

JS 环球生活 (01691.HK)

全球小家电龙头的创新、拓展与协同

全球化小家电龙头版图初现。公司以九阳起家，于 2017 年收购 SharkNinja，截至目前持有九阳和 Sharkninja 股权分别为 59%和 100%。公司总营收由 2016 年 11.03 亿美元上升至 2019 年的 30.16 亿美元，其中 2019 年九阳贡献总营收的 42%，Sharkninja 贡献了 58%。2020 年上半年公司实现收入 15.15 亿美元，同比增长 22.6%。盈利能力上，2020 年上半年公司毛利率大幅提升 6.3pct 至 43.7%，净利率上升到 7.04%。

如何看分品牌的竞争优势？ 1) **九阳分部：**公司在仍存在一定成长空间的厨房小家电市场获得一席之地，主要是针对行业具有**大单品+小爆品、渠道向线上转移、年轻白领为消费主力**的特点进行布局：**产品上**，聚焦升级大单品，打造创新小爆品；**渠道上**，渠道围绕客流，品牌传播升级。**从短期看**，无论是从新品新渠道的推动还是考核目标的角度看，公司均处于向上周期。2) **SharkNinja 分部：**国内吸尘器市场存在巨大空间，但也存在一定挑战。对公司本身而言，其能够在具有高渗透率的美国吸尘器市场获得龙头地位是具有较明显竞争优势的：**产品上**，保持高质量差异化，利用价格空档打入市场；基于高效研发平台，不断推新品提升品牌地位。**营销上**，斥巨资投入广告，对标 Dyson 快速提升品牌认知；通过社交媒体加强与消费者的互动，提升消费者体验感，快速入驻美国主流销售渠道。

能否在全球市场上复制 SEB 的成功？ 对标 SEB，主要通过并购品牌实现多产品和区域的有效运营，而中国区域更是其业绩增长的主要驱动力，主要系 SEB 并购苏泊尔在产品端和渠道端协同效应实现互利共赢。**从九阳到 JS**，进一步解决步入中国吸尘器市场面临的问题，并实现“1+1>2”的效果：1) 研发协同为产品创新赋能，进一步品类矩阵化；2) 渠道端，九阳与 SharkNinja 互利互助；3) 供应链端，降本增效，进一步提升未来盈利能力。

盈利预测与投资建议。 预计 2020-2022 年九阳营收增速为 11.04%/10.13%/8.34%；SharkNinja 增速 33.99%/29.75%/25.15%。对应公司整体营收为 37.47/45.83/54.73 亿美元，同比增速分别为 24.2%/22.3%/19.4%。归母净利润为 2.87/4.03/5.49 亿美元，同比增速为 580.6%/40.5%/36.2%。我们根据品牌拆分估值，认为九阳的合理市值在 36 亿美元，SharkNinja 在 63.5 亿美元，综合得到 JS 市值在 85 亿美元（对应 658 亿港元），对应 PE 为 21 倍，首次覆盖予以“买入”评级。

风险提示：国内宏观经济放缓；原材料价格大幅波动；疫情影响带来不确定性。

财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万美元)	2,682	3,016	3,747	4,583	5,473
增长率 yoy (%)	71.5	12.5	24.2	22.3	19.4
归母净利润(百万美元)	35	42	287	403	549
增长率 yoy (%)	-27.6	20.8	580.6	40.5	36.2
EPS 最新摊薄(美元)	0.01	0.01	0.08	0.12	0.16
净资产收益率(%)	24.2	14.0	34.5	32.0	30.1
P/E(倍)	182.7	151.3	22.2	15.8	11.6
P/B(倍)	-61.44	17.51	9.79	6.05	3.98

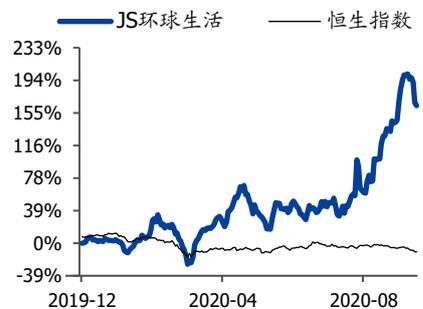
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入 (首次)

股票信息

最新收盘价	14.50
总市值(百万港元)	41,069.34
总股本(百万股)	2,832.37
其中自由流通股(%)	
30 日日均成交量(百万股)	

股价走势



作者

分析师 鞠兴海

执业证书编号: S0680518030002

邮箱: juxinghai@gszq.com

分析师 马王杰

执业证书编号: S0680519080003

邮箱: mawangjie@gszq.com

研究助理 郑紫舟

邮箱: zhengzizhou@gszq.com



内容目录

1. 全球化小家电龙头版图初现	6
1.1 优质的小家电领导品牌	6
1.2 九阳、SharkNinja 齐驱动业绩上升	6
1.3 整体盈利能力强，未来可期	8
2. 九阳分部：洞察需求，更懂年轻人	10
2.1 当前国内厨房小家电市场如何？	10
2.1.1 品类特点：大单品+长尾小单品	10
2.1.2 渠道：向线上逐步转移	11
2.1.3 消费人群以年轻白领为主	12
2.1.4 美苏九占据小家电主要消费市场	13
2.2 九阳是如何做到名列前茅的？	14
2.2.1 聚焦升级大单品，打造创新小爆品	14
2.2.2 渠道围绕客流，品牌传播升级	16
2.3 未来短期处于经营向上周期	17
3. SharkNinja：吸尘器龙头地位能否延续？	18
3.1 国内吸尘器市场的“机”与“危”	18
3.1.1 国内吸尘器市场机遇显著	18
3.1.2 进军国内市场存在的挑战	20
3.2 Shark 如何由行业新手成为领先者？	21
3.2.1 在美的巨大成功	21
3.2.2 初入美国吸尘器市场情况	23
3.2.3 产品层面：做高质量差异化产品	23
3.2.4 营销层面：全方位打造品牌形象	25
4. JS 在全球市场上能否复刻 SEB 的成功？	26
4.1 他山之石：全球化小家电龙头 SEB	26
4.2 从九阳到 JS——能否实现“1+1>2”	29
4.2.1 研发协同：为产品创新赋能，进一步品类矩阵化	29
4.2.2 渠道协同：加速市场布局，提升品牌知名度	31
4.2.3 供应链协同：降本增效，未来盈利能力值得期待	32
5. 盈利预测与投资建议	33
5.1 盈利预测	33
5.1.1 收入端	33
5.1.2 利润端	34
5.2 估值讨论	35
风险提示	37

图表目录

图表 1: JS 环球发展历程.....	6
图表 2: 截至 2020.6 公司股权结构.....	6
图表 3: 九阳与 Sharkninja 营收均稳步提升 (百万美元).....	7
图表 4: 2020H1 的 Shark 和 ninja 品牌贡献比重分别为 39%和 21%.....	7
图表 5: 厨房小家电为九阳的主要销售产品 (百万美元).....	7
图表 6: 清洁电器贡献超过一半的 Sharkninja 销售额 (百万美元).....	7
图表 7: 分区域销售额情况 (百万美元).....	8
图表 8: 公司整体毛利率大幅提升.....	8
图表 9: 净利润 (含少数股东损益) 拆分 (百万美元).....	9
图表 10: 2020 年公司净利润 (含少数股东损益) 反弹 (百万美元).....	9
图表 11: 2020 年公司净利率提升.....	9
图表 12: 2016-2019 年九阳股份的净利率及费率情况.....	9
图表 13: 2016-2019 年 SharkNinja 的费率情况.....	9
图表 14: 2018-2019 年 JS 与 SEB 净利率对比.....	10
图表 15: 2019 年市场规模及同比增速 (亿元, %).....	10
图表 16: 2018 年各国平均每百户家庭破壁机数量 (个).....	11
图表 17: 破壁机销售收入及预测 (亿元).....	11
图表 18: 小熊电器推出煮蛋器等新品.....	11
图表 19: 小熊电器营收持续增长 (亿元).....	11
图表 20: 电商交易额情况 (万亿元).....	12
图表 21: 2015 年以前, 小家电线上交易占比较少.....	12
图表 22: 2019 年小家电品类线上销量比重多数高于 60%.....	12
图表 23: 2019 年厨房小家电消费者年龄分布.....	13
图表 24: 2019 年厨房小家电消费者职业分布.....	13
图表 25: 小家电行业线上线下呈现高集中度.....	13
图表 26: 2019 年各品类 CR3 占比.....	14
图表 27: 2019 年九阳线上各品类市占率.....	14
图表 28: SKY 系列.....	14
图表 29: 2019 年市场均价和 SKY 系列价格对比 (元/件).....	15
图表 30: 九阳 2019 年 SKY 系列 (元).....	15
图表 31: 九阳与 LINE FRIENDA 合作产品.....	15
图表 32: 双十一九阳全网销售额 (亿元).....	16
图表 33: 九阳搭建系统化直播体系.....	17
图表 34: 2019 年九阳业务营收及占比 (亿元).....	17
图表 35: 2018 年、2019 年九阳收入及利润实际和目标增速情况.....	18
图表 36: 2019 年中国前三季度小家电销量同比增速.....	19
图表 37: 2014-2023E 小家电市场规模情况 (亿美元).....	19
图表 38: 2012-2018 年国内吸尘器销售情况 (亿元).....	19
图表 39: 2018 年每百户家庭吸尘器数量 (台).....	19
图表 40: 中国吸尘器情况 (十亿美元).....	19
图表 41: 国内清洁电器线上销量情况.....	20
图表 42: 各清洁品牌产品结构.....	20
图表 43: 2019 年线上吸尘器均价 (元/台).....	20
图表 44: 各品牌淘宝线上粉丝人数 (万人).....	21
图表 45: 吸尘器线上线下销量情况 (万台).....	21

图表 46: SharkNinja 发展历程.....	21
图表 47: 各类产品比较.....	22
图表 48: 2018 年各品牌美国亚马逊线上销量占比.....	22
图表 49: 2019 年吸尘器品牌平均价格 (美元/件)	23
图表 50: 2017 年美国吸尘器市场份额情况.....	23
图表 51: 1998 年之前美国的吸尘器发展情况	23
图表 52: Shark 产品不断更新.....	24
图表 53: SharkNinja 研发大额投入 (百万美元)	25
图表 54: 2018 年各公司研发费率情况	25
图表 55: 2010-2019 年 shark 和行业吸尘器年复合增速对比.....	25
图表 56: Dyson Vs. Shark.....	26
图表 57: Instagram 互动	26
图表 58: SEB 产品.....	27
图表 59: SEB 集团的收购之路.....	27
图表 60: 2010-2019 年 SEB 分区域营收情况 (百万欧元)	28
图表 61: 2019 年 SEB 集团各地区营收占比 (%)	28
图表 62: 2019 年 SEB 分区域营收增速.....	28
图表 63: 苏泊尔 ROE 和 SEB 的净利率变化情况 (%)	28
图表 64: 苏泊尔三级研发体系——创新漏斗.....	29
图表 65: 苏泊尔三级研发体系——创新漏斗.....	29
图表 66: 2018 年研发费率.....	30
图表 67: 2018 年研发人员占总人数比重	30
图表 68: SharkNinja 分部烹饪电器销售额 (百万美元)	30
图表 69: 九阳股份向 SharkNinja (HK) 预计和实际关联销售情况 (亿元)	30
图表 70: 尚科宁家中国向 SharkNinja (HK) 预计与实际关联采购情况 (万元)	31
图表 71: 小家电各品类 CR3.....	31
图表 72: 双十一九阳全网销售额 (亿元)	32
图表 73: JS 环球生活的广告费用投入 (百万美元)	32
图表 74: 九阳分部营收预测 (百万美元)	33
图表 75: SharkNinja 分部营收预测 (百万美元)	34
图表 76: JS 环球生活营收预测 (百万美元)	34
图表 77: JS 环球生活毛利率拆分情况	34
图表 78: 2018-2019 年财务费率拆分.....	35
图表 79: 九阳与苏泊尔 PE 比较.....	36
图表 80: 苏泊尔 ROE 及拆分情况	36
图表 81: 九阳 ROE 及拆分情况.....	36
图表 82: 2021 年预计情况.....	36

1. 全球化小家电龙头版图初现

1.1 优质的小家电领导品牌

以豆浆机起家，逐渐走出厨房走向客厅。1994年，王旭宁先生创建九阳；2007年，九阳集团于深交所上市；2017年公司收购 SharkNinja，将业务从国内拓展至国际、从厨房逐渐走进客厅。目前公司旗下共有三大品牌：九阳、Shark、Ninja，覆盖产品为厨房小家电、清洁电器。截至2018年，九阳、SharkNinja 和 JS 环球在中国、美国及全球的小家电品类销售额分别为第三、第二、第六。

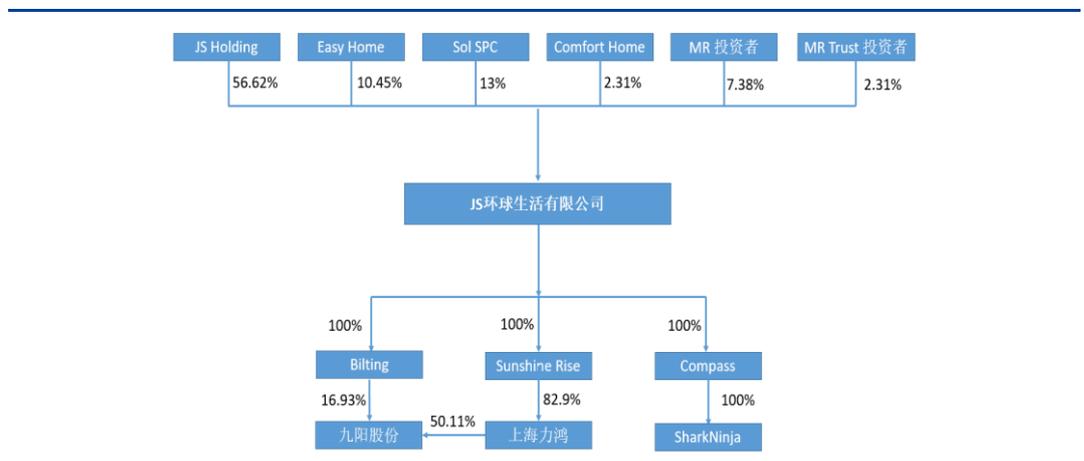
图表 1: JS 环球发展历程

年份	事件
1994 年	王旭宁成立本集团
2002 年	九阳山东成立
2008 年	九阳于深交所上市
2017 年	集团收购 SharkNinja
2019 年	JS 环球在港上市

资料来源：招股书，国盛证券研究所

公司控制九阳股份和 SharkNinja 股份分别为 59%和 100%。从创业初期至目前，公司经历多次收购与重组，截至 2019 年 9 月，JS 环球生活持有九阳股份 59%股权、SharkNinja 100%股权。公司控股人为王旭宁，管理层有朱宏韬、朱泽春、杨宁宁、黄淑玲、韩润与姜广勇。

图表 2: 截至 2020.6 公司股权结构

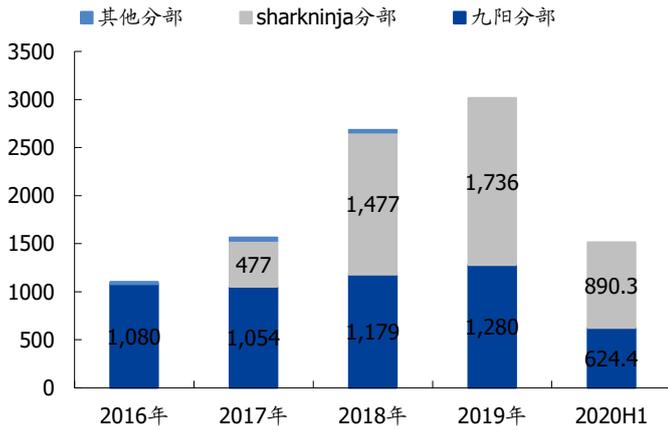


资料来源：招股书，Wind，国盛证券研究所

1.2 九阳、SharkNinja 齐驱动业绩上升

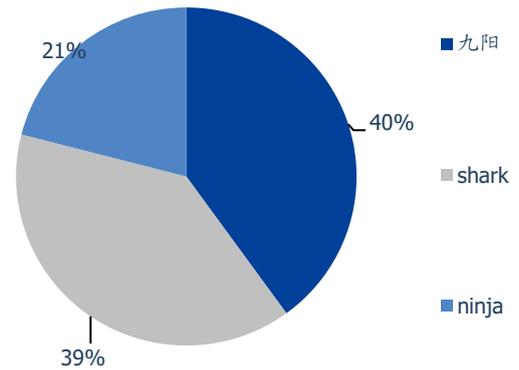
并购后营收显著增长，SharkNinja 贡献过半收入。得益于 17 年的并购，公司营收从 2016 年的 11.03 亿美元上升至 2019 年的 30.16 亿美元，截至 2020 年上半年，总营收为 15.15 亿美元、同比增速为 22.6%。其中，2018 年、2019 年和 2020 年上半年 Sharkninja 营收分别为 14.77/17.36/8.9 亿美元，贡献总营收的 55%/58%/58.78%。

