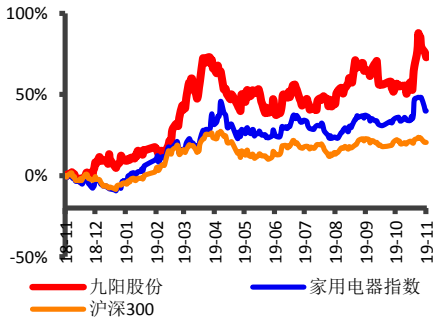
家用电器　九阳股份（002242.SZ）　维持评级

报告原因：深度报告　“产品+渠道+客户”助力公司高品质发展　买入

2019 年 11 月 15 日　公司研究/深度报告

公司近一年以来股价表现



市场数据：2019 年 11 月 15 日

总股本（亿股）	7.67
流通股本（亿股）	7.63
收盘价（元）	23.36
流通市值（亿元）	179

基础数据：2019 年 9 月 30 日

每股净资产（元）	4.10
每股资本公积（元）	1.13
每股未分配利润（元）	1.43

分析师：石晋　CFA
执业证书编号：S0760514050003
Tel：0351-8686645
邮箱：shijin@sxzq.com
太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层
山西证券股份有限公司
http://www.i618.com.cn

投资要点：

- **公司向品质生活小家电的战略转型成功。**九阳作为豆浆机起家，近几年公司产品结构已经步入多元化阶段，单品依赖度持续下降，逐步实现从单一豆浆机业务向厨房及生活电器业务转型的目标。同时受益于渠道调整、研发优势及品牌优势，九阳恢复良性发展，收入端及销售毛利率近年来明显向好，其中产品结构优化在毛利率提升的贡献度上超过成本优化。
- **营销策略顺应市场发展。**1）九阳积极打造“立体化的渠道网络+自有零售系统”，在为消费者营造一站式全品类购物场景的同时实现数据监测、粉丝互动、顾客引流、就近配送等一系列智能便捷的消费体验（覆盖范围在 3 公里以内）。2）受粉丝经济在市场规模权重提升的影响，九阳在代言人选择上将目光投向当红未婚流量，并快速完成流量与购买力之间的高价值转换。3）九阳将传统媒体与社交媒体等新媒体传播渠道相结合实现精准化的价值营销，利用直播平台等新媒体，积极跟明星及网红达人合作在线直播卖货，同步实现推广与销售。据统计网红达人直播的同时在线观看人数通常在百万人次以上（参与者基数庞大），且直播通常有低于官网售价的优势，直接拉动品牌电商大促实现流量转化。
- **JS 协同效应提升九阳未来业绩空间。**JS 环球作为九阳的间接控股公司经营多个品牌：九阳、Shark 及 Ninja。目前，以美国业务为主的 SharkNinja 已经成为 JS 环球最主要的业务之一。JS 若成功登陆港股，将通过研发、供应链、产品及销售网络持续提升九阳和 SharkNinja 之间的协同效应。一方面基于全球研发平台提高旗下产品的研发效率，缩短新品研发周期，提升其在全球市场的份额；一方面 SharkNinja 可借助九阳在国内成熟的渠道优势加快本土化布局，对标戴森等国际品牌，抢占国内中高端市场份额。

盈利预测、估值分析：预计公司 19-21 年的 EPS 为 1.18\1.43\1.63，PE 分别为 19.76/16.34\14.33，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济波动超预期风险；行业进入壁垒低；KA 渠道拓展缓慢。

财务比率	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	8,168.7	9,639.1	11,084.9	12,969.4
YOY（%）	13%	18%	15%	17%
归母净利润（百万元）	754.3	889.2	1,064.6	1,213.9
YOY（%）	9.48%	17.90%	19.72%	14.02%
每股收益(EPS)	0.97	1.18	1.43	1.63
市盈率(P/E)	24.2	19.8	16.3	14.3
净资产收益率(ROE)	19.37%	22.06%	24.61%	25.82%

目录

1.高品质小家电龙头 5

1.1 公司历史沿革 5

1.2 营收、净利润持续正向增长 6

2 小家电由可选消费向必需品属性转换 8

2. 1 人均居住面积正向影响小家电的购买数量 8

2.2 三四线人口基数大但烟灶渗透率偏低 8

2.3 “懒人经济+养老经济”推动小家电产品升级 10

2.4 健康类小家电带来市场机遇 11

3. “产品+渠道+客户”是公司核心竞争力 12

3.1 “九阳=豆浆机”向“九阳=品质生活小家电”的战略转型成功 12

3.1.1 公司产品线全面覆盖小家电品类 12

3.1.2 公司重视研发，代言人发生变迁 13

3.2 加大品牌宣传力度，扩大品牌知名度 14

3.2.1 线上+线下资源扩充消费者群体及消费体验 14

3.2.2 快速打通直播渠道，实现流量转化 15

3.3 JS 的协同效应提升九阳未来业绩空间 16

4.盈利预测、估值分析 19

5.风险提示 20

图表目录

图 1：公司重大事件时间表 5

图 2：公司股权结构关系图 5

图 3：公司上市以来分红表现（万元） 6

图 4：公司营业收入（亿元）及增速（%） 6

图 5：公司归母净利润（亿元）及增速（%） 6

图 6：公司收入增速（%）高于行业整体表现 7
图 7：近年销售毛利率&净利率（%） 7
图 8：公司 ROE 表现好于行业平均 7
图 9：小家电国内占比 29%，国外占比 47% 8
图 10：各洲消费家电的利润份额 8
图 11：各级市在岗职工平均薪酬（元） 9
图 12：全国人口分布测算（万人） 9
图 13：全球人均居住面积（㎡） 9
图 14：城市人均住宅建筑面积（㎡） 9
图 15：主要外卖 APP 10
图 16：新型智能生活小家电 10
图 17：各类小家电产品发展阶段 11
图 18：8 月破壁机线上线下 TOP10 品牌分布 11
图 19：公司主营业务板块及收入构成 13
图 20：公司主营业务毛利率保持稳定 13
图 21：公司研发费用表现（万元） 13
图 22：公司历年专利数量 13
图 23：公司主营业务板块及收入构成 14
图 24：销售费用率低于同业中位数 14
图 25：公司近年代言人变迁 14
图 26：公司渠道结构 15
图 27：九阳线上直播 16
图 28：JS 收入及同比变动 16

图 29：JS 毛利及同比变动 16

图 30：JS 产品分类 17

图 31：JS 商业模式（三大核心优势） 19

图 32：JS 产品类型 19

图 33：SHARK 产品展示 17

图 34：NINJA 产品展示 18

图 35：NINJA 产品在英国线上表现 18

表 1：公司主要产品类型 12

1.高品质小家电龙头

1.1 公司历史沿革

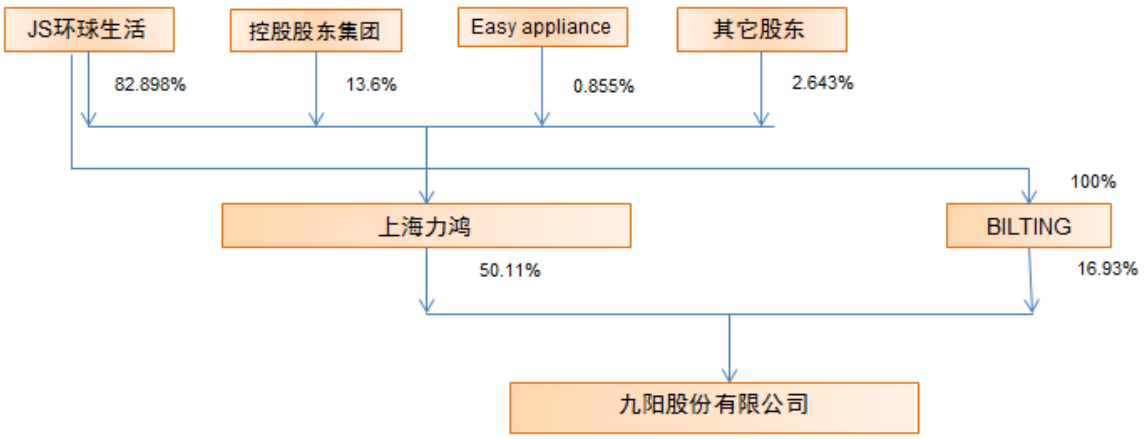
1994 年，九阳第一台豆浆机诞生；2008 年 5 月，九阳在深圳证券交易所上市。目前，公司产品覆盖全国并远销日、美、新加坡、泰国等 20 多个国家和地区。主要产品涵盖豆浆机、料理机、电饭煲、电炖锅、面条机、原汁机、One Cup、净水机、洗碗机、炒菜机、烤箱、油烟机、燃气灶等 20 余个品类 300 多个型号。同时子品牌——“阳光豆坊”专注豆浆原料和五谷粉等五谷健康食品的研发。品类中的豆浆机、料理机、榨汁机、面条机和空气炸锅等优势品类占据市场第一的份额，其他产品普遍位列行业前三。

