

香港股市 | 消费 | 家电

VESYNC (2148 HK)

基本面因素向好，支撑估值提升

前三季毛收入同比增长超过 20%

公司公布 2023 年第三季度的毛收入同比增加 27.2%，其中亚马逊渠道的毛收入同比增加约 17.6%，非亚马逊渠道同比增长约 95.8%。收入增长主要来源于：1) 第四季度为欧美市场的节假日和购物旺季，各个渠道在第三季度开始为旺季提前预备库存；2) 公司爆款产品空气净化器、空气炸锅、空炸烤箱和塔扇等在美国和欧洲市场的销量增加；3) 欧洲市场和线下商超渠道的拓展带来收入增量。预计公司今年前三季的收入同比增长约 25%。公司计划在第四季度推出蒸汽式加湿器、双篮式空炸等新产品进一步巩固品牌认知度和销售增长，为 2024 年第一季度销售奠定基础。公司还将在明年第一季度推出全新品牌和旗下全新的宠物护理相关产品，包括智能喂食器、喂水机和宠物美容仪等。我们预计 FY23E 收入 6.2 亿元（美元，下同），同比上升 25.3%。

下半年毛利率环比持平

三季度分包成本同步下跌，环比与上半年持平。根据万得数据库，中国集装箱运价指数美东和欧洲航线分别同比下跌 62.5% 和 72.4%，大幅降低公司的海运费成本。我们预计 FY23E 公司毛利率约为 45.6%。今年在新品、新市场拓展、欧美销售强劲、成本下跌多个有利因素支撑下，公司将扭转疫情期间下半年利润环比下跌的局面，预计下半年利润将环比持平。全年预计净利润 6,300 万元，净利润 10.2%。

回购提振投资者信心，维持“买入”评级

根据前三季销售情况，轻微调升 FY23E 收入至 6.2 亿元；以及提升毛利率预测至 46.5%；同时轻微上调了运营开支。综上所述，我们将 FY23E 净利润预测上调 9.5% 至 6,400 万元，以反映销售旺季的到来。由于管理层认为现时公司股价被低估，公司将动用最多 1 亿港元用于在公开市场回购股份，以显示对公司长远发展的信心及提振投资者信心。我们将市盈率估值从 10 倍提升至 11 倍以反映公司盈利能力修复以及基本面的各项积极因素。新目标价 5.70 港元，对应 11 倍 FY24E 市盈率。

投资风险

欧美经济放缓影响零售消费；新产品市场反应不及预期。

评级：买入

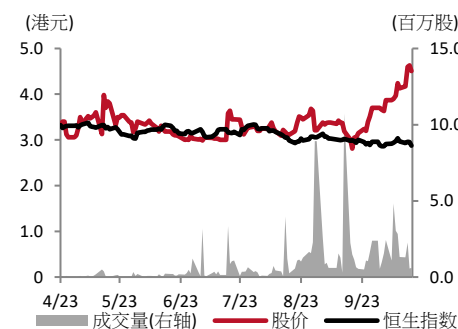
目标价：5.70 港元

股票资料

现价	4.51	港元
总市值	5,245	百万港元
流通股比例	18.6	%
已发行总股本	1,163	百万
52 周价格区间	1.95 - 5.50	港元
3 个月日均成交额	4.8	百万港元
主要股东	杨氏家族	67.3%

来源：彭博、中泰国际研究部

股价走势图



来源：彭博、中泰国际研究部

相关报告

- 20220902 - 更新报告：营收增速放缓；警惕欧美高通胀影响
- 20230403 - 更新报告：2023 年开花结果
- 20230714 - 更新报告：1H23E 收入预期同比上升 26.0%
- 20230825 - 更新报告：扭转颓势，下半年进入稳定期

图表 1：主要财务数据（美元百万元）

年结:12月31日	2021 年实际	2022 年实际	2023 年预测	2024 年预测	2025 年预测
收入	454	490	624	750	881
增长率 (%)	30.2	8.0	27.3	20.1	17.5
净利润	42	(16)	64	75	89
增长率 (%)	(24.0)	(139.1)	N/A	16.9	18.8
摊薄后每股盈利 (美元)	0.037	(0.014)	0.057	0.066	0.079
净资产回报率 (%)	14.5	(5.4)	20.8	20.3	20.5
市盈率 (倍)	15.7	(40.4)	10.2	8.7	7.3
市净率 (倍)	2.1	2.4	1.9	1.6	1.4
股息率 (%)	2.8	0.0	2.5	2.9	3.4
每股股息 (港元)	0.128	0.000	0.111	0.129	0.154

