

老板电器（002508.SZ）

公司报告 | 首次评级报告



吴宇同
家电、纺织服装 & 医美
化妆品研究员

2026年1月26日

基本信息

所属行业	消费品
当前股价	20.25
总市值	191.35亿
PE-TTM	12.49
PB-MRQ	1.68

估值结果

价值	207.07亿
DDM估值	上行空间 8.2%
状态	合理估值
价值	224.61亿
动态估值	上行空间 17%
状态	合理估值

四维评级

成长空间	★★★★☆
盈利趋势	★★★☆☆
产业格局	★★★★☆
护城河	★★★★☆

核心评级结论

老板电器是中国的厨电龙头公司。公司主营吸油烟机、燃气灶、微蒸烤、洗碗机、集成灶等全品类厨电产品，核心烟灶品类线上线下市占率常年稳居行业第一。

公司的成长空间处于中等水平，主要是由于厨电与上游房地产的关联度较高，房地产不景气对于厨电有负面影响。公司的盈利趋势星级较低，主要是由于白色家电龙头（美的、海尔等）积极布局厨电赛道，叠加上游原材料涨价，公司的盈利能力可能受到负面影响。公司的产业格局星级较好，主要是由于公司在线下的市占率领先，但是竞争格局有变差的风险。公司的护城河星级处于中等水平，主要是具备一定的品牌和渠道护城河，

基于公司的传统品类市占率可以维持，以及新兴品类加速渗透的假设，我们认为公司当前处于合理估值的水平。

我们区别于市场的观点

我们认为当前老板电器处于合理估值的水平。核心系业务与地产深度绑定，精装渠道需求收缩叠加房企坏账风险，业绩易受行业周期扰动。同时厨电行业竞争日趋激烈，头部品牌卡位及跨界玩家入局引发的市场竞争不断加剧，行业盈利空间被持续压缩。多重因素下，公司未来业绩增长缺乏明确且可持续的支撑，业绩兑现存在显著不确定性，当前估值已充分覆盖上述风险，并无明显低估或高估。

风险提示

（1）行业竞争白热化：美的、海尔加速高端化布局，集成灶分流传统烟灶市场，2026年国补取消烟灶品类，会对行业产生不利影响。（2）地产周期深度绑定风险：新房装修需求持续低迷，房企工抵房可能进一步减值，拖累利润与资产质量。

内容目录

1. 基本信息	4
2. 业务介绍	4
3. 商业模式	4
3.1 营销强度	5
3.2 客户集中度	5
3.3 供应商集中度	5
4. 历史经营绩效	5
4.1 历史盈利能力	5
4.2 历史成长能力	6
4.3 历史业务控制力及财务健康评级	6
4.4 股东回报评级	6
5. 四维评级	7
5.1 成长空间	7
5.2 盈利趋势	7
5.3 产业格局	7
5.4 护城河	7
6. 公司估值	8
6.1 核心假设及逻辑	8
6.2 动态估值	9
6.3 DDM估值	9
6.4 估值确定性	9

图表目录

图1：预测2025年收入占比	4
图2：预测2025年毛利占比	4
图3：近年公司盈利能力趋势图	5
图4：近年公司历史成长能力趋势图	6
图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势	6
图6：近年股东回报能力趋势图	6
表1：护城河详解表	8
表2：公司整体业绩预测	8
表3：公司分业务业绩预测	9
表4：公司整体及分业务动态估值	9
表5：公司整体及分业务DDM估值	9

1. 基本信息

老板电器创立于1979年，2010年登陆深交所，总部位于杭州，是国内高端厨电行业龙头企业。公司主营吸油烟机、燃气灶、微蒸烤、洗碗机、集成灶等全品类厨电产品，深耕厨电赛道四十余年，核心烟灶品类线上线下市占率常年稳居行业第一，烟灶全球销量连续10年领先，微蒸烤、集成灶等品类线下市占率亦位列行业首位。

