

2024年01月05日

VESYNC (02148.HK)

深度分析

小家电出海龙头，多向拓展未来可期

投资要点

- ◆ **优质小家电跨境企业，产品种类丰富。**公司产品主要通过亚马逊渠道销往欧美等海外地区，旗下拥有三大核心品牌，分别为从事家居环境电器的 **Levoit**、从事厨房电器及餐饮用具的 **Cosori** 和从事健康检测设备、户外娱乐产品及个人护理产品的 **Etekcity**。此外，公司还于 2015 年推出 **VeSync** 应用程序以帮助用户集中控制智能家居设备。得益于全面的产品组合和智能互联属性，公司可满足消费者多种需求。
- ◆ **全球市场空间充足，智能升级赋能增长。**相较大家电冰洗，目前全球多地区小家电渗透率仍有提升空间，根据 [数据](#)，预计 22-28 年全球小家电市场规模 CAGR 为 4.7%。长期来看，家电智能化升级趋势确定，目前欧美主要国家智能小家电渗透率仅 10-15%，市场空间广阔。
- ◆ **多向拓展，打开成长天花板。**依托于中美联合的双核心研发团队，公司产品契合本土化需求且具备较强的市场竞争力，多品类份额领先，品牌知名度和美誉度持续提升，在此基础上，公司持续对现有产品进行升级迭代并推出更多新品类，品牌力、产品力相互促进互相催化，助力形成新的增长点。与此同时公司前瞻性布局智能家居设备，旗下 **VeSync** 应用程序现已成功构建多种智能应用场景并积累大量用户群体，随着旗下产品组合的持续丰富，该程序有望持续迭代，加快形成家庭互联网平台、增强客户粘性，推动收入规模快速增长。除此之外，公司还积极进行渠道、区域拓展，借助精细化、系统化的营销方式抢占消费者心智，逐步打开新的增量空间。
- ◆ **投资建议：**公司产品力强劲，主要市场北美地区份额领先、具备较强的品牌优势，依托于强大的产品力和品牌力，公司渠道、区域快速拓展，叠加新品类不断推出、贡献增量，收入有望维持较快增长。预计 2023-2025 年归属母公司净利润分别为 0.69/0.84/1.04 亿美元，同比增长 522%/23%/23%，首次覆盖，给予增持-A 评级。
- ◆ **风险提示：**产品加征关税，海外需求不及预期，新品表现不及预期，原材料价格不利波动，人民币汇率不利波动，海运费价格不利波动，市场竞争加剧，渠道集中度高等。

财务数据与估值

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万美元)	454	490	603	733	898
YoY(%)	30.2	8.0	23.0	21.6	22.5
净利润(百万美元)	42	-16	68.6	84.4	104.1
YoY(%)	-24.0	-139.1	521.6	23.0	23.3
毛利率(%)	38.8	29.0	45.2	45.4	45.5
净利率(%)	9.2	-3.3	11.4	11.5	11.6
ROE(%)	13.2	-5.9	21.5	22.9	24.1
EPS(摊薄/元)	0.04	-0.01	0.06	0.07	0.09
P/E(倍)	18.7	-47.7	11.3	9.2	7.5
P/B(倍)	2.5	2.8	2.4	2.1	1.8

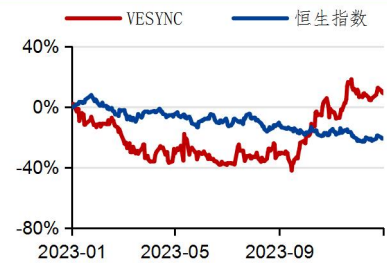
数据：同花顺、华金证券研究所

 投资评级 **增持-A(首次)**
 股价(2024-01-04) 5.21 港元

交易数据

总市值(百万港元)	6,058.63
流通市值(百万港元)	6,058.63
总股本(百万股)	1,162.88
流通股本(百万股)	1,162.88
12个月价格区间	5.460/3.000

一年股价表现



资料：聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	0.19	45.55	31.49
绝对收益	0.19	42.35	11.54

