

老板电器 (002508.SZ)

2024 年报 2025Q1 点评：分红回购再创新高，国补提振收入重回增长

国补提振公司 24Q4 收入+17%，25Q1 政策衔接收入略降 7%，考虑到 3 月份两会后资金到位，内需消费刺激决心和力度持续加码，我们预计老板电器 25Q2 开始收入业绩双增长。公司当前估值 11 倍，隐含股息率超过 5%，维持“强烈推荐”评级。

- **分红回购再创新高**。公司 2024 年实现收入 112 亿元，同比增长 0.1%，实现归母净利润 16 亿元，同比下降 9%，实现扣非归母净利润 15 亿元，同比下滑 8%；其中 24Q4 国补拉动显著，收入同比+16.78%，归母净利润+4.28%；25Q1 由于开年国补政策衔接，收入承压同比-7.2%，归母净利润-14.66%。公司年报拟现金分红 4.73 亿元，叠加中期分红，合计派息 9.45 亿元，对应股息率 5%，此外考虑回购注销 2 亿元，合计回购分红比例提高到 73%。
- **国补刺激行业规模慢涨，存量竞争趋势明显**。奥维统计 2024 年厨卫大盘全渠道零售额 1764 亿元，同比增长 5.7%，其中以烟灶、热水器为代表的刚需品 1098 亿元，同比增长 10%，以消毒柜、洗碗机、嵌入式及净水器为代表的品需类 492 亿元，同比增长 16%，集成灶受需求分化影响规模下降 31%。老板基于组织架构调整，重新划分产品矩阵，从过去的第一、第二、第三品类变更为厨房空气环境产品线、烹饪产品线、洗净存产品线三大业务板块。
- **分品类看**，24 年保持增长动能的主要集中在烟机增长 2.51%，灶具+3.96%，一体机+2.4%，洗碗机+4.22%，热水器+5.47%；**分渠道看**，24 年代销模式同比增长 21%，表明线下代理商根基在国补助力下保持强劲态势，直营模式同比略降 3%，主要反应电商及高线市场面临的消费下行压力，工程业务下滑 19%，经销下滑 19%。25Q1 收入下降主要跟电商、工程拖累有关，线下零售保持双位数增长。**多品牌布局应对存量换购需求增加**，老板增加星辰子系列+名气品牌协同生态，抢占市场份额，2024 年杭州名气电器规模同比增长 26%，去年 8 月份推出的星辰系列有力布局中低价格带，主品牌发布 AI 烹饪大模型“食神”，为用户提供个性化菜谱定制和营养膳食规划。
- **盈利能力提升，费用率上升带来净利率承压**。公司 2024Q4/2025Q1 毛利率分别为 48%/53%，同比提升 0.8/2.1pcts，显示出盈利能力有所增强；期间费用率整体提高 5.0/4.9pct 至 36.6%/36.7%，其中销售费用率由于质保金费用调整，2024Q4/2025Q1 分别同比上升 3.4/4.0pcts，而管理+研发+财务费用率 2024Q4/2025Q1 总体分别上升 1.7/0.9pcts。综合推动公司 2024Q4/2025Q1 净利率为分别同比下滑 1.2/1.4pcts。
- **合同负债同比增长 18%，现金流含金量高**。2025Q1 老板电器合同负债同比增长 18%，表明国补经销商打款积极性高；2024 年公司计提信用减值损失 7075 万元，整体影响有限，截至目前工程业务收入占比降至 15%。现金流方面，公司 2024 年经营性现金流净流入 16.6 亿元，高于业绩表现。
- **盈利预测**。公司推出 2025 年股票期权激励计划，考核 2025-2027 年 ROE 不低于 13%或以 2024 年收入为基数、营业收入增长率不低于同行业均值。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 16.8/17.7/18.5 亿元，分别同比增长 7%/5%/5%，对应 PE 分别 11/11/10 倍，考虑到公司现金分红比例超过

强烈推荐（维持）

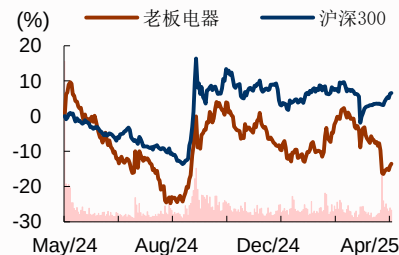
消费品/家电
目标估值：NA
当前股价：20.25 元

基础数据

总股本（百万股）	945
已上市流通股（百万股）	934
总市值（十亿元）	19.1
流通市值（十亿元）	18.9
每股净资产（MRQ）	12.2
ROE（TTM）	13.2
资产负债率	30.5%
主要股东 杭州老板实业集团有限公司	
主要股东持股比例	49.9%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-11	-15	-14
相对表现	-15	-10	-20



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《老板电器 (002508) —国补政策受益+地产预期回暖，业务改善可期》
2025-03-17
- 2、《老板电器 (002508) —业绩表现符合预期，国补政策效果可期》
2024-10-30
- 3、《老板电器 (002508) —烟灶收入表现稳健，名气收入逆市高增》
2024-08-28

史晋星 S1090522010003
shijinxing@cmschina.com.cn
闫哲坤 S1090523070001
yanzhekun@cmschina.com.cn