图 1：公司重大事件时间表

资料来源：公司官网，山西证券研究所

公司实际控制人持股情况 上海力鸿企业管理有限公司与 BILTING DEVELOPMENTS LIMITED 均为公司实际控制人王旭宁所控制，两者属于一致行动人。

图 2：公司股权结构关系图

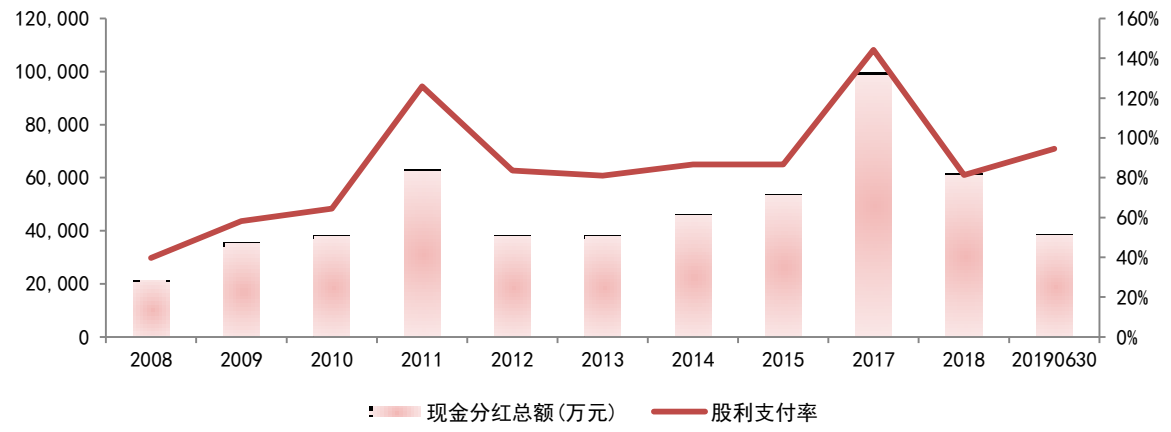


资料来源：公司公告，山西证券研究所

间接控股股东申请在香港联交所 IPO 公司第一大股东上海力鸿的间接控股股东 JS Global Lifestyle Company Limited （JS 环球生活有限公司）于 2019 年 6 月 26 日向香港联交所递交首次公开发行股票并在香港联交所主板上市的申请。JS 环球生活有限公司于 2018 年 7 月 26 日在开曼群岛注册成立。

公司上市以来分红表现 公司自 2008 年上市以来，除 2016 年未分红外，其余各年份均实施了分红。现金分红 13 次，累计实现净利润 68.64 亿元，累计现金分红 53.3 亿元，分红率达 77.68%。

图 3：公司上市以来分红表现（万元）

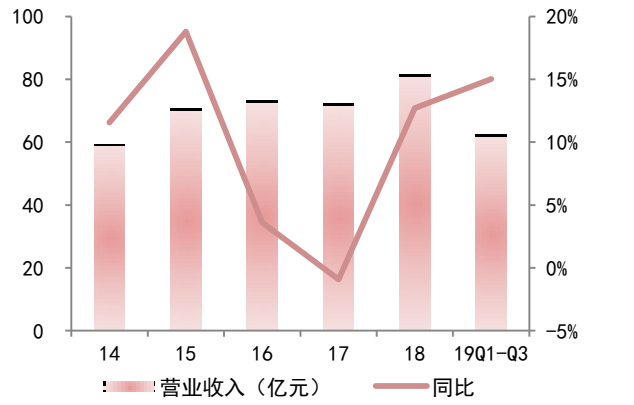


资料来源：wind，山西证券研究所

1.2 营收&净利润持续正向增长

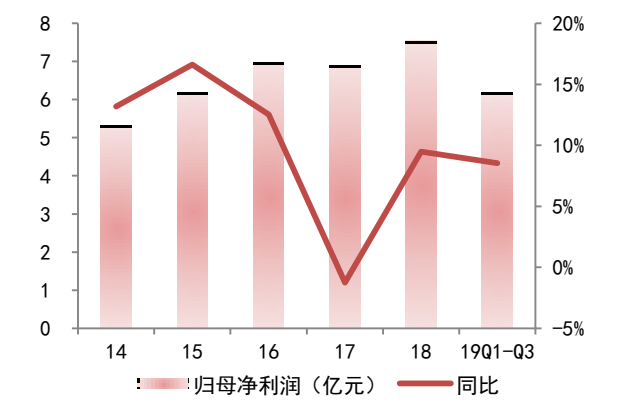
公司 2014～2018 年营业收入增速表现方面，除 16 年的个位数增长和 17 年的小幅下滑外均实现了双位数增长；净利润增速虽在 17 年略有下滑外，但随着经销商网络调整初见成效以及公司产品结构持续优化（中式小家电高端产品的占比不断增加、西式小家电收入规模持续扩大），近年已恢复到 10%附近。19 年前三季，公司营业收入 62.55 亿元，同比增长 15.02%，归母净利润 6.18 亿元，同比增长 8.54%。

图 4：公司营业收入（亿元）及增速（%）



资料来源：wind，山西证券研究所

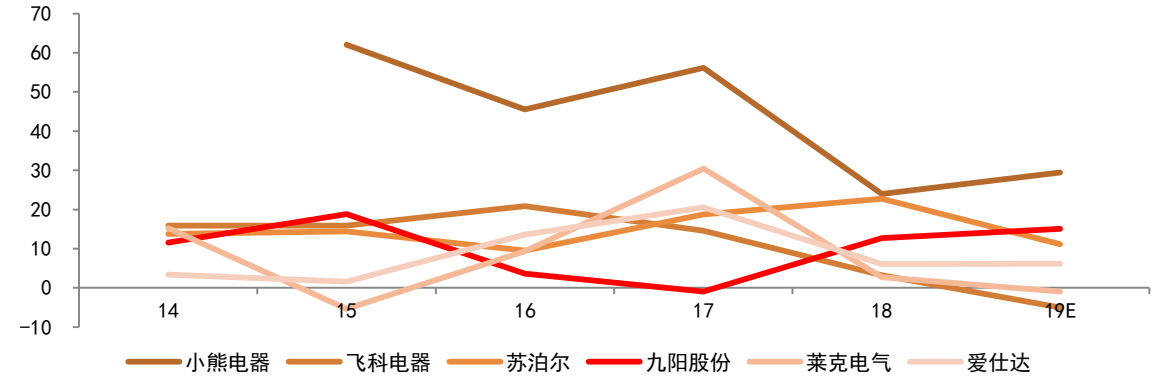
图 5：公司归母净利润（亿元）及增速（%）



资料来源：wind，山西证券研究所

公司营收增速重回行业均值以上 公司 16 年底开始对渠道进行优化管理，并于 17 年底全部结束，经销商从 470 家精简到 300 余家。通常经销商缓冲期在 6-8 个月，18 年公司收入端迈入快速恢复阶段，增速重回 2014-2015 水平，在所属细分行业位居第二。

