

受益政策托底，市场精耕细作

2025 年 4 月 29 日

核心观点

- **公司公告：** 2024 年营业收入 112 亿元，同比持平；归母净利润 15.77 亿元，同比-9.0%。2024 年分红率 59.88%。2024Q4 营业收入 38 亿元，同比+16.8%；归母净利润 3.70 亿元，同比+4.3%。2025Q1 营业收入 21 亿元，同比-7.2%；归母净利润 3.70 亿元，同比-14.7%。
- **2024 年受益政策托底：** 1) 精装修开盘连续多年大幅下滑致工程渠道销售下滑。奥维云网数据，2024 年厨电整体（吸油烟机、灶具、消毒柜、洗碗机、单功能机、一体机）精装市场开盘项目 1,222 个，同比-21.9%，精装套数 66.41 万套，同比-28.9%。老板品牌在精装修渠道市场份额 24.0%，居行业第二。2) 2024 年公司工程渠道收入 16.75 亿元，同比-19.3%；工程渠道收入占营业收入比重从 2020 年 23%的高峰下降到 2024 年的 15%。3) 受工程渠道、KA 渠道（苏宁、国美）回款影响，2020 年以来公司每年计提减值损失。2024 年公司计提信用减值/资产减值（主要是工抵房减值导致）合计 1.39 亿元，相比高峰规模已经明显减小，控制在较小范围内。
- **构建“主品牌+子品牌”品牌组合对市场精耕细作：** 1) 老板品牌引领高端市场，名气覆盖实用与年轻化需求，金帝专注集成厨电，形成差异化品牌矩阵。2) 2024 年名气品牌收入 5.72 亿元，同比+26.3%。3) 2024 年公司吸油烟机、燃气灶毛利率分别为 51.85%、50.91%，分别同比下降 2.14pct、4.86pct。分销售模式看，2024 年销售占比最高的直销模式毛利率 54.47%，同比下降 3.54pct，主要是线上销售价格下降导致；代销模式主要是线下，坚持高端路线，2024 年毛利率 46.67%（对代理商出货价结算），同比提升 2.39pct。此外，2024 年工程渠道毛利率同比下降 1.53pct。
- **当前的短期和长期挑战：** 1) 厨电行业一方面面临地产周期负面影响，另一方面受政策刺激。此外，精装修房占比快速下降，会导致部分厨电需求由工程渠道转向零售，需求延迟。2) 一方面，线上渠道过去直销导致高毛利率，但性价比需求占比提升，毛利率下降；另一方面，毛利率和盈利能力最弱的精装修渠道占比持续下降。3) 2020 年以来受工程渠道、KA 渠道（苏宁、国美）回款减值的影响越来越弱。4) 综合而言，公司当前资产质量较好，分红率较高，具有性价比。
- **投资建议：** 我们预计公司 2025-2027 年归母净利润为 16.07/17.36/18.53 亿元，EPS 分别为 1.70/1.84/1.96 元，维持“推荐”评级。
- **风险提示：** 市场需求不足风险；行业竞争加剧的风险。

主要财务指标预测	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	11,213	11,578	12,113	12,702
收入增长率	0.1%	3.3%	4.6%	4.9%
归母净利润(百万元)	1,577	1,607	1,736	1,853
利润增速	-9.0%	1.9%	8.0%	6.7%
摊薄 EPS(元)	1.67	1.70	1.84	1.96
PE	12.7	12.4	11.5	10.8

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

老板电器（股票代码：002508）

推荐 维持

分析师

何伟

☎：021-2025-7811

✉：hewei_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130525010001

杨策

☎：010-80927615

✉：yangce_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130520050005

刘立思

☎：010-8092-7655

✉：liulisi_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130524070002

市场数据

2025-4-29

股票代码	002508.SZ
A 股收盘价(元)	19.65
上证指数	3,286.65
总股本(万股)	94,494
实际流通 A 股(万股)	93,355
流通 A 股市值(亿元)	183.44

