

证券研究报告—深度报告

家用电器

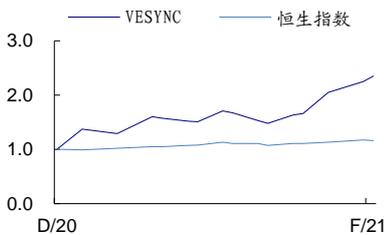
小家电 II

VESYNC(02148)
买入

昨收盘: 20.75 港元 (首次评级)

2021年02月24日

一年该股与恒生指数走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	1165/1165
总市值/流通(百万港元)	24179/24179
恒生指数	30632.64
12个月最高/最低(港元)	23.90/8.00

证券分析师: 陈伟奇

电话: 0755-81982606

E-MAIL: chenweiqi@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520110004

证券分析师: 王兆康

电话: 0755-81983063

E-MAIL: wangzk@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520120004

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

深度报告

“小而美”的跨境出海小家电新贵

● 亚马逊小家电细分优质龙头

Vesync 是以美国亚马逊为主要平台的出口小家电细分龙头, 旗下拥有 Levoit、Cosori 和 Etekcity 三个主要品牌, 2019 年在美国亚马逊小家电品类实现零售额排名第三、线上全平台小家电销售额排名第五。2017-2019 年收入与扣非利润分别保持 37%、85% 的复合高增长。

● 海外小家电线上具看点, 出口电商高景气, 格局望加速优化

欧美小家电需求韧性强, 线上望加速崛起。北美小家电市场五年 CAGR 达 3.2%, 而欧洲则保持 1.2% 相对温和的复合增速。2020 年的疫情下, 北美市场线上渠道承载了强韧的需求, 预计后疫情时期总需求仍维持增长, 同时线上渗透率望加速提升; 而西欧则有望迎来后疫情时期的需求恢复性增长+线上渗透率的双提升。在此背景下, 国内头部出口电商在产业链、制造成本优势加持下, 海外的竞争力进一步加强, 同时美国亚马逊新增卖家的不断减少则显示出竞争格局或已经开始优化。

● 海外需求洞察+中国本土制造, 打造软硬结合综合壁垒

公司中美双核心团队融合两国特长, 美国员工占比 15%, 发挥出各自在需求感知和工业制造上的优势, 共同打造符合美国消费者口味的中国造优质产品。运营方面公司深耕亚马逊十载, 在品牌建立、本土化运营和服务方面积淀深厚。尽管公司体量仍存提升空间, 但已经在选品-售后的全环节树立起软硬结合的综合壁垒。另外公司自研智能家电 APP 注册/月活用户 112 万/43 万, 在 IoT 领域前瞻性的布局进一步打开增长空间。

● 风险提示: 海外需求增长不及预期; 竞争加剧影响盈利能力; 产品研发进度不及预期; 渠道开拓进度不及预期; 费用投放效果不及预期

● 投资建议

考虑行业高景气和公司在产品、渠道、品牌的先发优势, 预计 2020-22 年 EPS 为 0.04/0.06/0.09 美元/股, 利润增速 691%/38%/46%, 对应 PE 为 62、45、31 倍, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万美元)	171.92	301.44	417.89	606.90
(+/-%)	18.8%	75.3%	38.6%	45.2%
净利润(百万美元)	6	50.38	69.39	101.58
(+/-%)	46.1%	690.7%	37.7%	46.4%
摊薄每股收益(美元)	0.01	0.04	0.06	0.09
EBIT Margin	73.4%	20.1%	20.5%	21.0%
净资产收益率(ROE)	38.9%	75.5%	51.0%	42.8%
市盈率(PE)	489.6	61.9	45.0	30.7
EV/EBITDA	24.9	32.0	25.9	20.1
市净率(PB)	190.3	55.0	27.8	17.0

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

投资摘要

估值与投资建议

小家电出口电商受益供需两端促进，而公司深耕亚马逊多年，本土化能力下的产品与服务树立了综合壁垒。考虑公司的高增速以及线上占比提升仍具有较大空间，参考相对、绝对估值，给予 2022 年目标市值区间 355-395 亿港元，对应 PE 为 45-50 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

核心假设与逻辑

行业层面上：

(1) 欧美小家电需求有韧性，线上仍将是亮点。欧美近年小家电保持稳健的增速，且疫情下仍显现出较强的韧性。疫情过后一方面欧美线上渗透率仍有望较疫情前加速提升，另一方面部分被压制的需求仍有望实现恢复性增长。预计北美 2021-2025 年小家电线上规模实现 11% 的复合增速至 158 亿美元，而欧洲预计实现 12% 的复合增速到 85 亿美元。

(2) 亚马逊卖家格局已初显优化。亚马逊目前仍是出口电商的第一大平台，但随着美国站竞争日趋激烈，美国站平台卖家的新增量近三年由 39 万持续下降至 2020 年的 19 万，平台卖家已经逐步展现出出清的态势。

公司层面上：

(1) 精品策略+中美双团队支撑研发设计和制造，空气净化器、空气炸锅等品类已形成品牌效应，依托品牌有利于进一步扩品类提份额；

(2) 亚马逊运营经验成熟，Vendor Central (亚马逊自营模式) 合作基础稳定，为新品类扩张打下基础，而亚马逊以外的新渠道渗透有望进一步打开增量；

(3) 自研智慧家居 VeSync APP 赋能产品相互导流，打造差异化竞争。

与市场的差异之处

市场认为公司受益疫情带来一次性高增长，且规模小议价能力有限。但是我们通过跟踪研究，认为：**1、行业端：**欧美小家电的需求韧性强，而疫情带来的线上消费习惯增加会加速线上渗透率的提升，叠加新冠疫苗落地带来的疫情好转，即使短期线上占比会有一定波动，但从长期来看，未来欧美小家电线上市场仍将进入线上渗透率提升的新阶段。**2、公司端：**公司中美双核心团队融合两国特长，美国员工占比 15%，发挥出各自在需求感知和工业制造上的优势，因此具备从设计到售后的全环节综合竞争优势。同时前瞻性对 IoT、安防等领域的布局进一步形成了差异化竞争优势，也为未来二次增长播撒了种子。

股价变化的催化因素

2020 及 2021H1 业绩的同比高增长；

海外线上渠道渗透率的加速提升；

新爆品、新渠道和新市场的成功拓展。

核心假设或逻辑的主要风险

欧美线上消费渗透率提升不及预期；

市场竞争迅速加剧导致价格竞争影响盈利能力。

内容目录

估值与投资建议	6
绝对估值: 27.7-37.3 港元	6
绝对估值的敏感性分析	6
相对法估值: 2022 年目标市值区间 355-395 亿港元	6
投资建议	7
1、Vesync: “小而美”的小家电跨境出口商	8
1.1 发展历程: 出海小家电新秀, 植根亚马逊成长	8
1.2 创始人家族股权架构稳定, 海外经验丰富奠定	8
1.3 业绩表现: 三品牌驱动发展, 海外“宅经济”助增业绩爆发	9
2、海外小家电线上仍存空间, 出口跨境电商景气正高, 格局有望加速优化	10
2.1 欧美小家电仍存增长韧性, 线上渗透有望加速提升	10
2.2 出口跨境电商供需强支撑, 格局持续优化	14
3、海外洞察+中国制造优势+精细本土化运营打造综合壁垒	18
3.1 产品设计本土化+制造中国化, 创新解决用户痛点	19
3.2 亚马逊渠道地位稳固, 新渠道开拓稳步推进	22
3.3 售后服务人性化, 多维度营销引流	23
3.4 综合竞争壁垒为成长之路奠基	24
3.5 前瞻布局智能家电打开成长空间	25
4、财务表现	26
4.1 收入亮眼高增速, 环境和厨房类小家电拉动增长	26
4.2 盈利能力稳中有升	26
4.3 规模扩大的同时存货与周转保持稳中向好	27
5、盈利预测与投资建议	29
5.1 盈利预测	29
6、风险提示	30
附表: 财务预测与估值	32
国信证券投资评级	33
分析师承诺	33
风险提示	33
证券投资咨询业务的说明	33

图表目录

图 1: 公司三大子品牌覆盖不同场景.....	8
图 2: Vesync 发展历程 (2011-2020 年)	8
图 3: 公司股权架构稳定.....	9
图 4: 公司收入保持高速增长	9
图 5: Levoit、Cosori 贡献逐步加大 (单位: 万美元)	9
图 6: 各品牌毛利率逐步提升	9
图 7: 2020 年预计净利润大幅增长.....	9
图 8: 全球小家电市场 2020 年受疫情影响下滑近 5%.....	11
图 9: 北美和西欧小家电规稳中略有增长.....	11
图 10: 美国小家电市场零售量保持温和增长.....	11
图 11: 美国小家电单品均价提升后维稳	11
图 12: 美国家庭规模不断缩小	12
图 13: 美国待售新单户住宅平均建筑面积近年持续降低.....	12
图 14: 美国小家电各品类零售额规模占比.....	12
图 15: 美国小家电各品类零售额同比变化.....	12
图 16: 全球家电消费额增速下滑, 发达市场增速仍占优势	12
图 17: 2020 北美小家电线上销售量占比激增.....	13
图 18: 2015-2020 欧洲小家电线上销售量占比变化趋势.....	13
图 19: 美国小家电中 2020 大部分品类线上占比大增.....	14
图 20: 西欧各品类并未在疫情影响下向线上大幅转移.....	14
图 21: 2015-2019 中国跨境电商进出口总额及增长率.....	15
图 22: 2017-2019 中国跨境电商零售出口总额及增速.....	15
图 23: 2015-2019 跨境出口电商 B2C 交易规模.....	15
图 24: 2015-2019 跨境出口电商交易规模占比	15
图 25: 2020 年阿里巴巴国际站年报.....	16
图 26: 2019 年中国跨境电商产业链图谱	16
图 27: 美国疫情后的居家类线上消费预期比例仍大幅提升	16
图 28: 北美小家电线上销售额有望实现 11%复合增速	17
图 29: 西欧小家电线上销售额有望实现 12%复合增速.....	17
图 30: 2015-2020 美国电商市场前五大平台销售额占比.....	17
图 31: 2015-2020 英国电商市场前五大平台销售额占比.....	17
图 32: 2015-2020 法国电商市场前五大平台销售额占比.....	18
图 33: 2015-2020 德国电商市场前五大平台销售额占比.....	18
图 34: 美国站新增卖家数量大幅减少.....	18
图 35: 西欧卖家增量稳中略降, 新兴市场增量卖家提速.....	18
图 36: 产品成系列出现塑造品牌鲜明形象.....	19
图 37: Levoit 官网上的反馈系统	20
图 38: 公司美国团队人员占比达 15%(截至 2020 年 10 月).....	20
图 39: Vesync 员工构成.....	20
图 40: Vesync 的研发投入情况	20

图 41: Cosori 空气炸锅有多达 14 个 SKU	21
图 42: Levoit 的三款空气净化器位列亚马逊空气净化器畅销榜前五	22
图 43: Cosori 的空气炸锅位列亚马逊深油炸锅畅销榜第二	22
图 44: 公司 Cosori 系列产品在亚马逊 vendor central 计划下销售	23
图 45: 公司 Levoit 品牌产品已在多个零售商出售	23
图 46: 公司在 Facebook 的主页	24
图 47: VeSync APP 能够实现设备远程控制和监控	25
图 48: VeSync APP 用户和连接设备数实现高增	25
图 49: Vesync 收入体量仍处于较小水平 (单位: 亿美元)	26
图 50: Vesync 保持较高的收入增速	26
图 51: 2017-2020H1 Vesync 分产品营收占比变化 (%)	26
图 52: 净利润率 2020H1 大幅提升	27
图 53: 公司行政和销售费用率相对较高	27
图 54: 公司毛利率稳定上升且超越可比公司	27
图 55: 公司净利率稳步增长且同样超越可比公司	27
图 56: 公司产品交易流程图	28
图 57: 公司存货规模稳步增长	28
图 58: 公司存货周转天数整体保持稳定	28
图 59: 公司应收周转天数稳定, 应付提升	28
图 60: 公司经营性现金净额大幅增加	28
表 1: 公司盈利预测假设条件 (%)	6
表 2: 资本成本假设	6
表 3: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)	6
表 4: 同类公司估值比较	7
表 5: Vesync 历年利润增速、PE 值和涨幅表现	7
表 6: 2017-2020H1 VESYNC 业绩分销售渠道拆分	10
表 7: 主打品类供气净化器的供应商逐年分散化	24
表 8: 行业潜在竞争对手优劣势	25
表 9: 公司营业收入预测	29
表 10: 公司盈利预测	30

