

龙头地位稳固， 分红比例继续提升

核心观点

公司 2024Q4 受益国补政策拉动需求，传统烟灶稳健，增速领跑行业平均水平，龙头地位持续巩固，同时加大洗碗机等产品、渠道以及名气品牌布局力度，新兴品类加速成长，多品类优势扩大；行业需求下滑、原材料价格上涨及费用率提升导致利润率下降。公司发布新一轮股权激励计划，业绩考核目标彰显龙头增长韧劲，同时分红比例继续提升，高分红属性凸显。

事件

2025 年 4 月 29 日，老板电器发布 2024 年年度报告、2025 年一季度报告及 2025 年股票期权激励计划。

公司 2024 年实现营业收入 112.13 亿元（YOY+0.10%），归母净利润 15.77 亿元（YOY-8.97%），净利率为 14.07%（YOY-1.40pct）；其中 Q4 实现营业收入 38.17 亿元（YOY+16.78%），归母净利润 3.75 亿元（YOY-4.28%），净利率为 9.83%（YOY-1.18pct）。2025Q1 实现营业收入 20.76 亿元（YOY-7.20%），归母净利润 3.40 亿元（YOY-14.66%），净利率为 16.38%（YOY-1.43pct）。

2025 年股票期权激励计划拟授予的股票期权总量为 608.00 万份，约占本激励计划草案公告时公司股本总额的 0.64%。

简评

一、收入分析：传统品类优势提升，新兴品类快速增长

1) **第一品类群：收入稳健，巩固优势。**2024 年实现收入 85.97 亿元（YOY+1.60%），占比 76.68%。**油烟机：**收入 54.55 亿元（YOY+2.51%），占比 48.65%。GfK 数据显示行业销额、销量分别同比+19.1%、+2.9%，奥维报告显示线下、线上销额市占率分别为 32.06%、21.41%，均排名第一。**燃气灶：**收入 27.77 亿元（YOY+3.96%），占比 24.77%。GfK 数据显示行业销额、销量分别同比+10.4%、+1.3%，奥维报告显示线下、线上销额市占率分别为 31.73%、19.81%，均排名第一。**消毒柜：**收入 3.65 亿元（YOY-22.14%），占比 3.26%。GfK 数据显示行业销额、销量分别同比-9.1%、-18.0%，奥维报告显示线下零售额市占率为 20.61%，排名 TOP2。

2) **第二品类群：短期承压，份额稳定。**实现收入 8.16 亿元（YOY-1.35%），占比 7.28%。**一体机：**收入 7.04 亿元（YOY+

老板电器 (002508. SZ)

维持

买入

马王杰

mawangjie@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521070002

吕育儒

lyyuru@csc.com.cn

SAC 编号:S1440524070012

发布日期：2025 年 05 月 10 日

当前股价：19.83 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-10.03/-16.27	-4.25/-5.41	-17.31/-24.13
12 月最高/最低价 (元)		26.93/17.71
总股本 (万股)		94,493.89
流通 A 股 (万股)		93,355.18
总市值 (亿元)		187.38
流通市值 (亿元)		185.12
近 3 月日均成交量 (万)		840.97
主要股东		
杭州老板实业集团有限公司		49.90%

股价表现



相关研究报告

【中信建投厨卫电器】老板电器
24.11.06 (002508):以旧换新拉动明显，期待 Q4 弹性

2.40%)，占比 6.28%。**蒸箱**：收入 0.60 亿元 (YOY-11.58%)，占比 0.53%。**烤箱**：收入 0.53 亿元 (YOY-27.33%)，占比 0.47%。根据公司公告数据，老板品牌一体机线下、线上零售额市占率分别达到 27.70%、12.28%，分别排名 TOP1、TOP2；电蒸箱线下、线上零售额市占率分别达到 18.91%、24.62%，分别排名 TOP3、TOP2；电烤箱线下零售额市占率为 15.22%，排名 TOP3。

3) **第三品类群**：引领增长，洗碗机和燃热突出。实现收入 10.73 亿元 (YOY+3.88%)，占比 9.57%。**洗碗机**：收入 7.92 亿元 (YOY+4.22%)，占比 7.06%。GfK 数据显示行业销额、销量分别同比+16.9%、+13.4%，其中老板品牌嵌入式洗碗机线下、线上零售额市占率分别达到 16.01%、7.26%，分别排名 TOP3、TOP5。**热水器**：收入 2.46 亿元 (YOY+5.47%)，占比 2.19%。GfK 数据显示行业销额、销量分别同比+1.6%、+0.7%，公司产品以燃气热水器为主，品类维持高增态势。**净水器**：收入 0.36 亿元 (YOY-11.79%)，占比 0.32%。GfK 数据显示行业销额、销量分别同比-0.4%、-9.7%。

4) **集成灶**：行业承压，收入下滑。实现收入 3.27 亿元 (YOY-29.63%)，占比 2.91%。GfK 数据显示行业销额、销量分别同比-46.1%、-47.2%。

