

JS 环球生活 (1691 HK)

看好 SharkNinja 下半年的增长动力

维持买入评级，并上调目标价至 22.64 港元，基于 30 倍 21 财年预测市盈率（此前为 28 倍）。因为我们对 SharkNinja 在 20 财年下半年强劲增长充满信心，以及近期的基石投资者配售规模太小，意义不大。我们认为该股估值吸引，目前股价相当于 25/21 倍 21/22 财年预测市盈率（相较于中国/国际同业的 35/26 倍 21 财年预测市盈率）。

■ **不用过度担心基石投资者的配售。**据彭博社报道，JS 环球的基石投资者之一 CM Kinder（中信私募股权旗下）以 18.85 港元配售了 2260 万股，较其前收市价折让 3.7%，持股比例亦会从 7.09% 减少至 6.45%。我们对此并不担心，因为：1) 相信 SharkNinja 在 4 季度依然强劲，基本面仍然相当强劲，2) 获利回吐是合理的，股价在 IPO 后已有 277% 的回报。

■ **SharkNinja 增长相当强劲。**我们非常有信心 SharkNinja 的销售增长在 4 季度有所加速(对比 3 季度)，因为：1) 2019 年底推出的新产品的消费者热度仍然很高（例如 Ninja Foodi 室内烧烤机和 Shark IQ 自清洁扫地机器人），2) 社交媒体上的高效数字营销（在某些平台上 Ninja 的追随者数量甚至高于 Shark）和 3) 强劲的中国家电出口增长（10 月，11 月/12 月同比增长 40%/62%/56%），小家电也会比较相似。我们预测 20 下半财年/21 财年/22 财年销售将同比增长 31%/20%/15%，这是受以下因素推动的：1) 新型创新产品，2) 类别扩展（例如 Ninja 炊具）和 3) 区域扩展（例如法国，德国，日本，澳大利亚）。

■ **九阳业务依然稳健。**我们认为九阳业务依然稳健，根据奥维云网的数据，在线和线下渠道的小家电和大家电销售增长在四季度（对比三季度）都略有改善。特别是九阳在 2020 年双十一表现出色（九阳 +71% / 苏泊尔 +67% / 美的 +59% 同比增长），所以获得了更多市场份额。我们预计 20 下半财年/21 财年/22 财年的销售同比分别增长 20%/13%/9%。

■ **维持买入评级，上调目标价至 22.64 港元。**我们上调了 20 财年/21 财年/22 财年每股盈利预测 6%/9%/12%，反映了 SharkNinja 的增长比我们之前预测更快，毛利率更高，但九阳毛利率则略有降低。新目标价是 22.64 港元，基于 30 倍 21 财年预测市盈率（从 28 倍上调），现价估值是在 25 倍 21 财年和 21 倍 22 财年，对比中国/国际同业的 35 倍/26 倍 21 财年，仍然相当吸引。

财务资料

(YE 31 Dec)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
营业额(百万美元)	2,682	3,016	3,771	4,413	4,970
同比增长(%)	71.5	12.5	25.0	17.0	12.6
调整后净利润(百万美元)	60	145	298	347	415
调整后每股收益(美元)	0.018	0.042	0.084	0.097	0.116
每股收益变动(%)	12.277	136.6	100.6	16.3	19.5
调整后市盈率(x)	n/a	n/a	0.081	0.102	0.131
市帐率(x)	137.5	58.4	29.3	25.2	21.1
股息率(%)	17.9	5.4	4.0	3.4	2.8
权益收益率(%)	1.0	3.0	0.9	1.3	2.0
财务杠杆(x)*	7.5	2.7	9.9	11.2	12.3
营业额(百万美元)	213.6	39.1	1.7	净现金	净现金

资料来源：公司、彭博及招银国际证券预测，*净负债（现金）/权益

买入（维持）

目标价	HK\$22.64
(此前目标价)	HK\$19.57
潜在升幅	+19.2%
当前股价	HK\$19.00

中国家电行业

胡永匡

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

公司数据

市值(百万港元)	66,293
3 月平均流通量(百万港元)	70.95
52 周内股价高/低(港元)	20.70/3.60
总股本(百万)	3,489.1

资料来源：彭博

股东结构

王旭宁先生（主席）及一致行动人	56.52%
鼎晖基金	9.42%
Mark Rosenzweig 先生	7.87%
RSU 计划	4.88%
Mark Adam Barrocas 先生	2.09%
自由流通	19.22%

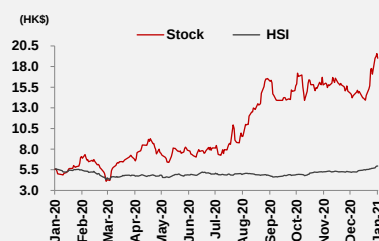
资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	30.2%	15.1%
3-月	25.0%	2.5%
6-月	140.2%	100.9%
12-月	246.5%	233.1%