估值与投资建议

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值：27.7-37.3 港元

基于欧美小家电线上仍维持积极增速，而公司线上基础扎实且规模不断提升，我们预计公司 2020-2022 年收入保持超 40% 的高复合增速，而高盈利产品结构的提升有望对冲原材料上涨和竞争加剧的风险，使毛利率整体维稳；费用率则在上市一次性费用、前期广宣高投入后降中趋稳，未来三年净利润有望实现超 40% 的复合增速。

表 1：公司盈利预测假设条件（%）

	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
营业收入增长率	69.88%	18.76%	75.3%	38.6%	45.2%	34.3%	29.0%	24.4%	16.8%
毛利率	38.53%	39.11%	47.0%	47.7%	48.2%	47.8%	47.6%	47.5%	47.6%
管理费用/营业收入	9.4%	12.4%	11.00%	10.10%	10.10%	10.10%	10.10%	10.10%	10.10%
销售费用/销售收入	23.6%	22.0%	15.7%	17.0%	17.0%	17.0%	17.0%	17.0%	17.0%
营业税及附加/营业收入	-	-	-	-	-	-	-	-	-
所得税税率	18.4%	8.1%	16.8%	16.8%	16.8%	16.8%	16.8%	16.8%	16.8%
股利分配比率	0%	594%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

资料来源：公司数据、国信证券经济研究所预测

现金流折现模型的关键假设如下：

表 2：资本成本假设

无杠杆 Beta	1.06	T	16.80%
无风险利率	2.7%	Ka	9.06%
股票风险溢价	6.0%	有杠杆 Beta	1.07
公司股价（港元）	20.75	Ke	9.09%
发行在外股数（百万）	1165	E/(D+E)	95.70%
股票市值(E, 百万港元)	24179	D/(D+E)	4.30%
债务总额(D, 百万港元)	140	WACC	8.84%
Kd	4.00%	永续增长率（10年后）	3.0%

资料来源：国信证券经济研究所假设

根据以上主要假设条件，采用 FCFE 估值方法，得到公司合理价值为 31.3 元。

绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率的敏感性分析如下：

表 3：绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）

		WACC 变化				
		8.1%	8.6%	9.09%	9.6%	10.1%
永续增长率变化	4.5%	50.55	43.97	38.83	34.71	31.35
	4.0%	45.64	40.28	35.99	32.48	29.55
	3.5%	41.80	37.32	33.65	30.60	28.03
	3.0%	38.71	34.89	31.27	29.02	26.72
	2.5%	36.17	32.85	30.05	27.65	25.58
	2.0%	34.06	31.13	28.63	26.47	24.59
	1.5%	32.26	29.65	27.40	25.43	23.71

资料来源：国信证券经济研究所分析

相对法估值：2022 年目标市值区间 355-395 亿港元

公司主要产品为小家电销售，对标主要产品类型，同时考虑到出口的特性，目前已上市的公司中小熊电器、九阳股份、苏泊尔、安克创新、JS 环球生活和创科实业可以作为可比公司，我们采用市盈率相对估值法进行估值，同时参考 PEG 估值，我们给予公司 2022 年 PE 为 45-50 倍，对应市值区间约为 355-395 亿港元。

我们认为公司的估值溢价主要来自于：（1）公司所在欧美线上小家电赛道仍保持可观增速，且经历疫情考验仍保持较强增长韧性；（2）公司亚马逊渠道基础稳固，随着中小卖家逐步出清，竞争环境有望进一步优化；（3）未来近 40% 的净利润复合增速高于行业平均。

表 4：同类公司估值比较

代码	简称	股价	EPS (元/港元)				PE				PB	PEG	总市值 (百万元/港元)
			2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E			
2148.hk	Vesync	20.75	0.04	0.34	0.46	0.68	490	62	45	31	18	1.1	24179
同类公司：													
002959.sz	小熊电器	85.88	2.23	2.88	3.57	4.36	38	30	24	20	7.4	1.0	13397
002035.sz	九阳股份	7.89	0.86	0.67	0.81	0.93	9	12	10	8	2.4	0.6	6858
002032.SZ	苏泊尔	78.69	2.34	2.25	2.58	2.87	34	35	31	27	9.8	2.4	64611
300866.sz	安克创新	164.62	1.97	2.15	2.94	3.72	83	76	56	44	13.6	1.8	66906
1691.hk	JS 环球生活	21.05	0.10	0.70	0.98	1.31	211	30	21	16	3.3	0.6	73562
0669.HK	创科实业	128.30	0.34	0.40	0.47	0.57	49	42	35	29	3.8	1.8	235138
均值							71	37	29	24	6.7	1.0	

资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理和预测，Vesync 历史数据采用最新股本摊薄
 注：为确保可比，行业对比中港股单位统一采用港元，港币:美元采用 7.75:1 固定汇率

表 5：Vesync 历年利润增速、PE 值和涨幅表现

	EPS (港元)	最高 PE	最低 PE	利润增速	股价涨幅
2017 年	0.01	-	-	-	-
2018 年	0.03	-	-	134%	-
2019 年	0.04	-	-	46%	-
2020 年 E	0.34	58	25	691%	21.6%
2021 年 E	0.46	45	19	38%	76.0%
2022 年 E	0.68	30	13	46%	-

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理和预测
 注：预测值为最新股本摊薄下的港元单位

投资建议

小家电出口电商目前仍处高景气阶段，而公司在产品、渠道和品牌均保有先发优势，考虑到公司未来三年约 40% 的复合增速，并参考相对、绝对估值，给予 2022 年目标市值区间 355-395 亿港元，对应 PE 为 45-50 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

1、Vesync：“小而美”的小家电跨境出口商

1.1 发展历程：出海小家电新秀，植根亚马逊成长

Vesync 是一家以美国市场为主的小家电品牌企业，主要产品是自主设计开发的小家电和智能家居设备，目前销售渠道以亚马逊为主。根据弗若斯特沙利文的统计，Vesync 于 2019 年在美国亚马逊小家电零售额排名第三、线上全平台小家电销售额排名第五。公司旗下拥有 3 个主要子品牌，其中 Etekcitiy 生产智能小家电、健康监测设备、户外娱乐产品及个人护理产品；Levoit 生产改善家居环境的电器，如空气净化器、加湿器及香薰机；Cosori 生产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。同时业务也逐步拓展至智能家居软件平台、安防产品系统等，家居场景的软硬件覆盖日臻完善。

图 1：公司三大子品牌覆盖不同场景



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

Vesync 起源于创始人及执行董事杨琳女士于 2011 创立的 Etekcitiy US，公司在创立之初通过亚马逊在线销售小家电产品。2012 年，为了提升品牌知名度，公司就小家电推出了 Etekcitiy 品牌。2013 年 Etekcitiy 成功进驻欧洲市场。依靠国内设计生产的支撑，公司的产品供应量、运输效率及研发能力得到稳步增长。2014 年进驻加拿大市场，2015 年开发出智能家居应用程序 Vesync，其透过对智能家居设备集中控制而为用户提供家庭自动化体验。2016 年推出两个品牌：Levoit 和 Cosori，并于 2017 年受邀加入亚马逊的 Vendor Central 计划（直接将产品销售给亚马逊平台，相当于“亚马逊自营”，简称“VC”），并逐步拓展线下渠道。近年公司品类创新力度不断加大，市场需求不断被创造、挖掘，以空气炸锅等为代表的爆品频出，公司也逐步加强自身“市场需求挖掘和引领者”的定位。

图 2：Vesync 发展历程（2011-2020 年）

资料来源：Vesync 招股说明书，国信证券经济研究所整理

1.2 创始人家族股权架构稳定，海外经验丰富奠定

公司整体股权结构较为稳定，实控人为杨琳家族，家族合计持有公司 70% 股权，

持股比例集中且近年保持相对稳定。公司实控人 2006 年即在美国开展小家电和电子产品贸易业务，拥有多年丰富的小家电零售领域经验，与终端市场更近的距离也提升了实控人在消费者偏好、需求等洞察的经验，这也是公司近年爆款频出、引领需求的原因之一。

图 3: 公司股权架构稳定



资料来源: 公司招股说明书、国信证券经济研究所整理

1.3 业绩表现: 三品牌驱动发展, 海外“宅经济”助增业绩爆发

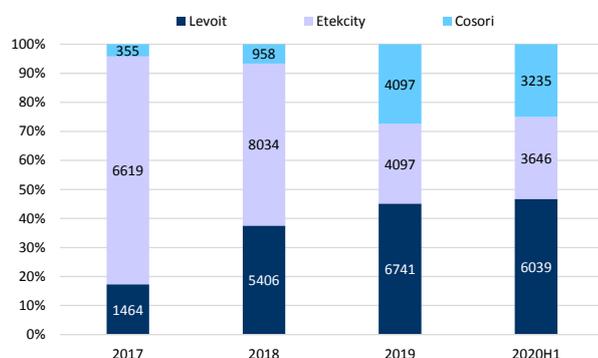
收入利润保持亮眼增长。2017-2019 年公司营业收入由 8521 万美元增至 1.72 亿美元, 最大的北美市场的营收占比维持在 80%以上, 而 2020H1 收入受海外小家电线上需求提升拉动, 同比增长 72%至 1.3 亿美元。分品牌来看, 相比于 2018 年以前公司营收由 Etekcitiy 来驱动, 2020H1 的增长很大部分来源于主攻家居环境电器且毛利率较高的 Levoit, 占比达到 46.74%, 而经营厨房小家电类产品的 Cosori 在 2018 年之后也经历了很大幅度的营收增长, 目前营收占比和 Etekcitiy 较为接近。

图 4: 公司收入保持高速增长



资料来源: Vesync 招股说明书, 国信证券经济研究所整理

图 5: Levoit、Cosori 贡献逐步加大 (单位: 万美元)

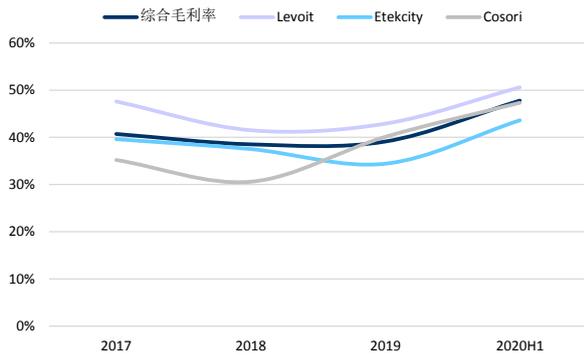


资料来源: Vesync 招股说明书, 国信证券经济研究所整理

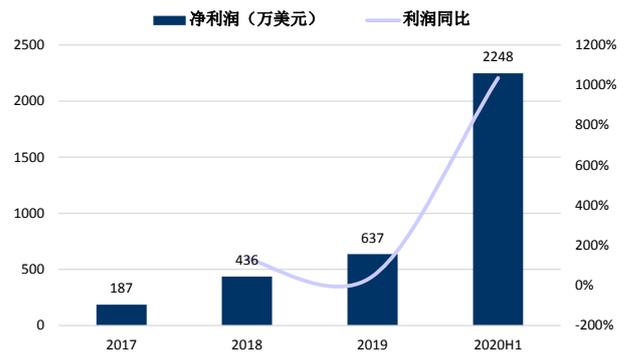
同时净利润在产品结构和销售模式双优化的背景下实现更高增速。一方面公司盈利能力更强的 Levoit 品牌和空气净化器、扫地机器人等品类的放量提升了近年的盈利能力, 另外亚马逊 Vendor Central (相当于亚马逊自营) 模式占比的提升使平均单价和成本同时下降, 也同样助增了盈利能力。公司归母净利润 2020H1 同比增长超 10 倍 2250 万美元, 2020 全年公司预计实现归母净利润同比增长 600%-900%至 3823-5735 万美元。

