

九阳股份 (002242)

九阳关联公司赴港 IPO，国际化进程加快

证券研究报告

2019 年 06 月 30 日

事件

6 月 28 日由九阳董事长王旭宁控股的 JS 环球生活向港交所递交 IPO 申请。

SharkNinja 国内销售预期提升

从 JS 环球生活递交的申请材料中披露的数据来看，2019 年 SharkNinja 的国内销售金额在 6,000 万元人民币，截至 2019 年 4 月 SharkNinja(China)已向深圳尚科宁家支付 2,310 万元人民币的采购额，全年预期完成确定性较强，或存在略超公司预期的情况。同时 JS 环球给出 2020 年 SharkNinja 国内销售的指引，基于 2019 年品牌知名度的提升及未来小家电市场的扩张，SharkNinja 品牌在 2020 年在国内市场预计实现 1.9 亿元的销售额，同比 2019 年 6,000 万元的销售预期提升了 216.7%。

拓展国际家电市场领域，加大新品类投入力度

在经营层面上，本次 IPO 所募资金，一方面，JS 环球将努力拓展国际销售渠道，增加品牌在国际上的知名度，同时加大国内外研发中心的投入，开发满足顾客需求的新产品；另一方面，对于收购的 SharkNinja，JS 环球将运用此次募集的部分资金在国内线上线下渠道加大品牌营销力度，更好地促使九阳与 SharkNinja 协同作用的实现。另外，赴港上市本身对加快自身国际化进程是有明显优势，未来 JS 环球或考虑新的海外可投资标的，进一步加深品牌、渠道以及产品之间的协同作用，加快国际化的步伐。

预计公司后续稳健经营有保障

在资金运作层面上，募集资金主要用于补充部分运营基金以及偿还部分商业银行贷款，我们预计所偿还的商业贷款可能主要用于之前对 SharkNinja 的境外收购。出于经营方面的考虑，在去杠杆的宏观大环境下，我们认为此举符合国内趋势，且保障九阳后续的稳健经营。随着国内产品上的不断推陈出新，SharkNinja 国内品牌知名度提升以及国际上的布局，公司稳扎稳打，业务将进一步做大做强。

投资建议

整体来看，关联公司赴港 IPO 对九阳本身也是一种赋能，使其朝着多品类、国际化的方向发展，加速渠道、品牌、研发等方面的布局。我们暂不因关联公司提交 IPO 申请的事件调整公司盈利预测，预计公司 2019-2021 年净利润为 8.45 亿元、9.72 亿元、11.21 亿元，当前股价对应 PE 为 19-21 年 18.9x、16.4x、14.2x，维持“增持”评级。

风险提示：宏观经济波动风险，关联公司上市不及预期等。

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	7,247.52	8,168.71	9,251.37	10,861.11	12,794.38
增长率(%)	(0.92)	12.71	13.25	17.40	17.80
EBITDA(百万元)	834.41	1,085.90	1,213.70	1,418.81	1,647.76
净利润(百万元)	688.92	754.26	844.84	972.23	1,121.35
增长率(%)	(1.26)	9.48	12.01	15.08	15.34
EPS(元/股)	0.90	0.98	1.10	1.27	1.46
市盈率(P/E)	23.18	21.17	18.91	16.43	14.24
市净率(P/B)	4.47	4.19	4.02	3.57	3.16
市销率(P/S)	2.20	1.95	1.73	1.47	1.25
EV/EBITDA	13.96	9.64	11.17	9.70	7.78

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	家用电器/白色家电
6 个月评级	增持（维持评级）
当前价格	20.81 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	767.37
流通 A 股股本(百万股)	761.96
A 股总市值(百万元)	15,968.99
流通 A 股市值(百万元)	15,856.36
每股净资产(元)	5.26
资产负债率(%)	33.38
一年内最高/最低(元)	25.56/13.50

作者

蔡雯娟	分析师
SAC 执业证书编号：S1110516100008	
caiwenjuan@tfzq.com	
罗岸阳	分析师
SAC 执业证书编号：S1110518120002	
luoanyang@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