内容目录

一、VeSync：小家电出海龙头，多向拓展未来可期	4
（一）跨境小家电龙头，产品丰富多点开花	4
（二）财务分析：营收较快增长，盈利能力显著提升	5
（三）股权结构稳定，经营信心充足	6
二、全球市场空间充足，智能升级赋能增长	7
（一）渗透空间犹存，行业增长稳健	7
（二）消费升级趋势不改，智能化助推长期增长	9
三、多向拓展，打开成长天花板	10
（一）产品拓展，智能互联赋能	10
（二）渠道拓展，打造多元引擎	14
（三）区域拓展，增量贡献可期	16
四、盈利预测与可比估值	18
（一）盈利预测	18
（二）可比公司估值	19
五、风险提示	19

图表目录

图 1：公司旗下三大品牌业务内容	4
图 2：公司三大品牌占比	4
图 3：公司发展历程	4
图 4：2023H1 公司各渠道收入占比	5
图 5：2023H1 公司各区域收入占比	5
图 6：公司营收及同比增速	5
图 7：公司净利润及同比增速	5
图 8：公司毛利率水平整体领先同业	6
图 9：公司费用率表现较为稳定	6
图 10：公司净利率水平	6
图 11：公司股权结构（截止 2023 年中报）	7
图 12：2018-2022 年全球小家电市场规模 CAGR 为 4.46%	8
图 13：2022 年小家电各地区市场规模占比	8
图 14：2022-2028 年欧洲小家电复合增速为 3.9%，美洲为 4.5%	8
图 15：全球智能家居市场规模及同比增速	9
图 16：全球智能家居渗透率	9
图 17：2022 年部分国家智能家电市场预测规模（单位：亿美元）	10
图 18：欧美主要地区智能小家电渗透率	10
图 19：公司产品矩阵	11
图 20：公司持续推新，且多款新品获得亚马逊较高排名	11
图 21：美国亚马逊空气净化器畅销前五名中有三款为 Levoit 产品（截取时间 2023 年 12 月 10 日）	12
图 22：Cosori 空气炸锅位列美国亚马逊畅销榜第六（截取时间 2023 年 12 月 10 日）	12
图 23：公司新品塔扇、吸尘器表现亮眼，位列畅销榜前列（截取时间 2023 年 12 月 10 日）	13
图 24：VeSync 应用程序	14

图 25: 美国电商市场各平台市场份额	15
图 26: 公司在亚马逊渠道的收入规模及增速	15
图 27: 公司非亚马逊渠道占比快速提升, 23H1 达到 20.7%	15
图 28: 公司非亚马逊渠道增速迅猛	15
图 29: 公司在 YouTube 开设了“Cooking with Cosori”账号	16
图 30: 公司在 Facebook 开设官方号和区域号	16
图 31: 公司在 TikTok 开设官方账号, 其中根据 FastMoss, 美国 COSORI Kitchen 店铺评分高达 4.9 分 (满分 5 分)	16
图 32: 美国为公司产品销售的主要市场	17
图 33: 公司欧亚地区收入占比显著提升	17
图 34: 公司 Instagram 区域号	17
图 35: 公司在 Lazada、Shopee 上开设店铺	18
表 1: 小家电渗透率相较冰箱仍有较大提升空间	8
表 2: 公司多款产品获得大奖	13
表 3: 公司 VeSync 应用程序发展情况	14
表 4: 公司业务拆分	19
表 5: 可比公司估值 (人民币口径)	19

一、VeSync: 小家电出海龙头，多向拓展未来可期

(一) 跨境小家电龙头，产品丰富多点开花

优质小家电跨境企业，产品种类丰富。公司成立于2011年，主要从事于设计、开发及销售创新型和用户友好型小家电，产品主要通过亚马逊渠道销往欧美地区，旗下拥有三大核心品牌，分别为从事家居环境电器的Levoit、从事厨房电器及餐饮用具的Cosori和从事健康检测设备、户外娱乐产品及个人护理产品的Etekcity。除此之外，公司还积极推出VeSync应用程序，在帮助用户集中控制智能家居设备的同时亦为用户提供专业的内容和服务，极大地提升了产品使用体验感。得益于全面的产品组合和智能互联属性，公司可满足各种消费者口味、需求及使用场景。

图 1: 公司旗下三大品牌业务内容

品牌	主营业务
Levoit	改善家居环境的电器，如空气净化器、加湿器、塔扇、吸尘器、净化器滤网等。
Cosori	厨房电器及餐饮用具，如空气炸锅、烤箱、电热水壶、干果机、咖啡保温炉及个人榨汁机等。
Etekcity	智能小家电、健康监测设备、户外娱乐产品及个人护理产品，如人体秤、厨房秤、行李秤、野营灯、数字激光测温仪、血压计等。