图 6: 各品牌毛利率逐步提升

图 7: 2020 年预计净利润大幅增长



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

分销售渠道来看，亚马逊是公司产品的最主要销售渠道，2017-2019 年营收占比达 99%以上。在 2019 年以前，公司在亚马逊的 Seller Central 计划（相当于自营旗舰店）下营收占比超过 70%，但随着公司通过 Vendor Central 计划（相当于亚马逊自营）与亚马逊的合作加深，该渠道的营收占比快速上升，目前已成为公司营收的第一大渠道。通过 Vendor Central 计划销售所得毛利率呈上升趋势主要是因为公司在该计划中销售更有盈利能力的主要产品，所销售的产品组合与 Seller Central 计划下的有差异，但两计划下的可比产品盈利能力大致相当。

表 6: 2017-2020H1 VESYNC 业绩分销售渠道拆分

	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 H1
1、亚马逊 Seller Central				
收入 (万美元)	7750.9	10236.2	8320.1	4560.0
同比 (%)		32.1	-18.7	4.3
毛利率 (%)	41.0	37.3	34.7	42.0
占比 (%)	91.0	70.7	48.4	35.3
2、亚马逊 Vendor Central				
收入 (万美元)	717.3	4140.0	8728.4	7912.5
同比 (%)		477.2	110.8	156.3
毛利率 (%)	38.3	41.6	43.6	50.8
占比 (%)	8.4	28.6	50.8	61.2
3、其他				
收入 (万美元)	52.8	99.6	143.4	452.9
同比 (%)		88.6	44.0	600.0
毛利率 (%)	27.1	38.7	25.7	52.9
占比 (%)	0.6	0.7	0.8	3.5

资料来源: Vesync 招股说明书, 国信证券经济研究所整理

注: 其他包括连锁零售商、其他电子商务交易市场及 vesync 的在线购物网站

2、海外小家电线上仍存空间，出口跨境电商景气正高，格局有望加速优化

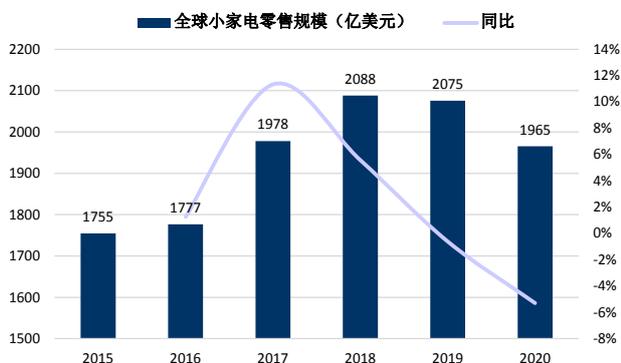
2.1 欧美小家电仍存增长韧性，线上渗透有望加速提升

2.1.1 消费趋势：海外小家电市场持续增长，美国凭借需求韧性仍保持稳健增长

根据 Euromonitor 的数据，全球小家电市场规模由 2015 年的 1755 亿美元增加至 2020 年的 1965 亿美元，复合年增长率为 2.3%。其中北美和西欧小家电占据三成以上市场，其中北美市场复合增速超全球水平 0.9pct，五年 CAGR 达

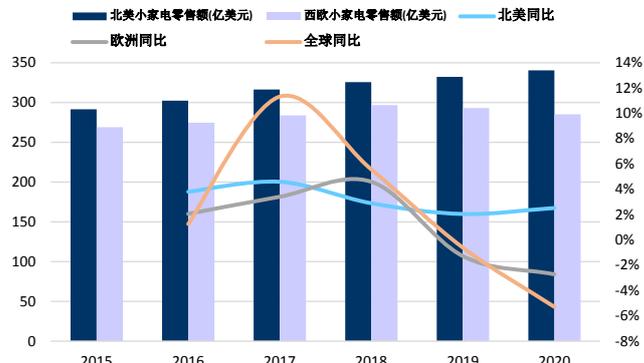
3.2%，而欧洲则保持 1.2% 相对温和的复合增速。

图 8: 全球小家电市场 2020 年受疫情影响下滑近 5%



资料来源: Euromonitor, 国信证券经济研究所整理

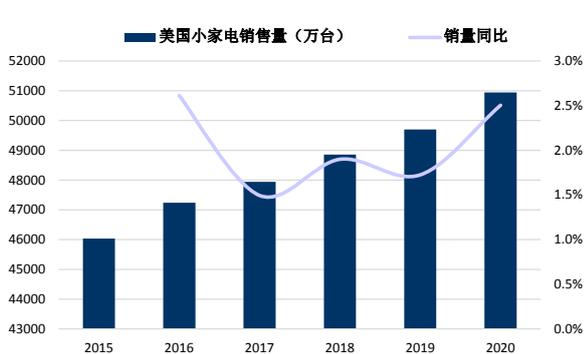
图 9: 北美和西欧小家电规模中略有增长



资料来源: Euromonitor, 国信证券经济研究所整理

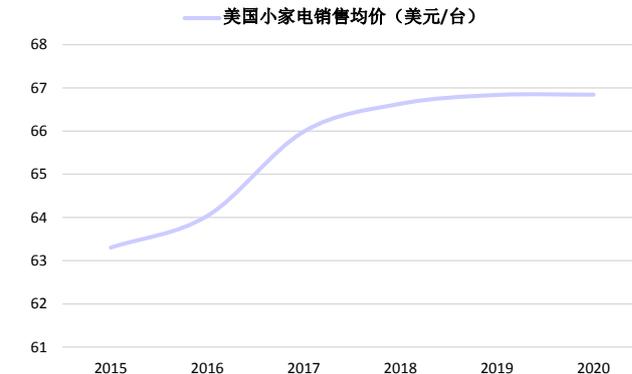
美国: 规模次位, 高基数下仍保持稳健增速。美国小家电市场近 6 年维持稳定增长, 由 2015 年的 271.5 亿美元增加至 2020 年的 318.8 亿美元, 五年 CAGR 为 3.26%。从量价的驱动拆分来看, 早年量价齐升, 近年量增价稳。零售量近五年保持 2-3% 的温和增长, 同时受品类结构、线上占比提升等影响, 均价整体提高后趋稳, 整体仍呈现了量价共同贡献市场增量的特点。

图 10: 美国小家电市场零售量保持温和增长



资料来源: Euromonitor, 国信证券经济研究所整理

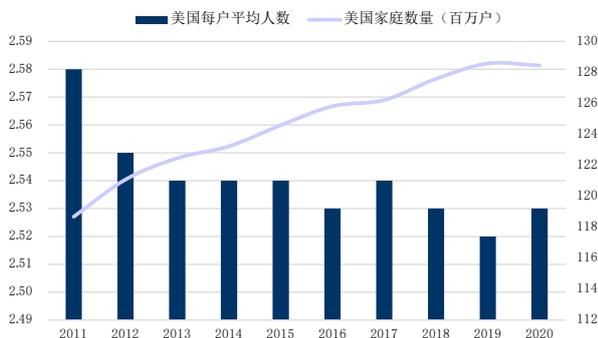
图 11: 美国小家电单品均价提升后维稳



资料来源: Euromonitor, 国信证券经济研究所整理

增长的内在驱动: 美国家庭规模的下降和平均住房面积的下降。近 10 年间, 美国家庭数量逐年上升, 但每户家庭平均人数却在波动中逐年下降; 同时 2011-2018 年间美国待售新单户住宅平均建筑面积经历了先上升后下降的过程, 近 5 年平均建筑面积处于下降趋势中。**逐步减小的家庭单位为功能更多元、便捷性更高的小家电提供了更为坚实的需求支撑。**

图 12: 美国家庭规模不断缩小



资料来源: Statista, 国信证券经济研究所整理

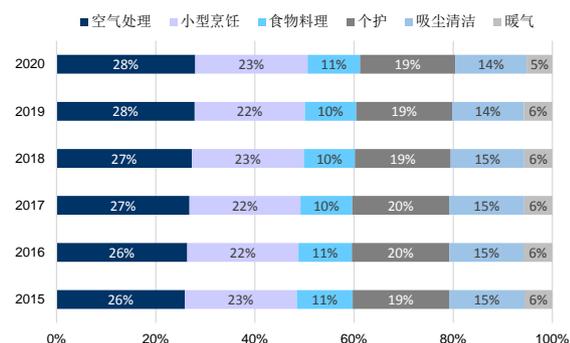
图 13: 美国待售新单户住宅平均建筑面积近年持续降低



资料来源: Statista, 国信证券经济研究所整理

细分各品类表现出较强的刚需特点。我们根据 Euromonitor 的分类将小家电细分为七个细项（空气处理、食物料理、暖气、熨烫、个护、烹饪和清洁类），各品类占比相对稳定，空气处理和厨房小家电占比最高。同时从零售额增速来看，大品类基本都维持了相对较强的需求韧性，因此增长同样来自于量价的双重驱动。

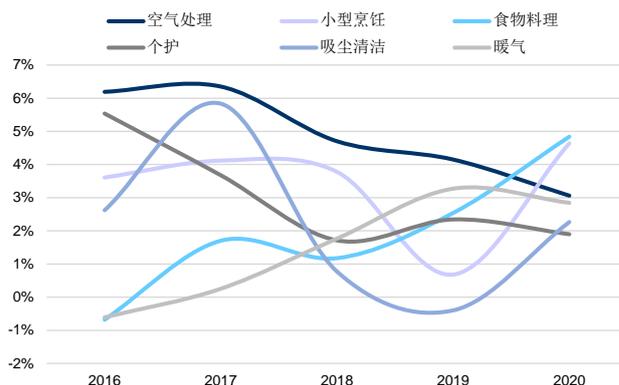
图 14: 美国小家电各品类零售额规模占比



资料来源: Euromonitor, 国信证券经济研究所整理

注: 由于熨烫类占比较小且更易受扰动因此增速未包含熨烫品类

图 15: 美国小家电各品类零售额同比变化



资料来源: Euromonitor, 国信证券经济研究所整理

注: 由于熨烫类占比较小且更易受扰动因此增速未包含熨烫品类

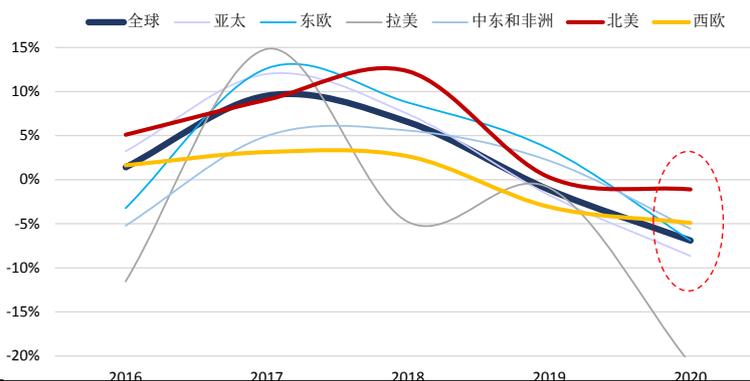
2.1.2 疫情的影响: 需求有韧性, 推动线上渠道爆发

进一步聚焦 2020 年的疫情影响, 在整体下滑的大背景下, 我们认为:

(1) 北美和西欧的家电消费仍展现出较强的韧性

北美 2020 年家电消费量同比增长 2.2% 至 6.3 亿台, 消费额同比略降 1.1% 至 976 亿美元; 西欧的家电消费量同比减少 3.5% 至 4.1 亿台, 消费额同比减少 4.9% 至 723 亿美元, 在高基数下, 其增速/降幅仍然优于全球以及部分新兴市场的情况, 而历史上拥有较高增速的新兴经济区域则在疫情冲击下需求还是受到不同程度的影响。

图 16: 全球家电消费额增速下滑, 发达市场增速仍占优势



资料来源: Euromonitor, 国信证券经济研究所整理

(2) 美国线上占比激增，欧洲线上转移强度有限

2015 至 2020 年，北美市场和欧洲市场的线上小家电销量占比都呈现上升趋势。而 2020 年疫情进一步加速欧美国国家线上小家电销量占比陡增，其中，美国小家电线上销售量占比由 2019 年的 20.4% 提升到 2020 年的 45.5%，线下消费渠道冷清，更多的消费者被分流到线上消费渠道。

图 17: 2020 北美小家电线上销售量占比激增



资料来源: Euromonitor, 国信证券经济研究所整理

图 18: 2015-2020 欧洲小家电线上销售量占比变化趋势



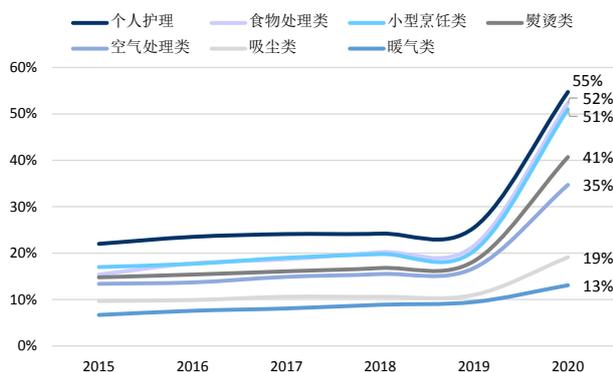
资料来源: Euromonitor, 国信证券经济研究所整理

(3) 美国多数品类转移线上，西欧的线上转移则相对温和

美国的厨房和起居场景的线上转移最为明显。小家电市场中个人护理类线上销量占比最高，达到 54.7%，其次是食物处理类和小型烹饪类的厨房小家电，线上销量占比分别为 52.3% 和 51.0%。而吸尘器和暖气类的线上转移强度则相对有限。但整体来看，美国足够充分的线上转移和需求韧性相辅相成，进一步对冲了疫情的负面影响。

西欧的线上转移强度并不明显。西欧各品类的线上渠道占比均未出现明显上升，仅在原先线上稳增的基础上有所加速。与美国和全球进行对比，西欧的线上转移对疫情影响的对冲强度有限，导致整体增速下滑，但原本相对较强的经济基础仍使 2020 年表现优于全球平均水平。

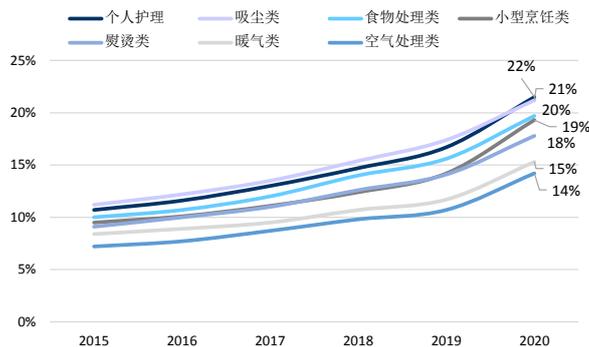
图 19: 美国小家电中 2020 大部分品类线上占比大增



资料来源: Euromonitor, 国信证券经济研究所整理

注: 由于单价波动对渠道偏好造成一定影响, 此处采用销售量件数而非销售额

图 20: 西欧各品类并未在疫情影响下向线上大幅转移



资料来源: Euromonitor, 国信证券经济研究所整理

注: 由于单价波动对渠道偏好造成一定影响, 此处采用销售量件数而非销售额

因此总结来看, 欧美市场在疫情期间的特点在于(1)多数产品需求韧性强;(2)美国线上渠道对需求的承载能力大于欧洲。因此对于后续疫情的影响我们也从需求和其实现的渠道两个角度来推演:

首先, 2020 疫情影响下厨房和起居场景的品类确实出现了明显增长, 但从历史增速来看, 美国近五年需求端稳增的背后力量仍是家庭结构的小型化和生活便利化带来的消费升级, 因此我们预计美国小家电的总需求并不存在疫情下过度透支或抑制, 2021 年仍有望保持相对稳健的增长; 而欧洲的总需求在疫情恢复后叠加疫情期间累计的需求延后, 仍有望实现增速的优化。

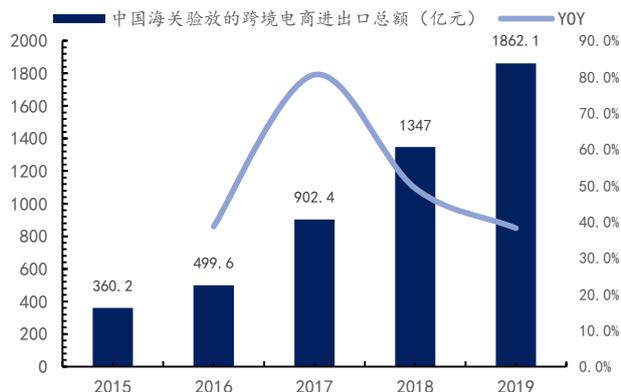
渠道结构方面, 美国多数品类线上占比在疫情后仍会回落, 但吸尘和暖气回落幅度预计有限。同时疫情助推下线上消费习惯一定程度被养成, 线上渗透率有望较历史年度加速。而欧洲由于 2020 年线上转移强度并不高, 因此预计疫情恢复后仍保持又有趋势稳健提升。

2.2 出口跨境电商供需强支撑, 格局持续优化

2.2.1 国内电商出海优势仍延续

我国跨境电商近年来保持蓬勃发展的态势, 根据海关总署的数据, 我国海关验放的跨境电商进出口总额从 2015 年的 360.2 亿元增长到 2019 年的 1862.1 亿元, 年均增速为 50.8%。我国跨境电商以出口为主, 零售出口规模近年来在快速增长, 跨境电商出口总额从 2017 年的 336.5 亿元增长到 2019 年的 944 亿元, 年均增速为 60.5%, 且 2017-2019 三年中出口增速不断提升, 发展势头强劲。

图 21: 2015-2019 中国跨境电商进出口总额及增长率



资料来源: 海关总署, 国信证券经济研究所整理

图 22: 2017-2019 中国跨境电商零售出口总额及增速



资料来源: 海关总署, 国信证券经济研究所整理

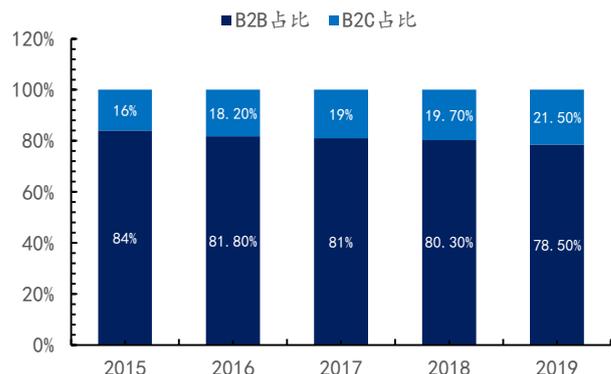
跨境出口电商的运营模式可分为 B2B 和 B2C 两种。近年来我国跨境出口电商 B2C 交易规模逐年上升, 在 2019 年达到 1.7 万亿元, 但目前我国跨境出口电商交易仍以 B2B 模式为主, B2C 模式占比在 20%左右。

图 23: 2015-2019 跨境出口电商 B2C 交易规模



资料来源: 网经社, 国信证券经济研究所整理

图 24: 2015-2019 跨境出口电商交易规模占比



资料来源: 网经社, 国信证券经济研究所整理

跨境电商贸易产业链上的环节主要包括生产、物流、通关和支付, 国内完整成熟的跨境电商产业链为企业出海、推动国内制造业转型升级提供了有力支持, 帮助企业降低成本、提升效率。在跨境电商服务体系方面, 物流类、金融支付类企业众多, 且近年来加快海外布局和业务拓展。

图 25: 2020 年阿里巴巴国际站年报



资料来源: 阿里巴巴国际站, 国信证券经济研究所整理

图 26: 2019 年中国跨境电商产业链图谱



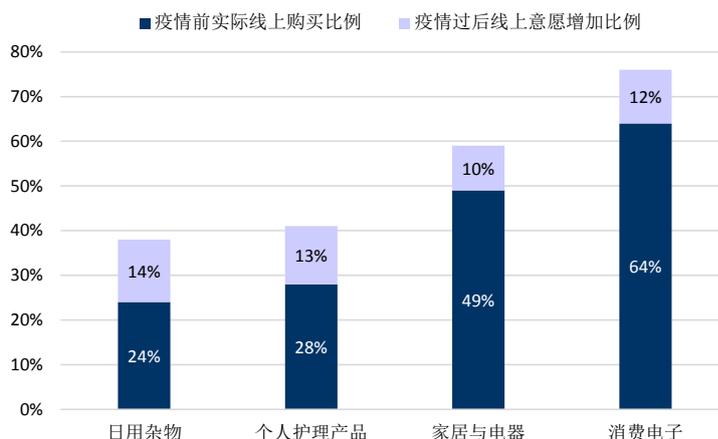
资料来源: 网经社, 国信证券经济研究所整理

跨境电商获系列政策支持, 区域贸易协定进一步保驾护航。作为外贸新业态的跨境出口电商, 自 2013 年以来获得了中央和地方层面在行业指导、综试区、通关、支付、税收和仓储等方面的政策支持。同时 2020 年 11 月 15 日, 东盟十国及中、日、韩、澳、新西兰等 15 个亚太国家正式签署《区域全面经济伙伴关系协定》(RCEP), 在 RECP 框架下, 各成员国之间 90% 的货物贸易随协议生效立即降为零关税、十年内降为零关税为主, 关税的减免会降低出口产品生产和流通等环节的成本, 进一步巩固我国供应链优势。此外, 在协定的区域内, 贸易规则会更统一和规范, 可以大大降低跨境出口电商的经营风险和不确定性。

2.2.3 需求端: 消费习惯线上化加速

尽管 2021 年美国小家电的线上占比在 2020 年激增后有回落预期, 但疫情带来的线上消费习惯的改变有望加速线上渠道渗透率的历史增长。根据麦肯锡的《新冠病毒危机期间美国消费者情绪调研报告》的调研, 美国消费者对于疫情后从线上渠道购买家居和电器的比例比疫情前有望增加 10pct+。

图 27: 美国疫情后的居家类线上消费预期比例仍大幅提升



资料来源: 麦肯锡:《新冠病毒危机期间美国消费者情绪调研报告》, 国信证券经济研究所整理

若以此为基础, 若 2021 年美国小家电的线上渗透率整体回落至 30%, 且线上渗透率较此前增速更快至每年+2.5pct, 叠加小家电整体仍维持 3% 的稳健增速, 则预计 2021-2025 年北美小家电线上销售额实现 11% 的复合增速至 158 亿美元。

