

证券研究报告 | 公司深度报告

家电 | 小家电

乘风破浪会有时 直挂云帆济沧海

JS环球生活深度报告

史晋星

shijinxing@cmschina.com.cn

S1090522010003

彭子豪

pengzihao@cmschina.com.cn

S1090522120001

纪向阳

研究助理

jixiangyang@cmschina.com.cn

CMS 招商证券

2022.12.12

目录

- 复盘：收购**SharkNinja**，强强联手发挥全方位协同
- 产品：老品提份额，新品拓增量，美国基本盘根基稳固
- 区域：英国市场快速突破，跨国复制高增魔力
- 盈利预测及投资评级

1.1 JS环球生活收购SharkNinja,复刻SEB集团全球扩张

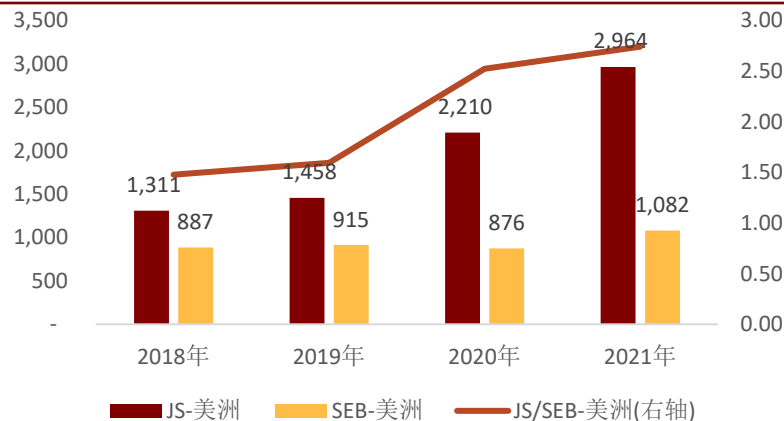
- 纵观全球家电市场，以SEB集团为代表的跨国小家电巨头依赖对本土化小家电品牌的持续兼并收购，通过区域扩张+品类延申实现业绩长期稳定增长，2021年收入80.6亿欧元，营业利润8.13亿欧元。

年份	收购品牌	跨国品牌	高端品牌	专业品牌	地区	主要产品
1968	Tefal	√			法国	不粘锅、吸尘器、蒸汽熨斗、电饭锅
1972	Calor				法国	蒸汽电熨斗、电动剃须刀、吹风机
1988	Rowenta	√			德国	吸尘器、熨斗、加湿器、吹风机
1997	ARNO				巴西	电熨斗、榨汁机
1998	Samurai				哥伦比亚	电风扇、电熨斗、吸尘器、榨汁机
2001	Moulinex	√			法国	料理机、榨汁机
2001	Krups	√			德国	专业咖啡机、多士炉、搅拌机
2004	All-Clad	√	√		美国	多成复合锅具、不锈钢锅、不粘锅
2005	LAGOSTINA	√	√		意大利	不粘锅、不锈钢锅、刀具
2005	PANEX				巴西	不粘锅、压力锅、厨具
2006	WearEver				美国	不粘锅、压力锅、面包机
2006	Mirro				美国	不粘锅、压力锅
2007	苏泊尔				中国	压力锅、电饭煲、空气净化器、油烟机
2010	IMUSA				哥伦比亚	不粘锅、压力锅、塑料器皿、榨汁机
2011	Asia Fan				越南	电风扇
2011	Maharaja				印度	混合研磨机、蒸汽熨斗、冷风机
2015	OBH Nordica				瑞典	搅拌机、面包机、空气净化器、剃须刀
2016	WMF	√	√	√	德国	专业咖啡机、炊具、厨具、酒店设备
2016	EMSA				德国	水壶、保温瓶、食品盒、厨房小工具
2017	Swizzz Prozzz				瑞典	小型手动切碎机
2019	Wilbur Curtis	√		√	美国	咖啡机及零配件
2019	Krampouz	√	√	√	法国	华夫饼机、班戟炉

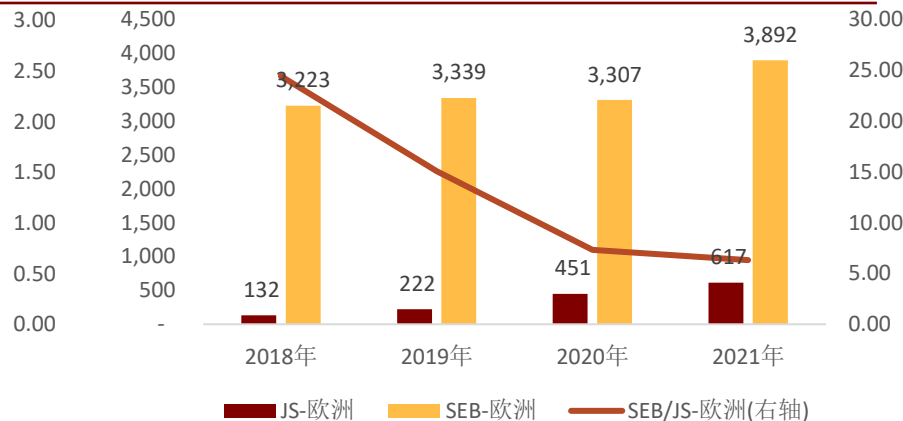
1.1 JS环球生活收购SharkNinja,复刻SEB集团全球扩张

自2017Q4收购SN以来，**2018-2021年JS环球生活和SEB收入差距从2.5倍缩小到1.6倍**，其中美洲区域领先优势扩大，欧洲及亚太区域追赶势头明显。