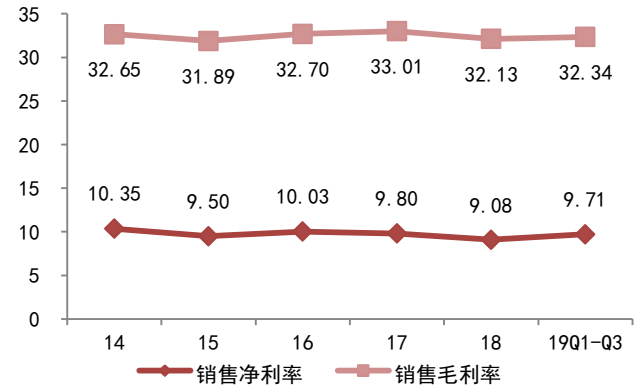
图 6：公司收入增速（%）高于行业整体表现



资料来源：wind，山西证券研究所

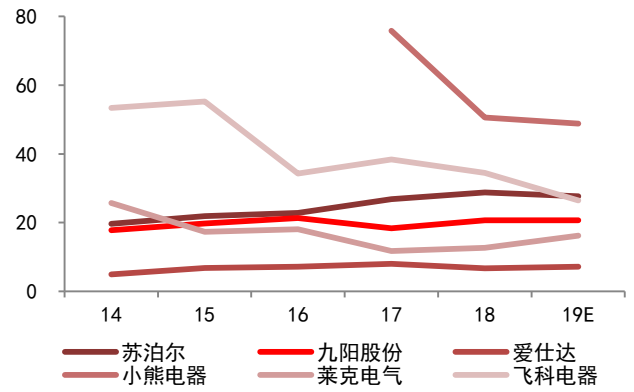
公司盈利能力持续提升 受益于渠道调整、研发优势及品牌优势等，企业恢复良性发展，收入端及销售毛利率近年来呈现恢复性增长。2014-2019 年，公司产品综合毛利率和净利率分别维持在 32%和 9.5%附近做窄幅区间震荡。此外，公司携手 Shark 进军吸尘器市场，由厨房场景拓展至生活场景，考虑到 Shark 产品性能以及远未到天花板的国内吸尘器市场，我们认为随着双方合作持续深入，公司有望实现营收业绩的持续提升。公司 ROE 预计 19 年为 20.68%，继续维持平稳态势。

图 7：近年销售毛利率&净利率（%）



资料来源：wind，山西证券研究所

图 8：公司 ROE 表现好于行业平均



资料来源：wind，山西证券研究所

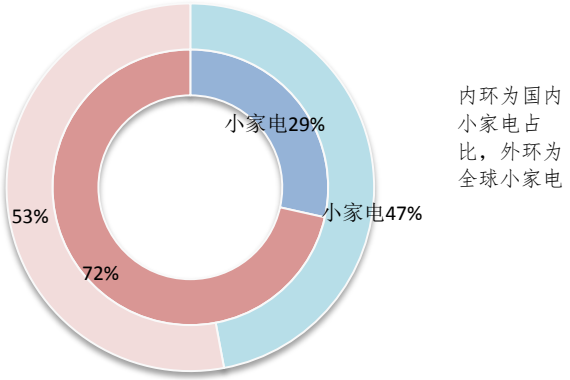
2 小家电由可选消费向必需品属性转换

2. 1 人均居住面积正向影响小家电的购买数量

全球技术消费品市场在 2018 年首次突破万亿欧元，比上一年的 9720 亿欧元增长了 4%，其中小家电增长 7%、大家电则小幅下降 1%。从利润分布来看，大家电销售额约 1770 亿欧元贡献了 17%的利润，小家电全球销售大约 860 亿欧元贡献了 8%的利润。从地域分布来看，由于中国市场需求旺盛促使亚太地区的销售总体增长了 13%，并且凭借 42%的销售份额继续维持在技术消费品市场的领先地位。正好印证了随着大家电市场渐趋饱和，国内居民对于现代生活的基本需求得到满足，小家电消费开始从“可选”向“必需”转变的趋势。国内小家电零售额占大家电越 28.5%远低于国际平均水平的 50%，仍处于较低水平。

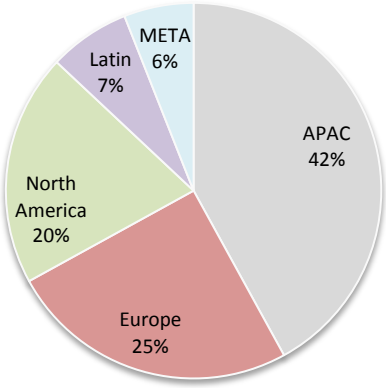
欧美发达国家市场上小家电品类约为 200 种，但我国仅有不到 100 种；国内家庭平均拥有小家电数量在 10-15 件，远低于欧美国家每户 20-30 件的水平，约为欧美家庭的 1/2，小家电的市场需求将继续释放。

图 9：小家电国内占比 29%，国外占比 47%



数据来源：GFK，山西证券研究所

图 10：各洲消费家电的利润份额



数据来源：GFK，山西证券研究所

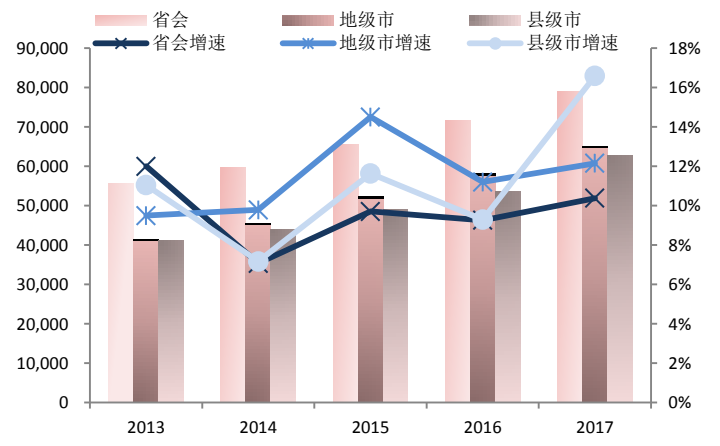
2.2 三四线人口基数大但烟灶渗透率偏低

消费者居住环境的显著改善叠加可支配收入的稳定增长，这两大因素是推动消费升级的核心因素。在经济稳定增长的大前提下，我国经济大概率仍将延续 5%以上的稳定增长。此外小家电的购买数量通常与居住面积呈正相关关系，目前我国人均居住面积已经提升到相对稳定阶段，对家电需求的数量、尺寸及容量将产生积极影响。

从消费层面来看，省会城市的在岗职工平均薪酬继续保持明显优势，17 年接近 8 万元；地级市和县级地区则维持在 6 万元以上。从增速来看，省会城市的增速连续 4 年个位数运行，地、县级市的增速多保持双位数增长，县级地区的增速在 17 年赶超地级市，其消费动能有望释放。根据我们对全国人口测算来看，

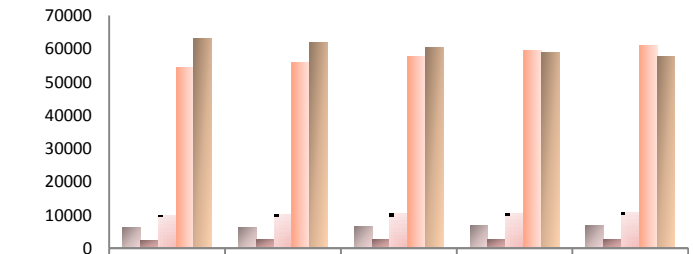
一二线城市的人口增速高，但三四线地区（含农村地区）的人口基数明显更大，更具挖掘潜力。

