

## 张小泉 (301055.SZ) 增持 (首次评级)

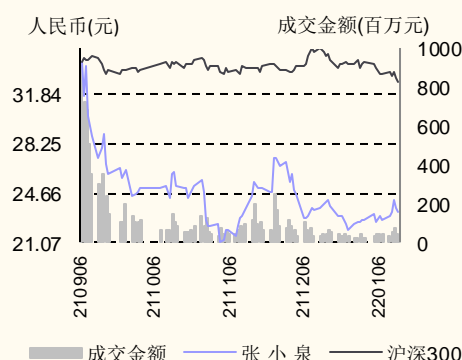
## 公司深度研究

市场价格 (人民币): 23.30 元

目标价格 (人民币): 26.10 元

## 市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	1.56
已上市流通 A 股(亿股)	0.33
总市值(亿元)	36.35
年内股价最高最低(元)	34.09/21.07
沪深 300 指数	4727
创业板指	3119



## “老字号”焕发新生，成长有望提速

## 公司基本情况 (人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	484	572	728	924	1,148
营业收入增长率	18.03%	18.23%	27.18%	26.96%	24.29%
归母净利润(百万元)	72	77	90	116	150
归母净利润增长率	65.04%	6.80%	17.03%	28.64%	28.71%
摊薄每股收益(元)	0.618	0.660	0.579	0.745	0.959
每股经营性现金流净额	0.72	0.87	0.61	0.82	1.06
ROE(归属母公司)(摊薄)	18.22%	17.59%	12.95%	15.14%	17.45%
P/E	N/A	N/A	39.26	30.52	23.71
P/B	N/A	N/A	5.08	4.62	4.14

来源：公司年报、国金证券研究所；注：股价选取 1 月 14 日收盘价

## 投资逻辑

- **中华老字号刀剪企业—张小泉：**公司品牌创始于公元 1628 年，公司于 2018 年完成股份制改革，目前主要从事刀剪具销售，生产以委外加工为主，多渠道融合销售。近年来公司品牌营销与渠道拓展持续推进，带动业绩稳步攀升，2017-2020 年营收/归母净利 CAGR3 分别为 18.8%/16.8%。2021 年前三季度公司营收/归母净利润分别同比+32%/+21%至 5.2/0.6 亿元。
- **需求细分化+高端化推动行业扩容与格局优化：**中国刀剪市场规模较大且保持稳定增长，2020 年规模为 542.8 亿元，CAGR8 为 9.8%，目前刀剪需求细分化、高端化两大趋势越发明显，将共同推动行业继续扩容。而从集中度角度看，根据我们测算目前公司市占率不足 1%，格局仍然分散，由于行业中高端品牌相对稀缺，整体行业集中度将有望随高端化趋势迎来边际提升。
- **品牌&品质立身，渠道定位+打法精准：**刀剪产品属性奠定品牌及渠道强弱是决定消费者选择的关键，公司在拥有品牌&品质这两个立身根本要素的情况下，各渠道战略定位精准、打法切实有效，为其近年来逐步壮大奠定基础，其中线上渠道打法尤其有效，重点打造品牌年轻化并针对性开发产品以适应消费人群，营销节奏精准，使其 2020 年阿里店铺月销售额基本均稳定在前二，在阿里平台剪具份额已超 20%，且线上人均产值 CAGR2 超 34%。
- **公司业绩增长具备基础支撑与弹性空间：**收入端：1) 在刀剪行业中高端需求扩容情况下，公司在中端市场性价比优势凸显，高端市场受益自身营销加强与国潮风，份额有望提升，主业取得超行业增长的确切性较高；2) 公司正积极横向拓品类，主张差异化打法，细分品类有望率先迎来突破，第二增长极或有望逐步打开。利润端：1) 2018-2020 年公司线上渠道毛销差均较线下高出 8%以上，整体线上净利率优于线下，线上占比的趋势性提升将带动利润率抬升；2) 公司上市实际募集净额为 2.0 亿元，主要用于智能制造中心及信息化改造，扩产的同时也将有利于生产效率提升，长期来看若刀剪产品全部自制后，根据我们测算预计未来毛利率将较 2020 年提升 2.3pct。

## 投资建议

- 我们预计 2021-2023 年公司的 EPS 为 0.58 元、0.75 元和 0.96 元，当前股价对应 2021-2023 年 PE 分别为 39x/30x/25x，给予公司 2022 年合理估值 35 倍，对应目标价 26.1 元，首次覆盖，给予“增持”评级。

## 风险提示

- 新品开拓不及预期；委外产品品控；原材料价格大幅上涨；限售股解禁。

谢丽媛 分析师 SAC 执业编号：S1130521120003  
xieliyuan@gjzq.com.cn

张杨桓 联系人  
zhangyanghuan@gjzq.com.cn

## 投资要件

### ■ 关键假设

1. 剪具业务：随着行业空间扩大，叠加公司份额提升，预计 2021-2023 年销量将保持稳定增长。价方面，由于行业高端化趋势可驱动公司产品结构升级，预计均价将延续此前几年逐步增长态势。整体我们预计 2021-2023 年剪具业务营收为 1.9/2.2/2.5 亿元，同比+17.5%/+15.4%/+12.3%。此外，预计随着产品销售结构的变化且生产端自制率提高降低生产成本，2021-2023 年剪具业务毛利率稳中有升。
2. 刀具业务：该业务随着功能细分新品持续推出叠加中高端市场份额稳步提升，预计该业务的销量延续较快增长，此外我们预计刀具的均价有望在高端化趋势下延续此前增长态势。整体我们预计 2021-2023 年刀具业务营收为 1.9/2.5/3.1 亿元，同比+33.4%/+31.7%/+25.8%。毛利率方面，预计随着产品结构进一步升级叠加智能工厂建成自制率提升促使成本降低，未来该业务毛利率稳中有升。
3. 套刀剪业务：公司目前该品类有望逐渐优化产品组合从而驱动公司在市场整体扩容的同时占据更大市场份额，预计 2021-2023 年销量维持稳定增长，并且预计未来均价延续此前较好增长趋势。整体来看，我们预计 2021-2023 年套刀剪业务营收为 1.7/1.9/2.1 亿元，同比+13.4%/+11.3%/+11.3%。毛利率方面，预计稳中有升。
4. 其他生活家居用品业务：由于未来厨房小家电行业空间较大叠加公司持续加大研发力度，拓宽产品矩阵，公司有望在细分领域迎来突破，推动销量快速提升，而单价预计稳中有升。整体预计 2021-2023 年其他生活家居用品业务总营收分别为 1.7/2.5/3.6 亿元，同比+52.3%/+50.9%/+43.1%。毛利率方面，公司虽可受益于规模效应，但预计公司未来该品类将会逐渐推出高性价比产品，毛利率稳中有降。
5. 销售费用率预测：由于公司未来在新品持续推出的情况下，将维持较大的营销力度，预计未来销售费用率将稳中有升，我们预计 2021-2023 年销售费用率为 15.0%/15.0%/15.1%。
6. 管理费用率预测：由于公司明年新工厂将投产，固定摊销将增加，但随着企业管理信息化改造项目落地，有望提升管理效率，优化控制管理费用，预计未来管理费用率保持稳定，分别为 6.2%/6.5%/6.3%。
7. 研发费用率预测：研发是公司持续提升长期核心竞争力的重要保障，随着公司新品类的拓展，未来研发费用率将有所提升。

### ■ 我们区别于市场的观点

1. 虽然目前市场认为刀剪行业集中度很难提升，但我们认为在消费升级，需求高端化趋势下，由于中高端品牌的稀缺性，将促使行业整体集中度顺势提升。
2. 目前市场认为公司成长性一般，但我们认为公司业绩增长具备确定性的同时，也具备弹性空间。确定性主要来源于在刀剪产品受益于行业中高端需求扩容的同时，公司由于在中端市场性价比优势凸显，高端市场受益自身营销加强与国潮风，份额有望提升，带动收入超行业增长。弹性空间主要来源于一方面收入端有望随着新品类的扩张，迎来第二增长极，另一方面，利润率有望随着渠道结构的变化以及自制率的提升而迎来趋势性上行。

### ■ 股价上涨的催化因素

1. 新品类出爆款产品；
2. 线下直营门店扩张速度超预期；
3. 自制产品后成本大幅降低。

### ■ 估值和目标价格

我们预计 2021-2023 年公司的 EPS 为 0.58 元、0.75 元和 0.96 元，当前股价对应 2021-2023 年 PE 分别为 39x/30x/25x，给予公司 2022 年合理估值 35 倍，对应目标价 26.1 元，首次覆盖，给予“增持”评级。

### ■ 投资风险

新品开拓不及预期；委托加工产品品控；原材料价格大幅上涨；限售股解禁。

## 内容目录

投资要件 .....	2
1. 中华老字号刀剪企业——张小泉 .....	7
1.1 品牌历史悠久，主业稳健增长 .....	7
1.2 销售端经销模式为主，生产端委托加工为主 .....	9
1.3 募投项目为扩产提效打下基础 .....	10
2. 细分化+高端化趋势将推动行业扩容与格局优化 .....	10
2.1 行业现状：空间较大，格局分散 .....	11
2.2 需求细分化+高端化已成趋势，行业扩容且正走向集中 .....	12
3. 品牌&品质领先，针对性渠道打法扩大自身优势 .....	13
3.1 品牌&品质是其立身之根本 .....	13
3.2 渠道战略定位精准，打法切实有效 .....	14
3.3 规模效应确保公司盈利稳定性与产品性价比突出 .....	17
4. 收入具备稳健增长基础，利润释放可期 .....	17
4.1 主业收入仍具确定性增长，第二增长极或可打开 .....	17
4.2 渠道与生产结构变化，盈利能力有望迎来趋势性抬升 .....	20
5. 盈利预测与投资建议 .....	21
5.1 盈利预测 .....	21
5.2 股票估值和定价 .....	22
6. 风险提示 .....	23
附录 .....	23

## 图表目录

图表 1：营业收入及增速（亿元，%） .....	7
图表 2：归母净利润及增速（亿元，%） .....	7
图表 3：2017-2021 年 H1 业务收入及增速（亿元，%） .....	7
图表 4：2017-21 年 H1 各业务收入占比（%） .....	7
图表 5：2017-2020 年境内外销售收入占比（%） .....	8
图表 6：2018-2020 年各渠道收入及同比（亿元，%） .....	8
图表 7：同业毛利率对比（%） .....	8
图表 8：同业净利率对比（%） .....	8
图表 9：分产品毛利率（%） .....	8
图表 10：分渠道毛利率（%） .....	8
图表 11：各销售模式线上、线下营收占比及毛利率（%） .....	9
图表 12：同业销售费用率对比（%） .....	9
图表 13：各渠道广告费用率（%） .....	9

图表 14: 2017-2020 年生产方式占比图 (%)	10
图表 15: 2018-2020 年各品类产销率 (%)	10
图表 16: 张小泉募集资金用途	10
图表 17: 募投项目产品新增设计产能情况	10
图表 18: 我国刀剪市场规模及增速 (亿元, %)	11
图表 19: 张小泉刀剪行业市占率 (%)	11
图表 20: 剪具全网各品牌销售占比 (%)	11
图表 21: 刀具全网各品牌销售占比 (%)	11
图表 22: 国内同业品牌背景情况	12
图表 23: 刀剪行业进出口额 (亿美元)	12
图表 24: 阿里平台刀剪品类数	12
图表 25: 阿里平台刀具品类高端产品销量占比提升	12
图表 26: 阿里平台中高端价位刀具各品牌市占率	13
图表 27: 阿里平台中高端细分价位刀具各品牌市占率	13
图表 28: 张小泉品牌荣誉	13
图表 29: 各品牌产品材质	14
图表 30: 公司产品复购率 (%)	14
图表 31: 公司线上消费人群分布	15
图表 32: 公司品牌年轻化措施	15
图表 33: 天猫旗舰店成交转换率逐渐提升 (%)	15
图表 34: 公司线上线下宣传促销费用率 (%)	15
图表 35: 公司线上经销商管理制度	15
图表 36: 公司线上渠道人均产值 (万元, %)	16
图表 37: 张小泉电商店铺每月销售额排名	16
图表 38: 公司直营店选址情况	16
图表 39: 公司线下个体经销收入占比减小 (万元, %)	16
图表 40: 公司主要经销商毛利率 (%)	17
图表 41: 公司单一经销商收入及增速 (万元, %)	17
图表 42: 公司主要原材料采购价与市场价对比 (元/千克)	17
图表 43: 刀具 20-100 元价位段阿里全网销量份额	18
图表 44: 刀剪具前五大品牌阿里平台全网销量份额	18
图表 45: 公司单价超过 300 元产品销售额及增速 (千万元, %)	18
图表 46: 公司单价超过 300 元产品占当期销售额的比重	18
图表 47: 阿里平台进口品牌剪具销售额呈下降趋势 (万元)	19
图表 48: 阿里平台张小泉及进口品牌刀具销售额 (百万元)	19
图表 49: 中国小家电行业零售额总规模及 yoy (亿元)	19
图表 50: 2020 年国内厨房小家电品牌 CR5 (%)	19
图表 51: 张小泉及同行业公司研发费用率 (%)	20
图表 52: 部分新品类及事业部概况	20