图表3: 九阳与 SharkNinja 营收均稳步提升 (百万美元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 2017年的部分业绩表现来自9月29日后 SharkNinja 的营收

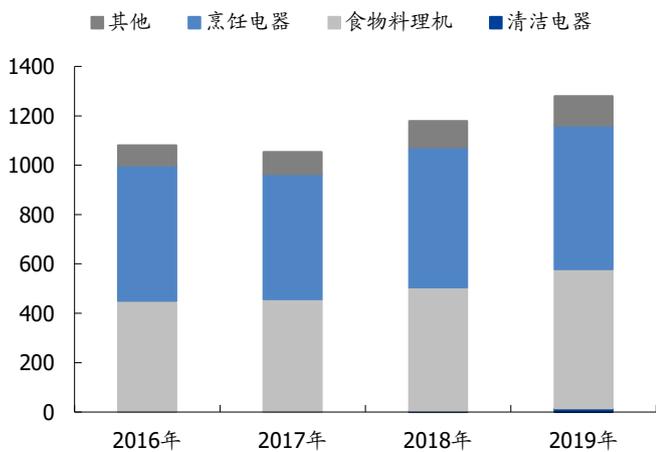
图表4: 2020H1 的 Shark 和 ninja 品牌贡献比重分别为 39%和 21%



资料来源: 年报, 国盛证券研究所

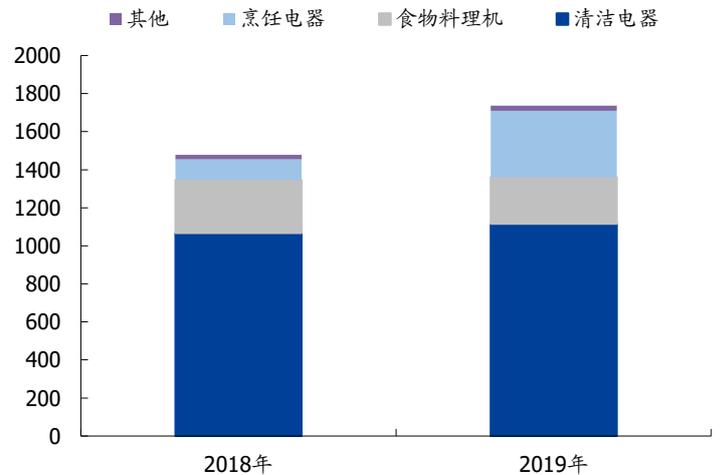
并购品牌打开清洁电器新业务。集团根据旗下品牌不同进行划分: 九阳主要负责厨房小家电, SharkNinja 中 Shark 主打清洁电器、Ninja 专注于厨房烹饪电器。2019年九阳分部中食物料理机和烹饪电器实现营收 5.64 亿美元和 5.81 亿美元, 贡献该分部总营收的 44%和 45%, 同比增速为 12.48%、2.34%。2019年 SharkNinja 分部清洁电器和烹饪电器实现营收 11.16 亿美元和 3.49 亿美元, 贡献分部总营收的 64.26%和 20.1%, 同比增速为 4.5%和 219.5%。

图表5: 厨房小家电为九阳的主要销售产品 (百万美元)



资料来源: JS 环球招股书, 国盛证券研究所

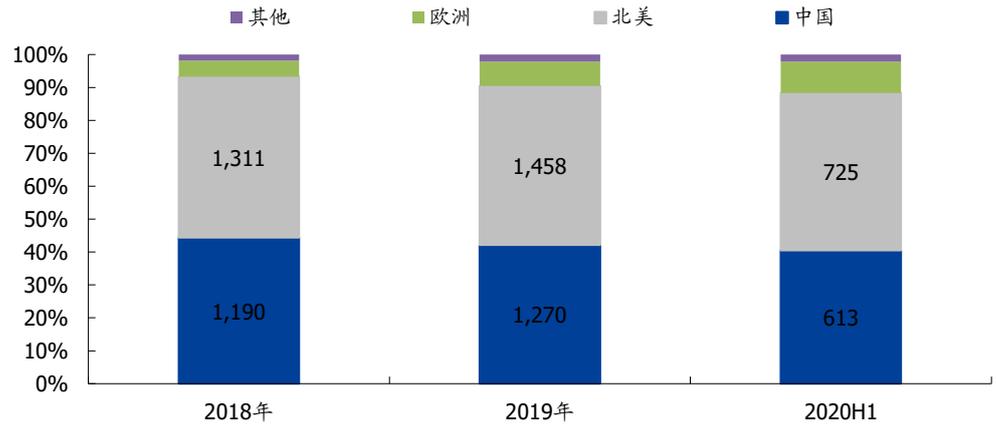
图表6: 清洁电器贡献超过一半的 Sharkninja 销售额 (百万美元)



资料来源: JS 环球招股书, 国盛证券研究所

品牌区域布局从中国走向全球。九阳分部主要负责中国区域的厨房小家电销售, SharkNinja 主要负责北美和欧洲等区域环境电器和烹饪电器的销售。截至 2020 年上半年, 中国、北美和欧洲的营收分别为 6.13 亿美元、7.25 亿美元和 1.44 亿美元, 对应占比分别为 40.46%、47.85%和 9.49%, 其中北美和欧洲的营收同比增速分别为 31%和 56%。

图表7: 分区域销售额情况 (百万美元)

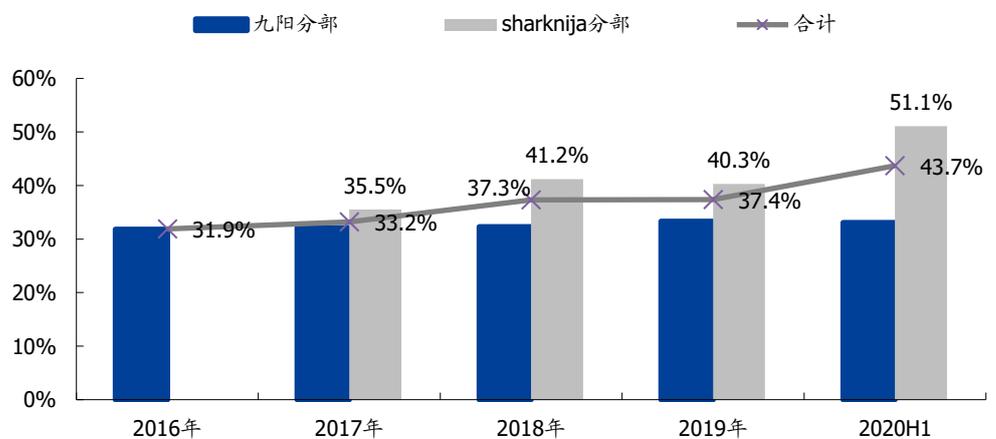


资料来源: JS 环球年报, 国盛证券研究所

1.3 整体盈利能力强, 未来可期

并购品牌拉动公司毛利率水平。2016年-2020H1, 公司毛利率由31.86%上升至43.7%, 主要是较高毛利的 SharkNinja 品牌带动公司整体毛利率稳中有升。其中, 2020年上半年 SharkNinja 的毛利率为51.1%, 高于九阳33.1%的毛利率。

图表8: 公司整体毛利率大幅提升



资料来源: 招股书, 年报, 国盛证券研究所

并购及上市前期整体净利润不断承压。2016-2018年公司净利润(含少数股东损益)从1.22亿美元降至1.12亿美元, 净利率由11.1%下降至4.18%, 主要系 SharkNinja 品牌的高费率(2018年销售、管理费率分别为18.88%、18.46%)拉高整体费率(2016-2018年销售费率由14.61%上升至17.81%、管理费率由7.29%上升至11.84%)。其中, 2017年收购 SharkNinja 后出现了较大的融资成本支出: 2017-2019年分别为0.182、0.783和0.837亿美元。此外, 2019年公司于香港上市又带来了0.214亿美元的上市费用(占当年总营收的0.71%), 其中50%用于偿还商业银行部分定期贷款、20%用于新品研发、20%用于全球化发展、10%用于营运资金。若我们剔除与公司收购相关的贷款利息支出和递延融资成本摊销, 公司2018年和2019年的净利率分别为6.3%和5.13%, 十分接近全球小家电龙头 SEB 的净利率(2018年、2019年分别为6.79%、5.82%)。

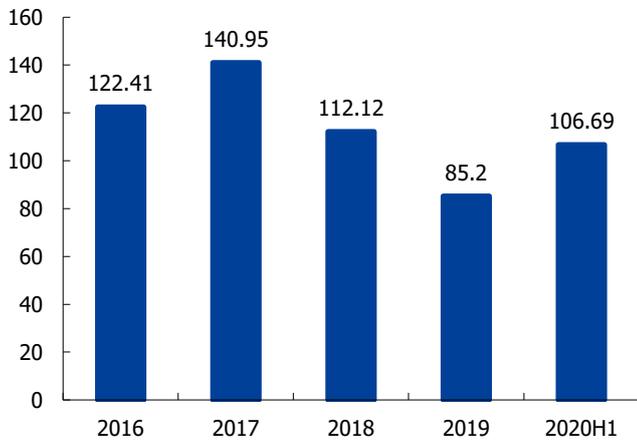
2020年净利润开始反弹。截至2020年上半年，公司净利润（含少数股东损益）为1.07亿美元、同比增速为387.2%，2020H1净利率达到7.04%，主要系北美、欧洲市场增长强劲且暂时性关税豁免带来了部分产品的税务返还。

图表9：净利润（含少数股东损益）拆分（百万美元）

	2018年	2019年
JS 环球生活	112.12	85.17
九阳股份	109.90	120.76
SharkNinja	165.17	14.04

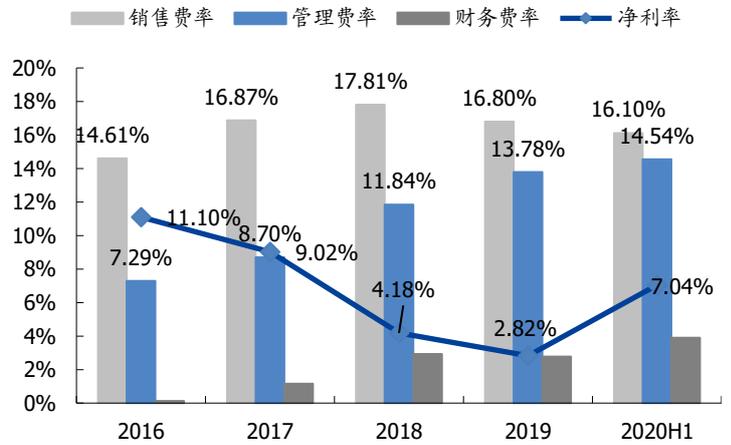
资料来源：JS 环球招股书，九阳年报，国盛证券研究所测算 注：2018年九阳股权为40.4%，SharkNinja股权为41%；2019年九阳股权为58.9%，SharkNinja股权为100%

图表10：2020年公司净利润（含少数股东损益）反弹（百万美元）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表11：2020年公司净利率提升



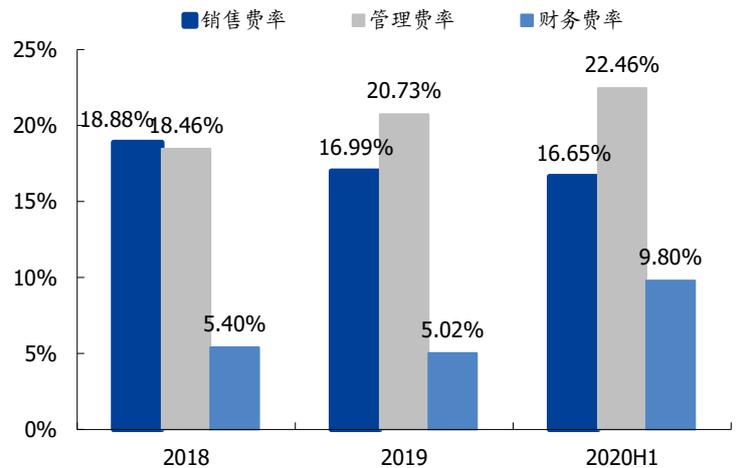
资料来源：JS 环球招股书，国盛证券研究所

图表12：2016-2019年九阳股份的净利率及费率情况



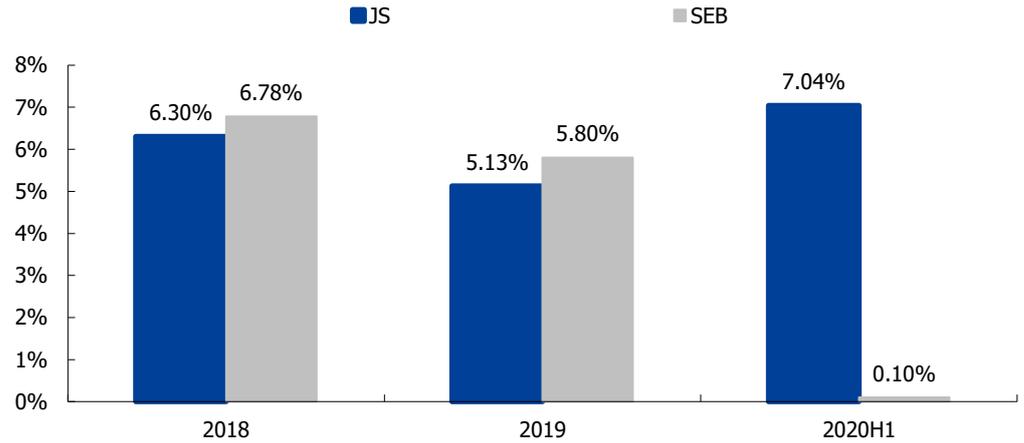
资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表13：2016-2019年SharkNinja的费率情况



资料来源：JS 环球招股书，JS 年报，国盛证券研究所

图表 14: 2018-2019 年 JS 与 SEB 净利率对比



资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

2. 九阳分部: 洞察需求, 更懂年轻人

九阳的主要产品为厨房小家电系列, 我们先从当前厨房小家电的行业特点进行分析, 再看九阳采取了哪些行动实现其业绩的提升以及其未来发展空间如何。

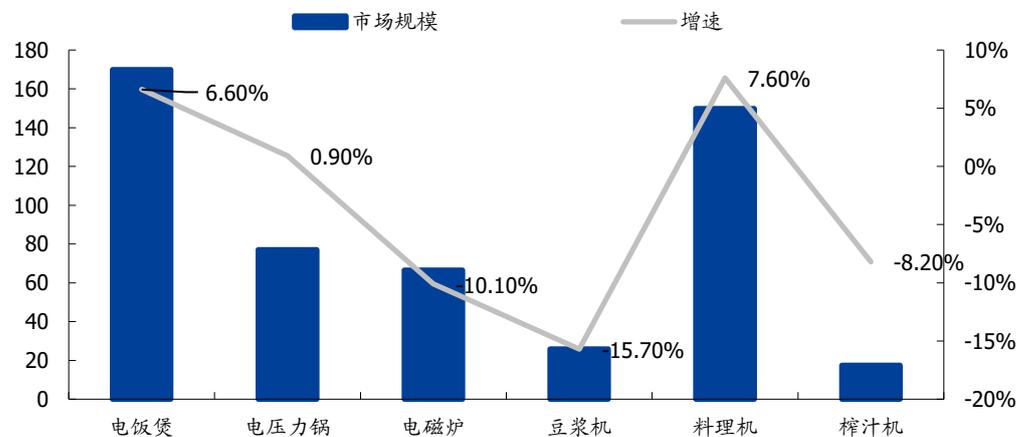
2.1 当前国内厨房小家电市场如何?