图 11：各级市在岗职工平均薪酬（元）



数据来源：中关村在线，BusinessKorea

图 12：全国人口分布测算（万人）



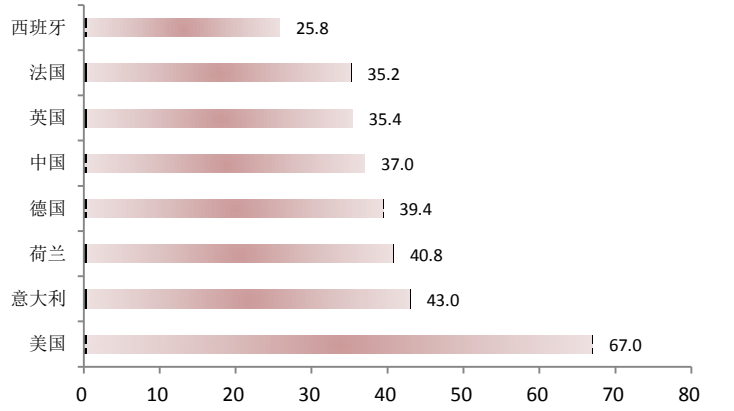
	13	14	15	16	17
一线	6193	6362	6519	6713	6878
新一线	2488	2559	2610	2659	2698
二线	9922	10139	10358	10579	10829
三四线	54509	55856	57629	59348	60941
农村人口	62961	61866	60346	58973	57661

数据来源：山西证券研究所，公开信息整理

从居住层面来看，2016 年城镇居民人均住房建筑面积为 36.6 平方米（在全球发达欧美国家的排名中居中位），农村居民人均住房建筑面积为 45.8 平方米。城镇、农村居民人均住房建筑面积分别比 2012 年增长了 11.1%和 23.3%，年均增长分别为 2.7%和 5.4%。

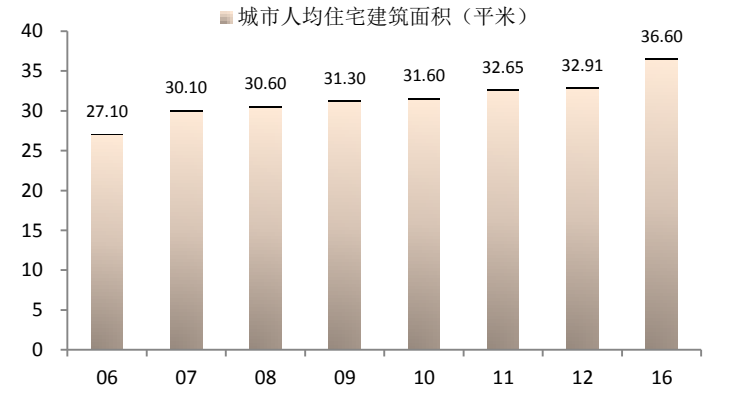
从我国小家电普及进程看，一二线城市仍是小家电的主力市场，二、三线城市的小家电龙头公司市占率仅 20%，远低于一线城市 50%的集中度。通常二三线城市的户均面积要高于一线城市，小家电市场向三四线城市渗透是必然趋势，小家电的市场发展还有较大的提升空间。

图 13：全球人均居住面积（㎡）



数据来源：公开信息山西证券研究所整理

图 14：城市人均住宅建筑面积（㎡）



数据来源：国家统计局，山西证券研究所

2.3 “懒人经济+养老经济”推动小家电产品升级

随着居民消费结构的变化，主流消费群体也呈现高端化和年轻化趋势。当前中国的 80、90 后约有 4.1 亿人，预计他们的平均年收入到 2024 年将增长至 1.3 万美元，这将对未来 10 年的消费格局产生重要影响。80、90 后相较于上一辈人具有较明显的宅懒属性，对外卖、钟点工的依赖程度达到前所未有的高度。此外，中国逐渐进入老龄化社会，到 2020 年，中国 60 岁以上老年人口会达到 2.48 亿。老年人数量激增但照顾老人的配套设施和服务却无法满足现有状况，因此，具有较好经济条件的老年人对于智能电器的需求与日俱增，智能电器市场前景十分广阔。我国家用小家电目前主要集中在厨房小家电，如电饭煲、豆浆机、电磁炉等，其他种类小家电特别是解放双手的类别渗透率较低。我国吸尘器产品的普及率约为 12%，而日本在 1994 年时每百户吸尘器保有量已达到 140 台。

图 15：主要外卖 APP

数据来源：公开资料，山西证券研究所

除了扫地机器人外，还有因为人们不愿擦窗而被发明的擦窗机器人、懒于做菜而出现的炒菜机器人等均有可能因为触及消费者的需求痛点而迎来市场爆发。以炒菜机器人为例，用户通过硬件+APP 的模式，一键下单后，食材配送到家，智能炒菜机器人以电脑程序来管理与监控出品质量，实现自动烹饪。据我们测算炒菜机器人的市场规模可达三百亿。“懒人经济+养老经济”推动小家电品类智能化。

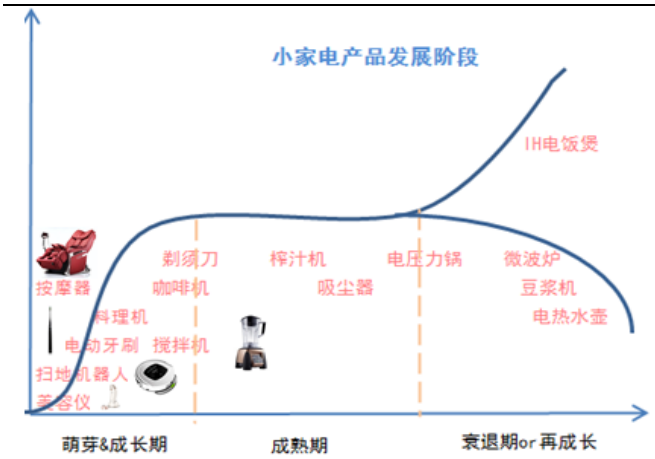
图 16：新型智能生活小家电

数据来源：公司官网，山西证券研究所

2.4 健康类小家电带来市场机遇

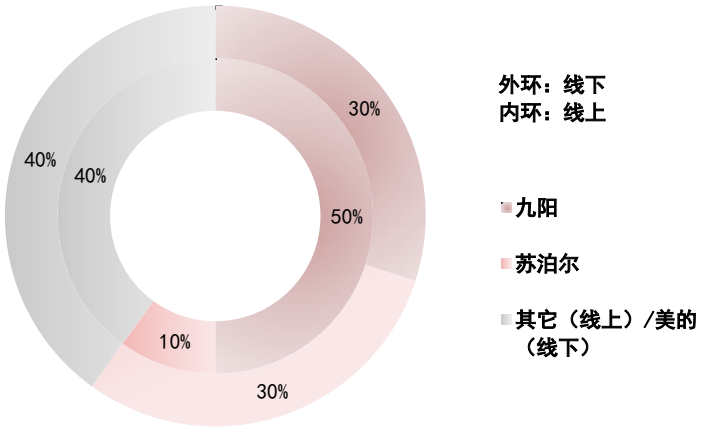
当前人们的健康养生观念日益加强，且有全民化趋势，养生壶、破壁机等产品相应快速成长成为行业发展的亮点和热点。从 14 年至今，破壁机因功能集成的特性逐渐受市场欢迎，产品技术也在加热功能、榨汁时延缓果蔬汁褐变、噪音等领域不断突破。18 年破壁机从线上向线下快速蔓延，目前线上渗透率超过 90%，线下渗透率接近 80%，市场增速超过 50%。奥维数据显示，19 年 1-8 月料理机在全渠道稳定发展，零售额同比增长了 8.6%；榨汁机零售额同比下滑 9.2%。线下主流渠道以破壁机销售为主，破壁机在一二线市场的渗透率较高，未来发展空间将集中在三四线城市。其中 8 月份，线下料理机畅销机型以中高端以上的破壁机为主；线上略为分散，但从线上 TOP10 机型的分布来看，九阳占据 5 个，苏泊尔占 1 个，其它机型占 4 个。