相对沪深 300 表现图

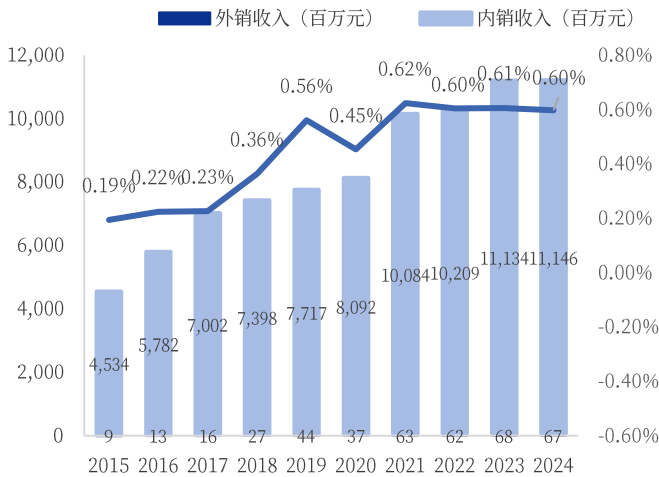


资料来源：ifind，中国银河证券研究院

一、公司经营发展情况

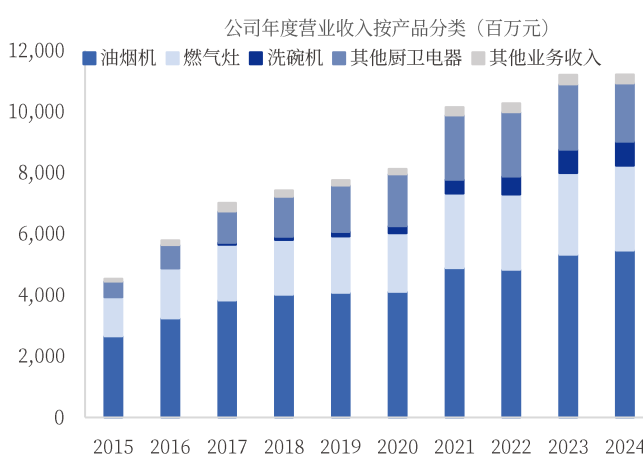
2024 年营业收入 112 亿元，同比持平；归母净利润 15.77 亿元，同比-9.0%。2024 年分红率 59.88%。2024Q4 营业收入 38 亿元，同比+16.8%；归母净利润 3.70 亿元，同比+4.3%。2025Q1 营业收入 21 亿元，同比-7.2%；归母净利润 3.70 亿元，同比-14.7%。

图1：公司年度营业收入按内外销拆分



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图2：公司年度营业收入按品类拆分



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

注：为方便展示统计，将一体机、消毒柜、集成灶、热水器、蒸汽炉、电烤箱、橱柜、净水器、微波炉、其他小家电分类至其他厨卫电器

2024 年受益政策托底：1) 精装修开盘连续多年大幅下滑导致工程渠道销售下滑。奥维云网地产报告显示，2024 年厨电整体（吸油烟机、灶具、消毒柜、洗碗机、单功能机、一体机）精装市场开盘项目 1,222 个，同比下降 21.9%，精装套数 66.41 万套，同比下降 28.9%。“老板”品牌在精装修渠道市场份额为 24.0%，位居行业第二。2) 2024 年公司工程渠道收入 16.75 亿元，同比-19.3%；工程渠道收入占营业收入比重从 2020 年 23%的高峰下降到 2024 年的 15%。3) 受工程渠道、KA 渠道（苏宁、国美）回款影响，2020 年以来公司每年计提减值损失。2024 年公司计提信用减值/资产减值（主要是工抵房减值导致）合计 1.39 亿元，相比高峰规模已经明显减小，控制在较小范围内。

