

家用电器行业

小家电行业专题（6）：JS 环球生活—优质创新型小家电的全球领导者

分析师：曾婵  SAC 执业证号：S0260517050002  SFC CE.no: BNV293  0755-82771936  zengchan@gf.com.cn	分析师：袁雨辰  SAC 执业证号：S0260517110001  SFC CE.no: BNV055  021-60750604  yuanyuchen@gf.com.cn	分析师：王朝宁  SAC 执业证号：S0260518100001  021-60750604  wangchaoning@gf.com.cn
---	---	--

请注意，王朝宁并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

核心观点：

● 优质的创新型小家电全球龙头

JS 环球生活有限公司（前称 JY-Shark Company Limited）是优质创新型小家电的全球领导者。公司主营业务范围包括厨房电器、清洁家居电器等，旗下拥有三大国际知名品牌：九阳、Shark 以及 Ninja。2018 年收入规模 26.8 亿美元，归母净利 0.35 亿美元（收购导致的融资成本以及留任花红导致利润较低），市场份额排名全球第六。

● SharkNinja 深耕美国市场，发力全球

SharkNinja 在美国市场上主营清洁家电业务，2018 年收入 14.8 亿美元。据 Frost & Sullivan 报告，旗下主营业务：吸尘器产品市场份额排名美国第一，蒸汽拖把排名美国第二。SharkNinja 作为家居小家电龙头，预计凭借龙头“马太效应”在美国市场将进一步巩固龙头地位，同时发力英、日、中等其他区域市场。

● 九阳深耕中国市场，未来持续受益国内消费升级

九阳股份在国内市场深耕多年，凭借良好的创新力和品牌力在国内厨房小家电领域长期处于龙头地位，据中怡康数据，九阳在国内市场份额排名位居行业第三，在豆浆机、榨汁机等食物料理领域份额排名第一。2018 年收入 11.8 亿美元（81.7 亿人民币）、归母净利润 16.3 亿人民币，预计公司未来将持续受益于中国市场的消费升级。

● 珠联璧合，协作创新打开全球市场

SharkNinja 和九阳股份作为美中两国的家居小家电、厨房小家电龙头，未来在研发、渠道、品牌等多方面可产生协同效应。通过九阳在中国市场多年累积的渠道优势，SharkNinja 有望加速中国市场的渗透；九阳通过给 SharkNinja 代工创新型产品，Ninja 实现了新品类的快速爆发，九阳也实现了出口收入的快速增加。

未来 JS 有望通过 SharkNinja 和九阳拓展全球其他区域市场，或者通过收购兼并的方式实现全球扩张。公司制定了“寻求战略合作和收购”的战略，致力于寻求长期稳定增长并持续提升作为全球领先小家电企业的市场地位。

● 投资建议

九阳通过协同研发、外销代工等形式与 SharkNinja 已经实现初步协同，2018 年以来外销收入大幅增长；长期来看，九阳有望借助公司整合所带来的协同效应，进一步激发其产品、渠道、品牌实力，抢占更多市场份额，维持“买入”评级。同时，我们也看好小家电行业的全球化趋势，建议关注控股股东为 SEB（全球小家电龙头）的国内小家电公司苏泊尔，以及小家电出口龙头新宝股份。

● **风险提示：**原材料价格上涨；小家电市场需求趋弱；竞争加剧导致盈利能力下降；全球扩张面临的外部风险和整合不利风险。

相关研究：

家用电器行业:取消 QFII / RQFII 投资额度限制，基于估值提升关注家电龙头	2019-09-15
家用电器行业:取消 QFII / RQFII 投资额度限制，长期有望提升家电龙头估值	2019-09-11
家用电器行业:格力电器混改推进，继续推荐龙头	2019-09-08

识别风险，发现价值

请务必阅读末页的免责声明

本报告联系人：黄涛 0755-82771936 szhuangtao@gf.com.cn

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新 收盘价	最近 报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
							2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
美的集团	000333.SZ	人民币	53.00	2019/8/31	买入	64.79	3.41	3.75	15.53	14.13	11.55	9.62	24.17	23.34
格力电器	000651.SZ	人民币	57.60	2019/8/31	买入	61.22	4.71	5.27	12.23	10.93	6.66	5.55	26.03	24.80
海尔智家	600690.SH	人民币	15.52	2019/8/30	买入	20.00	1.25	1.37	12.44	11.31	8.21	6.14	17.06	15.80
苏泊尔	002032.SZ	人民币	70.83	2019/8/30	买入	78.40	2.35	2.70	30.19	26.26	23.39	20.32	27.02	26.08
九阳股份	002242.SZ	人民币	22.62	2019/8/14	买入	27.00	1.08	1.23	20.93	18.39	19.67	17.21	21.06	23.20

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 表中估值指标按照最新收盘价计算

目录索引

1. 创新型小家电的结合	5
2. 全球视野，SHARKNINJA 带来新鲜活力	7
2.1 SHARK—清洁家居之王	9
2.2 NINJA—厨房电器新星	11
3. 深耕国内，九阳实力奠定龙头地位	12
4. 珠联璧合，打开全球市场	14
4.1 潜心研发，助力九阳超越同行	15
4.2 协同发力，助推双向渠道整合	17
4.3 分工明确，品牌定位思路清晰	18
4.4 全球扩张可期，剑指创新型小家电的全球领导者	20
5. 投资建议	20
6. 风险提示	20

图表索引

图 1: JS 环球生活股权结构简化图 (上市前)	6
图 2: 2018 年 JS 环球生活营业收入分拆—按部门划分	7
图 3: 2018 年 JS 环球生活营业收入分拆—按业务划分	7
图 4: 2016-2018 年 JS 环球生活营收及利润变化情况 (百万美元)	7
图 5: 2016-2018 年 JS 环球生活主要财务比率	7
图 6: 2018 年 SharkNinja 营业收入分拆—按业务类型细分 (百万美元)	9
图 7: 2018 年 SharkNinja 营业收入分拆—按品牌细分	9
图 8: SharkNinja 2015-2018 年营收及利润变化情况 (百万美元)	9
图 9: Shark 品牌发展大事记	10
图 10: 2014-2023 年中国小家电市场规模及增速 (十亿美元)	13
图 11: 2010-2019 年豆浆机市场竞争格局	13
图 12: 2010-2019 年电饭煲市场竞争格局	13
图 13: 2015-2019 年榨汁机市场竞争格局	14
图 14: 2010-2019 年电磁炉市场竞争格局	14
图 15: 2018 年九阳股份营收构成情况	14
图 16: 2016-2018 年 JS 环球研发力度高于同行	16
图 17: JS 环球高研发助力九阳	16
图 18: 九阳股份 2017-2019H1 境外销售情况 (亿元人民币)	18
图 19: SharkNinja 品牌溢价带来更高毛利率	19
表 1: 2014-2023 年美国小家电市场 (十亿美元)	8
表 2: 2018 年 Shark 旗下产品在美国市场份额及地位	11
表 3: 2018 年 Ninja 旗下产品在美国市场份额及地位	12
表 4: 部分产品设计获奖一览	17
表 5: 公司旗下品牌差异化定位一览	18
表 6: 旗下品牌所获奖项 (部分) 一览	19