2.1.1 品类特点: 大单品+长尾小单品

➤ 大单品规模体量较大, 但仍存在增长空间

厨房小家电核心大单品规模体量较大。小家电核心单品中的料理机和电饭煲, 2019 年销售额分别为 149.8 亿美元和 169.9 亿美元, 是厨房小家电中仅两类超过百亿的单品。

图表 15: 2019 年市场规模及同比增速 (亿元, %)



资料来源: 奥维云, 国盛证券研究所

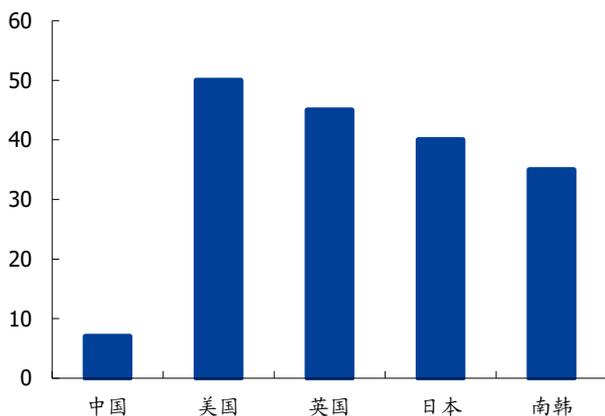
尽管产品规模基数较高, 但仍存在一定发展空间。从 2019 年的市场规模可以看出, 电

电饭煲和料理机均为百亿市场，虽然增速不快，但由于其现有产品特征和消费情况仍旧具有一定发展空间：

1) 对于小家电必选属性最高的电饭煲，产品主要是蒸汽加热的方式来烹饪食物，若能够在此基础上有所创新，将有望提高品牌市占率。

2) 未来仍具有一定成长空间的破壁机，根据华经情报网数据，2018年中国平均每百户家庭拥有破壁机仅7台，远低于美国的50台/百户、日本的40台/百户，未来家庭户均拥有量提升空间巨大。根据中研普华产业研究院数据，预计2023年破壁机将达到220.9亿元，年均复合增速24.79%。

图表 16: 2018 年各国平均每百户家庭破壁机数量 (个)



资料来源: 华经情报网, 国盛证券研究所

图表 17: 破壁机销售收入及预测 (亿元)



资料来源: 中研普华产业研究院数据, 国盛证券研究所

➤ 层出不穷的小单品:

不断创新和满足消费者需求的小单品成为了推动行业的新动力。得益于社交电商等新流量的挖掘，众多潜在用户需求被挖掘，许多品类被发明，包括酸奶、电热饭盒等。尽管小单品的市场规模多在10亿元左右，远小于大单品，但其持续推新和迭代也能够成为行业成长的新动力。其中小熊电器是创新小单品的标杆，2019年收入规模达到27亿元，同比增速为32%。

图表 18: 小熊电器推出煮蛋器等新品



资料来源: 淘宝, 国盛证券研究所

图表 19: 小熊电器营收持续增长 (亿元)



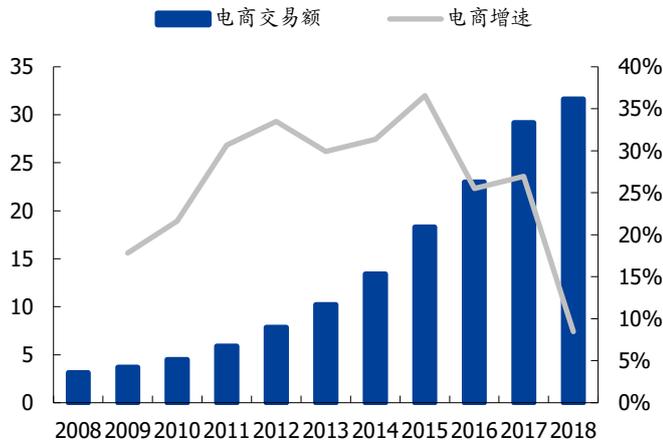
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2.1.2 渠道: 向线上逐步转移

在电商大力发展前，小家电主要以线下为主要销售渠道。2015年左右，电商迈入新的发

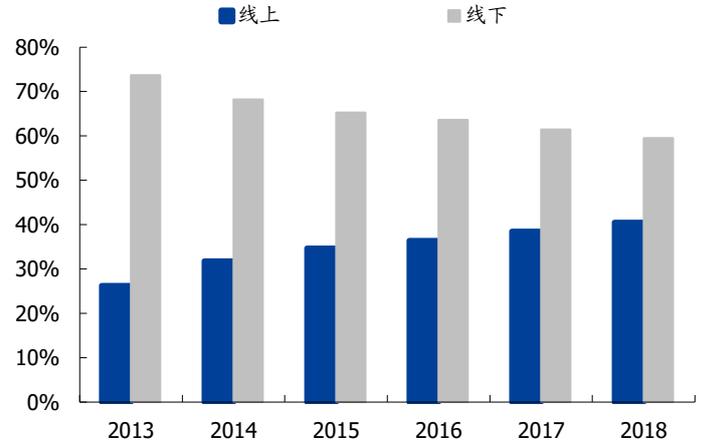
展阶段，交易额近20万亿元。对于小家电而言，在2015年以前，线上交易额占比在40%及以下，线下交易占比占70%。

图表 20: 电商交易额情况 (万亿元)



资料来源: 中商产业研究院, 国盛证券研究所

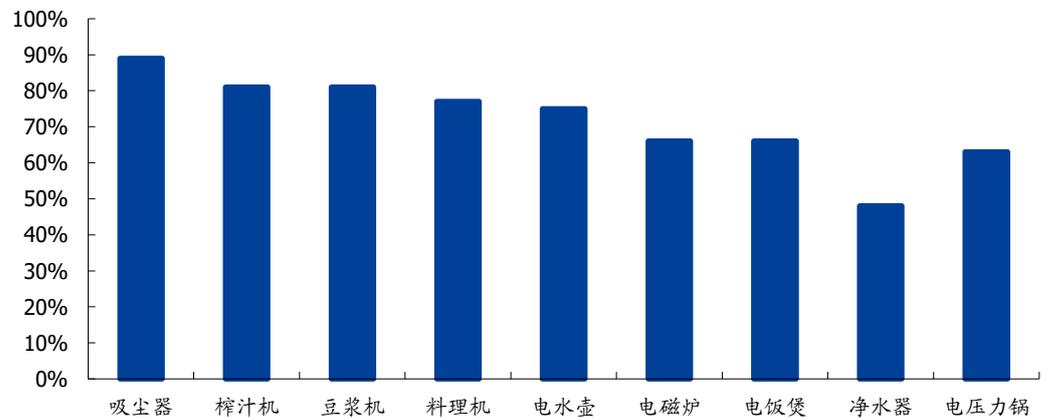
图表 21: 2015年以前, 小家电线上交易占比较少



资料来源: 奥维云, 国盛证券研究所

随着电商的发展以及多样化线上销售模式的打开, 小家电的消费由线下转向线上。得益于互联网的发展以及直播带货、社交电商等方式, 同时结合小家电体积小无需安装的特性, 越来越多单品的销售转向线上。截至2019年, 大部分小家电品类的线上零售量占比超过60%。2020年上半年, 受疫情影响, 用户购物习惯加速向线上迁移, 2020年2月, 线上零售量渗透率高达88%。

图表 22: 2019年小家电品类线上销量比重多数高于60%

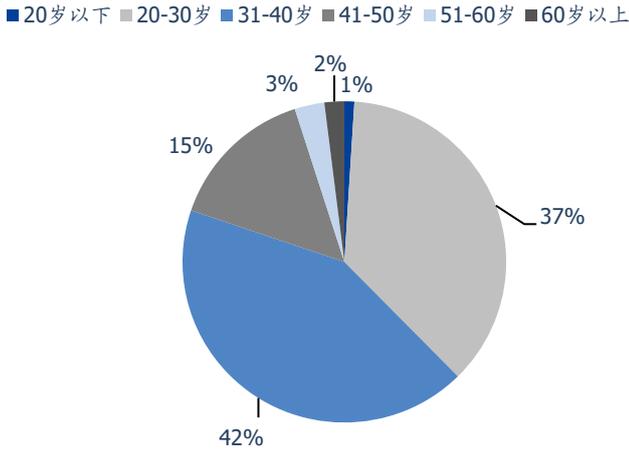


资料来源: 奥维云, 国盛证券研究所

2.1.3 消费人群以年轻白领为主

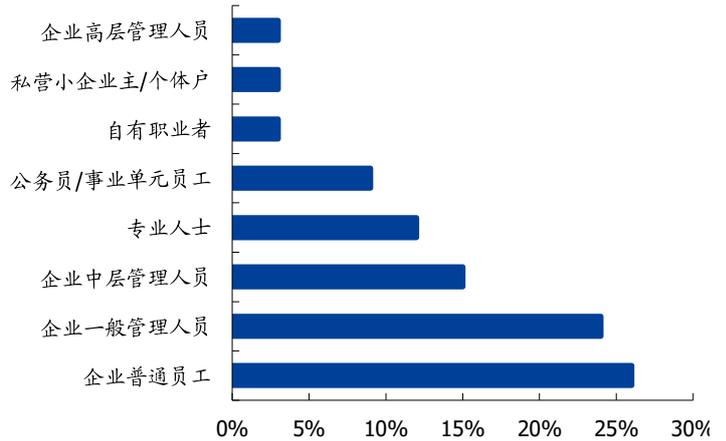
厨房小家电消费群体多为年轻白领。根据艾瑞咨询数据, 厨房小家电消费人群中, 20-50岁之间的消费主力人群占比达94%, 平均年龄35岁, 年轻化趋势较明显。从职业上看, 白领是厨房小家电的主要消费者, 占比达86%。

图表 23: 2019 年厨房小家电消费者年龄分布



资料来源: 艾瑞咨询, 国盛证券研究所

图表 24: 2019 年厨房小家电消费者职业分布

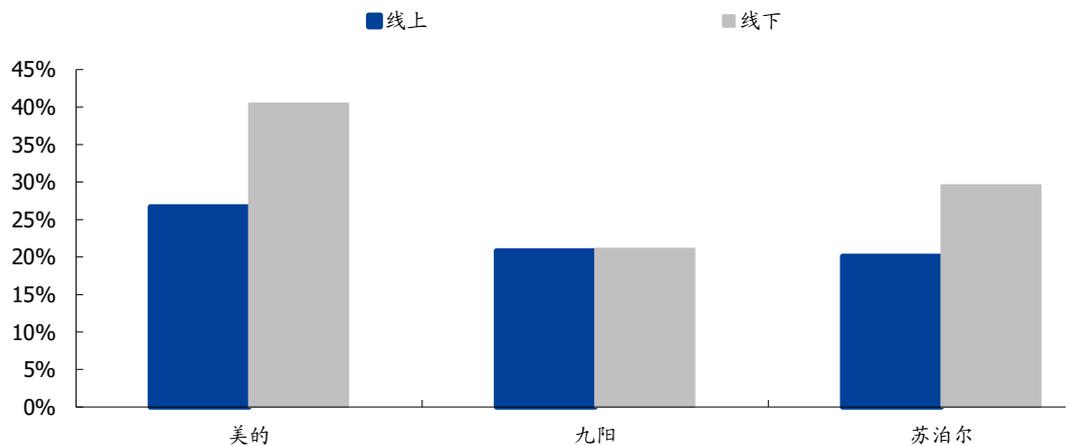


资料来源: 艾瑞咨询, 国盛证券研究所

2.1.4 美苏九占据小家电主要消费市场

厨房小家电市场格局显著, 美苏九为领先品牌。截至 2019 年, 线上小家电领先品牌为美的、九阳、苏泊尔, 市场份额占比分别为 26.7%、20.8%和 20.1%; 线下三类品牌占比为 40.5%、21.1%和 29.6%。从整体情况可见, 小家电主要市场集中在美的、九阳和苏泊尔上。

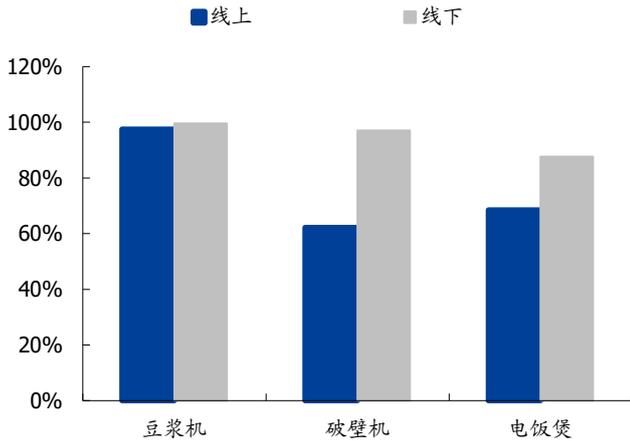
图表 25: 小家电行业线上线下呈现高集中度



资料来源: 奥维云, 国盛证券研究所

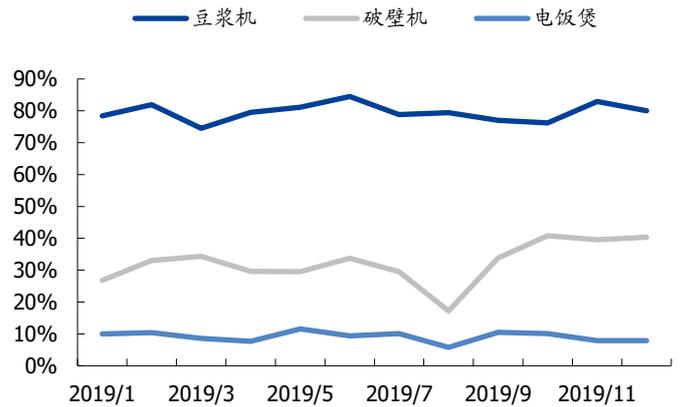
从小家电的核心单品看, 九阳成绩优异。截至 2019 年, 小家电核心单品豆浆机、破壁机和电饭煲线上 CR3 分别为 97.5%、62.2%和 68.5%, 线下 CR3 分别为 99.6%、97.1%和 87.7%, 主要由美的、九阳和苏泊尔占据。2019 年九阳在线上豆浆机、破壁机和电饭煲的份额占比大约在 80%、40%和 10%左右, 在同行业中名列前茅。

图表 26: 2019 年各品类 CR3 占比



资料来源: 奥维云, 国盛证券研究所

图表 27: 2019 年九阳线上各品类市占率



资料来源: 淘宝网, 奥维云, 国盛证券研究所

2.2 九阳是如何做到名列前茅的?

