

导语：没能打造出第二增长曲线来对冲核心业务的下滑。

作者：市值风云 App：木盒

市值 200 亿，现金 90 亿，分红 59 亿！老板电器：成于专  
注，困于一隅

老板电器，市值风云吾股评级中排名 64。

# 综合评级 !

吾股排名

回报能力

减持新规

退市新规

市值管理

全市场排名 (2025-02-09)

# 64 / 5318



行业排名 2/11

所属行业 厨具电器 >

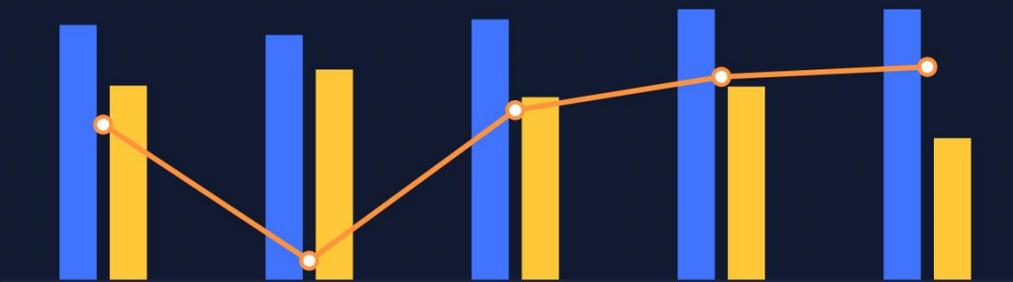
超过了98.80%的公司

按年

按季度

更多 >

● 评分 ● 行业中位数 ● 排名



	2020年报	2021年报	2022年报	2023年报	最新
● 评分	89.1	88	89.7	90.8	90.8
● 行业中位数	82.5	84.25	81.25	82.4	76.8
● 排名	128	279	112	75	64

(市值风云 APP-吾股大数据)

过去 20 年以来，老板电器收入增长未曾停止过，2024 年却戛然而止：前三季度收入为 267 亿，同比下降 6.78%。

### 营收及增速

● 营业收入 (元) ● 营收YOY



(市值风云 APP-吾股大数据)

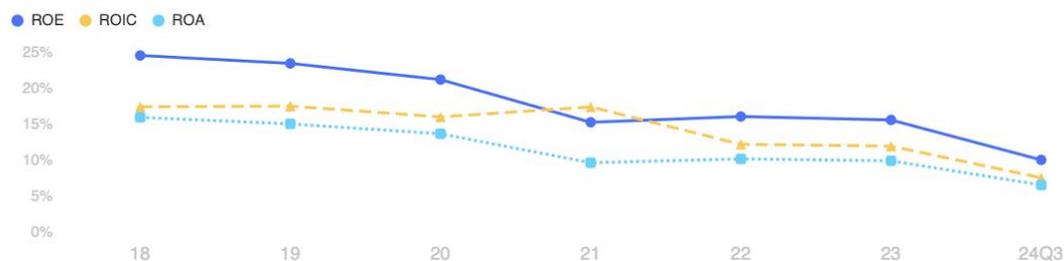
扣非净利润为 4.16 亿，同比下降 16.27%。

	本报告期	本报告期比上年同期增减	年初至报告期末	年初至报告期末比上年同期增减
营业收入 (元)	2,666,415,701.28	-11.07%	7,395,769,773.08	-6.78%
归属于上市公司股东的净利润 (元)	442,820,994.37	-18.49%	1,202,179,949.11	-12.44%
归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 (元)	416,751,314.41	-22.34%	1,074,509,592.29	-16.27%

(2024 年三季报)

分水岭是 2021 年，ROE 下滑明显，从 2020 年的 21.2% 下降到 2021 年 15.3%。

收益率 ①



	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024Q3
ROE	24.6%	23.5%	21.2%	15.3%	16.1%	15.6%	10.1%
ROIC	17.5%	17.6%	16.1%	17.5%	12.2%	12.0%	7.6%
ROA	16.0%	15.1%	13.7%	9.7%	10.2%	10.0%	6.6%

(市值风云 APP-吾股大数据)

