

JS 環球生活 (1691 HK)

用世界級的技術和設計來推動交叉銷售

- **JS 環球在中國/美國排名第三/第二，擁有 8.8%/ 8.1% 的小家電市場份額。** JS 環球旗下主要有三個品牌（九陽，Shark 和 Ninja），專注於清潔，食品料理和烹飪電器，並在 18 財年創造了 27 億/1.12 億美元的銷售/淨利潤。
- **重視研發以解決消費者痛點。** JS 環球致力於研發和創新，因為解決消費者痛點能有效帶動增長。在 18 財年，它投入了約 1.19 億美元的研發費用，佔銷售的 4.4%（行業平均為 4.9%），擁有研發人員 800 名，佔總數的 20%（行業平均為 12%）。我們相信最近推出的產品：原創類產品 - 1) 多功能蒸氣鍋 S5 (2019)，2) Ninja Foodi 系列 (2018) 和創新類產品 - 3) 高端豆漿機 K 系列，4) 高性能多功能料理機 Y88 (2019)，5) 掃地機器人 (Shark ION) (2017)，都可以推動 18-21 財年的增長。
- **不同產品，地區，價格段的交叉銷售。** 我們認為 2017 年收購 SharkNinja 後，可以通過利用現有產品和銷售網絡來釋放巨大潛力，例如：1) 將 Shark 和 Ninja 擴展到其他地區（例如歐盟，日本，澳大利亞）和中國；2) 在歐洲售賣 Foodi 系列，在中國售賣掃地機器人和吸塵器，3) 利用 Shark 品牌切入中國的高端市場。
- **協同效應可有效的提升效率和降低成本。** 受惠於以下的策略：1) 九陽和 SharkNinja 之間的供應鏈共享，以及 2) 研發資源的共享（專利，功能性研究和其他專業知識）等。我們預計這可提升 SharkNinja 的 EBIT 利潤率在 21 財年到 8.8%（18 財年為 5.4%）。
- **努力減輕中美貿易摩擦帶來的壓力。** 我們認為，由於美國加徵進口關稅，SharkNinja 的毛利率將在 19-20 財年被抑制。但將被以下的利好和努力所抵消，例如：1) 人民幣的貶值，2) 重新設計和簡化產品，以及使用更便宜的組件，3) 提高零售均價和 4) 更國際化（增加公司的海外銷售和供應鏈）等。
- **我們預計銷售/調整後淨利潤在 18-21 財年的複合增長率為 13%/ 29%。** 增長來源是：更多的 SharkNinja，更多的清潔用具以及來自歐洲和中國的銷售和利潤。我們預計 19-20 財年的毛利率將保持穩定，然後由於產品和品牌組合的改善，21 財年的毛利率將上升，而由於廣告及促銷，折舊及攤銷和財務成本的降低，20-21 財年的淨利潤率將進一步提高。
- **首次給予“買入”評級，目標價 7.65 港元。** 我們對 JS 環球的目標價是基於 16.0 倍 20 財年調整後市盈率，比中國/國際小家電同行的平均水平 18.7 倍/ 18.4 倍有 14%/ 13% 的折讓，儘管：1) 在小家電領域有全球領先地位；2) 擁有強大的研發能力；3) 有充足的協同效應和新產品帶動 SharkNinja 的發展。目標價是隱含了 0.77 倍 3 年調整後 PEG，而中國/國際同行的中位數為 2.0 倍/1.4 倍。現價目前只為 10.8 倍市盈率或 0.52x PEG，價錢十分吸引。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY16A	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
營業額 (百萬美元)	1,103	1,563	2,682	2,996	3,411	3,853
同比增長 (%)	n.a.	41.7	71.5	11.7	13.8	13.0
調整後淨利潤 (百萬美元)	44	54	60	155	213	260
調整後每股收益 (美元)	0.013	0.016	0.018	0.045	0.061	0.075
每股收益變動 (%)	n.a.	22.5	12.3	152.4	37.6	21.8
調整後市盈率(x)	n.a.	n.a.	n.a.	14.9	10.8	8.9
市帳率(x)	n.a.	n.a.	n.a.	2.2	2.0	1.6
股息率 (%)	n.a.	n.a.	n.a.	0.7	1.7	3.4
權益收益率 (%)	8.0	8.1	7.5	5.4	9.9	14.3
財務杠杆(x)*	淨現金	166.6	213.6	37.0	17.6	淨現金

資料來源：公司及招銀國際證券預測，*淨負債（現金）/權益

買入 (首次覆蓋)