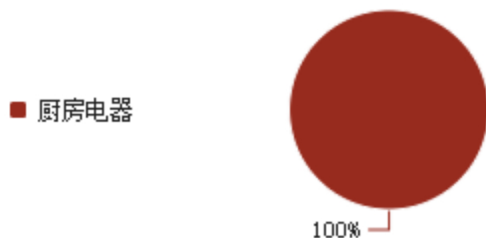
2. 业务介绍

对于老板电器公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

厨房电器：

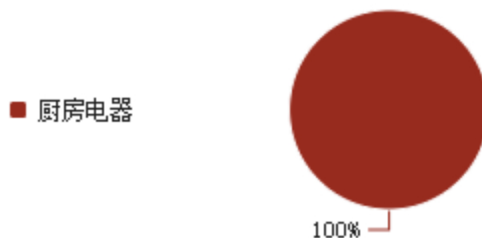
老板电器厨电业务为核心主业，构建了多元产品矩阵，核心烟灶品类营收合计占比超70%，2025年上半年线下零售额市占率均超31%，稳居行业第一，嵌入式蒸烤一体机、洗碗机等新兴品类线下市占率亦位列行业前列，洗碗机、橱柜为少数增长品类。公司深耕技术研发，自研“食神”AI烹饪大模型。渠道布局线上线下+工程+海外全维度，推行“老板+名气”双品牌策略，高端与下沉市场精准覆盖，2025年工程渠道新增橱柜业务，同时以AI技术为底座布局商用厨电，战略投资优特智厨，打通家用+商用烹饪场景。我们对于该项业务的市场定义为国内市场和海外市场。

图1：预测2025年收入占比



数据来源：公司财报，壹评级

图2：预测2025年毛利占比



数据来源：公司财报，壹评级

3. 商业模式

老板电器采用高端厨电研产销一体化商业模式，聚焦家用厨电核心并拓展商用赛道，以产品溢价+全渠道布局为核心盈利逻辑。供应商集中度低，前五大供应商采购占比仅21.08%。营销强度较高，2025年销售费用率预计维持在25%-27%，随618、双十一大促阶段性加码，重点布局小红书等新媒体渠道。渠道端构建零售、电商、工程、海外多维体系，搭配“老板+名气”双品牌覆盖高低端市场，同时通过数字化营销、场景门店提升转化，叠加供应链改革与核心部件自产，进一步优化盈利水平，并以AI烹饪技术链接家用、商用场景形成生态协同。

3.1 营销强度

低

较低

中等

较高

高

公司的营销强度较高，2025年前三季度销售费用率为28.28%。公司将核心资源倾斜于新媒体渠道，重点布局抖音打造内容营销。同时国补期间补贴经销商资质费用，通过外呼、小区驻点精准触达用户，线下完成百家场景体验店升级，并对老板、名气双品牌实施差异化投放，配套招商扩店与终端促销，依托全渠道营销赋能。

3.2 客户集中度

低

较低

中等

较高

高

老板电器的客户集中度处于中等水平。其中第一大客户（工程渠道地产商）占比16.29%，这源于公司与超85%百强房企的工程渠道合作布局，同时线下零售、线上电商、工程渠道三足鼎立的多元渠道结构及全国经销体系，又有效分散了单一客户风险。该集中度水平既保障了规模效应，又降低了大客户依赖风险，而公司近年通过转向央企国企房企客户、发力C端零售与线上渠道、拓展海外市场及新兴厨电品类等举措优化客户结构，进一步夯实了稳健的客户布局，整体风险可控。

3.3 供应商集中度

低

较低

中等

较高

高

老板电器供应商集中度低且持续优化，2024年前五大供应商采购额7.66亿元，占总采购额17.58%，较2023年的16.80%小幅提升但仍处低位。公司供应商总数稳定在329家（2023年），本地化供应商180家，占比超54%，分散化布局有效降低单一依赖风险。

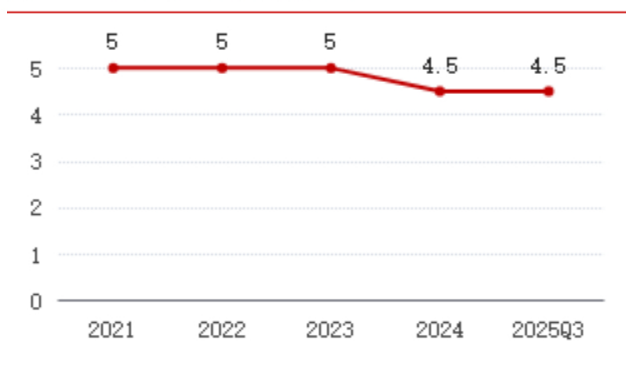
4. 历史经营绩效

公司的历史经营较为稳健，盈利能力优秀，业务控制能力和股东回报能力均较强。近年来受到房地产行业不景气的影响，厨电增速承压，拖累成长能力星级。

4.1 历史盈利能力

★★★★☆

图3：近年公司盈利能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

公司历史盈利能力星级较高。2021年盈利达周期高点，毛利率超56%、净利率19.2%，依托高端烟灶溢价与工程渠道红利稳居优势。后续受地产下行拖累，精装项目减少致工程渠道营收下滑15.7%，叠加行业竞争加剧，盈利能力承压，盈利星级下滑。