图表 53: 实物商品零售额及占比 (单位: 万亿元, %)	20
图表 54: 公司线上线下毛销差对比 (单位: %)	20
图表 55: 主营业务自产与 OEM 产量占比 (%)	21
图表 56: OEM 与自制毛利率对比 (%)	21
图表 57: 自制后毛利率提升测算	21
图表 58: 业务拆分及收入预测	22
图表 59: 可比公司估值比较 (市盈率法)	23



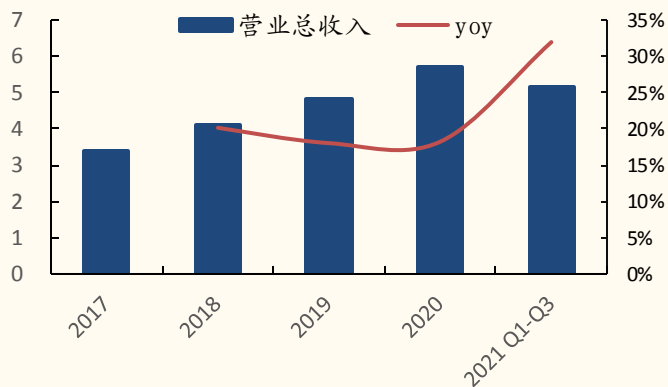
## 1. 中华老字号刀剪企业——张小泉

公司品牌创始于公元 1628 年，已有近 400 年历史，经历多年改制及股权转让后，于 2018 年完成股份制改革。公司目前主要从事剪具、刀具和其他生活家居用品业务，生产以委外加工为主，多渠道融合销售。2016 年公司组建职业经理人团队以来，整体品牌营销与渠道拓展持续推进，带动业绩稳步攀升，2017-2020 年营收/归母净利 CAGR3 分别为 18.8%/16.8%。2021 年前三季度公司营收同比+32%至 5.2 亿元，归母净利润同比+21%至 0.6 亿元。

### 1.1 品牌历史悠久，主业稳健增长

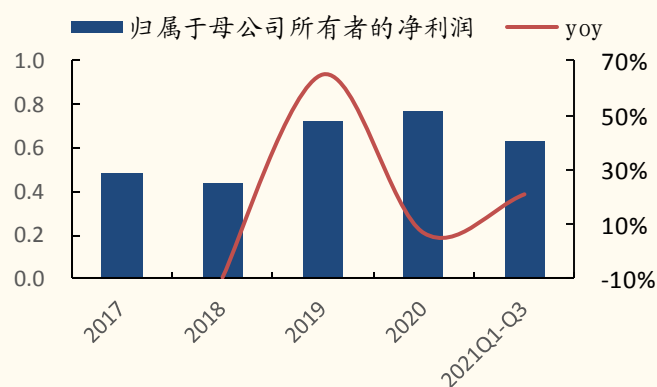
张小泉品牌历史悠久，已有近 400 年历史，在“老字号”品牌背书下，职业经理人团队重点推进品牌营销与渠道拓展，驱动刀剪主业取得稳健增长，公司业绩稳步提升，2020 年营收达 5.7 亿元，CAGR3 为 18.8%，归母净利润达 0.8 亿元，CAGR3 为 16.8%。2021 年在疫情缓和后业绩增长迎来加速，前三季度公司实现营业收入 5.2 亿元，同比+32.0%，归母净利润同比增长 21.0%至 0.6 亿元。

图表 1：营业收入及增速（亿元，%）



来源：wind，国金证券研究所

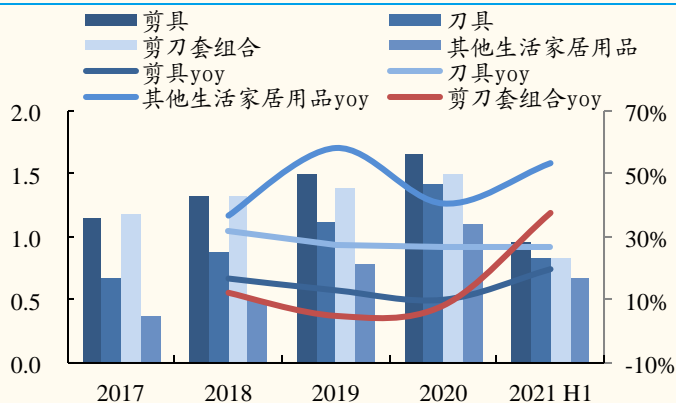
图表 2：归母净利润及增速（亿元，%）



来源：wind，国金证券研究所

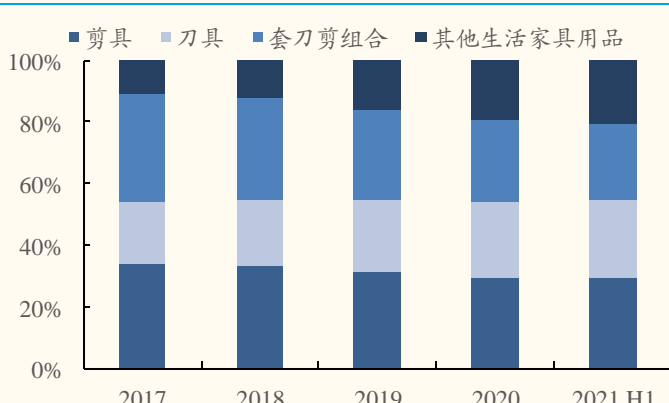
分产品来看，公司收入仍以刀剪为主：公司约八成营收来源于剪具、刀具以及套刀剪组合，2017-2021H1 这三大品类营业收入分别为 3.0/3.5/4.0/4.6/2.6 亿元，收入占比分别为 87.6%/86.3%/82.8%/79.9%/79.7%。

图表 3：2017-2021 年 H1 业务收入及增速（亿元，%）



来源：wind，国金证券研究所

图表 4：2017-21 年 H1 各业务收入占比（%）

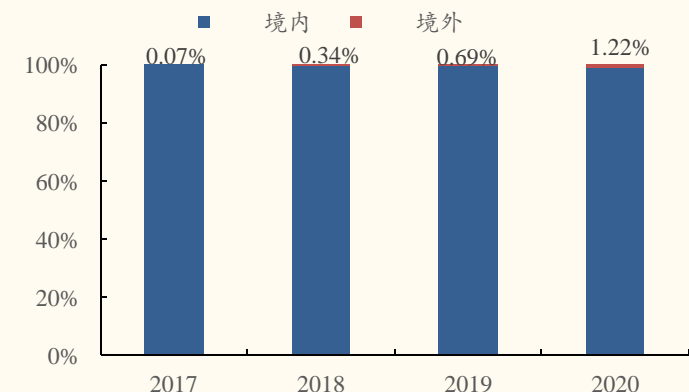


来源：wind，国金证券研究所

分渠道来看：聚焦国内，线上收入占比稳步提升：公司营收主要聚焦国内市场，境外销售收入占主营收入仅约 1%。分渠道来看，公司前期主要通过布局线下渠道，近年来线上渠道持续扩张，线上营收占比从 2018 年的 35.5%提升至 2020 年的 48.2%。其中 2020 年在疫情暴发影响下，线上营收仍同比+45.0%

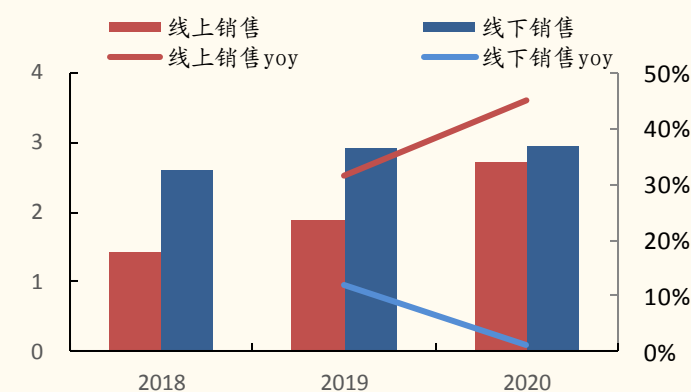
至 2.7 亿元，主要由于 2020 年公司积极转向电商渠道，通过促销叠加直播等方式挖掘线上客户群。

图表 5: 2017-2020 年境内外销售收入占比 (%)



来源: wind, 国金证券研究所

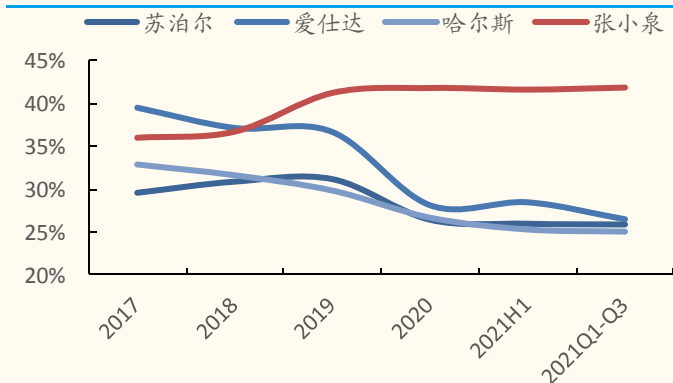
图表 6: 2018-2020 年各渠道收入及同比 (亿元, %)



来源: wind, 国金证券研究所

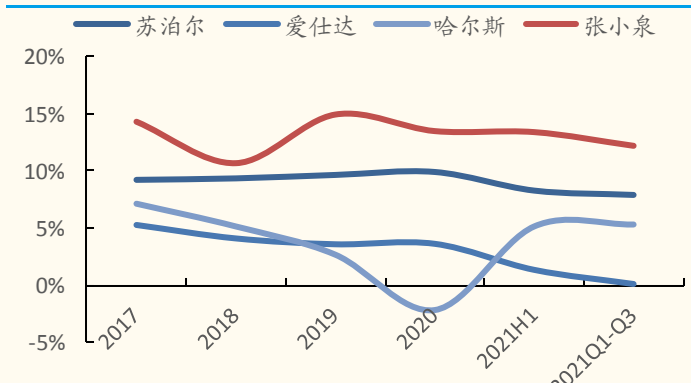
**盈利能力:** 公司毛利率及净利率整体保持稳健, 2021 年前三季度毛利率及净利率分别为 41.8%/12.2%。2019 年毛利率较 2018 年增长 4.6%, 提升较明显, 主要是公司在 2019 年为部分主营产品调高售价所致。分产品来看, 套刀剪品类随着规模增大, 盈利能力明显提升, 从 2017 年的 22.4% 增至 2021H1 的 38.8%。分渠道来看, 线上毛利率从 44.8% 攀升至 49.8%, 平稳增长, 线下毛利率 2020 年略有下降主要系疫情影响所致。

图表 7: 同业毛利率对比 (%)



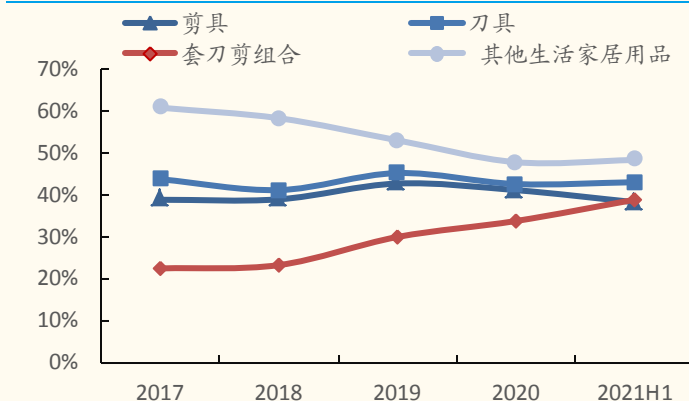
来源: wind, 证券研究所

图表 8: 同业净利率对比 (%)