1. 创新型小家电的结合

JS环球生活有限公司（前称JY-Shark Company Limited）是优质创新型小家电的全球领导者。公司主营业务范围包括厨房电器、清洁家居电器等，旗下拥有三大国际知名品牌：九阳、Shark以及Ninja。据Frost & Sullivan报告，公司2018年小家电零售额约26.8亿美元，归母净利润0.35亿美元（收购导致的融资成本以及留任花红导致利润较低），市场份额排名全球第六。

JS环球收购SharkNinja母公司，完成企业架构重组。

- 2018年7月26日，公司于开曼群岛注册成立；
- 2018年8月，公司收购JY-SN的100%股权（JY-SN由王旭宁先生创立于2018年4月）；
- 2018年11月，JY-SN全资子公司Sunshine Rise向上海力鸿注资7.3亿元人民币，并于12月4日起获得上海力鸿约82.9%股权，使得JS环球间接持有上海力鸿旗下九阳股份50.1%的股权；
- 2019年4月，JS环球通过与Lee Puay Khng先生换股的方式，获得Bilting公司100%股权，进而获得其持有的九阳股份16.9%股权，此时，公司对九阳股份总持股比例约67%；
- 2019年6月，JS环球通过重组的方式将GA1母公司Xiang Hong的全部股权转让予全资子公司JY-SN，使得JS环球间接持有SharkNinja母公司Compass 70%股份（2017年9月上海力鸿收购Compass 70%股权；Xiang Hong为上海力鸿全资附属公司。）；
- 2019年6月，公司分别与Easy Home以及SharkNinja Operating LLC的投资者订立股份认购协议，完成对Compass剩余股权的收购。在完成收购后，JS环球实现对美国知名小家电企业SharkNinja的全资控股；
- 2019年6月27日，公司正式向港交所递交招股说明书，开启其上市之路。

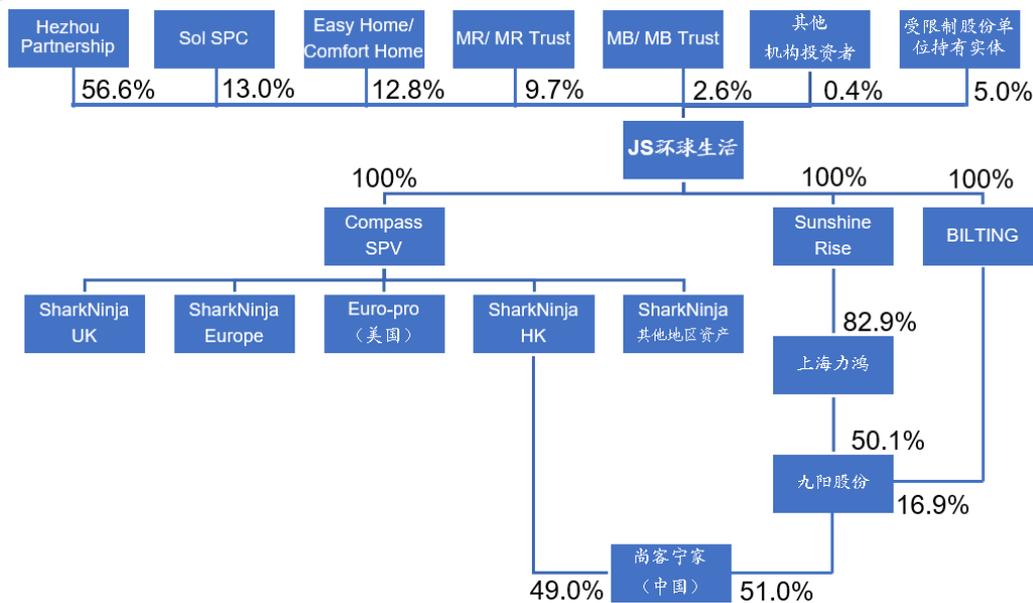
并购重组完成之后，JS环球主要股东包括Hezhou Partnership、Sol SPC、Easy Home、Comfort Home、MR投资者、MB投资者、其他机构投资者等。

（以下持股数据均为公开发售前）

- **实际控制人为Hezhou Partnership。**Hezhou Partnership由王旭宁、朱宏韬、朱泽春、杨宁宁、黄淑玲、韩润、姜广勇7人共同成立的投资控股实体。其中王旭宁作为普通合伙人，其余6人作为有限合伙人，7人共同组成控股股东集团持有JS环球约56.6%的股份；
- Sol SPC对JS环球控股比例为13.0%，Lee Puay Khng先生持有其约100%股份（股份由前述换股获得），但由王旭宁先生实际控制公司；
- Easy Home和Comfort Home对JS环球控股比例分别约为10.5%、2.3%，两家公司均为CDH Fund V, L.P.（鼎晖投资）的全资附属公司；
- MR投资者及MR Trust投资者对JS环球控股比例分别为7.4%、2.3%。其中，MR投资者为Compass董事Mark Rosenzweig先生全资持有，MR Trust由

- Mark Rosenzweig先生成立，受益人为其子女；
- MB投资者及MB Trust投资者JS环球控股比例分别约为2.3%、0.3%。其中，MB投资者为公司全球总裁Mark Adam Barrocas先生全资持有，MB Trust由Mark Adam Barrocas先生成立，受益人为其子女；
 - 其他机构投资者中包括PR2 LLC及SN Aggregator LLC；
 - 受限制股份单位持有实体持有股份比例为5.0%，主要是公司为向董事、高管、雇员等提供激励而成立，该实体以信托形式代承授人或本公司持有股份，良好的绑定核心员工与公司的利益。

图 1: JS环球生活股权结构简化图（上市前）



数据来源：公司招股说明书，广发证券发展研究中心

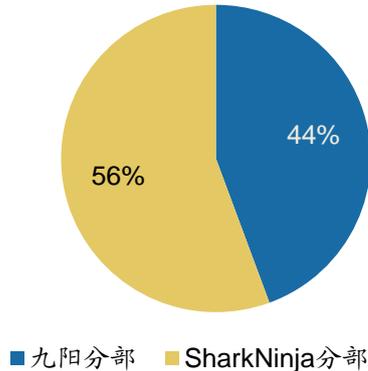
JS环球生活作为控股公司，通过其附属公司在全球范围内开展家电业务。目前，公司旗下拥有多个备受市场信赖的品牌，包括：九阳、Shark及Ninja，公司持续在中美两个全球最大的小家电市场保持领先地位，并向全球市场拓展。