4.2 历史成长能力

★★★★☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



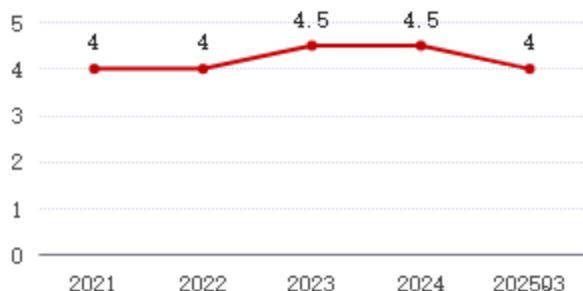
数据来源：公司财报，壹评级

公司的历史成长星级较低。2021年受益地产精装红利与高端烟灶市占率优势，营收净利维持双位数高增，成长动能达周期峰值。2022-2025年前三季度增速回落，主因地产下行致工程渠道营收下滑较多，核心烟灶品类增长见顶，叠加行业竞争挤压。

4.3 历史业务控制力及财务健康评级

★★★★☆

图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势



数据来源：公司财报，壹评级

公司的历史业务控制能力星级较高。上游端，供应商集中度持续优化；下游端，前期受地产下行拖累，工程渠道占比收缩，账期拉长致应收账款周转天数提升，对房企议价能力弱化。公司及时调整渠道结构，提升零售渠道占比，通过双品牌、全渠道布局强化C端控制，Q3回款效率边际改善。

4.4 股东回报评级

★★★★☆

图6：近年股东回报能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

公司的股东回报星级较高。公司始终将股东回报放在经营重要位置，分红政策具备较强的连贯性与稳定性。2023年以来，公司分红比例持续维持在50%以上的高位水平，远高于厨电行业平均分红比例，派息力度保持稳健，依托充足的经营现金流、低负债的优质财务结构，为高比例分红提供了坚实的基本面支撑。

5. 四维评级

公司的成长空间和盈利趋势星级较低，主要是由于房地产市场较为不景气，叠加行业竞争格局加剧。产业格局和护城河星级中等偏上，主要是由于公司为中国厨电龙头公司，线下市占率具备一定的优势，拥有一定的品牌和渠道护城河。

5.1 成长空间

★★★★☆

公司的成长空间星级一般，主要是由于上游房地产市场不景气，工程渠道需求持续收缩。叠加行业竞争加剧，存量市场中缺乏突破性增长引擎。

厨房电器(2星):

该业务的成长空间一般，主要是由于与上游房地产的关联较大，新兴品类中仅洗碗机表现相对较好，缺乏新的增长引擎。同时行业竞争加剧，增长天花板凸显。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

公司的盈利趋势星级较低，主要是受到上游原材料价格上涨以及行业竞争加剧的影响。

厨房电器(1星):

该业务的盈利趋势星级较低。厨电行业价格战加剧，产品均价普降，叠加铜价创历史新高推高核心零部件成本，成本端压力下毛利率提升的红利难以持续。

5.3 产业格局

★★★★☆

公司的产业格局星级处于中等偏上，主要是由于公司在国内厨电领域的市占率稳居第一梯队，尤其在高端市场优势突出。

厨房电器(3.5星):

该业务的竞争格局较好。全渠道布局完善，工程渠道市占率较高，双品牌运作下名气跻身行业前十。但新兴品类遭美的等跨界玩家抢占，因此竞争格局属于中等偏上。

5.4 护城河

★★★★☆

公司具备一定的护城河，主要是来自品牌和渠道护城河。品牌端在厨电领域深耕多年，积淀了深厚的市场认可度与用户心智，高端定位优势显著；渠道端壁垒尤为突出，线下拥有成熟且完善的经销商网络，深度覆盖全国各级市场。