60%，隐含股息率高，维持“强烈推荐”投资评级。

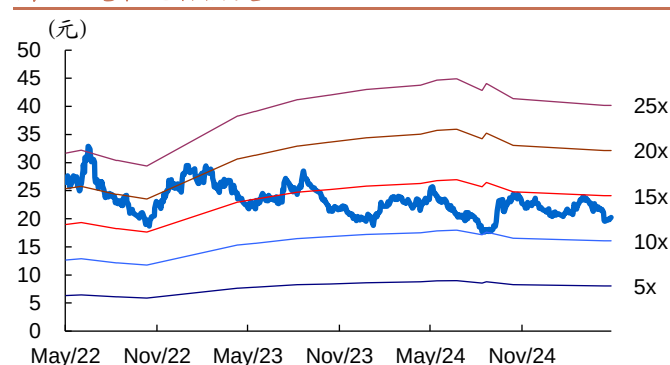
□风险提示：国补需求不及预期，原材料价格大幅上涨，房地产竣工大幅下滑。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	11202	11213	11751	12303	12857
同比增长	9%	0%	5%	5%	4%
营业利润(百万元)	1988	1790	1908	2009	2101
同比增长	12%	-10%	7%	5%	5%
归母净利润(百万元)	1733	1577	1680	1769	1849
同比增长	10%	-9%	7%	5%	5%
每股收益(元)	1.83	1.67	1.78	1.87	1.96
PE	11.0	12.1	11.4	10.8	10.3
PB	1.8	1.7	1.6	1.5	1.4

资料来源：公司数据、招商证券

图 1：老板电器历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 2：老板电器历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	11587	10366	11342	12402	13476
现金	1985	1632	2306	3052	3810
交易性投资	2730	2180	2180	2180	2180
应收票据	696	818	857	897	937
应收款项	1810	1964	2058	2155	2252
其它应收款	53	87	91	95	99
存货	1524	1214	1261	1312	1366
其他	2788	2472	2589	2710	2831
非流动资产	5193	6677	6557	6448	6350
长期股权投资	8	11	11	11	11
固定资产	1721	1611	1512	1423	1342
无形资产商誉	227	206	185	167	150
其他	3237	4850	4849	4848	4847
资产总计	16780	17043	17898	18850	19826
流动负债	5973	5614	5757	5972	6186
短期借款	95	93	50	60	60
应付账款	3647	3891	4042	4207	4378
预收账款	1020	868	901	938	976
其他	1211	761	763	767	771
长期负债	176	163	163	163	163
长期借款	0	0	0	0	0
其他	176	163	163	163	163
负债合计	6149	5777	5920	6135	6349
股本	949	945	945	945	945
资本公积金	212	238	238	238	238
留存收益	9362	9996	10732	11492	12280
少数股东权益	108	88	64	40	14
归属于母公司所有者权益	10523	11178	11914	12675	13462
负债及权益合计	16780	17043	17898	18850	19826

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2392	1660	1255	1336	1410
净利润	1715	1556	1657	1744	1823
折旧摊销	188	188	177	165	155
财务费用	8	(48)	(170)	(170)	(170)
投资收益	(83)	(137)	(296)	(296)	(296)
营运资金变动	580	84	(114)	(108)	(102)
其它	(16)	18	0	0	0
投资活动现金流	(5275)	(637)	239	239	239
资本支出	(327)	(258)	(57)	(57)	(57)
其他投资	(4948)	(379)	296	296	296
筹资活动现金流	(436)	(1383)	(820)	(828)	(891)
借款变动	(157)	(616)	(45)	10	0
普通股增加	0	(4)	0	0	0
资本公积增加	2	26	0	0	0
股利分配	(475)	(947)	(945)	(1008)	(1061)
其他	194	158	170	170	170
现金净增加额	(3319)	(360)	674	747	758

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	11202	11213	11751	12303	12857
营业成本	5528	5645	5864	6102	6351
营业税金及附加	99	109	114	120	125
营业费用	3002	3079	3227	3378	3530
管理费用	470	509	533	558	583
研发费用	387	414	434	454	474
财务费用	(189)	(180)	(170)	(170)	(170)
资产减值损失	(174)	(143)	(137)	(147)	(157)
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	174	158	158	158	158
投资收益	83	137	137	137	137
营业利润	1988	1790	1908	2009	2101
营业外收入	5	2	2	2	2
营业外支出	7	8	8	8	8
利润总额	1986	1784	1902	2003	2095
所得税	271	229	245	259	272
少数股东损益	(18)	(22)	(23)	(25)	(26)
归属于母公司净利润	1733	1577	1680	1769	1849

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	9%	0%	5%	5%	4%
营业利润	12%	-10%	7%	5%	5%
归母净利润	10%	-9%	7%	5%	5%
获利能力					
毛利率	50.7%	49.7%	50.1%	50.4%	50.6%
净利率	15.5%	14.1%	14.3%	14.4%	14.4%
ROE	17.1%	14.5%	14.6%	14.4%	14.1%
ROIC	14.9%	12.5%	12.8%	12.8%	12.6%
偿债能力					
资产负债率	36.6%	33.9%	33.1%	32.5%	32.0%
净负债比率	0.6%	0.6%	0.3%	0.3%	0.3%
流动比率	1.9	1.8	2.0	2.1	2.2
速动比率	1.7	1.6	1.8	1.9	2.0
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
存货周转率	3.5	4.1	4.7	4.7	4.7
应收账款周转率	4.4	4.2	4.1	4.1	4.1
应付账款周转率	1.6	1.5	1.5	1.5	1.5
每股资料(元)					
EPS	1.83	1.67	1.78	1.87	1.96
每股经营净现金	2.53	1.76	1.33	1.41	1.49
每股净资产	11.14	11.83	12.61	13.41	14.25
每股股利	0.50	1.00	1.07	1.12	1.17
估值比率					
PE	11.0	12.1	11.4	10.8	10.3
PB	1.8	1.7	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA	11.6	12.8	11.8	11.3	10.9

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。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中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。