2.2.1 聚焦升级大单品, 打造创新小爆品

核心品类上, 以解决产品痛点和满足消费者需求为出发点推出新品。2019 年 3 月, 九阳针对年轻人重点关注的产品颜值、品质和便捷三大方面, 推出 SKY 系列的电饭煲、豆浆机和破壁机: 1) S 系列无涂层蒸汽电饭煲, 采用全新蒸汽加热方法, 抛弃内胆加热, 解决了原产品中由于内胆脱落对人体存在安全隐患的产品痛点。此外蒸汽电饭煲 S5 获得中国设计最高奖“红星奖”, 简约风设计符合年轻人审美特性; 2) K 系列豆浆机, 运用公司自主研发的自清洗技术, 拥有免手洗、便捷的特点, 解决之前豆浆机存在的清洗较为繁琐、豆浆有渣等痛点; 3) Y 系列破壁机, 融合自清洗技术和静音技术, 引领破壁机进入免洗静音时代。

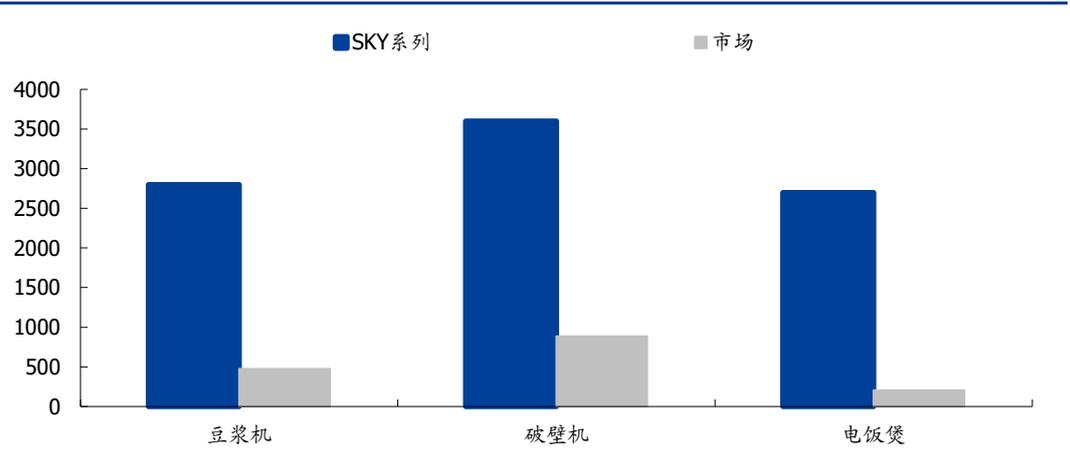
图表 28: SKY 系列



资料来源: 九阳官网, 国盛证券研究所

新品打法上, 继续价值登高战略。价格角度看, SKY 系列产品均处价格高位: K1S 自洗豆浆机售价 2799 元、无涂层蒸汽电饭煲 S5 售价 2699 元、Y88 自清洗静音破壁机 3599 元, 而对应市场豆浆机、电饭煲和破壁机的均价分别在 475 元、885 元和 200 元左右, 将九阳打造成定位高端的厨房小家电品牌。

图表 29: 2019 年市场均价和 SKY 系列价格对比 (元/件)



资料来源: 奥维云, 淘宝网, 九阳公司官网, 国盛证券研究所

拓宽新品价格带, 通过差异化和高性价比优势对市场实现降维打击, 得到市场良好反馈。公司在 2019 年下半年, 拓宽价格段、提高产品性价比、推出大众款: 电饭煲和豆浆机的价格段在 1500-3000 元, 破壁机也推出了 2500 元左右的同系列类型。在价格带拓宽后, 市场反馈良好: 截至 2020 年, 无人清洗破壁机市场占比从推出前的 1.2% 上升近 10pct, 免清洗豆浆机由原有的 3.5% 上升约 5pct。

图表 30: 九阳 2019 年 SKY 系列 (元)

产品	型号	价格
电饭煲	F-S3 无涂层蒸汽电饭煲	1699
	S5 无涂层蒸汽电饭煲	2699
豆浆机	K1S 不用手洗破壁豆浆机	2799
	K 迷你不用手洗破壁豆浆机	1799
	无人豆浆机 K solo 系列	1599
破壁机	Y1 自清洗静音智能破壁机	2599
	L18-Y88 不用手洗静音破壁机	3599

资料来源: 九阳官网, 国盛证券研究所

与此同时, 公司还尝试与高流量萌潮品牌 IP 跨界合作, 在小单品上灵活开拓。近期九阳更是捕捉当代年轻人生活现状, 挖掘其在独居时的情感及生活需求, 与 LINE FRIENDS 合作实现“一人食”概念。在产品功能上, 覆盖养生、便携和生活技巧等多维度, 在满足制作简单、生活解压的同时更带来萌趣外观, 推出了果汁杯、随身杯等创新产品。

图表 31: 九阳与 LINE FRIENDS 合作产品



资料来源: 九阳官方微信, 国盛证券研究所

2.2.2 渠道围绕客流，品牌传播升级

公司积极布局线上渠道和拓展线下新零售渠道，坚持执行“渠道围绕客流”的经营理念。

线上渠道：九阳早在 2011 年就成立电子商务中心，除天猫官方直营店之外，其余均由经销商负责。2019 年九阳双十一全网销售额达到 7 亿元，实现同比增长 40%；2019 年 1 月九阳在天猫官方旗舰店首次直营，为新零售模式 O2O 奠定基础；此外，还进行公众号运营，与粉丝互动以提高用户忠诚度，也及时获取终端用户信息反馈，形成品牌运营的良好性循环。

线下渠道：不仅优化提升传统终端门店，还稳步推进 Shopping Mall 为代表的高端品牌店建设，2018 年全年九阳新建 Shopping mall 门店 50 余家、品牌店 200 家，2019 年九阳新开品牌店数十家、专卖店数百家。此外，九阳还将线上线下结合，通过开线下体验店，实现线下体验、线上下单、就近配送、上门服务等全新的 O2O 购物体验。

图表 32：双十一九阳全网销售额（亿元）



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

为适应新经济发展趋势，满足新时代主流消费群体新需求，公司品牌定位和传播方式愈加年轻化。目前，95、00 后逐渐成为新时代主流消费群体，而年轻人主要依赖网络购物，并对新事物、新渠道、新生活方式的接受速度较快、要求较高。2019 年初公司，签约一线明星邓伦作为品牌代言人，以主动精准化的方式触达目标群体，充分利用粉丝效应，将流量进行转化。为迎合 5G 移动互联发展新趋势，九阳运用短视频、在线直播、内容种草传播推广，同时与各大主流直播平台进行合作，主要有明星网红（李佳琦等）、KOL（意见领袖）和 KOC（意见消费者）。2019 年的“双十一”预购中李佳琪直播间推荐的九阳 LINE 联名款布朗熊电热杯销量超过 2 万台。

图表 33: 九阳搭建系统化直播体系

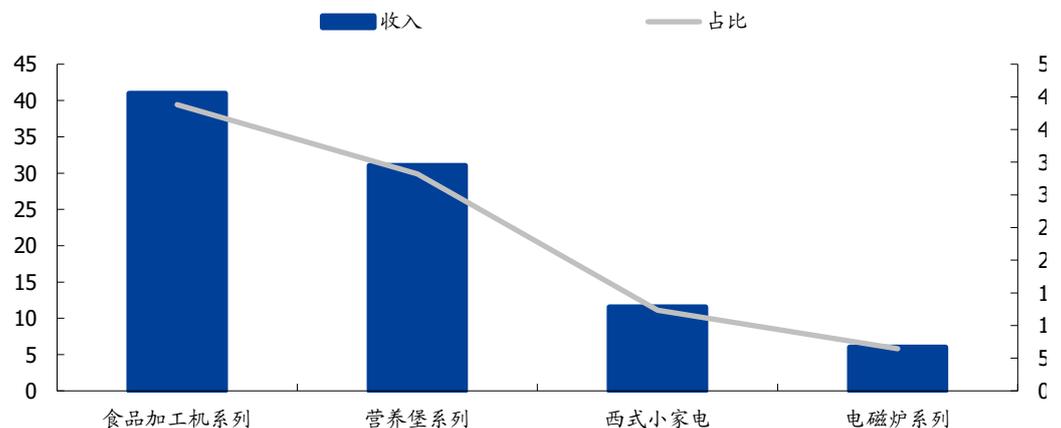


资料来源: 九阳官网微信, 国盛证券研究所

2.3 未来短期处于经营向上周期

SKY 系列新品结合新渠道开拓, 对公司未来 2-3 年业绩具有较高推动力。2019 年公司针对消费者需求和传统产品痛点推出 SKY 系列新品: 2019 年豆浆机占总体收入的近 20%、料理机占 20%、电饭锅占比 20%, 其中 K 系列占豆浆机约 30%、Y 系列占破壁机近 20%、S 系列占电饭煲收入的 10%。由于 SKY 系列在 2019 年上半年才正式推出, 并在下半年开始将创新系列产品推出主销价位段, 所以新品的真正发力将在 2020 年体现。此外九阳的新零售模式建设也在逐步发力, 公司通过自建的新零售体系、系统化的全民直播体系等方式, 在 2020Q1 全行业经济下滑情况下, 仍保持内销正增长。

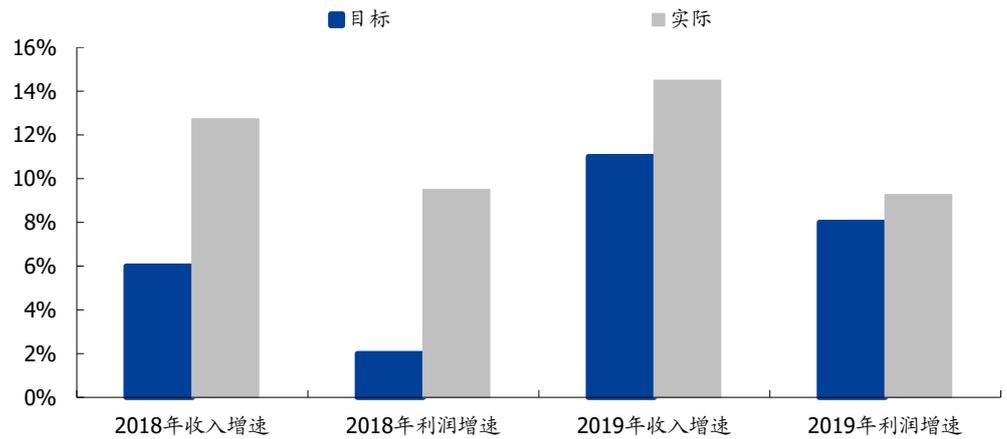
图表 34: 2019 年九阳业务营收及占比 (亿元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2020 年考核目标增速可观, 公司经营新周期值得期待。公司考核目标为: 2020 年销售额、净利润增长率不低于 11%、9%, 解除 60%限售股份; 2020 年销售额、净利润增长率不低于 13%、11%, 解除当期 80%限售股份; 2020 年销售额、净利润增长率不低于 15%、13%, 解除当期 100%限售股份, 目标增速仍十分可观。从公司过去的完成情况看, 均高于目标增速: 2018 年销售额、净利润目标增长率分别不低于 6%和 2%, 实际增速分别为 12.71%、9.48%; 2019 年销售额、净利润目标增长率分别不低于 11%和 8%, 实际增速分别为 14.48%、9.26%。

图表 35: 2018 年、2019 年九阳收入及利润实际和目标增速情况



资料来源: 公司公告, Wind, 国盛证券研究所

3. SharkNinja: 吸尘器龙头地位能否延续?

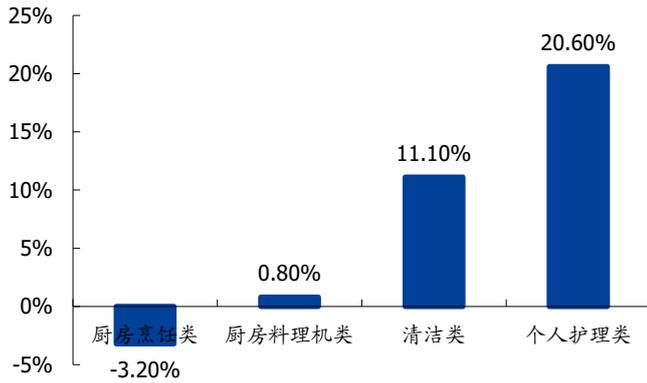
SharkNinja 分部主要由 Shark 吸尘器品牌和 Ninja 厨房电器品牌构成, 其中 Ninja 品牌被誉为美国的马达驱动品牌: 其搅拌机销售额在 2018 年获得 30.2% 的份额, 获得美国第一地位; 多功能烹饪煲销售额占比 14.4%, 获得美国市场第二的份额地位。而清洁品类 Shark 更是顺应消费者需求不断推新, 在接下来的内容中, 我们将重点分析国内吸尘器市场空间及 Shark 清洁品类优势。

3.1 国内吸尘器市场的“机”与“危”

3.1.1 国内吸尘器市场机遇显著

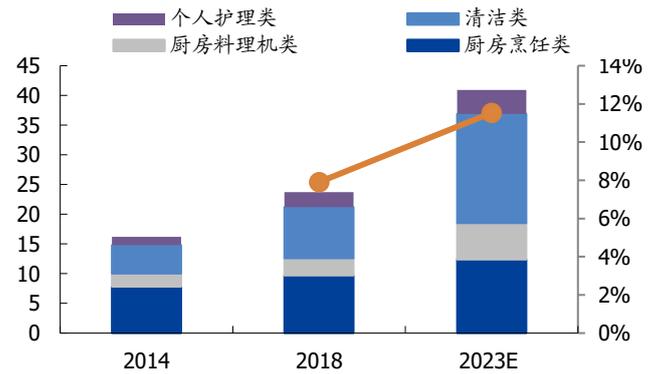
公司通过收购 Sharkninja, 想转向更具发展空间的清洁品类, 达成跨品类增长。尽管九阳的厨房品类已在同行业中做到龙头地位, 但相比于小家电类其他场景产品 (包括个人护理类和清洁类), 厨房小家电的销量增速更低 (2019 前三季度增速在 1% 以下)。此外, 据弗若斯特沙利文预计: 2018-2023 年厨房烹饪类的行业规模增速也仅为 5%。在厨房小家电未来增速存在一定局限情况下, JS 转向成长空间宽广的清洁品类: 2019 年前三季度清洁类销量增速为 11.1%, 2018 年-2023 年预计中国清洁类行业复合增速为 16.4%。

图表 36: 2019 年中国前三季度小家电销量同比增速



资料来源: 中怡康, 国盛证券研究所

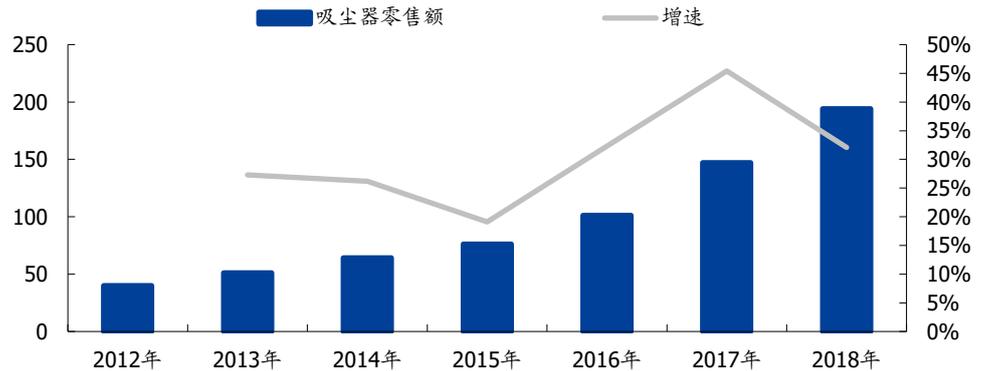
图表 37: 2014-2023E 小家电市场规模情况 (亿美元)



资料来源: 招股书, 国盛证券研究所

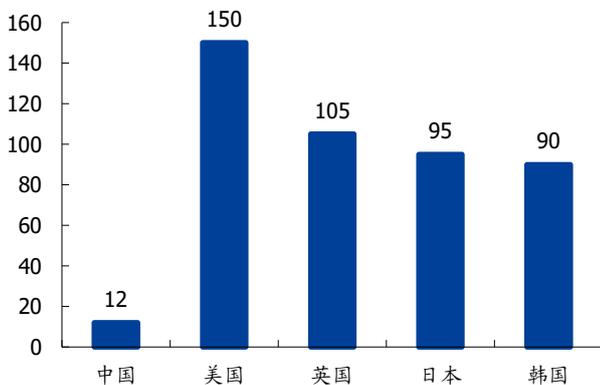
相比海外, 国内吸尘器市场发展空间广阔, 属于较好的可拓展区域。从吸尘器的家庭保有量看, 中国每百户保有量仅为 12 台, 而美国、英国、日本、韩国保有量均在 100 台左右。从线上渗透率看, 中国小家电市场的达 54%, 远超过美国的 18%。当前吸尘器增速逐步上升, 截至 2018 年销售额同比增速达 32.1%。随着消费者对生活环境要求的提升, 无论是从保有量还是线上渗透率的角度看, 吸尘器都存在广阔发展空间: 根据弗若斯特沙利文预计, 国内吸尘器 2018-2023 年销量复合年增长率将达 25.2%。

图表 38: 2012-2018 年国内吸尘器销售情况 (亿元)



