

非金融公司|公司点评|老板电器 (002508)

# 2024 三季度报点评： 经营承压，改善在即



## 报告要点

9月以来行业零售已显著改善，但终端传导至企业出货仍一定时滞，老板三季度经营短期压力。后续考虑到政策对终端需求的大幅提振、目前良性库存水平，叠加行业均价恢复提升，后续公司收入增长且盈利改善值得期待；我们预计公司2024-2026年业绩分别同比+1%/+12%/+8%，对应当前估值13X/12X/11X，维持买入评级。

## 分析师及联系人



管泉森



孙珊



崔甜甜

SAC: S0590523100007 SAC: S0590523110003 SAC: S0590523110009

# 老板电器 (002508)

## 2024 三季报点评:

### 经营承压, 改善在即

行业: 家用电器/厨卫电器  
 投资评级: 买入 (维持)  
 当前价格: 23.95 元

#### 基本数据

总股本/流通股本(百万股) 944/933  
 流通 A 股市值(百万元) 22,339.13  
 每股净资产(元) 11.40  
 资产负债率(%) 31.70  
 一年内最高/最低(元) 27.42/17.47

#### 股价相对走势



#### 相关报告

- 《老板电器 (002508): 老板电器 2024 年中报点评: 经营承压静待政策催化, 积极分红回馈股东》2024.08.28
- 《老板电器 (002508): 2023A&2024Q1 业绩点评: 经营表现稳健, 长期激励保驾护航》2024.04.25



扫码查看更多

#### 事件

2024 年前三季度公司实现营收 73.96 亿, 同比-6.78%, 归母净利润 12.02 亿, 同比-12.44%, 扣非净利润 10.75 亿, 同比-16.27%; 三季度实现营收 26.66 亿, 同比-11.07%, 归母净利润 4.43 亿, 同比-18.49%, 扣非净利润 4.17 亿, 同比-22.34%。

#### ➤ 需求传导至出货有一定滞, 当季收入下滑

以旧换新政策落地后终端需求显著改善, 奥维推总显示油烟机全渠道销额 7/8/9 月分别同比-1%/-2%/+43%, 24Q1/Q2/Q3 分别同比+5%/-3%/+14%, 改善显著; 但零售传导至出货存在滞, 24Q3 公司收入仍然下滑, 其中: 线下渠道依然有大个位数下滑, 电商渠道小幅下滑, 工程持续大幅承压, 传统品类表现优于新品, 此外名气 Q3 增速收窄。而结合 10 月份动销情况及库存水平, 四季度收入改善十分确定。

#### ➤ 毛利率提升, 但费用率及坏账计提拖累盈利

24Q3 公司毛利率同比+1.0pct, 毛利率逆势提升一方面与低毛利下沉及工程渠道占比下滑相关; 另一方面子品牌名气增速收窄、且均价略有上升也有助益。费用端, 24Q3 销售/管理/研发费用率分别同比+2.3/+0.7/+0.1pct, 这主要与规模承压相关, 而财务费用同比-0.3pct。综上, 尽管毛利率改善, 但收入下滑使费用率提升, 叠加坏账计提增加, 24Q3 公司归属净利率同比-1.5pct, 拖累当期业绩表现。

#### ➤ “以旧换新”政策效果突出, 四季度改善可期

奥维推总显示自 9 月政策实施以来, 除集成灶外的厨房大电全渠道销额增速显著改善, 其中偏刚需的传统品类油烟机/燃气灶零售额增速分别为+43%/+37%, 洗碗机/集成灶分别+27%/-16%, 而 10 月份周度数据显示, 终端零售进一步加速, 四季度老板收入改善可期。此外, 9 月以来烟机零售均价由前期下滑转为提升, 消费者或为充分享受补贴, 倾向于购买高价产品, 在此背景下后续公司盈利改善可期。