表 1：公司营业收入分品类拆分

	2021	2022	2023	2024	2024H1	2024H2
主营业务收入（百万元）	9,879	9,982	10,897	10,928	4,605	6,323
油烟机	4,880	4,832	5,322	5,455	2,259	3,197
燃气灶	2,440	2,457	2,671	2,777	1,169	1,608
消毒柜	544	477	469	365	179	186
其他产品	2,015	2,215	2,435	2,331	998	1,333
——烤箱	132	82	72	53	26	27
——蒸汽炉(蒸箱)	150	100	68	60	28	32
——微波炉						
——洗碗机	451	594	760	792	318	473
——净水器	60	54	40	36	15	21
——集成灶	326	385	464	327	183	144
——蒸烤一体机	647	740	687	704	282	422
——热水器	155	192	233	246	111	135
——橱柜				41		41

——其他	94	68	111	74	35	38
------	----	----	-----	----	----	----

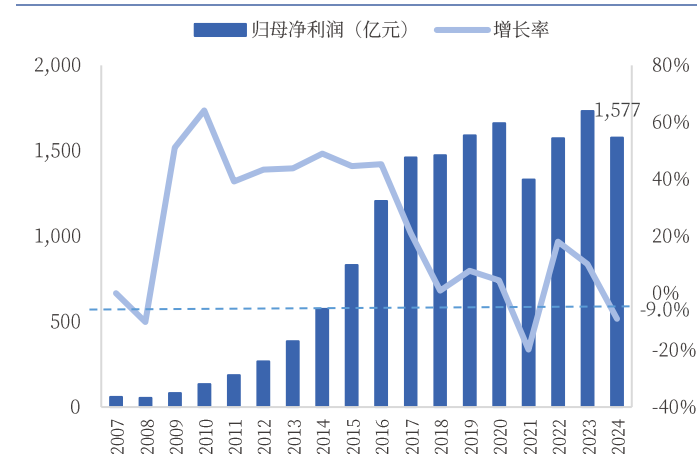
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

表 2：公司业务收入增长率及毛利率

	2021	2022	2023	2024	2024H1	2024H2
收入增长率						
油烟机	19%	-1%	10%	3%	-3%	7%
燃气灶	27%	1%	9%	4%	-1%	8%
消毒柜	-3%	-12%	-2%	-22%	-14%	-29%
其他产品	48%	10%	10%	-4%	-7%	-2%
毛利率						
油烟机	53.7%	51.7%	54.0%	51.9%	50.8%	52.6%
燃气灶	57.0%	54.6%	55.8%	50.9%	53.0%	49.4%

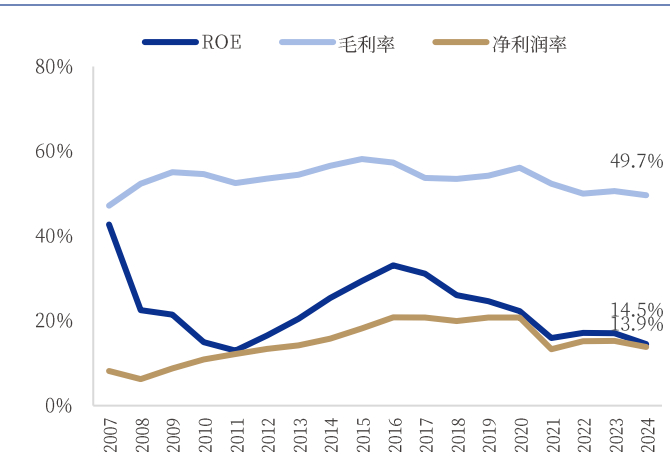
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图3：公司年度归母净利润及增长率



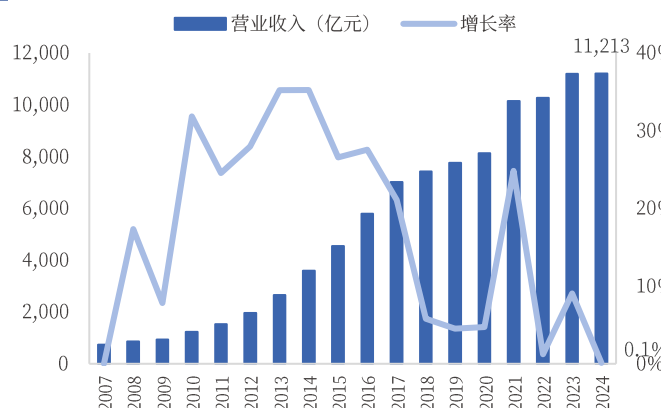
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图4：公司年度 ROE、毛利率、归属于母公司净利润率