5) **橱柜**：实现收入 0.41 亿元，占比 0.36%。橱柜板块团队建设和供应链体系持续完善，为多元化工程赛道的拓展提供了坚实保障。

6) **其他小家电**：实现收入 0.74 亿元 (YOY-33.26%)，占比 0.66%。

7) **其他业务**：实现收入 2.85 亿元 (YOY-6.55%)，占比 2.54%。

二、盈利分析：盈利水平稳定，长期仍有改善空间

1) 毛利率：国补带动需求及结构改善，毛利率提升

2024 年毛利率为 49.66% (YOY-1.00pct)，其中 Q4 毛利率为 48.16% (YOY+0.84pct)；2025Q1 毛利率为 52.72% (YOY+2.08pct)。2024 年全年毛利率下滑主要受需求下行和原材料成本上涨的影响，2024Q4 及 2025Q1 毛利率提升主要受益于国补政策带来的需求复苏和结构升级。分产品来看，2024 年油烟机毛利率为 51.85% (YOY-2.14pct)，燃气灶毛利率为 50.91% (YOY-4.86pct)。展望今年，国补政策延续，行业均价及结构继续改善，毛利率预计维持 Q1 趋势。

2) 费用率：加大费用投放力度，利息收入减少

2024 年期间费用率同比提升 1.31pct，销售/管理/研发/财务费用率分别同比+0.66/+0.35/+0.23/+0.08pct，其中 Q4 期间费用率同比提升 5.05pct，销售/管理/研发/财务费用率分别同比+3.37/+0.001/+0.29/+1.38pct；2025Q1 期间费用率同比提升 4.88pct，销售/管理/研发/财务费用率分别同比+3.94/+0.38/-0.09/+0.65pct。主要系：1) 公司在国补期间加大营销费用投放力度；2) 银行利息减少。

3) 净利率：净利率短期承压，收入利润同步增长

2024 年净利率为 14.07% (YOY-1.40pct)，其中 Q4 净利率为 9.83% (YOY-1.18pct)；2025Q1 净利率为 16.38% (YOY-1.43pct)。公司净利率短期下降，全年收入和净利润有望同步增长。

三、股权激励：绑定核心员工利益，彰显收入增长韧劲

公司发布 2025 年股票期权激励计划，拟授予的股票期权总量为 608.00 万份，约占公司股本总额的 0.64%。激励对象人数总数为 372 人，包括公司中层管理人员及核心技术（业务）骨干。股票期权的行权价格为 17.58 元/份。

股权激励计划的业绩考核目标为：2025-2027 年每年的净资产收益率不低于 13%，或以 2024 年营业收入为基数，营业收入增长率不低于同行业均值。

投资建议：公司传统品类优势提升，新兴品类与全渠道快速增长，新一轮股权激励计划彰显收入增长韧劲，分红比例稳步提升。我们预测 2025-2027 年公司实现归母净利润 16.70/17.60/18.46 亿元，对应 EPS 为 1.77/1.86/1.95 元，当前股价对应 PE 为 11.22/10.65/10.15 倍，维持“买入”评级。

重要财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	11,201.90	11,212.65	11,672.82	12,123.23	12,555.39
YoY(%)	9.06	0.10	4.10	3.86	3.56
净利润(百万元)	1,732.79	1,577.40	1,670.46	1,759.79	1,846.19
YoY(%)	10.20	-8.97	5.90	5.35	4.91
毛利率(%)	50.65	49.66	50.45	50.75	51.04
净利率(%)	15.47	14.07	14.31	14.52	14.70
ROE(%)	16.47	14.11	13.33	12.61	11.95
EPS(摊薄/元)	1.83	1.67	1.77	1.86	1.95
P/E(倍)	10.81	11.88	11.22	10.65	10.15
P/B(倍)	1.78	1.68	1.50	1.34	1.21

资料来源：iFinD，中信建投

风险分析

- 1) 行业竞争加剧：**厨电行业已经进入存量竞争时代，竞争维度多元，企业在产品端、服务端、营销端多方面要均衡发展，当前各类企业均入局厨电行业，竞争可能进一步加剧。
- 2) 原材料价格波动：**原材料是厨电产品的主要构成和成本来源，原材料价格影响厨电板块的盈利水平和业绩，原材料价格大幅波动，不利于厨电企业的定价以及稳健经营。
- 3) 房地产行业波动：**厨电具有刚需和高安装属性，依赖地产拉力和线下消费场景，当前人口红利与地产拉力逐步消失，新房销售规模中枢下移，厨电销售可能持续承压。

分析师介绍

马王杰

中信建投证券家电和农业行业首席分析师，上海交通大学管理学硕士。研究扎实，观点鲜明。家电领域重点覆盖白电、黑电、小家电、清洁电器、两轮车、摩托车、电动园林工具。曾获上证报最佳分析师，Wind 金牌金牌分析师，新浪金麒麟菁英分析师等。

吕育儒

家电行业分析师，西南财经大学经济学硕士，专注于大显示（电视/投影仪/激光投影）、动力运动（全地形车/摩托车）、地产链（厨电/集成灶/照明电工）、智能家居、便携储能等领域研究。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 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。A 股市场以沪深 300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）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，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
 电话：（8610）56135088
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
 电话：（8621）6882-1600
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼
 电话：（86755）8252-1369
 联系人：曹莹
 邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
 中环交易广场 2 期 18 楼
 电话：（852）3465-5600
 联系人：刘泓麟
 邮箱：charleneliu@csci.hk