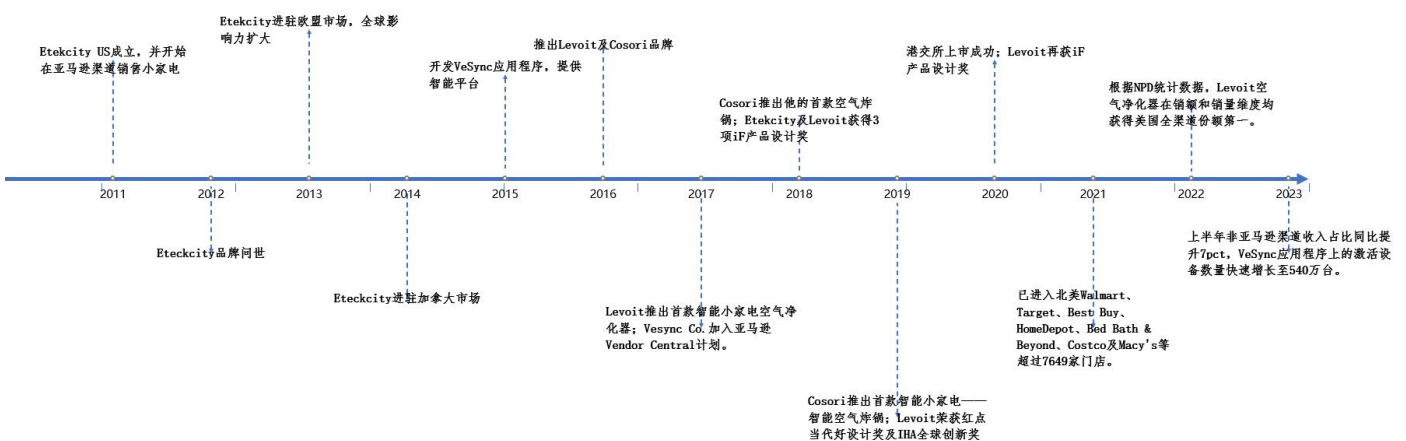
资料：公司公告，亚马逊，华金证券研究所

图 2: 公司三大品牌占比



资料：公司公告，华金证券研究所

图 3: 公司发展历程

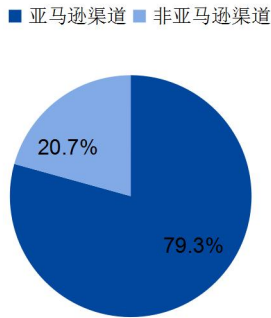


资料：公司官网，公司公告，华金证券研究所

依托亚马逊线上渠道，产品畅销欧美。公司自成立起便与亚马逊展开良好合作，乘借海外电商快速发展的红利，公司规模持续扩大，产品销售区域亦逐步由美国扩展至欧洲、加拿大、日本、

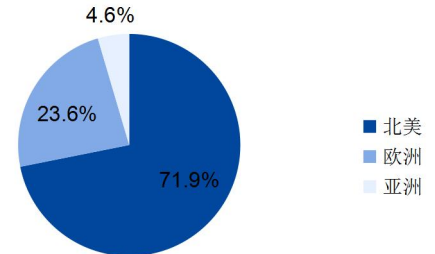
中东等。尽管近几年公司逐步发力线下等其他非亚马逊渠道且开拓进展顺利，但截止 2023H1 亚马逊渠道占比仍高达 79.3%，为主要销售渠道。依托于亚马逊的销售优势和产品本身的竞争力，公司产品如净化器、加湿器、空气炸锅等在欧美地区受到广泛认可，2023H1 公司北美、欧洲地区收入占比分别为 71.9%、23.6%。