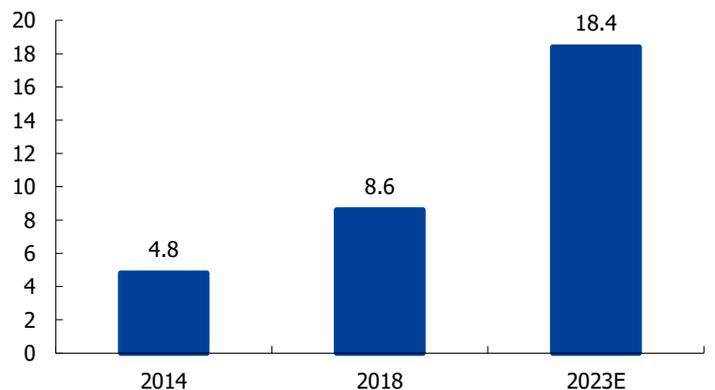
资料来源: 奥维云, 国盛证券研究所

图表 39: 2018 年每百户家庭吸尘器数量 (台)



资料来源: 招股书, 国盛证券研究所

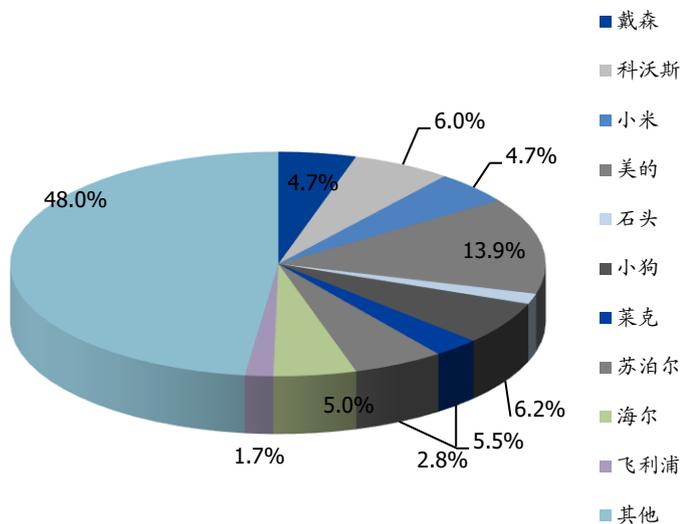
图表 40: 中国吸尘器情况 (十亿美元)



资料来源: 招股书, 国盛证券研究所

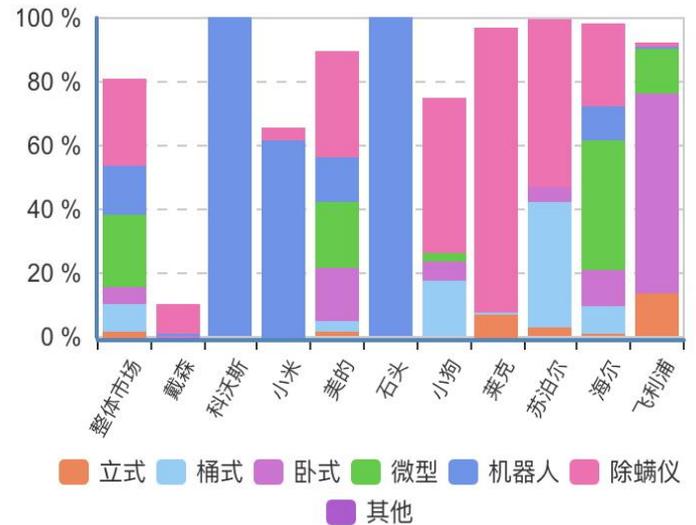
但国内吸尘器尚未形成明显的品牌趋势，同时价格也存在空档，对于 Shark 来说是机遇。从整个国内吸尘器行业看，并未出现占据绝对优势的企业：据中怡康数据，美的销量目前领先，占比为 13.9%，但近 20%的销量来自除螨仪，可见国内吸尘器行业格局较为分散，未出现品牌影响带来的产品销售集中现象。根据淘宝网统计，线上销量靠前的吸尘器品牌均价分布在 2000 元以上和 1000 元以下，同样存在价格空档。Shark 抓住价格空档推出的产品均价为 1040 元，在尚未形成产品与品牌相关联的情况下切入市场。

图表 41: 国内清洁电器线上销量情况



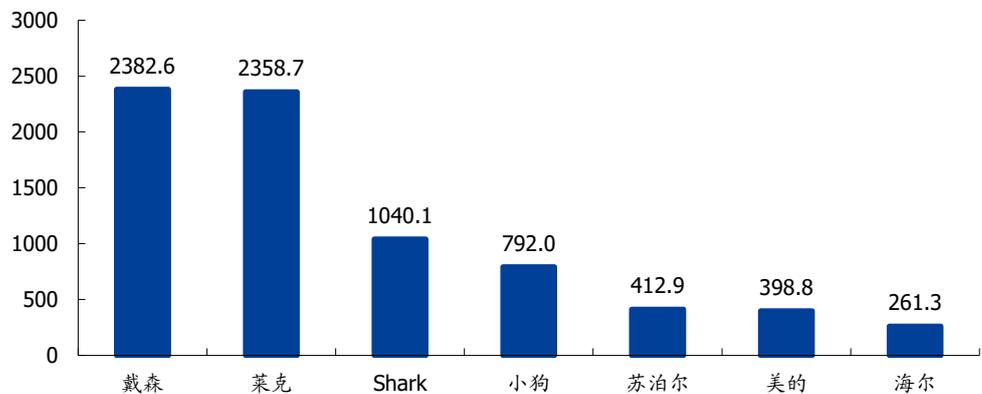
资料来源：中怡康，国盛证券研究所 注：2020 年第 12 周线上数据

图表 42: 各清洁品牌产品结构



资料来源：中怡康，国盛证券研究所 注：2020 年第 12 周线上数据

图表 43: 2019 年线上吸尘器均价 (元/台)



资料来源：淘宝网，国盛证券研究所

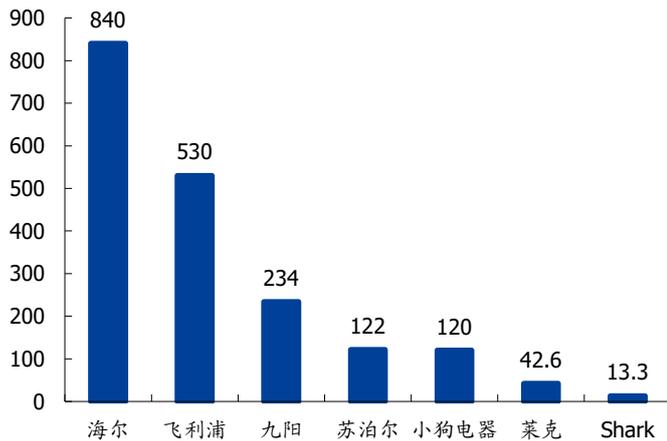
3.1.2 进军国内市场存在的挑战

中美两国的家居环境差异带来产品的适应性问题成为 Shark 面临的第一大挑战。从家居特点上看，美国由于人口相对少，家庭住房多为独栋别墅，且房屋地面多用地毯；中国多为公寓式住房，地面主要为瓷砖或地板。过去 Shark 吸尘器虽在美国处于热销，但产品特点匹配当地家居环境，对于进入中国市场后，产品能否和环境相匹配或能否有及时的调整，将会是进入中国市场的第一个大问题。

渠道的铺设及知名度的提升之路将是公司的第二大挑战。当前 SharkNinja 的知名度不高，从淘宝线上粉丝数看仅有 13.3 万人，远低于海尔 (840 万人) 和飞利浦 (530 万人)，

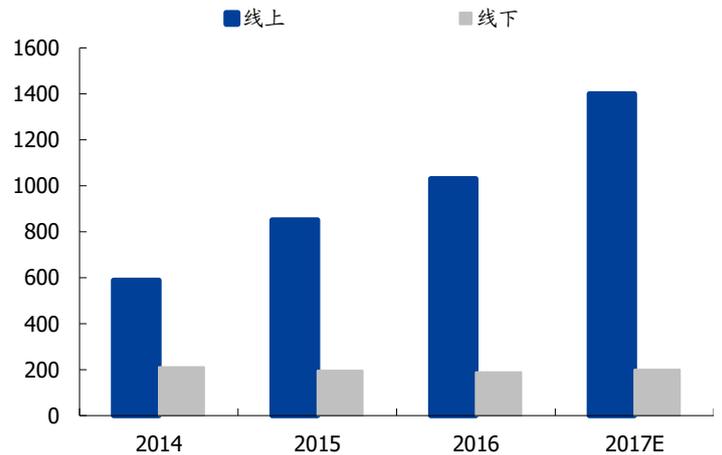
而高知名度品牌具有更强的定价能力和吸引并留住客户的能力。此外，SharkNinja 在海外的销售渠道主要通过网站直接与零售商及消费者对接，对于国内小家电产品而言，零售商、分销资源及建立关系对于建立销售及分销网络非常重要。在线上销售渠道越来越受欢迎、不断占据销售主要渠道的情况下，企业在国内拥有整合线上线下资源的全渠道销售及分销网络能力上更为重要。以莱克电气为例，公司积极布局线上和线下渠道：线上已覆盖了 250 多个城市，与天猫、京东等渠道合作；线下公司通过电视购物等新兴渠道进入零售市场，大力发展专卖店和自主品牌，同时也与苏宁以及高端百货等建立紧密合作关系，并在 2018 年上半年魔洁立式无线吸尘器销量同比增长了 40%，取得良好成绩。

图表 44: 各品牌淘宝线上粉丝人数 (万人)



资料来源: 淘宝网, 国盛证券研究所

图表 45: 吸尘器线上线下销量情况 (万台)



资料来源: 中国产业信息网, 国盛证券研究所

3.2 Shark 如何由行业新手成为领先者?

3.2.1 在美的巨大成功

SharkNinja 的前身是 Euro-Pro 公司，由 Mark Rosenzweig 家族管理。1998 年 Mark 在推出 Shark 品牌；2008 年在美推出首款 No-Loss-of-Suction 立式吸尘器；2011 年被评为美国增长最快的私营企业之一；2015 年 Euro-Pro 改名为 SharkNinja；2018 年九阳以自有资金 1249.50 万元出资收购 SharkNinja(HongKong)所持有的尚科宁家（中国）科技有限公司 51% 股权。

图表 46: SharkNinja 发展历程

时间	事件
1998 年	Rosenzweig 于加拿大成立
2003 年	总部搬至波士顿
2008 年	在美首次推出 No-Loss-of-Suction 立式吸尘器
2009 年	推出 Ninja Master Prep
2011 年	被评为美国增长最快的私营企业之一
2014 年	进入英国市场
2015 年	Euro-Pro 改名为 SharkNinja
2016 年	在中国苏州成立研发和实验中心
2018 年	九阳收购 SharkNinja 香港持有的尚科宁家（中国）51% 股权

资料来源: 招股书, 国盛证券研究所

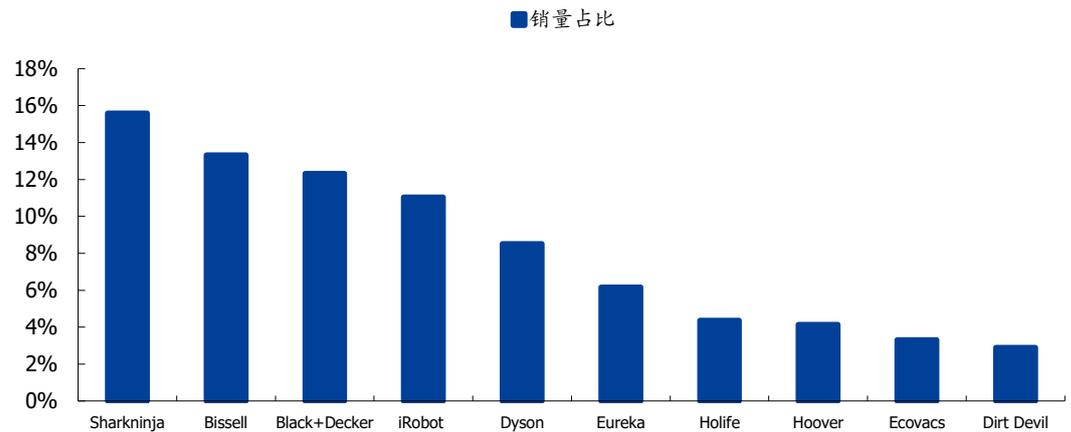
Shark 在美登陆后，销量迅速攀升。2008 年 Shark 在美推出首款立式吸尘器后仅占有美国吸尘器市场 1% 的份额，但 2010-2018 年在美国的销量增速 CAGR 达 5.3%，高于 2.1% 的行业平均增速。截至 2018 年，Shark 在美线上销量占比为 15.59%，全美排名第一。

图表 47: 各类产品比较



资料来源: 各公司官网, 国盛证券研究所

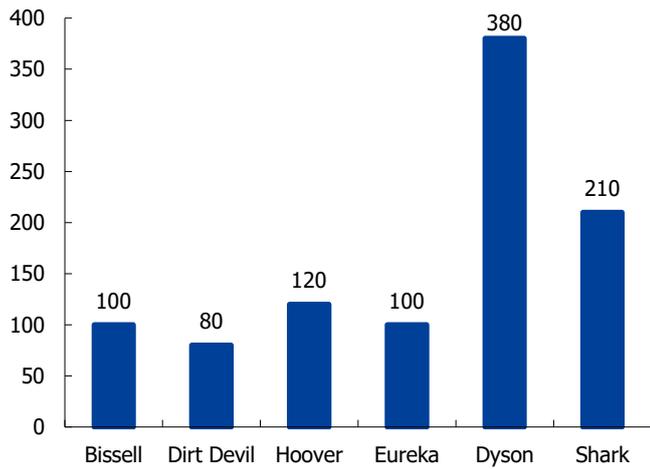
图表 48: 2018 年各品牌美国亚马逊线上销量占比



资料来源: 亚马逊, 国盛证券研究所

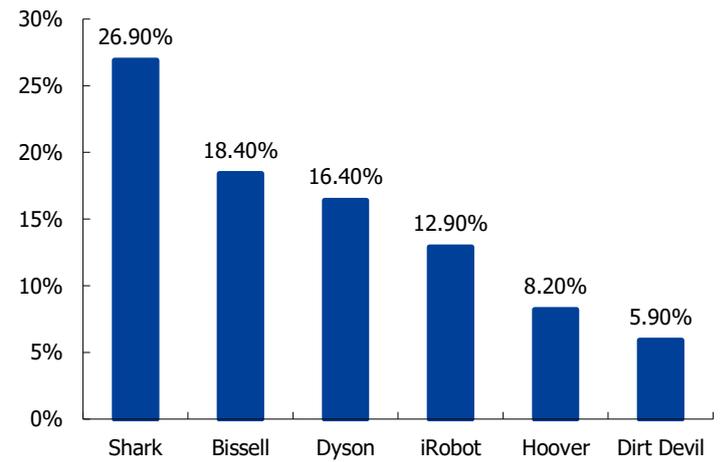
Shark 定价中高端，销售额占比遥遥领先。按照销售额口径，截至 2018 年 Shark 吸尘器已在全球吸尘器渗透率最高的美国市场稳坐第一的宝座，市场份额占达到 36.4%；扫地机器人市场份额为 19%，在美排名第二；蒸汽拖把占比 28.5%，在美排名第二。源于 Shark 品牌定位在中高端、价格相对更高，其销售额占比表现优异。目前的吸尘器品牌平均价格来看，Shark 定价在 200 美元左右，而 Hoover、Bissell、Eureka、Dirt Devil 平均定价在 150 美元以下，Dyson 平均定价在近 400 美元。

图表 49: 2019 年吸尘器品牌平均价格 (美元/件)



资料来源: 亚马逊, 国盛证券研究所

图表 50: 2017 年美国吸尘器市场份额情况



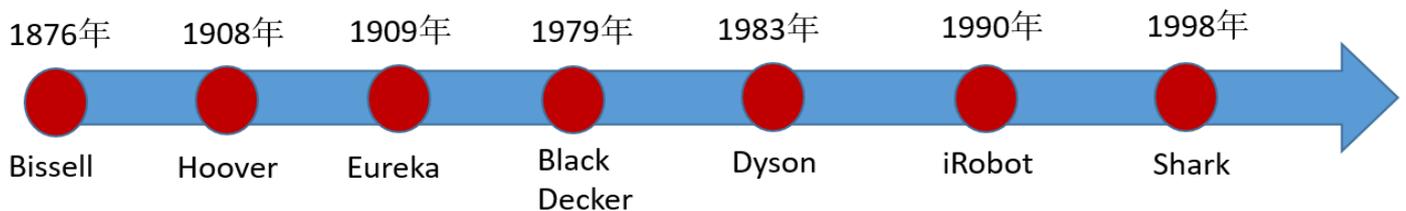
资料来源: 中关村在线, 国盛证券研究所

3.2.2 初入美国吸尘器市场情况

Shark 进军美国市场时, 吸尘器早已进入近 100% 渗透率时代。1998 年, Mark 将目光投向美国的吸尘器市场, 但当时美国吸尘器市场已经处于高渗透率, 2000 年吸尘器渗透率达到了 96.8%。在高渗透率情况下, 增长空间也具有一定限度: 2006 年销量达到 3080 万台, 同比增速为 1.84%; 2019 年销量 3600 万台, 同比增速为 -0.32%。