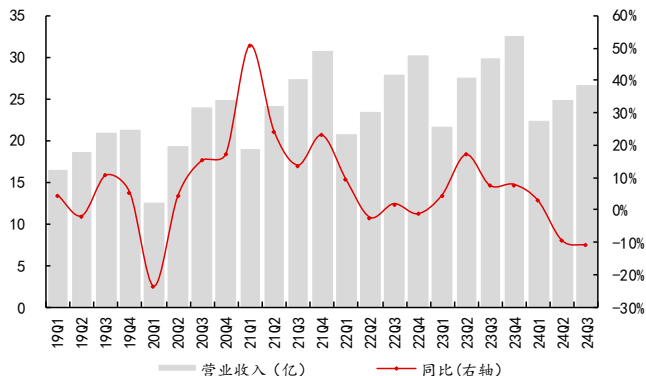
#### ➤ 维持公司“买入”评级

9 月以来行业零售已显著改善, 但终端传导至企业出货仍一定滞, 老板三季度经营短期压力。后续考虑到政策对终端需求的大幅提振、目前良性库存水平, 叠加行业均价恢复提升, 后续公司收入增长且盈利改善值得期待; 我们预计公司 2024-2026 年业绩分别同比+1%/+12%/+8%, 对应当前估值 13X/12X/11X, 维持买入评级。

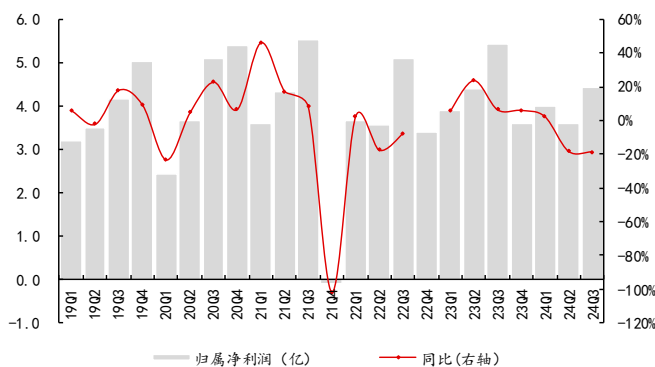
**风险提示:** 1、新房装修需求下滑超预期; 2、行业竞争压力加剧; 3、原材料价格大幅波动。

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	10272	11202	11343	12798	13802
增长率 (%)	1.22%	9.06%	1.26%	12.83%	7.85%
EBITDA (百万元)	1785	1990	2516	2831	3070
归母净利润 (百万元)	1572	1733	1750	1968	2120
增长率 (%)	18.07%	10.20%	0.98%	12.48%	7.71%
EPS (元/股)	1.67	1.84	1.85	2.08	2.25
市盈率 (P/E)	14.4	13.0	12.9	11.5	10.7
市净率 (P/B)	2.3	2.1	2.0	1.8	1.6
EV/EBITDA	11.1	8.4	6.6	5.4	4.5

