

JS 環球生活 (1691 HK)

看好 SharkNinja 下半年的增長動力

維持買入評級，並上調目標價至 22.64 港元，基於 30 倍 21 財年預測市盈率（此前為 28 倍）。因為我們對 SharkNinja 在 20 財年下半年的強勁增長充滿信心，以及近期的基石投資者配售規模太小，意義不大。我們認為該股估值吸引，目前股價相當於 25/21 倍 21/22 財年預測市盈率（相較於中國/國際同業的 35/26 倍 21 財年預測市盈率）。

■ **不用過度擔心基石投資者的配售。**據彭博社報導，JS 環球的基石投資者之一 CM Kinder（中信私募股權旗下）以 18.85 港元配售了 2260 萬股，較其前收市價折讓 3.7%，持股比例亦會從 7.09% 減少至 6.45%。我們對此並不擔心，因為：1) 相信 SharkNinja 在 4 季度依然強勁，基本面仍然相當強勁，2) 獲利回吐是合理的，股價在 IPO 後已有 277% 的回報。

■ **SharkNinja 增長相當強勁。**我們非常有信心 SharkNinja 的銷售增長在 4 季度有所加速（對比 3 季度），因為：1) 2019 年底推出的新產品的消費者熱度仍然很高（例如 Ninja Foodi 室內燒烤機和 Shark IQ 自清潔掃地機器人），2) 社交媒體上的高效數字行銷（在某些平臺上 Ninja 的追隨者數量甚至高於 Shark）和 3) 強勁的中國家電出口增長（10 月，11 月/12 月同比增長 40%/62%/56%），小家電也會比較相似。我們預測 20 下半財年/21 財年/22 財年銷售將同比增長 31%/20%/15%，這是受以下因素推動的：1) 新型創新產品，2) 類別擴展（例如 Ninja 炊具）和 3) 區域擴展（例如法國，德國，日本，澳大利亞）。

■ **九陽業務依然穩健。**我們認為九陽業務依然穩健，根據奧維雲網的資料，線上和線下管道的小家電和大家電銷售增長在四季度（對比三季度）都略有改善。特別是九陽在 2020 年雙十一表現出色（九陽 +71% / 蘇泊爾 +67% / 美的 +59% 同比增長），所以獲得了更多市場份額。我們預計 20 下半財年/21 財年/22 財年的銷售同比分別增長 20%/13%/9%。

■ **維持買入評級，上調目標價至 22.64 港元。**我們上調了 20 財年/21 財年/22 財年每股盈利預測 6%/9%/12%，反映了 SharkNinja 的增長比我們之前預測更快，毛利率更高，但九陽毛利率則略有降低。新目標價是 22.64 港元，基於 30 倍 21 財年預測市盈率（從 28 倍上調），現價估值是在 25 倍 21 財年和 21 倍 22 財年，對比中國/國際同業的 35 倍/26 倍 21 財年，仍然相當吸引。

財務資料

(YE 31 Dec)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
營業額 (百萬美元)	2,682	3,016	3,771	4,413	4,970
同比增長 (%)	71.5	12.5	25.0	17.0	12.6
調整後淨利潤 (百萬美元)	60	145	298	347	415
調整後每股收益 (美元)	0.018	0.042	0.084	0.097	0.116
每股收益變動 (%)	12.277	136.6	100.6	16.3	19.5
調整後市盈率(x)	n/a	n/a	0.081	0.102	0.131
市帳率(x)	137.5	58.4	29.3	25.2	21.1
股息率 (%)	17.9	5.4	4.0	3.4	2.8
權益收益率 (%)	1.0	3.0	0.9	1.3	2.0
財務杠杆(x)*	7.5	2.7	9.9	11.2	12.3
營業額 (百萬美元)	213.6	39.1	1.7	淨現金	淨現金

資料來源：公司、彭博及招銀國際證券預測，*淨負債（現金）/權益

買入（維持）

目標價	HK\$22.64
(此前目標價)	HK\$19.57
潛在升幅	+19.2%
當前股價	HK\$19.00

中國家電行業

胡永匡

(852) 3761 8776
walterwoo@cmbi.com.hk

公司資料

市值(百萬港元)	66,293
3 月平均流通量 (百萬港元)	70.95
52 周內股價高/低 (港元)	20.70/3.60
總股本 (百萬)	3,489.1

資料來源：彭博

股東結構

王旭甯先生（主席）及一致行動人	56.52%
鼎暉基金	9.42%
Mark Rosenzweig 先生	7.87%
RSU 計畫	4.88%
Mark Adam Barrocas 先生	2.09%
自由流通	19.22%