吸尘器价格两极分化严重, 低端市场竞争同质化。2000 年左右, 美国的吸尘器市场主要由 Hoover、Bissell、Eureka、Dirt Devil 和 Dyson 占据, 其中 Hoover、Bissell、Eureka、Dirt Devil 定位低端, 产品均为体积较大、质量较重的立式真空吸尘器。由于产品的同质化严重, 低端的吸尘器市场通过价格战的方式抢占市场: Hoover、Bissell、Eureka、Dirt Devil 的平均价格单价集中在 100 美元以下, 而 Dyson 则主打小众高端路线、平均单价在 400 美元左右。

图表 51: 1998 年之前美国的吸尘器发展情况



资料来源: 国盛证券研究所整理

3.2.3 产品层面: 做高质量差异化产品

作为成熟市场的后来者, shark 要想在这个领域获得成功, 唯一的出路就是做好差异化。

推出差异化产品, 解决存在的痛点, 利用价格空档进入市场。2010 年以前, 吸尘器主流

机型为立式吸尘器，基本都在 10kg 以上，对于经常需要提着吸尘器到各个独栋住宅房间打扫的美国家庭主妇来说是一个负担。Shark 对产品进行优化，在 2010 年推出了 Shark Lift-Away 吸尘器，使消费者可将吸尘器的圆筒取出，可更便捷地进行其他表面地清洁。而在吸尘器市场价格上，Mark Rosenzweig 和 Mark Barrocas 察觉到当时留有 100-400 美元的空档，凭借着差异化高质量产品、避开低端市场同质化竞争，推出 150 美元左右的吸尘器迅速进入市场。

公司重视消费者体验，更新功能推出新品，不断提升品牌在行业的地位。公司不断根据消费者反馈的产品问题进行吸尘器功能升级：分别推出减少用户弯腰次数的 Multi-Flex 折叠臂技术和 Zero-M 自清洁刷头等产品，解决打扫沙发、床下时常需要弯腰且吸不干净、毛发易缠绕在地毯上、吸尘器吸力不够强等问题；此外随着智能化家具的出现，公司也于 2017 年首次推出了智能 Shark ION 扫地机器人；为了给消费者带来更便捷的消费者体验，Shark 还开发了 Shark ION 扫地机器人应用程序，消费者可以利用 WiFi 连接从手机发送清洁和时间指令，或使用 Amazon Alexa 等进行语音控制。目前 Shark 吸尘器在美国吸尘器行业达到了市场第一的份额，扫地机器人在美国达到了市场第二的份额。

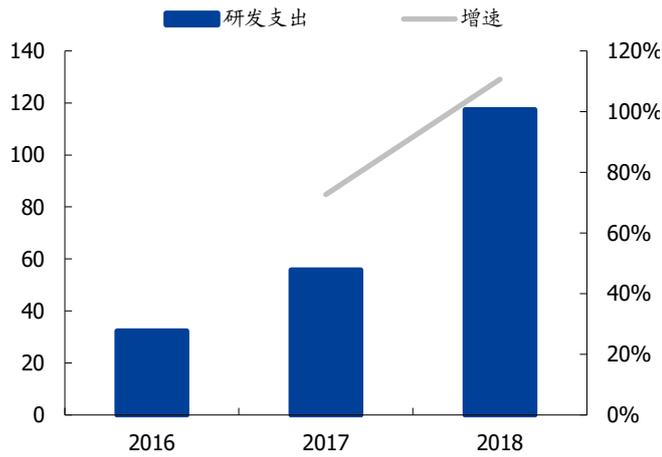
图表 52: Shark 产品不断更新

时间	产品类型
2008 年	No-Loss-of-Suction 立式吸尘器
2010 年	Lift-Away 吸尘器
2010 年	Steam Pocket 拖把垫
2013 年	Rocket Ultra Light 有绳推式吸尘器
2014 年	Powered Lift-Away 吸尘器
2016 年	DuoClean powerhead 吸尘器
2017 年	ION Flex 高性能无绳推式吸尘器
2017 年	智能 Shark ION 扫地机器人
2018 年	Wandvac 高性能随手吸

资料来源: JS 招股书, 国盛证券研究所

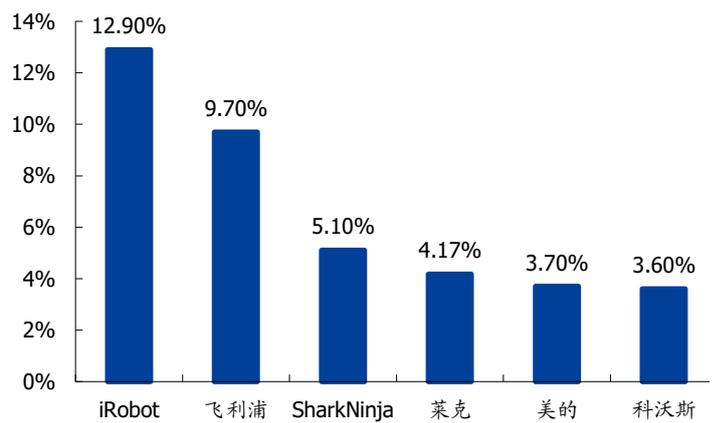
科学高效的研发平台是产品取得成功的重要原因。截至目前，SharkNinja 在美国已经拥有超过 550 项专利，拥有分布于中国、美国和英国具备研发设施和工程人才的研究中心，建立了全天候运转的研究创新平台，完成产品从无到有的快速开发。在产品规划阶段，公司专注于消费者洞察；在产品开发阶段，专注于新产品的开发，在大约 6-9 个月的时间里完成将产品从最初概念到制作再到实现商业化。从研发投入看，公司更是不吝斥资，2016-2018 年支出分别为 0.32/0.56/1.17 亿美元（其中包含部分 Ninja 的研发投入），CAGR 达 54%；在研发费率方面，2018 年达到 5.1%，位于清洁小家电企业第三。

图表 53: SharkNinja 研发大额投入 (百万美元)



资料来源: JS 招股书, 国盛证券研究所

图表 54: 2018 年各公司研发费率情况

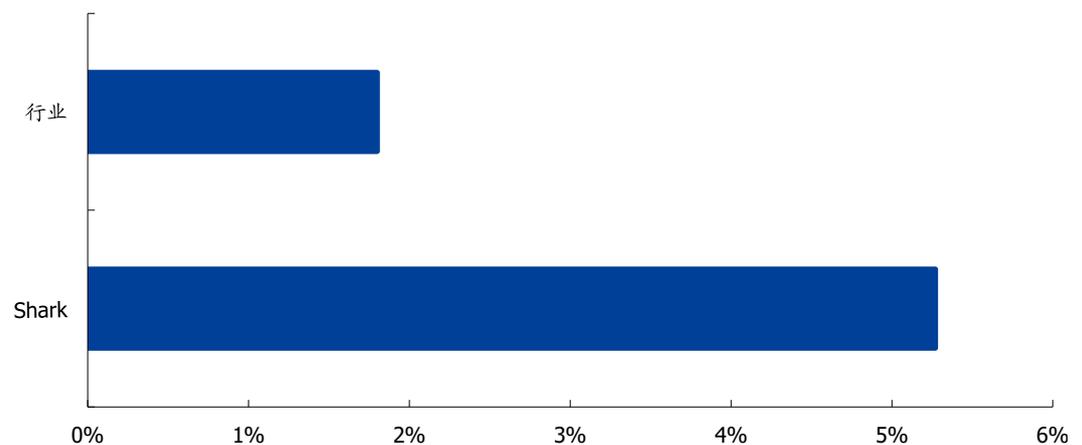


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

3.2.4 营销层面: 全方位打造品牌形象

快速入驻美国主流销售渠道, 获得极具竞争力的销量。公司形成了自身的 DTC (直接面向客户) 和 DTR (直接面向零售商) 销售模式。对于 DTC 而言, 主要通过的是 SharkNinja 网站和电商购物平台向消费者出售产品, 也便于公司收集消费者的一手反馈信息; 对于 DTR 而言, 公司主要与主流零售商, 包括 Walmart、Target、Costco、亚马逊等建立长期合作关系。2010-2019 年, Shark 在美国的总销量由 235.5 万台上升至 373.8 万台, CAGR 达到 5.27%, 远超过行业 1.8% 的年复合平均增速。

图表 55: 2010-2019 年 shark 和行业吸尘器年复合增速对比



资料来源: JS 环球生活年报, 国盛证券研究所

公司是如何说服消费者从摆满品牌的商超和多样化线上购物中选取 Shark 品牌的吸尘器呢?

斥巨资投入广告营销, 对标 Dyson 快速提升品牌认知。早在 2013 年, Shark 的广告投入已经达到了 1.3 亿美元, 成为美国家电行业最大的电视广告主。此外, Shark 在每年的广告宣传中, 都拿新品和 Dyson 的产品进行比较, 例如: 同时使用 Shark Rocket 和 Dyson V6 无线手持吸尘器清扫地毯上具有相同分量的灰尘, 最后比较两者细灰尘颗粒的数量, 发现 Shark 吸尘器吸附灰尘能力更强。在通过叫板高端品牌 Dyson 的广告中, 让消费者进一步认识到, Shark 吸尘器质量上优于 Dyson 但价格却仅为 Dyson 的一半, 迅速

获得提升了消费者对品牌的认知和认可。

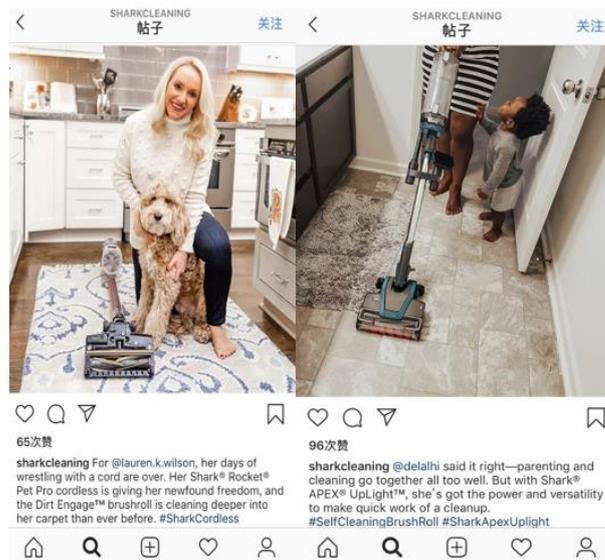
图表 56: Dyson Vs. Shark



资料来源: 百度图片, 国盛证券研究所

通过社交媒体加强与消费者的互动, 提升消费者体验感。公司持续发展多渠道营销战略, 借助 Facebook 和 Instagram 等社交媒体吸引并扩大消费群体, 与消费者进行有效互动, 提升消费者的体验感和对品牌的忠诚度。截至 2019 年 6 月, 除主流社交媒体平台外, Shark 和 Ninja 超级用户已自发创建多个线上社群, 累计有近 10 万名成员。

图表 57: Instagram 互动



资料来源: Instagram, 国盛证券研究所

4. JS 在全球市场上能否复刻 SEB 的成功?

在分析 JS 能否获得类似于 SEB 的成功之前, 我们先对 SEB 更进一步了解。

4.1 他山之石: 全球化小家电龙头 SEB

复盘 SEB 可见，主要是通过多品牌的方式不断进行产品和区域的多元化成长的。SEB 集团成立于 1857 年，通过并购扩大运营区域和产品类型，目前拥有六个跨区域品牌：All-Clad、Rowenta、Moulinex、Tefal、Lagostina 和 Krups，是全球最大的小家电之一。

图表 58: SEB 产品



资料来源: SEB 官网, 国盛证券研究所

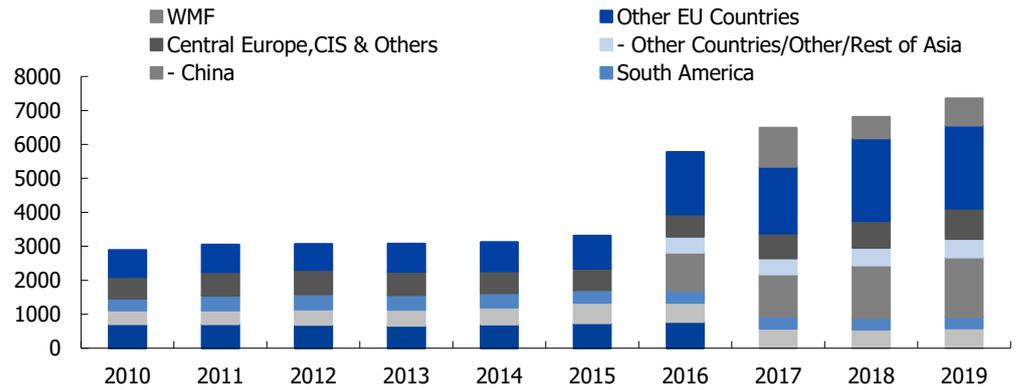
图表 59: SEB 集团的收购之路

时间	收购品牌	区域	主要产品
1968 年	Tefal	法国	电饭锅、吸尘器、食物料理
1972 年	Calor	法国	电吹风、电动剃须刀
1988 年	Rowenta	德国	吸尘器、卷发棒、电风扇、取暖器
1997	Arno	巴西	榨汁机、料理机
1998 年	Volmo	哥伦比亚	电熨斗、咖啡机
2002 年	Moulinex-Krups	法国	咖啡机、多士炉、面包机、电热水壶
2004 年	All-Clad	美国	平底锅、炒锅
2005 年	Panex Lagostina	巴西 意大利	厨房用具 厨房炊具
2006 年	Mirro WearEver	美国	厨房炊具
2007 年	苏泊尔	中国	厨房小家电
2011 年	Imusa	哥伦比亚	高压锅、炊具
	Asia Fan Maharaja Whiteline	越南 印度	电风扇 料理机、厨房用具
2015 年	OBH Nordica	斯堪的那维亚	电吹风、烫衣机、电热水壶、面包机
2016 年	EMSA	德国	保温杯、室内外园艺用具、厨房用具
	WMF	德国	西餐具、锅具、道具
2017 年	Swizz Prozzz	瑞士	食物搅拌机
2019 年	Wilbur Curtis	美国	咖啡机、茶具
	Krampouz	法国	扒炉、华夫饼机

资料来源: SEB 官网, 国盛证券研究所

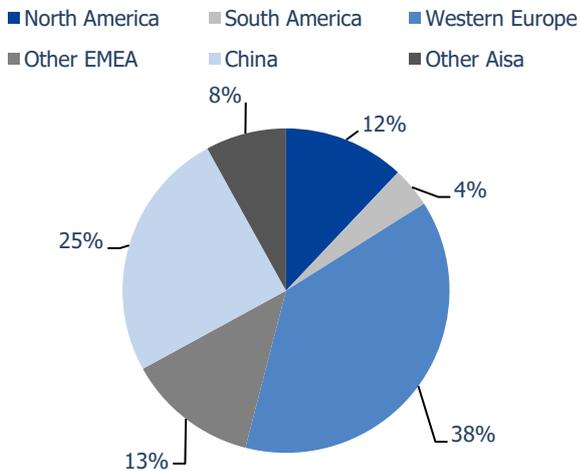
中国区域成为公司业绩不断上升的核心动力。2007 年 SEB 并购苏泊尔切入中国区域，至 2016 年 SEB 的持股比例上升至 81.17%。从公司营收情况看，2019 年 SEB 营业收入为 73.54 亿欧元，其中中国市场占比 25%；2019 年 SEB 集团在亚洲区营收增速 9.4%，远高于 EMEA 地区的 3.3%、美洲地区的 2.1%；而其中中国区域同比增长达 12.2%，高于亚洲区平均增速，成为 SEB 业绩增长的主要驱动力。