数据来源: 公司公告、iFinD, 国联证券研究所预测; 股价为 2024 年 10 月 28 日收盘价

**图表1：2024Q3 公司营业收入同比-11.1%**


资料来源：iFinD，国联证券研究所

**图表2：2024Q3 公司归属净利润同比-18.5%**


资料来源：iFinD，国联证券研究所

**图表3：老板电器 2024Q3 及 2024Q1-3 利润表项目变化**

	2024Q3	2023Q3	同比变动	2024Q1-3	2023Q1-3	同比变动
营业收入	100.00%	100.00%	-	100.00%	100.00%	-
营业成本	46.82%	47.81%	-0.99pct	49.57%	47.97%	1.60pct
<b>毛利率</b>	<b>53.18%</b>	<b>52.19%</b>	<b>0.99pct</b>	<b>50.43%</b>	<b>52.03%</b>	<b>-1.60pct</b>
营业税金及附加	0.78%	0.70%	0.08pct	0.76%	0.67%	0.09pct
销售费用率	28.24%	25.98%	2.26pct	26.27%	26.97%	-0.70pct
管理费用率	4.79%	4.11%	0.68pct	4.62%	4.12%	0.50pct
研发费用率	3.67%	3.55%	0.12pct	3.74%	3.52%	0.22pct
财务费用率	-1.52%	-1.22%	-0.30pct	-1.84%	-1.33%	-0.51pct
其他收益	0.72%	0.96%	-0.24pct	1.41%	1.25%	0.16pct
投资净收益	1.85%	0.43%	1.42pct	0.91%	0.44%	0.47pct
公允价值变动净收益	0.00%	0.00%	0.00pct	0.00%	0.00%	0.00pct
信用减值损失	0.50%	-0.63%	1.12pct	0.13%	-0.53%	0.66pct
资产减值损失	-0.32%	-0.42%	0.09pct	-0.03%	-0.11%	0.08pct
资产处置收益	-0.06%	-0.04%	-0.02pct	-0.03%	-0.02%	-0.01pct
<b>营业利润率</b>	<b>19.56%</b>	<b>21.47%</b>	<b>-1.91pct</b>	<b>19.07%</b>	<b>20.39%</b>	<b>-1.32pct</b>
营业外收入	0.00%	0.04%	-0.04pct	0.01%	0.05%	-0.04pct
营业外支出	0.18%	0.17%	0.01pct	0.10%	0.08%	0.02pct
利润总额	19.38%	21.33%	-1.95pct	18.97%	20.35%	-1.38pct
所得税	3.00%	3.37%	-0.37pct	2.94%	3.19%	-0.24pct
净利润	16.38%	17.97%	-1.58pct	16.03%	17.17%	-1.13pct
少数股东损益	-0.23%	-0.15%	-0.07pct	-0.22%	-0.14%	-0.08pct
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>16.61%</b>	<b>18.12%</b>	<b>-1.51pct</b>	<b>16.25%</b>	<b>17.31%</b>	<b>-1.05pct</b>