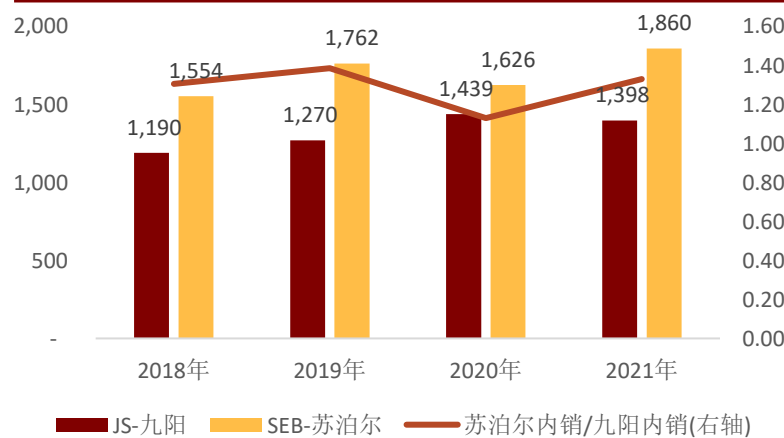
2018-2021年JS美洲区域领先优势扩大



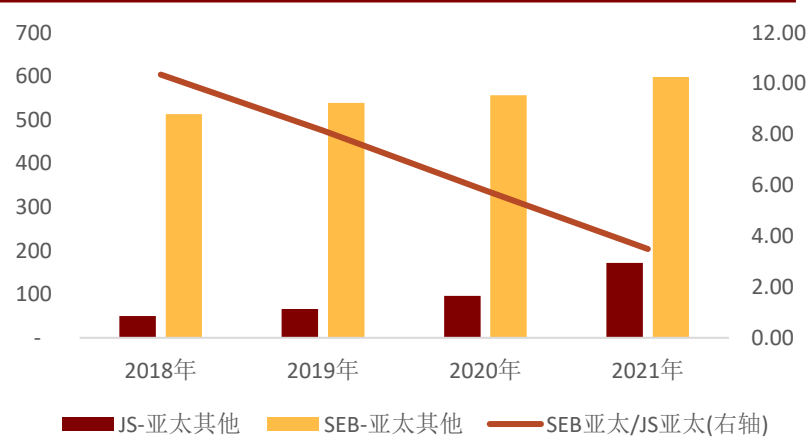
2018-2021年JS欧洲区域追赶势头明显



2018-2021年九阳&苏泊尔内销齐头并进



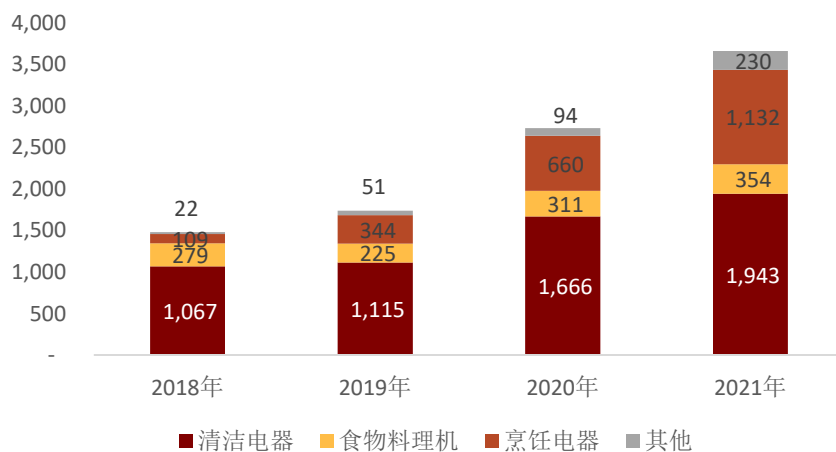
2018-2021年JS亚太区域追赶势头明显



1.2 产品协同：九阳+SN强强联合，规模快速扩张

- SharkNinja在清洁电器领域技术及品牌优势突出，九阳在小厨电领域耕耘多年，2019年收购速感科技加强扫地机器人导航，强强联手优势互补：
 - **清洁电器**：2018-2021年收入复合增长22%，远超行业增速10.1%（欧睿），扫地机器人20-21年市场份额20%左右仅次于IROBOT
 - **食物料理**：2018-2021年收入复合增长8%，超行业平均增速4.3%（欧睿）。
 - **烹饪电器**：2018-2021年收入复合增长118%，主要是九阳研发支持下Foodi产品系列（多功能压力锅、空气炸锅、烧烤架、烤箱、不粘锅）大获成功
 - **其他**：2018-2021年收入复合增长118%，公司快速进入空气净化器、个护吹风机、户外产品、刀具炊具、冰淇淋机等市场，取得规模持续扩张

SharkNinja 2018-2021年收入CAGR=36% **Ninja Foodi产品系列**



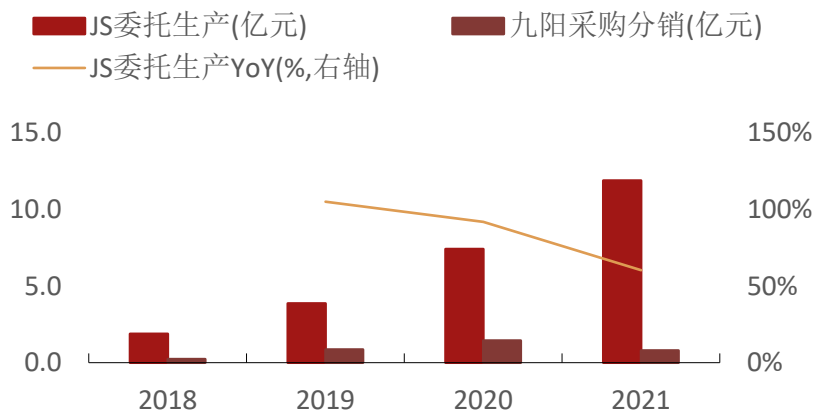
1.3 供应链协同：降本控费、最大化全球资源效率

JS加强供应链协同降本，在关税和海运费用大幅波动背景下保持盈利稳定。

- **成本管控：**JS成立供应链小组，九阳和SN采购协同提高议价能力，2019年首年即有1500万美金的节省，2020年全年节省约5000万美金，2022年全年预计可节省6400万美金，之后每年预计可节省5000万美金；
- **关税扰动：**尽管2018年9月以来中美关税摩擦不断，但在供应商逐步转产越南（莱克/富佳均已在越南投产基地）及供应链部分承担（以吸尘器为例，富佳股份2019年1月起销往美国shark的吸尘器承担关税比例3%左右）帮助下，SN毛利率基本保持在40%-41%
- **海运波动：**疫情冲击下2021-2022年全球海运价格经历大幅波动，同行VeSync最高峰海运费用占比上升至12%，SN签署长协抵御海运价格冲击，保持净利率平稳

九阳关联采购交易规模扩大（亿元）

富佳股份代工吸尘器出厂价受关税影响情况



时间段	2018年1月至2018年8月	2018年9月至2019年4月	2019年5月至2019年11月	2019年12月至2020年12月	2021年1月至2021年6月
关税税率	0%	10%	25%	0%	25%
总销量（万台）	189.76	182.63	153.90	350.45	154.86
月均销量（万台）	23.72	22.83	21.99	26.96	25.81
平均售价（元/台）	352.73	361.83	326.32	346.06	362.31

1.4 渠道协同：DTC、电商、线下全方位发力

- **国内：**九阳渠道布局完整，全国范围内已建立4万余个销售终端，并与苏宁、国美、永乐、大润发、家乐福、沃尔玛、华润等国内头部KA及商超均建立合作关系。同时，2017年开始公司积极探索高端品牌店建设，截至21年底已拥有超1500家品牌店，超250家Shark销售网点。
- **海外：**SharkNinja全渠道销售模式，海外除与亚马逊线上平台建立有合作关系外，与（北美）沃尔玛、Target、Costco、Kohl's、Bed Bath&Beyond、山姆会员店，（英国）Argos、Pricemart、Currys，（日本）山田电机、Bic Camera等主要零售商均有长期合作关系。
- 截至22H1公司在北美DTC/线上/线下销售比重1：3：6，英国线上/线下销售比重5：5，欧洲新市场线上/线下销售比重2：1

JS环球全球化布局

地区	国家
美洲	美国、加拿大
欧洲	英国、德国、法国、意大利、西班牙
亚太	中国、日本、韩国、澳大利亚、新西兰、以色列

数据来源：公司官网、招商证券

1.5 管理团队：全球化运营团队

- 全球化管理团队。董事会（截至21年底）：中国香港4人，中国大陆2人，美国1人，瑞典1人，新加坡1人

JS环球重要管理人员一览

姓名	JS环球 职位	九阳 职位	SharkNinja 职位	加入公 司时间	相关履历
王旭宁	董事长、CEO 兼执行董事	创始人 兼董事长	全球首席 执行官	1994年3月	07年至今任九阳董事长；07年-19年任九阳总经理兼总裁；94年创立九阳
Mark Barrocas	全球总裁		总裁	2017年9月	08年至今任SharkNinja总裁；05-08年任Aramark Uniforms的Wearguard部门总裁；05年任Broder Bros. Co. 总裁；03-05年任Broder Bros. Co. Alpha部门销售及营销总裁兼非执行副总裁
杨宁宁		总经理 兼董事		1997年3月	19年至今任九阳总经理；18年至今任SharkNinja中国董事长；10年至今任九阳董事；14-19年任九阳副总经理；07-13年任九阳CFO
韩润	执行董事、 CFO	副董事长		2004年2月	15-19年任九阳董秘及副总经理；07-15年任九阳副总裁；05-07年任山东九阳法律部主任及行政总监；04-05年任山东九阳行政中心经理；
Paul Carbone			CFO	2022年11月	22年至今任SharkNinja公司CFO；18-22年任YETI公司CFO；曾任Talbots公司（一家美国女装公司）COO及Dunkin' s Brands公司包括CFO在内的多个财务相关要职。
阚建刚		CFO		2022年3月	曾任罗伯特·博世集团事业部区域商务总监、天齐锂业海外财务总监、JS 环球财务总监

