

JS 环球生活 (1691 HK, 买入, 目标价: HK\$1.88)

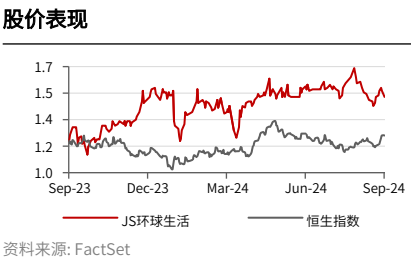
买入

持有

卖出

目标价: HK\$1.88	当前股价: HK\$1.50
股价上行/下行空间	+25%
52 周最高/最低价 (HK\$)	1.79/1.12
市值 (US\$mn)	669
当前发行数量(百万股)	3,475
三个月平均日交易额 (US\$mn)	1
流通盘占比 (%)	100
主要股东 (%)	
JS Holding	46
按 2024 年 9 月 23 日收市数据	
资料来源: FactSet	

主要调整	现值	原值	变动
评级	买入	买入	N/A
目标价 (HK\$)	1.88	1.58	19%
2024E EPS (US\$)	0.02	0.04	-52%
2025E EPS (US\$)	0.02	0.05	-48%
2026E EPS (US\$)	0.03	N/A	N/A



亚太业务驱动营收快速增长

- 国内厨小电市场成熟，但 SN 亚太未来颇具想象空间；
- 我们预计 2024 年 JS 环球营收与归母净利润分别同比+21.4%/ -50.0%；
- 维持买入评级，上调目标价 19%至 1.88 港元，对应 10 倍 2025 年 P/E。

国内厨小电市场成熟，九阳分部短期承压：1) 据 AVC 数据，包含料理机、饭煲与空炸等品类的厨小电市场 1H24 线上/线下零售额分别同比下滑 5%/12%，行业已然步入成熟期。在大盘增长承压下，竞争进一步加剧，从 1Q24 以价换量转为 2Q24 的量价齐跌。九阳顺应 K 型消费趋势，在加速迭代太空科技旗舰品类的同时，也拓宽该系列价格带激活不同层级消费者的替换需求，并进一步丰富低价流量入口品的供应，2Q24 内销营收基本同比持平。2) 虽然中国厨小电行业短期可能依旧面临量价齐跌压力，但随前期费用投入逐步变现、Shark 平躺洗地机等新品贡献更多增量，以及九阳下半年为 SN 代工更多新品，**我们预计 2024 年九阳分部整体营收同比增长 18.0%至 14.0 亿美元**（剔除采购业务，下同）。

亚太市场颇具想象空间：1) SN 在亚太市场延续“多品类、多品牌、多渠道”发展策略，在日本持续本土化创新抢占吸尘器市场份额的同时，也导入需求已在欧美充分验证的便携式搅拌机与多功能美发棒等爆品，并顺利开拓韩国/澳洲等市场，推动亚太业务 1H24 营收大幅增长~153%（占比快速提升至~17%），带动整体营收快速增长~33%，迅速发展为 JS 环球第二曲线。2) 未来 SN 有望继续将欧美的成功经验与商业模式复制于亚太市场，我们对其亚太业务未来 2-4 年实现 4-7 亿美元零售额的指引抱有信心，**预计 24 年 SN 亚太业务营收同比增长 75.0%至 2.7 亿美元，带动整体营收同比增长 21.4%至 17.3 亿美元**（包括采购业务）。考虑 SN 亚太尚处发展初期，且九阳短期利润率依旧承压，**我们预计 2024 年 JS 环球归母净利润同比下滑 50.0%至 66 百万美元，对应归母净利率 3.8%**。

盈利预测与估值：维持买入评级，上调目标价 19%至 1.88 港元，对应 10 倍 2025 年 P/E：我们上调 2024/25 年营收 6.8%，并引入 2026 年预测，预计营收分别同比增长 21.4%/ 10.2%/ 10.1%至 17.3/ 19.1/ 21.0 亿美元；下调 2024-25 年归母净利润 52.4%/ 48.1%，并引入 26 年预测，预计分别同比-50.0%/ +27.7%/ +25.1%至 66/ 84/ 105 百万美元。九阳分部中短期发展承压，但 SN 亚太业务有望持续快速增长，我们将估值基准年份切换至 2025 年，给予 JS 环球 10 倍 P/E，对应新目标价为 1.88 港元，较旧目标价上调 19%，较目前仍有 25%的上升空间。**风险提示：**原材料价格波动风险；品牌拓展不利；行业竞争加剧；宏观经济下行。

财务数据摘要					
摘要 (年结: 12 月)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (US\$mn)	1,476	1,429	1,735	1,911	2,104
息税前利润 (US\$mn)	(887)	85	102	130	163
归母净利润 (US\$mn)	(1,012)	132	66	84	105
每股收益 (US\$)	(0.29)	0.04	0.02	0.02	0.03
市盈率 (x)	N/A	4.5	10.1	7.9	6.4

注：历史估值倍数以全年平均股价计算。资料来源：Wind，华兴证券

研究团队

姜雪峰, 分析师

证书编号: S1680519070001

电话: +86 21 6015 6632

电邮地址: xfjiang@huaxingsec.com

图表 1: 盈利预测调整表

百万美元	调整前			调整后			变动百分比		
	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
营业收入	1,624	1,789	N/A	1,735	1,911	2,104	6.8%	6.8%	N/A
毛利率 (%)	37.7%	37.9%	N/A	34.0%	34.5%	35.0%	-3.7ppts	-3.4ppts	N/A
销售费用	302	332	N/A	333	363	396	10.4%	9.3%	N/A
销售费用率 (%)	18.6%	18.6%	N/A	19.2%	19.0%	18.8%	0.6ppt	0.4ppt	N/A
管理费用	180	198	N/A	267	291	316	48.7%	46.8%	N/A
管理费用率 (%)	11.1%	11.1%	N/A	15.4%	15.2%	15.0%	4.3ppts	4.1ppts	N/A
归母净利润	139	162	N/A	66	84	105	-52.4%	-48.1%	N/A
归母净利率 (%)	8.5%	9.1%	N/A	3.8%	4.4%	5.0%	-4.7ppts	-4.7ppts	N/A
EPS (美元)	0.04	0.05	N/A	0.02	0.02	0.03	-52.4%	-48.1%	N/A

资料来源：公司公告，华兴证券

图表 2: 相对估值表

股票代码	公司名称	货币单位	现价	市值 (百万)	归母净利润YoY				P/E			
					2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
A股												
002032.SZ	苏泊尔	人民币	53.33	42,746	5%	7%	9%	8%	19.6	18.3	16.8	15.5
603868.SH	飞科电器	人民币	34.30	14,941	24%	-20%	13%	12%	21.6	18.4	16.2	14.5
002705.SZ	新宝股份	人民币	13.31	10,806	21%	5%	15%	13%	12.3	9.8	8.7	7.9
平均					17%	-3%	12%	11%	17.8	15.5	13.9	12.6
002242.SZ	九阳股份	人民币	9.24	7,087	-27%	2%	13%	13%	18.2	17.9	15.8	14.0
1691.HK	JS环球生活	港元	1.50	5,212	N/A	-50%	28%	25%	N/A	10.1	7.9	6.4

资料来源：Wind，公司公告，华兴证券

附：财务报表

年结: 12月

利润表

(US\$mn)	2023A	2024E	2025E	2026E
SharkNinja亚太	152	266	372	491
九阳分部	1,190	1,404	1,474	1,548
营业收入	1,429	1,735	1,911	2,104
营业成本	(942)	(1,145)	(1,252)	(1,368)
毛利润	487	590	659	736
管理及销售费用	(472)	(600)	(654)	(711)
息税前利润	85	102	130	163
息税折旧及摊销前利润	169	137	170	207
利息收入	0	0	0	0
利息支出	(20)	(6)	(6)	(6)
税前利润	85	102	130	163
所得税	(15)	(20)	(26)	(33)
净利润	132	66	84	105
基本每股收益 (US\$)	0.04	0.02	0.02	0.03

资产负债表

(US\$mn)	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	1,022	1,059	1,188	1,344
货币资金	320	360	427	517
应收账款	396	404	450	502
存货	120	132	141	150
其他流动资产	107	107	107	107
非流动资产	381	404	424	441
固定资产	91	108	122	132
无形资产	4	6	8	9
商誉	848	848	848	848
其他	(502)	(524)	(518)	(512)
资产	1,403	1,464	1,611	1,785
流动负债	695	686	746	810
短期借款	0	0	0	0
预收账款	0	0	0	0
应付账款	687	678	737	802
长期借款	0	0	0	0
非流动负债	10	12	14	16
负债	705	698	760	826
股份	0	0	0	0
资本公积	0	0	0	0
未分配利润	535	587	653	736
归属于母公司所有者权益	535	587	653	736
少数股东权益	163	178	198	223
负债及所有者权益	1,403	1,464	1,611	1,785

现金流量表

(US\$mn)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	132	66	84	105
折旧摊销	84	35	40	44
利息（收入）/支出	(20)	(6)	(6)	(6)
其他非现金科目	0	0	0	0
其他	(647)	16	20	25
营运资本变动	744	(7)	(1)	(2)
经营活动产生的现金流量	312	110	143	172
资本支出	(110)	(54)	(55)	(56)
收购及投资	0	0	0	0
处置固定资产及投资	0	0	0	0
其他	(228)	(4)	(5)	(5)
投资活动产生的现金流量	(338)	(58)	(60)	(62)
股利支出	(28)	(14)	(18)	(23)
债务筹集（偿还）	(936)	2	2	2
发行（回购）股份	0	0	0	0
其他	764	0	0	0
筹资活动产生的现金流量	(200)	(12)	(16)	(21)
现金及现金等价物净增加额	(226)	40	67	90
自由现金流	(696)	69	90	120

财务比率

	2023A	2024E	2025E	2026E
YoY (%)				
营业收入	(3.2)	21.4	10.2	10.1
毛利润	(9.3)	21.2	11.8	11.7
息税折旧及摊销前利润	122.2	(19.1)	24.4	21.6
净利润	113.0	(50.0)	27.7	25.1
稀释每股调整收益	113.1	(50.0)	27.7	25.1
盈利率 (%)				
毛利率	34.1	34.0	34.5	35.0
息税折旧摊销前利润率	11.8	7.9	8.9	9.8
息税前利润率	5.9	5.9	6.8	7.7
净利率	9.2	3.8	4.4	5.0
净资产收益率	24.6	11.2	12.9	14.3
总资产收益率	9.4	4.5	5.2	5.9
流动资产比率 (x)				
流动比率	1.5	1.5	1.6	1.7
速动比率	1.3	1.4	1.4	1.5
估值比率 (x)				
市盈率	4.5	10.1	7.9	6.4
市净率	1.1	1.1	1.0	0.9
市销率	0.5	0.4	0.3	0.3

注：历史估值倍数以全年平均股价计算。

资料来源：公司公告，华兴证券

附录

【分析师声明】

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认，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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。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收到任何形式的补偿。

【法律声明】

一般声明

本报告由华兴证券有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有由中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司的特定客户及其他专业人士使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司并不对其他网站和各类媒体转载、摘编的本公司报告负责。

本公司研究报告的信息均来源于公开资料，但本公司对该等信息的准确性和完整性不作任何保证。我们力求报告内容的客观、公正，但该等信息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，仅供投资者参考之用，在任何情况下，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，本报告的接收人须保持自身的独立判断。在任何情况下，本公司及其雇员不对任何人因使用报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所在的意见、评估及预测仅为本报告出具日的分析师观点和判断，可在不发出通知的情况下作出更改，在不同时期，本公司可发出与该报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同的假设和标准、采取不同的分析方法而口头或书面发表于本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点，本公司没有将此意见及建议向报告所有接受者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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，华兴证券有限公司可能会持有或交易报告中提及公司所发行的证券或投资标的，也可能为这些公司提供或争取建立业务关系或服务关系（包括但不限于提供投资银行业务或财务顾问服务等）。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告观点客观性的利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

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。未经本公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制或转载，否则，本公司将保留追究其法律责任的权利。

【评级说明】

公司评级体系以报告发布日后 6-12 个月的公司股价涨跌幅相对同期公司所在证券市场大盘指数（A 股市场为沪深 300 指数、H 股市场为恒生指数、台股市场为台湾加权指数、美股市场为纳斯达克指数、欧洲市场为 MSCI 欧洲指数）涨跌幅为基准：分析师估测“买入”公司股票相对大盘涨幅在 10% 以上；“持有”公司股票相对大盘涨幅介于 -10% 到 10% 之间；“卖出”公司股票相对大盘涨幅低于 -10%。

行业评级体系以报告发布日后 6-12 个月的行业指数涨跌幅相对同期相关证券市场（A 股市场为沪深 300 指数、H 股市场为恒生指数、台股市场为台湾加权指数、美股市场为纳斯达克指数、欧洲市场为 MSCI 欧洲指数）大盘指数涨跌幅为基准：分析师估测“超配”行业相对大盘涨幅在 10% 以上；“中性”行业相对大盘涨幅介于 -10% 到 10% 之间；“低配”行业相对大盘涨幅低于 -10%。