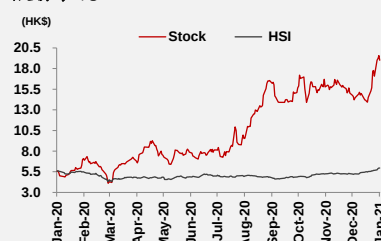
資料來源：港交所

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	30.2%	15.1%
3-月	25.0%	2.5%
6-月	140.2%	100.9%
12-月	246.5%	233.1%

資料來源：彭博

股份表現



資料來源：彭博

審計師：安永

財務分析

利潤表

年結:12月31日(百萬美元)	FY17A	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
銷售收入	1,563	2,682	3,016	3,771	4,413	4,970
九陽	1,054	1,179	1,280	1,471	1,662	1,817
SharkNinja	477	1,477	1,736	2,300	2,751	3,153
其他	33	25	-	-	-	-
銷售成本	(1,044)	(1,683)	(1,890)	(2,206)	(2,600)	(2,910)
毛利	519	999	1,127	1,565	1,813	2,060
其它收入	21	42	23	21	18	20
營運支出	(400)	(795)	(922)	(1,145)	(1,325)	(1,470)
廣告和促銷	(98)	(208)	(189)	(283)	(335)	(368)
銷售和分銷成本(不包括折舊和攤銷成本)	(166)	(270)	(318)	(363)	(420)	(478)
折舊和攤銷成本	(13)	(45)	(51)	(44)	(45)	(44)
管理費用(不包括折舊和	(123)	(273)	(365)	(455)	(524)	(580)
其它運營費用	-	-	-	-	-	-
息稅前收益	141	246	227	441	506	610
融資成本淨額	(17)	(76)	(78)	(63)	(34)	(15)
合資及聯營企業	3	6	2	-	-	-
特殊項目	(26)	(35)	(32)	(26)	(31)	(34.79)
稅前利潤	102	140	119	352	441	560
所得稅	39	(28)	(34)	(81)	(88)	(101)
減: 非控制股東權益	93	77	43	58	67	79
淨利潤	48	35	42	213	286	380
調整後淨利潤	54	60	145	298	347	415

現金流量表

年結:12月31日(百萬美元)	FY17A	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
息稅前利潤	141	246	227	441	506	610
折舊和攤銷	29	87	89	88	88	87
營運資金變動	(83)	(48)	49	(122)	(75)	(67)
已繳納所得稅	(9)	(16)	(41)	(81)	(88)	(101)
其它	(27)	(36)	55	10	13	19
經營活動所得現金流	52	234	380	336	445	548
資本開支	(21)	(67)	(74)	(87)	(93)	(104)
聯營公司	(1,309)	29	(7)	-	-	-
利息收入	7	7	8	-	-	-
其它	109	21	(45)	-	-	-
投資活動所得現金淨額	(1,213)	(10)	(118)	(87)	(93)	(104)
股份發行	-	-	375	138	-	-
淨借貸	1,176	(59)	(205)	(350)	(200)	-
支付股息	(39)	(83)	(95)	250	73	112
其它	113	(119)	(93)	(73)	(48)	(35)
融資活動所得現金淨額	1,250	(261)	(18)	(35)	(174)	77
現金增加淨額	89	(37)	244	214	177	521
年初現金及現金等價物	127	211	181	421	635	813
匯兌	(5)	7	(4)	-	-	-
年末現金及現金等價物	211	181	421	635	813	1,334

資產負債表

年結:12月31日(百萬美元)	FY17A	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
非流動資產	1,896	1,889	1,999	1,998	2,003	2,021
固定資產	180	191	207	247	294	354
無形資產和商譽	1,405	1,398	1,389	1,348	1,308	1,267
預付租金	22	16	16	16	16	16
合資及聯營公司投資	37	36	36	36	36	36
其它非流動資產	252	247	353	351	350	348
流動資產	1,389	1,411	1,775	2,228	2,666	3,406
現金及現金等價物	211	181	421	635	813	1,334
存貨	272	350	393	434	511	572
貿易和其他應收款	628	773	804	986	1,154	1,299
預付款	220	66	68	85	99	112
其它流動資產	58	42	89	89	89	89
流動負債	661	1,281	990	1,107	1,292	1,444
銀行貸款	10	486	26	26	26	26
應付款	262	409	530	544	641	718
應計費用和其他應付款	371	364	411	514	601	677
應付稅款	7	11	14	14	14	14
其它流動負債	10	11	9	9	9	9
非流動負債	2,026	1,557	1,251	901	701	701
銀行貸款	1,194	700	1,049	699	499	499
遞延收入	57	53	53	53	53	53
遞延所得稅	132	134	134	134	134	134
其它	643	671	15	15	15	15
少數股東權益	-	-	-	58	125	204
淨資產總額	598	463	1,533	2,161	2,551	3,078
股東權益	598	463	1,533	2,161	2,551	3,078