分部门来看，2018年公司营收主要来自九阳分部以及SharkNinja分部，其中SharkNinja分部营业收入14.8亿美元，在公司总营收中占比约56%；九阳分部营业收入11.8亿美元，在公司总营收中占比44%。

分业务来看，公司主要获利产品为厨房小家电以及清洁家居类产品，其中：

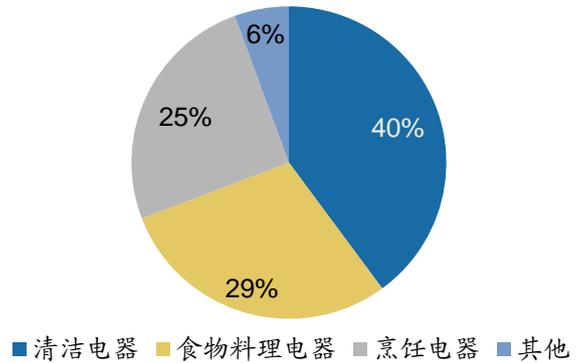
- 清洁电器收入10.7亿美元，占比最高，达40%，下属产品包括吸尘器、蒸汽拖把、扫地机器人等；
- 食物料理电器收入7.9亿美元，占比29%，下属产品包括豆浆机、破壁机等；
- 烹饪电器收入6.8亿美元，占比25%，下属产品包括电饭煲、电磁炉等等。

图 2: 2018年JS环球生活营业收入分析—按部门划分



数据来源: 公司招股说明书, 广发证券发展研究中心

图 3: 2018年JS环球生活营业收入分析—按业务划分



数据来源: 公司招股说明书, 广发证券发展研究中心

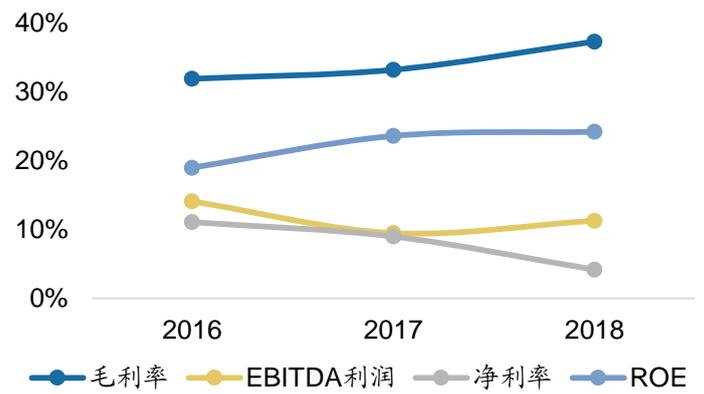
图 4: 2016-2018年JS环球生活营收及利润变化情况 (百万美元)



数据来源: 公司招股说明书, 广发证券发展研究中心

注: 1) 2017年9月29日前公司收入主要来自九阳, 2017年9月29日后由于SharkNinja并表, 导致公司收入增长, 2018年并入全年SharkNinja的收入, 故收入大幅增长。2) 2018年公司净利润大幅下滑主要由于收购SharkNinja产生大量融资成本以及留任花红开支(留任花红: 支付给被收购企业员工的薪资)。

图 5: 2016-2018年JS环球生活主要财务比率



数据来源: 公司招股说明书, 广发证券发展研究中心

2. 全球视野, SharkNinja 带来新鲜活力

美国市场发展相对成熟, SharkNinja龙头地位稳固。2014-2018年美国区市场虽然整体增速保持平稳, 但家居环境电器市场增速较为突出。JS环球新收购子公司SharkNinja在美国市场上主营清洁家电业务, 据Frost & Sullivan报告, 旗下主营业务: 吸尘器产品市场份额排名美国第一, 蒸汽拖把排名美国第二。SharkNinja作为家居小家电龙头, 预计公司凭借龙头“马太效应”将进一步巩固市场地位。

美国小家电市场增长稳健，且预计未来五年增速稳中有升。据Frost & Sullivan报告，2014-2018年美国小家电市场整体保持了4.2%左右的复合增速，其中家居环境电器增速最高，达6%。预计未来五年市场整体将保持5.3%左右的复合增速，且仍以家居电器增长最为迅速。

表 1: 2014-2023年美国小家电市场（十亿美元）

项目/年份	2014年	2018年	2023年 (预测)	2014-2018年 复合增长率	2018-2023年 复合增长率(预测)
个人护理	7.2	8.3	10.4	3.9%	4.6%
食物料理	3.7	4.2	4.9	3.1%	3.2%
烹饪电器	4.1	4.6	5.9	2.7%	4.9%
家居环境电器	6.3	7.9	11.2	6.0%	7.2%
总量	21.3	25	32.3	4.2%	5.3%

数据来源：Frost & Sullivan 报告，公司招股说明书，广发证券发展研究中心

JS环球收购北美家电巨头，进军国际市场。

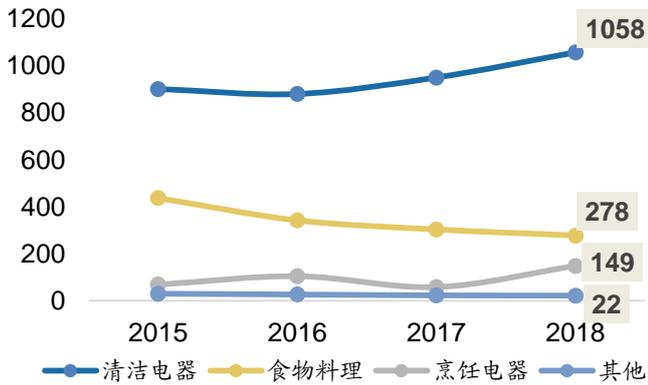
- 2017年9月，上海力鸿（中国）通过旗下附属公司GA1收购了SharkNinja母公司Compass 70%股份（后经过股权重组，上海力鸿和Compass分别并入JS环球旗下）；
- 2019年6月，JS环球完成并购重组，间接持有Compass全部普通股。

至此，公司正式将美国小家电领先品牌SharkNinja纳入自己的商业版图，朝北美市场迈出重要一步。

SharkNinja公司历史悠久，品牌久负盛名。据Clean Home Guide资料，SharkNinja公司前称Euro-Pro，是一家成立于100多年前的家族企业，在欧洲市场上主营缝纫机业务。出于对公司家电业务多元化发展的考量，公司逐渐丰富家电产品品类，进入了目前所在的垂直细分领域：家居清洁以及厨房电器。经过三代人的努力，并在现任家族继承人马克·罗森茨威格(Mark Rosenzweig)的领导下，Euro-pro公司业务蓬勃发展，并发展出了旗下两大畅销品牌：Shark和Ninja。