图 17：各类小家电产品发展阶段



数据来源：山西证券研究所

图 18：8 月破壁机线上线下 TOP10 品牌分布



数据来源：wind，山西证券研究所

养生壶在厨房小家电中占据约 5%的市场份额，定位人群较广泛，除了中老年人之外，养生趋势年轻化，办公室白领成为消费主力，在家电行业中处于成长期。从渠道来看，养生壶销售以线上为主，线上以小熊、荣事达、北鼎为主且短期格局稳定，线下以美的、九阳、苏泊尔形成三足鼎立格局，线下渠道成本高，加之此三家线下渠道铺货率高，其他品牌难以切入。

3. “产品+渠道+客户”是公司核心竞争力

3.1 “九阳=豆浆机”向“九阳=品质生活小家电”的战略转型成功

3.1.1 公司产品线全面覆盖小家电品类

九阳作为豆浆机起家，随着豆浆机市场的逐渐饱和以及地域限制，近几年公司产品结构已经步入多元化阶段，单品依赖度持续下降，逐步实现从单一豆浆机业务向厨房及生活电器业务转型的目标。目前公司主营业务主要分为食品加工机类、营养煲、西式小家电和电磁炉四大系列，此外还涉猎包括烟机灶具、洗碗机、消毒柜、热水器等基本厨房电器产品，并通过 SharkNinja 品牌进入家庭清洁类市场。

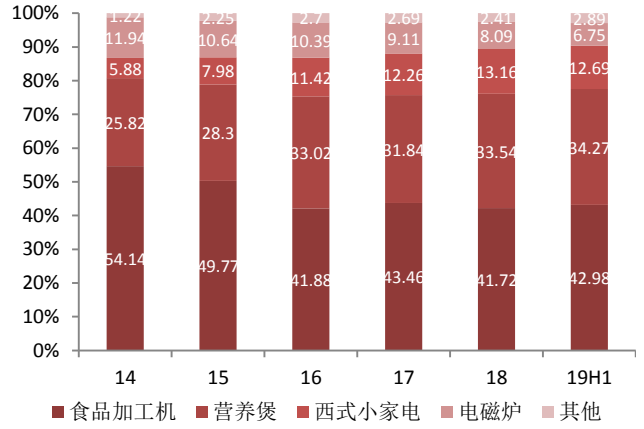
表 1：公司主要产品类型

	主要产品类型						
食品加工机	豆浆机	免洗破壁机	磨粉机	原汁机	面条机	榨汁杯	绞肉机
营养煲	蒸汽电饭煲	电压力锅	电炖锅	陶瓷煲	养生壶		
西式小家电	电烤箱	净水器	开水煲	煎烤机	煮蛋器		
	电热水壶	ONE CPU 咖啡机	酸奶机	空气炸锅	炒菜机		
电磁炉	电磁炉	电陶炉	电火锅				

资料来源：公司官网&天猫旗舰店，山西证券研究所整理

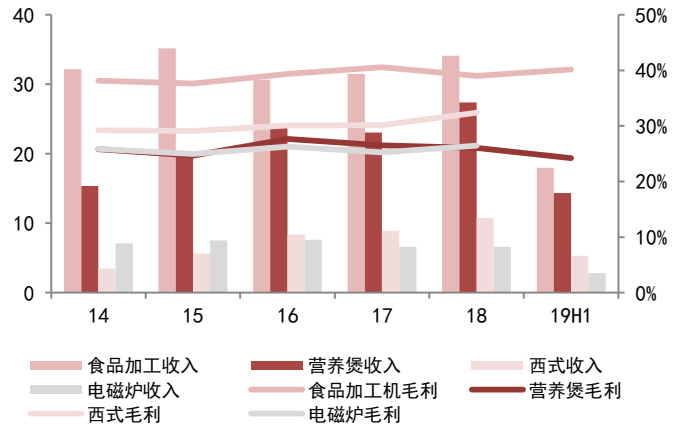
19 年 H1 同 14 年相比，食品加工机的营收占比从 54.14%下降到 42.98%，变动 11.02pct；营养煲收入占比则由 25.82%提升至 34.27%，变动 8.45pct；西式小家电营收占比由 5.88%上升到 12.69%，变动 6.81pct；电磁炉收入占比由 11.94 %下降到 2.89%，变动 9.05pct。公司产品结构符合市场发展需要，结构优化在毛利率提升的贡献度上超过成本优化。

图 19：公司主营业务板块及收入构成



数据来源：wind，山西证券研究所

图 20：公司主营业务毛利率保持稳定

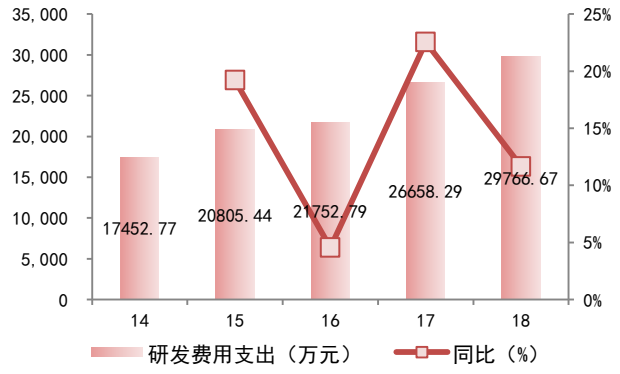


数据来源：wind，山西证券研究所

3.1.2 重视研发，代言人变迁体现公司紧跟时代步伐

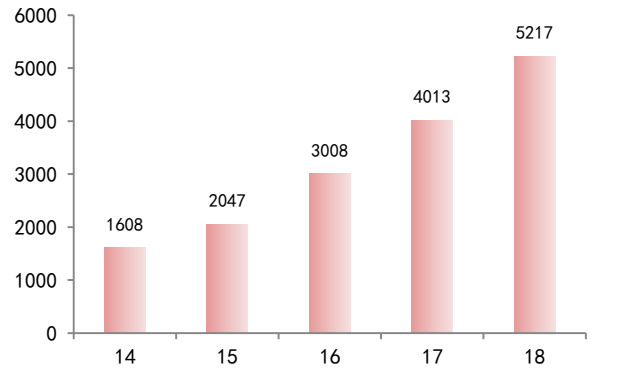
公司通过数据挖掘和搜集用户体验信息，结合自建的三级研发体系不断推出新品，借助互联网、微信小程序和物联网等新营销渠道推出针对不同市场定位的产品，积极打造新中式厨房。公司专利数目近 5 年的 CAGR 达到 26.5%，研发费用 CAGR 为 11.3%。

图 21：公司研发费用表现（万元）



数据来源：wind，山西证券研究所

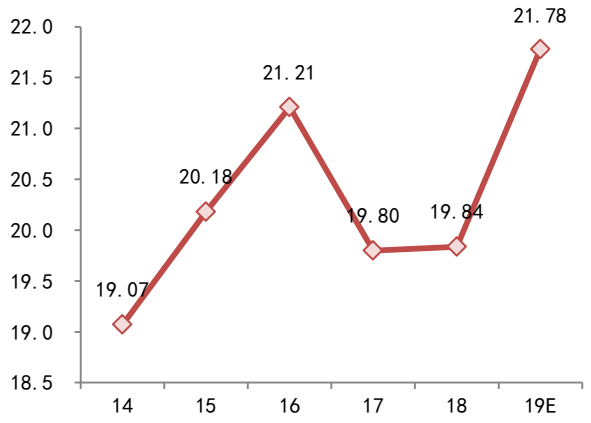
图 22：公司历年专利数量



数据来源：公司年报，山西证券研究所

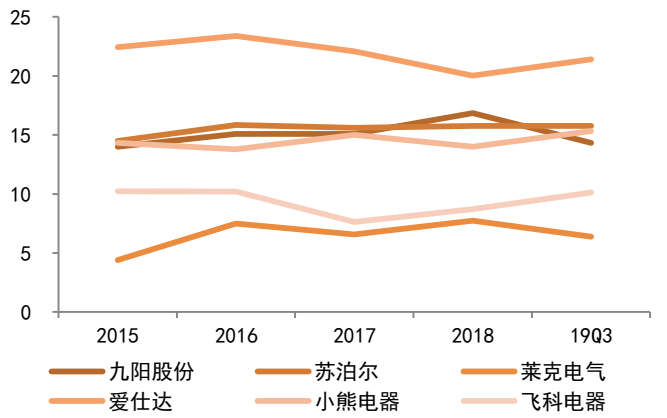
19 年前三季，公司 ROIC 为 16.33%，预计 19 年将创近 5 年新高。销售费用率为 14.32%，九阳品牌营销成效显著，整体表现好于行业中位数。