数据来源：公司公告、公司新闻稿、招商证券

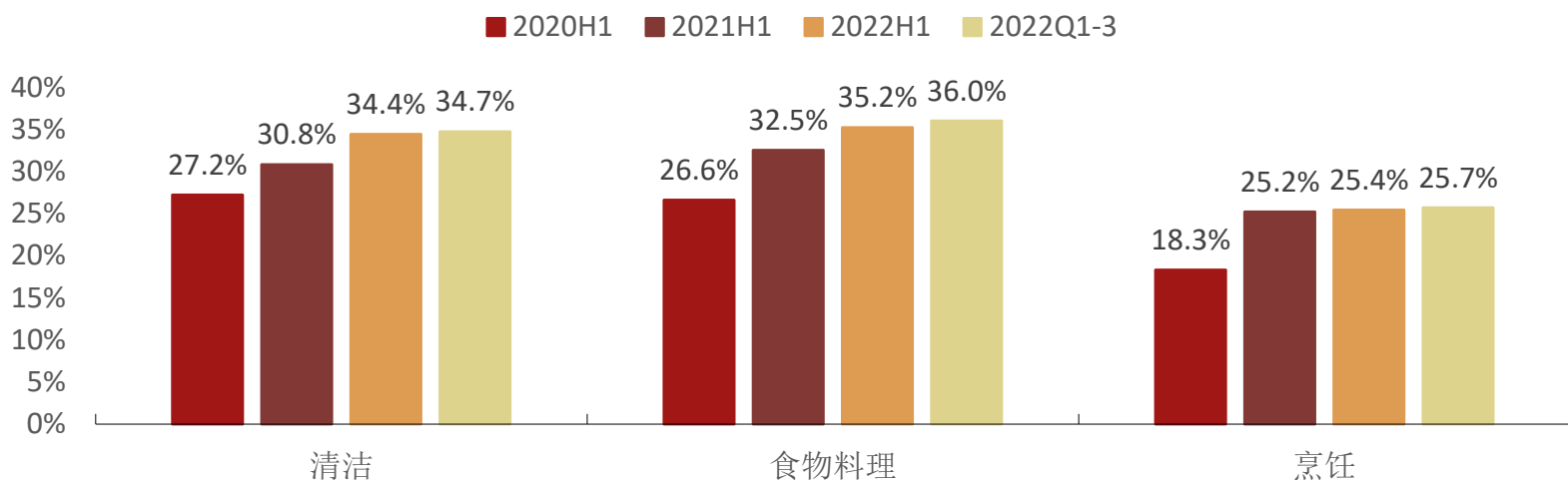
目录

- 复盘：收购**SharkNinja**，强强联手发挥全方位协同
- 产品：老品提份额，新品拓增量，美国基本盘根基稳固
- 区域：英国市场快速突破，跨国复制高增魔力
- 盈利预测及投资评级

2.1 优势品类基本盘稳固，Shark及Ninja份额领先

- 美国市场基本盘稳固，Shark吸尘器稳居第一，Ninja全美厨房小家电排名第一
 - 清洁电器：22年前三季度34.7%，2020H1至今份额提升7.5pct
 - 食物料理：22年前三季度36.0%，2020H1至今份额提升9.4pct
 - 烹饪电器：22年前三季度25.7%，2020H1至今份额提升7.4pct

北美市场主要品类份额变化



2.1 优势品类快速迭代出新

表：JS环球优势品类技术更迭情况

Shark产品发展史		Ninja产品发展史	
2006年	首款蒸汽拖把	2009年	Ninja Master Prep, 碎冰功能
2008年	No-Loss-of-Suction立式吸尘器	2010年	Ninja 厨房系统
2010年	Lift-Away技术	2014年	Auto-IQ技术, 分解水果蔬菜提取营养
2014年	Powered Lift-Away技术	2015年	Ninja Coffee Bar咖啡机
2016年	Duo Clean技术	2016年	内置综合牛奶起泡器
2017年	Shark ION扫地机器人	2017年	Ninja冷热冲泡系
2018年	Wandvac随手吸	2018年	Fresh Vac技术, 除氧保鲜
2018年	ZeroM自清洁刷头技术	2018年	Foodi系列, 加压蒸煮+空气油炸、TenderCrisp技术
2019年	Shark ION扫地机器人	2019年	Hot&ColdBrewed系统
2020年	自动清空功能扫地机器人	2020年	Smart XL 6 in 1室内烤烧烤炉
2020年	配备Vertax科技的吸尘器	2020年	NeverStick Premium永不粘锅具系列
2020年	AI Robot人工智能扫地机器人	2020年	Deluxe XL 压力锅附DualZone科技
2021年	吹风机Hyper Air IQ技术	2021年	冰淇淋机Creamify技术
2022年	空气净化器Clean Sense IQ技术	2022年	室外烧烤炉
2022年	吸尘器气味中和技术 (Stratos配备)	2022年	刀具NeverDull永不钝系列

2.1 优势品类市场空间广阔

美国是全球最大的小家电市场之一，据Euromonitor统计，目前JS已进入的主要品类2021年合计市场空间达220亿美金，2017-2021年年化复合增长5.1%

- 吸尘清洁类 (Vacuum Cleaners) : 行业51.1亿美金 (+3.4%)
 - ✓ 吸尘器: 行业规模36.9亿美金 (-0.9%)
 - ✓ 扫地机: 行业规模14.2亿美金 (+21.2%)
- 食物处理类 (Food Preparation Appliances) : 行业35.3亿美金 (+2.9%)
- 烹饪类 (Small Cooking Appliances) : 行业86.5亿美金 (+5.9%)
 - ✓ 轻油炸锅 (Light Fryers) : 行业规模8.2亿美金 (+23.2%)
- 空气治理类 (Air Treatment Products) : 行业97.7亿美金 (+5.3%)
 - ✓ 空气净化器: 行业规模10.3亿美金 (+6.3%)
- 个护类 (Personal Care Appliances) : 行业63.2亿美金 (+2.3%)
 - ✓ 美发类: 行业规模21.9亿美金 (+2.7%)

2.2 产品矩阵全面

- Shark: 清洁电器、空气净化器及个护
- Ninja: 烹饪电器、食物料理电器、刀具炊具及其他

表：Shark及Ninja主要产品矩阵（备注栏）

Shark									
清洁电器						其他			
立式吸尘器	无线吸尘器	有线吸尘器	手持吸尘器	扫地机	蒸汽拖把	空气净化器	吹风机		
									
Ninja									
烹饪电器						食物料理电器		其他	
压力锅	空气炸锅	电烤箱	烤面包机	室内烤架	咖啡机及电热水壶	料理机	榨汁机	刀具	冰激淋机
									

数据来源：公司官网、招商证券

2.2 新品类拓展：持续拓展新品类

表：新品类拓展是公司重要发展战略

面向未来的
综合性必胜
增长战略

新品类增长 2021年新品



新品类开拓 2022年新品



新品类进入市场 2022年新品

室外烧烤炉 干/湿地面清洁产品

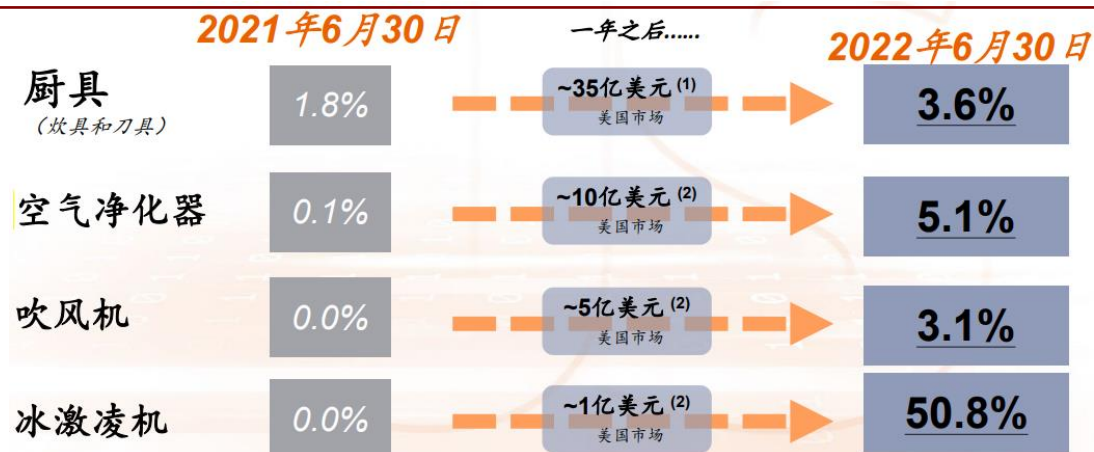


数据来源：公司公告、招商证券

2.2 新品类拓展：扩张市场容量、提高天花板

- **Ninja新品类拓展尤为成功，Foodi系列从多功能高压锅切入空气炸锅普及红利**
 - 空气炸锅（8亿美金）：Ninja Foodi多功能空气炸锅取得全美份额第一；
 - 刀具炊具（35亿美金）：21H1份额1.8% → 22H1份额3.6%（NPD）
- **Shark全方位对标Dyson，扫地机器人虎口夺食成功拿下北美份额第二**
 - 扫地机器人（14亿美金）：0% → 20%（NPD），以IROBOT为例，扫地机北美业务收入8亿美元，市场份额50%；
 - 空气净化器（10亿美金）：21H1份额0.1% → 22H1份额5.1%（NPD），以VeSync为例空净+滤网规模2.5亿美元，全美市场份额23%；
 - 吹风机（5亿美金）：21H1份额0% → 22H1份额3.1%（NPD）

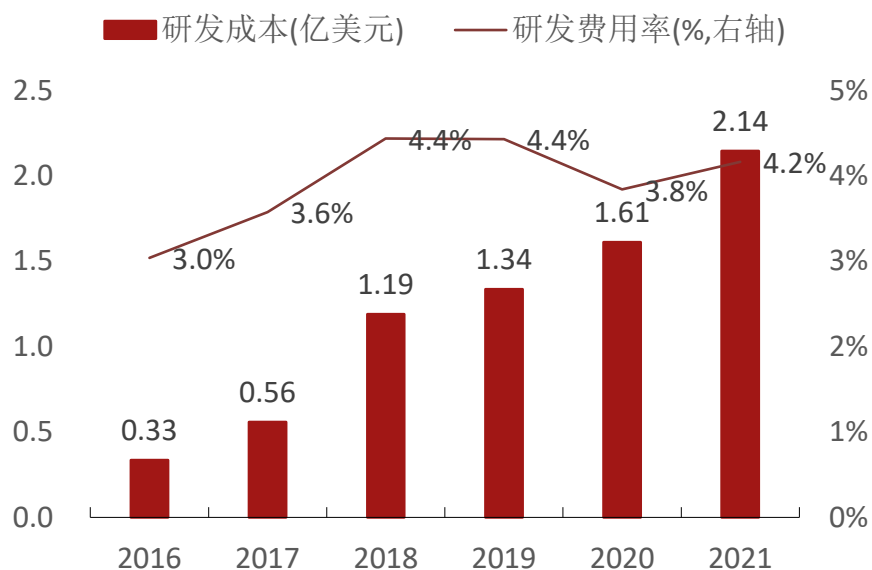
新品市场容量高，份额快速拓张



2.3 推新实力：研发投入强劲，消费者洞察优先

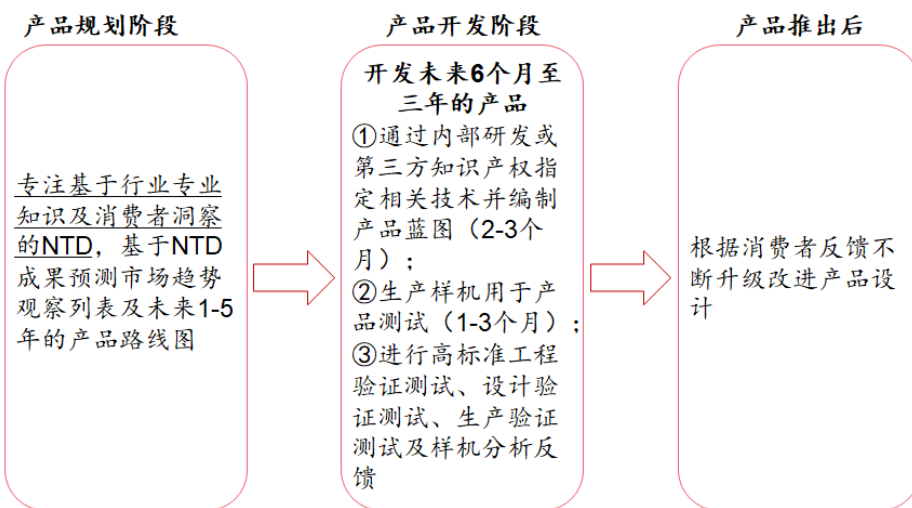
- 研发投入：2021年研发费用为2.14亿美元，占营业收入的4.16%，2016-2021年研发费用年化复合增长45%
- 全球五大研发基地：杭州、深圳、苏州、波士顿、伦敦
- 研发流程：用户优先，重视消费者洞察

JS全球研发投入（费用化，亿美元）



数据来源：公司年报、招商证券

JS全球研发流程

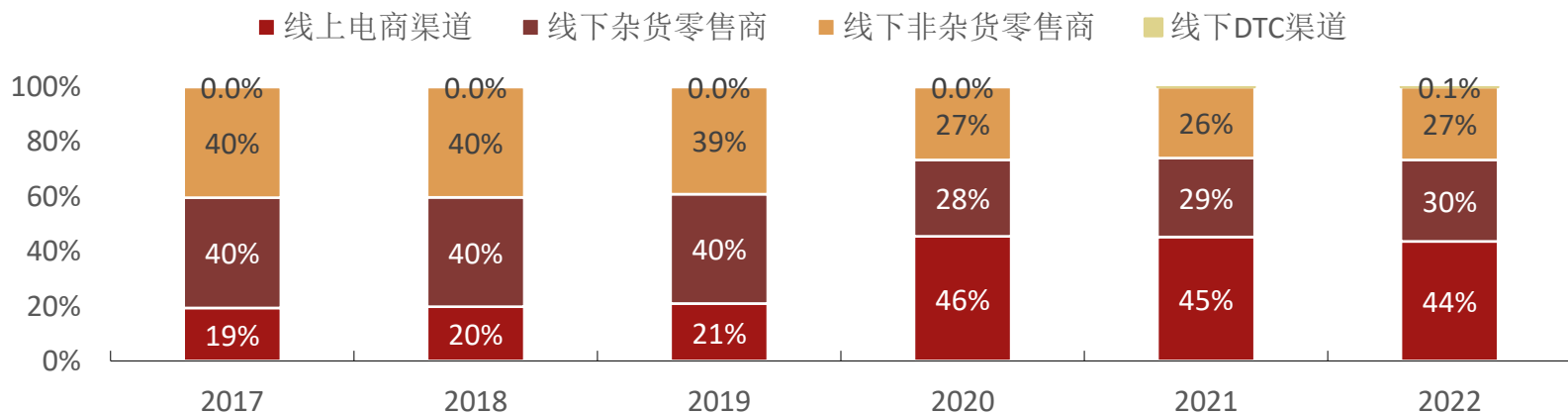


数据来源：招股说明书、招商证券

2.3 全渠道布局、广告投入持续

- 线上渠道（约30%）：Amazon，沃尔玛在线等
- 线下渠道（约60%）：沃尔玛、Target、Costco、Kohl's、Bed Bath & Beyond、山姆会员店等头部零售商
- DTC渠道（约10%）：自营商城、电视购物等

美国小家电市场仍以线下渠道为主



数据来源：欧睿、招商证券

2.3 美国市场：收入上限达70亿美元，发展空间广阔

- 我们预计JS环球生活美国市场收入可达到70亿美元，较21年北美市场收入仍有近150%提升空间，考虑到公司品类持续拓展且冰激淋机等市场仍处于导入期，未来市场空间天花板有望持续抬升。

北美市场收入测算（亿美金，%）

	数据来源	2017	2021	2026E	CAGR (21-26)	份额	稳态终端 收入预测
真空吸尘类	欧睿	45	51	77	8.6%	30%	23
食物料理类	欧睿	31	35	47	5.8%	30%	14
烹饪类	欧睿	69	86	116	6.0%	25%	29
美发类	欧睿	20	22	26	3.8%	15%	4
空气处理类 (除制冷类外)	欧睿	15	25	59	19.1%	20%	12
刀具炊具	NPD		35	39	2.0%	15%	6
冰激淋机	NPD		1	4	30.0%	40%	1
合计		180	255	368			89
稳态公司收入预测							72

数据来源：Euromonitor、NPD、招商证券；

备注：1) 此处以26年市场规模作为稳态市场规模；

2) 刀具炊具及冰激淋机市场规模数据来自公司公告及NPD，其余来自Euromonitor；

3) 真空吸尘类、食物料理类、烹饪类、美发类、空气处理类（除制冷类外）2021-2026年CAGR来自Euromonitor预测值；

4) 公司收入预测中核心假设为公司渠道结构维持30%线上+60%线下+10%DTC，其中线下渠道收入确认比例为67%。

目录

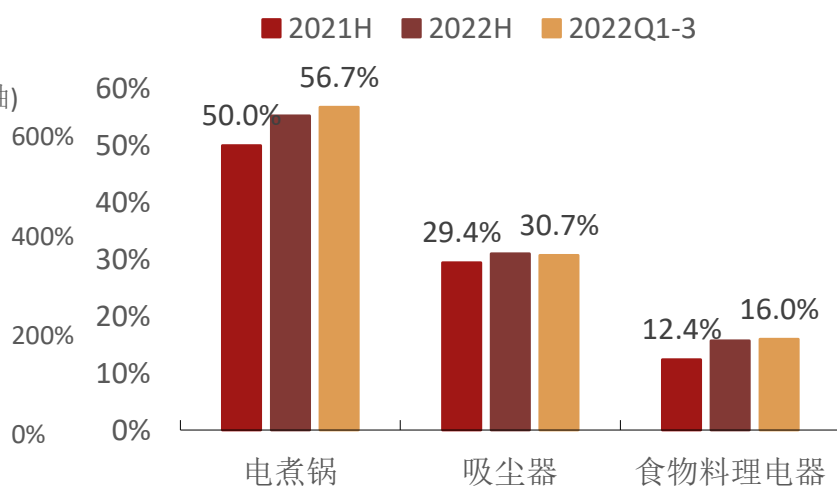
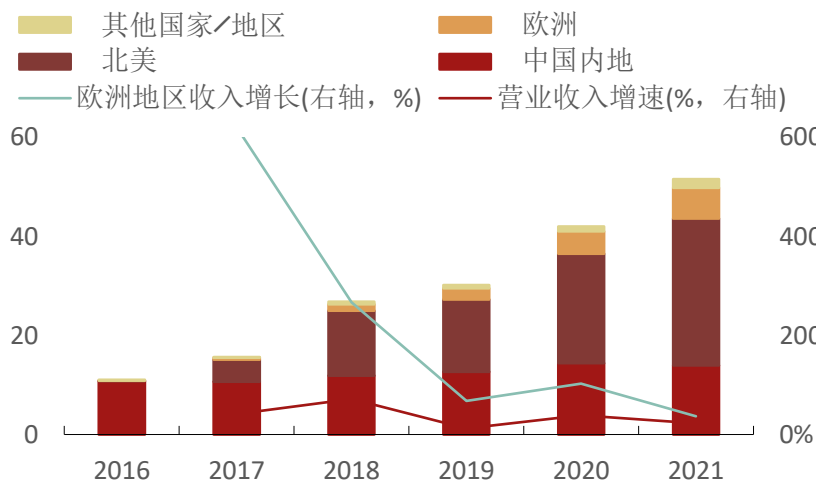
- 回顾：收购**SharkNinja**，强强联手发挥全方位协同
- 产品：老品提份额，新品拓增量，美国基本盘根基稳固
- 区域：英国市场快速突破，跨国复制高增魔力
- 盈利预测及投资评级

3.1 全球扩张：2014年布局全球，英国市场培育完成

- SharkNinja于2014年开始布局国际市场，首先进入英国，目前已经进驻德国、法国、意大利、西班牙、日本等多个主要市场。
- 目前英国市场实现份额领先，2022年前三季度，GfK统计销售额口径，电煮锅56.7%，吸尘器30.7%，食物料理电器16.0%，其中吸尘器零售额份额在2020年超越戴森成为第一。

JS环球分地区收入情况（亿美元，%）

英国地区三大品类市占率变化（%）

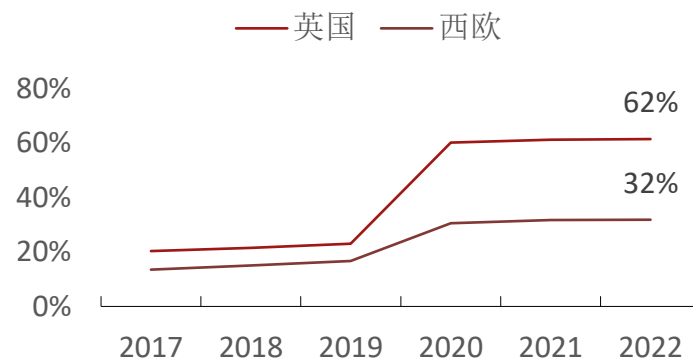
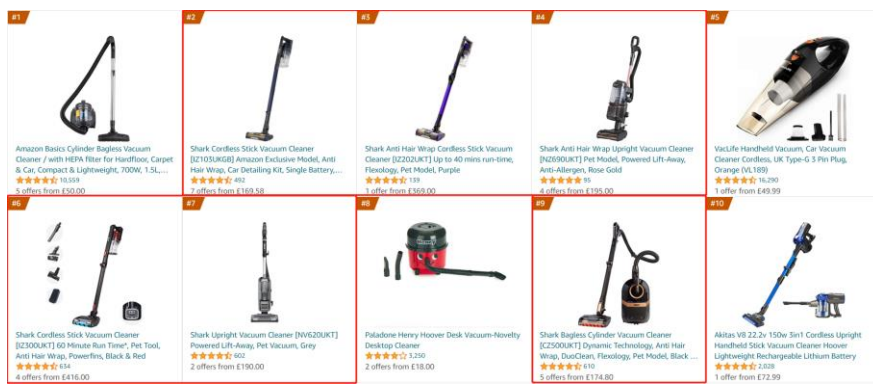


3.2 英国市场：天时地利人和，实现快速突破

- **天时**：2017年JS完成对SharkNinja的收购，2018年在戴森诉吸尘器外观侵权专利案中胜诉，免除侵权忧虑。
- **地利**：英国线上消费占比高，据欧睿统计，2022年英国小家电市场线上消费比例达61.5%，欧洲主要经济体中最高。
- **人和**：2018年任命Matt Broadway前戴森高管为欧洲总裁，曾于戴森英国及法国智能家居公司Netatmo任职；2022年任命Tom Brown为欧洲总裁，拥有20年消费品及科技行业经验（曾于Jabra(GN)丹麦捷波朗、TomTom荷兰地图&导航公司、House of Fraser英国百货集团担任要职）；重视营销及销售团队合作，及消费者需求洞察。

Shark吸尘器霸榜英亚Bestseller

英国小家电线上消费占比及变化



3.2 英国市场：渠道，借助电商渗透线下

- **渠道**：先以线上渠道拓展，降低仓储物流费用，销售突破后拓展线下渠道，目前英国线上：线下约为50%：50%。

- **Shark VS Dyson**

- ✓ **产品运营**：店铺装修+旗舰店运营 VS 单品运营
- ✓ **发货模式**：亚马逊代发货模式 VS 经销商自发货模式

Shark以旗舰店运营模式为主

Dyson以单品运营模式为主

Shark Stratos Cordless Stick Vacuum Cleaner [I2420UKT] with Anti Hair Wrap Plus & Clean Sense IQ, Pet Pro Model, Double Battery, Charcoal/Silver

Visit the Shark Store

★★★★★ 93 ratings

Amazon's Choice for "shark stratos cordless"

£549⁹⁹

FREE Returns

Style Name: Double Battery, Pet Pro Model

Double Battery, Pet Pro Model
£549.99

Single Battery

1 option from £475.00

Single Battery, Pet Pro Model
£379.00

£549⁹⁹

FREE Returns

FREE delivery Tuesday, December 6. Details

Or fastest delivery Monday, December 5. Order within 12 hrs 46 mins. Details

Deliver to Coventry CV1 5

Only 1 left in stock.

Add to Basket

Buy now

Secure transaction

Dispatches from Amazon

Sold by Amazon

Packaging Shows what's inside...

Details

Dyson V8Animal Handheld Vacuum Cleaner

Brand: Dyson

★★★★★

940 ratings

Amazon's Choice for "dyson vacuum cleaner"

£327⁵⁰

Brand Dyson

Special feature Cordless, Full reservoir indicator, Bagless

Form factor Handheld

Colour Blue and Silver

Filter type Cartridge

About this item

- Direct drive cleaner head : drives bristles deeper into the carpet to remove even more dirt. 150 percent more brush bar power than the Dyson V6 Animal vacuum.
- Whole machine filtration : captures allergens and expels cleaner air than the air you breathe.
- Up to 40 minutes of suction : powered by a new Nickel Cobalt Aluminium

Buy new:

£327⁵⁰

FREE delivery December 7 - 9. Details

Deliver to Coventry CV1 5

In stock.

Quantity: 1

Add to Basket

Buy now

Secure transaction

Dispatches from urboturbo25

Sold by urboturbo25

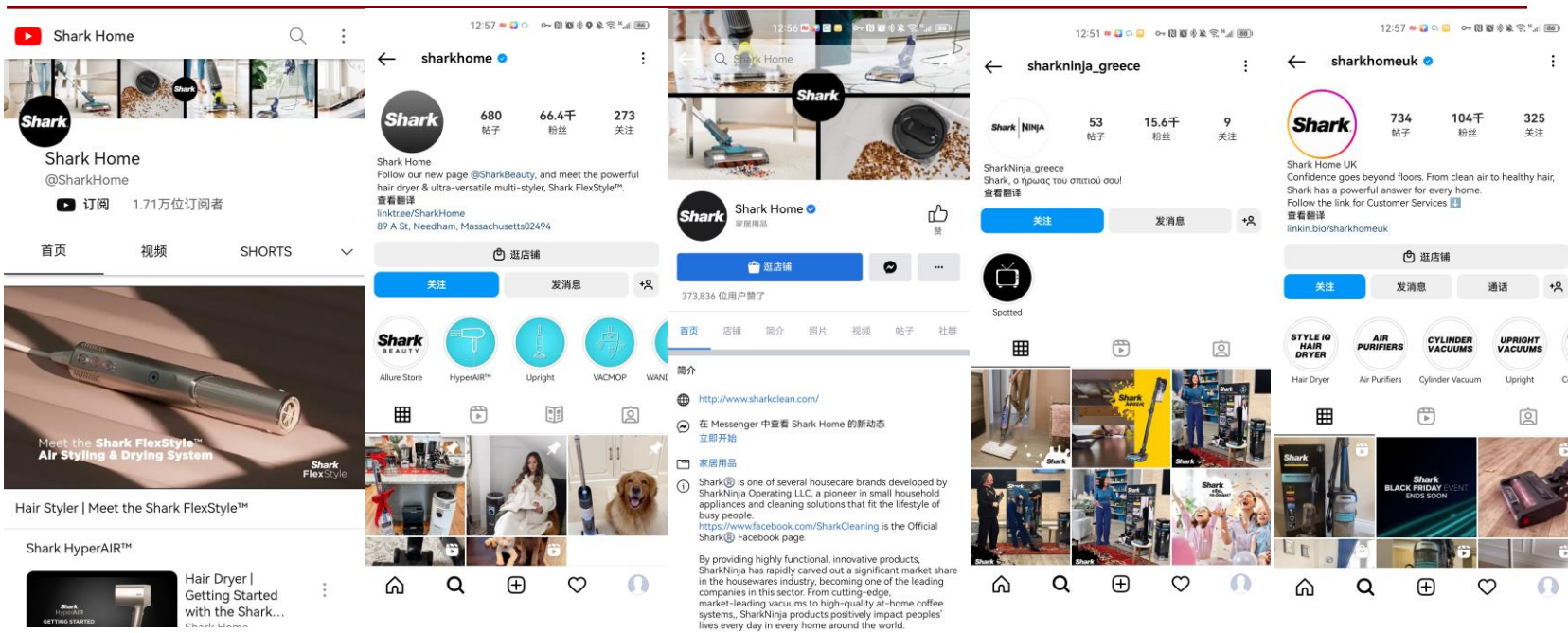
Return Policy: Returnable until Jan 31, 2023

数据来源：Amazon英国、招商证券

3.2 英国市场：营销，社交渠道营销，降本增效

- 本土化运营团队：2021年，美国地区984人，其他美洲地区185人，欧洲地区476人，中国大陆地区3856人，中国港澳台地区26人，其他亚洲地区55人。
- 社交媒体运营：通过Tiktok、Instagram、Youtube、Facebook、Twitter等渠道运营私域流量，营销费用效率提升。