为什么会发生如此大的变化？

我们先从老板电器问题说起。

## 一、短板之处

### (一) 第二增长曲线没起来

如果看老板电器的收入结构，油烟机和燃气灶依然是大头，占比 70%。

	2023 年		2022 年		同比增减
	金额	占营业收入比重	金额	占营业收入比重	
营业收入合计	11,201,895,774.27	100%	10,271,500,571.04	100%	9.06%
分行业					
家电厨卫	10,897,226,245.68	97.28%	9,981,652,062.48	97.18%	9.17%
其他业务收入	304,669,528.59	2.72%	289,848,508.56	2.82%	5.11%
分产品					
第一品类群					
其中：吸油烟机	5,321,818,112.20	47.51%	4,832,350,321.78	47.05%	10.13%
燃气灶	2,671,006,229.35	23.84%	2,456,953,764.20	23.92%	8.71%
消毒柜	469,017,537.92	4.19%	477,168,426.61	4.65%	-1.71%
第二品类群：					
其中：一体机	687,442,329.04	6.14%	739,678,668.33	7.20%	-7.06%
蒸箱	67,504,610.84	0.60%	99,986,752.60	0.97%	-32.49%
烤箱	72,428,048.34	0.65%	82,492,751.09	0.80%	-12.20%
第三品类群					
其中：洗碗机	759,704,720.62	6.78%	593,794,747.49	5.78%	27.94%
净水器	40,342,365.31	0.36%	54,081,866.41	0.53%	-25.41%
热水器	233,127,380.39	2.08%	192,404,223.01	1.87%	21.17%
集成灶	464,053,178.10	4.14%	384,843,160.10	3.75%	20.58%
其他小家电	110,781,733.57	0.99%	67,897,380.86	0.66%	63.16%
其他业务收入	304,669,528.59	2.72%	289,848,508.56	2.82%	5.11%

(2023 年营业收入构成)

2023 年两大拳头产品油烟机和燃气灶收入依然增长，但第二品类的一体机、蒸箱、烤箱全部同比下滑。

2023 年集成灶收入为 4.64 亿，同比增长 20.58%，成为相对亮眼的产品，但集成灶作为过去几年成为厨电领域里增长最快的品类之一，此前老板电器没有很重视，直到 2022 年才开始发力，属于“起了一个大早，赶了一个晚集”。

还有洗碗机，收入为 7.59 亿，同比增长 27.94%，也是增长不错的产品。

不过到了 2024 年上半年，几乎所有品类都是负增长。

	本报告期		上年同期		同比增减
	金额	占营业收入比重	金额	占营业收入比重	
营业收入合计	4,729,354,071.80	100%	4,934,869,800.15	100%	-4.16%
分行业					
家电厨卫	4,604,808,674.29	97.37%	4,793,316,106.76	97.13%	-3.93%
其他业务	124,545,397.51	2.63%	141,553,693.39	2.87%	-12.02%
分产品					
第一品类群					
其中：吸油烟机	2,258,608,055.24	47.76%	2,324,953,220.91	47.11%	-2.85%
燃气灶	1,169,304,461.08	24.72%	1,183,171,484.38	23.98%	-1.17%
消毒柜	179,381,531.42	3.79%	208,586,939.17	4.23%	-14.00%
第二品类群					
其中：一体机	282,119,593.77	5.97%	317,829,778.22	6.44%	-11.24%
蒸箱	27,610,887.93	0.58%	33,863,980.47	0.69%	-18.47%
烤箱	25,506,949.12	0.54%	33,333,913.56	0.68%	-23.48%
第三品类群					
其中：洗碗机	318,347,953.95	6.73%	331,655,582.50	6.72%	-4.01%
净水器	14,653,776.44	0.31%	19,178,086.59	0.39%	-23.59%
热水器	110,776,505.83	2.34%	96,459,546.77	1.95%	14.84%
集成灶	183,045,699.18	3.87%	204,932,714.33	4.15%	-10.68%
其他小家电	35,453,260.33	0.76%	39,350,859.86	0.80%	-9.90%
其他业务收入	124,545,397.51	2.63%	141,553,693.39	2.87%	-12.02%

(2024 年中报营业收入构成)

核心还是第二增长曲线没有打造出来，对冲某一个业务的下滑，比如美的，不只有智能家居，还有工业技术、楼宇科技、机器人、医疗器械等业务。

毕竟厨房电器的市场需求，还是与下游房地产相关性太大了.....