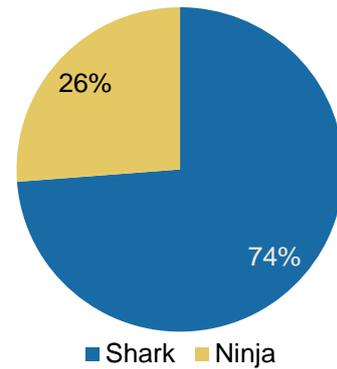
- 1998年，Shark品牌及Ninja品牌创立于美国波士顿；
- 2008年，据Clean Home Guide数据，Euro-Pro在美国真空吸尘器市场占据约1%市场份额；
- 2015年，公司为了更好的营销效果，将下属两个畅销品牌—Shark和Ninja合并作为新的公司名称，**Euro-Pro正式更名为SharkNinja**；
- 2018年，据Frost & Sullivan数据，SharkNinja市场份额在美国排名第二，营业收入超过15亿美元，较2008年的8亿美元大约翻了一倍。

图 6: 2018年SharkNinja营业收入拆分—按业务类型细分 (百万美元)



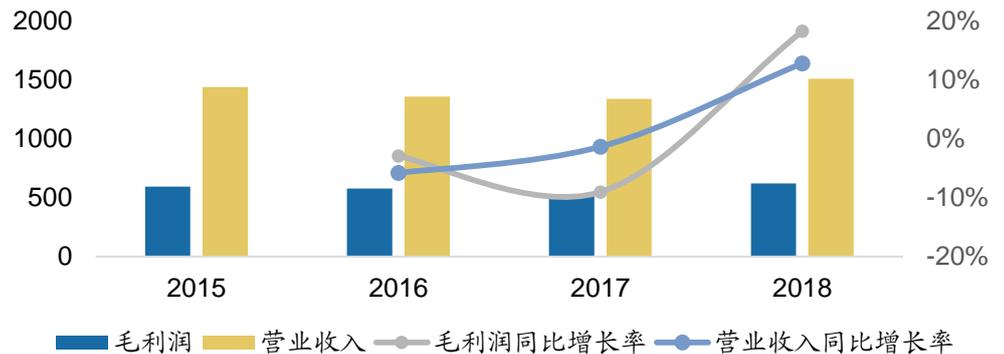
数据来源: 公司招股说明书, 广发证券发展研究中心
注: 区间接公司财政年度计算, 2016 年数据区间即从 2016.3.31-2017.3.31

图 7: 2018年SharkNinja营业收入拆分—按品牌细分



数据来源: 公司招股说明书, 广发证券发展研究中心

图 8: SharkNinja 2015-2018年营收及利润变化情况 (百万美元)



数据来源: 公司招股说明书, 广发证券发展研究中心

注: 1) 2017 年 SharkNinja 毛利润同比下降主要由于被收购后, 公司对其存货从采购价到公允价值按照收购会计法进行了重估。2) 区间接公司财政年度计算, 2016 年数据区间即从 2016.3.31-2017.3.31

2.1 Shark—清洁家居之王

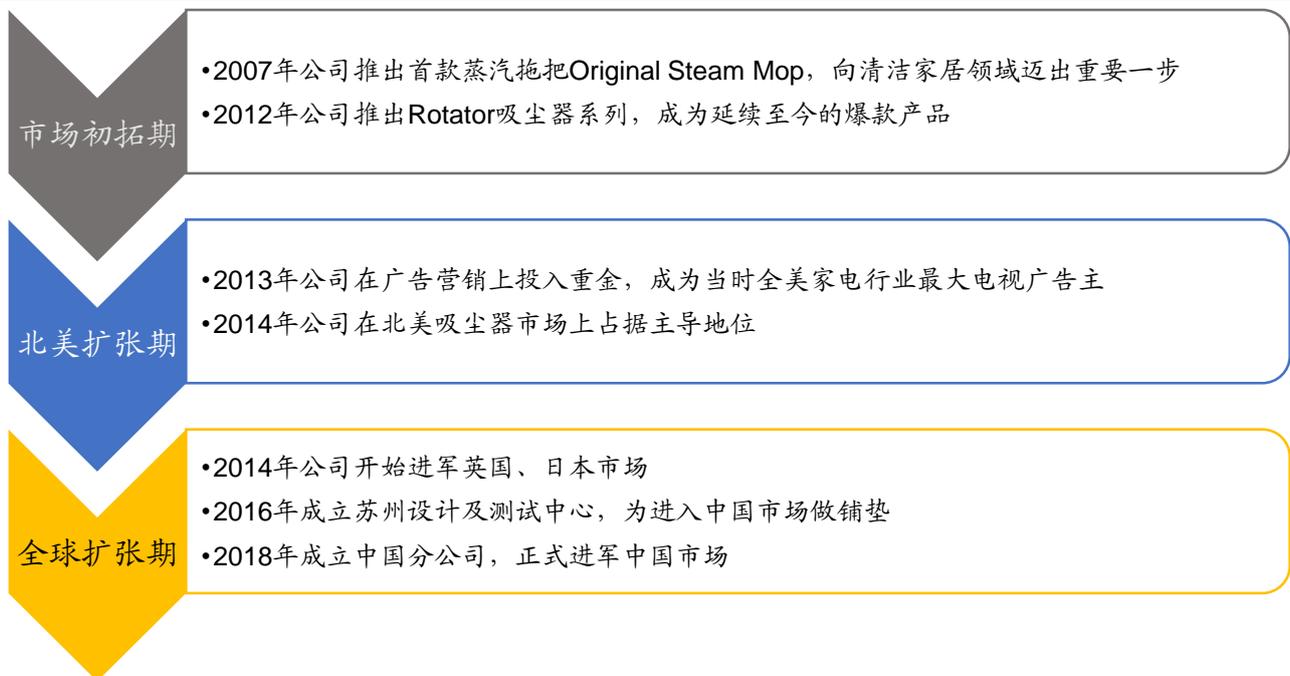
Shark品牌的历史发展大致可以分为以下三个阶段:

市场初拓期 (2010年-2012年): Shark品牌敏锐捕捉空白市场, 2010年前后凭借吸尘器业务发展迅速。在Dyson进入北美市场之前, 北美市场主要吸尘器品牌Eureka、Bissell、Hoover等的价位都在\$100以下。Dyson进入市场之后, 吸尘器产品的价格上限很快被提高到\$400以上。基于此, Shark抓住\$100的中低端机型和\$400的高端吸尘器中间巨大的市场空白, 推出\$150左右的Shark吸尘器, 迅速占领市场。(据Clean Home Guide资料, 2010年之前Euro-pro吸尘器产品市场份额仅占全美市场1%, 因此这里我们主要讨论Shark品牌2010年之后的发展。)