图表 60: 2010-2019 年 SEB 分区域营收情况 (百万欧元)



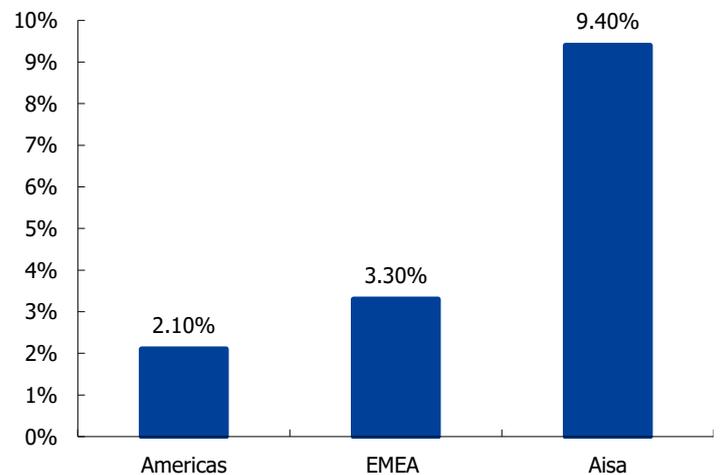
资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

图表 61: 2019 年 SEB 集团各地区营收占比 (%)



资料来源: SEB 集团年报, 国盛证券研究所

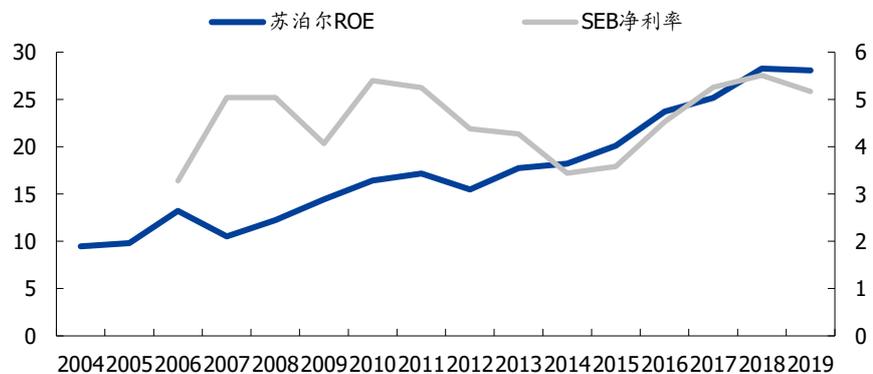
图表 62: 2019 年 SEB 分区域营收增速



资料来源: SEB 集团年报, 国盛证券研究所

在并购后, 苏泊尔盈利能力上升带动了 SEB 的盈利能力。2004-2019 年, 苏泊尔的 ROE 由 9.47% 上升至 28.08% (2020 年上半年 ROE 为 10.76%), 拉动 SEB 的销售净利率由 2006 年的 3.28% 上升至 2019 年的 5.17% (2020 年上半年 ROE 为 0.01%)。

图表 63: 苏泊尔 ROE 和 SEB 的净利率变化情况 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

两者共赢的背后是产品与渠道端的协同：

产品端：苏泊尔从SEB吸纳并孵化出了一套针对中国市场的高效科学的研发决策体系——“创新漏斗”，即通过铁三角会议、创新委员会、产品委员会三层筛选完成想法的创新到产品的转化和落地，有效利用公司研发资源，让研发有的放矢；苏泊尔也借助SEB产品原型储备丰厚的特点，在产品上获得先发优势，例如引入SEB在国外市场需求高、产品累积深的产品，并依据国内情况针对优化的红点锅和IH电饭煲。

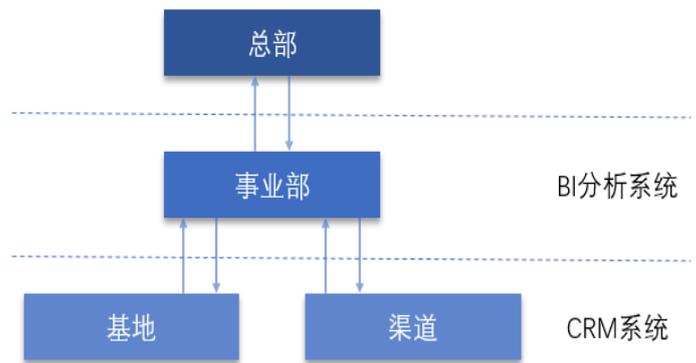
在渠道层面，SEB向苏泊尔输出国际化管理理念，对SAP系统进行优化，通过数字化运营提高效率；充分利用SEB与沃尔玛、欧尚等大卖场签有全球合同，苏泊尔与各国际卖场建立了Top to Top的合作关系，从原来单纯的进货和销售，参与到了卖场的品类管理，在与KA合作上向前大迈一步。（详细内容请参照《公司深度—苏泊尔：再造一个中国版SEB》）

图表 64: 苏泊尔三级研发体系——创新漏斗



资料来源：国盛证券研究所整理

图表 65: 苏泊尔三级研发体系——创新漏斗



资料来源：国盛证券研究所整理

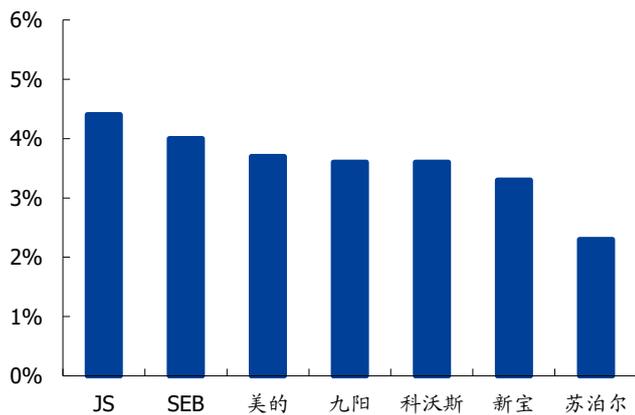
4.2 从九阳到 JS——能否实现“1+1>2”

在第三部分的开始，我们看到了 shark 进入中国吸尘器市场的广阔天空，但也看到了其将面临的问题。那么在与九阳携手后，JS 能否将存在的挑战一一解决并带来“1+1>2”的效果呢？

4.2.1 研发协同：为产品创新赋能，进一步品类矩阵化

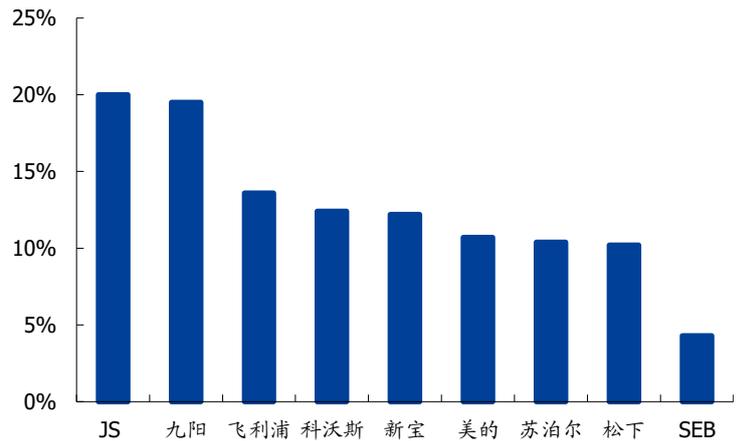
资源整合，整体研发实力优越。据 JS 招股书，截至 2018 年公司已在中国、美国、英国的五个城市拥有研发中心，全球共有 800 多位研发人员，占总员工数量的近 20%，远高于同行业的 11.4%；截至同期，公司投入 1.19 亿美元于研发中，占营收的近 4.4%，远高出美的、苏泊尔等研发投入。在投入大量资金与研发系统的同时，公司还大力鼓动区域间的合作及思维共享、赋能产品发展，并将核心技术及工程运用于不同市场的各产品种类中，进一步缩短产品开发周期。

图表 66: 2018 年研发费率



资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

图表 67: 2018 年研发人员占总人数比重



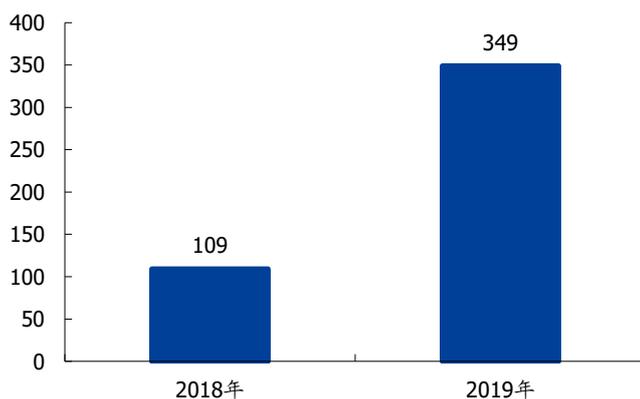
资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

品牌间相互助力, 共同成长:

➤ 九阳为 SharkNinja 提供 Foodi 产品原型

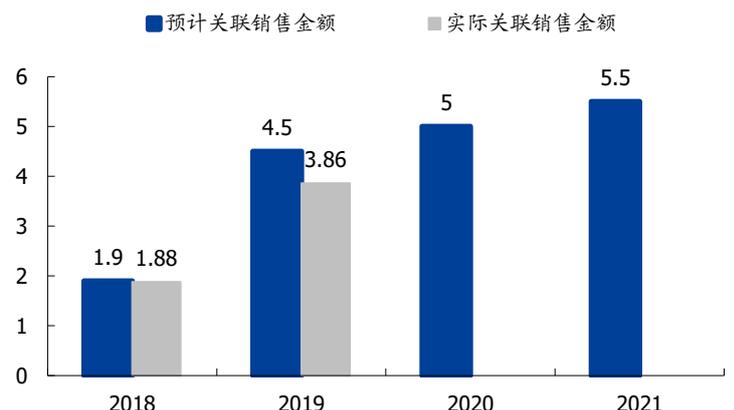
Ninja 品牌借力于九阳对厨房烹饪类电器的强研发能力, 结合自身在北美市场上对消费者的了解和认知, 2018 年在北美市场推出第一款合作创新产品 Foodi, 成为市场上首个同时具有加压蒸煮和空气油炸功能的多功能烹饪煲, 获得巨大成功: 2019 年, SharkNinja 分部烹饪电器销售额增加了 2.4 亿美元, 同比增加了 219.5%, 也带来了北美区域的销售额 11.2% 的同比增长。通过 Foodi 产品的合作, SharkNinja 进一步打开九阳外销, 据招股书披露: 2019-2021 年九阳向 SharkNinja(HK) 的关联交易销售额分别为 4.5 亿元、5 亿元、5.5 亿元, 其中 2019 年的实际关联销售金额完成率为 85.78%, 也体现了双方对于未来合作的看好。

图表 68: SharkNinja 分部烹饪电器销售额 (百万美元)



资料来源: 招股书, 国盛证券研究所

图表 69: 九阳股份向 SharkNinja (HK) 预计和实际关联销售情况 (亿元)

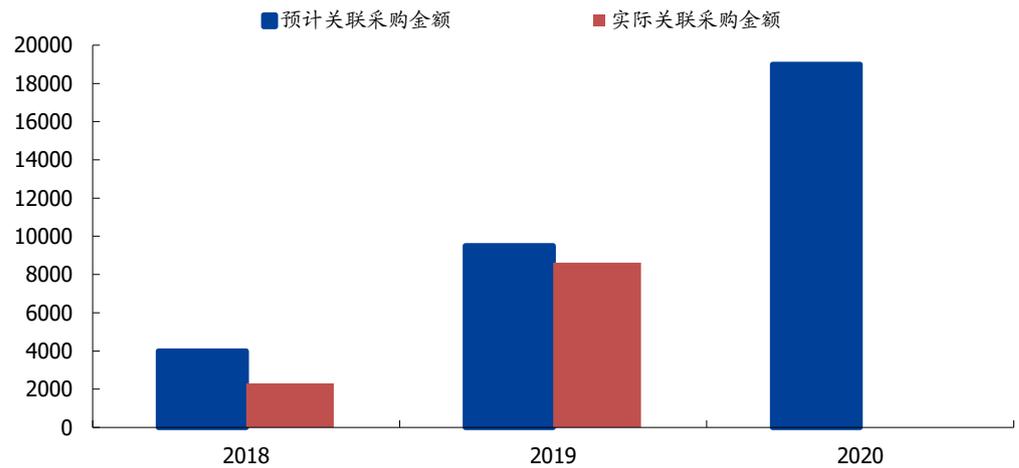


资料来源: 九阳股份公告, 国盛证券研究所

➤ Shark 吸尘器的引入提升九阳旗下产品种类的完整性

九阳是一直处于厨房小家电领域的企业, 在引入 Shark 吸尘器后, 产品种类拓宽至家居清洁电器, 2018-2020 年尚科宁家中国预计向 SharkNinja (HK) 关联采购金额分别为 4000 万元、9500 万元、19000 万元, 2019 年的采购完成率达 90.8%。

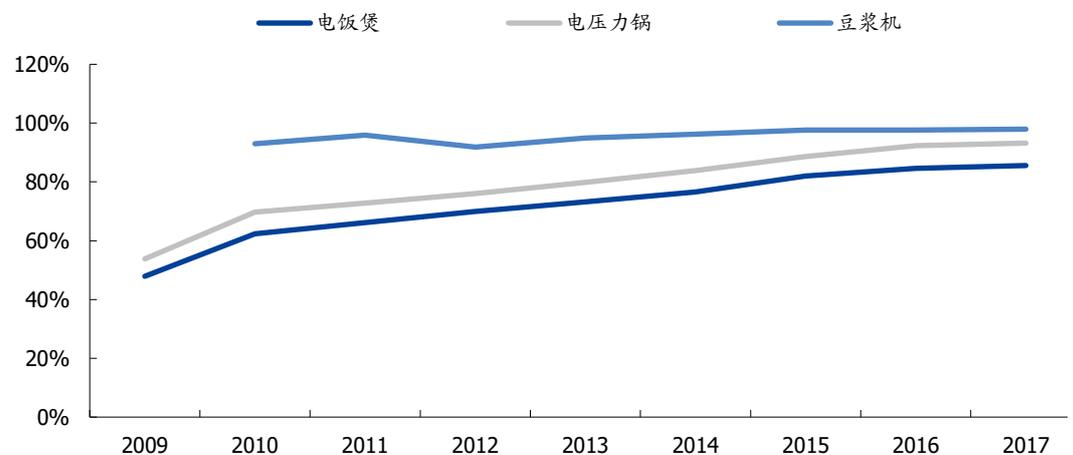
图表 70: 尚科宁家中国向 SharkNinja (HK) 预计与实际关联采购情况 (万元)



资料来源: 九阳年报, JS 招股书, 国盛证券研究所

未来消费者对产品的需求将驱动市场在研发上加大竞争, JS 更具优势。随着人们生活节奏提速、生活质量不断改善, 消费者对于产品的功能、品质和便捷性要求越来越高, 在小家电产品的市场集中度逐步提升的过程中, 各企业间的竞争将逐步表现为研发创新能力的竞争, 在九阳与 SharkNinja 联手后, 将创新研发优势发挥至最大, 助力 JS 的小家电龙头之路。

图表 71: 小家电各品类 CR3



资料来源: 奥维云网, 国盛证券研究所

4.2.2 渠道协同: 加速市场布局, 提升品牌知名度

接入公司新零售系统, 充分了解国内消费者特点, 加速 SharkNinja 国内市场的产品渗透。截至 2018 年年底, 公司已有 5 年的新零售业务经营, 有近 600 家线下品牌店连接新零售系统。在接入电商平台后, 公司进一步提升新零售模式能效, 截至 2018 年年底, 已有超过 50 家线下品牌店与电商平台的新零售连接。通过将 SharkNinja 接入公司新零售系统, 能够获得相关线上和线下品牌的实时消费者数据及销售数据, 不仅在产品上能及时做出优化也能快速布局国内的新零售网络。

借力九阳强渠道优势, 迅速布局中国市场。九阳分部的渠道优势明显: 自线下渠道整改后成效显著, 目前有 4 万多个终端, 遍布 1-4 线城市以及乡镇市场; 近两年也在大力开