(1) 房地产市场波动的风险

公司专注于厨房电器领域，提供涵盖吸油烟机、燃气灶、洗碗机、蒸烤一体机、消毒柜、集成灶等厨电品类。其需求与厨房装修环节紧密相关，具备一定的“装修”与“家具”属性。目前主要产品需求与房地产市场仍有较大关联，公司凭借其在市场中的领导地位，具备较强的市场波动抵御能力，但房地产市场的波动性仍可能对公司经营业绩产生一定影响。

(2024 年半年报)

目前看来, 2024 年下游房地产市场的低迷, 无论是对老板电器的收入, 还是毛利率, 都冲击很大, 产品毛利率普遍下滑。

	营业收入	营业成本	毛利率	营业收入比上年同期增减	营业成本比上年同期增减	毛利率比上年同期增减
分行业						
家电厨卫	4,604,808,674.29	2,381,821,304.07	48.28%	-3.93%	3.33%	-3.64%
分产品						
吸油烟机	2,258,608,055.24	1,111,513,185.01	50.79%	-2.85%	6.47%	-4.31%
燃气灶	1,169,304,461.08	549,521,919.73	53.00%	-1.17%	6.84%	-3.52%
分地区						
华东地区-主营产品	2,240,767,978.16	1,125,601,403.28	49.77%	-9.11%	0.34%	-4.73%
华南地区	524,496,954.45	283,031,848.91	46.04%	3.77%	8.14%	-2.18%
华北地区	516,471,998.11	249,036,733.50	51.78%	-0.67%	7.04%	-3.47%

(毛利率情况, 2024 年半年报)

## (二) “偏科” 之王

老板电器的业务也相对偏科, 就是收入主要集中在华东地区、偏线下和工程渠道, 出海收入极少。

比如老板电器总部在杭州, 收入一半也在身处的华东地区。

	2023 年		2022 年		同比增减
	金额	占营业收入比重	金额	占营业收入比重	
营业收入合计	11,201,895,774.27	100%	10,271,500,571.04	100%	9.06%
分地区					
华东地区	5,710,688,604.56	50.98%	5,264,129,155.10	51.25%	8.48%
华南地区	1,374,869,975.07	12.27%	1,269,202,599.03	12.36%	8.33%
华中地区	928,415,707.26	8.29%	859,455,161.51	8.37%	8.02%
华北地区	1,122,210,085.76	10.02%	1,250,622,282.44	12.18%	-10.27%
东北地区	508,004,826.92	4.53%	484,194,864.36	4.71%	4.92%
西北地区	571,241,367.26	5.10%	444,338,961.01	4.33%	28.56%
西南地区	918,587,632.28	8.20%	637,508,722.80	6.21%	44.09%
境外地区	67,877,575.16	0.61%	62,048,824.79	0.60%	9.39%

(收入按地区划分, 2023 年年报)

另外, 业务偏线下, 线下的市场份额普遍比线上高。

截止 2023 年 12 月 31 日, 根据奥维线下报告显示, 公司主要产品品类线下零售额的市场份额与市场地位如下表:

吸油烟机	燃气灶	嵌入式蒸烤一体机	嵌入式洗碗机	嵌入式电烤箱	嵌入式电蒸箱	消毒柜
30.97%	30.02%	31.45%	19.59%	27.52%	26.81%	19.99%
1	1	1	2	2	2	2

截止 2023 年 12 月 31 日, 根据奥维线上报告显示, 公司主要产品品类线上零售额的市场份额与市场地位如下表:

烟灶套餐	厨电套餐	吸油烟机	燃气灶	嵌入式蒸烤一体机	嵌入式电蒸箱	嵌入式洗碗机
32.86%	31.47%	17.95%	12.44%	15.06%	17.58%	8.66%
1	1	1	3	3	3	5

(主要产品线下线上市场份额, 2023 年公司年报)

线下市占率较高的原因是和房地产精装修绑定得很深, 2023 年精装修渠道市场份额为 31.9%, 排名第一, 地产行业没暴雷之前的 2020 年更高 36.3%。