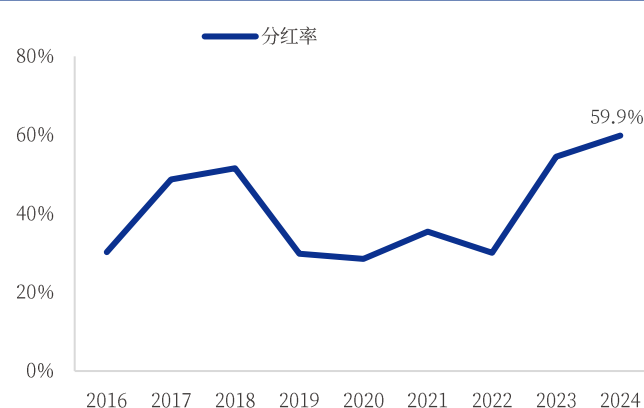
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图5：公司年度营业收入及同比增速



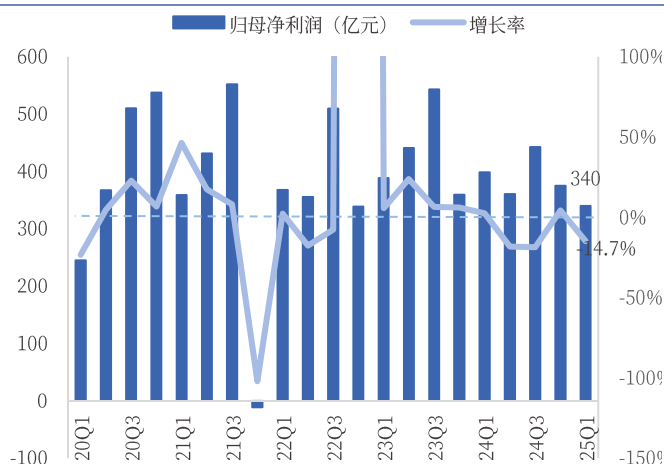
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图6：公司年度分红率



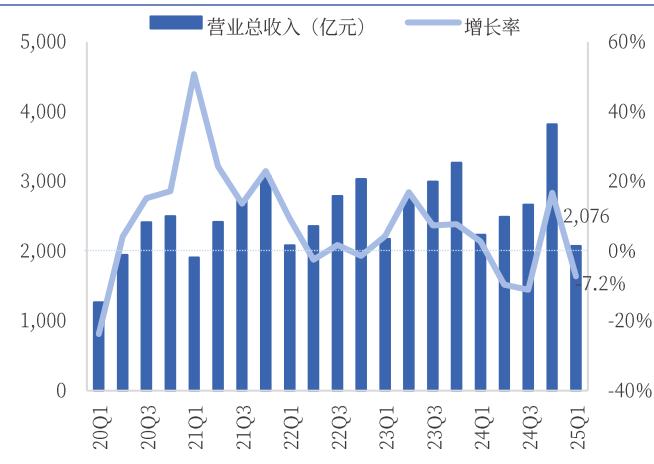
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图7：公司季度营业总收入以及同比增速