图 4：2023H1 公司各渠道收入占比



资料：公司公告，华金证券研究所

图 5：2023H1 公司各区域收入占比

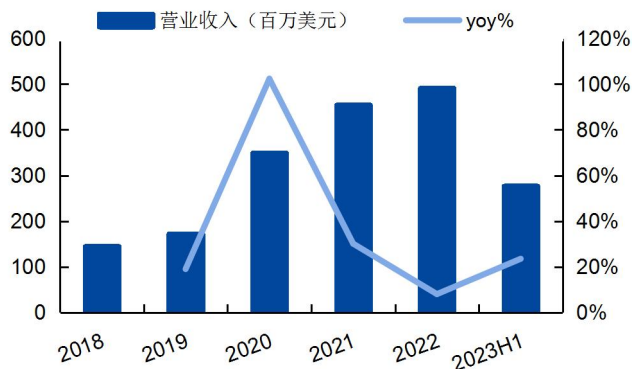


资料：公司公告，华金证券研究所

（二）财务分析：营收较快增长，盈利能力显著提升

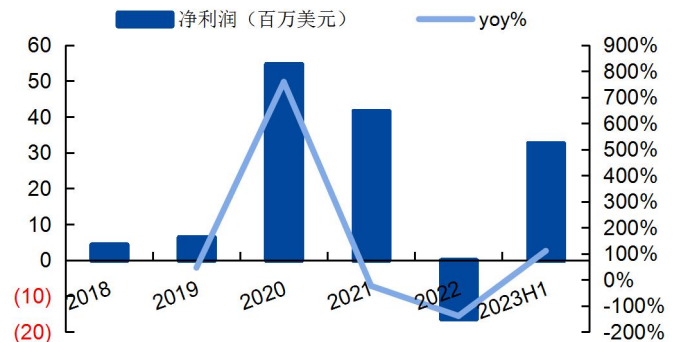
营收维持快速增长，利润迎来显著改善。公司营收端整体保持较快增长，2018-2022 年 CAGR 为 35.7%，2022 年受亚马逊清库存及公司业务模式调整（从 Seller Central 转向 Vendor Central）影响，收入增速有所放缓，同比仅增长 8%，今年以来增速明显恢复，2023H1 同比增长 23.5%，2023Q3 延续较好势头，未经审核销售总额同比增长约 27.2%；利润端，受海运费高涨、空炸自愿召回等因素影响，2022 年出现短暂亏损，但基于深厚的根基和扎实的内功，2023 年公司迎来快速修复，上半年实现利润 0.33 亿美元，同比增长 110.7%。

图 6：公司营收及同比增速



资料：公司公告，华金证券研究所

图 7：公司净利润及同比增速

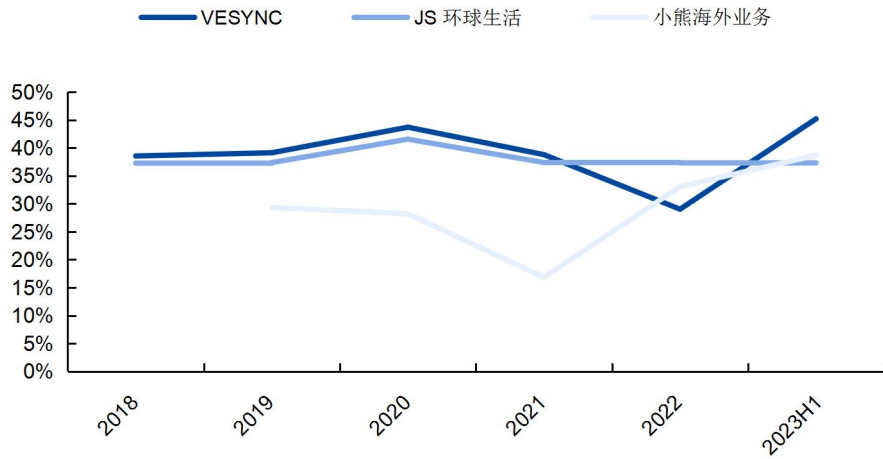


资料：公司公告，华金证券研究所

毛利率水平领先行业。不考虑 2022 年，直观来看近几年公司毛利率水平均处于行业领先地位。若剔除空炸自愿召回事件对公司财务的影响，2022 年公司毛利率约为 38.3%，几乎与 2021

年持平，依旧在当年领先于 JS 环球生活（37.30%）、小熊海外业务（33.05%）。随着海运费价格下降、产品结构优化等，2023 年公司毛利率进一步提升至 45.2%，整体呈现稳中向好态势。