再往前 2019 年, 油烟机 40% 市场份额更高。

有一个数据是, 2020 年老板电器工程渠道收入为 18.36 亿, 占当期营业收入 81.29 亿的比例为 23%。

工程渠道收入过高的有一个不好的地方是, 就是下游地产暴雷的话, 应收款项 (应收账款+应收票据) 就难收回而变成坏账, 2021 年就计提了 7.7 亿的应收坏账。

截止日期		2020-12-31	2021-12-31	2022-12-31	2023-12-31	2024-09-30
报告期		年报	年报	年报	年报	三季报
报表类型		合并报表	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表
资产减值损失	② 卍	-0.2	-0.5	-0.2	-0.7	0.0
信用减值损失	② 卍	-0.6	-7.7	-2.2	-1.0	-0.1
资产处置收益	卍	-0.0	-0.0	0.0	-0.0	-0.0

(2021 年信用减值明显比其他年份高很多, wind)

47、信用减值损失		
单位：元		
项目	本期发生额	上期发生额
其他应收款坏账损失	-7,095,025.28	-3,511,997.51
应收票据坏账损失	-179,981,579.03	-33,316,740.51
应收账款坏账损失	-578,422,832.76	-27,309,380.51
合计	-765,499,437.07	-64,138,118.53

(2021 年信用减值情况)

回顾 2019 年年报的表述, 公司当时认为的“渠道红利”, 其实反而是“渠道陷阱”。

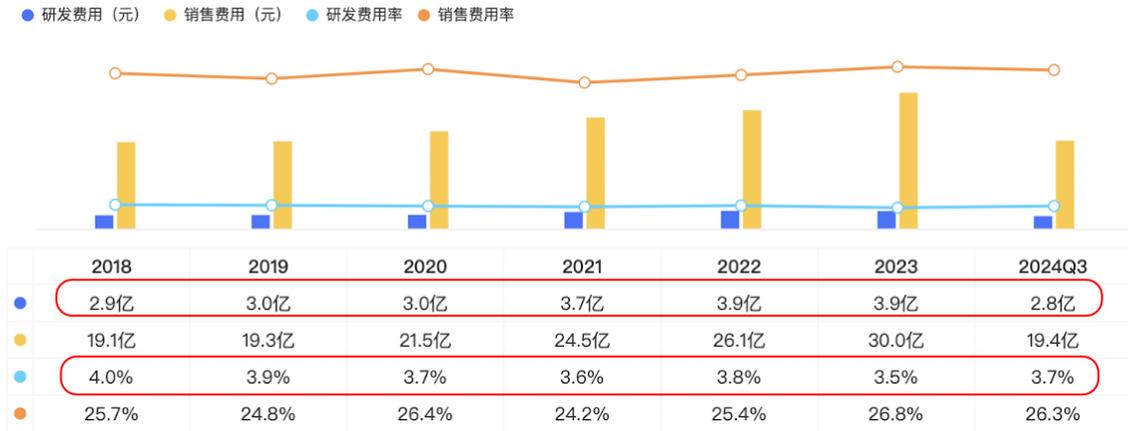
产品需求的变化, 提升流量转化率, 优化经营效率。工程渠道, 国家房地产精装修政策快速落地, 渠道红利显现, 凭借优质品牌及服务加深与恒大、碧桂园、万科、融创等地产商的合作, 同时中央吸油烟机为工程渠道战略客户的开拓不断助力, 工程渠道销售额同比增长90%。创新渠道, 打造创新销售平台, 把握消

(2019 年年报)

此外, 出海收入太少, 2024 年上半年海外收入仅有 2800 多万, 占营业收入比例 0.61%, 而家电巨头美的海外收入 910 亿, 占比 42%; 海尔智家海外收入 708 亿, 占比 52%.....