来源：公司资料、中泰国际研究部预测

分析师

陈怡 (Vivien Chan)
+852 3979 2941
vivien.chan@ztsc.com.hk

图2：财务摘要（年结：12月31日；美元百万元）

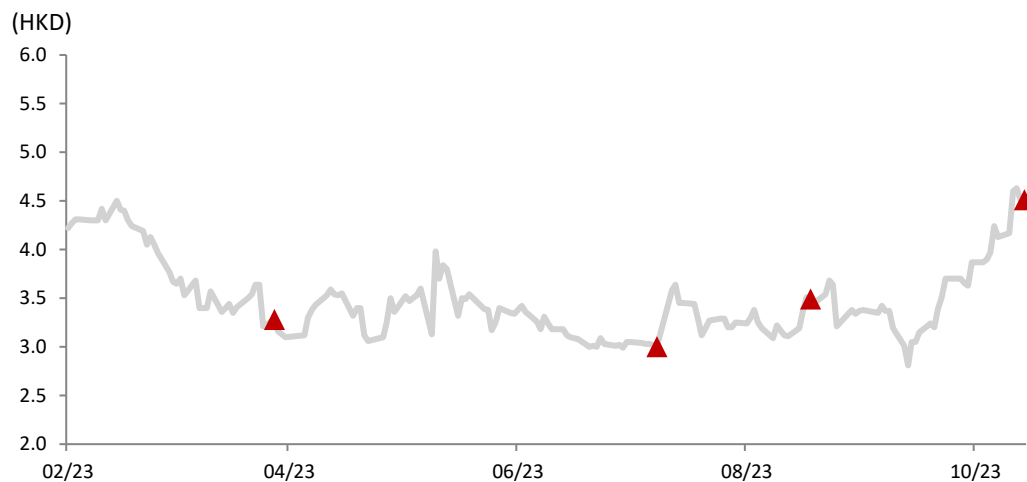
利润表						资产负债表					
	FY21 实际	FY22 实际	FY23 预测	FY24 预测	FY25 预测		FY21 实际	FY22 实际	FY23 预测	FY24 预测	FY25 预测
营业收入	454	490	624	750	881	固定资产	17	15	17	19	21
同比%	30	8	27	20	17	无形资产及商誉	0	0	1	2	1
成本	(278)	(348)	(334)	(402)	(469)	联营/合营公司	12	12	12	13	13
毛利润	176	142	290	347	412	长期投资	0	0	0	0	0
毛利率	38.8%	29.0%	46.5%	46.4%	46.8%	其他非流动资产	16	34	34	34	34
其他收益	1	4	9	5	3	非流动资产	45	61	64	67	69
销售及分销成本	(69)	(89)	(103)	(126)	(150)	库存	129	115	93	149	180
行政成本	(34)	(40)	(59)	(61)	(72)	应收帐款	106	149	171	248	309
研发成本	(17)	(30)	(33)	(42)	(47)	预付款项及存款	22	26	31	37	44
其他运营开支	(6)	(8)	(17)	(21)	(25)	其他流动资产	1	3	3	3	3
总运营开支	(126)	(167)	(212)	(250)	(293)	现金	158	103	214	147	145
营运利润 (EBIT)	52	(20)	87	102	121	流动资产	416	396	512	585	681
营运利润率	11.4%	-4.1%	13.9%	13.6%	13.8%	应付帐款	38	61	75	72	83
拨备	0	0	0	0	0	税项	17	6	21	25	30
财务成本	(1)	(2)	(1)	(2)	(2)	预提费用/其他应付款	37	39	50	60	70
融资后利润	51	(22)	86	100	119	银行贷款和租赁	39	13	24	29	29
联营及合营公司	0	0	0	0	0	可转债和其他债务	0	0	0	0	0
税前利润	51	(22)	86	100	119	其他流动负债	2	50	50	50	50
所得税	(9)	6	(21)	(25)	(30)	流动负债	133	168	221	236	263
少数股东权益	0	0	0	0	0	银行贷款和租赁	10	8	10	11	12
净利润	42	(16)	64	75	89	可转债/其他债务	0	0	0	0	0
同比%	(24)	(139)	(495)	17	19	递延所得税/其他	4	4	4	4	4
净利润率	9.2%	-3.3%	10.3%	10.0%	10.1%	少数股东权益	0	(0)	(0)	(0)	(0)
EBITDA	53	(19)	88	103	123	非流动负债	13	12	14	15	16
EBITDA 利润率	11.7%	-3.8%	14.1%	13.8%	14.0%	总净资产	315	277	342	401	472
每股盈利(美元)	0.037	(0.014)	0.057	0.066	0.079	股东权益	315	277	342	401	472
增长率%	(45)	(139)	(496)	17	19	股本	2	2	2	2	2
每股股息(港元)	0.128	0.000	0.111	0.129	0.154	储备	313	276	340	399	470