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

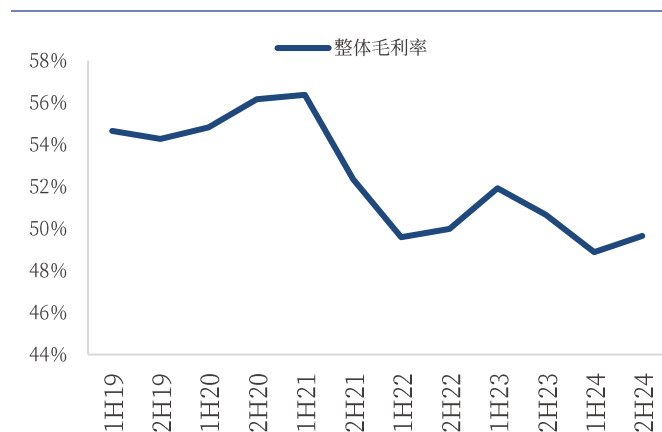
图8：公司季度归母净利润以及同比增速



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

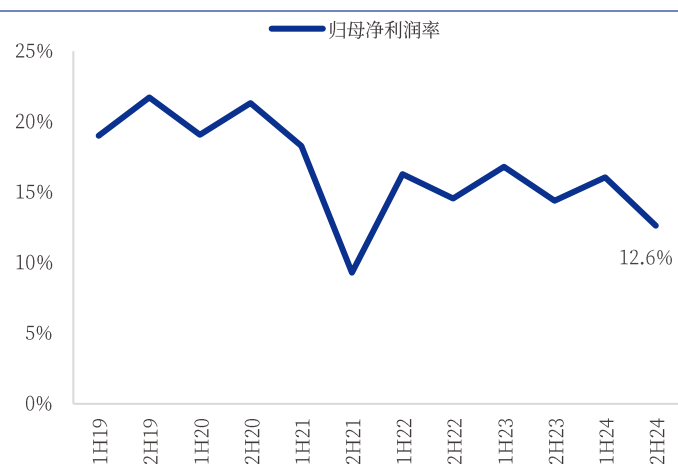
构建“主品牌+子品牌”品牌组合对市场精耕细作：1）老板主品牌引领高端市场，名气子品牌覆盖实用与年轻化需求，金帝专注集成厨电细分领域，形成差异化品牌矩阵。2）2024 年名气品牌收入 5.72 亿元，同比+26.3%。3）2024 年公司吸油烟机、燃气灶毛利率分别为 51.85%、50.91%，分别同比下降 2.14pct、下降 4.86pct。分销售模式看，2024 年销售占比最高的直销模式毛利率 54.47%，同比下降 3.54pct，主要是线上销售价格下降导致；代销模式主要是线下，坚持高端路线，2024 年毛利率 46.67%（对代理商出货价结算），同比提升 2.39pct。此外，2024 年工程渠道毛利率同比下降 1.53pct。

图9：公司半年度毛利率变化情况



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图10：公司半年度归母净利润率



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

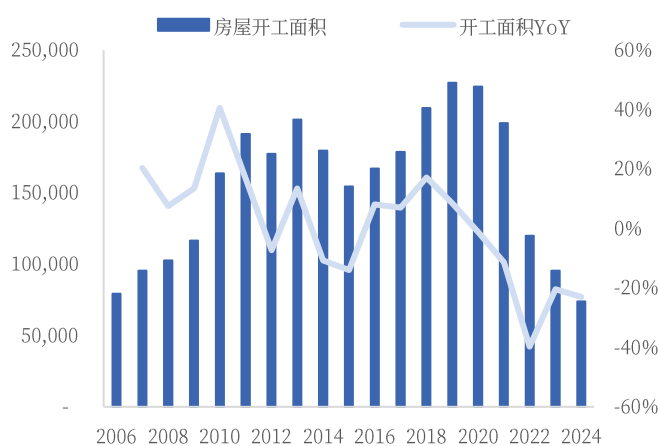
二、厨电行业

受益国补，厨电行业基本面改善。1) 厨电市场在国补的带动下，2024 年整体转暖，奥维云网（AVC）推总数据显示，2024 年油烟机/燃气灶市场整体零售额分别为 362 亿元/204 亿元，同比增长 14.9%/15.7%；2024 年品需厨电（洗碗机、消毒柜、嵌入式微蒸烤、净水器）累计零售额为 492 亿元，同比增长 16.4%。2) 精装修和毛坯房是一体两面。AVC 统计，精装修开盘套数自 2021 年开始快速下降，2024 年 66.4 万套，仅是 2020 年的 20%。这一趋势会反映在公司的精装修业务中。但毛坯房的增多，将增加未来零售市场需求占比，从结构看公司更倾向于提升零售业务。3) 我们预计由于国补刺激的零售带动下，公司 4Q24 营收接近 20% 增长，扭转 2Q24、3Q24 的下滑势头。