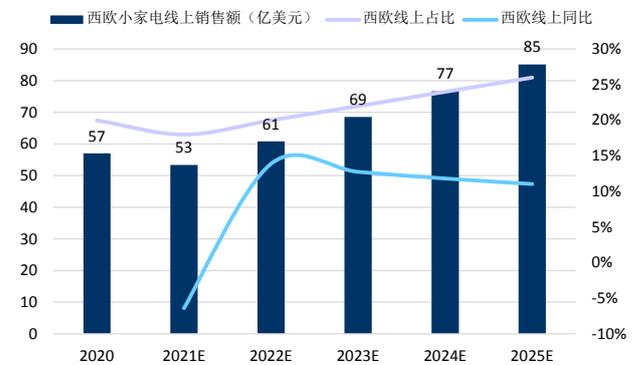
西欧由于 2020 年线上渗透率仅提升 5pct,若预计 2021 年西欧总需求有所恢复,而线上渗透率同样加速至每年+2pct,则预计西欧 2021-2025 线上销售额实现 12%的复合增速至 85 亿美元。

图 28: 北美小家电线上销售额有望实现 11%复合增速



资料来源: Vesync 招股说明书, 国信证券经济研究所整理

图 29: 西欧小家电线上销售额有望实现 12%复合增速

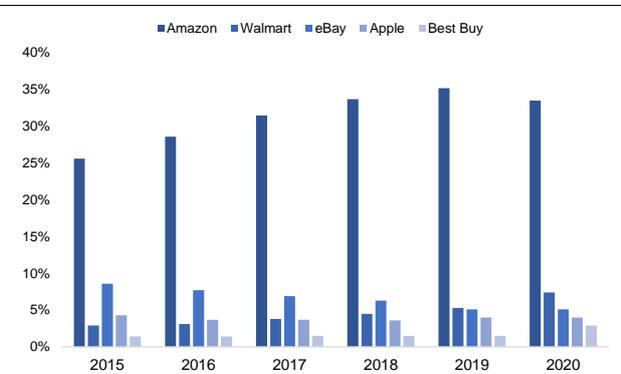


资料来源: Vesync 招股说明书, 国信证券经济研究所整理

2.2.3 供给端: 亚马逊仍是主要平台, 美国亚马逊卖家格局望迎边际优化

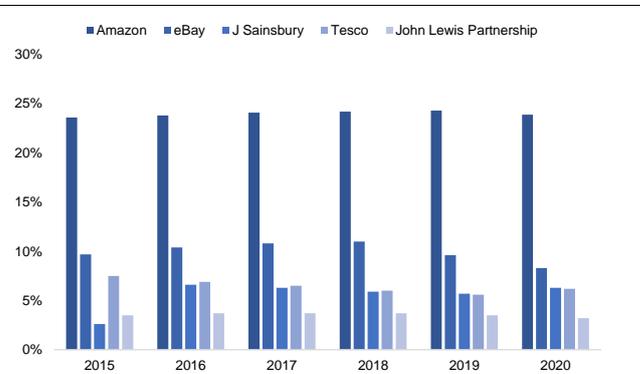
根据 Euromonitor 的数据,截至 2020 年,美国电商市场上按销售额排名的前五平台分别为: 亚马逊、沃尔玛、eBay、苹果和 Best Buy, 其中排名第一的亚马逊占比 33.5%, 占比超过了其他四个平台占比之和。而在其他主要国家中,亚马逊的马太效应也逐年凸显,与之竞争的是 eBay 或者该国本土的电商平台,但销售规模占比远远不及亚马逊。对于出口电商来说,亚马逊依然是出口电商的首选。

图 30: 2015-2020 美国电商市场前五大平台销售额占比



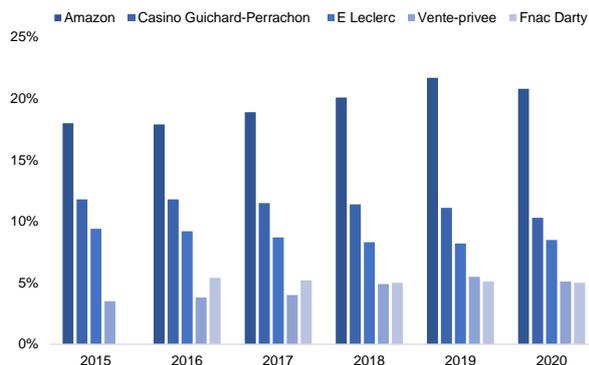
资料来源: Euromonitor, 国信证券经济研究所整理

图 31: 2015-2020 英国电商市场前五大平台销售额占比



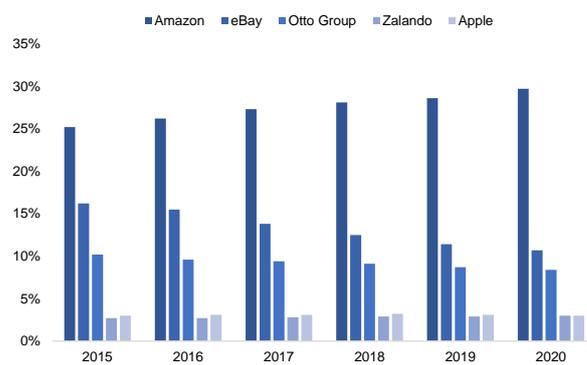
资料来源: Euromonitor, 国信证券经济研究所整理

图 32: 2015-2020 法国电商市场前五大平台销售额占比



资料来源: Euromonitor, 国信证券经济研究所整理

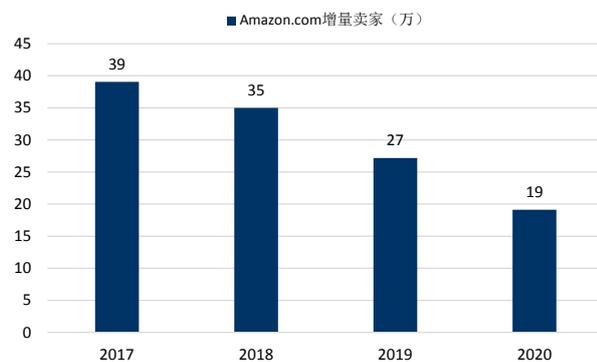
图 33: 2015-2020 德国电商市场前五大平台销售额占比



资料来源: Euromonitor, 国信证券经济研究所整理

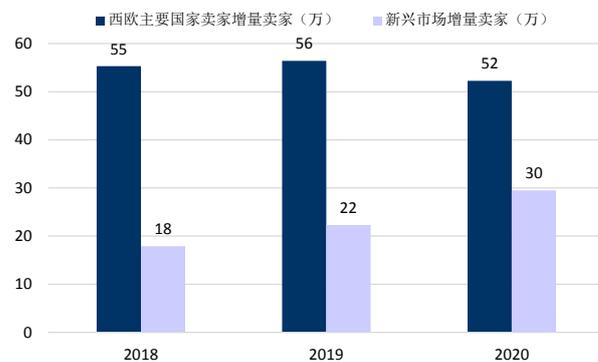
北美亚马逊的卖家数量增幅减缓, 出清态势初步展现。随着美国站竞争日趋激烈, 卖家向新兴市场转移趋势明显, 美国站平台卖家的增量近三年持续下降, 平台卖家已经逐步展现出出清的态势。

图 34: 美国站新增卖家数量大幅减少



资料来源: Amazon, 国信证券经济研究所整理

图 35: 西欧卖家增量稳中略降, 新兴市场增量卖家提速



资料来源: Amazon, 国信证券经济研究所整理

注: 新兴市场主要包括: 印度、巴西、新加坡、阿联酋

跨境电商发展数年以来, 不变的是国内的高效低成本的供给支撑和海外的韧性需求延续, 而疫情对线上消费习惯的催化和发达市场的玩家出清则有望成为未来的重要趋势。在这一过程中, 细分领域龙头经年积累的运营、渠道和品牌等优势逐步稳固, 有望成为出清阶段的重要综合壁垒, 进而助力市占率的进一步提升。

3、海外洞察+中国制造优势+精细本土化运营打造综合壁垒

作为一个初创品牌, 如何能在发展已经较为成熟的海外市场占据一席之地? 我们认为优良的产品是公司切入市场的敲门砖, 本土化精细运营是公司长期发展的关键。公司依托国内强大的生产制造能力, 叠加本土化的需求感知和外观设计, 能对产品进行快速迭代升级, 在产品端积累了较为领先的优势。在营销服务上, 公司依托本土化的运营团队, 在渠道运营和销售表现上都较为优异, 为公司积累了良好的品牌形象。中美两国的优势结合是公司强大竞争力的基石, 将为公司未来的长期发展打下良好的基础。

3.1 产品设计本土化+制造中国化，创新解决用户痛点

选品注重品牌调性，设计着眼于解决用户痛点，中美两国团队通力协作打造优异产品：

(1) 精选品塑造品牌形象

公司旗下共有三大品牌，品牌风格和特征鲜明，公司在选择新品时会针对性地选择开发与品牌调性相符的品类，通过形成系列产品来充实品牌在品类上的存在感，以产品打造品牌，从而强化消费者的品牌认知，塑造专业专注的品牌形象。公司不同于早期出海电商所采取“广撒网”式的野蛮生长型品牌构建策略，3个主打品牌深耕细作，每个品牌包含的产品品类都较为精简，主要品牌 levoit 只有空气净化器和加湿器两个主推品类，但爆款产品不断涌现。如推出于 2017 年 Levoit 的智能空气净化器和推出于 2019 年 Cosori 旗下的智能空气炸锅，在亚马逊上成为遥遥领先的爆款产品，于对应类别的销售额排名分别为第一和第二。

图 36：产品成系列出现塑造品牌鲜明形象



资料来源：Levoit 官网，国信证券经济研究所整理

(2) 公司高层具备美国本土需求洞察视野，重视用户需求痛点发掘

多年的美国求学与工作经历是创始人需求洞察的重要基础。创始人亲身对美国小家电产品的使用便捷程度、产品功能等深入体验和对比，造就了品牌对需求痛点的感知力和解决需求的落地执行力。同时公司的销售及营销团队会专门对消费者进行市场调研，关注用户对于产品使用的反馈，从而获得消费者对于产品的需求情况，为设计开发团队提供用户数据支撑，保证产品能够满足用户需求，迎合市场趋势。

图 37: Levoit 官网上的反馈系统

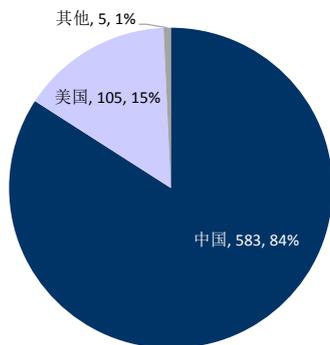


资料来源: Levoit 官网, 国信证券经济研究所整理

(3) 产品设计融合中美所长

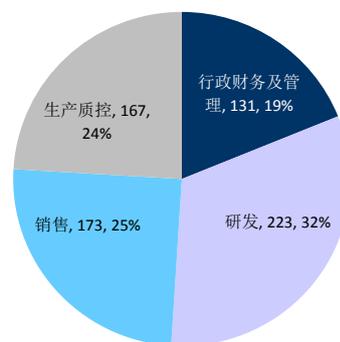
公司在产品研发上设立“双核心”的团队结构,在美国和中国都有产品设计开发团队,分别负责不同的职能。其中本土化的美国团队由于更加了解当地的文化习惯,因而专注于基于用户体验、用户偏好、市场洞察及客户反馈的美学、创新及工业设计;中国设计开发团队则对技术研发更加擅长,专注于机械、软件及硬件设计,让产品落地。设计开发过程中,两国团队通过进行频繁的交流 and 修正,兼顾双方的任务,既满足产品的功能和外观,又保证其可行性。这样使得两个团队发挥出各自的优势,实现高效协同,研发出符合美国消费者口味的中国造小家电。

图 38: 公司美国团队人员占比达 15%(截至 2020 年 10 月)