表1：护城河详解表

	护城河宽度及解释	护城河持续性及解释
厨房电器	(5星) 该业务的护城河宽度中等偏上。其经壹评级调整的ROE为45.5%，经壹评级调整的ROIC为45.4%，具备较高的超额收益。该业务的市占率为25%，为该市场的龙头公司，盈利能力较高，业务控制能力较好，且较为稳定。	(2星) 该业务的护城河持续性一般，主要是具备一定的品牌和渠道护城河。厨电行业竞争加剧，传统白色家电龙头公司（美的、海尔等）积极布局，白色家电龙头公司在线下也有较强的渠道，故老板电器的厨房电器业务在未来有一定的被侵蚀的风险。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

基于公司的传统品类市占率可以维持，以及新兴品类加速渗透的假设，基于壹评级的ddm模型和动态估值模型，当前公司处于合理估值水平。

6.1 核心假设及逻辑

公司的业务主要来自厨房电器，我们对于厨房电器业务进行盈利预测并估值，核心假设及逻辑如下：

业务：厨房电器

收入假设：

公司作为高端厨电行业龙头，核心烟灶品类线上线下市占率长期稳居行业前二，品牌溢价与用户粘性构筑稳固竞争壁垒，传统品类收入基本盘扎实。同时公司加速新兴品类渗透、推进AI智能厨电等产品结构升级，叠加全渠道精细化运营、“老板+名气”双品牌矩阵精准覆盖高低端市场。预计2025-2029年收入的CAGR为3.4%。

盈利能力：

在原材料价格上升的背景下，预计2026年毛利率小幅下滑。竞争端，厨房电器行业竞争持续白热化，美的、海尔等头部白电龙头加速高端厨电赛道布局，通过渠道渗透与价格博弈抢占市场份额，将对公司盈利空间形成一定挤压。。我们预计2025-2029年的归母净利率为13.2%、12.6%、12.2%、11.8%和11.3%。

表2：公司整体业绩预测

老板电器	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	102.7	112.0	112.1	112.1	115.5	120.1	126.1	132.4
归母净利润(亿)	15.7	17.3	15.8	14.8	14.6	14.7	14.8	15.0
归母净利润增速(%)	18.0	10.3	-9.0	-6.4	-1.1	0.4	1.2	1.1
经营性净利润(亿)	13.6	15.0	13.1	14.8	14.6	14.7	14.8	15.0
经营性净利润增速(%)	16.7	10.4	-12.7	12.4	-1.1	0.4	1.2	1.1
经营性归母净利润(亿)	13.7	15.2	13.3	14.8	14.6	14.7	14.8	15.0
经营性归母净利润增速(%)	19.3	10.6	-12.4	10.8	-1.1	0.4	1.2	1.1

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

厨房电器	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	102.7	112.0	112.1	112.1	115.5	120.1	126.1	132.4
收入增速(%)	1.2	9.1	0.1	0.0	3.0	4.0	5.0	5.0
经营性净利润(亿)	13.6	15.0	13.1	14.8	14.6	14.7	14.8	15.0
经营性净利率(%)	13.3	13.4	11.7	13.2	12.6	12.2	11.8	11.3
经营性净利润增速(%)	16.7	10.4	-12.7	12.4	-1.1	0.4	1.2	1.1

数据来源：壹评级

6.2 动态估值

表4：公司整体及分业务动态估值

业务	半显性期 CAGR	增速描述	产业格局	护城河 持续性	贴现率	综合倍数	有效盈利 预测(亿)
厨房电器	3.0%	中等-	较好	一般	8.5%	12.46	14.9
业务	显性期 价值	显性期后 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
厨房电器(亿)	54.3	133.9	188.2	36.4	-	-	224.6
公司整体测算(亿)	54.3	133.9	188.2	36.4	-	-	224.6

数据来源：壹评级

6.3 DDM估值

表5：公司整体及分业务DDM估值

业务	预测期 价值	永续期 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
厨房电器(亿)	111.1	59.6	170.7	36.4	-	-	207.1
公司整体测算(亿)	111.1	59.6	170.7	36.4	-	-	207.1

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

☆☆☆☆☆

公司的估值确定性一般，主要是由于核心业务与地产深度绑定，精装渠道需求收缩叠加房企坏账风险，业绩易受行业周期扰动，叠加行业竞争加剧，所以我们认为公司未来的盈利能力可预测性一般。