进入 2025 年，在以旧换新政策加码的积极影响下，叠加去年同期基数较低的有利因素，当前厨电销售有所转暖。奥维云网（AVC）线上市场监测数据显示，2025 年 1-3 月厨卫主要品类中，油烟机、燃气灶、洗碗机、集成灶、电热和燃热的推总零售额规模同比分别为+13.1%、+13.4%、+4.7%、-34.5%、-2.2%和+2.9%。

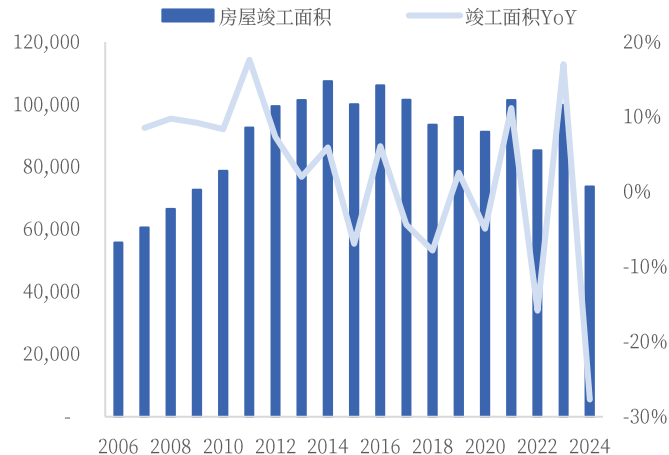
地产政策边际持续优化，为厨电行业稳步复苏奠定良好基础。近年来，受经济增长放缓、疫情及地产端部分风险事件的冲击，房地产开工投资及成交明显放缓，2024 年在较高基数的影响下，竣工端也出现下滑，对厨电对公及零售收入均造成了一定压力。2024 年起，地产政策持续优化，加大力度推动房地产“止跌回稳”，包括调整一线城市限购、推出“认房不认贷”、下调首付比例和贷款利率、允许专项债用于土地储备和收购存量商品房等等。近期全国两会召开，政府工作报告中对房地产政策定调从 2024 年的“优化房地产政策，促进房地产市场平稳健康发展”转为“持续用力推动房地产市场止跌回稳”，更特别强调“优化和创新结构性货币政策工具，更大力度促进楼市股市健康发展”。未来随着地产端政策利好逐步传导，厨电产品需求有望得到支撑。

图11：近年来房地产开工面积（万平方米）持续收缩



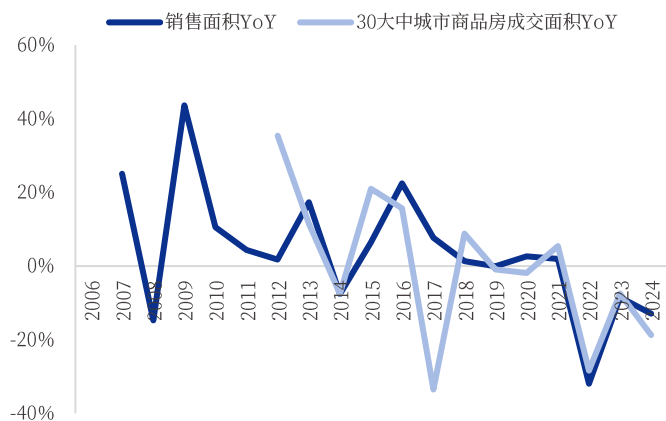
资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