资料来源：彭博

股份表现



资料来源：彭博

审计师：安永

财务分析

利润表

年结:12月31日(百万美元)	FY17A	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
销售收入	1,563	2,682	3,016	3,771	4,413	4,970
九阳	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	-	-	-	-
销售成本	(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
营运支出	(400)	(795)	(922)	(1,145)	(1,325)	(1,470)
广告和促销	(98)	(208)	(189)	(283)	(335)	(368)
销售和分销成本(不包括	(166)	(270)	(318)	(363)	(420)	(478)
折旧和摊销成本	(13)	(45)	(51)	(44)	(45)	(44)
管理费用(不包括折旧和	(123)	(273)	(365)	(455)	(524)	(580)
其它运营费用	-	-	-	-	-	-
息税前收益	141	246	227	441	506	610
融资成本净额	(17)	(76)	(78)	(63)	(34)	(15)
合资及联营企业	3	6	2	-	-	-
特殊项目	(26)	(35)	(32)	(26)	(31)	(34.79)
税前利润	102	140	119	352	441	560
所得税	39	(28)	(34)	(81)	(88)	(101)
减: 非控制股东权益	93	77	43	58	67	79
净利润	48	35	42	213	286	380
调整后净利润	54	60	145	298	347	415

资产负债表

年结:12月31日(百万美元)	FY17A	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
非流动资产	1,896	1,889	1,999	1,998	2,003	2,021
固定资产	180	191	207	247	294	354
无形资产和商誉	1,405	1,398	1,389	1,348	1,308	1,267
预付租金	22	16	16	16	16	16
合资及联营公司投资	37	36	36	36	36	36
其它非流动资产	252	247	353	351	350	348
流动资产	1,389	1,411	1,775	2,228	2,666	3,406
现金及现金等价物	211	181	421	635	813	1,334
存货	272	350	393	434	511	572
贸易和其他应收款	628	773	804	986	1,154	1,299
预付款	220	66	68	85	99	112
其它流动资产	58	42	89	89	89	89
流动负债	661	1,281	990	1,107	1,292	1,444
银行贷款	10	486	26	26	26	26
应付款	262	409	530	544	641	718
应计费用和其他应付款	371	364	411	514	601	677
应付税款	7	11	14	14	14	14
其它流动负债	10	11	9	9	9	9
非流动负债	2,026	1,557	1,251	901	701	701
银行贷款	1,194	700	1,049	699	499	499
递延收入	57	53	53	53	53	53
递延所得税	132	134	134	134	134	134
其它	643	671	15	15	15	15
少数股东权益	-	-	-	58	125	204
净资产总额	598	463	1,533	2,161	2,551	3,078
股东权益	598	463	1,533	2,161	2,551	3,078

资料来源: 公司及招银国际证券预测

现金流量表

年结:12月31日(百万美元)	FY17A	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
息税前利润	141	246	227	441	506	610
折旧和摊销	29	87	89	88	88	87
营运资金变动	(83)	(48)	49	(122)	(75)	(67)
已缴纳所得税	(9)	(16)	(41)	(81)	(88)	(101)
其它	(27)	(36)	55	10	13	19
经营活动所得现金流	52	234	380	336	445	548
资本开支	(21)	(67)	(74)	(87)	(93)	(104)
联营公司	(1,309)	29	(7)	-	-	-
利息收入	7	7	8	-	-	-
其它	109	21	(45)	-	-	-
投资活动所得现金净额	(1,213)	(10)	(118)	(87)	(93)	(104)
股份发行	-	-	375	138	-	-
净借贷	1,176	(59)	(205)	(350)	(200)	-
支付股息	(39)	(83)	(95)	250	73	112
其它	113	(119)	(93)	(73)	(48)	(35)
融资活动所得现金净额	1,250	(261)	(18)	(35)	(174)	77
现金增加净额	89	(37)	244	214	177	521
年初现金及现金等价物	127	211	181	421	635	813
汇兑	(5)	7	(4)	-	-	-
年末现金及现金等价物	211	181	421	635	813	1,334

主要比率

年结:12月31日	FY17A	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
销售组合(%)						
九阳	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	-	-	-	-
合计	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
经营利润率	9.0	9.2	7.5	11.7	11.5	12.3
税前利率	6.5	5.2	3.9	9.3	10.0	11.3
净利率	3.1	1.3	1.4	5.7	6.5	7.6
有效税率	-39.6	21.0	29.0	23.0	20.0	18.0
资产负债比率						
流动比率(x)	2.1	1.1	1.8	2.0	2.1	2.4
速动比率(x)	1.7	0.8	1.4	1.6	1.7	2.0
现金比率(x)	0.3	0.1	0.4	0.6	0.6	0.9
平均库存周转天数	58	67	72	72	72	72
平均应收账款周转天数	99	95	95	95	95	95
平均应付帐款天数	77	73	91	90	90	90
债务/股本比率(%)	203	258	71	34	21	17
净负债/股东权益比率	167	214	39	2	净现金	净现金
回报率(%)						
资本回报率	8.1	7.5	2.7	9.9	11.2	12.3
资产回报率	1.5	1.1	1.1	5.1	6.1	7.0
每股数据(美元)						
调整后每股盈利(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
每股帐面价值(美元)	0.18	0.14	0.45	0.62	0.73	0.88

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告30日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告3个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

披露

招银国际证券或其关联机构曾在过去12个月内与本报告内所提及发行人有投资银行业务的关系。

招银国际证券投资评级

买入	: 股价于未来12个月的潜在涨幅超过15%
持有	: 股价于未来12个月的潜在涨幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来12个月的潜在跌幅超过10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银国际证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。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，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国2000年金融服务及市场法令2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第19(5)条之人士及(II)属金融服务令第49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

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信息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。

对于在新加坡的收件人

本报告由CMBI(Singapore)Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号201731928D)在新加坡分发。CMBISG是在《财务顾问法案》(新加坡法例第110章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG可根据《财务顾问条例》第32C条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第289章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则CMBISG仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电(+65 6350 4400)联系CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。