北美扩张期（2013年-2014年）：成功切入市场之后，投入大量的营销费用，公司在北美市场份额快速提升。为谋求品牌影响力的扩张，公司在电视广告上投入重金来强化Shark品牌在消费者心目中的形象。据Clean Home Guide等资料，2013年Shark仅电视广告投入就达到了1.3亿美金，成为当时美国家电行业最大的电视广告主。2014年公司在美市占率超过20%，成为北美市场极具竞争力的吸尘器巨头。

全球扩张期（2014年至今）：在占领北美市场之后，公司开始布局全球战略。除了进军英国、日本市场之外，公司近3年在中国的发展亦取得重大进展。2016年，早在公司被JS环球生活收购之前就已通过设立研发中心的方式探入中国市场，为后续的全面进入做好铺垫。2018年公司正式进军中国市场，Shark吸尘器产品正式进入国内。

图 9：Shark品牌发展大事记



数据来源：Shark 官网，广发证券发展研究中心

表 2: 2018年Shark旗下产品在美国市场份额及地位

产品图	代表类型	2018 按市场份额排名	2018 的市场份额 (%)	2018 年美国市场规模
 Shark DuoClean 立式吸尘器，带ZeroM技术自动清潔輥刷	吸尘器	美国市场第一	36.4%	31.9 亿美元
 Shark ION 750 Wi-Fi連接及聲控掃地機器人	扫地机器人	美国市场第二	19.0%	9.4 亿美元
 Shark Genius 蒸汽拖把	蒸汽拖把	美国市场第二	28.5%	3.1 亿美元

数据来源: Frost & Sullivan 报告, 公司招股说明书, 广发证券发展研究中心

注: 市场份额按零售额统计, 数据由 Frost & Sullivan 报告给出

2.2 Ninja—厨房电器新星

Ninja品牌专注厨房电器, 以食物料理电器起家。自1998年Ninja品牌创立以来, 旗下产品逐渐在美国市场上占据了愈发重要的地位。据Ninja官网等资料, 从2009到2014年5年时间, Ninja品牌经历了一个品类快速扩张的时期, 先后推出食物料理机、食物搅拌机、料理锅、咖啡机等多项产品。Ninja秉持“创新、易用”的产品理念打造产品, 逐步成长为美国厨房小家电领域内的领先品牌, 其分销网络遍布美国主要大型零售商和专卖店。

目前, Ninja品牌下产品大致可以分为三类: 食物料理电器、烹饪电器、茶&咖啡机。公司在售主要产品型号多达30余种, 数项爆款产品在美畅销, 据Frost & Sullivan数据, 其中搅拌机产品市场份额居美国第一, 烹饪煲居美国第二。如今, Ninja品牌旗下食物料理产品在初代基础上历经了几代革新, 产品功能愈发强大, 增加了如破壁、静音、加热等特色功能。

表 3: 2018年Ninja旗下产品在美国市场份额及地位

产品图	代表类型	2018 按市场份额排名	2018 的市场份额 (%)	2018 年美国市场规模
 <p>Ninja Mega 厨房系统</p>	搅拌机	美国市场第一	30.2%	4.53 亿美元
 <p>Ninja Foodi (空气油炸兼 压力煲)</p>	烹饪煲	美国市场第二	14.4%	6.0 亿美元
 <p>Ninja Coffee Bar 咖啡机</p>	咖啡机	美国市场第六	4.0%	-

数据来源: Frost & Sullivan 报告, 公司招股说明书, 广发证券发展研究中心

注: 市场份额按零售额统计, 数据由 Frost & Sullivan 报告给出

3. 深耕国内, 九阳实力奠定龙头地位

国内市场成长性强, 九阳股份领跑多个细分市场。JS 环球旗下子公司九阳股份在国内市场深耕多年, 凭借自身品牌实力在多个厨电细分领域占据了行业龙头地位。凭借着国内市场本身良好的成长性, 预计公司未来将持续受益于行业的消费升级。

中国市场规模保持高速增长, 且预计未来五年增速将得以延续。据 Frost & Sullivan 报告, 2014-2018 年中国小家电市场整体保持了 10% 左右的复合增速, 预计未来五年也将保持 11.6% 左右的复合增速。

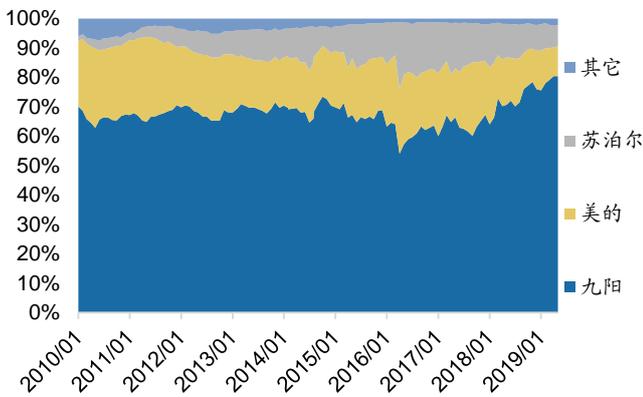
图 10: 2014-2023年中国小家电市场规模及增速 (十亿美元)



数据来源: Frost & Sullivan 报告, 公司招股说明书, 广发证券发展研究中心

纵观中国小家电市场, JS环球下属子公司——九阳股份在多个细分领域占据了的领先地位。据中怡康、Frost & Sullivan数据, 九阳股份市场份额位居小家电行业第三, 在豆浆机、榨汁机等食物料理领域份额排名第一。