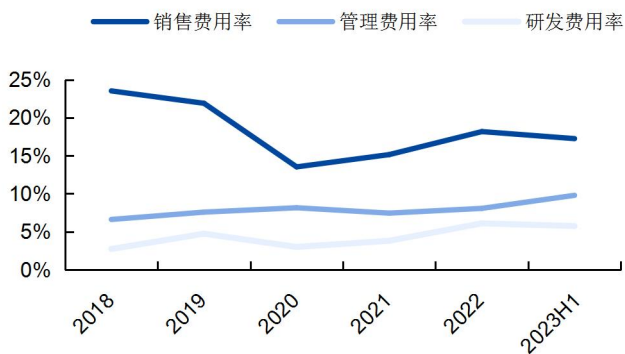
图 8：公司毛利率水平整体领先同业



资料 : wind, 华金证券研究所

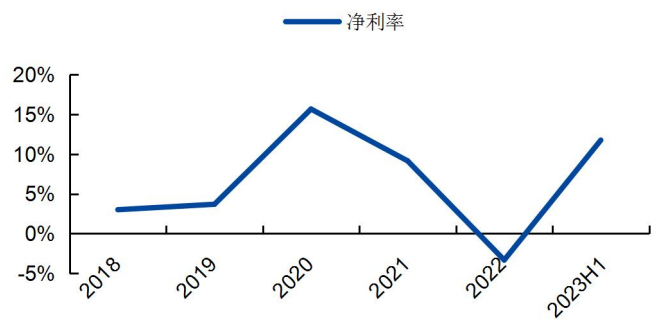
费用管控良好，盈利能力稳中有升。公司费用率基本趋于稳定，2022 年销售、管理、研发费用率合计为 32.3%，2023H1 微幅上涨至 32.8%，具体来看，销售费用率稳中有降，2023H1 为 17.2%，相较 2018 年明显下降，研发费用率有所上升，主要源于公司重视研发投入、持续强化费用投放推动产品创新升级。受益于海运费下降、内部降本增效，2023H1 公司净利率同比显著提升 4.9pct 至 11.8%，随着产品结构逐步优化、费用投放管控趋稳，公司净利率有望维持较高水平。

图 9：公司费用率表现较为稳定



资料 : wind, 华金证券研究所

图 10：公司净利率水平



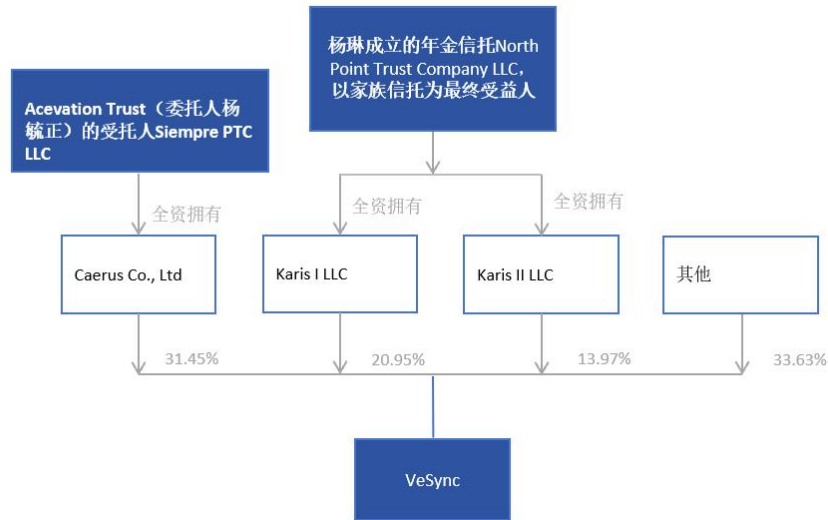
资料 : wind, 华金证券研究所

（三）股权结构稳定，经营信心充足

股权结构集中稳定，管理层经验丰富。截止 2023 年 6 月 30 日，公司主要由以杨琳女士为首的杨氏家族实际管控，据公告披露，公司创办人及执行董事杨琳女士直接及间接持有 67.74%

的公司股权，其彼此家庭成员间被视为拥有共同的公司权益。杨琳女士在小家电及智能家居设备行业拥有将近 20 年经验，具备较强的小家电市场洞察能力和丰富的管理经验，有望持续赋能企业经营。

