

每日投资策略

宏观策略及公司点评

宏观策略

■ 全球经济 - 特朗普关税政策影响

特朗普关税政策可能开启新一轮贸易战。贸易战将打击全球经济，短期带来滞胀效应，中长期则增加衰退和通缩风险。短期内，贸易战可能降低美国 GDP 增速 0.3-0.5 个百分点，推升美国 PCE 通胀 0.2-0.4 个百分点。美债收益率曲线可能更加平坦化，长债收益率和美元指数可能先升后降，美股可能下跌。加拿大和墨西哥经济可能面临衰退风险。

贸易战可能降低中国 GDP 增速 0.2-0.4 个百分点，加剧中国通缩压力，加快中国政策宽松步伐，短期内利空人民币与中国股票而利好债市，中期内因政策反应利好地产、必选消费和科技自主板块。如果未来特朗普开始对欧盟加征关税，那么将进一步削弱全球经济前景，打击全球风险资产价格。[\(链接\)](#)

公司点评

■ JS 环球 (1691 HK, 买入, 目标价: 2.44 港元) - 亚太区 SharkNinja 前景向好, 股东大规模回购突显信心

我们对九阳 2025 财年展望仍较保守，销售或反弹但利润改善有限。我们对 2025 财年九阳的展望持谨慎态度。虽然小家电行业销售趋势有望改善，因为：1)2024 年四季度销售表现改善（根据魔镜数据，厨房电器及厨具 2024 年四季度线上销售增长 5%，较二、三季度的 3%和 4%有所提升），可能受“以旧换新”家电补贴及消费情绪回暖推动，2)该补贴政策或延续至 2025 财年，且部分省份已扩展至小家电品类。然而，行业仍面临多重挑战，包括宏观需求疲软、价格战、缺乏颠覆性创新，以及海外市场因贸易关税上调而承压。尽管九阳在电饭煲、压力锅、豆浆机、破壁机、空气炸锅等品类持续提升份额，并推出创新产品（如 40N9U Pro 无涂层电饭煲、Y8 全能破壁机）、拓展消费群体（涵盖入门级及高端产品）、加码新类别（如净水器 R5 Pro），但利润改善空间仍有限。我们预计 2025 财年销售有望反弹，但利润率改善较为保守。此外，由于 SharkNinja 的 ODM 业务受供应链调整影响，2025 财年收入上限亦较此前的规划下调了 50%。

我们认为亚太区 SharkNinja 2025 财年前景向好，多类产品在多地已经崭露头角。我们对 SharkNinja 2025 财年及长期前景保持乐观。尽管亚太区业务 2025 财年可能仍处于亏损状态，因研发、营销、渠道和销售团队的持续投入，但已在多个市场取得阶段性成功，如澳大利亚、新西兰、新加坡和日本。例如：1) Shark PowerDetect Clean & Empty 系统、Ninja Creami、木炭烤炉和户外烤架在澳新市场热销，2)Ninja Foodi SmartLid 多功能锅和 Creami 在新加坡表现良好，3) Shark Evopower 系统、CleanSense IQ 无线吸尘器、Ninja Blast 便携式搅拌机和 Twisti 搅拌机在日本大受欢迎。借助九阳及 SharkNinja 的创新能力（2025 财年新产品规划仍然很丰富）、

招银国际研究部

邮件: research@cmbi.com.hk

环球主要股市上日表现

	收市价	升/跌 (%)	
		单日	年内
恒生指数	20,217	-0.04	18.59
恒生国企	7,384	0.03	28.01
恒生科技	4,737	0.29	25.85
上证综指	3,251	0.00	9.27
深证综指	1,911	0.00	3.98
深圳创业板	2,064	0.00	9.12
美国道琼斯	44,422	-0.65	17.86
美国标普 500	5,995	-0.74	25.68
美国纳斯达克	19,392	-1.22	29.18
德国 DAX	21,428	-0.97	27.92
法国 CAC	7,855	-0.22	4.13
英国富时 100	8,584	0.30	11.00
日本日经 225	38,520	-2.27	15.11
澳洲 ASX 200	8,379	-0.80	10.39
台湾加权	22,695	-3.53	26.57

资料来源: 彭博

港股分类指数上日表现

	收市价	升/跌 (%)	
		单日	年内
恒生金融	35,214	-0.52	18.08
恒生工商业	11,427	0.26	23.75
恒生地产	14,578	-0.47	-20.46
恒生公用事业	33,987	-0.18	3.39

资料来源: 彭博

SharkNinja 卓越的品牌打造能力，以及九阳的供应链优势，我们对 SharkNinja 亚太区的长期发展（2025-2027 财年销售目标为 4-7 亿美元）充满信心。值得注意的是，亚太（除中国外）小家电市场规模庞大，约占全球 40% 人口（8.7 亿户家庭），年零售额约 70 亿美元，未来增长潜力可观。

2024 财业绩预警：九阳净利润下滑 65%-77%，JS 环球下滑不超过 89%

九阳预计 2024 财年净利润同比下降 65%-77% 至 9 亿-13.5 亿元人民币，主要由于：1) 增加研发、营销和品牌建设投入，2) 海外市场利润率下降。行业整体需求疲软、外卖便捷性提升、产品缺乏突破性创新，以及线下客流低迷，均对小家电市场需求及毛利率、经营利润率形成压力。JS 环球预计 2024 财年净利润（持续经营业务）同比下降不超过 89% 至不少于 810 万美元，主要因为：1) 在中国市场加大研发及品牌投入，2) SharkNinja 亚太市场扩张带来销售及管理费用上升（品牌塑造、核心产品推广、渠道能力和团队建设等）。此外，股权激励公允价值变动、子公司处置损益及 SharkNinja 采购服务收入下降，或进一步拖累整体净利润。