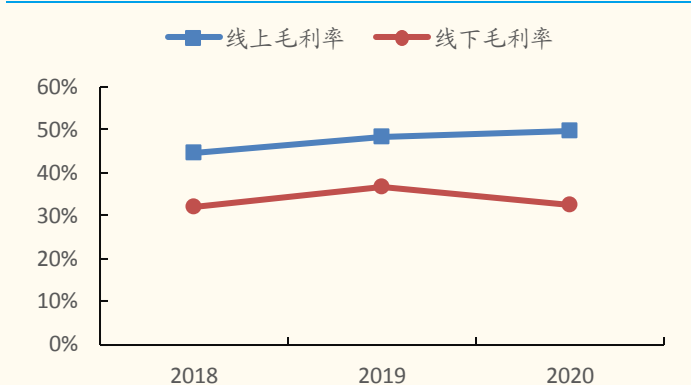
来源: wind, 国金证券研究所

图表 9: 分产品毛利率 (%)



来源: wind, 国金证券研究所

图表 10: 分渠道毛利率 (%)



来源: wind, 国金证券研究所



## 1.2 销售端经销模式为主，生产端委托加工为主

**销售端：**公司以经销为主，直销、代销为辅。公司整体以经销渠道为主，2020 年经销渠道占比达 67.3%。细分来看，尤其线上直销、线上经销近年来营收增长理想，收入占比持续提升，分别从 9.7%/21.8%增至 19.5%/27.0%。

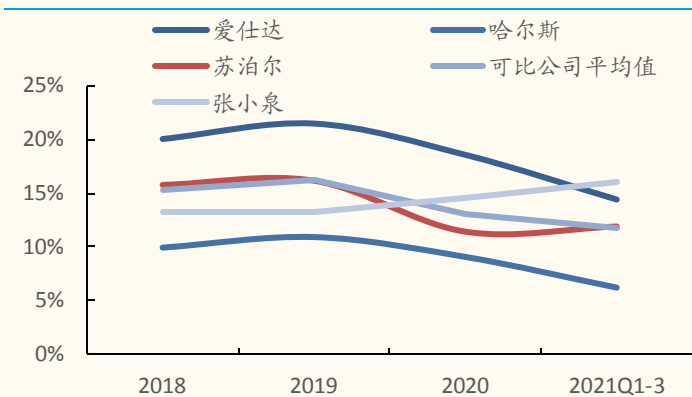
图表 11：各销售模式线上、线下营收占比及毛利率（%）

		营收占比			毛利率		
		2018	2019	2020	2018	2019	2020
直销模式	线上直销	9.7%	11.3%	19.5%	63.7%	65.0%	62.7%
	线下直销	23.4%	17.6%	10.4%	34.0%	42.5%	36.3%
经销模式	线上经销	21.8%	24.7%	27.0%	36.3%	39.7%	40.0%
	线下经销	40.1%	41.4%	40.3%	30.6%	33.3%	30.9%
代销模式	线上代销	4.1%	3.3%	1.7%	44.0%	54.5%	56.7%
	线下代销	0.9%	1.8%	1.1%	57.7%	60.0%	54.4%

来源：wind，国金证券研究所

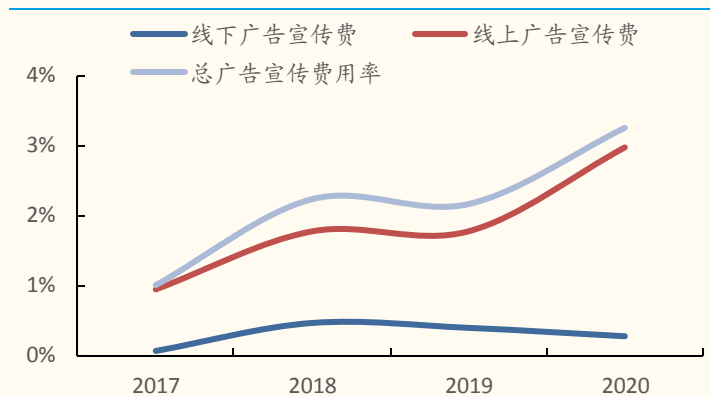
**营销投入正在加大：**公司近年来持续加大营销投入，2017 年-2021 年前三季度，公司销售费用率从 11.56%提升至 16.01%。尤其线上宣传推广持续加大，2018-2020 年线上市场推广费占线上销售收入比例由 4.55%上升至 6.22%。为应对疫情线下渠道收入下滑带来的负面影响，公司于 2020 年进一步加大线上推广力度，广告费用率同比+1.2pct 至 2.97%。

图表 12：同业销售费用率对比（%）



来源：wind，国金证券研究所

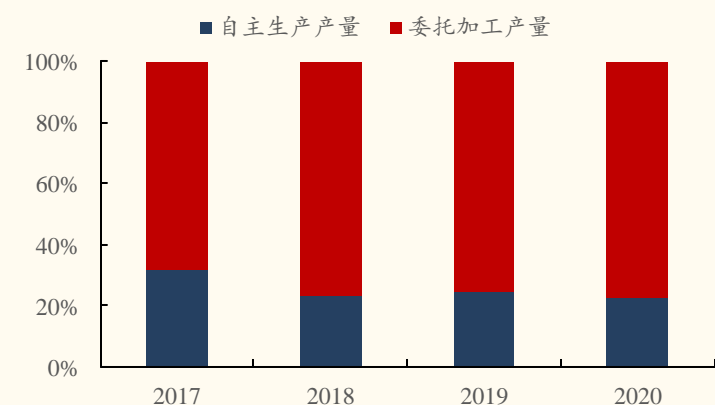
图表 13：各渠道广告费用率（%）



来源：wind，国金证券研究所

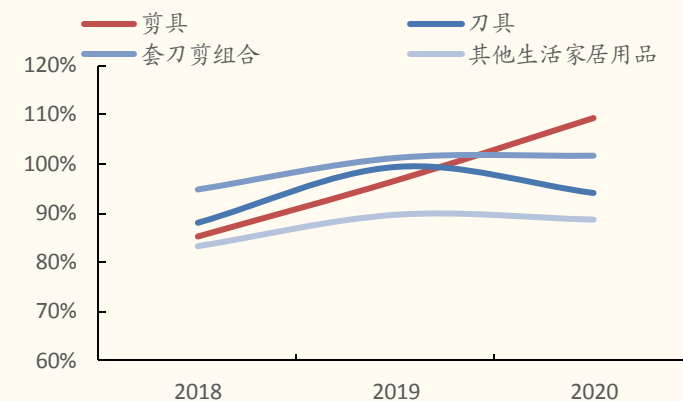
**生产端：**公司目前以外协加工为主，正为自产做准备。委托加工生产属于行业惯例，公司目前约七成为委托加工生产，辅以自主生产模式。募投项目中有新增制造中心规划，公司自制占比将顺势提升。

图表 14: 2017-2020 年生产方式占比图 (%)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 15: 2018-2020 年各品类产销率 (%)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

### 1.3 募投项目为扩产提效打下基础

公司上市实际募集净额为 2.0 亿元, 主要用于智能制造中心及信息化改造, 整体将为公司扩产提效打下基础。智能制造中心项目一方面将扩大产能以应对市场需求增长并且减少外协加工生产占比, 减少生产成本, 同时提供完善的质检、仓储、管理体系, 保证品质输出稳定; 另一方面, 该项目中的研发中心将有利于完善自主研发体系, 为此后品类拓展打下坚实基础。而信息化改造项目将有利于公司信息化平台的全面升级, 有助于公司提高经营效率、降低管理成本。

图表 16: 张小泉募集资金用途

序号	项目名称	计划投资总额 (万元)	实际募集资金投向 (万元)
1	张小泉阳江刀剪智能制造中心项目	35436.71	18000.00
2	企业管理信息化改造项目	4095.00	500.00
3	补充流动资金	6000.00	1979.16
合计		45531.71	20479.16

来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

图表 17: 募投项目产品新增设计产能情况

序号	产品系列/类别	描述	产能 (万把)
1	民用刀具	木柄或木柄夹片; 钢头柄; 塑柄或塑柄夹片; 空心柄	350
2	厨师刀具	钢头柄、圆木柄、空心柄复合钢; 木柄夹片、圆木柄、空心柄、塑料非复合钢	200
3	民用剪刀 (非凹势)		800
4	轻便裁剪 (凹势)		60
5	不锈钢杂件	空心柄、钢柄; 夹片柄	1300
6	带刃塑件		300

来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

## 2. 细分化+高端化趋势将推动行业扩容与格局优化

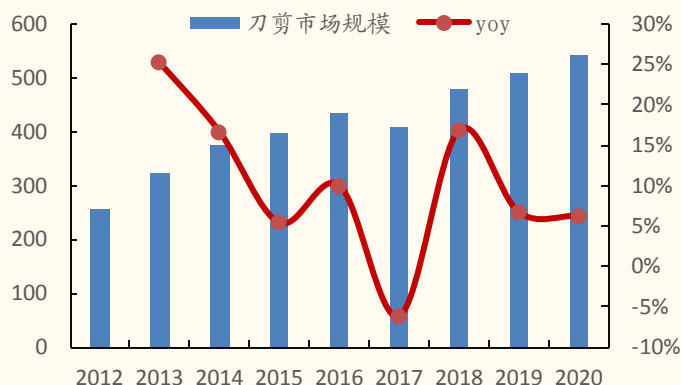
中国刀剪市场规模较大且近年来保持稳定增长, 2012-2020 年规模从 257.8 亿增至 542.8 亿, CAGR 为 9.8%, 根据我们测算目前张小泉的市占率仅约 1%。整体来看目前格局仍然较为分散。但近年来刀剪需求细分化、高端化两大趋势越发明显, 将从量价两个层面共同推动行业扩容, 我们预计 2025 年市场规模

可达 684 亿元，CAGR 可达 6.4%。并且由于行业中高端品牌相对稀缺，整体行业集中度将有望随高端消费占比增多而迎来边际提升，格局有望迎来实质性优化。

## 2.1 行业现状：空间较大，格局分散

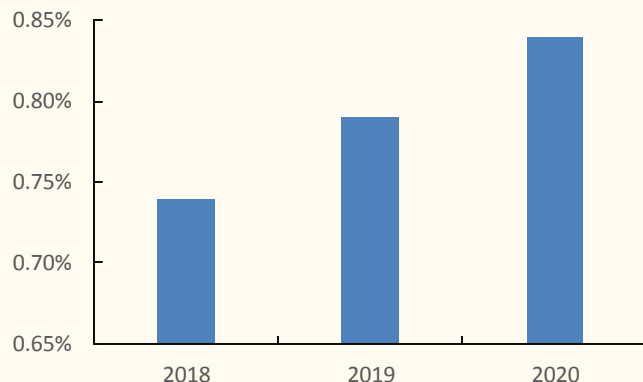
中国刀剪市场规模较大且近年来保持稳定增长，2012-2020 年中国刀剪市场规模从 257.8 亿增至 542.8 亿，CAGR 为 9.8%。其中经过测算预计张小泉市占率 2018-2020 年分别仅为 0.74%/0.79%/0.84%。并且从阿里全网销售情况来看，刀具与剪具销售额 CR5 也仅为 38.9%/28.1%，预计线下市场 CR5 将远小于这一水平，整体来看，行业格局仍非常分散。