图 23：公司主营业务板块及收入构成



数据来源：wind，山西证券研究所

图 24：销售费用率低于同业中位数



数据来源：wind，山西证券研究所

受粉丝经济在市场规模权重提升的影响，为吸引年轻消费者的目光、培养品牌认可度，公司重视明星效应，在代言人选择从已婚非流量艺人转向当红未婚流量，九阳最新代言人为邓伦，邓伦去年凭借热播剧成功出圈，目前邓伦微博粉丝人数为 3600 万，在个人超话的影响力为 239 万，超话粉丝 356 万，粉丝基数大，变现能力强。

图 25：公司近年代言人变迁

资料来源：山西证券研究所整理

3.2 加大品牌宣传力度，扩大品牌知名度

3.2.1 线上+线下资源扩充消费者群体及消费体验

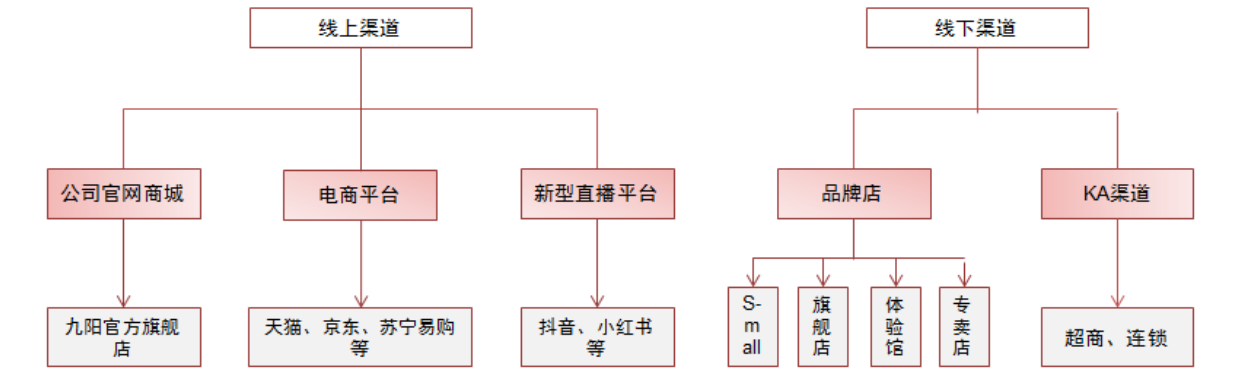
公司 2016 年底开始对渠道进行优化管理，该项工作已于 2017 年底全部结束，300 多个经销商覆盖全国所有地级市。

线下渠道：九阳品牌在全国有 4 万多个销售终端，其中约 1000 个九阳品牌店。公司从 17 年试水 ShoppingMall，开设“九阳之家”高端品牌店，同时升级现有旗舰店、体验店和专卖店等，打造立体化的渠

道网络。此外九阳积极打造“立体化的渠道网络+自有零售系统”，在为消费者营造一站式全品类购物场景的同时，可实现数据监测、粉丝互动、顾客引流、就近配送等一系列智能便捷的消费体验（覆盖范围在 3 公里以内），完成流量与购买力之间的高价值转换。

公司针对不同圈层的市场推出相应的产品。主要面向三种客群：以宝妈为核心的中产家庭，以年轻人为主的单身小资人群，以 45 岁以上为主的中老年人。其中，在一二线城市以 Mall 店为主，三四线城市以全品类品牌专卖店为主。

图 26：公司渠道结构



资料来源：公司公告，山西证券研究所

线上渠道：公司线上业务依然保持较好增，2018 年九阳约 50%的收入来自线上渠道，主要跟公司产品属性相关。目前公司通过九阳品牌天猫旗舰店、京东、苏宁易购等电商平台进行分销，三大电商平台日均流量达到 120 万人次，超过 1300 万的订阅用户。公司同时还通过微信平台运营九阳商城，并拥有超过 500 万的订阅用户，快速取得第一手的市场反馈。

3.2.2 快速发展新媒体渠道，实现流量转化

公司坚持走精品之路，不断推出高价值、高品质的创新产品，以迎合消费者的需求，再结合传统媒体、社交媒体等新媒体传播渠道实现精准化的价值营销。以直播为例，公司利用基本成熟的直播平台，积极跟明星及网红达人合作（如李湘、李佳琦、薇娅）通过在线直播卖货，同步实现推广与销售。据统计网红达人直播的同时在线观看人数通常在百万人次以上（参与者基数庞大），而且直播通常有低于官网售价的优势，很容易吸引观看者购买。今年 6.16，九阳×李湘直播单场销售额近百万，累计观看高达 72 万，互动点赞超 200 万，直接拉动品牌电商大促实现流量转化，打破行业品牌明星直播纪录。6.15 李佳琦在天猫平台推出 618 必买清单直播专场，引发 600 万人的观看。其中就包含九阳 Onecup 智能豆浆机，这是李佳琪首次向粉丝推荐小家电产品；之后在 10.21 的“双 11”预购中，佳琦直播间的九阳 LINE 联名款布朗熊电热杯销量达到 2 万+。双十一当天李家琦和薇娅的在线观看人数均超过了 3000 万。

图 27：九阳线上直播

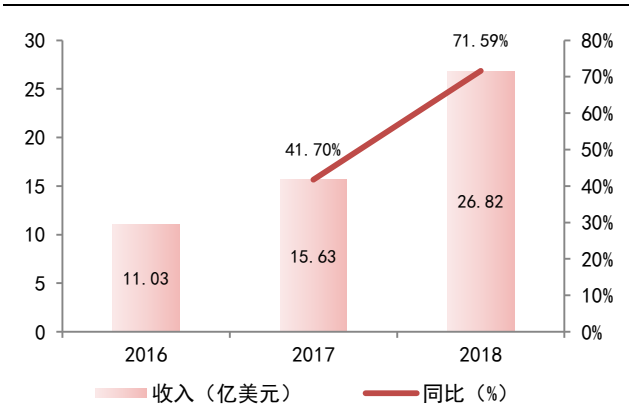
资料来源：互联网，山西证券研究所

3.3 JS 的协同效应提升九阳未来业绩空间

JS Global Lifestyle Company Limited （JS 环球生活有限公司），2018 年 7 月 26 日在爱开曼群岛注册成立，并于 2019 年 6 月 26 日向香港联交所递交在香港联交所主板上市的 IPO 申请。JS 环球作为九阳的间接控股公司经营多个品牌：九阳、Shark 及 Ninja。其中，九阳供应小家电，专注于厨房电器；Shark Ninja 专注于家居环境电器及厨房电器。JS 以中美小家电市场为基础，并向（加、英、法、德、日、澳等）全球市场拓展。

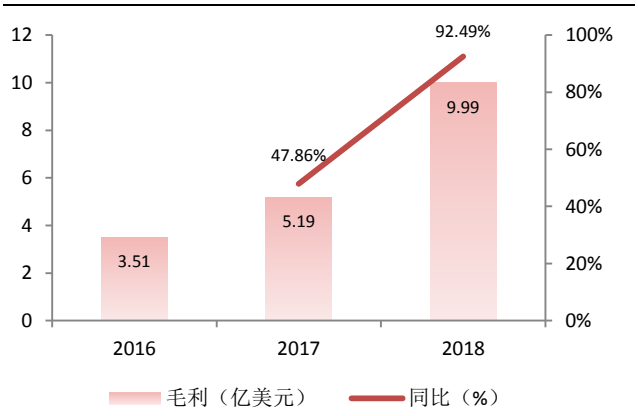
在营收表现上，JS 收入由 2016 年的 11.03 亿美元上升到 2018 年的 26.82 亿美元，CAGR 为 34.5%；毛利由 2016 年的 3.51 亿美元上升到 2018 年的 9.99 亿美元，CAGR 为 41.7%；纯利 2016-2018，依次为 1.22 亿美元、1.41 亿美元和 1.12 亿美元（18 年纯利下降主要是行政支出增加及所得税支出所致）。

