
非流动负债合计	63.42	53.83	65.18	65.18	65.18
负债合计	3,857.17	4,030.67	3,558.08	4,545.83	4,323.86
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	743.60	743.60	743.60	743.60	743.60
资本公积	904.13	888.41	888.41	888.41	888.41
留存收益	3,085.61	3,301.40	3,657.80	4,055.10	4,499.51
其他	(193.88)	(179.61)	(172.66)	(172.66)	(172.66)
股东权益合计	4,539.45	4,753.80	5,117.15	5,514.45	5,958.85
负债和股东权益总计	8,396.62	8,784.47	8,675.23	10,060.28	10,282.71

现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	568.23	657.63	739.28	824.11	921.82
折旧摊销	146.12	142.18	155.59	170.02	174.48
财务费用	17.07	17.14	(79.25)	(91.39)	(104.70)
投资损失	(18.84)	(36.43)	(30.00)	(30.00)	(30.00)
营运资金变动	597.70	(598.62)	(253.71)	583.68	(440.87)
其它	(14.42)	435.98	(60.00)	(60.00)	(60.00)
经营活动现金流	1,295.86	617.88	471.91	1,396.43	460.72
资本支出	267.53	415.06	130.78	88.20	77.94
长期投资	2.17	(2.80)	0.00	0.00	0.00
其他	(254.22)	(994.68)	(254.45)	(89.87)	(70.06)
投资活动现金流	15.49	(582.41)	(123.67)	(1.68)	7.88
债权融资	579.06	(371.33)	(165.28)	91.39	104.70
股权融资	(343.95)	(326.68)	(375.93)	(426.81)	(477.42)
其他	(709.88)	126.77	0.00	(0.00)	(0.00)
筹资活动现金流	(474.77)	(571.25)	(541.20)	(335.43)	(372.71)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	836.58	(535.78)	(192.97)	1,059.33	95.89

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	6,103.79	7,341.99	8,317.04	9,303.56	10,346.61
营业成本	4,172.26	5,282.04	6,013.65	6,759.88	7,528.25
营业税金及附加	51.53	58.95	66.54	74.43	82.77
销售费用	759.87	753.92	879.00	964.65	1,062.45
管理费用	200.89	224.18	253.95	282.21	311.78
研发费用	230.52	288.69	318.71	356.52	396.49
财务费用	(17.62)	(62.55)	(79.25)	(91.39)	(104.70)
资产/信用减值损失	(41.02)	(39.32)	(30.00)	(30.00)	(30.00)
公允价值变动收益	(69.87)	(78.75)	(60.00)	(60.00)	(60.00)
投资净收益	18.84	36.43	30.00	30.00	30.00
其他	36.32	54.27	50.00	50.00	50.00
营业利润	650.60	769.39	854.45	947.26	1,059.56
营业外收入	11.48	7.85	10.00	10.00	10.00
营业外支出	7.81	10.66	10.00	10.00	10.00
利润总额	654.27	766.59	854.45	947.26	1,059.56
所得税	86.04	108.96	115.17	123.14	137.74
净利润	568.23	657.63	739.28	824.11	921.82
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	568.23	657.63	739.28	824.11	921.82
每股收益（元）	0.76	0.88	0.99	1.11	1.24

主要财务比率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	-7.91%	20.29%	13.28%	11.86%	11.21%
营业利润	4.37%	18.26%	11.06%	10.86%	11.86%
归属于母公司净利润	3.31%	15.73%	12.42%	11.48%	11.86%
获利能力					
毛利率	31.64%	28.06%	27.69%	27.34%	27.24%
净利率	9.31%	8.96%	8.89%	8.86%	8.91%
ROE	12.52%	13.83%	14.45%	14.94%	15.47%
ROIC	51.58%	123.16%	58.42%	56.85%	127.81%
偿债能力					
资产负债率	45.94%	45.88%	41.01%	45.19%	42.05%
净负债率	-51.90%	-41.52%	-39.58%	-55.94%	-53.38%
流动比率	1.40	1.37	1.51	1.51	1.66
速动比率	1.18	1.11	1.08	1.20	1.23
营运能力					
应收账款周转率	7.81	7.10	7.74	7.74	7.74
存货周转率	7.01	7.83	6.50	6.47	6.46
总资产周转率	0.80	0.85	0.95	0.99	1.02
每股指标（元）					
每股收益	0.76	0.88	0.99	1.11	1.24
每股经营现金流	1.74	0.83	0.63	1.88	0.62
每股净资产	6.10	6.39	6.88	7.42	8.01
估值比率					
市盈率	16.97	14.67	13.05	11.70	10.46
市净率	2.12	2.03	1.88	1.75	1.62
EV/EBITDA	2.55	3.55	6.34	4.71	4.18
EV/EBIT	2.95	4.03	7.63	5.65	4.95

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com