图表 18：我国刀剪市场规模及增速（亿元，%）



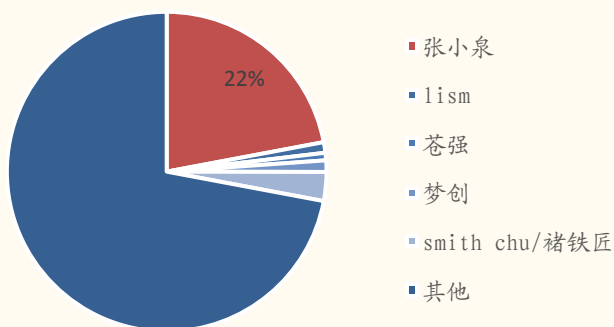
来源：公司公告、中商产业研究院，国金证券研究所

图表 19：张小泉刀剪行业市占率（%）



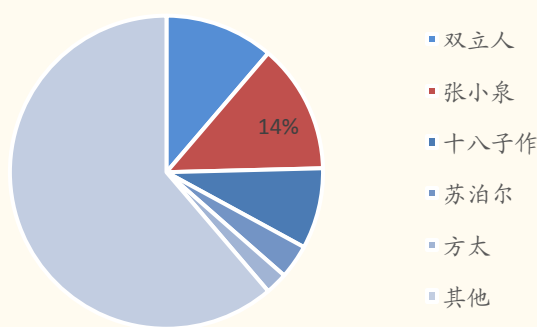
来源：wind，国金证券研究所测算

图表 20：剪具全网各品牌销售占比（%）



来源：国金证券研究所整理，数据时间：2021 年 1-11 月

图表 21：刀具全网各品牌销售占比（%）



来源：国金证券研究所整理，数据时间：2021 年 1-11 月

### 行业格局分散的底层原因：

**（1）产业链成熟，生产端门槛相对较低：**刀剪行业作为传统产业，工艺技术较为成熟，属于“易进难精”的行业。中国刀剪行业供应链十分成熟，行业长期处于净出口状态，2020 年刀剪行业出口金额为 29.1 亿美元，而进口金额仅为 2 亿美元。国内最主要的刀剪生产基地阳江已经涵盖了从钢材生产、刀具设计研发到零配件机械制造等刀剪产品上中下游各个环节，形成完整的产业链。“中国刀剪之都”阳江区域内完善的供应链配套使得品牌商对于供应链整合难度大幅降低，从供给端奠定了较低的入局门槛。

**（2）品牌商弱营销导致品牌力差距不明显：**目前市面上销售刀具的品牌中，大致可分为三类：1.专业刀剪老品牌；2.知名小家电品牌；3.专业刀剪小品牌。这三类品牌中知名小家电品牌由于刀剪非其核心业务，整体宣传较少；专业刀剪品牌中，多数老品牌是从国营体系演变而来，整体营销打法相对滞后；专业

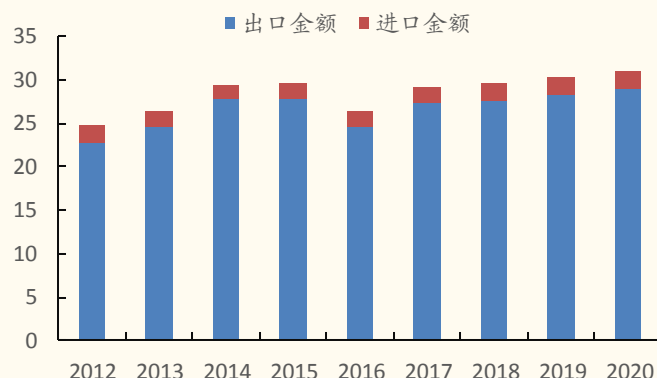
刀剪小品牌更是没有营销资源。整体来看，刀剪产品中并没有太多品牌力突出的品牌，也使得整体份额较为分散。

图表 22：国内同业品牌背景情况

品牌名称	是否为专业刀剪品牌	品牌背景
张小泉	是	原集体厂
十八子作	是	原集体厂
王麻子	是	国营企业
爱仕达	否	/
九阳	否	/
苏泊尔	否	/
哈尔斯	否	/

来源：国金证券研究所整理

图表 23：刀剪行业进出口额（亿美元）



来源：公司公告，中商产业研究院整理，国金证券研究所

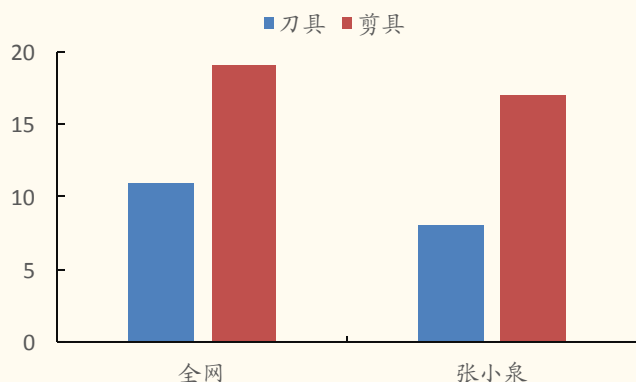
## 2.2 需求细分化+高端化已成趋势，行业扩容且正走向集中

刀剪行业近年来需求细分化（根据使用场景细分）、高端化两大趋势较为明显。需求细分化趋势方面，随着消费升级，消费者多样化个性化的消费需求持续旺盛，对产品的使用体验也越来越重视如剪具逐渐细分成厨房剪、园艺剪等，根据不同的使用场景产品开始细分化。根据不完全统计，目前阿里全网刀具品类 11 种，剪具 19 种，其中张小泉拥有 8 类刀具和 17 类剪具。

需求高端化趋势方面，一方面我们认为由于产品属性决定产品是低频耐用消费产品，消费者逐渐开始愿意为产品品质而支付溢价；另一方面，也与近年来部分品牌开始加大品牌营销，逐渐拉开自身与同业竞争者品牌力的差距，品牌层级逐渐清晰有关。从刀具品类来看，单价 200 元以上的高端产品占比逐渐提升，尤其今年双十一高端产品销量占比从去年的 2.2% 增至 4.8%。

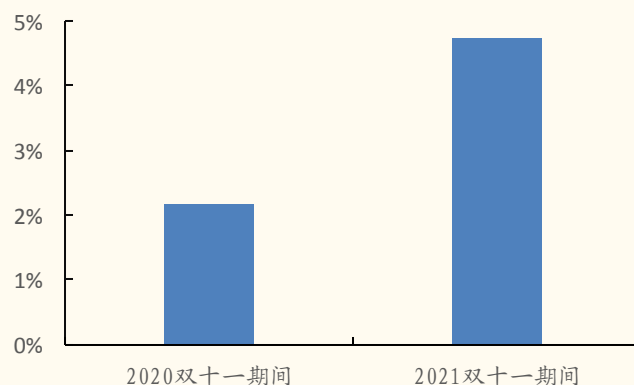
**需求细分化+高端化将从量、价两个层面共同助推行业规模扩容：**一方面，需求细分化将推动量升，针对个性化需求，功能更加细分，使用场景不同的刀剪具使得每户家庭消费量有所提升。另一方面，高端化趋势也将推动整体价增。两者将共同推动行业在渗透率已极高的情况下，进一步扩容。

图表 24：阿里平台刀剪品类数



来源：国金证券研究所整理

图表 25：阿里平台刀具品类高端产品销量占比提升

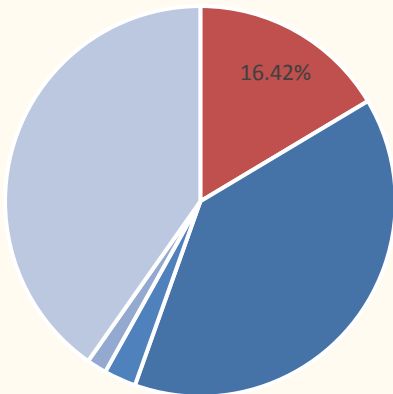


来源：国金证券研究所整理；注：高端产品价位为 300 元以上

**高端化趋势也将助推行业集中度迎来边际提升：**从阿里全网平台销售来看，300 元以上刀具 CR3 品牌集中度达 58%，明显高出整体市场集中度，高端市场中，格局优异，并且由于高端品牌稀缺，价位段越高，整体品牌份额集中趋势也越明显。整体来看，在高端化趋势下，整体行业集中度将有望随高端产品消费占比增多而迎来边际提升。

图表 26：阿里平台中高端价位刀具各品牌市占率

■ 张小泉 ■ 双立人 ■ KAI/贝印 ■ 苏泊尔 ■ 其他



来源：国金证券研究所；注：数据统计为 300 元以上产品，区间为 2021 年 1-11 月

图表 27：阿里平台中高端细分价位刀具各品牌市占率

价格区间	张小泉	双立人	KAI/贝印	苏泊尔
300 - 400	24.14%	19.35%	0.72%	2.39%
400 - 500	16.13%	11.78%		9.72%
500 - 600	53.00%	5.88%	0.64%	0.23%
600 - 700	14.83%	6.58%		2.99%
700 - 800	15.14%	50.30%	0.27%	
800 - 1000	8.04%	51.32%	0.72%	
1000 - 1500	1.34%	88.20%	0.92%	
1500 - 2000	3.58%	30.07%	1.01%	
2000 - 3000	8.02%	41.73%	2.46%	
3000 - 4000	0.19%	25.30%	9.02%	
4000 - 5000		45.66%	11.77%	
5000 - 6000		41.58%	26.72%	
6000 - 8000		3.30%	15.31%	

来源：国金证券研究所整理；注：数据统计为 300 元以上产品，区间为 2021 年 1-11 月

### 3. 品牌&品质领先，针对性渠道打法扩大自身优势

我们认为公司近几年逐步壮大主要由于其在拥有品牌&品质两大立身根本要素的情况下，各渠道战略定位精准、打法针对性强，在多方面优势逐步确立的情况下，整体发展趋势有望延续。在刀剪产品属性难以具体参数区分优劣的情况下，品牌力及渠道力将是决定消费者选择的关键要素。“老字号”品牌成为公司天然优势叠加公司从原材料到生产工艺严格把控品质，促使公司复购率稳步提升至 2020 年的 6.2%。此外，公司各渠道目标定位精准主要体现为：线上聚焦多品类扩张目标，线下直营主要布局核心商圈及景点以提升公司品牌力为重点，经销则更侧重增强渠道覆盖面，并且各渠道打法也切实有效，尤其线上渠道重点推动品牌年轻化及针对性开发产品以适应消费人群，并且营销节奏精准，使其 2020 年阿里店铺月销售额均基本稳定在行业前二，剪具份额已超 20%，且线上人均产值 CAGR2 超 34%。

#### 3.1 品牌&品质是其立身之根本

**“中华老字号”是其天然品牌优势：**刀剪产品属性决定其区分优劣较难，并且属于耐用品，更新周期长，消费者更多会根据品牌力来做判断。张小泉作为拥有 400 年历史的老字号品牌，多年来获得诸多荣誉，在刀剪行业稀缺的“中华老字号”已是公司天然品牌优势。

图表 28：张小泉品牌荣誉

年份	相关荣誉
1979 年	获得国家经济委员会颁发的国家优质质量奖
1989 年	获得首届北京国际博览会金奖
2006 年	“张小泉”被商务部认定为第一批中华老字号
2010 年	获得 2010 年杭州市优秀旅游纪念品金奖
2011 年	获得 2011 年浙江省旅游商品大赛金奖
2012 年	获得 2012 年杭州市优秀旅游纪念品银奖
2018 年	获得“礼遇江南”老字号伴手礼大赛金奖、“2018 年杭州产品品牌评选生活品质奖”、第三届手工艺创新盛会“国匠荣耀”中国传统工艺振兴奖
2019 年	入选 25 款上海特色产品伴手礼名单

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

**“良钢精作”确保产品品质，复购率稳步提升：**张小泉优异的产品品质主要来



源于三个方面：（1）严选原材料，公司自主制定了原材料审核制度，选用优质高端不锈钢钢材，其中 5Cr15MoV 和 30Cr13 两款主要钢材兼具耐磨耐腐蚀性并且强度较高，机械加工性能和抛光性能优良，其品质均优于市面上的 3Cr13 等常见钢材。（2）工艺领先，公司剪刀产品采用凹势磨削工艺，提升性能与寿命；刀具产品拥有深冷处理技术，减少变形开裂。（3）生产自动化程度高，可规划机器人打磨刀具路径与力度，确保刃口成形一致性，提高良品率。

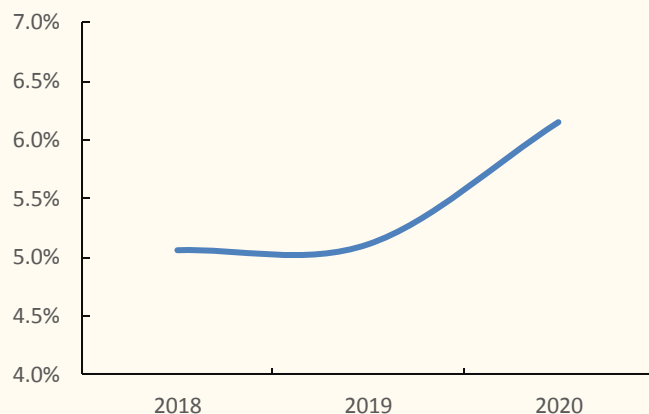
优异的产品品质也使得张小泉百年以来的“良钢精作”品牌形象坚实树立在消费者心中。逐年攀升的复购率也印证了这点，复购率从 2018 年的 5.1% 攀升至 2020 年的 6.2%。