大股东积极回购，对公司发展仍有信心。JS 环球大股东王先生及其关联方自 2024 年底至 2025 年初在公开市场累计回购超过 4.57 亿股，投入资金超 7 亿港元，每股均价约 1.547 港元，占总股本约 13%。我们认为，这不仅反映管理层对公司长期基本面的信心，同时也可能为潜在私有化铺路（公司持有大量净现金，约占市值 40%，且估值远低于九阳和非亚太区 SharkNinja）。

维持“买入”评级，上调目标价至 2.44 港元。新目标价基于 13 倍 2026 财年预测市盈率，比 Joyoung（20.4 倍）和非亚太区 SharkNinja（20.0x）平均估值折让 36%，较 Joyoung、非亚太区 SharkNinja、苏泊尔、美的、SEB 五家公司平均 P/E（15.4x）折让 16%。考虑到 2023-2026 财年的 9% 的销售 CAGR 及 16% 的净利润 CAGR，我们认为 13 倍 P/E 估值合理，当前股价估值为 11 倍。（[链接](#)）

招銀国际环球市场焦点股份

公司名字	股票代码	行业	评级	股价	目标价	上行/下行	市盈率(倍)		市净率(倍)		ROE(%)	股息率
				(当地货币)	(当地货币)	空间	1FY	2FY	1FY	1FY	1FY	
长仓												
吉利汽车	175 HK	汽车	买入	14.78	19.00	29%	9.0	12.0	1.5	19.3	3.5%	
小鹏汽车	XPEV US	汽车	买入	15.69	16.00	2%	N/A	N/A	0.7	N/A	0.0%	
中联重科	1157 HK	装备制造	买入	5.62	6.80	21%	11.7	10.4	0.8	6.9	6.2%	
中国宏桥	1378 HK	原材料	买入	12.88	19.60	52%	6.9	6.4	1.0	18.3	9.6%	
瑞幸咖啡	LKNCY US	可选消费	买入	28.15	33.80	20%	24.3	18.3	0.8	26.6	0.0%	
安踏体育	2020 HK	可选消费	买入	82.35	126.68	54%	17.9	16.7	3.5	23.3	3.1%	
百胜中国	9987 HK	可选消费	买入	353.40	450.26	27%	157.1	132.4	20.3	12.1	0.2%	
珀莱雅	603605 CH	必选消费	买入	83.60	133.86	60%	21.8	N/A	6.0	31.8	1.6%	
华润饮料	2460 HK	必选消费	买入	12.14	18.84	55%	18.1	N/A	2.3	16.3	4.1%	
百济神州	ONC US	医疗	买入	223.37	282.71	27%	N/A	455.9	9.0	N/A	0.0%	
联影医疗	688271 CH	医疗	买入	124.39	162.81	31%	78.2	50.2	5.0	7.8	0.3%	
中国太保	2601 HK	保险	买入	23.25	35.50	53%	5.2	5.9	0.7	16.2	5.3%	
中国财险	2328 HK	保险	买入	12.78	14.00	10%	8.9	8.5	1.0	13.1	4.8%	
腾讯	700 HK	互联网	买入	404.20	525.00	30%	17.6	16.2	3.6	N/A	1.2%	
网易	NTES US	互联网	买入	103.67	125.50	21%	2.1	1.9	0.5	21.5	13.6%	
阿里巴巴	BABA US	互联网	买入	98.61	132.20	34%	1.6	1.4	0.2	11.2	6.2%	
绿城服务	2869 HK	房地产	买入	3.55	6.13	73%	15.4	13.1	1.4	9.7	4.8%	
鸿腾精密	6088 HK	科技	买入	3.41	4.79	40%	136.4	77.5	8.7	7.1	0.0%	
小米集团	1810 HK	科技	买入	37.95	N/A	N/A	135.5	151.8	4.8	11.3	0.0%	
比亚迪电子	285 HK	科技	买入	42.30	48.66	15%	21.5	15.7	2.7	14.7	1.4%	
中际旭创	300308 CH	半导体	买入	114.82	186.00	62%	23.9	16.5	6.6	31.2	0.6%	
北方华创	002371 CH	半导体	买入	377.00	426.00	13%	34.6	26.5	6.7	21.3	0.3%	
金蝶	268 HK	软件&IT 服务	买入	10.60	10.80	2%	N/A	153.6	4.1	N/A	0.0%	

资料来源：彭博、招银国际环球市场预测（截至 2025 年 2 月 3 日）

注：小米集团(1810 HK)的目标价仍在审核中

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际环球市场或其关联机构曾在过去 12 个月内与本报告内所提及发行人有投资银行业务的关系。

招银国际环球市场投资评级

买入	：股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	：股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	：股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	：招银国际环球市场并未给予投资评级

招银国际环球市场行业投资评级

优于大市	：行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	：行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	：行业股价于未来 12 个月预期表现跑输大市指标

招银国际环球市场有限公司

地址：香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼

电话：(852) 3900 0888

传真：(852) 3900 0800

招银国际环球市场有限公司(“招银国际环球市场”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际环球市场不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际环球市场建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决策。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律风险。任何使用本报告信息所作的投资决策完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国 2000 年金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际环球市场书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美商投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有关研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关 FINRA 规则的限制。本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法(经修订)规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由 CMBI(Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号 201731928D) 在新加坡分发。CMBISG 是在《财务顾问法案》(新加坡法例第 110 章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG 可根据《财务顾问条例》第 32C 条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构属制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第 289 章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则 CMBISG 仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电 (+65 6350 4400) 联系 CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。