图12：受高基数影响，2024 年竣工面积（万平方米）显著下滑



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

图13: 商品房销售面积承压



资料来源: 国家统计局, ifind, 中国银河证券研究院

图14: 精装修开盘情况不容乐观, 近年来降幅有所收窄



资料来源: 奥维云网, 中国银河证券研究院

三、投资建议

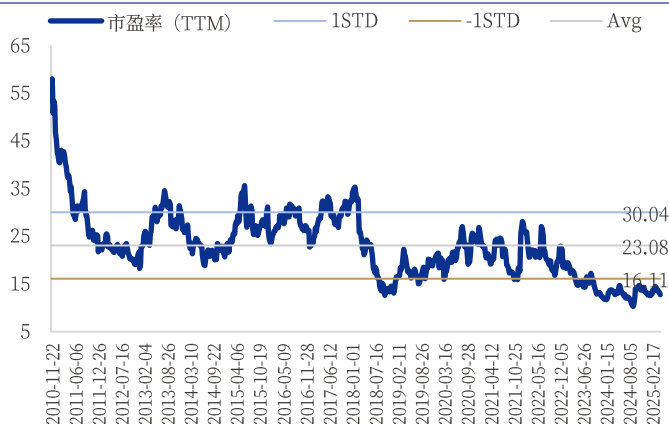
我们预计公司 2025-2027 年归母净利润为 16.07/17.36/18.53 亿元, EPS 分别为 1.70/1.84/1.96 元, 维持“推荐”评级。

表 3: 主要财务指标预测

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	11,213	11,578	12,113	12,702
收入增长率	0.1%	3.3%	4.6%	4.9%
归母净利润(百万元)	1,577	1,607	1,736	1,853
利润增速	-9.0%	1.9%	8.0%	6.7%
摊薄 EPS(元)	1.67	1.70	1.84	1.96
PE	12.67	12.44	11.51	10.79

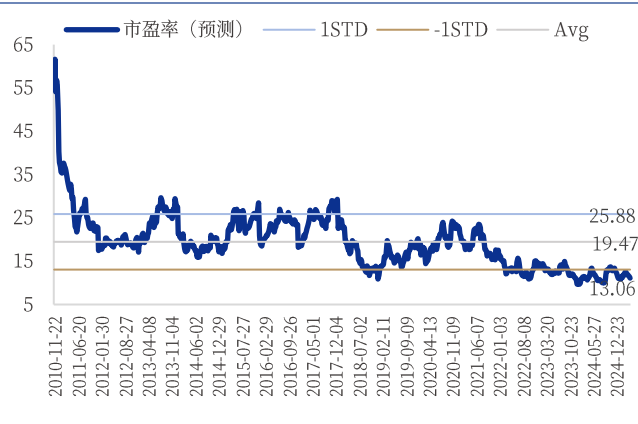
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图15: 老板电器历史估值区间(市盈率 TTM)



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图17: 老板电器历史估值区间(市盈率 预测)



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

四、风险提示

产品需求不足的风险；行业竞争加剧的风险；政策效果不及预期的风险。

附录：

公司财务预测表

资产负债表(百万)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	10,366	11,076	11,998	12,998
现金	1,632	1,985	2,841	3,597
应收账款	1,964	1,934	2,034	2,160
其它应收款	87	78	78	89
预付账款	162	172	170	183
存货	1,214	1,563	1,542	1,564
其他	5,308	5,343	5,333	5,406
非流动资产	6,677	6,734	6,841	6,907
长期投资	313	313	313	313
固定资产	1,611	1,725	1,847	1,916
无形资产	206	190	175	160
其他	4,547	4,506	4,506	4,519
资产总计	17,043	17,810	18,839	19,905
流动负债	5,614	5,736	6,010	6,283
短期借款	93	93	93	93
应付账款	2,830	2,786	2,927	3,100
其他	2,690	2,857	2,990	3,091
非流动负债	163	163	163	163
长期借款	0	0	0	0
其他	163	163	163	163
负债总计	5,777	5,899	6,174	6,447
少数股东权益	88	72	55	36
归属母公司股东	11,178	11,839	12,611	13,422
负债和股东权益	17,043	17,810	18,839	19,905
现金流量表(百万)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1,660	1,462	2,018	1,977
净利润	1,556	1,591	1,719	1,834
折旧摊销	194	176	205	233
财务费用	-48	2	2	2
投资损失	-137	-116	-121	-127
营运资金变动	-65	-262	199	26
其它	161	72	14	9
投资活动现金流	-637	-161	-196	-177
资本支出	-258	-277	-317	-304
长期投资	725	0	0	0
其他	-1,105	116	121	127
筹资活动现金流	-1,383	-948	-966	-1,043
短期借款	-2	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	-1,381	-948	-966	-1,043
现金净增加额	-360	353	856	756