图表 29：各品牌产品材质

品牌	材质
张小泉	低端：30Cr13 不锈钢 中高端：5Cr15MoV
双立人	双立人独特配方、52CR15 钢
十八子作	复合不锈钢、8Cr13MoV、7Cr17Mo 特殊钢、3Cr13、4Cr13Mo、5Cr13MoV 不锈钢
苏泊尔	3Cr13、30Cr13 不锈钢
王麻子	4cr13MoV
京瓷	氧化锆陶瓷
oou	德国 1.4116 钢材

来源：各公司官网，国金证券研究所整理

图表 30：公司产品复购率（%）



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

### 3.2 渠道战略定位精准，打法切实有效

**线上渠道定位：**公司将线上渠道一方面定位成扩大品牌覆盖面的平台，另一方面更是公司越发重要的、可把控的收入来源，战略地位明显提升。

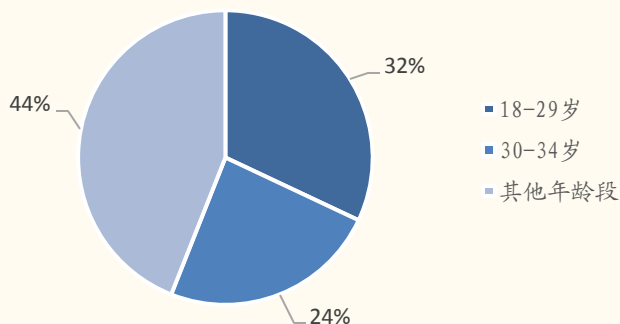
**线上渠道打法：**推动品牌年轻化，针对性开发产品，布局节奏精准。近年来线上渠道端的消费对象呈现年轻化趋势，根据统计，预计张小泉线上消费者以 18-29 岁的 90 后居多，占比为 32%，其次是 30-34 岁的消费者，占比为 24%。为了应对这一趋势，张小泉积极推进品牌年轻化，主要通过 IP 形象年轻化、传播内容年轻化、传播渠道年轻化这三个方面共同推动，使得老字号品牌焕发新生。

产品开发方面，根据不同使用场景针对性开发产品触发消费需求，如高端美发剪、婴儿剪、花艺剪等细分品类。尤其针对年轻消费群体开发个性化产品以及线上独供产品，如天猫旗舰店推出定制化刻字服务、高颜值高品质的京东专供产品“淳木”以及各类配色时尚的单品。

除此之外，公司在线上端布局方面节奏把控也十分精准，2020 年疫情暴发致使线下渠道有所受限，并且公司多年致力于品牌经营，整体品牌年轻化成果开始显现，公司及时将营销重心转至线上渠道，增加线上宣传营销力度和投入。2018 年-2020 年线上宣传促销费用率逐渐攀升，并且在 2020 年出现明显增长，分别为 6.6%/6.4%/9.1%。同时线上门店成交转换率也呈现稳健有力地上升趋势，其中天猫旗舰店的成交转换率从 5.7% 增长至 7.6%。



图表 31: 公司线上消费人群分布



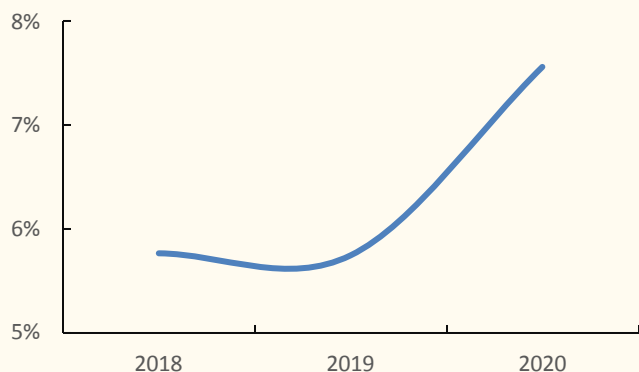
来源: 天猫大数据, 国金证券研究所整理

图表 32: 公司品牌年轻化措施

	具体做法
IP 形象年轻化	推出自己的 IP 形象“泉叔”，设计手机壳、帆布包等一系列文创产品，并推出相应表情包
传播内容年轻化	发布活动“张小泉来了”，用 rap 表现张小泉发展史
传播渠道年轻化	入驻抖音、小红书等年轻化社交平台；运用明星主播直播带货

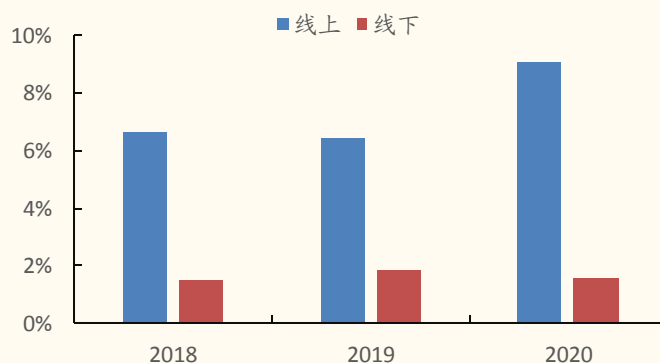
来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

图表 33: 天猫旗舰店成交转换率逐渐提升 (%)



来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

图表 34: 公司线上线下宣传促销费用率 (%)



来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

在后端管理环节, 公司线上渠道也进行较为精细化把控, 从销售、购货、价格、备案、经营权管理等方面均有详细制度, 确保各关键环节运行有序, 从后端为品牌形象做好支撑。

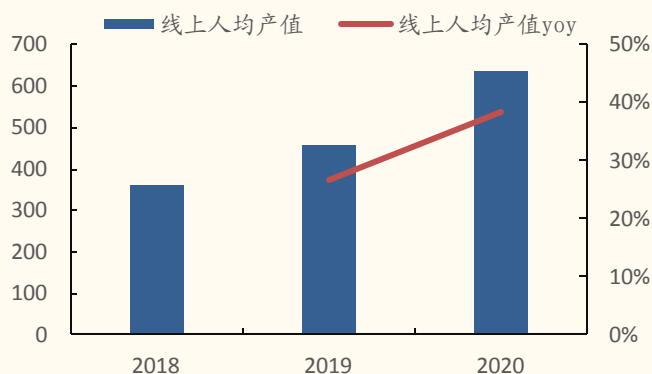
图表 35: 公司线上经销商管理制度

管理方向	制度内容
销售管理	线上经销商通过电子商务平台销售产品需备案, 并缴纳经营保证金; 如需在其他电商平台运营, 应提出书面申请并获得同意
购货管理	不得通过其他渠道购进公司产品
价格管理	须按照约定价格销售, 最低成交价格不得低于公司统一指导价, 如有平台活动需提前一周报备。
备案制度	实行线上经销店铺备案制度: 备案完成的白名单经销商将获得公司的支持指导及监管; 未完成备案的黑名单经销商将受到维权及追责处理
经营权管理	不得授权其他第三方销售张小泉产品, 不得转让授权经营权

来源: 国金证券研究所

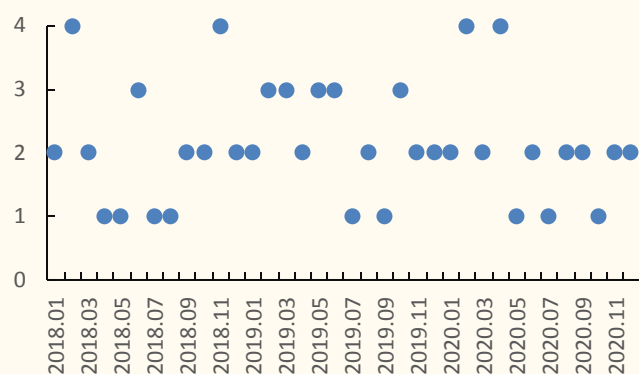
得益于线上打法的成功, 公司线上渠道业绩表现优异。2018 年开始张小泉稳定位列全网电商店铺月销售前四名, 2020 年其线上店铺月销售更是基本稳定在前二的位置。并且整体电商运营效率逐步提升, 2018-2020 年线上人均产值快速增长, 2020 年同比增速达到 38.3%。

图表 36: 公司线上渠道人均产值 (万元, %)



来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

图表 37: 张小泉电商店铺每月销售额排名



来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

**线下渠道定位:** 直营渠道目的侧重于提升并夯实品牌力, 经销渠道目的侧重于深化渠道覆盖。

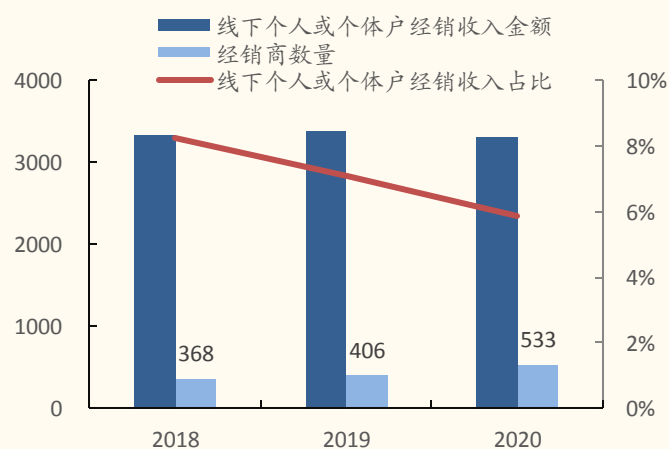
**线下渠道打法:** 直营方面, 店面选址富有深意, 多布局在热门商圈及热门历史文化景区街区, 夯实张小泉历史悠久、精良高端的品牌形象, 通过标杆店来提升消费者对公司品牌认知。并且选品也契合直营店市场定位, 公司针对线下直营店专门推出面向高端消费市场的带有“海云浴日”标识的产品。经销方面, 公司除常规的管理体系外, 公司近年来也逐渐优化经销渠道, 通过减少个体经销商占比提升整体经销体系能力, 2020 年个人及个体经销商的收入占比已经从 2018 年的 8.3% 降至 5.8%。

图表 38: 公司直营店选址情况

城市	选址	属性
上海	南京东路, 豫园路, 南翔路	热门商圈步行街, 大型商场
杭州	河坊街、湖滨路、富阳达夫路	大型商场, 热门步行街
无锡	南长街	历史文化街区
苏州	平江路	历史文化街区
金华	横店	热门影视城景区
南京	夫子庙	热门景区
武汉	大汉口	历史文化街区

来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

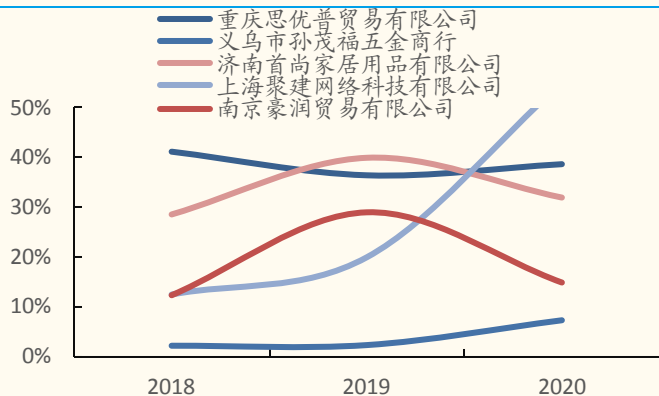
图表 39: 公司线下个体经销收入占比减小 (万元, %)



来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所整理

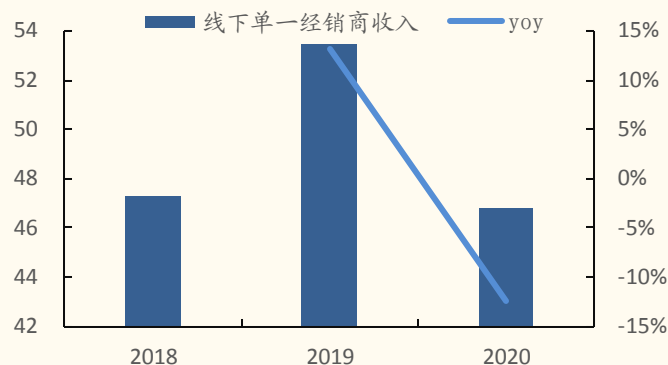
通过经销商的整合, 经销商的收入及利润情况都在 2019 年开始体现出发展向好的趋势 (2020 年由于疫情原因, 线下渠道业绩受损)。单个线下经销商 2019 年收入同比增长 13.2%, 几大主要经销商的毛利率也均有不同程度的上升, 其中南京豪润贸易有限公司, 济南首尚家居用品有限公司两家公司毛利率增长明显, 分别从 12.3%/28.6% 增长至 29.0%/32.0%。