附注

四维评级

四维评级是对上市公司成长空间、盈利趋势、产业格局、护城河四个维度的评级，其综合评价了一家公司的基本面情况。在评级中，我们结合了财务数据、行业数据、公司调研等多元信息，在研究员深度研究后，利用壹评级的自研评价体系，得到公司的各维度星级。

四个维度的星级大致按如下比例分布：

星级	5	4.5	4	3.5	3	2.5	2	1.5	1	0.5
比例	3%	7%	10%	15%	15%	15%	15%	10%	7%	3%

①成长空间

成长空间主要衡量公司未来的收入成长能力，其综合考虑了中短期（未来5年）、长期（未来5到10年）公司的成长能力，也考虑了公司未来增长的边际变化及确定性。

②盈利趋势

盈利趋势主要反应的是未来5年内公司盈利及产品景气的波动趋势。我们综合考虑了未来行业的供需景气变动、价格成本变化及格局的趋势性改变。

③产业格局

产业格局衡量的是公司产品的竞争格局情况，在公司业务的产品属性基础上，结合未来格局、进入壁垒、对上下游议价能力及替代风险等角度，综合评价公司产品的产业竞争格局。

④护城河

护城河维度主要考虑当前公司的护城河宽度及未来公司护城河的可持续性，我们根据公司的超额盈利、业务控制力和市占率情况评价公司的护城河宽度，并将其归因到品牌、渠道、资源、技术等若干个潜在护城河之中，并对这些护城河的持续性做出合理评估。综合考虑护城河的宽度与持续性，给出护城河星级。

DDM估值

壹评级DDM估值是对公司未来的预测分红进行折现得出的估值。估值过程中，我们基于以下基本假设：公司在保持合理周转率、合理负债率以及合理必要现金前提下，公司未来盈利可分尽分

动态估值

壹评级动态估值，采用倍数法对公司价值进行快速评估。我们主要采用显性期（通常为5年）末两年末两年加权盈利预测—作为盈利基准，乘以适当倍数，根据风险折现后得到其估值。动态估值中的倍数以显性期后成长能力为基准，根据产业格局、护城河持续性、风险情况等进行调整，得到合适的估值倍数。

估值状态

估值状态主要用上行空间这一指标来衡量，上行空间(X) = 估值/市值-1，其与估值状态的对应关系如下：

区间	$X < -50\%$	$-50\% \leq X < -30\%$	$-33\% \leq X < -20\%$	$-20\% \leq X < 25\%$	$25\% \leq X < 50\%$	$50\% \leq X < 100\%$	$X \geq 100\%$
估值状态	严重高估	高估	偏高估	合理估值	偏低估	低估	严重低估

经营性净利润/经营性归母净利润

经营性净利润相比于报表净利润主要剔除了金融相关收益，如金融性收益、财务收入等，主要体现公司在业务经营方面产生的收益。经营性归母净利润则进一步剔除了其相关的少数股东损益。

量化星级部分

商业模式和历史经营绩效部分所列示的量化星级是根据上市公司披露的公开信息和数据加工处理而成的星级指标，以下为各分项的计算说明：

1. 历史成长能力

该评级主要是对公司的营业收入、营业利润、归母净利润等的增长率数据进行定量计算，得到星级结果。

2. 历史盈利能力

该评级主要对公司的ROE、ROIC、扣非净利率等数据进行定量计算，得到星级结果。

3. 历史业务控制力及财务健康评级

该评级主要对公司的经营性现金流净额的收入占比、净占款在资产中的占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

4. 股东回报评级

该评级主要对公司的盈利能力、分红率等数据进行定量计算，得到星级结果。

5. 资产强度

该评级主要对公司的固定资产、在建工程等长期经营资产的数值及比例等数据进行定量计算，得到星级结果。

6. 研发高端度

该评级主要对公司的人均研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

7. 研发强度

该评级主要对公司的单位收入研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

8. 营销强度

该评级主要对公司的单位收入销售费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

9. 人力资源密集度

该评级主要对公司的单位收入薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

10. 人力资源高端度

该评级主要对公司的人均薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

11. 客户集中度

该评级主要对公司的头部客户占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

12. 供应商集中度

该评级主要对公司的头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

13. 整体供应链集中度

该评级主要对公司的头部客户占比和头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断，不保证所包含信息不发生变更。在不同时期，本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时，本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改，客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用，均不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本研究资料中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。本研究资料版权归“壹评级”所有，未经事先书面授权，任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“壹评级”，且不得对本研究资料进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。