资料来源：iFinD，公司公告，国联证券研究所

## 1. 风险提示

**1、新房装修需求下滑超预期；**厨房大电的产品需求中，受新房装修驱动的比例仍然较高，但近年来地产销售及传导至竣工的下滑压力偏大，后续可能对厨房大电的需求产生较大负面干扰。

**2、行业竞争压力加剧；**厨房大电行业龙头历来定位中高端，当前行业逐步走向存量市场阶段，对于早期竞争相对缺位的中低端市场，龙头或加大布局的力度，行业价格竞争压力或较大。

**3、原材料价格大幅波动；**公司作为制造企业，原材料成本为营业成本的主要构成，若原材料价格出现大幅波动，则公司盈利能力将受到影响。

## 财务预测摘要

资产负债表						利润表					
	单位:百万元						单位:百万元				
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	5293	1985	3996	5381	6914	营业收入	10272	11202	11343	12798	13802
应收账款+票据	2571	2506	2883	3253	3509	营业成本	5137	5528	5711	6482	6990
预付账款	178	140	161	182	196	营业税金及附加	79	99	94	107	116
存货	1610	1524	1819	2065	2227	营业费用	2614	3002	2836	3136	3382
其他	2593	5431	3700	3825	3911	管理费用	823	857	834	941	1015
<b>流动资产合计</b>	<b>12244</b>	<b>11587</b>	<b>12561</b>	<b>14706</b>	<b>16756</b>	财务费用	-157	-189	-8	-16	-21
长期股权投资	9	8	8	8	8	资产减值损失	-25	-71	-50	-68	-67
固定资产	1644	1735	1450	1225	960	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	406	360	400	340	280	投资净收益	99	83	83	83	83
无形资产	221	215	243	338	400	其他	-75	71	89	84	84
其他非流动资产	515	2876	2965	2954	2946	<b>营业利润</b>	<b>1775</b>	<b>1988</b>	<b>1999</b>	<b>2248</b>	<b>2421</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>2795</b>	<b>5193</b>	<b>5066</b>	<b>4866</b>	<b>4594</b>	营业外净收益	-2	-2	-2	-2	-2
<b>资产总计</b>	<b>15040</b>	<b>16780</b>	<b>17627</b>	<b>19572</b>	<b>21350</b>	<b>利润总额</b>	<b>1773</b>	<b>1986</b>	<b>1997</b>	<b>2246</b>	<b>2420</b>
短期借款	52	95	0	0	0	所得税	215	271	252	283	305
应付账款+票据	3291	3647	3714	4215	4546	<b>净利润</b>	<b>1558</b>	<b>1715</b>	<b>1746</b>	<b>1964</b>	<b>2115</b>
其他	1674	2231	2064	2334	2517	少数股东损益	-14	-18	-4	-5	-5
<b>流动负债合计</b>	<b>5017</b>	<b>5973</b>	<b>5778</b>	<b>6549</b>	<b>7063</b>	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1572</b>	<b>1733</b>	<b>1750</b>	<b>1968</b>	<b>2120</b>
长期带息负债	19	11	8	4	1	<b>财务比率</b>					
长期应付款	0	0	0	0	0		<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
其他	146	165	165	165	165	<b>成长能力</b>					
<b>非流动负债合计</b>	<b>165</b>	<b>176</b>	<b>173</b>	<b>169</b>	<b>166</b>	营业收入	1.22%	9.06%	1.26%	12.83%	7.85%
<b>负债合计</b>	<b>5182</b>	<b>6149</b>	<b>5951</b>	<b>6719</b>	<b>7229</b>	EBIT	15.98%	11.23%	10.69%	12.12%	7.53%
少数股东权益	126	108	104	99	94	EBITDA	17.40%	11.48%	26.41%	12.53%	8.46%
股本	949	949	944	944	944	归属于母公司净利润	18.07%	10.20%	0.98%	12.48%	7.71%
资本公积	410	412	417	417	417	<b>获利能力</b>					
留存收益	8373	9162	10212	11393	12666	毛利率	49.98%	50.65%	49.65%	49.35%	49.35%
<b>股东权益合计</b>	<b>9858</b>	<b>10631</b>	<b>11677</b>	<b>12853</b>	<b>14121</b>	净利率	15.17%	15.31%	15.39%	15.34%	15.32%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>15040</b>	<b>16780</b>	<b>17627</b>	<b>19572</b>	<b>21350</b>	ROE	16.16%	16.47%	15.12%	15.43%	15.11%
						ROIC	42.35%	45.18%	26.14%	34.78%	37.84%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	34.45%	36.65%	33.76%	34.33%	33.86%
						流动比率	2.4	1.9	2.2	2.2	2.4
						速动比率	2.1	1.2	1.7	1.7	1.9
						<b>营运能力</b>					
						应收账款周转率	6.1	6.2	6.2	6.2	6.2
						存货周转率	3.2	3.6	3.1	3.1	3.1
						总资产周转率	0.7	0.7	0.6	0.7	0.6
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益	1.7	1.8	1.9	2.1	2.2
						每股经营现金流	2.1	2.5	3.3	2.7	2.9
						每股净资产	10.3	11.1	12.3	13.5	14.9
						<b>估值比率</b>					
						市盈率	14.4	13.0	12.9	11.5	10.7
						市净率	2.3	2.1	2.0	1.8	1.6
						EV/EBITDA	11.1	8.4	6.6	5.4	4.5
						EV/EBIT	12.2	9.4	8.4	6.9	5.8

数据来源:公司公告、iFinD, 国联证券研究所预测; 股价为2024年10月28日收盘价

## 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（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。其中：A股市场以沪深300指数为基准，北交所市场以北证50指数为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于10%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~10%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
	行业评级	强于大市	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		弱于大市	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 法律主体声明

本报告由国联证券股份有限公司或其关联机构制作，国联证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“国联证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由国联证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

国联证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

国联证券国际金融有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 权益披露

国联证券国际金融有限公司跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务关系，且雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

## 联系我们

北京：北京市东城区安外大街208号致安广场A座4层

无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦16楼

上海：上海市虹口区杨树浦路188号星立方大厦8层

深圳：广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