图表 40：公司主要经销商毛利率（%）



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

图表 41：公司单一经销商收入及增速（万元，%）

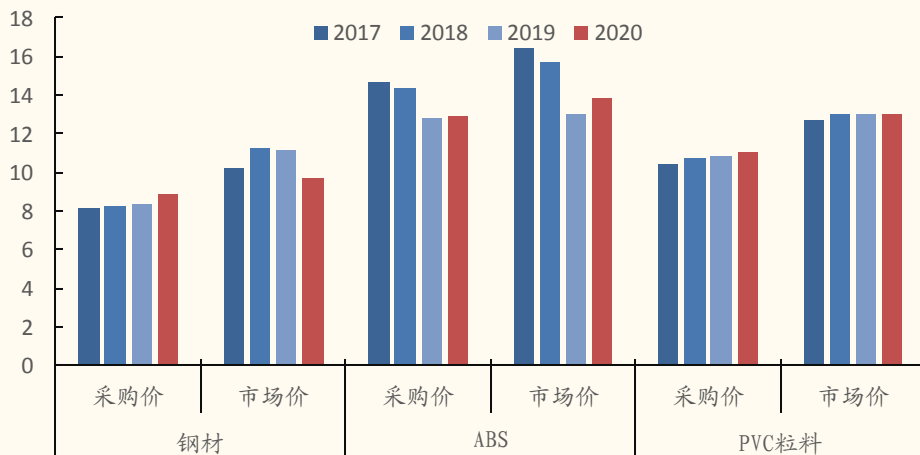


来源：公司招股说明书，国金证券研究所

### 3.3 规模效应确保公司盈利稳定性与产品性价比突出

随着张小泉的采购规模逐渐扩大，并且基于我国特种钢材市场规模相对较小，以及包材行业分散，以小规模企业居多，所以公司已明显形成规模效应，在采购原材料方面具备较强的议价能力。例如 2020 年，主要原材料钢材、ABS 料及 PVC 粒料相较于市场价分别有 9.1%/7.3%/17.5%的采购优势。原材料采购成本较低一方面使其产品更具性价比，另一方面也使得其盈利能力稳定。

图表 42：公司主要原材料采购价与市场价对比（元/千克）



来源：wind，公司招股说明书，国金证券研究所

## 4. 收入具备稳健增长基础，利润释放可期

我们认为收入端增长具备基础支撑与弹性空间：1）在受益于刀剪行业中高端市场需求扩容的同时，公司在中端市场性价比优势凸显，并且受益国潮风及自身营销加强，公司在高端市场也将加速替代进口品牌。公司整体主业超行业增长的确信性较高；2）公司也正积极横向拓品类，不可否认存在难度，但公司定位清晰，主张差异化打法，细分品类有望率先迎来突破，第二增长极也有望逐步打开。利润端释放可期：1）2018-2020 年公司线上毛销差均较线下渠道高出 8%以上，整体线上净利率水平或显著高于线下渠道，线上渠道占比的趋势性提升将带动利润率提升；2）未来随着自建工厂的落成并投入使用，若刀剪产品全部自制后，根据我们测算预计未来毛利率将较 2020 年提升 2.3pct。

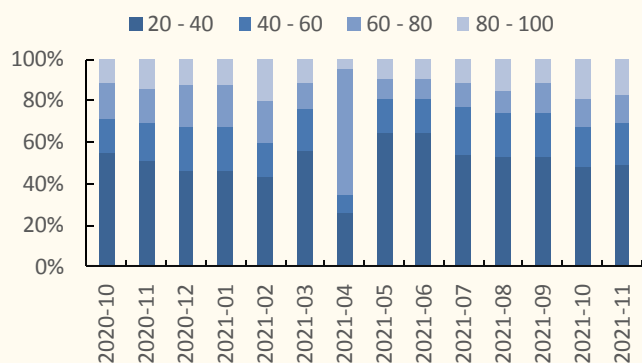
### 4.1 主业收入仍具确定性增长，第二增长极或可打开

我们认为公司在中端市场性价比突出，在高端市场由于国潮风驱动品牌竞争力明显提升。两者将共同驱动公司刀剪主业收入将可超越行业增长。

收入确定性增长来源一：消费升级趋势下中低端消费需求向中端市场迁移，张

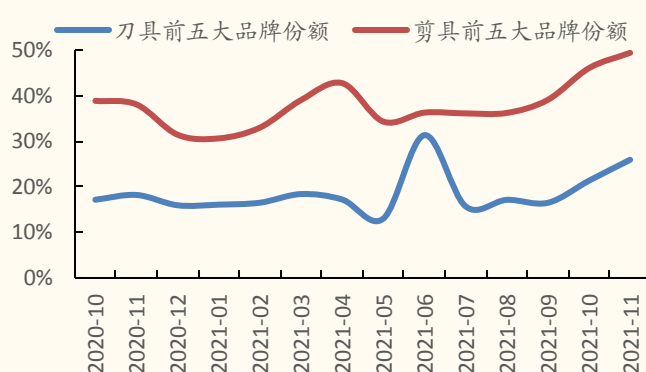
小泉在中端市场性价比优势凸显，有望迎来超行业增长。受益于消费升级与个性化需求显现，消费者对于品牌的认知度正在提升，并且原主流消费价位段逐渐提高，正趋近张小泉品牌主流价位段，张小泉性价比优势正在凸显。根据我们统计，张小泉品牌刀具在阿里平台中的主流销售价位段为 40-100 元区间，全网中端及以下刀具市场在该价位段（40-100 元）的销售占比正在提升，也因此，在性价比凸显的情况下头部品牌在中端市场的份额正迎来提升，刀具前五大品牌全网销量份额从 17.1%增至 25.9%，剪具前五大品牌全网销量份额从 38.9%增至 49.5%。

图表 43：刀具 20-100 元价位段阿里全网销量份额



来源：国金证券研究所整理

图表 44：刀剪具前五大品牌阿里平台全网销量份额

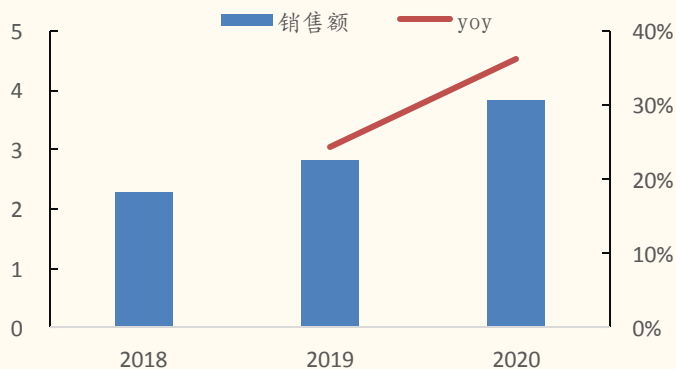


来源：国金证券研究所整理

收入确定性增长来源二：高端市场中快速替代进口品牌，驱动自身产品结构优化带动收入增长。在国内高端市场份额多数被进口品牌占据的情况下，张小泉近年来中高端产品销售占比正在提升，2018-2020 年单价超过 300 元产品的销售额占比呈增长态势，2020 年的占比增长至 6.7%。我们认为这一趋势将延续。主要由于：（1）替代空间：目前线上渠道中高端领域进口品牌仍占比较高，以阿里平台的刀具销售为例，在细分价格段中，张小泉在 300-700 元区间具备优势，但在 700 元以上价位段双立人和 kai/贝印拥有较高市占率，4000 元以上的高价位段更是张小泉的空白区间。由于相较线下渠道，中高端进口品牌对线上营销的重视程度相对较低，预计中高端领域进口品牌在线下端所占份额更高，所以张小泉无论在线上或线下渠道都有较大份额提升空间。

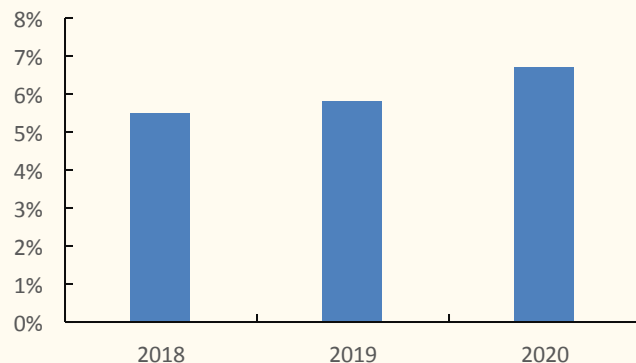
（2）具备替代基础：近年来随着国内消费者的民族自信心日渐增强，国潮风盛行。张小泉自身品牌营销加强+品质优异，在国潮风下张小泉这一民族品牌在高端市场的竞争力明显提升。以阿里平台统计数据来看，刀具方面，张小泉与主要竞争对手双立人的线上销售额不断缩小差距，甚至实现反超；剪具方面，主要进口品牌的销售额也均出现不同程度的下滑，由此可见张小泉已然具备在高端市场逐步抢夺更大份额的能力。

图表 45：公司单价超过 300 元产品销售额及增速（千万，%）



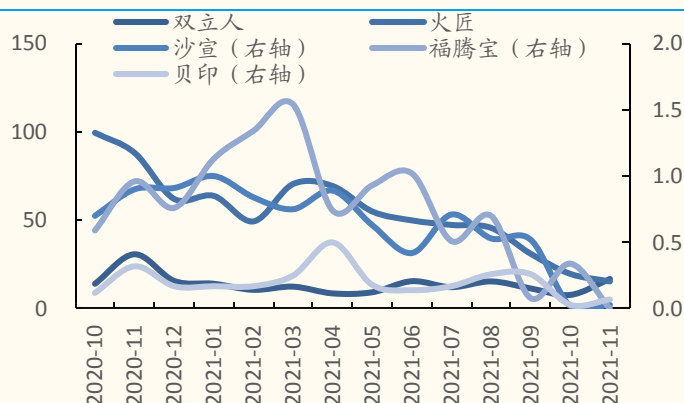
来源：公司招股说明书，国金证券研究所测算

图表 46：公司单价超过 300 元产品占当期销售额的比重



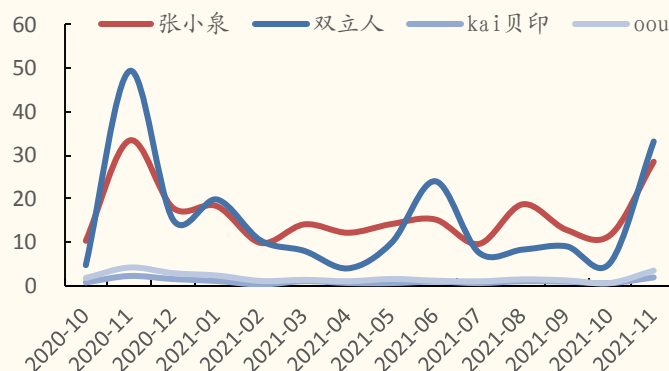
来源：公司招股说明书，国金证券研究所

图表 47: 阿里平台进口品牌厨具销售额呈下降趋势 (万元)



来源: 国金证券研究所整理

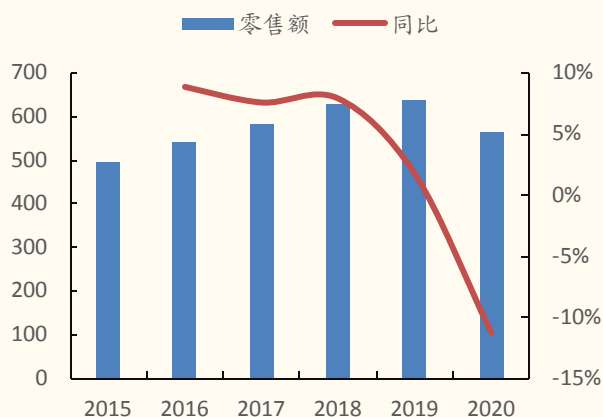
图表 48: 阿里平台张小泉及进口品牌刀具销售额 (百万元)