目標價	HK\$7.65
潛在升幅	+48.0%
當前股價	HK\$5.17

中國體家電行業

胡永匡

(852) 3761 8776

walterwoo@cmbi.com.hk

公司數據

市值(百萬港元)	17,615
3 月平均流通量(百萬港元)	6.80
52 周內股價高/低(港元)	5.95/4.69
總股本(百萬)	3,407.2

資料來源：彭博

股東結構

王旭寧先生（主席）及一致行動人	57.88%
鼎暉基金	10.61%
Mark Rosenzweig 先生	8.06%
RSU 計劃	4.16%
Mark Adam Barrocas 先生	2.14%
其他 SN 投資者	0.29%
自由流通	16.87%

資料來源：港交所

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-10.7%	-3.2%
3-月	不適用	不適用
6-月	不適用	不適用
12-月	不適用	不適用

資料來源：彭博

股份表現



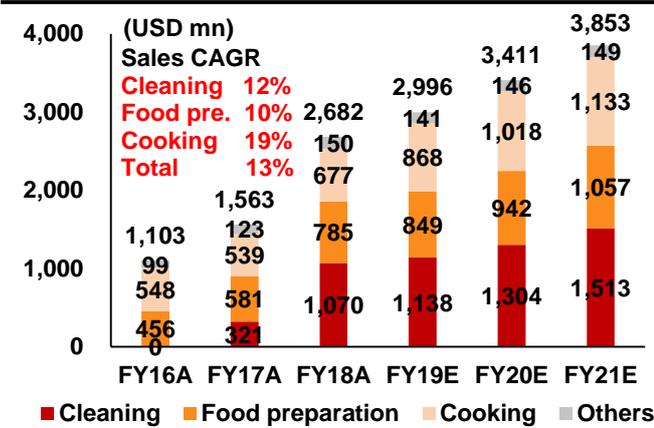
資料來源：彭博

審計師：安永

經營利潤=收入-銷售成本+其他收入和收益-銷售和分銷費用-管理費用。

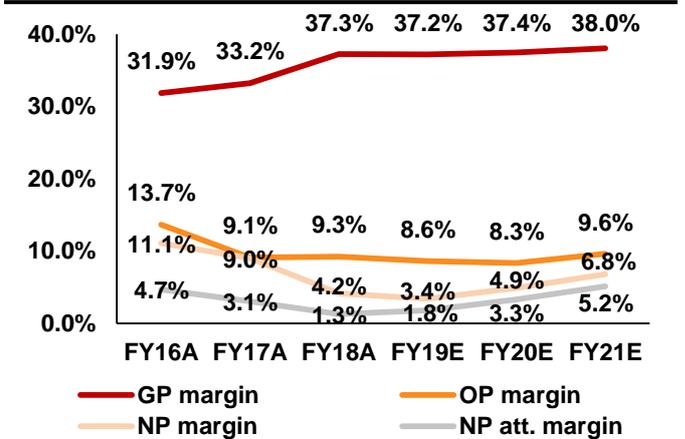
重点图表

图 1: JS 環球銷售和復合年增長率，按细分业务分类



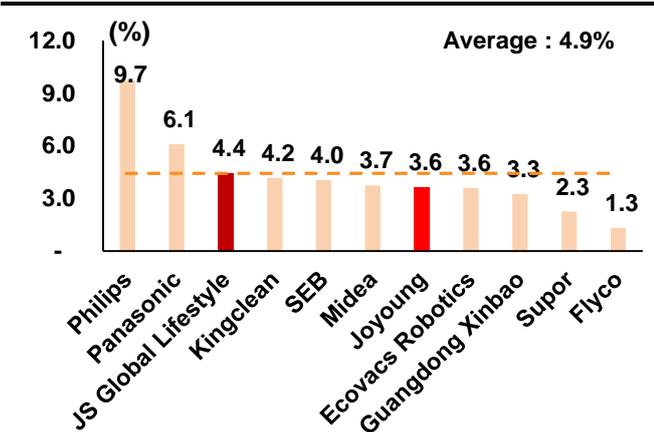
资料来源: 公司及招银国际研究预测

图 2: 毛利/經營利潤/淨利潤/調整後淨利潤率



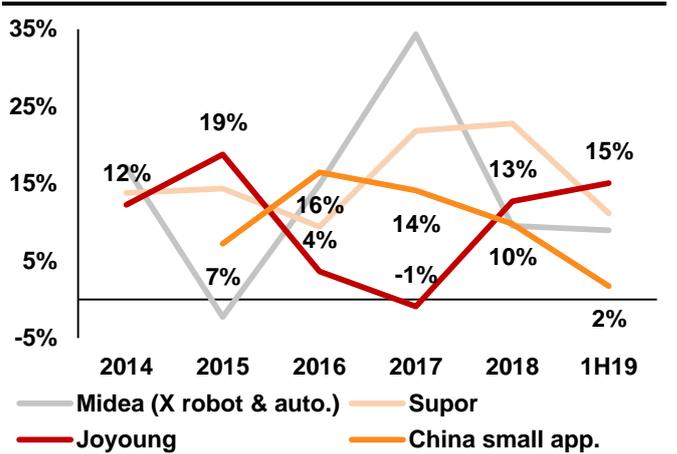
资料来源: 公司及招银国际研究预测，經營利潤的定義在第 1 頁

图 3: 上一財務年度的研發費用（佔銷售額的百分比）



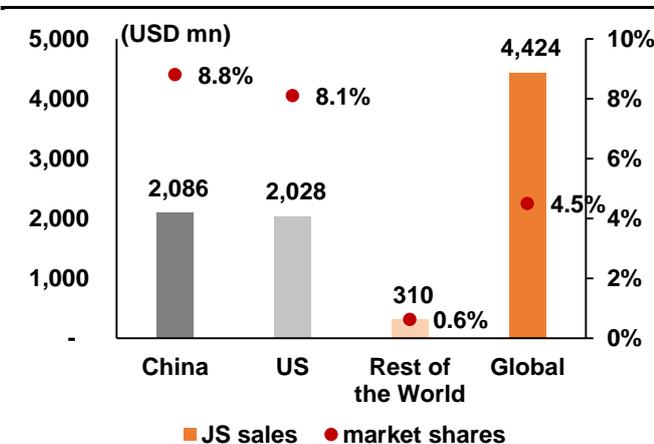
资料来源: 公司及招银国际研究预测，公司年度報告

图 4: 自 2018 年底和 2019 年初推出原創類和創新類產品以來，九陽銷售增長迅速



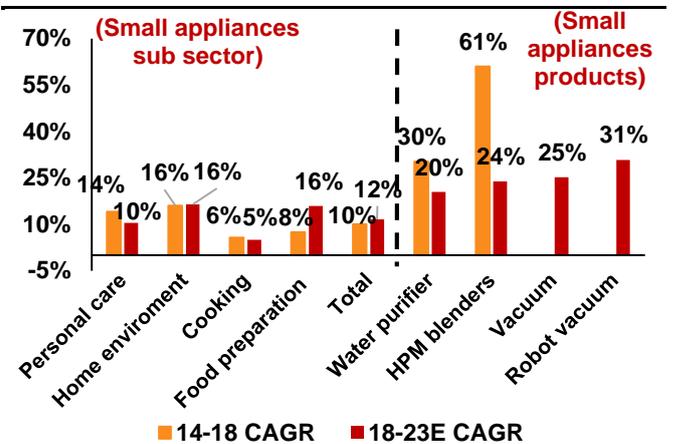