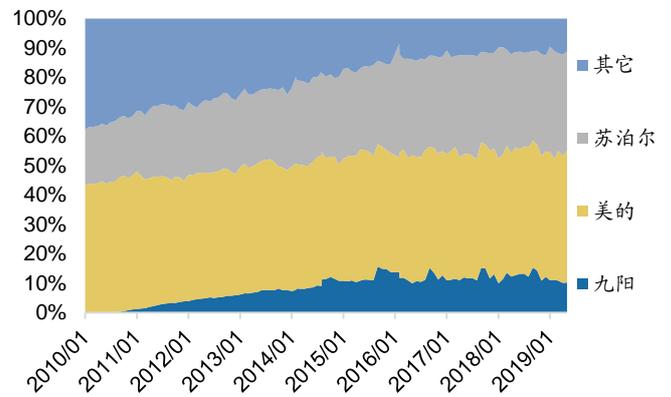
图 11: 2010-2019年豆浆机市场竞争格局



数据来源: 中怡康, 广发证券发展研究中心

注: 市场份额按零售额统计

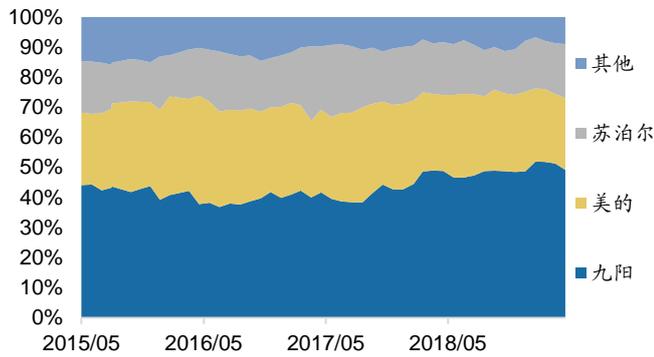
图 12: 2010-2019年电饭煲市场竞争格局



数据来源: 中怡康, 广发证券发展研究中心

注: 市场份额按零售额统计

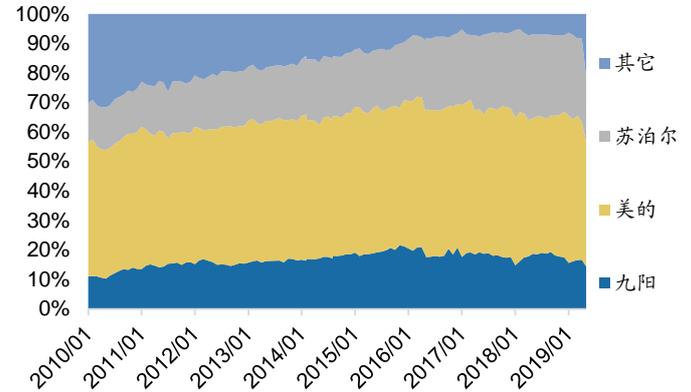
图 13: 2015-2019年榨汁机市场竞争格局



数据来源: 中怡康, 广发证券发展研究中心

注: 市场份额按零售额统计

图 14: 2010-2019年电磁炉市场竞争格局

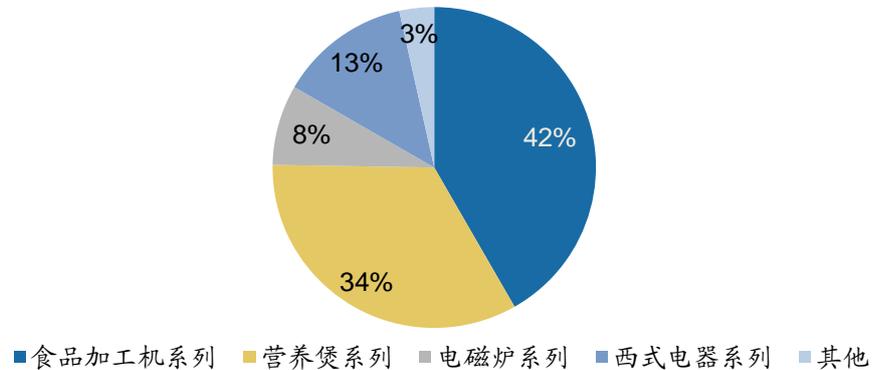


数据来源: 中怡康, 广发证券发展研究中心

注: 市场份额按零售额统计

其主要产品豆浆机的销售收入占比近几年呈现逐年下降的趋势, 主要由于公司正在经历从“九阳=豆浆机”向“九阳=品质生活小家电”的战略升级转型, 且在收购SharkNinja之后公司在高端家居环境电器领域也逐渐有所作为, 其多元化的产品结构策略预期也将为公司带来新的增长动力。

图 15: 2018年九阳股份营收构成情况



数据来源: 九阳股份年报, 广发证券发展研究中心

4. 珠联璧合, 打开全球市场

公司两大分部: SharkNinja分部和九阳分部不仅分别在美、中两个全球最大小家电市场上具有领先地位, 更通过多种形式实现协同效应。

◇ 在产品方面, SharkNinja通过更高的研发投入带动九阳提升整体研发实力, 公司通过建立全球研发中心, 加速双方技术升级;

- ◇ 在渠道方面，通过九阳在中国市场多年积累的渠道优势，将Shark及Ninja品牌积极引入中国市场；九阳通过给SharkNinja代工的形式，增加海外收入部分，2019年上半年九阳已实现海外收入3.2亿元人民币，其中2.6亿来自于SharkNinja代工业务；
- ◇ 在品牌方面，公司秉持差异化定位思路，品牌覆盖高、中、低端全领域细分市场，品牌之间具备良好的互补效果。

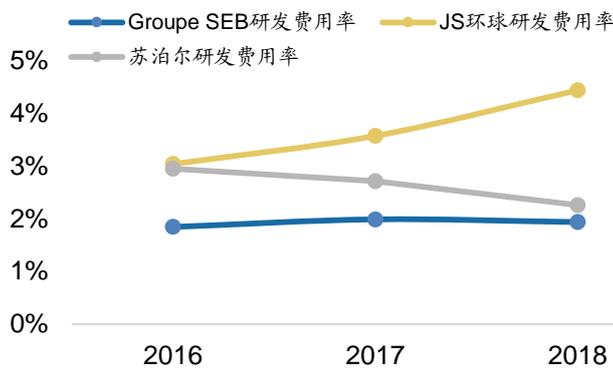
借助SharkNinja和九阳良好的基础，公司有望通过SharkNinja和九阳品牌拓展全球其他区域市场，或者通过收购兼并的方式实现全球扩张。

4.1 潜心研发，助力九阳超越同行

收购带动研发，研发助力创新，创新带来产品。 SharkNinja重视研发，收购SharkNinja有效带动九阳及公司整体研发，2016-2018年公司的研发投入显著高于同行。此外，公司在全球范围内建立了研发中心，未来有望加速区域间合作及思维共享。基于强大的研发实力，公司持续向市场推出具有创新性的小家电产品，具备较强的创新能力以及深厚的技术、设计壁垒。

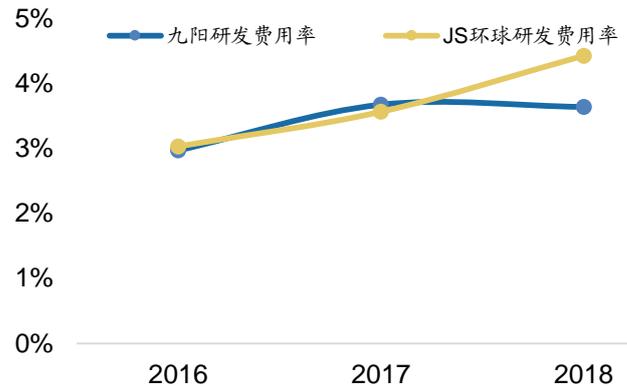
- **JS环球生活研发费用率高于对手。** 2018年研发费用超1亿美元，研发费用率4.4%。同业对比来看，相较于国际小家电巨头Groupe SEB以及国内小家电龙头苏泊尔，JS环球近三年研发费用率均高于3%，显著高于同业水平。
- **收购SharkNinja有效带动九阳及公司整体研发，助力公司未来的产品创新。** 对比控股子公司九阳股份来看，JS环球2018年研发费用约为8.3亿元人民币，而九阳研发费用为3亿元人民币，且JS环球2018年研发费用率显著高于九阳股份（2017年9月SharkNinja正式并表，故仅分析2018年数据），因此我们认为收购SharkNinja将有助于提升集团整体的研发实力，为公司今后产品创新积蓄能量。
- **公司在全球范围内建立了研发中心，未来有望加速区域间合作及思维共享。** JS环球目前已在美国、中国、英国的五座城市设立有全球研发中心，并通过技术整合在短时间内已经完成多项产品合作，分别在中美市场进行了成功的商业化推广，例如Ninja品牌下的Foodi原创系列的诞生，以及扫地机器人研发过程中获得的来自美国、英国、中国以及全球范围内的支持。未来公司有望通过区域间的合作及思维共享，进一步集中整合研发能力，将核心技术应用于不同市场的各产品类型。