来源: 国金证券研究所整理

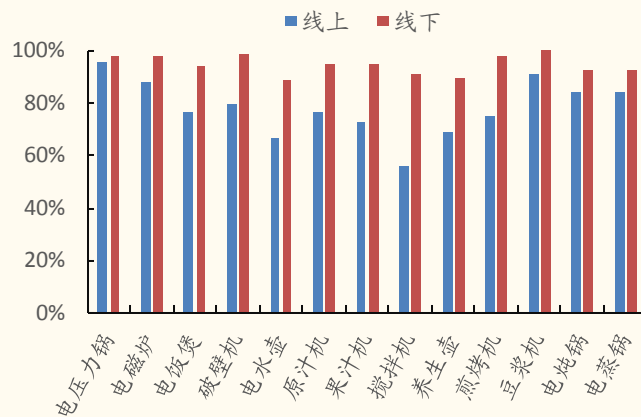
横向扩品类, 道阻且难, 但细分领域有望突破, 贡献收入弹性。张小泉除了纵向迭代升级原有品类, 也开始涉足多元领域, 通过横向拓宽品类的行业覆盖面解决老字号品牌品类单一的痛点, 不可否认, 公司横向往厨房小家电领域拓展挑战较大, 主流厨房小家电品类集中度已较高 (大部分品类 CR5 超 60%), 切入难度较大。但公司战略思路明确, 定位清晰, 主张差异化打法, 从细分市场突破。

图表 49: 中国小家电行业零售额总规模及 yoy (亿元)



来源: 奥维云网, 国金证券研究所

图表 50: 2020 年国内厨房小家电品牌 CR5 (%)

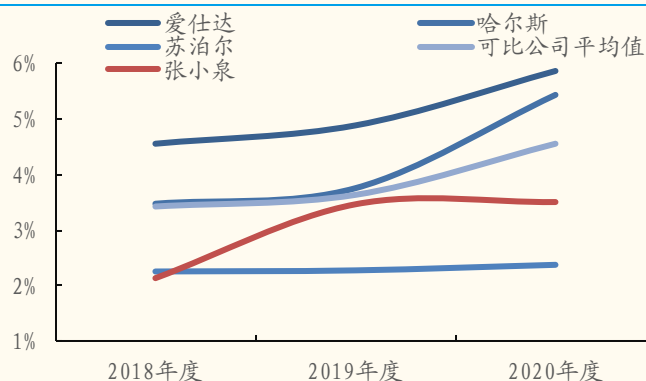


来源: 奥维云网, 国金证券研究所

从研发端, 公司内部以赛马机制激活创新, 虽然目前研发投入较同行仍有差距, 但正逐步提升。从渠道端, 公司已成立相应事业部, 对新品类进行针对性管理, 并且公司线上渠道运营经验丰富, 为新品类提供最佳推广平台。整体来看, 我们认为公司在厨房小家电全领域突破虽仍需时间, 但细分品类有望率先迎来突破, 为公司增长做出贡献, 公司第二增长极有望逐步打开。



图表 51: 张小泉及同行业公司研发费用率 (%)



来源: wind, 国金证券研究所

图表 52: 部分新品类及事业部概况

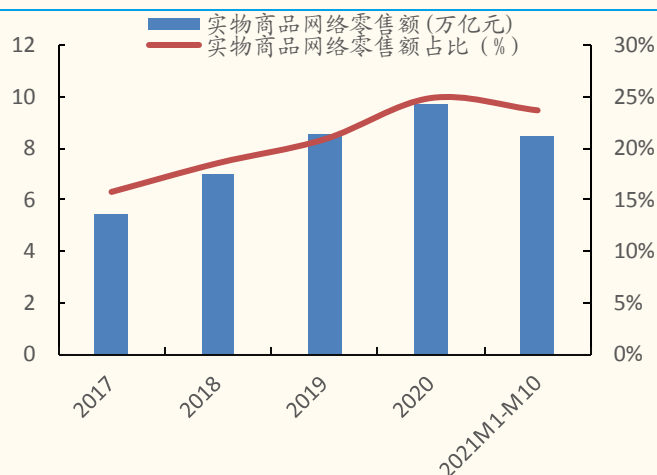
事业部	代表品类	优势	是否上市
酒店厨具事业部			
厨房杂件事业部	刀具消毒架	等离子消毒技术	已上市
	降糖电饭煲	下沉式滤糖留香设计	未上市
园林五金事业部	电动刀剪	省力舒适续航时间长	已上市
个护个清事业部			

来源: 公司公告, 国金证券研究所

#### 4.2 渠道与生产结构变化, 盈利能力有望迎来趋势性抬升

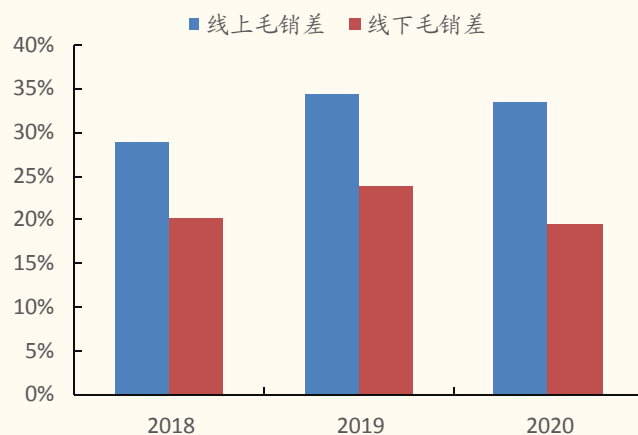
**盈利能力提升来源一: 渠道结构变化带来利润率提升**, 近年整体零售市场中电商销售占比稳步提升, 并且我们认为刀剪具作为一个相对成熟且不注重消费时效性的产品, 其电商销售比例仍可迎来趋势性提升。张小泉也正顺应这一趋势, 线上渠道的占比稳步提升。而渠道结构的变化, 将有望使得公司利润率迎来提升。根据张小泉近三年线上渠道和线下渠道毛销差的对比可以看出, 线上渠道毛销差大于线下渠道, 2018-2020 年线上毛销差分别比线下渠道高 8.8%/10.5%/14%。由此可见, 线上渠道占比的趋势性提升或许将使得张小泉的利润空间进一步扩大。

图表 53: 实物商品零售额及占比 (单位: 万亿元, %)



来源: 国家统计局, 国金证券研究所

图表 54: 公司线上线下毛销差对比 (单位: %)

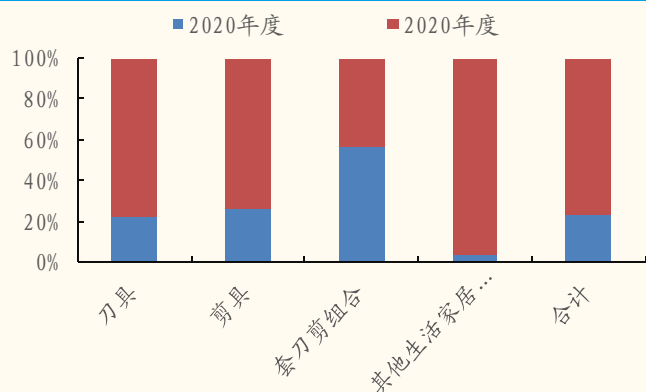


来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

**盈利能力提升来源二: 自建智能工厂, 自制率提升带来成本节约促使利润率提升**。目前产品整体外协加工比例超 75%, 公司正积极推动自制生产布局规划。从成本端来看, 各类产品自制单位成本均低于外协加工单位成本, 差异率在 2%-22%之间。从毛利率来看, 主要品类刀具、剪具历年来自制毛利率均显著高于外协加工毛利率, 例如 2020 年剪具、刀具的自制毛利率分别有 4.0%/8.1% 的优势。

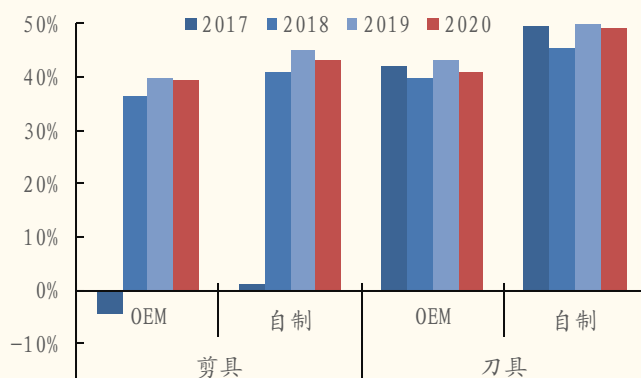


图表 55: 主营业务自产与 OEM 产量占比 (%)



来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

图表 56: OEM 与自制毛利率对比 (%)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

未来随着自建工厂的落成并投入使用, 自制率上升, 公司在生产端对利润的把控能力将增强, 利润率抬升可期。根据我们测算, 假设未来刀剪产品全部自制后, 刀具及剪具产品毛利率与 2020 年其自制毛利率相同, 而套刀剪及其他生活用品维持 2020 年毛利率的情况下, 自制后总毛利率有望较 2020 年提升 2.3pct。

图表 57: 自制后毛利率提升测算

	刀具	剪具	套刀剪组合	其他生活用品
2020 年销售额(万元)	14236.2	16506.8	15002.0	11007.5
2020 年成本(万元)	8178.0	9721.8	9943.1	5747.4
原毛利率	42.6%	41.1%	33.7%	47.8%
刀、剪自制后毛利率	49.1%	43.4%	33.7%	47.8%
刀、剪自制后成本(万元)	7246.2	9342.8	9943.1	5747.4
原综合毛利率	40.8%			
自制后综合毛利率	43.1%			

来源: 公司公告, 国金证券研究所测算

## 5. 盈利预测与投资建议

### 5.1 盈利预测

#### ■ 核心假设

- 1) 剪具业务: 随着行业空间扩大, 叠加公司份额提升, 预计 2021-2023 年销量将保持稳定增长。价方面, 由于行业高端化趋势可驱动公司产品结构升级, 预计均价将延续此前几年逐步增长态势。整体我们预计 2021-2023 年剪具业务营收为 1.9/2.2/2.5 亿元, 同比+17.5%/+15.4%/+12.3%。此外, 预计随着产品销售结构的变化且生产端自制率提高降低生产成本, 2021-2023 年剪具业务毛利率稳中有升。
- 2) 刀具业务: 该业务随着功能细分新品持续推出叠加中高端市场份额稳步提升, 预计该业务的销量延续较快增长, 此外我们预计刀具的均价有望在高端化趋势下延续此前增长态势。整体我们预计 2021-2023 年刀具业务营收为 1.9/2.5/3.1 亿元, 同比+33.4%/+31.7%/+25.8%。毛利率方面, 预计随着产品结构进一步升级叠加智能工厂建成自制率提升促使成本降低, 未来该业务毛利率稳中有升。
- 3) 套刀剪业务: 公司目前该品类有望逐渐优化产品组合从而驱动公司在市场整体扩容的同时占据更大市场份额, 预计 2021-2023 年销量维持稳定增长, 并且预计未来均价延续此前较好增长趋势。整体来看, 我们预计 2021-2023 年套刀剪业务营收为 1.7/1.9/2.1 亿元, 同比+13.4%/+11.3%/+11.3%。毛利率方面, 预计稳中有升。

- 4) 其他生活家居用品业务：由于未来厨房小家电行业空间较大叠加公司持续加大研发力度，拓宽产品矩阵，公司有望在细分领域迎来突破，推动销量快速提升，而单价预计稳中有升。整体预计 2021-2023 年其他生活家居用品业务总营收分别为 1.7/2.5/3.6 亿元，同比+52.3%/+50.9%/+43.1%。毛利率方面，公司虽可受益于规模效应，但预计公司未来该品类将会逐渐推出高性价比产品，毛利率稳中有降。
- 5) 销售费用率预测：由于公司未来在新品持续推出的情况下，将维持较大的营销力度，预计未来销售费用率将稳中有升，我们预计 2021-2023 年销售费用率为 15.0%/15.0%/15.1%。
- 6) 管理费用率预测：由于公司明年新工厂将投产，固定摊销将增加，但随着企业管理信息化改造项目落地，有望提升管理效率，优化控制管理费用，预计未来管理费用率保持稳定，分别为 6.2%/6.5%/6.3%。
- 7) 研发费用率预测：研发是公司持续提升长期核心竞争力的重要保障，随着公司新品类的拓展，未来研发费用率将有所提升。