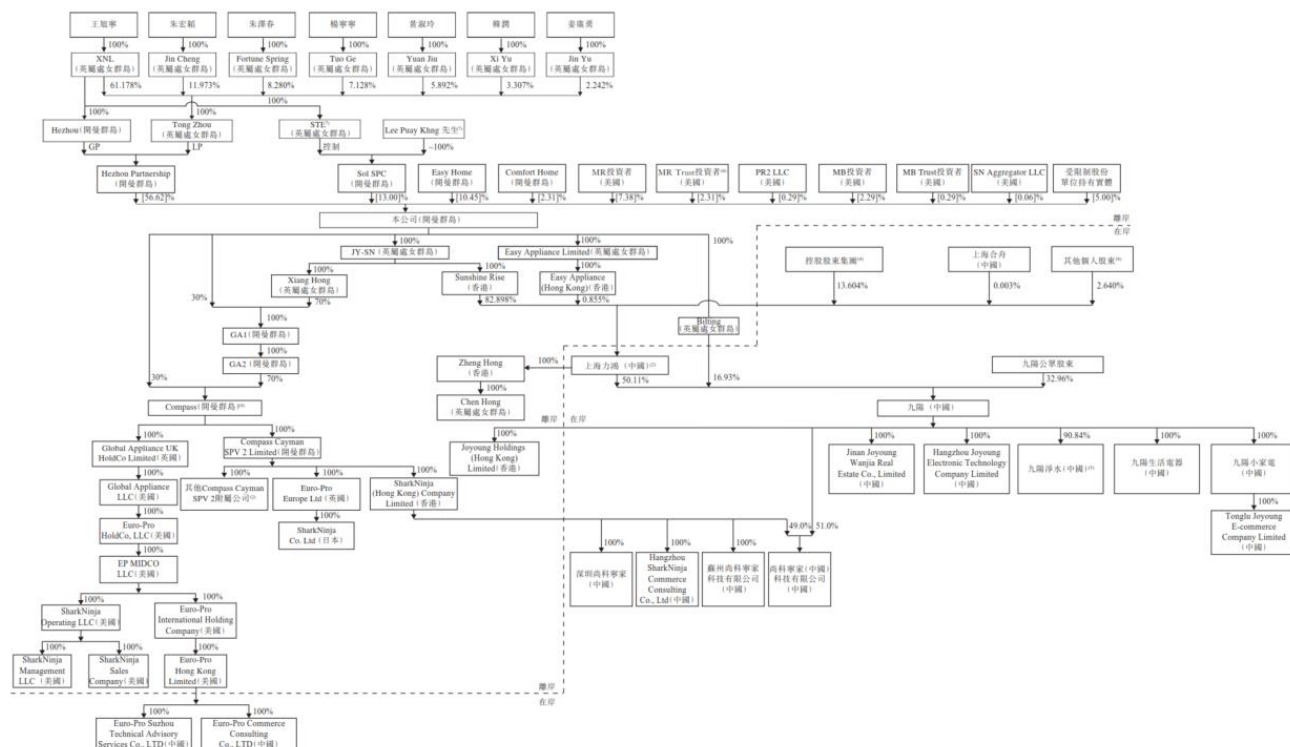
相关报告

- 1 《九阳股份-年报点评报告:渠道调整效果显现，产品结构影响毛利率》2019-04-01
- 2 《九阳股份-公司点评:Q4 表现超预期，渠道调整效果显现》2019-02-26
- 3 《九阳股份-季报点评:经营状况稳步回升，股份回购彰显信心》2018-10-21



附录

图 1：JS 环球生活股权结构示意图



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 2：JS 环球集团旗下涉及的主要品类

家居环境电器



厨房家电



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 3：2016 年-2018 年收入规模及增速



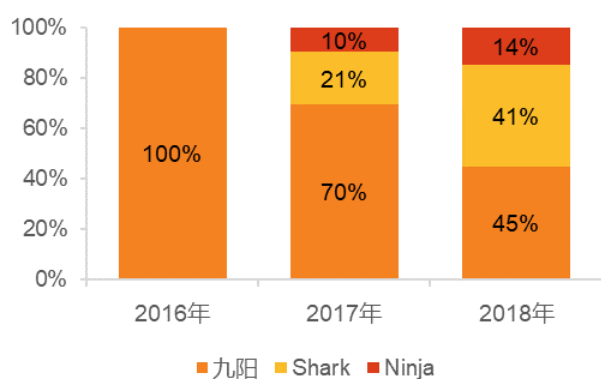
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 4：2016 年-2018 年净利润规模及增速



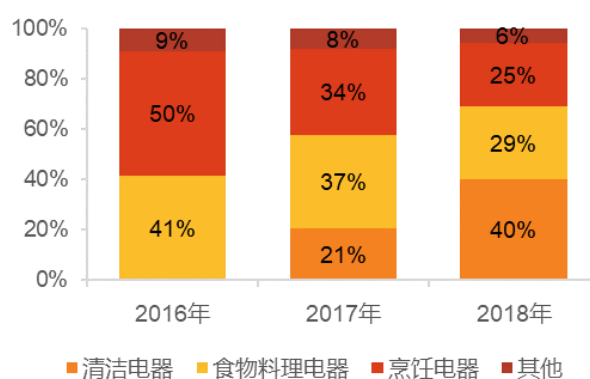
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 5：2016 年-2018 年分品牌收入占比



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 6：2016 年-2018 年分产品收入占比



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	672.96	1,090.75	1,694.83	1,501.46	2,455.06
应收账款	155.72	195.56	97.40	246.53	158.63
预付账款	7.34	50.14	17.06	22.58	23.87
存货	516.30	747.35	652.76	973.65	932.05
其他	2,239.10	2,735.09	1,888.81	3,423.70	2,715.82
流动资产合计	3,591.42	4,818.90	4,350.87	6,167.92	6,285.43
长期股权投资	263.72	257.14	257.14	257.14	257.14
固定资产	631.19	701.56	696.42	709.73	721.09
在建工程	0.57	9.53	41.72	73.03	73.82
无形资产	152.53	125.80	118.04	110.27	102.51
其他	711.31	747.16	736.53	727.90	727.90
非流动资产合计	1,759.33	1,841.19	1,849.85	1,878.07	1,882.46
资产总计	5,350.75	6,660.09	6,200.72	8,046.00	8,167.89
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	1,233.99	1,551.34	1,534.76	2,050.13	2,150.38
其他	528.45	1,276.26	667.93	1,491.19	928.49
流动负债合计	1,762.43	2,827.60	2,202.69	3,541.32	3,078.86
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	6.10	2.63	2.63	2.63	2.63
非流动负债合计	6.10	2.63	2.63	2.63	2.63
负债合计	1,768.53	2,830.23	2,205.32	3,543.95	3,081.49
少数股东权益	7.66	19.57	21.71	24.17	27.01
股本	767.51	767.51	767.51	767.51	767.51
资本公积	896.39	843.20	843.20	843.20	843.20
留存收益	2,875.10	3,048.96	3,206.17	3,710.36	4,291.88
其他	(964.44)	(849.38)	(843.20)	(843.20)	(843.20)
股东权益合计	3,582.22	3,829.86	3,995.39	4,502.05	5,086.40
负债和股东权益总	5,350.75	6,660.09	6,200.72	8,046.00	8,167.89

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	709.91	741.66	844.84	972.23	1,121.35
折旧摊销	76.08	77.07	40.71	43.15	45.61
财务费用	5.77	0.25	(18.78)	(10.86)	(12.79)
投资损失	(87.71)	(135.43)	(173.36)	(173.36)	(173.36)
营运资金变动	(16.82)	(8.00)	457.83	(663.17)	373.63
其它	(638.33)	(266.85)	2.14	2.46	2.84
经营活动现金流	48.90	408.70	1,153.38	170.46	1,357.28
资本支出	110.42	121.13	93.24	110.80	78.34
长期投资	77.10	(6.58)	0.00	0.00	0.00
其他	506.43	227.07	20.12	(17.45)	45.02
投资活动现金流	693.94	341.61	113.36	93.36	123.36
债权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	(97.38)	19.48	24.96	10.86	12.79
其他	(685.28)	(535.62)	(687.62)	(468.05)	(539.83)
筹资活动现金流	(782.66)	(516.14)	(662.66)	(457.19)	(527.04)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(39.82)	234.17	604.08	(193.37)	953.60

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	7,247.52	8,168.71	9,251.37	10,861.11	12,794.38
营业成本	4,855.29	5,544.22	6,142.91	7,135.75	8,361.13
营业税金及附加	61.13	48.76	64.78	76.05	89.59
营业费用	1,092.86	1,376.71	1,561.00	1,862.68	2,219.83
管理费用	553.31	310.30	509.38	608.22	716.49
财务费用	(0.49)	(10.79)	(18.78)	(10.86)	(12.79)
资产减值损失	12.50	9.89	6.90	6.90	6.90
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	87.71	135.43	173.36	173.36	173.36
其他	(222.56)	(124.14)	(182.20)	(131.69)	(72.50)
营业利润	807.78	878.34	994.02	1,140.70	1,312.39
营业外收入	18.73	3.75	11.08	11.08	11.08
营业外支出	8.86	11.05	32.37	32.37	32.37
利润总额	817.65	871.04	972.73	1,119.41	1,291.10
所得税	107.74	129.37	125.75	144.71	166.91
净利润	709.91	741.66	846.98	974.70	1,124.19
少数股东损益	20.99	(12.59)	2.14	2.46	2.84
归属于母公司净利润	688.92	754.26	844.84	972.23	1,121.35
每股收益（元）	0.90	0.98	1.10	1.27	1.46

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	-0.92%	12.71%	13.25%	17.40%	17.80%
营业利润	6.80%	8.74%	13.17%	14.76%	15.05%
归属于母公司净利润	-1.26%	9.48%	12.01%	15.08%	15.34%
获利能力					
毛利率	33.01%	32.13%	33.60%	34.30%	34.65%
净利率	9.51%	9.23%	9.13%	8.95%	8.76%
ROE	19.27%	19.80%	21.26%	21.71%	22.16%
ROIC	35.07%	33.61%	42.64%	62.91%	49.80%
偿债能力					
资产负债率	33.05%	42.50%	35.57%	44.05%	37.73%
净负债率	36.73%	28.61%	43.54%	11.34%	40.16%
流动比率	2.04	1.70	1.98	1.74	2.04
速动比率	1.74	1.44	1.68	1.47	1.74
营运能力					
应收账款周转率	55.25	46.51	63.16	63.16	63.16
存货周转率	15.67	12.93	13.22	13.36	13.43
总资产周转率	1.32	1.36	1.44	1.52	1.58
每股指标（元）					
每股收益	0.90	0.98	1.10	1.27	1.46
每股经营现金流	0.06	0.53	1.50	0.22	1.77
每股净资产	4.66	4.97	5.18	5.83	6.59
估值比率					
市盈率	23.18	21.17	18.91	16.43	14.24
市净率	4.47	4.19	4.02	3.57	3.16
EV/EBITDA	13.96	9.64	11.17	9.70	7.78
EV/EBIT	15.32	10.32	11.90	10.24	8.14

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com