资料来源：公司数据，中国银河证券研究

利润表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	11,213	11,578	12,113	12,702
营业成本	5,645	5,831	6,097	6,373
税金及附加	109	116	121	127
销售费用	3,079	3,126	3,271	3,430
管理费用	509	521	545	559
研发费用	414	417	424	457
财务费用	-180	-36	-44	-63
资产减值损失	-68	-40	0	0
公允价值变动收	0	0	0	0
投资收益及其他	221	283	295	309
营业利润	1,790	1,846	1,994	2,129
营业外收入	2	3	3	3
营业外支出	8	7	7	7
利润总额	1,784	1,843	1,991	2,125
所得税	229	252	272	290
净利润	1,556	1,591	1,719	1,834
少数股东损益	-22	-16	-17	-18
归属母公司净利	1,577	1,607	1,736	1,853
EBITDA	1,797	1,983	2,152	2,294
EPS (元)	1.67	1.70	1.84	1.96
主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入增长	0.1%	3.3%	4.6%	4.9%
营业利润增长率	-10.0%	3.1%	8.0%	6.7%
归属母公司净利	-9.0%	1.9%	8.0%	6.7%
毛利率	49.7%	49.6%	49.7%	49.8%
净利率	13.9%	13.7%	14.2%	14.4%
ROE	14.1%	13.6%	13.8%	13.8%
ROIC	12.3%	13.0%	13.2%	13.1%
资产负债率	33.9%	33.1%	32.8%	32.4%
净资产负债率	51.3%	49.5%	48.7%	47.9%
流动比率	1.85	1.93	2.00	2.07
速动比率	1.19	1.23	1.33	1.42
总资产周转率	0.66	0.66	0.66	0.66
应收账款周转率	5.94	5.94	6.10	6.06
应付账款周转率	2.10	2.08	2.13	2.11
每股收益	1.67	1.70	1.84	1.96
每股经营现金	1.76	1.55	2.14	2.09
每股净资产	11.83	12.53	13.35	14.21
P/E	12.67	12.44	11.51	10.79
P/B	1.79	1.69	1.58	1.49
EV/EBITDA	10.27	9.13	8.01	7.19
PS	1.78	1.73	1.65	1.57

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

何伟，研究所副所长、大消费负责人。上海交通大学理学硕士。2009-2011 入职光大证券研究所担任家电分析师；2012-2024 入职中国国际金融股份有限公司担任家电首席分析师，董事总经理；于 2025 年加入中国银河证券股份有限公司研究院。2022 年、2023 年荣获 II China 机构投资者·财新资本市场分析师成就奖，可选消费行业最佳分析师（大陆&海外综合）第一。

杨策，家电行业分析师，伦敦国王大学理学硕士，于 2018 年加入中国银河证券股份有限公司研究院，从事家电行业研究工作。

刘立思，家电和轻工行业分析师。中央财经大学本硕，2022 年加入中国银河证券研究院，主要从事家电和轻工行业研究工作。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，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，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10% 以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅 5% 以上
	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅 20% 以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
		回避：相对基准指数跌幅 5% 以上

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程 曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn
 苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn
 上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn
 李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn
 北京地区：田 薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn
 褚 颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn