

JS 环球生活 (01691.HK)

全球创新小家电龙头亚太高速拓展，盈利水平有望进入上行通道

公司业务分为九阳（持股 67%）+SN 亚太（100%持股）两部分，SN 亚太近年高速增长。2017 年九阳股东借助资本收购 Sharkninja 品牌，在中国供应链+全球渠道品牌的互补协同下，近两年成为全球创新小家电龙头代表，定位中高端。JS 环球生活作为 SN 与九阳部分股权的港股上市平台，于 2023 年 7 月分拆成为两个独立公司，其中 SN 欧美地区业务单独在美国上市，剩下 SN 亚太以及九阳业务继续留在港股。分拆后 SN 亚太为 SN 亚太业务主要包含澳新、日本、韩国市场，近几年业务高速增长，2024 年 SN 亚太收入达 342.3 百万美元，同比上涨 125.6%。

SN 亚太市占率不断提升，基于优秀产品、品牌力，随新品铺设、市场开拓有望保持高增长态势。 SN 亚太近几年市场份额提升较快，究其原因，我们认为 SN 亚太可基于 SN 欧美提供的成熟产品力、品牌力、市场定价策略等，持续进行市场拓展及本土化产品打造。后续 SN 亚太增长来自于新品类铺设，以及市场持续拓展（在东南亚以及亚太其他地区扩张）。综合来看，我们认为 SN 亚太稳态市场收入相较 2024 年仍有超过 206% 提升空间。

随 SN 亚太继续上量，九阳费用率改善，预计公司报表利润率有望抬升。

1) SN 亚太：单独看 SN 分部销售产品业务 24 年已经实现扭亏，考虑规模效应、部分关联交易费用 25 年 6 月到期，预计 SN 亚太后续盈利水平有望上行。参考 SN 欧美净利率 8% 左右水平，预计 SN 亚太稳态利润率（24 年为 2.78%）仍有提升空间。2) 九阳：此前业绩一路下滑主因国内消费景气度下行，电商格局恶化等，25 年开年以来抖音率先推出抖九条，为入驻品牌商降佣，在一定程度上预示线上渠道竞争缓和，或对品牌商费用率起到部分改善作用，有望增厚利润，根据九阳 25 年一季报，盈利水平环比已出现明显修复。

盈利预测与估值。 预计公司 2025-2027 年归母净利润 0.49/1.02/1.65 亿美元，同比分别+690.5%/+108.7%/+61.2%，对应 EPS 分别为 0.01/0.03/0.05 美元，对应 PE 分别为 17.8/8.5/5.3x。我们可以参考 SN 美股增长逻辑，其高增速近年来由欧洲加拿大带动，与 JS 环球结构相似（九阳较慢，SN 亚太较快），且 JS 环球利润弹性更强，再另外选取 3 家从事全球小家电业务的公司，参考可比公司 2025 年估值中位数，给予公司 2025 年 20.37x P/E，对应目标价 2.24 港元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示： 宏观经济波动，汇率波动，盈利水平恢复不及预期风险，测算误差风险。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万美元)	1,429	1,594	1,901	2,283	2,734
增长率 yoy (%)	-71.7	11.5	19.3	20.1	19.8
归母净利润(百万美元)	132	6	49	102	165
增长率 yoy (%)	-60.4	-95.3	690.5	108.7	61.2
EPS 最新摊薄 (元/股)	0.04	0.00	0.01	0.03	0.05
净资产收益率 (%)	24.6	1.2	8.6	15.5	20.3
P/E (倍)	6.6	141.0	17.8	8.5	5.3
P/B (倍)	1.6	1.6	1.5	1.3	1.1

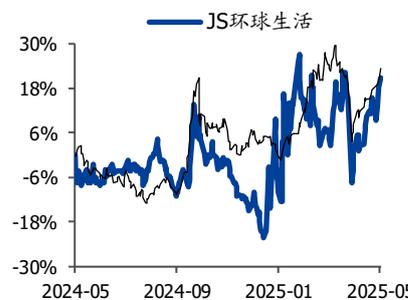
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 05 月 12 日收盘价

买入 (首次)

股票信息

行业	小家电
05月12日收盘价(港元)	1.96
总市值(百万港元)	6,810.16
总股本(百万股)	3,474.57
其中自由流通股(%)	100.00
30日日均成交量(百万股)	34.07

股价走势



作者

分析师	徐程颖
执业证书编号:	S0680521080001
邮箱:	xuchengying@gszq.com
分析师	鲍秋宇
执业证书编号:	S0680524080003
邮箱:	baojiuyu@gszq.com
分析师	刘玲
执业证书编号:	S0680524070003
邮箱:	liuling3@gszq.com

相关研究

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	1022	1127	1297	1572	1956
现金	320	360	407	518	710
应收票据及应收账款	429	399	475	571	684
其他应收款	46	65	76	91	109
预付账款	0	0	0	0	0
存货	120	154	174	202	234
其他流动资产	107	149	165	190	218
非流动资产	381	369	374	379	384
长期投资	208	187	187	187	187
固定资产	91	85	85	85	85
无形资产	16	28	33	38	43
其他非流动资产	67	69	69	69	69
资产总计	1403	1497	1671	1952	2340
流动负债	695	772	893	1049	1230
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	480	540	608	706	819
其他流动负债	214	232	286	343	411
非流动负债	10	32	32	32	32
长期借款	0	15	15	15	15
其他非流动负债	10	17	17	17	17
负债合计	705	805	926	1082	1262
少数股东权益	163	158	174	208	263
股本	0	0	0	0	0
资本公积	608	599	636	726	879
留存收益	0	0	0	0	0
归属母公司股东权益	535	534	571	661	814
负债和股东权益	1403	1497	1671	1952	2340

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	312	56	-37	10	66
净利润	132	6	49	102	165
折旧摊销	86	19	0	0	0
财务费用	20	2	2	8	10
投资损失	3	-1	0	0	0
营运资金变动	71	8	9	2	0
其他经营现金流	0	23	-98	-103	-109
投资活动现金流	-338	-5	99	122	149
资本支出	-95	-9	-5	-5	-5
长期投资	-72	20	0	0	0
其他投资现金流	-171	-17	104	127	154
筹资活动现金流	-200	1	-2	-8	-10
短期借款	-135	0	0	0	0
长期借款	-722	15	0	0	0
普通股增加	-35	0	0	0	0
资本公积增加	-1351	-9	37	90	153
其他筹资现金流	2043	-5	-39	-99	-163
现金净增加额	-184	40	47	111	193

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	1429	1594	1901	2283	2734
营业成本	942	1083	1250	1453	1686
营业税金及附加	0	0	0	0	0
营业费用	256	332	380	434	506
管理费用	216	258	285	336	399
研发费用	55	0	0	0	0
财务费用	14	2	2	8	10
资产减值损失	0	0	0	0	0
其他收益	79	104	114	137	164
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	3	-1	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	16	-93	-30	42	122
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	85	8	82	171	275
所得税	15	-1	16	34	55
净利润	70	9	65	137	220
少数股东损益	18	3	16	34	55
归属母公司净利润	132	6	49	102	165
EBITDA	185	28	84	179	286
EPS (元/股)	0.04	0.00	0.01	0.03	0.05

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	-71.7	11.5	19.3	20.1	19.8
营业利润(%)	-96.6	-681.3	68.0	241.7	188.2
归属母公司净利润(%)	-60.4	-95.3	690.5	108.7	61.2
获利能力					
毛利率(%)	34.1	32.0	34.2	36.3	38.3
净利率(%)	9.2	0.4	2.6	4.5	6.0
ROE(%)	24.6	1.2	8.6	15.5	20.3
ROIC(%)	11.7	1.5	8.9	16.2	20.9
偿债能力					
资产负债率(%)	50.2	53.8	55.4	55.4	53.9
净负债比率(%)	-45.8	-49.8	-52.6	-57.8	-64.5
流动比率	1.5	1.5	1.5	1.5	1.6
速动比率	1.2	1.2	1.2	1.2	1.3
营运能力					
总资产周转率	0.5	1.1	1.2	1.3	1.3
应收账款周转率	1.8	3.8	4.3	4.4	4.4
应付账款周转率	1.6	2.1	2.2	2.2	2.2
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.04	0.00	0.01	0.03	0.05
每股经营现金流(最新摊薄)	0.09	0.02	-0.01	0.00	0.02
每股净资产(最新摊薄)	0.15	0.15	0.16	0.19	0.23
估值比率					
P/E	6.6	141.0	17.8	8.5	5.3
P/B	1.6	1.6	1.5	1.3	1.1
EV/EBITDA	2.0	9.8	5.7	2.1	0.6

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 05 月 12 日收盘价

内容目录

1、全球创新小家电龙头亚太开拓，近年成长速度亮眼	4
2、SN 亚太成长：市场、产品开拓下 SN 亚太高增长有望延续	6
2.1、SN 在亚太的市场地位迅速提升	6
2.2、SN 亚太何以快速成长？	7
2.3、产品拓展：SN 定位中高端，产品铺设仍有空间	7
2.4、市场扩张：亚太地区稳态收入有望突破 10 亿美金，仍有 2 倍以上提升空间	9
3、盈利水平：随 SN 亚太继续上量、九阳费用率改善，报表利润率有望抬升	11
3.1、SN 亚太上量，规模效应下盈利水平上行	11
3.2、九阳触底，费用率改善推动盈利水平提升	12
4、盈利预测与估值	13
4.1、盈利预测	13
4.2、对比 SN 欧美业务，可以对公司估值更乐观些	14
5、风险提示	15

图表目录

图表 1: Sharkninja 发展历程	4
图表 2: JS 环球股权结构 (截至 2024/12/31)	4
图表 3: JS 环球亚太品牌及产品矩阵	4
图表 4: 公司分部经调整收入情况	5
图表 5: 公司分部毛利率、利润、利润率情况	5
图表 6: SN 亚太分地区收入增长情况	5
图表 7: 2025 年 1 月 JS 环球大股东持股变化情况	5
图表 8: SN 亚太市场地位提升	6
图表 9: 部分小家电公司亚太地区市场销售额增长情况	6
图表 10: SN 亚太产品近年针对不同市场上新情况	7
图表 11: Shark 及 Dyson 吸尘类产品类型	8
图表 12: 澳洲亚马逊主要品牌吸尘器价格带对比 (美元)	8
图表 13: 澳大利亚小家电畅销品牌产品品类对比图	8
图表 14: 澳大利亚小家电主要品牌空气炸锅价格分布图	9
图表 15: 澳大利亚小家电主要品牌破壁机价格分布图	9
图表 16: SN 欧美市占率情况	10
图表 17: 据 SN APAC 已推出品类推算新市场容量	10
图表 18: SN 关联交易总结	11
图表 19: SN 亚太及 SN 欧美净利率	11
图表 20: 九阳分部收入利润利润率	12
图表 21: 抖九条降佣内容	12
图表 22: 九阳破壁机、空气炸锅、电饭煲线上销额增速	12
图表 23: 公司收入与毛利率预测	14
图表 24: SN 欧美分地区收入结构	15
图表 25: 可比公司估值	15

1、全球创新小家电龙头亚太开拓，近年成长速度亮眼

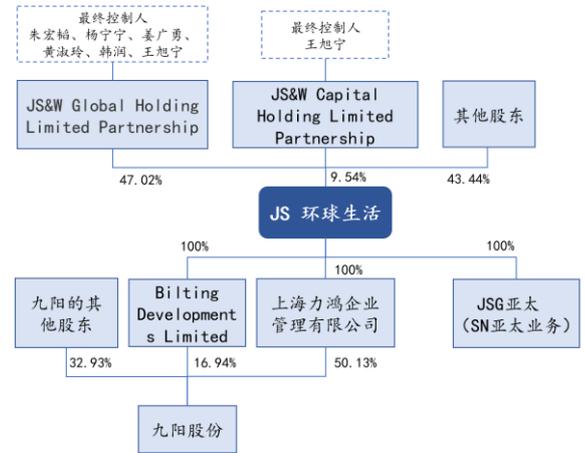
Sharkninja 为全球创新小家电龙头品牌，**JS 环球**业务分为 **Sharkninja 亚太**（持股 **100%**）以及**九阳股份**（持股 **67%**）两部分。Sharkninja 中 Shark 品牌于 2007 年创立，专注清洁、空净及个人护理产品，Ninja 于 2009 年推出，专注于烹饪、食物料理电器、刀具炊具等。2017 年九阳借助鼎晖收购 Sharkninja，在中国供应链+全球渠道品牌的互补协同下，近两年成为全球创新小家电龙头代表。JS 环球生活作为 Sharkninja 和九阳部分股权的港股上市平台，于 2023 年分拆成为两个独立公司，其中 SN 欧美地区业务单独在美国上市，剩下 SN 亚太以及九阳业务继续留在港股。SN 欧美发展较为成熟，2024 年在美国市场直立式吸尘器、搅拌机市占率高达 47%、50%，而亚太则属于创业团队，正处于快速发展期。

图表1: Sharkninja 发展历程

品牌初创与品类拓展	全球扩张与合作	深度整合	独立运营
2007 Shark品牌创立，推出无损吸尘技术 2008 推出手持式蒸汽拖把、立式吸尘器 2009 Ninja品牌推出 2013 推出有线立式吸尘器手持吸尘 2014 进军英国 2015 推出咖啡机	2017 九阳控股股东与鼎晖携手完成对SN的收购；进军日本；推出无线立式吸尘器、扫地机器人 2018 推出空气炸锅、多功能电饭煲 2019 九阳控股股东、鼎晖共同搭建了JS环球生活，控股SN及九阳，并在港交所上市；推出室内烤架、台面烤箱	2020 进军德国、法国；推出炊具、烘焙用具、筒式吸尘器、 2021 进军西班牙、意大利；推出吹风机、空气净化器、冰淇淋机、榨汁机、餐具、电水壶 2022 推出室外烤架、发型师、加热器、2-1真空吸尘器、华夫饼机	2023 SN欧美从JS环球拆分并赴美国上市，剩下SN亚太以及九阳业务继续留在港股，SN亚太开始拓展澳新、韩国等亚太新市场

资料来源: JS 环球公告, Sharkninja 招股说明书, 鼎晖投资官网, 国盛证券研究所

图表2: JS 环球股权结构 (截至 2024/12/31)



资料来源: JS 环球公告, 同花顺, 国盛证券研究所

图表3: JS 环球亚太品牌及产品矩阵

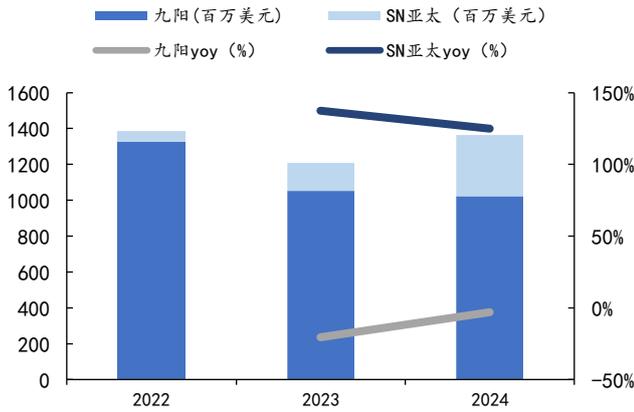
Shark									
清洁电器						其他			
立式吸尘器	无线吸尘器	有线吸尘器	手持吸尘器	扫地机器人	拖把	空气净化器		吹风机	
Ninja									
烹饪电器					食物料理电器			其他	
压力锅	空气炸锅	烤箱	户外烤架	室内烤架	便携式榨汁机	搅拌机和食品加工机		刀具	冰激淋机

资料来源: JS 环球官网, 国盛证券研究所

近年 SN 亚太分部收入快速增长，九阳分部有所承压。2024 年 JS 环球业务收入 15.9 亿美元，同比上涨 11.5%，毛利率为 32%，利润为 6.2 百万美元。其中 SN 亚太分部向第三方客户销售货品收入 342.3 百万美元，同比上涨 125.6%，毛利率为 47.6%；分部业绩为 48.3 百万美元，利润率（剔除采购服务业务）为 2.8%；九阳分部向第三方客户销

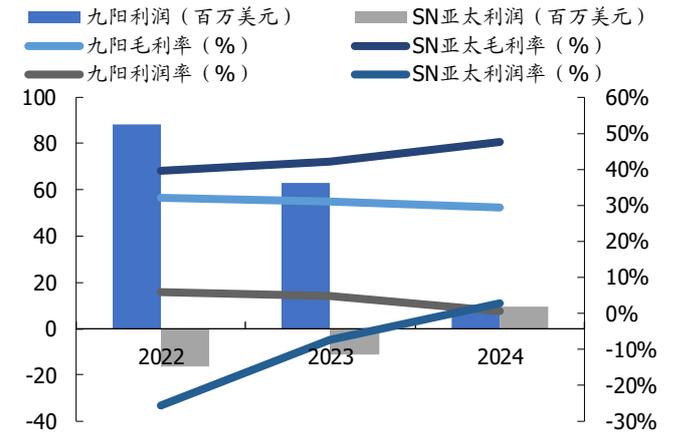
售货品收入 1020.9 百万美元，毛利率为 29.4%；分部业绩为 7.4 百万美元，利润率为 0.6%。

图表4: 公司分部经调整收入情况



资料来源: JS 环球财报, 国盛证券研究所

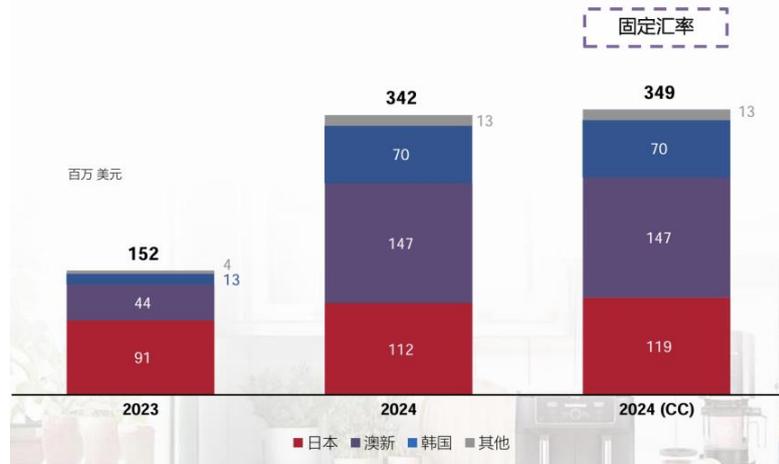
图表5: 公司分部毛利率、利润、利润率情况



资料来源: JS 环球财报, 国盛证券研究所

SN 亚太业务主要包含澳新、日本、韩国市场，近两年增速亮眼。SN 亚太分部在分拆上市之前日本业务表现出色，分拆后组建创业团队，逐步开拓澳新、韩国、东南亚等市场，2024 年澳新、韩国均实现翻倍以上增长，日韩澳三大市场占比达 96.3%。由于公司欧美敞口非常小，因此受 2025 年中美关税影响相对较弱。分地区产品结构方面，根据 SN 亚太不同市场官网，我们发现日本市场布局以清洁电器（Shark）为主，其余市场清洁电器（Shark）及厨房电器（Ninja）产品同步布局。

图表6: SN 亚太分地区收入增长情况



资料来源: JS 环球官网, 国盛证券研究所

大股东大额增持增强对未来业务发展信心。2025 年 1 月公司董事长及 CEO 王旭宁共买入公司股票 4.5 亿股，持股比例从 58.89% 上升至 70.86%。

图表7: 2025 年 1 月 JS 环球大股东持股变化情况

交易日期	持有人姓名	变动数量 (万股)	估算金额 (万元)	每股均价 (HKD)	变动后持股数量 (万股)	持股比例 (%)
2025-01-23	王旭宁	14,000.00	22,260.00	1.59	246,224.87	70.86
2025-01-15	王旭宁	26,585.98	40,370.81	1.52	232,224.87	66.84
2025-01-13	王旭宁	1,000.00	1,487.10	1.49	205,638.89	59.18
2025-01-02	王旭宁	33.60	46.70	1.39	204,638.89	58.90
2024-12-30	王旭宁	3,000.00	4,950.00	1.65	204,605.29	58.89

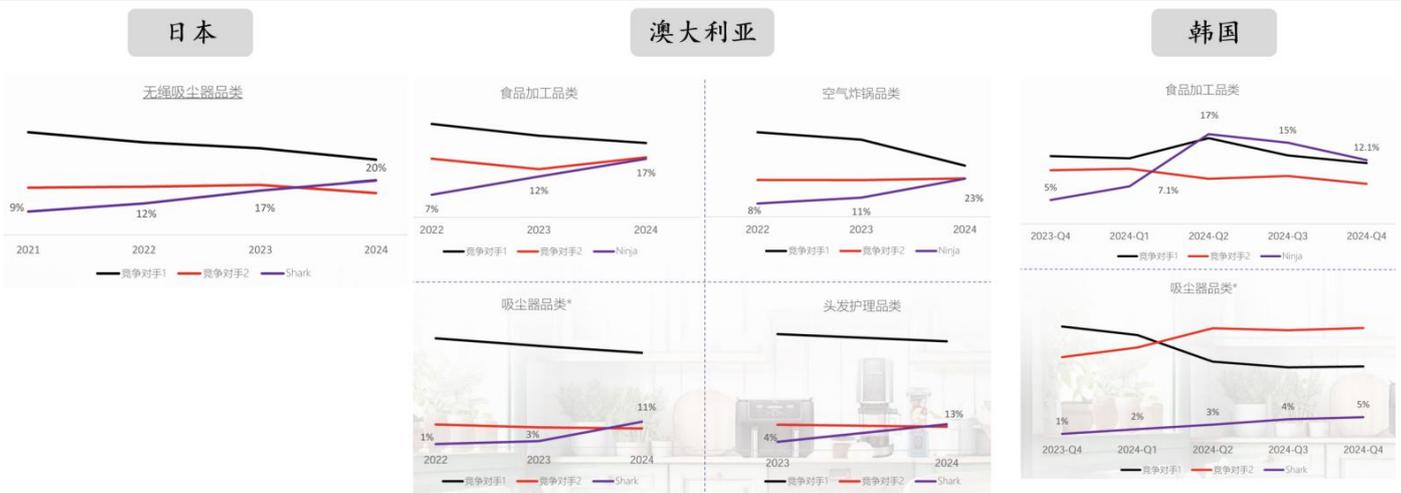
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2、SN 亚太成长：市场、产品开拓下 SN 亚太高增长有望延续

2.1、SN 在亚太的市场地位迅速提升

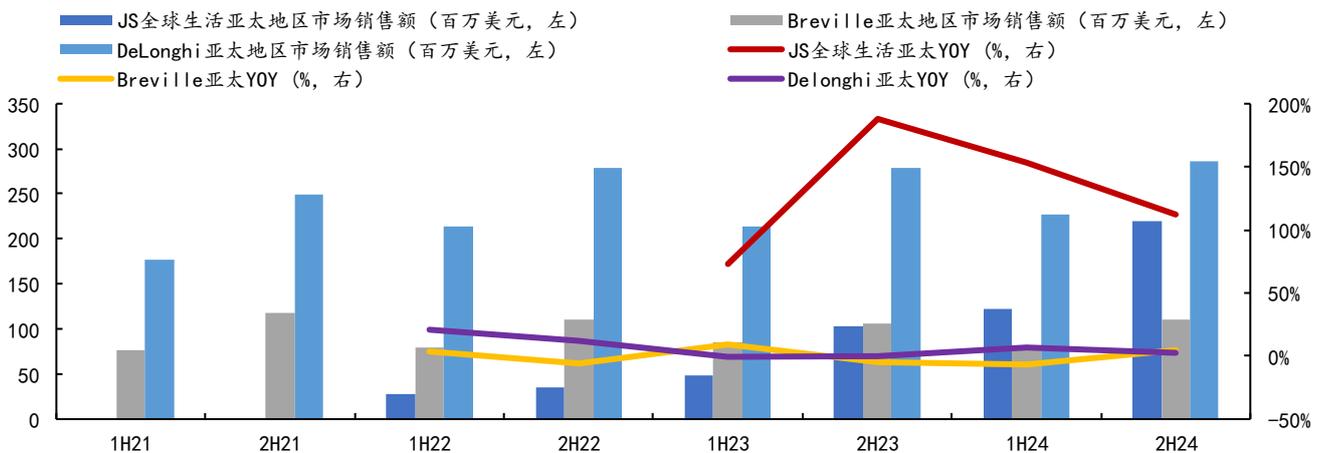
SN 亚太市场地位近两年快速提升。根据公司官网，日本市场吸尘器品类市占率提升由 2021 年 9% 提升至 2024 年 20%，公司竞争对手主要是戴森、日立、松下、Markita 等。公司在澳大利亚市场食品加工/空气炸锅/吸尘器/头发护理品类市占率由 2022 年的 7%/8%/1%/4% 分别提升至 2024 年的 17%/23%/11%/13%，厨房小家电竞争对手包含澳新小家电龙头 Breville、澳大利亚的百年小家电品牌 Sunbeam，德龙旗下 Kenwood 等，清洁电器竞争对手包含戴森、Hoover、Miele。韩国市场食品加工类/吸尘器类 2024Q4 市占率达 12%/5%，较 2023Q4 提升 7pct/4pct，食品加工类竞争对手如 Philips、韩国本土小家电品牌 Cuckoo，SEB 旗下 Tefal 等，清洁电器竞争对手如 LG、三星等。

图表8: SN 亚太市场地位提升



资料来源: GfK POS Value, JS 环球官网, 国盛证券研究所

图表9: 部分小家电公司亚太地区市场销售额增长情况



资料来源: JS 环球生活年报, Breville 年报, DeLonghi 年报, 国盛证券研究所, 注: 已对齐经营实际时间, 汇率转换采用半年末汇率

2.2、SN 亚太何以快速增长？

基于 SN 欧美提供的成熟产品力、品牌力，持续进行市场拓展及本土化产品打造。SN 亚太目前仍与 SN 欧美共享供应链，SN 亚太每年向 SN 欧美支付一定产品研发费用，来获取相应的新品。因此 SN 亚太可基于 SN 欧美成熟的采购实力、研发能力和品牌力，同时对当地进行深入的消费者洞察，制造本土定制化产品，从而打造最优性价比。我们认为后续 SN 亚太增长一方面来自于新品类拓展，进入新的和相邻的产品品类，例如推出 Ninja Blast，以及扩展到美发及户外品类；此外还来自于市场持续拓展，例如向东南亚以及亚太其他地区扩张。

图表10: SN 亚太产品近年针对不同市场上新情况

产品名称	产品图片	推出时间	产品类型	产品优势	目前面向市场 ¹
Nanja Creami		2021.7	冰淇淋机	<ol style="list-style-type: none"> 对原材料无限制，轻松打造个性化食谱 一键换模式，操作简便 独家双电机“Creamizer™”搅拌浆，口感更细腻 	新加坡、菲律宾、马来西亚、澳大利亚、新西兰 ²
Shark FlexStyle		2022.8.24	吹风机+发行造型器二合一	<ol style="list-style-type: none"> 每秒1000次智能温控，恒温护发无热损伤 提供4档温度和3档风速调节 	亚太全市场（除中国） ³
Shark CleanSense IQ		2023.6.16	无绳吸尘器	<ol style="list-style-type: none"> 应用Smart IQ技术，实现自动增压应对隐藏污垢、识别边角并提升双倍吸力、自动照亮暗区便于清洁 清洁后自动清空垃圾盒 	亚太全市场（除中国）
Shark EvoPower System NEO (+)		2023.9.4	无绳吸尘器	<ol style="list-style-type: none"> 轻至1.7kg，操作更轻松 搭载Smart IQ Pro技术，可根据地面材质与脏污程度自动调节吸力 创新梳齿结构刷头，有效防缠绕头发 配备0-180°灵活折叠臂及自动清空底座 	新加坡、日本、韩国
Ninja Blast		2023.3.23	便携式榨汁机	<ol style="list-style-type: none"> 机身小巧，便于携带 内置电池，无需插线 电池续航能力强 	亚太全市场（除中国）
Ninja SLUSHI		2024.7.11	冰沙机	<ol style="list-style-type: none"> RapidChill创新技术：无需加冰快速制冷，无水冰沙果香浓郁 5个预设模式，使用便捷 	新西兰，澳大利亚 ⁴
Shark EvoPower System NEO II (+)		2024.9.2	无绳吸尘器	<ol style="list-style-type: none"> 全新边缘传感器：精准识别墙边与房间角落 最大吸力进一步提升 	日本
Ninja Blast Max		2024.10.8(北美市场)	便携式榨汁机	<ol style="list-style-type: none"> 分离式设计：上方容器与下方电机可分离，携带更方便 重量更轻、容量更大、底座电机功率增强 智能升级：新增 Auto IQ 三种预设模式，操作更智能 全新顶盖设计 + 增加硅胶把手，握持引用更舒适 新增电量显示 	亚太地区尚未推出
Shark FlexBreeze Pro Mist		2025.3.19(美国市场)	电风扇	<ol style="list-style-type: none"> 内置雾化罐：快速高效降温，清凉直达 3种户外雾化模式：自由切换，个性化体验 超广覆盖：高度可调至70英尺，支持180°自动摆动，实现全面制冷 	亚太地区预计将在2025年内推出
Shark FlexBreeze		2025.10	电风扇	<ol style="list-style-type: none"> 可调节高度 续航时间长，风力强劲 静音 无线便携 可180°上下和55°左右转动 配备远程遥控器 	澳大利亚

资料来源：SharkNinja 官方网站，SharkNinja 官方商城，JS 环球网，getnaviweb，onesuite，techradar，device.report，prtimes，国盛证券研究所，注：1. 仅亚太地区，统计不包含其他市场。2. 新加坡、菲律宾、马来西亚只有 NC300，澳大利亚、新西兰只有 NC300 和 NC501。3. 亚太全市场（除中国）指日本、韩国、新加坡、菲律宾、马来西亚、澳大利亚、新西兰市场。4. 亚太其余地区将在 2025 推出

2.3、产品拓展：SN 定位中高端，产品铺设仍有空间

Shark 在清洁电器领域主要竞争对手为戴森，我们以澳洲市场举例，Shark 价格段相较于 Dyson、Miele 等高端品牌稍低，但仍高于 Bissell、Hoover 等中低端产品价格段，填补了中高端市场份额空缺。同时我们对比 Shark 与 Dyson 产品矩阵，Dyson 在当地已铺设扫地机器人等高端产品，考虑到 Shark 同样有扫地机产品储备，后续在当地产品铺设仍有提升空间。

图表11: Shark 及 Dyson 吸尘类产品类型

Shark 澳洲					
有线立式吸尘器	无线吸尘器	手持吸尘器	蒸汽拖把	洗地机/干湿两用吸尘器	扫地机器人
Dyson 澳洲					
有线立式吸尘器	无线棒式吸尘器	手持吸尘器	蒸汽拖把	洗地机/干湿两用吸尘器	扫地机器人
Shark 日本					
有线立式吸尘器	无线吸尘器	手持吸尘器	蒸汽拖把	洗地机/干湿两用吸尘器	扫地机器人
Dyson 日本					
有线立式吸尘器	无线棒式吸尘器	手持吸尘器	蒸汽拖把	洗地机/干湿两用吸尘器	扫地机器人

资料来源: Sharkninja 澳洲、日本官网, Dyson 官网, 国盛证券研究所

图表12: 澳洲亚马逊主要品牌吸尘器价格带对比 (美元)

Shark 型号	价格	戴森、Miele型号	价格	Hoover 型号	价格
		Dyson Gen5detect 无线	919		
		Miele C1经典有线	789		
		Miele Complete G3 Excellence 有线式	775.13		
		Miele Duoflex Total Care 直立式	699		
		Miele Boost CX1 有线	579		
		Dyson Cyclone V10 无线	509		
		Dyson V8 Pet 无线	439		
PowerDetect 直立	399.99			Commercial TaskVac 直式	209
Pet Pro 无线	349.99			Complete Performance 有线	189.99
Wet Dry 无线	299.99			WindTunnel 直立	169.99
Detect Pro 无线	289.99			WindTunnel RewindPro 有线直立	129.99
Rotator Powered	249.99				
TruePet 直立					
PetPro 无线	149.99				

高价接近戴森、Miele
↓
低价接近 Hoover

资料来源: 亚马逊, 国盛证券研究所, 注: 统计时间截至 2025/4/17

在厨房电器领域, Ninja 专注于提供高效能且便于使用的厨房电器, 核心品类为空气炸锅、破壁机等。以澳洲市场举例, 厨房小家电玩家例如澳洲高端小家电品牌 Breville, 核心品类为咖啡机、烤箱; 澳洲老牌小家电 Sunbeam 定位中端, 为品牌消费者提供种类丰富且价格合理的厨房电器; Ninja 的产品定价跨度较大, 吸引不同价格偏好的消费者。产品种类上, Ninja 小型厨房电器在设计上功能更加集成化, 推出多功能烹饪机, 强调用户在日常生活使用体验的高效简便性, 同时 Ninja 产品种类相对 Breville 和 Sunbeam 仍偏少, 未来仍有产品铺设空间。

图表13: 澳大利亚小家电畅销品牌产品品类对比图

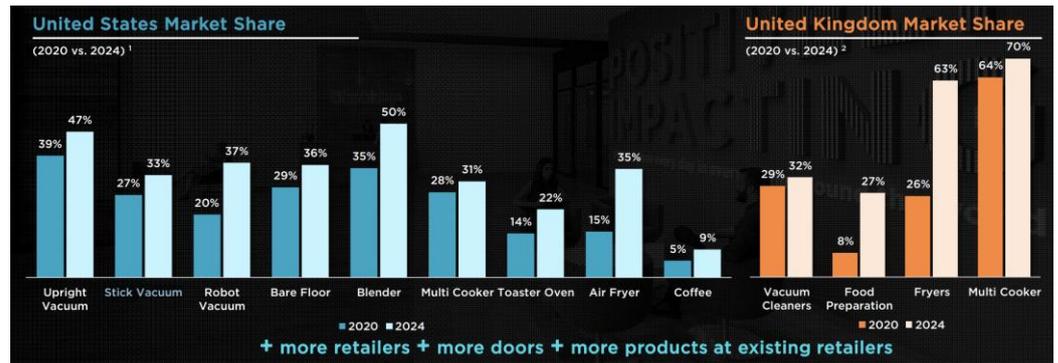
Ninja														
空气炸锅	电烤架	烤箱	微波炉	电饭煲	电蒸锅	油炸锅	电煎锅	电压力锅	电煮锅	多功能烹饪机	电磁炉	脱水烘干机	电制酒器	酸奶机
Breville														
空气炸锅	电烤架	烤箱	微波炉	电饭煲	电蒸锅	油炸锅	电煎锅	电压力锅	电煮锅	多功能烹饪机	电磁炉	脱水烘干机	电制酒器	酸奶机
Sunbeam														
空气炸锅	电烤架	烤箱	微波炉	电饭煲	电蒸锅	油炸锅	电煎锅	电压力锅	电煮锅	多功能烹饪机	电磁炉	脱水烘干机	电制酒器	酸奶机

资料来源: Ninja 官网, Breville 官网, Sunbeam 官网, 国盛证券研究所

- 4) 东南亚、中国台湾地区：据公司官网数据，参考 SN APAC 已推出品类推算新市场容量，中国台湾地区 938 百万美元，东南亚地区为 2209 百万美元。目前公司在这两个地区业务布局量非常小，若中国台湾地区稳态市场率达 30%、东南亚地区稳态市占率达 10%（考虑到消费力不如其他地区，且公司定位中高端），渠道商加价 30%，则这两个地区能贡献 $(938*30\%+2209*10\%) / 1.3 = 386$ 百万美元收入增量。

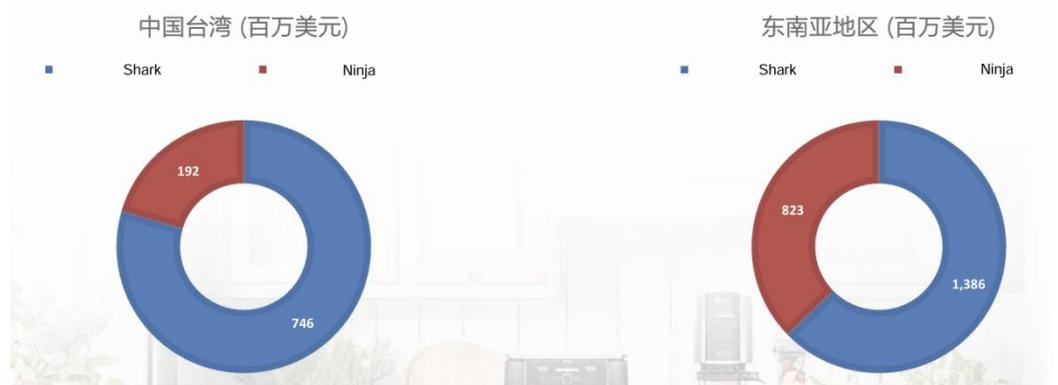
综合来看，我们认为 SN 亚太稳态市场收入有望达 $168+259+233+386=1046$ 百万美元，相较 2024 年的 342 百万美元仍有 206% 提升空间，加之各市场每年自身扩容逻辑，SN 亚太收入提升空间有望更大。

图表16: SN 欧美市占率情况



资料来源: JS 环球官网, 国盛证券研究所

图表17: 据 SN APAC 已推出品类推算新市场容量



资料来源: JS 环球官网, 国盛证券研究所

3、盈利水平：随 SN 亚太继续上量、九阳费用率改善，报表利润率有望抬升

随 SN 亚太继续上量，九阳费用率改善，预计公司报表利润率有望抬升。此前公司利润率较低的原因在于 1) SN 亚太高增速但体量较小，前期费用及固定支出投入大。2) 九阳业务近年来净利率下行。我们认为这两点将迎来改善：

3.1、SN 亚太上量，规模效应下盈利水平上行

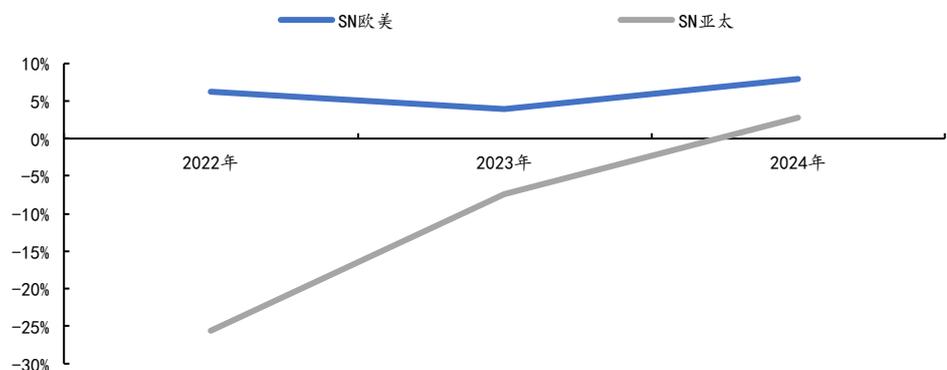
随 SN 亚太快速增长，规模效应显现，盈利水平上行，稳态利润率水平预计略低于 SN 欧美。近年来亚太快速增长，若我们单独看 SN 分部（收入计算剔除采购服务），24 年已经实现扭亏。此外 SN 亚太在分拆之际需要向 SN 欧美支付为期两年的过渡期的后台支持费用等，将于 2025 年 7 月到期，规模效应下预计盈利水平有望上行。参考 SN 欧美净利率 8% 左右水平，因 SN 亚太每年需要向 SN 欧美交付一定产品研发费用，预计 SN 亚太稳态利润率略低于欧美，SN 亚太 24 年利润率为 2.78%，仍有提升空间。

图表18: SN 关联交易总结

协议	买方	卖方	具体内容	持续时间	金额（百万美元）
(1) 采购服务协议—JS 环球	SharkNinja HK	JS Global Trading	协助SharkNinja集团进行战略规划、分析与指导	2023/7-2025/6	23年年度上限: 45 24年年度上限: 70 25年年度上限: 15
(2) 采购服务协议—九阳	SharkNinja HK	九阳	九阳制造或促使OEM供应商制造若干SN品牌产品	2023/7-2026/7 或为长期，每年磋商协定	23年: 137 24年1-11月: 178.9 25年建议年度上限: 110
(3) 品牌授权协议	JS Global Trading	SharkNinja HK	SN授予JS在亚太地区及大中华区获取、生产和采购SN产品的非独家权利，以及分销和销售SN产品的独家权利	2023/7-2043/7 长期	23年: 1.9 24年1-11月: 4.5 25年年度上限: 23
(4) 产品开发协议	JS Global Trading	SharkNinja Europe	SN提供亚太地区和大中华区市场开发市场定制产品及若干相关业务支持服务	2023/7-2026/7 或为长期，每年磋商协定	23年: 0.4 24年年度上限: 2 25年年度上限: 6.75 26年年度上限: 8.4
(5) 过渡服务协议	JS Global Trading	SharkNinja	SN提供若干过渡服务，包括多种信息技术以及有限及较短前期服务	2023/7-2025/6	23年: 1.25 24年年度上限: 3 25年年度上限: 1.75

资料来源: JS 环球公告, 国盛证券研究所

图表19: SN 亚太及 SN 欧美净利率

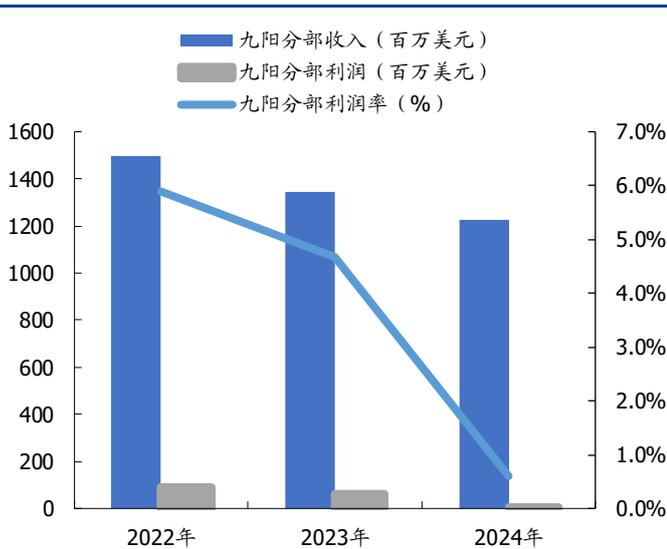


资料来源: SN 欧美财报, JS 环球财报, 国盛证券研究所

3.2、九阳触底，费用率改善推动盈利水平提升

九阳业务触底，25年电商生态改善有望降低费用率，盈利能力提升。九阳此前业绩一路下滑主因国内消费景气度下行，电商格局恶化等，2025年以来抖音率先推出抖九条，为入驻品牌商降佣，在一定程度上预示线上渠道竞争缓和，利于品牌商利润改善。此外九阳2025年同步发力中高端和入口品，产品线进一步完善，部分品类线上销售已有恢复趋势，根据奥维云网，2025年1-4月九阳线上破壁机/空气炸锅销售额分别同比+2.04%/+0.04%。此外我们从2025年一季度九阳财报来看，公司虽然收入、净利率同比仍有下滑，但幅度已收窄，销售费用率同比-0.1%，已有优化趋势，净利率环比+4.2pct，盈利水平环比修复明显。

图表20: 九阳分部收入利润利润率



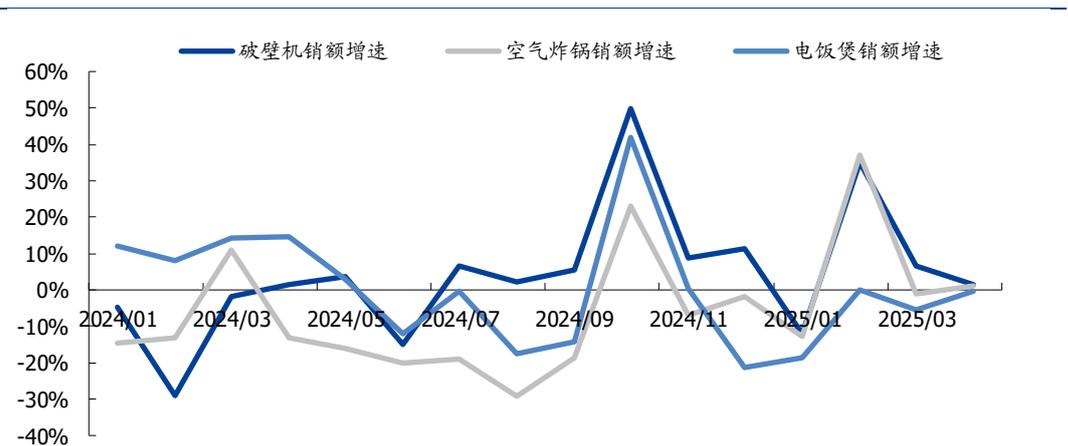
资料来源: JS 环球财报, 国盛证券研究所

图表21: 抖九条降佣内容

条款	具体内容
条款(1)	免佣与返佣政策升级: 24年7月覆盖“家庭/个人清洁工具”“家居饰品”“居家日用”“收纳整理”四个一级类目, 25年1月新增“厨房/烹饪用具”、“餐饮具”两个一级类目, 覆盖的商家数量增加45%
条款(2)	推出推广费自动返还政策, 降低商家因退货退款而产生的经营损失
条款(3)	加大算法研发投入, 升级流量机制
条款(4)	推进多项措施降低退货率
条款(5)	多举措、全方位提升商家体验
条款(6)	严打恶性竞争, 创造公平健康经营生态
条款(7)	设立“小商家帮扶基金”, 小商家最高可获得6000元流量券, 并可获得定向流量补贴, 以提升商家和商品的曝光度
条款(8)	降低运费险与保证金, 为符合条件的商家或达人降低10%-40%的运费险成本, 平台连续下调32个一级类目的保证金, 最高降幅达到98.7%, 覆盖约80%的商家
条款(9)	强化商家沟通, 不断优化服务

资料来源: 观点网, 抖音电商公众号, 国盛证券研究所

图表22: 九阳破壁机、空气炸锅、电饭煲线上销售额增速



资料来源: 奥维云网, 国盛证券研究所

4、盈利预测与估值

4.1、盈利预测

SN 亚太：我们根据 SN 亚太分市场进行收入预测，1) 日本市场：由于经营时间较长，已在当地形成一定品牌心智，考虑到 Shark 品牌市占率仍有提升空间、Ninja 品牌正处于导入期，预计公司 2025-2027 年收入增速保持 25%。2) 澳新市场：处于快速拓展阶段，预计 2025-2027 年收入增速为 85%/50%/35%。3) 其他市场（韩国等）：韩国正处于快速开拓前期，加之东南亚、中国台湾地区拓展，预计 2025-2027 年收入增速为 130%/85%/60%。综合来看 SN 亚太第三方销售收入为 603/937/1335 百万美元，同比 +76.3%/+55.3%/+42.6%。毛利率考虑到规模效应，预计稳中有升，2025-2027 年为 47%/48%/49%。

九阳：考虑到国内消费环境未有明显提速，预计 2025-2027 年九阳第三方销售收入达 1051/1083/1116 百万美元，同比+3%/+3%/+3%，毛利率预计保持平稳为 30%/30%/30%。

费用端：考虑到九阳业务在国内电商环境改善下，费用率有望优化，预计 2025-2027 年公司销售费用率为 20%/19%/18.5%、管理费用率随规模效应优化为 15.0%/14.7%/14.6%。

综合来看，公司 2025-2027 年实现营收 19.0/22.8/27.3 亿美元，同比 +19.3%/+20.1%/+19.8%，毛利率为 34.2%/36.3%/38.3%。

图表23: 公司收入与毛利率预测

单位: 百万美元	1H22 (SN欧美剥离后)	2022 (SN欧美剥离后)	2023H1	2023A	2024H1	2024A	2025E	2026E	2027E
收入合计	703	1,476	574	1,429	743	1,594	1,901	2,283	2,734
yoy		-71.4%	-74.3%	-3.2%	29.5%	11.5%	19.3%	20.1%	19.8%
成本		939	360	942	497	1083	1250	1453	1686
毛利		536	213	487	246	510	651	830	1049
毛利率%		36.4%	37.2%	34.1%	33.1%	32.0%	34.2%	36.3%	38.3%
【分业务】									
SN亚太第三方销售收入	28	64	49	152	123	342	603	937	1335
yoy			73.0%	137.5%	153.2%	125.6%	76.3%	55.3%	42.6%
澳新	0.00	0.00	10.33	43.81	44.64	147.17	272.26	408.39	551.32
yoy	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	332.0%	235.9%	85.0%	50.0%	35.0%
日本	28.83	64.21	37.34	91.84	43.66	112.12	140.15	175.18	218.98
yoy	0.0%	0.0%	29.5%	43.0%	16.9%	22.1%	25.0%	25.0%	25.0%
SN其他市场 (韩国等)	0.0%	0.0%	0.94	16.08	34.79	83.01	190.93	353.21	565.14
yoy	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3612.8%	416.2%	130.0%	85.0%	60.0%
占比%	4.0%	4.3%	8.5%	10.6%	16.6%	21.5%	31.7%	41.0%	48.8%
成本	15	39	27	88	65	179	320	487	681
毛利	13	25	22	64	58	163	284	450	654
毛利率%	45.55%	39.59%	44.64%	42.18%	47.28%	47.60%	47%	48%	49%
SN亚太关联方收入	36	86	34	87	25	39	35	31	28
yoy			-5.94%	0.74%	-26.75%	-55.3%	-10%	-10%	-10%
SN亚太利润	29.992	69.888	29.802	75.71	23.088	48.341			
SN分部净利率	46.55%	46.53%	36.01%	31.72%	15.59%	12.68%			
SN分部净利率 (去掉采购服务)	-22.62%	-25.61%	-8.93%	-7.40%	-1.56%	2.78%			
九阳第三方销售收入	639	1325	491	1053	487	1021	1051	1083	1116
yoy			-23.18%	-21%	-1%	-3%	3.0%	3.0%	3.0%
占比%	91%	90%	86%	74%	66%	64%	55%	47%	41%
成本	438	901	333	725	331	721	736	758	781
毛利	201	425	158	328	157	300	315	325	335
毛利率%	31.47%	32.05%	32.11%	31.13%	32.12%	29.40%	30%	30%	30%
九阳关联方收入				137	108	192	211	232	255
yoy						39.9%	10%	10%	10%
九阳利润	58.826	88.275	40.704	62.773	26.004	7.358			
九阳分部净利率	8.19%	5.89%	6.67%	4.68%	4.35%	0.60%			
两方关联成本				129	102	183	194	208	224
两方关联毛利				95	31	47	52	55	59
两方关联毛利率%				42.33%	23.46%	20.44%	21%	21%	21%

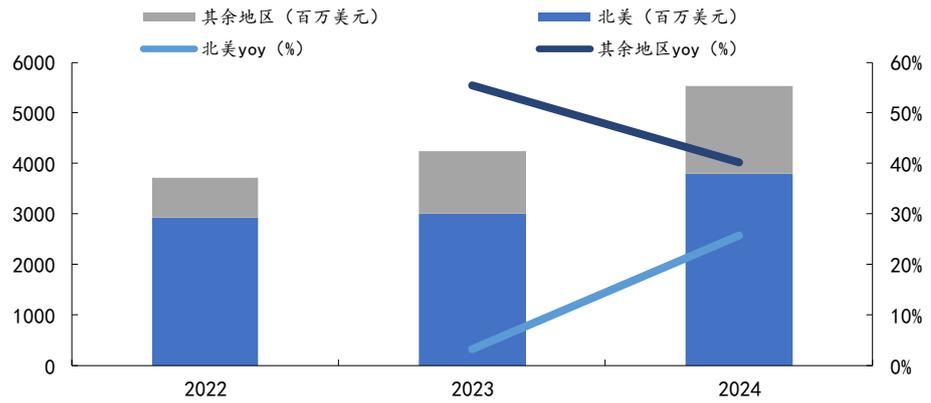
资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所

4.2、对比 SN 欧美业务, 可以对公司估值更乐观些

预计公司 2025-2027 年归母净利润为 49/102/165 百万美元, 同比分别 +690.5%/+108.7%/+61.2%, 对应 EPS 分别为 0.01/0.03/0.05 美元每股, 对应 2024 年 5 月 12 日收盘价 PE 为 17.8/8.5/5.3x。

对比 SN 欧美来看, SN 欧美近年来收入高增速更多来自其余地区 (欧洲) 拓展, 与 JS 环球结构相似 (九阳增速较慢, SN 亚太增速较快), 且从利润增速角度考虑, JS 环球利润增速相比 SN 欧美来说有望更快。我们选取同样从事全球业务的小家电公司苏泊尔、石头科技、科沃斯以及 Sharkninja (欧美业务) 作为可比公司。我们给予参考上述公司 2025 年 P/E 中位数 (收盘日期为 2025 年 5 月 12 日), 给予 JS 环球为 20.37x PE, 对应目标价 2.24 港元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

图表24: SN 欧美分地区收入结构



资料来源: SN 欧美财报, 国盛证券研究所

图表25: 可比公司估值

证券简称	股价及EPS单位	股价 2025/5/12	EPS						PE					
			2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
苏泊尔	人民币	57.00	2.56	2.70	2.80	3.00	3.20	3.41	19.34	19.62	20.36	19.01	17.80	16.69
石头科技	人民币	217.67	12.63	15.60	10.70	10.91	13.70	16.69	19.61	18.14	20.34	19.94	15.88	13.04
科沃斯	人民币	55.08	2.96	1.06	1.40	2.65	3.08	3.57	24.63	39.03	39.31	20.80	17.90	15.42
Sharkninja	美元	92.25		1.18	2.56	3.87	4.64	5.23		77.87	29.66	23.85	19.89	17.63
中位数									19.61	29.32	25.01	20.37	17.85	16.06
JS环球生活	美元	0.25		0.09	0.01	0.01	0.03	0.05		6.6	141.3	17.8	8.5	5.3

资料来源: Wind, 国盛证券研究所; 注: 统计时间截至 2025/5/12

5、风险提示

行业需求下滑风险。中美贸易摩擦或会引起全球需求下滑, 公司产品属于可选消费类, 若行业需求下滑可能使得公司收入下降, 进而影响业绩。

汇率波动风险。汇率波动可能会削弱公司产品的价格竞争力, 对公司的毛利率产生负面影响, 同时影响汇兑损益, 进而影响公司的经营业绩。

盈利水平恢复不及预期风险。若公司开拓市场阶段费用控制不及预期, 或会使得盈利水平恢复慢于预期。

测算误差风险。本报告采用的市占率数据为公司及第三方机构测算, 渠道加价率为假定值(根据历史一般水平), 计算公司对应品类市场空间与收入增长空间所采用目标市占率为预测值, 以上步骤均可能存在测算误差风险。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路8号院7楼中海地产广场东塔7层

邮编：100077

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路555号陆家嘴金融街区22栋

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com