### (三) 研发投入少

老板电器的研发费用相对较少, 2023 年只有 3.9 亿, 相对销售费用 30 亿少很多, 占当期营业收入比例只有 3.5%。

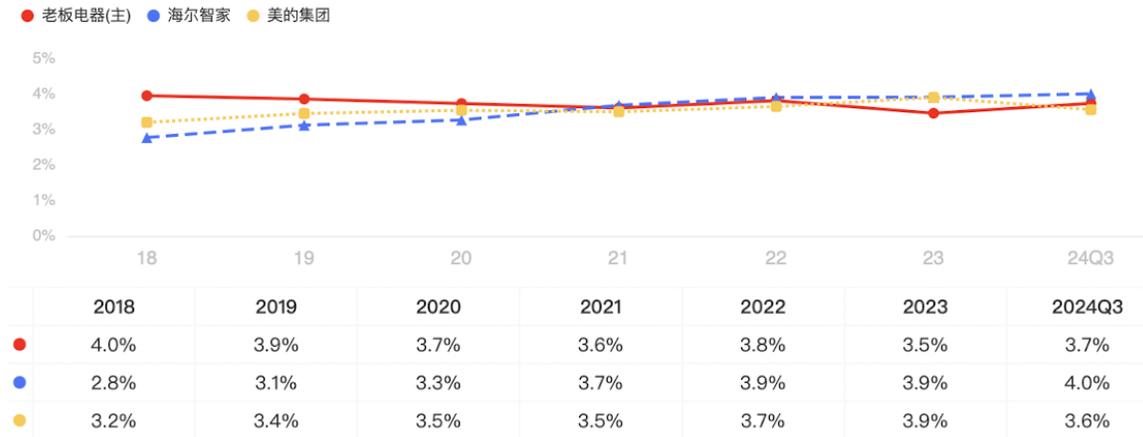


(市值风云 APP-吾股大数据)

这种研发费用率，比人家巨头海尔智家、美的集团还低。



### 研发费用率



(市值风云 APP-吾股大数据)

同时，研发人数也减少了。

	2023 年	2022 年	变动比例
研发人员数量（人）	919	929	-1.08%
研发人员数量占比	16.76%	18.23%	-1.47%
研发人员学历结构			
本科	677	683	-0.88%
硕士	152	146	4.11%

## 二、拥有的优势

### （一）专注主业

风云君认为老板电器最大的优点是专注主业，未来相信也会如此，不会乱搞，这是其发展历史过程中吸取的最大教训。

与老一辈人的谨慎严肃相比，80年代出生的任富佳则显得更加自信开放。他毫不讳言老板电器曾经所走过的坎坷之路。

任富佳曾经在采访中表示，回头看看，我们遇到的最大危机就是上世纪90年代初期，盲目多元化使企业遭受重大挫折。当时，在多元化大潮中，老板也盲目多元化，做过保健品和VCD等许多与吸油烟机不相干的产品，结果使得主业的销售额从4亿元跌到8千万，排名也一落千丈。

随后，老板电器当机立断，砍下多个与主业不相干的产品，迅速回归到厨电领域的主业上来。与综合性家电集团相比，任富佳认为，老板电器的优势，一是专业化品牌，二是对厨房烹饪的深刻理解，三是用户认可，因此获得较高的产品溢价。但是劣势也很明显，产品跨界的综合能力相对薄弱。

(资料来源：文章《老板电器任富佳：接过父辈的旗帜 我们无惧未来》)

虽然老板电器产品跨界并没那么突出，但无论怎么说，谨慎专注比盲目跨界好，公司还是踏踏实实做实业的好公司，所以也没有什么多元化和收购的行为，投资相关的会计科目比如商誉和长期股权投资几乎是零，财务报表很干净。