图 11：公司股权结构（截止 2023 年中报）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

高分红+股份回购，重视股东回报、彰显经营信心。2023 年 10 月 20 日公司首次派发中期股息，每股发放股息 0.0539HKD，除净日 2023 年 10 月 3 日，股利支付率为 24.56%，较 2022 年股利支付率 22.81% 进一步提升 1.75pct，除此之外，10 月 9 日公司发布自愿性公告，拟向公开市场回购最多 1.16 亿股股票（约占股票总数 10%），回购资金源于公司内部现金资源。公司通过分红及股份回购不仅有效回馈了投资者，也进一步彰显了其现金实力及长期增长的信心。

二、全球市场空间充足，智能升级赋能增长

（一）渗透空间犹存，行业增长稳健

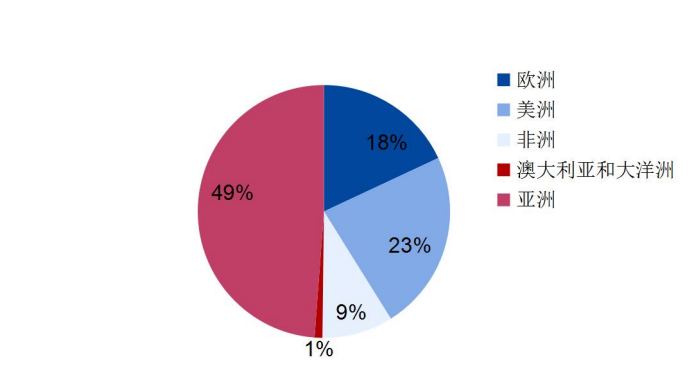
全球小家电市场增长稳健，欧美市场占比约 41%。根据 [Statista](#) 数据，2018-2022 年小家电全球市场规模复合增长率为 4.46%，预计 20-21 年疫情催化小厨电需求快速释放，拉动小家电迎来快速增长，高基数影响下 22 年需求有所下滑，但总体来看，小家电市场需求较为稳健，更新需求和品类渗透有望共同驱动其维持较好增长，预计 2028 年全球小家电市场规模为 3050 亿美元，22-28 年 CAGR 为 4.7%。分地区来看，亚洲为小家电最大消费地区，欧美次之，22 年欧美小家电合计销售额 954 亿美元，对应占比约 41%，整体市场规模较大。