**图表 58：业务拆分及收入预测**

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>总收入</b>	410.1	484.0	572.3	727.8	924.0	1148.4
yoy	20.2%	18.0%	18.2%	27.2%	27.0%	24.3%
<b>剪具营收</b>	133.1	150.2	165.1	194.0	223.8	251.2
yoy		12.9%	9.9%	17.5%	15.4%	12.3%
销量	25.3	27.1	29.3	33.1	37.1	40.4
yoy		7.0%	8.3%	13.0%	12.0%	9.0%
单价	5.3	5.6	5.6	5.9	6.0	6.2
yoy		5.5%	1.4%	4.0%	3.0%	3.0%
<b>刀具营收</b>	88.0	112.2	142.4	189.9	250.0	314.7
yoy		27.5%	26.9%	33.4%	31.7%	25.8%
销量	4.5	5.1	6.2	7.8	9.9	11.9
yoy		13.9%	21.8%	26.0%	26.0%	21.0%
单价	19.7	22.0	22.9	24.3	25.4	26.4
yoy		11.7%	4.1%	6.0%	4.5%	4.0%
<b>套剪刀组合营收</b>	132.5	138.8	150.0	170.2	189.4	210.7
yoy		4.8%	8.1%	13.4%	11.3%	11.3%
销量	1.8	1.8	1.7	1.8	2.0	2.1
yoy		0.3%	-3.3%	7.0%	7.0%	7.0%
单价	74.6	78.0	87.1	92.3	96.0	99.9
yoy		4.5%	11.8%	6.0%	4.0%	4.0%
<b>其他生活家具用品营收</b>	49.5	78.3	110.1	167.6	252.9	361.9
yoy		58.2%	40.5%	52.3%	50.9%	43.1%
销量	2.6	4.3	6.8	9.6	13.5	18.3
yoy		65.6%	59.7%	41.0%	41.0%	35.0%
单价(元)	19.2	18.4	16.2	17.4	18.7	19.8
yoy		-4.5%	-12.0%	8.0%	7.0%	6.0%
<b>毛利率</b>	36.7%	41.2%	40.7%	41.6%	42.1%	42.6%
剪具	38.91%	42.68%	41.10%	41.38%	41.38%	42.01%
刀具	41.1%	45.2%	42.6%	43.0%	43.5%	43.5%
套剪刀组合	23.2%	29.9%	33.7%	34.4%	34.5%	34.7%
其他生活家具用品	58.3%	53.0%	47.8%	47.8%	47.3%	47.3%

来源：公司公告，国金证券研究所

## 5.2 股票估值和定价

我们按照相对估值法以及结合公司自身的成长性，给予公司合理估值，选取与

公司经营业务有一定重合度的哈尔斯、爱仕达、苏泊尔、北鼎股份及九阳股份，作为可比公司，2022 年可比公司估值中位数为 23 倍。由于公司在渠道与品类快速拓展，业绩增长性强，且考虑公司刀剪领域龙头地位，我们给予公司 2022 年合理 PE 估值水平 35 倍，对应目标价 26.1 元，首次覆盖，给予“增持”评级。

图表 59：可比公司估值比较（市盈率法）

代码	名称	股价（元）	EPS			PE		
			2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
002403.SZ	爱仕达	7.18	0.11	0.28		65.27	25.64	
002615.SZ	哈尔斯	5.73	0.21	0.25	0.28	27.29	22.92	20.46
002032.SZ	苏泊尔	56.45	2.52	2.88	3.24	22.40	19.60	17.42
002242.SZ	九阳股份	24.05	1.27	1.44	1.64	18.94	16.70	14.66
300824.SZ	北鼎股份	20.12	0.51	0.66	0.82	39.45	30.48	24.54
中位数						27.29	22.92	18.94
301055.SZ	张小泉	23.30	0.58	0.75	0.96	40.17	31.07	24.27

来源：wind，国金证券研究所；注：股价选取各公司 1 月 14 日收盘价，未覆盖标的 EPS 为 Wind 一致预期

## 6. 风险提示

- 1、新品开拓不及预期：公司厨房小家电新品开拓若进展不顺利，将使得公司业绩增长有所承压；
- 2、委托加工产品品控：若未来公司未能保持对委托加工生产的有效管理，一旦产品出现质量缺陷或供货短缺，将产生影响公司产品质量和生产供应的风险，给公司的品牌造成不利影响；
- 3、原材料价格大幅上涨：若原材料价格上涨，将使得公司成本端压力加大，考虑成本向终端传导滞后性，将影响短期盈利；
- 4、限售股解禁：公司 2022 年 3 月 7 日将有 181.88 万股解禁，占总股本比例为 1.17%。

## 附录

### 附录：张小泉发展进程

	张小泉开始进行改制 (2000年-2009年)	完成改制，品类、渠道 布局雏形初现 (2010年-2018年)	加速品牌与渠道拓展 (2018年至今)
大事记	<ul style="list-style-type: none"> <li>2000年第一次改制为有限责任公司，杭州张小泉集团有限公司成立</li> <li>2007年二次改制，富春控股成为张小泉集团新股东</li> <li>2008年张小泉集团出资设立张小泉实业</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>2010年扩大张小泉实业规模，第一次进行增资</li> <li>2012年张小泉集团整体搬迁，其刀剪生产、制造、销售业务及人员转至张小泉实业。</li> <li>2018年5月28日，张小泉股份有限公司成立</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>2021年在深交所科创板成功上市</li> </ul>
产品&生产	<ul style="list-style-type: none"> <li>2000年左右刀剪主题材料从碳钢材料向马氏体不锈钢材料发展</li> <li>1959年自制制剪机器，改革开放后从大规模手工生产向机器化自动化生产过渡</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>核心产品刀剪器具品类持续拓宽，并开始涉足家居市场其他领域</li> <li>2011年搬迁改造以来，生产自动化、管理信息化方面大升级，突破业内多个机器人生产自动化工艺方面的空白。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>2020年刀剪智能制造新模式应用项目：珞玉机器人机械臂，Auto Gen智能视觉规划系统</li> <li>2021年6月18日公司已获得专利138项，其中发明专利2项，实用新型专利41项，外观设计专利95项</li> <li>针对厨房小家电市场开发细分品类：消毒刀架，降糖电饭煲等</li> </ul>
渠道	<ul style="list-style-type: none"> <li>通过直营店和经销模式铺设销售网络</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>2011年开始进军线上业务，在电商平台“天猫”开设官方旗舰店后，陆续覆盖淘宝、京东、唯品会、拼多多等电商平台。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>稳步拓展线上渠道</li> <li>2019年新增自营店铺张小泉品牌微信小程序，作为线下零售门店会员入口</li> </ul>

来源：公司公告，国金证券研究所

**附录：三张报表预测摘要**
**损益表 (人民币百万元)**

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	410	484	572	728	924	1,148
增长率		18.0%	18.2%	27.2%	27.0%	24.3%
主营业务成本	-260	-285	-339	-425	-535	-659
%销售收入	63.3%	58.8%	59.3%	58.4%	57.9%	57.4%
毛利	150	199	233	302	389	490
%销售收入	36.7%	41.2%	40.7%	41.6%	42.1%	42.6%
营业税金及附加	-3	-4	-4	-5	-7	-9
%销售收入	0.8%	0.8%	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%
销售费用	-55	-64	-83	-109	-139	-173
%销售收入	13.3%	13.3%	14.5%	15.0%	15.0%	15.1%
管理费用	-27	-32	-33	-45	-60	-72
%销售收入	6.5%	6.6%	5.8%	6.2%	6.5%	6.3%
研发费用	-9	-17	-20	-22	-30	-37
%销售收入	2.1%	3.5%	3.5%	3.0%	3.2%	3.2%
息税前利润 (EBIT)	57	83	93	121	153	198
%销售收入	14.0%	17.1%	16.2%	16.6%	16.6%	17.3%
财务费用	0	2	0	-1	1	0
%销售收入	-0.1%	-0.3%	0.0%	0.2%	-0.1%	0.0%
资产减值损失	1	1	3	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	1	1	1	1	1	1
%税前利润	1.7%	0.9%	1.5%	0.8%	0.6%	0.5%
营业利润	58	86	95	120	155	199
营业利润率	14.0%	17.7%	16.6%	16.6%	16.8%	17.4%
营业外收支	0	8	2	0	0	0
税前利润	57	94	97	120	155	199
利润率	14.0%	19.4%	16.9%	16.6%	16.8%	17.4%
所得税	-14	-22	-19	-30	-39	-50
所得税率	23.7%	23.1%	20.1%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	44	72	77	90	116	150
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	44	72	77	90	116	150
净利率	10.7%	14.9%	13.5%	12.4%	12.6%	13.0%

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	44	72	77	90	116	150
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	13	14	14	11	15	19
非经营收益	0	-2	-1	16	8	7
营运资金变动	-19	-1	11	-23	-11	-11
经营活动现金净流	38	84	102	95	129	165
资本开支	-14	-65	-170	-50	-90	-80
投资	7	0	0	-30	0	0
其他	1	-38	42	1	1	1
投资活动现金净流	-6	-103	-128	-79	-89	-79
股权募资	0	0	0	205	0	0
债权募资	0	0	134	76	-50	0
其他	0	0	-39	-44	-54	-68
筹资活动现金净流	0	0	95	237	-104	-68
现金净流量	32	-19	68	252	-65	18

来源：公司年报、国金证券研究所

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	128	153	186	438	374	392
应收款项	31	24	29	34	43	53
存货	82	112	108	139	175	215
其他流动资产	16	10	25	61	68	75
流动资产	256	300	349	672	659	735
%总资产	59.5%	57.2%	48.3%	62.0%	57.5%	57.2%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	105	130	287	318	385	439
%总资产	24.4%	24.8%	39.7%	29.3%	33.6%	34.1%
无形资产	68	92	85	93	101	109
非流动资产	174	224	374	413	488	549
%总资产	40.5%	42.8%	51.7%	38.0%	42.5%	42.8%
资产总计	430	524	723	1,085	1,147	1,284
短期借款	0	0	20	50	0	0
应付款项	78	92	104	123	154	188
其他流动负债	28	33	44	44	54	66
流动负债	106	125	169	217	208	254
长期贷款	0	0	114	114	114	114
其他长期负债	0	2	2	57	58	59
负债	106	127	284	387	379	427
普通股股东权益	325	397	439	698	768	858
其中：股本	117	117	117	156	156	156
未分配利润	55	124	163	217	287	377
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	430	524	723	1,085	1,147	1,284

**比率分析**

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标						
每股收益	0.374	0.618	0.660	0.579	0.745	0.959
每股净资产	2.774	3.392	3.752	4.475	4.922	5.497
每股经营现金净流	0.327	0.721	0.868	0.607	0.824	1.058
每股股利	0.000	0.400	0.000	0.232	0.298	0.384
回报率						
净资产收益率	13.50%	18.22%	17.59%	12.95%	15.14%	17.45%
总资产收益率	10.18%	13.80%	10.68%	8.33%	10.13%	11.65%
投入资本收益率	13.47%	16.01%	12.90%	10.40%	12.90%	15.14%
增长率						
主营业务收入增长率	20.15%	18.03%	18.23%	27.18%	26.96%	24.29%
EBIT增长率	7.29%	44.44%	12.03%	30.42%	26.94%	29.31%
净利润增长率	-9.52%	65.04%	6.80%	17.03%	28.64%	28.71%
总资产增长率	13.45%	21.72%	38.06%	50.08%	5.71%	11.95%
资产管理能力						
应收账款周转天数	24.3	19.5	15.4	15.5	15.5	15.5
存货周转天数	103.4	124.4	118.7	119.0	119.0	119.0
应付账款周转天数	97.7	103.8	100.3	100.0	100.0	99.0
固定资产周转天数	92.3	75.9	62.8	64.9	69.8	66.6
偿债能力						
净负债/股东权益	-39.40%	-38.51%	-11.88%	-43.67%	-37.78%	-35.96%
EBIT利息保障倍数	-158.6	-52.3	-635.7	85.6	-289.3	-3,990.1
资产负债率	24.57%	24.23%	39.29%	35.68%	33.08%	33.23%

**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	2	2	2
增持	0	0	0	1	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
<b>评分</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>1.00</b>	<b>1.33</b>	<b>1.00</b>

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
 3.01~4.0=减持

**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6－12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6－12 个月内上涨幅度在 5%－15%；

中性：预期未来 6－12 个月内变动幅度在 -5%－5%；

减持：预期未来 6－12 个月内下跌幅度在 5%以上。



**特别声明:**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402