图 16: 2016-2018年JS环球研发力度高于同行



数据来源: 公司招股说明书, 彭博, 广发证券发展研究中心

图 17: JS环球高研发助力九阳



数据来源: 公司招股说明书, 广发证券发展研究中心

强大的研发实力铸就, 为公司带来大量创新产品。JS环球所处行业竞争激烈, 行业特征包括: 频繁推陈出新、产品生命周期短以及迅速采用改良的技术及产品。为了在激烈的竞争中获得更好地生存与发展, 公司努力研究消费者喜好及行为, 专注于开发创新产品, 解决彼等的需求及痛点。例如, 公司成功推出了扫地机器人、无绳推式吸尘器、Foodi及破壁机等爆款产品, 反映出公司对消费者及市场的深刻洞悉。据招股说明书数据, 2018年, 公司新产品占总收入约22.4%, 反映公司拥有较强的产品革新能力, 善于创新。目前公司旗下拥有原创家电产品数十款, 其中包括:

- **尚客宁家旗下主要创新产品:** Shark吸尘器、Shark蒸汽拖把、ION扫地机器人、Foodi空气炸锅、Ninja厨房系统等。
- **九阳股份旗下主要创新产品:** 九阳豆浆机、九阳破壁机、九阳炒菜机器人、九阳榨汁机、九阳蒸汽电饭煲等;

公司拥有多项专利技术, 也曾获得多项设计大奖:

- 截止招股说明书中所述的最后实际可行日期, JS环球已注册重大发明专利共计73项, 正申请注册专利18项。
- 产品设计获得包括红点奖、IF设计奖等众多国际大奖, 创新能力备受市场认可。

表 4: 部分产品设计获奖一览

年份	奖项	产品	市场
2019 年	红点奖	九阳豆浆机 DJ13E-Q15	中国
2019 年	IF 设计奖	九阳破壁机 YJ08	中国
2019 年	红点奖、IF 设计奖	九阳蒸汽电饭煲 S5	中国
2019 年	IF 设计奖	九阳免洗破壁机 Y88	中国
2019 年	红点奖	Ninja 冷热冲泡系统	美国
2019 年	红点奖	Ninja FreshVac 技术智能屏 Blender Duo	美国
2019 年	红点奖、IF 设计奖	Shark 随手吸 ION W1	美国
2018 年	Home Appliances Watch Award by Kaden Watch& GetNavi	Shark Evoflex 吸尘器	日本
2018 年	Trusted Reviews-Blender of the Year	Ninja 搅拌机 CT610UK	英国
2017 年	中国设计红星奖	九阳净水器 7501	中国
2017 年	IF 设计奖	九阳破壁机 Y20	中国
2016 年	IF 设计奖	九阳炒菜机器人 J5	中国

数据来源: 公司招股说明书, 广发证券发展研究中心

4.2 协同发力, 助推双向渠道整合

JS 环球凭借遍及全球的渠道销售网络以及高效的渠道战略帮助 SharkNinja 和九阳实现了渠道网络协同。公司在中美小家电市场深耕多年, 拥有较为完善的分销渠道体系, 收购 SharkNinja 有利于加速双方在彼此市场间的渗透, 提升公司整体市场份额; 九阳通过帮助 SharkNinja 代工的方式已逐步实现外销收入的大幅扩张。

- 一方面, 公司将 Shark 及 Ninja 品牌积极引入中国市场。截止招股书所述最后实际可行日期, Shark 品牌已在中国开设了 194 个线下销售点, 并已建立起全渠道的销售网路, 通过九阳遍布中国的销售网络和强大的客户服务能力, 让中国的消费者更好地了解 Shark 品牌优秀的产品质量及产品体验并支持产品的高速渗透。
- 另一方面, 九阳通过为 SharkNinja 提供代工业务, 不断扩大其外销规模, 实现收入增长。九阳股份与 SharkNinja 的合作渐入佳境, 2018 年九阳实现了境外销售收入规模翻倍扩张, 2019H1 公司境外销售收入达 3.2 亿元人民币, 同比增长 1307%, 仅半年外销金额就已超过 2018 全年外销水平。

图 18: 九阳股份2017-2019H1境外销售情况 (亿元人民币)



数据来源: 九阳股份年报, 广发证券发展研究中心

4.3 分工明确, 品牌定位思路清晰

公司秉持差异化定位思路, 品牌覆盖高、中、低端全领域细分市场, 品牌之间具备良好的互补效果。基于明确的定位, 公司在市场营销方面进行了大量投入, 并在市场上获得业界认可, 旗下品牌屡获大奖, 享有较高的盈利水平。

JS环球根据差异化定位的思路, 将旗下三个品牌: 九阳、Shark、Ninja有针对性地定位于不同的细分市场。其中, 九阳品牌定位中端, 主打厨房电器; Shark和Ninja品牌瞄准美国及其他国家/地区的中高端市场, Shark专注于家居环境电器, 而Ninja锁定厨房电器。

表 5: 公司旗下品牌差异化定位一览

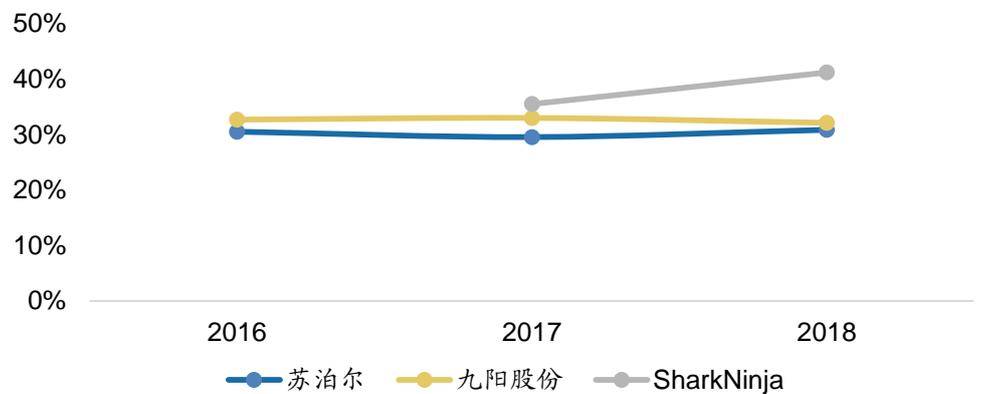
品牌	定位	细分市场	代表性产品
Joyoung 九阳	中端	厨房电器	九阳豆浆机
Shark	海外中高端市场	家居环境电器	Shark S9 吸尘器
NINJA	海外中高端市场	厨房电器	Ninja Mega 厨房系统