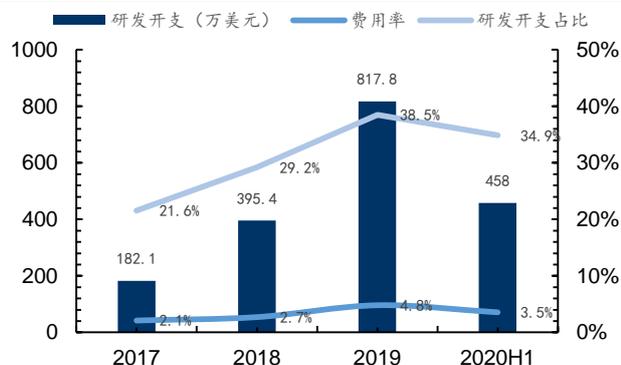
资料来源: Vesync 招股说明书, 国信证券经济研究所整理

图 39: Vesync 员工构成



资料来源: Vesync 招股说明书, 国信证券经济研究所整理

图 40: Vesync 的研发投入情况



资料来源: Vesync 招股说明书, 国信证券经济研究所整理

由于小家电产品生命周期相对较短、更新换代更快,高效柔性的供应链是小家

电企业持续增长的核心。公司依托国内代工的模式，推新节奏较快，每个品类多 SKU 保证覆盖更广泛的人群。公司采取轻资产运营的策略，大部分产品都委托给国内厂商生产，自身只负责产品研发设计和销售。这使得公司摆脱了重资产的建设负担，得以快速推进新产品的研发生产。

2017-2019 年公司分别推出 18、25、41 款新产品，2020H1 也推出 25 款新产品，且接下来计划于 2021-2023 年每年分别开发覆盖新品类以及现有产品新系列约 80、95 和 120 种，预期每年生产线可以平均拥有 100 种新产品，产品推新速度不亚于国内小家电企业。推新速度快叠加公司精品品类的策略，使得公司每个品类的 SKU 都相对较多，也使得产品能够覆盖更广泛的消费人群。

图 41: Cosori 空气炸锅有多达 14 个 SKU

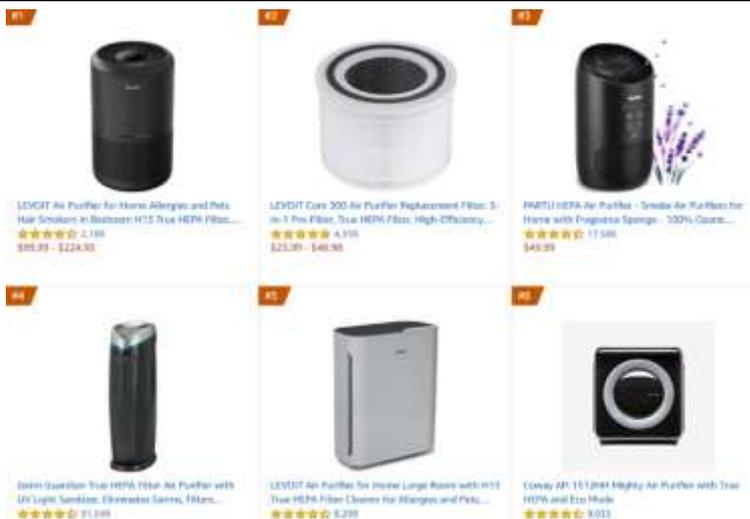


资料来源: Cosori 官网, 公司招股说明书, 国信证券经济研究所整理

生产端注重质量控制，建立对供应链的管控机制。公司在选择分包商时采用各种评价及评估标准，包括行业经验及往绩记录、专业知识、产品质量及质量控制有效性、价格、财务状况、生产能力以及满足公司的交货时间的能力。此外，Vesync 的所有分包商都会要进行年度评估，包括对生产成本及产品交付时间的评估。截止 2020 年 10 月，公司已建立起拥有 70 人的质量控制及保证团队，能对各供应商进行良好的监控，保证优良的产品质量。

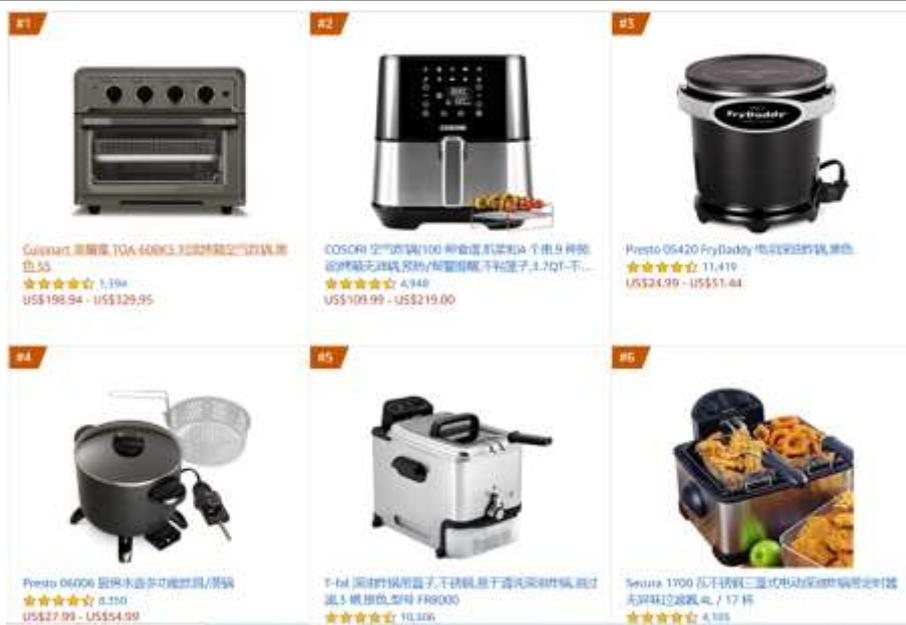
得益于产品的优良表现，公司产品的销量和评价都较为优异。如 Levoit 共有三款空气净化器及配件位列亚马逊空气净化器畅销榜前五，分别占据第一、第二和第五的位置，Cosori 的空气炸锅位列亚马逊畅销榜第六，这些产品的评分都在 4.7 分（满分 5 分）以上，高于大部分相同排名的产品。

图 42: Levoit 的三款空气净化器位列亚马逊空气净化器畅销榜前五



资料来源：亚马逊官网，国信证券经济研究所整理

图 43: Cosori 的空气炸锅位列亚马逊深油炸锅畅销榜第二



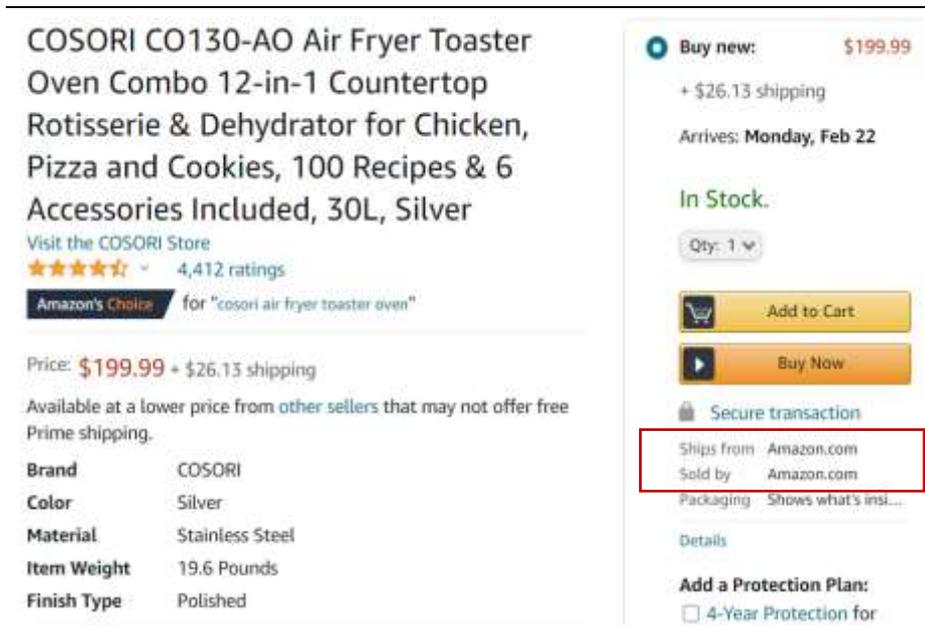
资料来源：亚马逊官网，国信证券经济研究所整理

3.2 亚马逊渠道地位稳固，新渠道开拓稳步推进

公司与亚马逊建立起良好的合作关系，并通过 Vendor Central 计划的认证，得到亚马逊的认可。许多出海电商品牌在创立之初都是通过亚马逊进入海外市场，亚马逊可为品牌提供关键词搜索、推荐排名等营销支持。Vesync 已经与亚马逊维持了 9 年的稳定业务关系，并于 2017 年在亚马逊的邀请下加入 Vendor Central 计划，公司作为供应商直接向亚马逊销售产品，之后由亚马逊作为零售商向客户出售产品并处理后续服务。公司的产品可享受该计划独有的营销活动，有利于提升产品的曝光率和知名度；同时，公司产品将在亚马逊平台上标明“由亚马逊销售并配送”，意味着产品由亚马逊提供物流运输和售后保障体系，不仅可以将物流成本和运输风险转移至亚马逊平台，更能增强客户对公司产品质量

的信心。

图 44: 公司 Cosori 系列产品在亚马逊 vendor central 计划下销售



资料来源：亚马逊，国信证券经济研究所整理

公司在亚马逊上具有丰富的运营经验，先发优势明显。公司在亚马逊平台深耕近 10 年，一方面享受了亚马逊平台流量爆发的红利，另一方面在多年的运营中，公司亦慢慢摸索出电商平台运营的规则，包括图片拍摄、商品命名、排名权重因素等都为公司未来的产品推广打下了良好的基础，有利于维护和巩固公司在线上的领先优势。

在新渠道的开拓上，由于具有本土化的美国团队和在亚马逊电商平台上的优异表现，公司开拓新渠道事半功倍。公司在前期并没有急于开拓其他渠道，而是通过对亚马逊渠道的精细化运营树立起品牌形象，2020 年起公司以亚马逊的优异表现为基数逐步扩展新的渠道。截至 2020H1，其他渠道营收占比达到 3.5%，较之前年份实现突破。中长期来看，不断拓展和完善渠道结构会帮助公司提升营收规模，带来更大的增量。

图 45: 公司 Leviot 品牌产品已在多个零售商出售



资料来源：Leviot 官网，国信证券经济研究所整理

3.3 售后服务人性化，多维度营销引流

公司的售后服务广受好评，源自于先进的售后理念。与很多美国公司选择把售后服务等外包不同，公司注重售后服务环节，所有产品默认保修期一年，消费

者还可以通过登记而获得额外保修期。同时本土化的销售服务团队使售后服务的体验优于通常的外包做法，从而有助于提升现有购买者的留存和复购意愿。

在品牌推广运营上，公司采取了多元化的引流策略。公司各品牌拥有各自独立的网站，客户可通过该网站浏览品牌旗下所售产品的图片及介绍。公司还会在品牌网站上发布活动或推广活动，以此带来额外的曝光率并提升品牌知名度。例如，Cosori 品牌网站分享烹饪食谱，有助于吸引更多网站用户流量、向用户展示如何透过 Vesync 的厨房电器获得便捷的烹饪经验。此外，公司还在 Youtube、Facebook、Twitter 上拥有社交媒体账号，以便推广产品并增加与用户的互动。

图 46: 公司在 Facebook 的主页



资料来源: Facebook, 国信证券经济研究所整理

3.4 综合竞争壁垒为成长之路奠基

公司的竞争壁垒胜在综合。除了亚马逊小家电卖家这类传统的竞争对手外，从更广义的角度来看，上游和潜在进入者同样是市场曾担忧的两大冲击，但我们认为，高增长下公司规模的提升有望提升公司对上游的议价能力，而公司在设计生产-售后的全流程深耕对潜在进入者树立了更高的壁垒。

上游: 公司上游供应商主要为分包制造和原材料供应商，整体依赖程度保持稳定，前五供应商占比近年维持在约 50%的水平，合作关系普遍超过 2 年，其中头部品类空气净化器的供应商采购逐年分散化，这也是规模扩大后对单一供应商的依赖度降低的体现之一。