图 28：JS 收入及同比变动



数据来源：JS 公司公告，山西证券研究所

图 29：JS 毛利及同比变动

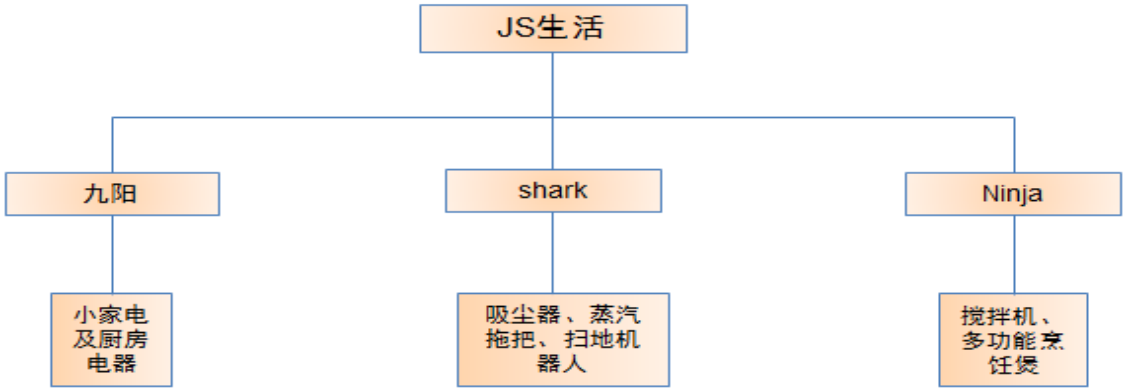


数据来源：JS 公司公告，山西证券研究所

17 年 9 月 JS 完成收购 SharkNinja。目前，以美国业务为主的 SharkNinja 已经成为 JS 环球最主要的业

务。上市后，JS 环球生活会将募集到的部分资金重点作用于 SharkNinja 分部的产品研发、开发有竞争力的创新技术产品和打造品牌形象。

图 30：JS 产品分类



资料来源：公司公告，山西证券研究所

Shark 主要提供针对不同消费者痛点的多元化产品组合抢占生活场景类市场，如，轻巧型的深度清洁推式吸尘器、全屋深度清洁立式吸尘器以及适合清洁细小角落的定点随手吸。JS 在引入 Shark 智能扫地机器人后迅速在美国获得 19.0%的第二大市场份额。18 年，JS 环球的全球市场份额排第 6 名，在中国小家电市场排第 3 名。其中，破壁机和食物料理机在中国市场排名第一，吸尘器在美国排名第一，扫地机器人（市场份额达 28.5%）和多功能烹饪煲在美国排名第二，蒸汽拖把在国内全网销售已经是 top1，在美国排名第二。

图 31：Shark 产品展示

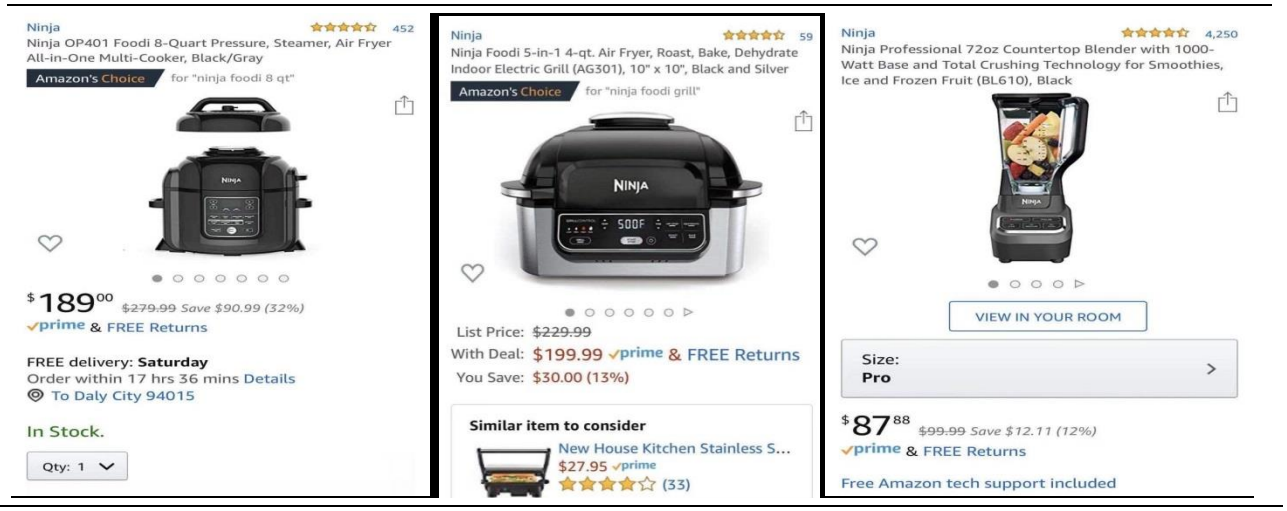
资料来源：Shark 天猫旗舰店，山西证券研究所

线下方面，目前，公司对 Shark 的计划是开设独立门店，现已有 200 多家门店，未来还会以每年几百家的速度递增，门店的快速铺设有利于迅速提高品牌认知度。公司还利用九阳的线下渠道在高端店摆放 Shark 的 3 类主要产品，借助九阳的平台提高 Shark 的知名度，同时明年将在更多城市实现点对点的爆破，进一步打通 Shark 和消费者之间的壁垒。

线上方面，Shark 开设了天猫旗舰店和京东旗舰店。Shark 在美国吸尘器市场份额为 36.4%。在海外则是通过“永远在线”战略借助电视广告以及数字广告的方式培养消费者对 Shark 和 Ninja 的认知，同时利用 ins 和 facebook 等平台与意见领袖合作扩大品牌知名度。

Ninja 产品主要涉及多功能食物搅拌机、榨汁机、咖啡机和压力锅等，其中在美国搅拌机领域的市场份额则为 30.2%。旗下产品 Foodi（首款将加压蒸煮和空气油炸两种烹饪方法结合为一体的多功能烹饪煲），18 年被引进美国和加拿大市场，在美国市场占据 14.4%的市场份额，在国内 Ninja 顺应市场需求同样开设了天猫旗舰店。