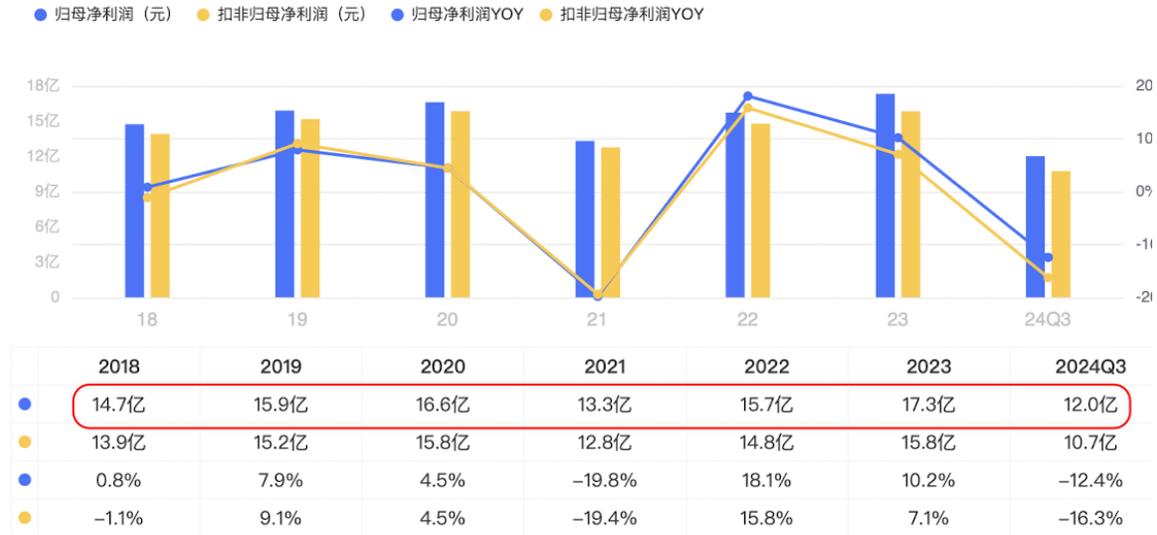
## (二) 现金充裕

另外，老板电器也几乎没有有息负债，只有 0.9 亿很少的短期借款。

2024 年第 3 季度，账上有货币现金 11.9 亿，交易性金融资产（理财产品）15.1 亿，其他非流动金融资产（理财产品）5.8 亿，其他流动资产（基本上是 1 年内定期存款）15.8 亿，其他非流动资产（基本上是 1 年以上定期存款）40.6 亿。

这些类现金资产合计 89.2 亿，2024 年底市值才 202 亿。

而且老板电器一年还能赚 10 几个亿呢，2024 年业绩虽然有所下滑，前三季度也有 12 亿净利润。



(市值风云 APP-吾股大数据)

### (三) 历史股东回报丰厚

老板电器只有 2010 年上市时募资了 9.6 亿，此后未曾向市场上再伸手要过钱，银行借款也微乎其微。

但上市以来给股东分红了 59 亿，2023 年分红比例高达 54%，2024 年又中期分红了 4.72 亿。

年度	归母净利润(亿)	现金分红总额(亿)	股利支付率(%)
2010年	1.34	0.48	35.73
2011年	1.87	0.51	27.38
2012年	2.68	0.77	28.65
2013年	3.86	1.28	33.19
2014年	5.74	1.62	28.21
2015年	8.3	2.92	35.16
2016年	12.07	3.65	30.25
2017年	14.61	7.12	48.71
2018年	14.74	7.59	51.52
2019年	15.9	4.75	29.85
2020年	16.61	4.73	28.51
2021年	13.32	4.72	35.45
2022年	15.72	4.72	30.02
2023年	17.33	9.44	54.48
2024-09-30	12.02	4.72	39.27

(上市以来分红情况, 市值风云)

#### (四) 品牌影响力

老板电器的品牌影响力也是有的, 特别是高端品牌的地位, 即使毛利率已经下滑,

2024 年上半年毛利率依然高达 48.28%, 其中两大拳头产品毛利率均超 50%。

	营业收入	营业成本	毛利率
分行业			
家电厨卫	4,604,808,674.29	2,381,821,304.07	48.28%
分产品			
吸油烟机	2,258,608,055.24	1,111,513,185.01	50.79%
燃气灶	1,169,304,461.08	549,521,919.73	53.00%

(2024年上半年毛利率情况)

	营业收入	营业成本	毛利率
分行业			
家电厨卫	10,897,226,245.68	5,369,816,850.21	50.72%
分产品			
吸油烟机	5,321,818,112.20	2,448,401,656.97	53.99%
燃气灶	2,671,006,229.35	1,181,321,519.98	55.77%

(2023年毛利率情况)

根据奥维线上报告显示，老板品牌厨电套餐零售额、零售量市场占有率为 27.0%、20.9%，均位于行业第一。老板电器油烟机、嵌入式灶具连续 9 年全球销量领先，大型烹饪厨电连续 3 年全球销量领先。

截止 2024 年 6 月 30 日，根据奥维线下报告显示，公司主要产品品类线下零售额的市场份额与市场地位

如下表：

吸油烟机	燃气灶	消毒柜	嵌入式一体机	嵌入式电蒸箱	嵌入式电烤箱	洗碗机	集成灶
31.9%	31.3%	19.8%	26.8%	20.9%	17.6%	18.4%	37.6%
1	1	2	1	3	2	2	1