资料来源: 公司及招银国际研究预测，美的（000333 CH），蘇泊爾（002032 CH），九陽（002242 CH）的年度報告，奧維云網

图 5: JS 在世界其他地區（例如歐盟，日本）市場份額的潛力巨大，18 財年



资料来源: 公司及招银国际研究预测，弗若斯特沙利文

图 6: 中國產品細分行業銷售複合年增長率



资料来源: 招银国际研究预测，弗若斯特沙利文

財務分析

利潤表

年結:12月31日(百萬美元)	FY16A	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
銷售收入	1,103	1,563	2,682	2,996	3,411	3,853
九陽	1,080	1,054	1,179	1,264	1,414	1,626
SharkNinja	0	477	1,477	1,717	1,986	2,219
其他	23	33	25	15	10	8
銷售成本	(752)	(1,044)	(1,683)	(1,882)	(2,133)	(2,388)
毛利	351	519	999	1,114	1,277	1,465
其它收入	39	21	42	15	16	16
營運支出	(242)	(400)	(795)	(880)	(1,021)	(1,121)
廣告和促銷	(20)	(98)	(208)	(222)	(266)	(297)
銷售和分銷成本(不包括折舊和攤銷成本)	(141)	(166)	(270)	(289)	(329)	(362)
折舊和攤銷成本	(6)	(13)	(45)	(44)	(43)	(43)
管理費用(不包括折舊和其它運營費用)	(75)	(123)	(273)	(325)	(382)	(420)
其它運營費用	-	-	-	-	-	-
息稅前收益	149	141	246	250	272	359
融資成本淨額	0	(17)	(76)	(77)	(47)	(31)
合資及聯營企業	(2)	3	6	-	-	-
特殊項目	(5)	(26)	(35)	(30)	(7)	(8)
稅前利潤	142	102	140	143	218	321
所得稅	(20)	39	(28)	(40)	(50)	(58)
減: 非控制股東權益	70	93	77	48	54	64
淨利潤	52	48	35	55	113	199
調整後淨利潤	44	54	60	155	213	260