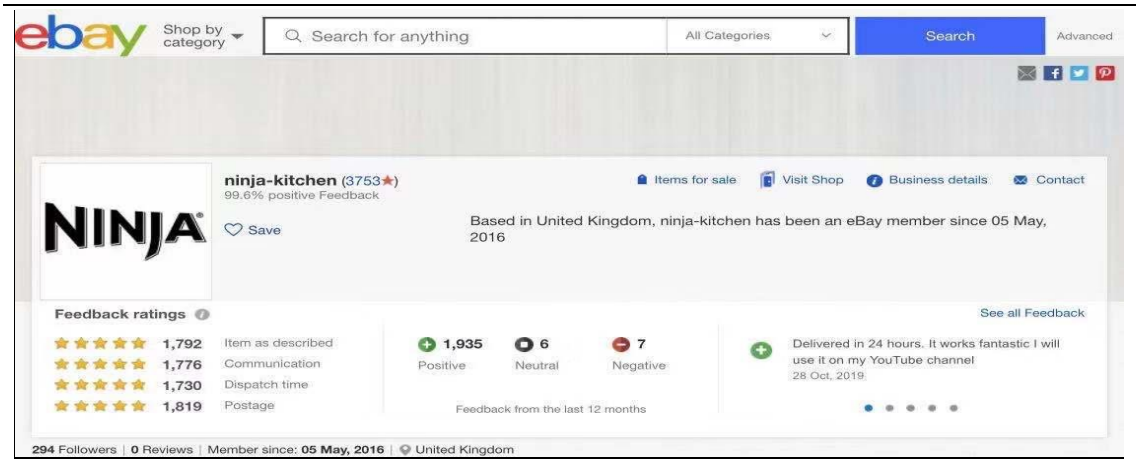
图 32：Ninja 产品展示



资料来源：Ninja Amazon 官网，山西证券研究所

Ninja 产品自 2016 年 5 月登陆英国 Ebay 网购平台以来，线上好评率达 99.6%。2018 年，JS 在英国小家电排名第六。

图 33：Ninja 产品在英国线上表现



资料来源：ninja ebay 官网，山西证券研究所

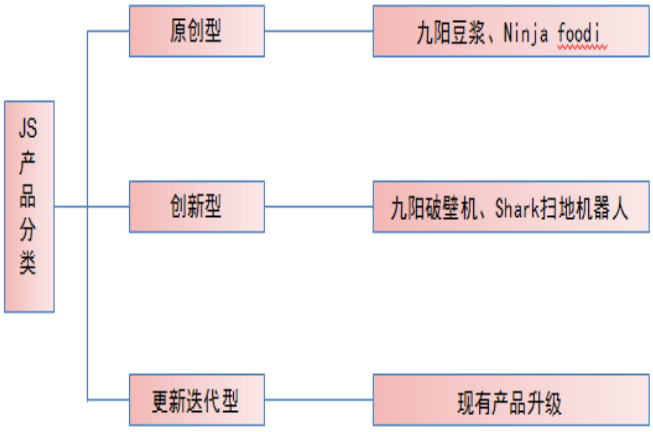
JS 若成功登陆港股，将通过研发、供应链、产品及销售网络最大化提升九阳和 SharkNinja 的协同效应。

一方面基于全球研发平台提高旗下产品的研发效率，缩短新品研发周期，提升其在全球市场的份额；一方面 SharkNinja 可借助九阳在国内成熟的渠道优势加快本土化布局，抢占国内中高端市场对标戴森等国际品牌。

图 34：JS 商业模式（三大核心优势）

数据来源：JS 公司公告，山西证券研究所

图 35：JS 产品类型



数据来源：wind，山西证券研究所

4.盈利预测、估值分析

我们预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 1.18\1.43\1.63，PE 分别为 19.76/16.34\14.33，维持“买入”评级。

资产负债表 单位（百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E	利润表 单位（百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	1,090.8	1,156.7	1,995.3	1,815.7	营业收入合计	8,168.7	9,639.1	11,084.9	12,969.4
应收账款	2,572.2	2,602.6	3,214.6	3,372.0	营业成本	5,544.2	6,573.9	7,559.9	8,845.1
存货	747.4	854.6	1,134.0	1,149.9	税金及附加	48.8	48.2	55.4	64.8
预付	50.1	39.4	45.4	53.1	销售费用	1,376.7	1,542.3	1,773.6	2,036.2
其它流动资产	358	674.7	775.9	907.9	管理费用	310.3	578.3	665.1	778.2
流动资产合计	**4,818.9**	**5,073.0**	**5,719.7**	**6,283.7**	研发费用	297.7	337.4	388.0	453.9
长期投资	886	886	886	886	财务费用（利息）	(10.8)	(16.9)	(23.6)	(28.6)
固定资产（净值）	701.6	804.9	890.7	983.2	资产减值损失	9.9	12.1	13.4	14.7
无形资产	125.8	132.3	138.3	144.0	其他经营收益	(151.0)	0.0	0.0	0.0
其它非流动资产	127.6	112.1	124.1	134.9	投资净收益	135.4	134.9	188.4	194.5
资产总计	6,660	7,008.6	7,759.1	8,432.1	营业利润	878.3	1,048.2	1,243.0	1,468.2
预收款项	**539.3**	**525.9**	**574.6**	**751.8**	营业外净收支	(7.3)	19.3	33.3	(13.0)
应付款项	1,763.8	1,577.7	1,965.6	1,857.5	利润总额	871.0	1,067.5	1,276.2	1,455.2
其他流动负债	524.6	788.9	756.0	973.0	所得税	129.4	160.1	178.7	203.7
流动负债合计	2,828	2,892.5	3,296.1	3,582.3	净利润	741.7	907.4	1,097.6	1,251.5
长期借款	**0.0**	**0.0**	**0.0**	**0.0**	少数股东损益	(12.6)	18.1	32.9	37.5

长期应付债券	0.0	0.0	0.0	0.0
其它	3	2.6	2.6	2.6
负债合计	2,830	2,895	3,299	3,585
少数股东权益	**19.6**	**27.9**	**46.9**	**61.0**
股本	768	768	768	768
资本公积	843.2	851.6	860.1	868.7
留存收益	2,199.6	2,466.4	2,785.7	3,149.9
归属母公司股	3,810	4,085	4,413	4,786
权益合计	3,829.9	4,113.4	4,460.3	4,847.2
负债和股东权益	6,660.1	7,008.6	7,759.1	8,432.1

财务比率 单位：百万元	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	8,168.7	9,639.1	11,084.9	12,969.4
归母净利润	754.3	889.2	1,064.6	1,213.9
每股收益(EPS)	0.97	1.18	1.43	1.63
市盈率(P/E)	24.17	19.76	16.34	14.33
毛利率	0.32	0.32	0.32	0.32
净利率	0.09	0.09	0.10	0.10
净资产收益率(ROE)	0.19	0.22	0.25	0.26
资产负债率	0.42	0.41	0.43	0.43
流动比率	1.70	1.75	1.74	1.75
速动比率	1.44	1.46	1.39	1.43
应收款帐款周转率	12.26	12.80	13.07	13.84
固定资产周转率	3.3	3.2	3.3	3.4

归母净利润	754.3	889.2	1,064.6	1,213.9

现金流量表百万元	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润（含少数股东）	741.7	907.4	1,097.6	1,251.5
折旧	63.1	70.2	80.5	89.1
摊销	8.6	7.5	7.9	8.3
财务费用	(10.8)	(16.9)	(23.6)	(28.6)
投资净收益	(135.4)	(134.9)	(188.4)	(194.5)
营运资金变动	(101.8)	(364.9)	(643.6)	(204.0)
其它	(156.6)	63.7	37.7	(625.7)
经营活动现金流合计	**408.7**	**532.0**	**368.0**	**296.0**
（固定资产构建）	(133.5)	(173.5)	(166.3)	(181.6)
（无形资产构建）	18.1	(14.0)	(14.0)	(14.0)
非经常/非经营性损益	135.4	134.9	188.4	194.5
非流动资产+/-	(49.8)	15.5	(12.0)	(10.8)
其它	371.3	209.1	(49.2)	(173.2)
投资活动现金流合计	**341.6**	**172.0**	**(53.0)**	**(185.0)**
（财务费用）	10.8	16.9	23.6	28.6
短期借款增加（减少）	357.3	(13.3)	48.6	177.3
长期借款增加（减少）	0.0	0.0	0.0	0.0
（归母股东红利）	(465.3)	(622.5)	(745.2)	(849.8)
（归少数股东红利）	24.5	(9.8)	(14.0)	(23.4)
股本及资本公积+/-	(53.2)	8.4	8.5	8.6
其它	(390.1)	(195.9)	109.1	166.2
筹资活动现金流合计	**(516.1)**	**(816.2)**	**(569.3)**	**(492.5)**

5.风险提示

1）宏观经济波动超预期风险

2）行业进入壁垒低

3）KA 渠道拓展缓慢

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5～20%
中性： 相对市场表现在-5%～+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

山西证券研究所：

太原
太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
邮编：030002
电话：0351-8686981
http://www.i618.com.cn

北京
北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层
邮编：100032
电话：010-83496336