截止 2024 年 6 月 30 日，根据奥维线上报告显示，公司主要产品品类线上零售额的市场份额与市场地位

如下表：

厨电套餐	烟灶两件套	吸油烟机	燃气灶	嵌入式一体机	嵌入式电蒸箱
27.0%	28.2%	16.3%	11.9%	11.4%	17.5%
1	1	1	2	3	3

(2024 年中报)

能在自己优势领域持续保持第一，也是一件很难的事。

目前公司计划开始发展双品牌策略，也开始兼顾低端市场，看来高端靠“老板”品牌，低端准备靠“名气”品牌。

## 1、公司如何看待名气品牌的发展前景及其 2024 年的经营目标是什么？

公司对名气品牌的发展充满信心，计划在 2024 年实现收入翻番。名气原本是通过独立团队运营的，经过调整现已被纳入老板品牌团队管理，以充分利用老板品牌资源，减少运营成本并提高效率。公司希望通过整合资源，优化品牌策略，进一步提升名气的市场竞争力，目标是在低端市场排名靠前。

(2024 年 5 月投资者交流纪要)

### 三：最大的不确定性：人

老板电器上面主要面临的是经营和地产周期的问题，风云君认为属于小问题，哪家企业没经历过风雨和波折，老板电器邻居——阿里巴巴，中国更大的企业，也同样面临增长的困境，关键是能否在低谷期积蓄力量，为未来创造新的增长点。

最核心的问题还是人，是家族企业和管理文化如何去继承。

任建华在早 2013 年已经将总经理职位交棒给任富佳，其中任富佳是任建华的儿子。

任建华先生，汉族，1956 年 8 月出生，中国国籍，无境外永久居留权；初中学历，中共党员，经济师。1978 年参加工作，历任余杭红星五金厂供销科长、厂长，杭州老板实业集团有限公司董事长、总经理兼党支部书记，杭州老板家电厨卫有限公司董事长兼总经理。曾荣获全国劳动模范、浙江省优秀共产党员等称号，并当选为浙江省第八届、第十届人大代表、杭州市第十一届人大代表、党代表、杭州市第十二届、十三届人大代表、第十二届风云浙商。现任杭州老板电器股份有限公司、杭州老板实业集团有限公司、杭州诺邦无纺股份有限公司、杭州国光旅游用品有限公司、杭州安泊家居有限公司董事长，杭州名气电器有限公司执行董事兼总经理，杭州老板富创投资管理有限责任公司执行董事兼总经理，杭州城市花园酒店有限公司副董事长、杭州老板加油站有限公司董事长、浙江杭州余杭农村商业银行股份有限公司、杭州东明山森林公园有限公司、杭州邦怡日用品科技有限公司执行董事，杭州金创投资有限公司执行董事兼总经理，杭州金诺创投资管理合伙企业（有限合伙）执行事务合伙人。

任富佳先生，汉族，1983 年 1 月出生，中国国籍，无境外永久居留权；本科学历。曾任杭州老板实业集团有限公司市场部产品经理、研发中心副总经理，杭州老板家电厨卫有限公司副总经理；现任杭州诺邦无纺股份有限公司董事，杭州老板电器股份有限公司副董事长兼总经理，杭州安泊家居有限公司董事，德地氏贸易（上海）有限公司副董事长。

（创始人简历，2023 年年报）

家族企业有优势也有劣势，核心是继承人的能力。

但如果市值做大了，比如上千亿级别，基本上是职业经理人管理了，即靠组织制度而不是寄托于人。

总结

老板电器的优缺点都很明显，缺点是收入依赖于大单品油烟机和燃气灶，研发投入相对较少，品类扩张不够快速，以往跟地产精装绑定太深导致应收款出现坏账，还有出海市场依然没有打开。

而优点是高端市场上品牌影响力和市占率排名前列，毛利率很高，这几年受市场影响，ROE 都有所下降，但依然有 16%左右相对较高的水平。

最大的优点是公司很靠谱值得信赖，曾经股东回报很丰厚，能保持专注主业而不是盲目多元化损毁公司价值。

虽然受下游地产低迷环境的负面影响，但 2024 年也有“两新”政策（即大规模设备更新和消费品以旧换新）的利好刺激，待看第四季度业绩如何.....