数据来源: 公司招股说明书, 广发证券发展研究中心

分别从SharkNinja和九阳来看:

- **Shark、Ninja品牌价值出众，消费者认可度高。**据全球市场调研机构J.D.Power（君迪）报告，公司旗下Shark品牌2017、2018连续两年获评客户满意度最高奖。据Frost & Sullivan报告，2018年SharkNinja在美国小家电市场上以20亿美元的零售额稳居行业第二。而在公司财务层面，品牌溢价主要表现在毛利率上，从下图的毛利率比较中我们也可以看出得益于品牌溢价，SharkNinja在市场上能够享有更高的毛利水平。
- **九阳品牌屡获大奖，品牌形象备受业界认可。**下图列举了部分JS环球旗下品牌所获奖项及认证，其中不乏如中国驰名商标之类消费者耳熟能详的称号。而其在电商平台所获的奖项也足以证明其近年来线上渠道的铺展工作已经取得实质性进展，品牌形象深入人心。

图 19: SharkNinja品牌溢价带来更高毛利率



数据来源：公司招股说明书，Wind，广发证券发展研究中心

表 6: 旗下品牌所获奖项（部分）一览

年份	奖项/认证	授予机构	获奖品牌
2019 年	2018 年度淘宝直播最佳商家	淘宝	九阳
2018 年	中国最具影响力的小家电品牌 (自 2009 年起连续十年)	中国家用电器研究院	九阳
2018 年	金麦奖产品类家电数码银奖	天猫	九阳
2018 年	2018 年天猫生活电器最受消费者喜爱爱国货品牌奖	天猫	九阳
2016 年	全国产品和服务质量诚信示范企业	中国质量检验协会	九阳
2012 年至 2019 年	驰名商标	国家工商行政管理总局商标局	九阳

数据来源：公司招股说明书，广发证券发展研究中心

更为重要的是，SharkNinja与九阳能够在品牌效应中实现相互补充，帮助九阳在国内清洁家居领域填补高端品牌的空白，实现公司整体高、中、低端品牌的全方位覆盖。

4.4 全球扩张可期，剑指创新型小家电的全球领导者

借助SharkNinja和九阳良好的基础，公司有望通过SharkNinja和九阳品牌拓展全球其他区域市场，如英、日及其他。借助SharkNinja和九阳的良好现金流以及上市融资，公司未来有望通过收购兼并的方式实现全球快速扩张，进一步实现全球小家电龙头的战略目标。

公司制定了“寻求战略合作和收购”的战略，致力于寻求长期稳定增长并持续提升作为全球领先小家电企业的市场地位。对于具有协同效应的收购，公司已经在这方面展现了强大的执行能力，如对SharkNinja的收购大大提升了公司的竞争力，加快了公司进入新市场的步伐。为实现未来增长，公司可能在考虑各项因素后（如潜在合作伙伴或收购目标的财务及竞争状况），选择性地寻找可以实现业务互补或符合战略重点的战略合作与收购，例如进军新市场、锁定行业领先专有技术等。追求战略合作与收购时，公司拟继续在交易框架上保持弹性。公司将持续专注于战略伙伴的有效合作以加强公司收购的业务，并计划通过战略合作和收购发挥最大的协同效应。

5. 投资建议

JS环球生活作为中美小家电市场龙头，深耕于清洁家居、厨房电器等多个细分领域。公司完成对美国小家电龙头企业SharkNinja的股权收购，成功开辟了海外市场，有效推进全球化战略布局。

SharkNinja分部和九阳分部不仅分别在美、中两个全球最大小家电市场上具有领先地位，更通过多种形式实现协同效应，具体来看：1）产品力：通过全球研发合作，继续推进产品创新，改进产品功能特性，打造更多爆款；2）渠道力：通过内外渠道整合，实现SharkNinja在中国市场的有效切入，同时帮助九阳进一步释放外销增长动力，实现渠道协同；3）品牌力：公司旗下品牌有效覆盖高、中、低端全领域市场，未来有望通过品牌间的差异化互补实现整体份额的进一步提升。

目前九阳通过协同研发、外销代工等形式与SharkNinja已经实现初步协同，2018年以来外销收入大幅增长；长期来看，九阳有望借助公司整合所带来的协同效应，进一步激发其产品、渠道、品牌实力，抢占更多市场份额，维持“买入”评级。

同时，我们也看好小家电行业的全球化趋势，建议关注控股股东为SEB（全球小家电龙头）的国内小家电公司苏泊尔，以及小家电出口龙头新宝股份。

6. 风险提示

原材料价格上涨

原材料价格上涨将提升制造成本，使得公司盈利能力下降，进而影响公司业绩。

小家电市场需求趋弱

小家电市场需求下降将导致公司产品需求受影响，影响公司利润。

竞争加剧导致盈利能力下降

小家电市场新进入者较多，若竞争加剧有可能导致份额、均价产生压力，从而影响公司的盈利能力。

全球扩张面临的外部风险和整合不利风险

全球各地政治环境、汇率环境不一，扩张过程有可能出现预料不足的风险；若采用收购兼并的方式扩张，有可能面临收购整合不利的风险

广发家电行业研究小组

- 曾 婫：首席分析师，武汉大学经济学硕士，2017年进入广发证券发展研究中心，2018年水晶球第二名、IAMAC（中国保险资产管理业最受欢迎卖方分析师）第一名。
- 袁 雨 辰：资深分析师，上海社科院经济学硕士，2017年进入广发证券发展研究中心，2018年水晶球第二名、IAMAC（中国保险资产管理业最受欢迎卖方分析师）第一名。
- 王 朝 宁：资深分析师，乔治华盛顿大学金融学硕士，2018年进入广发证券发展研究中心，2018年水晶球第二名、IAMAC（中国保险资产管理业最受欢迎卖方分析师）第一名。
- 黄 涛：研究助理，同济大学工学硕士，2018年进入广发证券发展研究中心，2018年水晶球第二名、IAMAC（中国保险资产管理业最受欢迎卖方分析师）第一名。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 35楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大 厦31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18 层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。