表 7: 主打品类空气净化器的供应商逐年分散化

年份	空气净化器供应商	合作年限 (截至 2020H1)	采购金额 (万美元)	采购金额占总采购金额比例
2017	供应商 B	3	452	11%
	合计	-	452	11%
2018	供应商 B	3	1022	17%
	合计	-	1880	31%
2019	供应商 B	3	695	8%
	合计	-	1285	15%
2020H1	供应商 K	1.5	815	14%
	合计	-	1285	15%

合计 - 1651 28%

资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

潜在进入者：行业的潜在进入者主要包含国内的小家电 ODM 商以、跨境出口的其他品类品牌和海外的线下转线上的小家电品牌。而公司的竞争壁垒在于综合能力和资源的累积。由于出口电商主要依赖亚马逊，而亚马逊对于入驻品牌的排名机制需要大量时间进行摸索与累积，而机制背后则需要品牌在供应链、站内运营、售后服务等多维度有完善的布局和保障，而新进入者和其他赛道的潜在进入者往往仅在部分环节存在优势，而扩充其他环节的能力所需的追赶时间和风险则成为潜在进入者的桎梏。

而海外小家电品牌由于拥有牢固线下基础带来的稳定流量，在需求反馈、线上转型等方面效率仍次于拥有线上基因的企业，同时考虑到亚马逊一视同仁的排名规则，线下品牌转线上依然存在一定程度上的时间后发劣势。

表 8：行业潜在竞争对手优劣势

潜在进入者	优势环节	竞争劣势
国内小家电 ODM 商	• 低成本生产	• 平台运营能力
其他品类跨境出口电商	• 平台运营能力	• 终端需求洞察与快反能力
海外线下品牌	• 品牌效应	• 扩品类的供应链布局
	• 品牌效应	• 平台运营能力
		• 生产成本
		• 终端需求快反能力

资料来源：各公司公告，国信证券经济研究所整理

3.5 前瞻布局智能家电打开成长空间

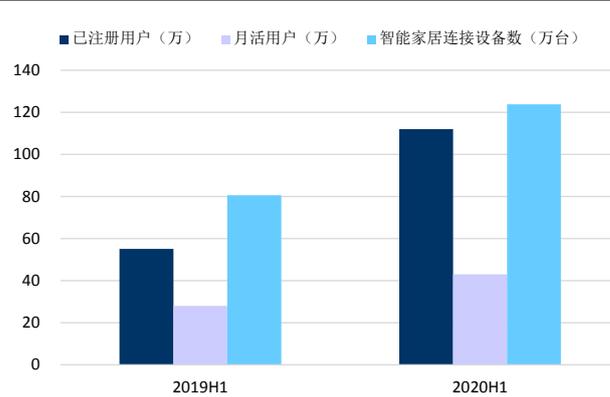
公司早在 2015 年即开发了智能家居 VeSync APP，2020 年 IPO 募集资金中约 3.3 亿港元进一步用于 VeSync APP 的升级和平台打造。截至 2020H1 末公司 APP 已拥有 120 万台激活设备，注册/月活用户分别达到 112 万和 43 万。APP 目前可以适配安卓和 iOS 平台，同时与 Amazon Alexa 或 Google Assistant 兼容，实现大部分智能家居的配对、语音控制等。

图 47：VeSync APP 能够实现设备远程控制和监控



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图 48：VeSync APP 用户和连接设备数实现高增



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

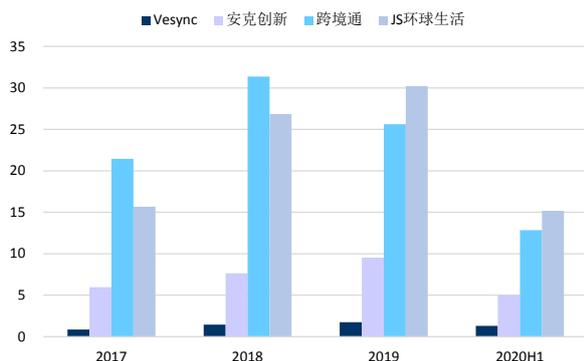
软件平台赋能产品，形成软硬件相互拉动的正向循环。VeSync APP 的广泛适配性使公司的流量获取和产品销售形成了更好的闭环，一方面单件产品的销售有望成为线下流量接入的入口，拉动 APP 的流量提升，另一方面 APP 也能够成为产品销售的拉动力量，不仅打开了未来增长的天花板，也进一步形成了对其他单纯的小家电零售商的差异化竞争优势。

4、财务表现

4.1 收入亮眼高增速，环境和厨房类小家电拉动增长

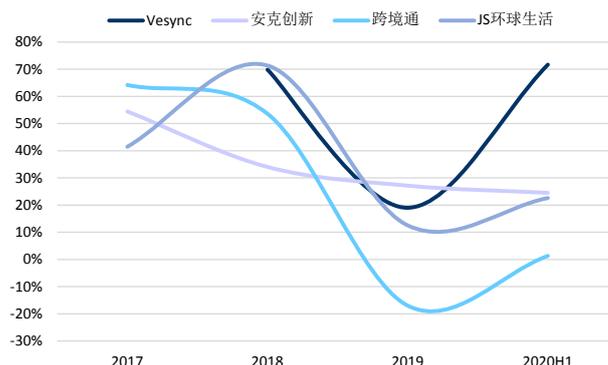
近年收入高增速，整体体量尚小。公司收入体量尽管在跨境出口上市公司中较小，但凭借产品组合的不断丰富，近年收入增速仍保持亮眼的高速增长，灵活调整、迅速把握市场并将需求落地的能力助公司的增长能够更高效的享受行业增长红利。

图 49: Vesync 收入体量仍处于较小水平 (单位: 亿美元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

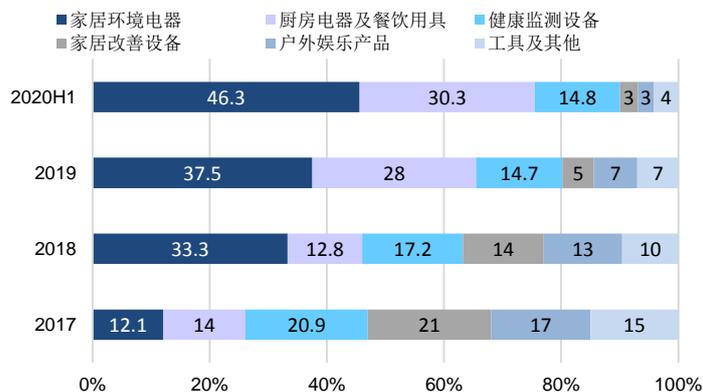
图 50: Vesync 保持较高的收入增速



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

分产品来看，家居环境电器、厨房电器及餐饮用具成为前两大营收贡献品类。它们对营收的贡献占比逐年上升，2020H1 合计贡献近 80%的营收。家居环境电器的毛利率水平是所有品类中最高的，2020H1 经历了小幅增长。

图 51: 2017-2020H1 Vesync 分产品营收占比变化 (%)

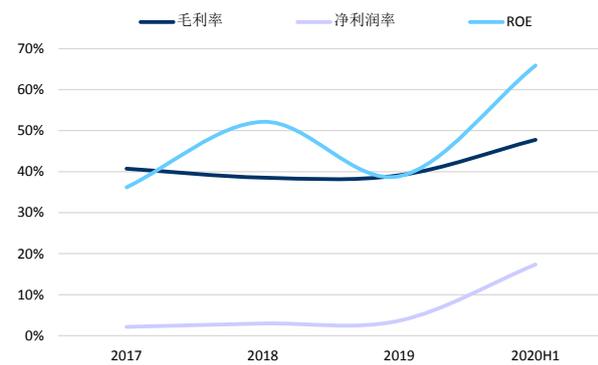


资料来源: Vesync 招股说明书, 国信证券经济研究所整理

4.2 盈利能力稳中有升

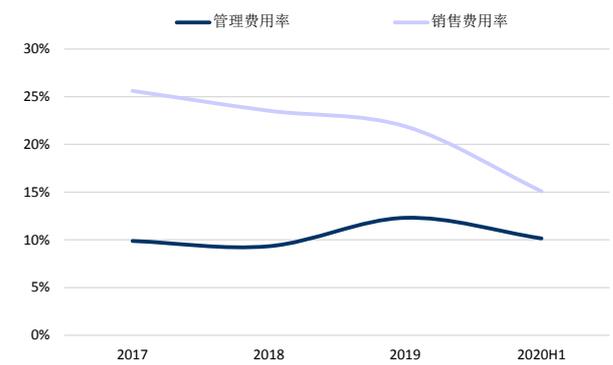
公司毛利率处于行业中等偏上水平，但净利润率受较高的销售费用投入近年有所波动。近年公司产品结构优化下毛利率结构性提升，而费用率则由于销售端相对较高的投入（以亚马逊佣金和广告推广费为主）和研发领域的投入强化整体走高。其中 2020H1 由于疫情影响销售和管理费用开支有所节省，叠加毛利率的提升，净利润率大幅提升 14pct 至 17%。

图 52: 净利润率 2020H1 大幅提升



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 53: 公司行政和销售费用率相对较高

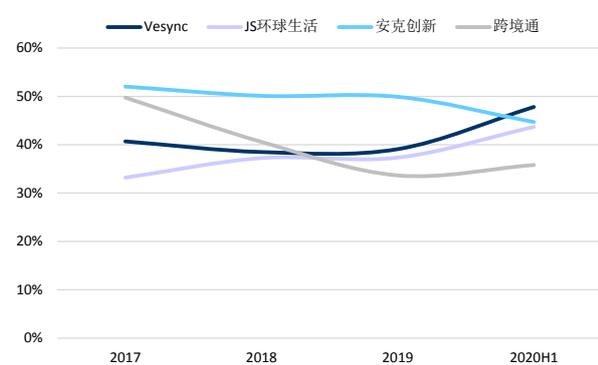


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

进一步从 ROE 角度来看, 公司相对较高的 ROE 主要是突出的周转率和相对偏高的杠杆贡献, 此次上市后尽管负债率的进一步下降对 ROE 造成短期一次性影响, 但在未来销售支出逐步回归行业水平后, 有望在净利润率回复和高周转的拉动下保持 ROE 的领先。

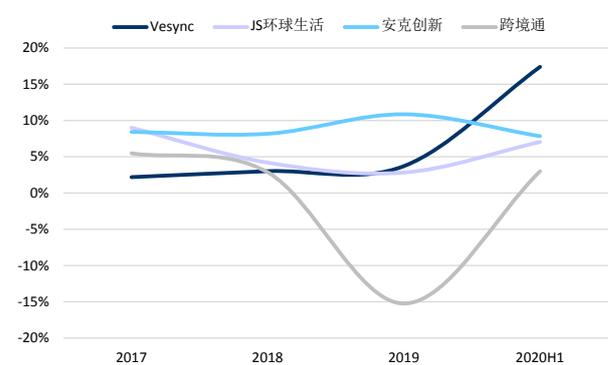
对比来看, 公司毛利率维持中等偏上水平, 净利润率仍有提升空间。公司毛利率、净利率在 2020H1 大幅上升, 超过头部可比小家电和跨境电商公司, 而高毛利率和高费用率策略下, 相对不高的净利润率相比行业领先的龙头企业仍有提升空间。

图 54: 公司毛利率稳定上升且超越可比公司



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图 55: 公司净利率稳步增长且同样超越可比公司



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

4.3 规模扩大的同时存货与周转保持稳中向好

线上销售的淡旺季较为明显, 但公司对于存货的管控能力较好, 避免了因规模上升而带来的存货周转下降。跨境电商业务天然的特殊性在于产品周转时间长, 这对企业的库存管控能力和市场敏感度都提出很高的要求。虽然销售规模逐年上升, 但公司对存货的监管较严, 通常不会就成品及原材料维持高存货水平, 平均存货周转天数保持相对稳定。公司在海外拥有仓库, 能较好地应对线上销售的季节性波动。