JS环球重视运营私域流量及社交媒体



数据来源：Youtube、Instagram、Facebook、Twitter、招商证券

3.3 区域拓展：模式复制，拓展法德意西日加

- **产品**：通过吸尘器等优势品类以点破面；
- **渠道**：初期以亚马逊等线上渠道为主，降低固定成本及存货压力；2021年亚马逊合并全球标准识别号（ASIN码），品牌及市场份额优势有望实现地区间转移；后期逐步进入线下零售商渠道。
- **营销**：重视社交媒体营销，提高营销效率，降低营销成本。

亚马逊主要经营国家

地区	国家
北美	加拿大、美国
南美	墨西哥、巴西
欧洲	英国、法国、德国、荷兰、西班牙、瑞典、意大利、土耳其、波兰
亚洲	沙特阿拉伯、阿联酋、印度、日本、新加坡、中国
大洋洲	澳大利亚
非洲	埃及

数据来源：公司公告、招商证券

3.3 区域拓展：模式复制，拓展法德意西日加

目前主要拓展新区域市场规模（亿美元）

	小家电 整体	已进入 品类	真空 清洁类	食物 料理类	烹饪类	空气治理 类(剔除制 冷类)	美发类
美国	351.8	219.6	51.1	35.3	86.5	24.8	21.9
西欧	380.0	274.6	98.6	56.8	83.3	17.3	18.7
英国	57.4	42.4	14.4	4.7	15.0	2.6	5.8
法国	53.8	43.9	13.4	9.6	16.0	1.4	3.5
德国	83.0	68.1	22.4	22.4	19.9	1.0	2.4
意大利	42.1	20.8	7.8	3.7	5.7	2.4	1.1
西班牙	30.5	21.4	5.9	7.5	4.6	2.0	1.5
日本	195.0	69.0	19.1	2.1	30.5	8.0	9.3
加拿大	25.4	16.9	3.9	2.2	7.5	2.2	1.1
新市场合计 (已进入市场)	487.1	282.6	86.8	52.2	99.3	19.6	24.7
新市场合计 (西欧整体)	600.3	360.5	121.5	61.1	121.3	27.5	29.1
新市场倍数 (已进入市场)	1.4	1.3	1.7	1.5	1.1	0.8	1.1
新市场倍数 (西欧整体)	1.7	1.6	2.4	1.7	1.4	1.1	1.3

数据来源：Euromonitor、招商证券；新市场倍数 = 新市场规模 / 美国市场规模，已进入市场包括英/法/德/意/西/日/加

3.3 VS海外公司：研发模式之辩，“大版本” VS “热更新”

- **产品研发模式**：不同于海外家电公司更擅长的基础技术研究，国内家电企业更擅长微创新，在现有的技术基础上通过消费者需求洞察解决用户痛点，同时通过快节奏的产品研发实现产品“小版本”更新：
 - ✓ **研发方向**：用户需求主导（自下而上） VS 核心技术主导（自上而下）
 - ✓ **研发思维**：互联网思维 VS 硬件思维
 - ✓ **渠道&平台**：线上渠道为主 VS 线下渠道为主，渠道库存结构是“热更新”的前提条件
- 小家电相较大家电而言，基础技术较为成熟，主要可分为电动类（电机）及电热类（电阻等电热元件），除扫地机等个别品类外，技术壁垒及专利壁垒均较低，实用新型及外观设计专利较难对产品品类进行全方位保护（如Dyson杆式吸尘器专利诉讼失败），快节奏的产品更新是企业保持市场竞争力的优势策略。

3.3 VS国内公司：渠道先发优势&全球研发布局

● 渠道先发优势

- ✓ 海外线下渠道仍占主导，据Euromonitor统计，21年北美、西欧地区小家电市场线上占比仅43%及29.9%，远低于国内。
- ✓ 线下渠道由于货架是有限资源，天然集中度高于线上，需要品牌在当地具有一定知名度，需要数月考核期且需要每个KA/商超渠道分别打通，国内企业一般需要两年及以上方可初步进入，JS环球目前已进驻美国及英国头部线下零售商，具有较强先发优势。

● 全球研发布局

- ✓ 公司目前在中国、美国、英国均有研发团队布局，有利于在全球范围内进行消费者洞察；
- ✓ 可对全球范围的新产品形态进行密切跟踪。

3.4 中国市场：九阳并购Shark中国

7月14日，九阳公告拟以自有资金1250万元出自收购SharkNinja中国51%股权，收购后SharkNinja中国成为九阳全资子公司。

- ✓ **双品牌运营**：九阳定位中端，Shark定位中高端；
- ✓ **管理提效**：从双线汇报调整为本土化管理团队，一次性解决双线管理带来的管理冲突及效率降低；
- ✓ **研发协同**：九阳提供消费者需求洞察及技术支持，Shark负责研发，推动产品需求本土化，目前已推出三合一洗地机等；
- ✓ **渠道借力**：线下端，国内九阳目前有超4万家销售终端，超1500家品牌店，并与苏宁、国美、永乐、大润发、家乐福、沃尔玛、华润等国内头部KA及商超均建立合作关系，可以帮助Shark快速拓展线下渠道；线上端，九阳在天猫、京东等传统电商渠道，以及抖音、拼多多、小红书等社交电商渠道均具有丰富运营经验，可以进行模式复制及经验转移。

3.5 中长期收入空间测算

- 假设SharkNinja在目前进入的北美、西欧及日本市场取得一定份额优势，我们预计JS环球生活除中国区以外收入可达到104亿美元，较21年SharkNinja收入37亿美元有近180%提升空间，考虑到公司品类持续拓展、冰激淋机等市场仍处于导入期且仍在持续开拓新市场，未来市场空间天花板有望持续抬升。

SharkNinja目标市场潜在业务规模空间（亿美元）

亿美元	真空清洁类	食物料理类	烹饪类	空气治理类 (剔除制冷类)	美发类	合计
美国	51.1	35.3	86.5	24.8	21.9	219.6
英国	14.4	4.7	15.0	2.6	5.8	42.4
法国	13.4	9.6	16.0	1.4	3.5	43.9
德国	22.4	22.4	19.9	1.0	2.4	68.1
意大利	7.8	3.7	5.7	2.4	1.1	20.8
西班牙	5.9	7.5	4.6	2.0	1.5	21.4
日本	19.1	2.1	30.5	8.0	9.3	69.0
加拿大	3.9	2.2	7.5	2.2	1.1	16.9
合计	137.8	87.5	185.7	44.4	46.7	502.1
份额	30%	30%	25%	20%	15%	
终端销售	41.4	26.3	46.4	8.9	7.0	129.9
公司收入	33.2	21.1	37.2	7.1	5.6	104.2

数据来源：Euromonitor、招商证券

备注：1) 市场规模数据均为2021年Euromonitor统计口径，未考虑市场扩容带来的影响；

2) 假设公司渠道结构维持线上：线下：DTC=3：6：1，线下渠道收入计入比例为67%

目录

- 回顾：收购**SharkNinja**，强强联手发挥全方位协同
- 产品：老品提份额，新品拓增量，美国基本盘根基稳固
- 区域：英国市场快速突破，跨国复制高增魔力
- 盈利预测及投资评级

4.1 盈利预测：后疫情时代JS环球生活迎来增长机遇

2022-2024年JS环球生活营业收入为52.2亿美元、57.4亿美元和63.3亿美元，分别同比增长1%、10%和10%，其中核心假设如下：

- **九阳分部：**2022-2024年营业收入为14.2亿美元、15.3亿美元和16.6亿美元，同比变动-1%、8%和8%；毛利率在直营占比提升、产品结构升级帮助下稳步提升；
- **SN分部：**2022-2024年营业收入为38.0亿美元、42.1亿美元和46.7亿美元，同比增长2%、11%和11%；毛利率在关税豁免、海运费占比下降推动下稳步提升。