现金流量表						主要财务比率%					
	FY21 实际	FY22 实际	FY23 预测	FY24 预测	FY25 预测		FY21 实际	FY22 实际	FY23 预测	FY24 预测	FY25 预测
EBITDA	53	(19)	88	103	123	毛利率	38.8	29.0	46.5	46.4	46.8
营运资金变动	(101)	31	20	(133)	(76)	营业利润率	11.4	(4.1)	13.9	13.6	13.8
其他	9	7	0	0	0	净利率	9.2	(3.3)	10.3	10.0	10.1
经营活动现金流	(39)	20	108	(30)	47	销售分销成本/收入%	15.2	18.2	16.5	16.9	17.0
已付利息	(1)	(2)	(1)	(2)	(2)	行政成本/收入%	7.4	8.1	9.4	8.1	8.2
所得税	(8)	(18)	(6)	(21)	(25)	派息率	44.7	0.0	25.0	25.0	25.0
经营活动净现金	(47)	(0)	101	(54)	20	有效税率	18.5	25.1	25.1	25.1	25.1
资本支出	(4)	(3)	(3)	(4)	(4)	总负债比率	15.4	7.4	10.1	10.1	8.8
投资	(13)	(1)	(1)	(2)	0	净负债比率	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
已收股息	0	0	0	0	0	流动比率(x)	3.1	2.4	2.3	2.5	2.6
资产出售	0	0	0	0	0	速动比率(x)	2.2	1.7	1.9	1.8	1.9
已收利息	0	1	1	1	1	库存周转率(天)	169	120	101	135	140
其他	(30)	26	0	0	0	应收账款周转(天)	85	111	100	121	128
投资活动现金流	(46)	22	(3)	(4)	(4)	应付账款周转(天)	50	64	82	65	65
自由现金流	(94)	22	98	(58)	17	现金周转率(天)	204	168	119	191	203
发行股份	29	0	0	0	0	资产周转率(x)	1.1	1.1	1.2	1.2	1.3
股份回购	(0)	(2)	0	0	0	财务杠杆(x)	1.4	1.5	1.6	1.7	1.6
少数股东权益	0	0	0	0	0	EBIT 利润率	11.4	(4.1)	13.9	13.6	13.8
已付股息	(19)	(19)	0	(16)	(19)	利息开支(x)	1.0	1.1	1.0	1.0	1.0
银行贷款变动净	32	(23)	14	6	1	税务开支(x)	0.8	0.7	0.7	0.7	0.7
其他	(35)	24	0	0	0	股本回报率	14.5	(5.4)	20.8	20.3	20.5
筹资活动现金流	7	(21)	14	(10)	(18)	ROIC	28.5	(7.6)	36.5	33.5	27.4
现金变动净额	(86)	1	112	(68)	(1)						

来源：公司资料，中泰国际研究部预测

历史建议和目标价

VESYNC (2148 HK) 股价表现及评级时间表



来源：彭博，中泰国际研究部

	日期	前收市价	评级变动	目标价
1	03/04/2023	HK\$3.21	买入	HK\$4.10
2	14/07/2023	HK\$3.02	买入	HK\$4.10
3	24/08/2023	HK\$3.49	买入	HK\$5.00
4	20/10/2023	HK\$4.51	买入	HK\$5.70

来源：中泰国际研究部

公司及行业评级定义

公司评级定义:

以报告发布时引用的股票价格，与分析师给出的 12 个月目标价之间的潜在变动空间为基准:

买入: 基于股价的潜在投资收益在 20% 以上

增持: 基于股价的潜在投资收益介于 10% 以上至 20% 之间

中性: 基于股价的潜在投资收益介于 -10% 至 10% 之间

卖出: 基于股价的潜在投资损失大于 10%

行业投资评级:

以报告发布日后的 12 个月内的行业基本面展望为基准:

推荐: 行业基本面向好

中性: 行业基本面稳定

谨慎: 行业基本面向淡

重要声明

本报告由中泰国际证券有限公司（以下简称“中泰国际”或“我们”）分发。本研究报告仅供我们的客户使用，发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接受到本报告而视为中泰国际客户。本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们不保证该信息的准确性和完整性，报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中泰国际都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分担投资损失，中泰国际不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何直接或间接责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。中泰国际所提供的报告或资料未必适合所有投资者，任何报告或资料所提供的意见及推荐并无根据个别投资者各自的投资目的、财务状况、风险偏好及独特需要做出各种证券、金融工具或策略之推荐。投资者必须在有需要时咨询独立专业顾问的意见。

中泰国际可发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表中泰国际或附属机构的观点。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及我们的自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的提议或表达的意见不一致的投资决策。

权益披露：

- （1）在过去 12 个月，中泰国际与本研究报告所述公司并无企业融资业务关系。
- （2）分析师及其联系人士并无担任本研究报告所述公司之高级职员，亦无拥有任何所述公司财务权益或持有股份。
- （3）中泰国际证券或其集团公司可能持有本报告所评论之公司的任何类别的普通股证券 1% 或以上的财务权益。

版权所有 中泰国际证券有限公司

未经中泰国际证券有限公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得 (i) 以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或 (ii) 再次分发。

中泰国际研究部
香港上环德辅道中 189-195 号李宝椿大厦 6 楼
电话： (852) 3979 2886
传真： (852) 3979 2805