資產負債表

年結:12月31日(百萬美元)	FY16A	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
非流動資產	280	1,896	1,889	1,876	1,867	1,862
固定資產	97	180	191	219	252	287
無形資產和商譽	3	1,405	1,398	1,359	1,319	1,280
預付租金	20	22	16	16	16	16
合資及聯營公司投資	25	37	36	36	36	36
其它非流動資產	135	252	247	246	244	243
流動資產	681	1,389	1,411	1,993	1,986	2,225
現金及現金等價物	127	211	181	696	517	574
存貨	59	272	350	361	409	458
貿易和其他應收款	225	628	773	821	934	1,056
預付款	109	220	66	73	83	94
其它流動資產	161	58	42	42	42	42
流動負債	308	661	1,281	1,253	1,297	1,370
銀行貸款	-	10	486	336	236	186
應付款	181	262	409	438	526	589
應計費用和其他應付款	119	371	364	407	463	523
應付稅款	6	7	11	11	11	11
其它流動負債	2	10	11	61	61	61
非流動負債	7	2,026	1,557	1,557	1,307	1,157
銀行貸款	-	1,194	700	700	450	300
遞延收入	4	57	53	53	53	53
遞延所得稅	2	132	134	134	134	134
其它	1	643	671	671	671	671
少數股東權益	-	-	-	48	102	167
淨資產總額	646	598	463	1,011	1,148	1,393
股東權益	646	598	463	1,011	1,148	1,393

資料來源: 公司及招銀國際證券預測

現金流量表

年結:12月31日(百萬美元)	FY16A	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
息稅前利潤	149	141	246	250	272	359
折舊和攤銷	19	29	87	89	87	86
營運資金變動	38	(83)	(48)	5	(28)	(58)
已繳納所得稅	(22)	(9)	(16)	(40)	(50)	(58)
其它	(31)	(27)	(36)	9	13	11
經營活動所得現金流	152	52	234	313	293	341
資本開支	(4)	(21)	(67)	(75)	(78)	(81)
聯營公司	(10)	(1,309)	29	-	-	-
利息收入	8	7	7	-	-	-
其它	(64)	109	21	-	-	-
投資活動所得現金淨額	(69)	(1,213)	(10)	(75)	(78)	(81)
股份發行	-	-	-	380	-	-
淨借貸	(100)	1,176	(59)	(100)	(350)	(200)
支付股息	(62)	(39)	(83)	83	16	39
其它	41	113	(119)	(86)	(60)	(42)
融資活動所得現金淨額	(121)	1,250	(261)	277	(394)	(203)
現金增加淨額	(38)	89	(37)	515	(179)	57
年初現金及現金等價物	175	127	211	181	696	517
匯兌	(10)	(5)	7	-	-	-
年末現金及現金等價物	127	211	181	696	517	574
其它	(31)	(27)	(36)	9	13	11

主要比率

年結:12月31日	FY16A	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
銷售組合(%)						
九陽	97.9	67.4	44.0	42.2	41.5	42.2
SharkNinja	-	30.5	55.1	57.3	58.2	57.6
其他	2.1	2.1	1.0	0.5	0.3	0.2
合計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率						
毛利率	31.9	33.2	37.3	37.2	37.4	38.0
經營利潤率	13.5	9.0	9.2	8.3	8.0	9.3
稅前利率	12.9	6.5	5.2	4.8	6.4	8.3
淨利潤率	4.7	3.1	1.3	1.8	3.3	5.2
有效稅率	13.7	-39.6	21.0	28.0	23.0	18.0
資產負債比率						
流動比率(x)	2.2	2.1	1.1	1.6	1.5	1.6
速動比率(x)	2.0	1.7	0.8	1.3	1.2	1.3
現金比率(x)	0.4	0.3	0.1	0.6	0.4	0.4
平均庫存周轉天數	35	58	67	70	70	70
平均應收款周轉天數	79	99	95	100	100	100
平均應付帳款天數	105	77	73	85	90	90
債務/股本比率(%)	0	203	258	108	65	39
淨負債/股東權益比率	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金
回報率(%)						
資本回報率	8.0	8.1	7.5	5.4	9.9	14.3
資產回報率	5.4	1.5	1.1	1.4	2.9	4.9
每股數據(美元)						
調整後每股盈利(美元)	n.a.	n.a.	n.a.	0.04	0.06	0.07
每股股息(美元)	n.a.	n.a.	n.a.	0.00	0.01	0.02
每股帳面價值(美元)	n.a.	n.a.	n.a.	0.30	0.34	0.41

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。報告所載數據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。

本報告包含的任何信息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數據。報告中的信息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。任何使用本報告信息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信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、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信息，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

本報告僅提供給美國1934年證券交易法規則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士。

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。