JS/百万美元	2020年	2021年	2022E	2023E	2024E	JS/%	2020年	2021年	2022E	2023E	2024E
营业收入	4,196	5,151	5,220	5,742	6,329	销售费用率	16.6%	15.7%	16.0%	16.0%	16.0%
YOY	39%	23%	1%	10%	10%	管理费用率	11.6%	10.4%	12.5%	12.0%	12.0%
营业成本	-2,453	-3,226	-3,236	-3,499	-3,822	财务费用率	1.9%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
毛利润	1,743	1,924	1,984	2,243	2,507	期间费用率	30.1%	26.7%	29.0%	28.5%	28.5%
毛利率	41.5%	37.4%	38.0%	39.1%	39.6%	JS/百万美元	2020年	2021年	2022E	2023E	2024E
九阳分部	1,465	1,436	1,423	1,532	1,659	SN分部	2,731	3,715	3,798	4,209	4,670
YOY	14%	-2%	-1%	8%	8%	YOY	57%	36%	2%	11%	11%
毛利率	32.7%	30.5%	30%	31%	32%	毛利率	46%	40.0%	41.0%	42.0%	42.5%
清洁电器	33	20	12	18	27	清洁电器	1,666	1,943	2,001	2,161	2,334
YOY	118%	-40%	-40%	50%	50%	YOY	49%	17%	3%	8%	8%
食物料理机	679	691	657	689	747	食物料理机	311	354	354	390	429
YOY	16%	2%	-5%	5%	8%	YOY	38%	14%	0%	10%	10%
烹饪电器	658	736	710	781	841	烹饪电器	660	1,132	1,189	1,367	1,572
YOY	12%	3%	-4%	10%	8%	YOY	92%	72%	5%	15%	15%
其他	94	44	44	44	44	其他	94	230	253	291	335
YOY	0%	0%	0%	0%	0%	YOY	84%	144%	10%	15%	15%

4.2 盈利预测：JS环球生活23年业绩改善动能强劲

2022-2024年预计JS环球生活实现归母净利润3.5亿美元、4.6亿美元和5.4亿美元，分别同比变动-16%、31%和17%，对应2022-2024年净利率6.7%、8.0%和8.5%，对应估值12.5倍、9.6倍和8.3倍：

- **SN分部：**SN净利率2022年有所下降，主要跟费用率上升有关，预计23年随着海运费占比下降、人员开支费用摊销，盈利能力稳步恢复；
- **九阳分部：**九阳净利率从21-22年低点稳步复苏，主要跟公司产品结构向中高端转型有关，渠道直营比例进一步提升；

百万美元	2020年	2021年	2022E	2023E	2024E
九阳净利润	141	111	108	127	141
SN净利润	261	349	280	378	444
合计净利润	402	461	388	504	585

净利率/%	2020年	2021年	2022E	2023E	2024E
九阳净利率	9.6%	7.8%	7.6%	8.3%	8.5%
SN净利率	9.6%	9.4%	7.4%	9.0%	9.5%
合计净利率	9.6%	8.9%	7.4%	8.8%	9.2%

百万美元	2020年	2021年	2022E	2023E	2024E
九阳归母净利润	82	70	72	85	94
SN归母净利润	261	349	280	378	444
合计归母净利润	344	420	352	462	538
合计归母净利率	8.2%	8.2%	6.7%	8.0%	8.5%

毛利率/%	2020年	2021年	2022E	2023E	2024E
九阳毛利率	32.7%	30.5%	30.0%	31.0%	31.5%
SN毛利率	46%	40.0%	41.0%	42.0%	42.5%
合计毛利率	41.5%	37.4%	38.0%	39.1%	39.6%

JS环球生活 %/	2020年	2021年	2022E	2023E	2024E
销售费用率	16.6%	15.7%	16.0%	16.0%	16.0%
管理费用率	11.6%	10.4%	12.5%	12.0%	12.0%
财务费用率	1.9%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
期间费用率	30.1%	26.7%	29.0%	28.5%	28.5%

4.3 估值分析：维持“强烈推荐”投资评级

JS环球生活主营业务为全球市场销售厨房小家电及清洁电器，我们在全球范围选取6家跨国公司做可比参照，剔除JS后平均动态市盈率（2022E）为20倍，远高于公司目前估值水平。即便我们保守预估公司2023年合理市盈率17倍，对应目标市值78亿美元，相较目前市值仍有近80%上涨空间，基于此维持公司“强烈推荐”投资评级。

- **估值催化：**随着国内疫情防控、地产融资政策逐步放开，人民币汇率升值预期强化，外资大幅回流港股市场，有望推动公司估值水平迎来系统修复。

公司	代码	EPS (美元)				盈利增长率				PE				市值 亿美元
		2021年	2022E	2023E	2024E	2021年	2022E	2023E	2024E	2021年	2022E	2023E	2024E	
JS环球生活	1691 HK	0.12	0.10	0.13	0.15	22.10%	-16.30%	31.20%	16.50%	10.41	12.49	9.61	8.33	43.7
创科实业	0669 HK	0.6	0.64	0.73	0.87	36.40%	6.67%	14.06%	19.18%	19.95	18.70	16.40	13.76	220.1
铂富集团	BRG AX	0.47	0.55	0.62	0.69	29.40%	17.02%	12.73%	11.29%	27.67	23.65	20.98	18.85	18.60
SEB集团	SK PA	8.36	5.3	6.69	8.17	54.20%	-36.60%	26.23%	22.12%	10.46	16.49	13.07	10.70	48.50
VeSync	2148 HK	0.04	0.04	0.06	0.08	-42.9%	-3.50%	46.70%	33.33%	15.85	15.85	10.57	7.93	7.38
Delonghi	DLG MI	2.47	1.14	1.32	1.53	55.00%	-45.80%	15.79%	15.91%	9.14	19.80	17.10	14.75	34.10
Zojirushi	7965 T	0.61	0.45	0.49	0.53	14.30%	-26.23%	8.89%	8.16%	19.29	26.14	24.01	22.20	8.54
剔除JS环球生活后均值										17.06	20.11	17.02	14.70	

数据来源：Bloomberg、招商证券

4.4 风险提示

1、中美贸易关税不确定性风险

JS 环球生活自2021年1月1日起对其从中国出口至美国的全部吸尘器及空气炸锅产品支付25%关税，2021年10月1日至2022年12月31日重新豁免关税。公司从2021年上半年持续扩展越南生产规模，并于泰国开始投入生产，通过产地转移尽可能降低关税影响，需要持续关注美国政府2023年关税政策动向。

2、终端需求不及预期风险

2023年随着中国疫情管控逐步放开，国内或经历感染人数上升、消费信心面临考验；海外欧美市场面临通胀、战争等外部因素影响，宏观货币政策持续加息，短期拖累经济表现

3、原材料及海运费上涨风险

大宗原材料价格上涨、海运费上涨都会影响公司盈利水平

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

招商家电研究组：

史晋星：复旦大学世界经济硕士，2017年-2021年四年家电行业研究经验，曾工作于申万宏源证券研究所，先后获得2017年水晶球第四，2019-2020年水晶球第五，2017/2020年新财富入围等奖项。

彭子豪：北京大学光华管理学院工商管理硕士，英国华威大学统计学学士，2020年加入招商证券家电研究团队。

纪向阳：上海财经大学经济学类硕士，南京航空航天大学工学学士，曾就职于民生证券研究院，2022年加入招商证券研发中心，从事家电行业研究。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后6-12个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A股市场以沪深300指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。





感谢您宝贵的时间

Thank You