图 12: 2018-2022 年全球小家电市场规模 CAGR 为 4.46%



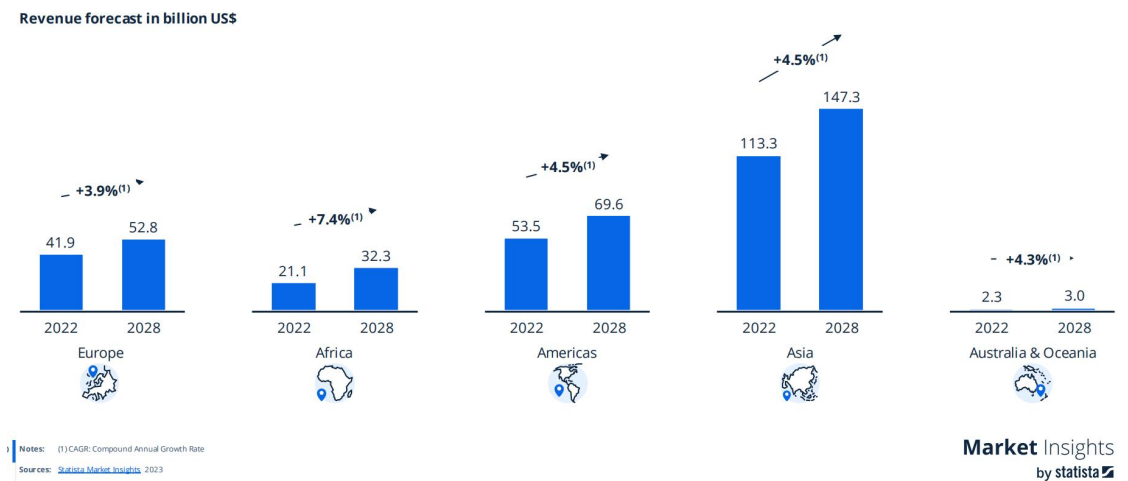
资料 : 华金证券研究所

图 13: 2022 年小家电各地区市场规模占比



资料 : 华金证券研究所

图 14: 2022-2028 年欧洲小家电复合增速为 3.9%，美洲为 4.5%



资料 : 华金证券研究所

相较于大家电，欧美小家电渗透率仍有提升空间。根据 Statista 数据显示，各地区小家电渗透率普遍低于大家电冰洗，欧洲小家电家庭拥有率大多位于 65-85% 之间，而冰洗则高达 85%-95%，北美小家电家庭拥有率为 60-70%，冰洗则多为 75-85%，由此可见欧美小家电渗透率仍有较大的提升空间。根据 Statista 预计，2028 年欧洲小家电市场规模可达 528 亿美元，22-28 年 CAGR 为 3.9%，2028 年美洲小家电市场规模可达 696 亿美元，22-28 年 CAGR 为 4.5%，有望持续实现平稳增长。此外，中国大陆、韩国小家电渗透率相较欧美更低，市场空间更大。

表 1: 小家电渗透率相较冰箱仍有较大提升空间

区域	国家	咖啡机	微波炉	小厨电 (如搅拌机、食品加工机、榨汁机)	多士炉	吸尘器	冰箱	洗衣机
欧洲	奥地利	84%	75%	79%	78%	91%	-	-
	法国	78%	84%	66%	66%	85%	90%	87%
	德国	78%	74%	74%	78%	89%	91%	89%
	荷兰	76%	79%	70%	57%	88%	-	-
	西班牙	78%	90%	70%	75%	73%	94%	95%
	瑞典	76%	84%	70%	79%	89%	85%	68%

	英国	47%	82%	68%	79%	83%	86%	88%
北美	加拿大	70%	85%	72%	79%	79%	86%	76%
	美国	66%	81%	63%	67%	70%	81%	70%
南美	巴西	46%	78%	78%	42%	52%	96%	85%
亚洲	中国大陆	27%	62%	48%	14%	32%	80%	81%
	韩国	42%	84%	48%	42%	77%	92%	92%
	南非	27%	91%	65%	73%	43%	91%	83%

资料 : 华金证券研究所

(二) 消费升级趋势不改，智能化助推长期增长

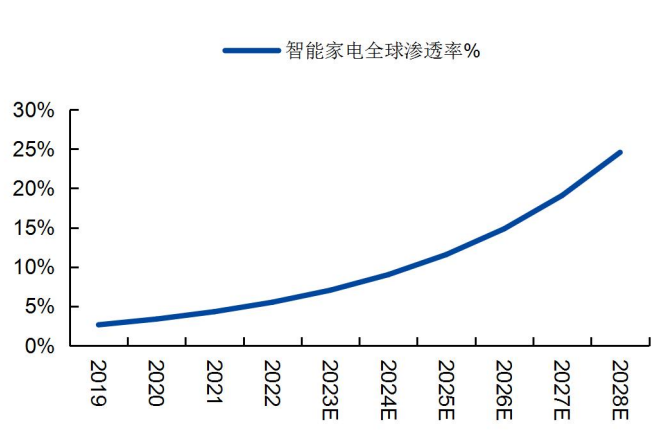
智能化有望成为家电行业未来发展的主流趋势。智能家电能够有效提供更加便捷、高效、安全和个性化的家居体验，随着科技发展及人们生活水平的提高，智能家电成为越来越多消费者的选择，根据 数据显示，2022 年全球智能家电设备规模为 443 亿美元，同比+12.4%，预计 2028 年将达到 922 亿美元，22-28 年 CAGR 为 13%，智能家电渗透率亦逐年提升，预计 2028 年全球智能家电渗透率将达到 24.6%，相较 2022 年的 5.5%大幅提升 19pct。随着智能化趋势的快速发展，家电市场规模有望进一步扩大。