拓新零售渠道，2018 年全年公司新建 Shopping mall 50 多家、品牌店 200 家；线上九阳早在 2011 年成立电子商务中心，拥有天猫官方直营店和经销商的品牌管理，截至 2019H1 已有 400 多家品牌店进入天猫信息系统，2019 年的双十一全网销售额近 7 亿元，同比增速达到 40%。目前 Shark 已有 200 多家门店，同时充分利用九阳的终端门店欲增加产品曝光率，快速布局中国市场：选取了销量前 300 的门店设立 Shark 专柜。未来 Shark 将得益于九阳的成熟渠道网络，加速进入中国市场。

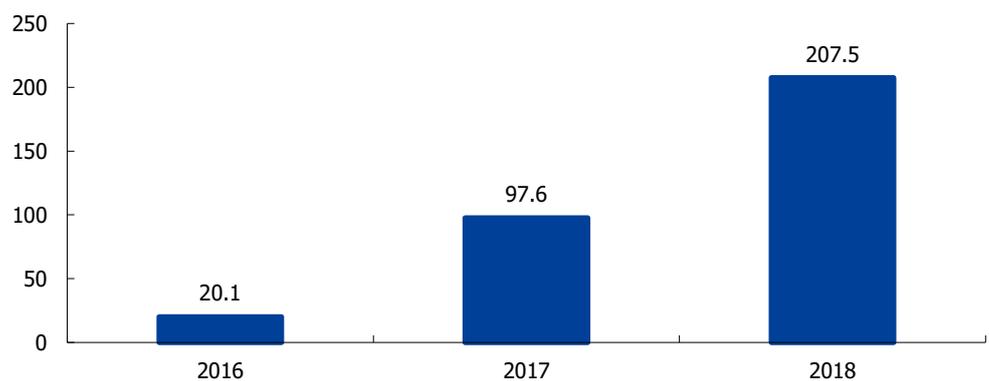
图表 72: 双十一九阳全网销售额 (亿元)



资料来源: 九阳公司公告, 国盛证券研究所

九阳的强营销能力和高知名度带动 SharkNinja，提升品牌在国内的认知。九阳对消费人群深入研究，将目光聚焦消费主力一年轻用户，充分利用社交媒体等新媒体传播渠道进行营销，实现流量转化，同时作为成立多年的厨房小家电老品牌，深耕中国消费市场，知名度极高，目前九阳微博已有超过 170 万订阅，微信品牌订阅用户超过 500 万个。Shark 能够在入驻九阳门店的渠道铺设过程中享有其品牌效应，同时九阳的有效资源平台也与 Shark 品牌共享，例如通过九阳天猫账号在直播中展示 Shark 产品，提高消费者对 Shark 品牌在中国的认知度。

图表 73: JS 环球生活的广告费用投入 (百万美元)



资料来源: JS 环球招股书, 国盛证券研究所

SharkNinja 的海外渠道优势也将帮助九阳提升对渠道商的影响力并拓宽市场。SharkNinja 在北美的零售模式上主要通过与 Walmart、Target、Costco、亚马逊、山姆会员店等合作完成，并与其建立了长期的合作关系。未来九阳在市场开拓中，有望借助 SharkNinja 的国际零售商，提高其对渠道商的影响力，进一步开拓国际市场。

4.2.3 供应链协同：降本增效，未来盈利能力值得期待

并购后，SharkNinja 的毛利率显著上升，由 2017 年的 35.5% 上升至 2020 年上半年的 51.1%，成本的角度主要可以从以下两方面解释：

借助九阳较强的供应链优势，降低原材料采购成本。经过了 25 年的发展，九阳累积了丰富的供应商资源，具有较强的议价能力和供应商谈判能力，早在 2007 年九阳就已将供应合同的 45 天应付账期调整成为了 60 天，应付账款管理能力较强。2019 年年初，九阳由事业部制组织结构转变成了产品 BU 和渠道 BU，原来的豆浆机、中式小家电、西式家电、和厨电事业部统一采购，进一步增强了对上游供应链的议价权。SharkNinja 在中国的供应商管理与九阳协同，强化了在中国区域的供应优势，降低了原材料的采购成本。

随着区域拓展，销量上升的同时也由于规模效应降低成本。在 SharkNinja 加入后，拓展了在中国这一蓝海市场，Shark 吸尘器的销量由 2015 年的 306 万台上升至 2019 年的 425.9 万台，规模效应逐步显现，降低销售成本。

注重供应链的合作，未来实现更大成功。目前供应链与工程团队也在紧密合作，确定两个分部均有使用的普通材料和配件，以通过合并采购实现更低成本；同时，两个分部共享成品供应商，增加两个部门可用的供应商总数，以打造更具竞争力的供应商格局，预计未来销售及成本端将有显著的改善，进一步提高公司整体的盈利能力。

5. 盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测

5.1.1 收入端

九阳股份：考虑到 2019 年推出的新品将在短期内带来业绩增速，此外 JS 环球生活半年报披露九阳分部收入同比增长 8.9%，预计清洁电器 2020-2022 年的增速为 33%/26%/23%；食物料理机营收增速为 13%/12%/9%；烹饪电器营收增速为 9%/8%/7%。

综上，九阳分部 2020-2022 年总营收增速为 **11.04%/10.13%/8.34%**。

图表 74：九阳分部营收预测（百万美元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
清洁电器	0.00	3	14.60	19.42	24.47	30.09
yoy			411.00%	33.00%	26.00%	23.00%
食物料理机	457	502	564.30	637.66	714.18	778.45
yoy	1.24%	9.88%	12.48%	13.00%	12.00%	9.00%
烹饪电器	507	568	581.10	633.40	684.07	731.96
yoy	-7.46%	11.97%	2.34%	9.00%	8.00%	7.00%
其他	90	107	120.00	130.80	142.57	155.40
yoy	9.51%	18.71%	12.57%	9.00%	9.00%	9.00%
合计	1,054	1,179	1,280	1,421	1,565	1,696
yoy	-2.45%	11.91%	8.57%	11.04%	10.13%	8.34%

资料来源：Wind，国盛证券研究所

SharkNinja 分部：基于 2020 年 JS 环球生活半年报披露，上半年疫情下 Shark 品牌收

入同比增长 31.2%，Ninja 品牌收入同比增速为 43.8%。我们预计 SharkNinja 分部 2020-2022 年清洁电器营收增速为 37%/31%/25%；烹饪电器的增速分别为 46%/40%/35%。综上，Sharkninja 分部 2020-2022 年总营收增速为 **33.99%/29.75%/25.15%**。

图表 75: SharkNinja 分部营收预测 (百万美元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
清洁电器	321	1067	1115.70	1528.51	2002.35	2502.93
yoy			4.54%	37.00%	31.00%	25.00%
食物料理机	117	279	245.80	260.55	273.58	281.78
yoy			-11.84%	6.00%	5.00%	3.00%
烹饪电器	32	109	348.90	509.39	713.15	962.75
yoy			219.51%	46.00%	40.00%	35.00%
其他	6	22	25.70	27.76	29.14	29.73
yoy			15.77%	8.00%	5.00%	2.00%
合计	476.60	1477.40	1736.10	2326.21	3018.22	3777.20
yoy			17.51%	33.99%	29.75%	25.15%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

综合以上，2020-2022 年 JS 总营收分别为 **37.47/45.84/54.73** 亿美元，对应增速为 **24.2%/22.3%/19.4%**。

图表 76: JS 环球生活营收预测 (百万美元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
九阳分部	1053.50	1178.96	1280.00	1421.28	1565.29	1695.91
SharkNinja	476.60	1477.40	1736.10	2326.21	3018.22	3777.20
其他分部	33.30	25.50	0.00	0.00	0.00	0.00
合计	1563.40	2681.86	3016.10	3747.48	4583.51	5473.10
yoy			12.46%	24.2%	22.3%	19.4%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

5.1.2 利润端

我们预计 2020-2022 年九阳分部的毛利率稳定在 32%；由于供应链协同和规模效应 Sharkninja 分部的销售成本会进一步下降，预计 2020-2022 年的毛利率将逐步提升分别为 51%/50.5%/50%。综合毛利率为 43.79%/44.18%/44.42%。

图表 77: JS 环球生活毛利率拆分情况

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
九阳	32.1%	32.3%	33.3%	32%	32%	32%
SharkNinja	35.5%	41.2%	40.3%	51.0%	50.5%	50.0%
其他	34.2%	33.9%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
合计	33.2%	37.3%	37.33%	43.79%	44.18%	44.42%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

费率方面:

2018-2019年JS的销售费率分别为17.81%、16.8%；管理费率为11.84%、13.78%；财务费率为2.92%、2.78%。拆分看，九阳销售费率稳定在16%上下，管理费稳定在4%上下；Sharkninja的销售费率由18.88%降至16.99%；管理费由18.46%上升至20.73%，财务费率由5.4%降至5.02%。

图表 78: 2018-2019 年财务费率拆分

	2018			2019		
	销售费率	管理费	财务费率	销售费率	管理费	财务费率
九阳	16.85%	3.8%	-0.13%	16.54%	4.35%	-0.26%
Sharkninja	18.88%	18.46%	5.4%	16.99%	20.73%	5.02%
JS 环球	17.81%	11.84%	2.92%	16.8%	13.78%	2.78%

资料来源: 国盛证券研究所

根据近期公司公告，全资子公司 Global Appliance LLC 与 JS 环球进行了 12 亿美元的债务置换。从公司 2019 年的计息负债情况看，计息银行负债额为 11.37 亿美元，付息金额为 0.65 亿美元，粗略估算其利息率为 5.7%，债务置换后，将会对财务费率有较大的改善，保守估计未来公司财务费率下降 1%。

预计 2020-2022 年九阳分部的管理费率稳定在 4% 上下，销售费率分别为 17%/16%/15%；预计 2020-2022 年 SharkNinja 分部的管理费率分别为 19.5%/19%/18%，销售费率分别为 18%/17%/16%。

综合销售费率为 17.62%/16.66%/15.69%，综合管理费率为 13.62%/13.88%/13.66%。

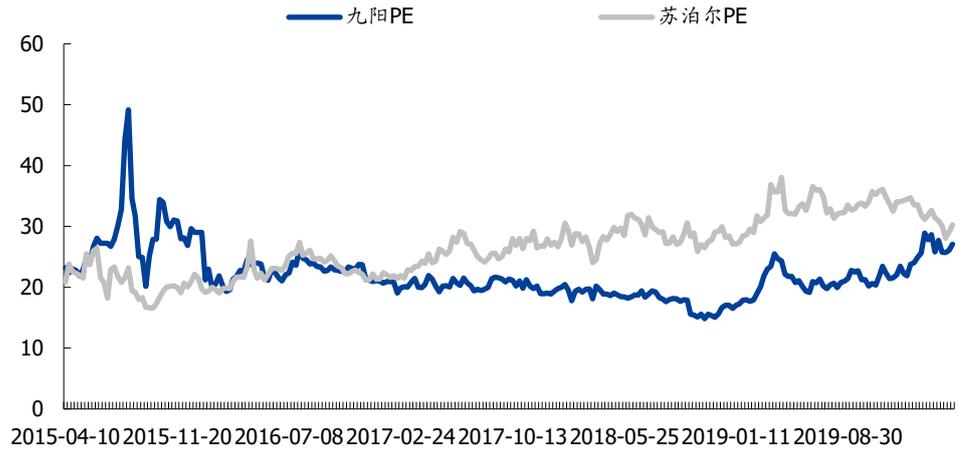
综上预计 2020-2022 年归母净利润分别为 2.87/4.03/5.49 亿美元。

5.2 估值讨论

➤ 九阳分部估值

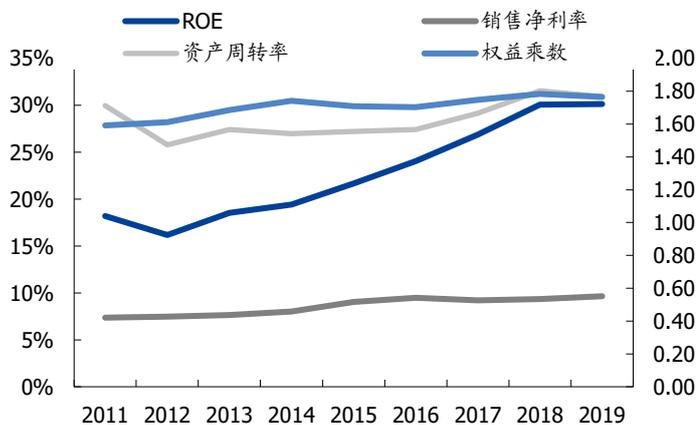
从九阳的历史情况可知，公司 PE 主要由景气面驱动，对比可比公司苏泊尔，发现两者具有一定相似性，均主要由资产周转率的提升驱动 ROE 的增加，进一步推动 PE 的增长。考虑到九阳采取轻资产运营模式，产能基本外包，且每年分红率高，意味着资产规模会相对保持较为稳定的态势。随着公司战略调整，收入和利润较高增长，公司的资产周转率会在未来进一步提升，预计资产周转率的提升将带动公司的 ROE 水平进一步提升。对于九阳本身 A 股估值我们认为在 2021 年 30 倍-32 倍 PE 为合理估值范围，但考虑到该部分用于 JS 的分部估值，港股相对于 A 股具有一定折价，我们认为九阳分部在 2021 年的合理估值范围在 25 倍左右，对应市值 247 亿元左右，对应约 36 亿美元。

图表 79: 九阳与苏泊尔 PE 比较



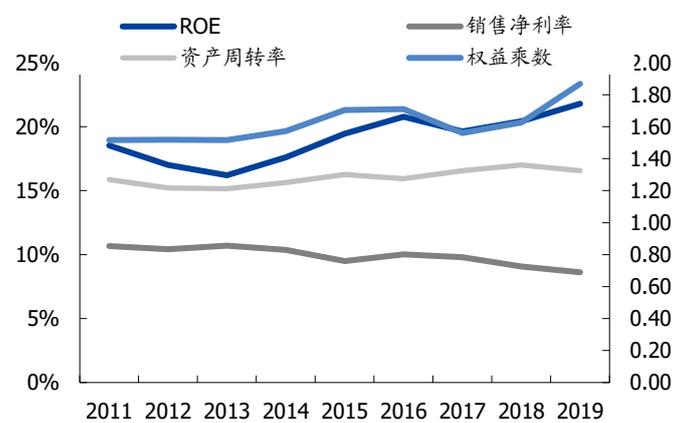
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 80: 苏泊尔 ROE 及拆分情况



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 81: 九阳 ROE 及拆分情况



资料来源: wind, 国盛证券研究所

➤ SharkNinja 分部估值

在 SharkNinja 的估值上, 我们选取港股 TTI 公司 (主要从事消费者户外产品和吸尘器等产品业务)、iRobot (主要销售扫地机器人) 和 SEB (主要销售小家电产品) 进行对标, 根据 Wind 和 Bloomberg 一致预期算得 TTI、iRobot 和 SEB 在 2021 年 PE 分别为 22、16 和 62 倍。对标三家海外公司, 我们认为 2021 年 SharkNinja 分部的合理估值在 20 倍左右 PE, 对应该分部的价值约为 63.5 亿美元。

图表 82: 2021 年预计情况

	iRobot (百万美元)	SEB (百万欧元)	TTI (百万美元)
营业收入	1232	7175	92.74
净利润	46.175	415.33	8.2
PE	61.76	16.25	21.8

资料来源: Bloomberg, Wind, 国盛证券研究所

综合九阳和 SharkNinja 分部价值, JS 环球生活公司 2021 年总价值约为 85 亿美元, 对应港币 658 亿港元, 相应的 PE 为 21 倍。首次覆盖, 予以“买入”评级。

风险提示

国内宏观经济放缓：消费品的需求与国内宏观经济环境有较强的相关性，若整体宏观经济下行将会直接影响消费者的消费需求，进而影响公司的整体业绩。

原材料价格大幅波动：原材料价格的上升会对供应商直接产生影响，供应商进一步讲价格的压力转嫁到公司层面，对公司业绩造成影响。

疫情影响带来不确定性：2020年3月海外疫情爆发，4季度公司海外业务受到影响，若未来海外疫情仍得不到良好控制，将会对公司未来业绩带来较大影响。

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：北京市西城区平安里西大街26号楼3层
 邮编：100032
 传真：010-57671718
 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：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层
 邮编：200120
 电话：021-38934111
 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