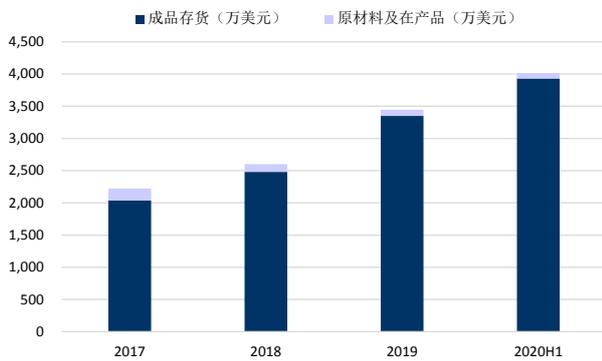
图 56: 公司产品交易流程图



资料来源: Vesync 招股说明书, 国信证券经济研究所整理

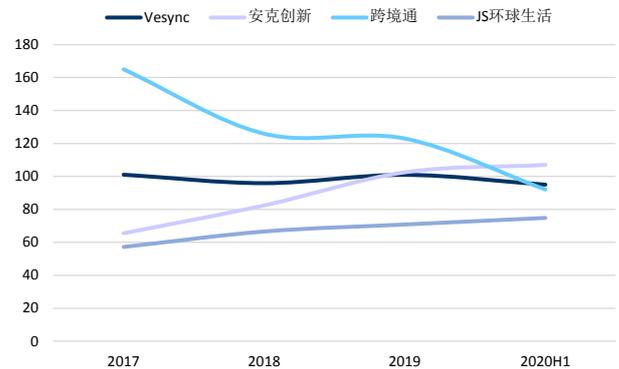
公司的存货包括原材料、在制品以及成品, 存货通常维持在至少满足 3 个月销售的水平, 但周转水平维持稳定。公司采购一般按月进行, 同时对亚马逊存货状态进行监控和状态跟进, 整体相对谨慎的存货监测管理模式下, 通常不会在成品和原材料上维持高存货水平, 平均存货周转天数保持相对稳定。

图 57: 公司存货规模稳步增长



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 58: 公司存货周转天数整体保持稳定



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

公司应付款项周转天数逐年上升, 应收款项周转天数整体保持稳定水平。在此基础上, 叠加公司收入利润水平的扩大公司 2020H1 的现金流情况明显好转, 经营性现金流量净额转正且大幅增加。

图 59: 公司应收周转天数稳定, 应付提升

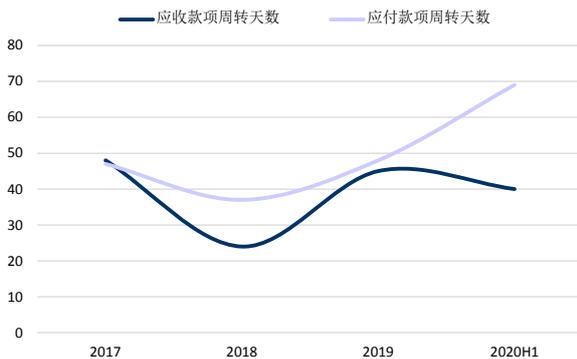


图 60: 公司经营性现金净额大幅增加



资料来源: Vesync 招股说明书、国信证券经济研究所整理

资料来源: Vesync 招股说明书、国信证券经济研究所整理

5、盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测

Levoit: 由于美国家居环境类小家电具有的刚需特性,以及疫情助推线上渠道占比相对 2019 年的加速提升。而公司线上优势稳固的背景下,一方面新品加速面市、另一方面线下逐步渗透,因此预计 2020-2022 年销量同比增长 107%、15%和 34%;价格方面尽管结算价格更低的 Vendor Central 比例提高,但随着新品的不断面市对价格形成支撑,同时考虑到现阶段 Levoit 的 VC 占比已经处于相对较高水平,边际影响下降,因此预计未来三年均价整体维稳。**综合来看 Levoit 收入 2020-2022 年同比增长 119%、12%、34%至 1.5、1.7 和 2.2 亿美元。**

盈利能力方面,随着盈利能力强的新品占比提升,叠加 VC 的占比进一步提升,履约成本有望结构性降低从而对冲原材料成本的上升,新品带来的结构性改善有望主导毛利率上行,预计 2020-2022 毛利率为 50%、51%、52%。

Cosori: 受益于疫情带来的需求提振和线上转移,叠加公司新品迅速落地,我们预计公司 2020 年厨房小家电实现高增,而 2021-2022 年在新品+消费习惯养成的支撑下增速有所回落但仍保持积极增长,加之线下渠道的逐步渗透作为增量,预计 2020-2022 年 Cosori 收入同比增长 164%、75%和 60%至 1.1、1.9 和 3.0 亿美元。盈利能力方面线上新品的结构性提升同样带来积极作用,预计 2020-2022 年毛利率由 45%逐步提升保持至 48%。

Etekcitiy: 由于公司 SC 模式占比的逐步减少,叠加新品研发重心的调整,预计 Etekcitiy 收入和毛利率整体维稳,其中 2020 年受疫情影响的部分需求有望在 2021-2022 年释放,预计 2020-2022 年收入同比下降 32%、增长 20%和 17%,毛利率约维持在 42%的水平。

因此预计公司 2020-2022 年营业收入分别为 3.0、4.2 和 6.1 亿元,分别同比增长 75%、39%、45%

表 9: 公司营业收入预测

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Levoit						
线上销量(万台)	23	87	137	284	326	428
同比		270%	58%	107%	15%	34%
均价(美元)	62	62	49	52	51	51
收入(百万美元)	14.64	54.06	67.41	147.8	166.0	222.2
同比		269%	25%	119%	12%	34%
毛利率	48%	42%	43%	50%	51%	52%
Cosori						
线上销量(台)	21	56	123	332	500	760
同比		161%	122%	169%	50%	52%
均价(美元)	17	17	33	33	38	40
收入(百万美元)	3.55	9.58	40.97	108.4	190.1	303.9
同比		170%	328%	164%	75%	60%
毛利率	35.2%	30.6%	40.1%	45%	47%	48%
Etekcitiy						
收入(百万美元)	66.19	80.34	63.44	43	52	61

同比		21%	-21%	-32%	20%	17%
毛利率	40%	38%	34%	42%	42%	42%
合计						
营业总收入(百万美元)	85	145	172	301	418	607
同比		70%	19%	75%	39%	45%
毛利率(%)	41%	39%	39%	47%	48%	48%

资料来源:公司招股说明书, 国信证券经济研究所整理

费用假设:

销售费用: 受 2020 年疫情影响, 公司促销等活动有所减少或推迟, 叠加 Vendor Central 占比提升后平台使用佣金率降低, 2020 年预计销售费用率明显下降 6pct 至 16%。而 2021-2022 随着平台佣金率的进一步降低以及推广和买量投入的边际增长放缓, 预计销售费用率 17%、17%。

管理费用: 受上市等费用影响和疫情带来的行政开支的下降, 2020 年整体管理费用率仍下降 1.4pct 至 11%, 而 2021-2022 年一方面一次性支出减少, 另一方面随着差旅活动等恢复, 对费用率改善起到部分对冲作用, 整体管理费用率预计略降后维稳于 10%。同时公司 2019 年起研发强度就已经提升至约 5% 的水平, 预计未来年度研发投入的强度整体保持稳定。

财务费用: 公司在手现金充足, 公司上市融资后资金将进一步得到补充。预计 2020-2022 年财务费用率稳定在 0%-1%。

根据上述假设, 我们预计公司 2020-2022 年净利润分别为 0.50、0.70、1.02 亿美元, 同比增长 691%、38%、46%。

表 10: 公司盈利预测

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万美元)	85	145	172	301	418	607
同比		70%	19%	75%	39%	45%
净利润(百万美元)	1.9	4.4	6.4	50	70	102
同比		134%	46%	690.7%	37.7%	46.4%

资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理和预测

6、风险提示

盈利预测的风险

- 1、公司未来三年的高增长建立在主要品牌销量保持较高增速且价格维稳的基础上, 若未来销量波动或销售均价大幅下滑则存在盈利预测高估的风险;
- 2、公司的管理和销售费用率采用略降后基本维稳的预测假设, 若公司费用支出过高或债务融资提升则费用率存在高于盈利预测的风险, 进而导致盈利预测不及预期的风险。
- 3、公司仍处于扩张期, 期间渠道和广宣投入可能使支出超预期增加, 对利润产生负面影响, 同时支出效果不及预期则可能进一步对公司发展产生不利影响。

估值的风险

我们采取绝对估值和相对估值方法是建立在较多假设前提的基础上计算而来的, 特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权资本成本(WACC)的计算、TV 增长率的假定和可比公司的估值参数的选定, 都加入了很多个人的判断:

- 1、我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 2.7%、风险溢价 6.0%, 可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值较低, 从而导致公司估值

高估的风险;

2、我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 3.0%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险;

3、相对估值时我们选取了与公司业务相同或相近的公司进行比较，选取了可比公司平均 PE 做为相对估值的参考，同时考虑公司成长性对行业平均动态 PE 进行修正并考虑 PEG 综合给出估值，最终给予公司 2022 年 45-50 倍 PE，可能未充分考虑市场整体估值偏高的风险。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万美元)					利润表 (百万美元)				
	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	9	170	300	477	营业收入	172	301	418	607
应收款项	31	42	60	87	营业成本	(105)	(160)	(219)	(314)
存货净额	33	55	67	108	毛利	67	142	199	292
其他流动资产	2	1	2	3	销售费用	38	(47)	(71)	(103)
流动资产合计	76	268	428	675	管理费用	21	(33)	(42)	(61)
固定资产	2	31	54	71	EBITDA	128	62	88	131
无形资产及其他	8	8	8	7	折旧摊销	(2)	(1)	(2)	(4)
其他长期资产	3	3	3	3	EBIT	126	61	86	128
非流动资产合计	13	42	65	81	其他净收入	6	4	4	4
资产总计	89	310	493	756	经营利润	9	65	90	132
短期借款及交易性金融负债	20	20	20	20	财务费用	(84)	(4)	(7)	(10)
应付款项	25	37	48	74	营业外净收支	(13)	0	0	0
其他流动负债	19	68	84	150	税前利润	7	61	83	122
流动负债合计	64	125	152	244	所得税费用	(1)	(10)	(14)	(21)
长期借款及应付债券	0	120	220	320	少数股东损益	0	0	0	0
其他长期负债	9	9	9	9	归属于母公司净利润	6	50	69	102
长期负债合计	9	129	229	329					
负债合计	72	253	381	572	现金流量表 (百万美元)				
少数股东权益	0	0	0	0	净利润	6	50	69	102
股东权益	16	57	112	183	资产减值准备	0	0	0	0
负债和股东权益总计	89	310	493	756	折旧摊销	2	1	2	4
					公允价值变动损失	0	0	0	0
					财务费用	84	4	7	10
					营运资本变动	(8)	29	(3)	22
					其它	(2)	0	(0)	0
					经营活动现金流	(1)	81	69	128
					资本开支	(1)	(30)	(25)	(20)
					其它投资现金流	(1)	0	0	0
					投资活动现金流	(2)	(30)	(25)	(20)
					权益性融资	0	0	0	0
					负债净变化	4	120	100	100
					支付股利、利息	0	(10)	(14)	(30)
					其它融资现金流	(1)	0	0	0
					融资活动现金流	2	110	86	70
					现金净变动	(1)	161	130	177
					货币资金的期初余额	10	9	170	300
					货币资金的期末余额	9	170	300	477
					企业自由现金流	107	81	46	112
					权益自由现金流	107	197	140	204

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032