图 15: 全球智能家居市场规模及同比增速



资料 : 华金证券研究所

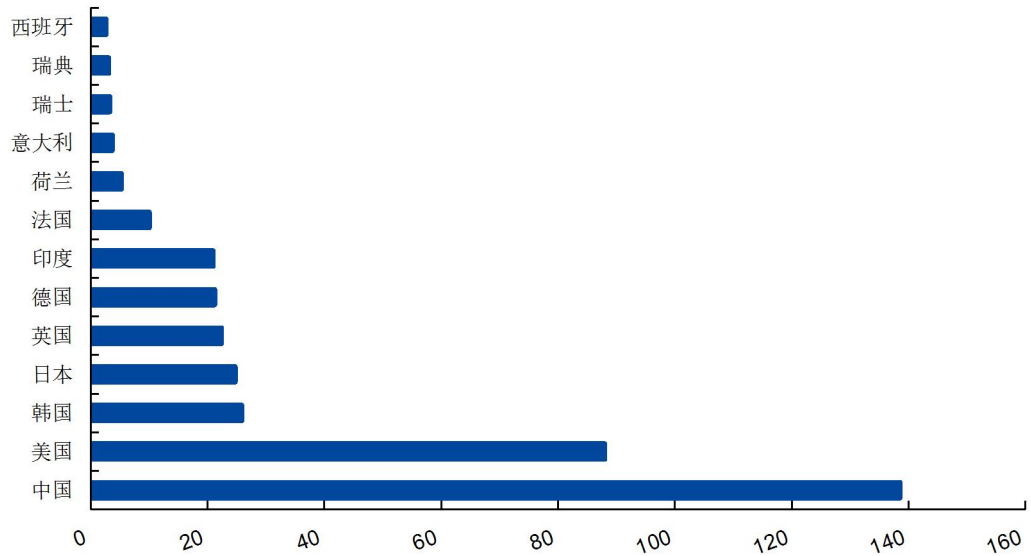
图 16: 全球智能家居渗透率



资料 : 华金证券研究所

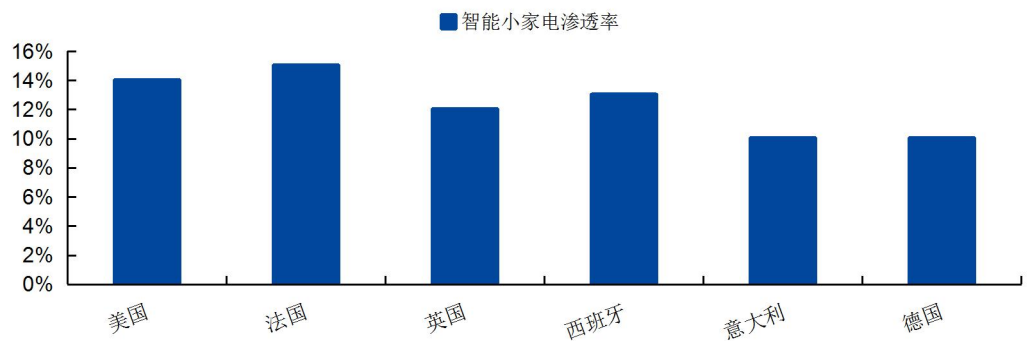
欧美等地智能小家电渗透率较低，市场潜力巨大。根据 预测数据，2022 年中国、美国和韩国智能家电市场规模位列全球前三，其中中国高达 138.5 亿美元，远领先于美国的 88.0 亿美元，欧洲主要国家英国、德国、法国、荷兰等地亦进入前十、市场体量不容小觑。从渗透率角度来看， 调查数据显示，23Q1 欧美主要国家的智能小家电渗透率仅为 10%-15%，处于较低水平，随着智能化科技的进一步发展及居民消费水平的提升，智能小家电有望迎来加速渗透，推动市场规模快速增长。

图 17: 2022 年部分国家智能家电市场预测规模 (单位: 亿美元)



资料 : 华金证券研究所

图 18: 欧美主要地区智能小家电渗透率



资料 : 华金证券研究所

三、多向拓展，打开成长天花板

(一) 产品拓展，智能互联赋能

产品矩阵丰富，满足多元需求。公司旗下三大核心品牌 **Levoit**、**Cosori**、**Eteckcity** 分别对应销售家居环境类电器、厨房电器及餐饮用具，以及健康检测设备、户外娱乐产品及个人护理产品，产品包含空气净化器、加湿器、空气炸锅、烤箱、人体秤等等。得益于全面的产品组合，公司可满足各种需求及使用场景，并最大程度地接触消费者反馈，以更好更快地迭代产品升级体验、增强客户忠诚度。与此同时，丰富的产品组合亦为公司打造智能家居场景奠定了坚实的基础，有望实现多种产品互联互通、打造场景化的解决方案。

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/845122103302011034>