主要比率

年結:12月31日	FY17A	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
銷售組合(%)						
九陽	67.4	44.0	42.4	39.0	37.7	36.6
SharkNinja	30.5	55.1	57.6	61.0	62.3	63.4
其他	2.1	1.0	-	-	-	-
合計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率						
毛利率	33.2	37.3	37.4	41.5	41.1	41.4
經營利潤率	9.0	9.2	7.5	11.7	11.5	12.3
稅前利率	6.5	5.2	3.9	9.3	10.0	11.3
淨利潤率	3.1	1.3	1.4	5.7	6.5	7.6
有效稅率	-39.6	21.0	29.0	23.0	20.0	18.0
資產負債比率						
流動比率(x)	2.1	1.1	1.8	2.0	2.1	2.4
速動比率(x)	1.7	0.8	1.4	1.6	1.7	2.0
現金比率(x)	0.3	0.1	0.4	0.6	0.6	0.9
平均庫存周轉天數	58	67	72	72	72	72
平均應收款周轉天數	99	95	95	95	95	95
平均應付帳款天數	77	73	91	90	90	90
債務/股本比率(%)	203	258	71	34	21	17
淨負債/股東權益比率	167	214	39	2	淨現金	淨現金
回報率(%)						
資本回報率	8.1	7.5	2.7	9.9	11.2	12.3
資產回報率	1.5	1.1	1.1	5.1	6.1	7.0
每股資料(美元)						
調整後每股盈利(美元)	0.02	0.02	0.04	0.08	0.10	0.12
每股股息(美元)	0.01	0.02	0.07	0.02	0.03	0.05
每股帳面價值(美元)	0.18	0.14	0.45	0.62	0.73	0.88

資料來源: 公司及招銀國際證券預測

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告30日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告3個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

披露

招銀國際證券或其關聯機構曾在過去12個月內與本報告內所提及發行人有投資銀行業務的關係。

招銀國際證券投資評級

買入	：股價於未來12個月的潛在漲幅超過15%
持有	：股價於未來12個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	：股價於未來12個月的潛在跌幅超過10%
未評級	：招銀國際並未給予投資評級

招銀國際證券行業投資評級

優於大市	：行業股價於未來12個月預期表現跑贏大市指標
同步大市	：行業股價於未來12個月預期表現與大市指標相若
落後大市	：行業股價於未來12個月預期表現跑輸大市指標

招銀國際證券有限公司

地址：香港中環花園道3號冠君大廈45樓

電話：(852) 3900 0888

傳真：(852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司（“招銀證券”）為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司（招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司）

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載資料可能不適合所有投資者。招銀國際證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去的表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀國際證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀國際證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考資料。報告中的資訊或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀國際證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他投資銀行相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的資訊，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)不時修訂之英國2000年金融服務及市場法令2005年(金融推廣)令(“金融服務令”)第19(5)條之人士及(II)屬金融服務令第49(2)(a)至(d)條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀國際證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

招銀國際證券不是在美國的註冊經紀交易商。因此，招銀國際證券不受美國就有關研究報告準備和研究分析員獨立性的規則的約束。負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，未在美國金融業監管局(“FINRA”)註冊或獲得研究分析師的資格。分析員不受旨在確保分析師不受可能影響研究報告可靠性的潛在利益衝突的相關FINRA規則的限制。本報告僅提供給美國1934年證券交易法(經修訂)規則15a-6定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人。接收本報告的美國收件人如想根據本報告中提供的資訊進行任何買賣證券交易，都應僅通過美國註冊的經紀交易商來進行交易。

對於在新加坡的收件人

本報告由CMBI(Singapore)Pte. Limited (CMBISG) (公司註冊號201731928D)在新加坡分發。CMBISG是在《財務顧問法案》(新加坡法例第110章)下所界定，並由新加坡金融管理局監管的豁免財務顧問公司。CMBISG可根據《財務顧問條例》第32C條下的安排分發其各自的外國實體，附屬機構或其他外國研究機構編寫的報告。如果報告在新加坡分發給非《證券與期貨法案》(新加坡法例第289章)所定義的認可投資者，專家投資者或機構投資者，則CMBISG僅會在法律要求的範圍內對這些人士就報告內容承擔法律責任。新加坡的收件人應致電(+65 6350 4400)聯繫CMBISG，以瞭解由本報告引起或與之相關的事宜。