

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 **Statista** 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。

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

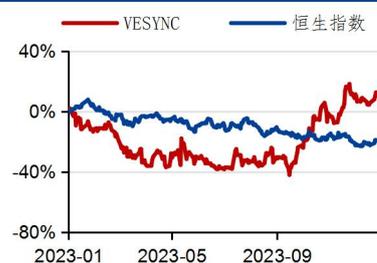
数据来源：同花顺、华金证券研究所

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



资料来源：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

分析师

吴东炬
 SAC 执业证书编号：S0910523070002
 wudongju@huajinsc.cn

报告联系人

王颖
 wangying5@huajinsc.cn

相关报告



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

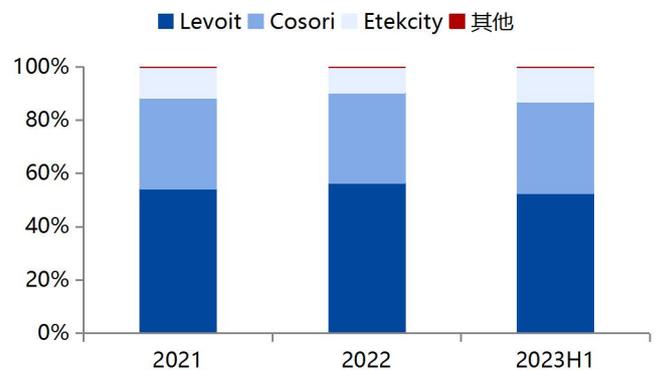
优质小家电跨境企业，产品种类丰富。公司成立于2011年，主要从事于设计、开发及销售创新型和用户友好型小家电，产品主要通过亚马逊渠道销往欧美地区，旗下拥有三大核心品牌，分别为从事家居环境电器的Levoit、从事厨房电器及餐饮用具的Cosori和从事健康检测设备、户外娱乐产品及个人护理产品的Etekcity。除此之外，公司还积极推出VeSync应用程序，在帮助用户集中控制智能家居设备的同时亦为用户提供专业的内容和服务，极大地提升了产品使用体验感。得益于全面的产品组合和智能互联属性，公司可满足各种消费者口味、需求及使用场景。

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。

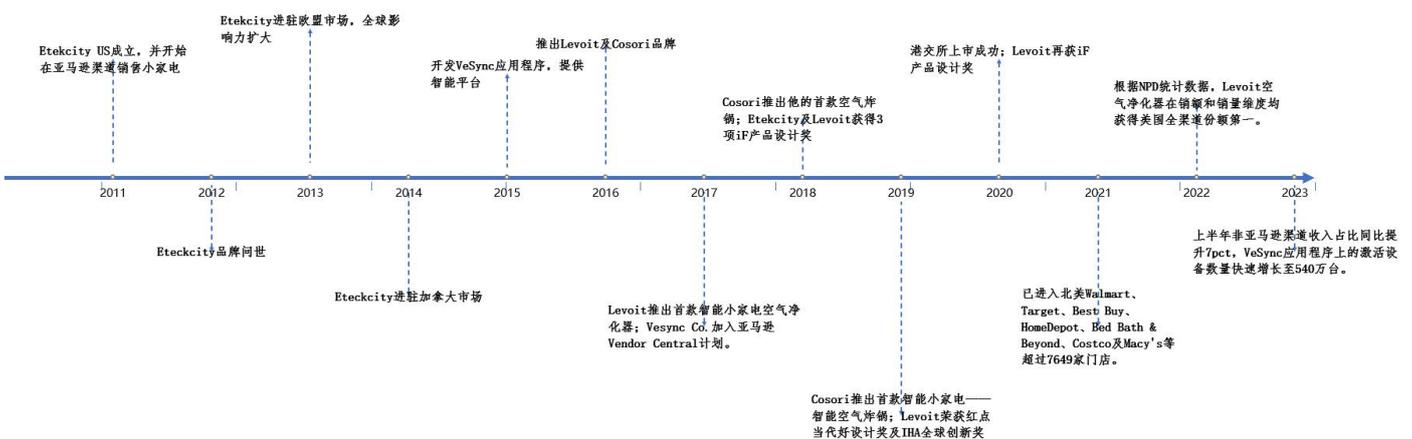
资料来源: 公司公告, 亚马逊, 华金证券研究所

图 2: 公司三大品牌占比



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 3: 公司发展历程

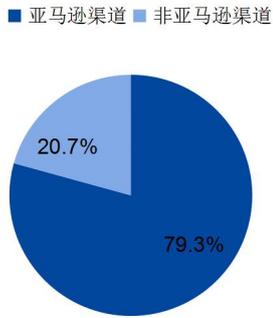


资料来源: 公司官网, 公司公告, 华金证券研究所

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、

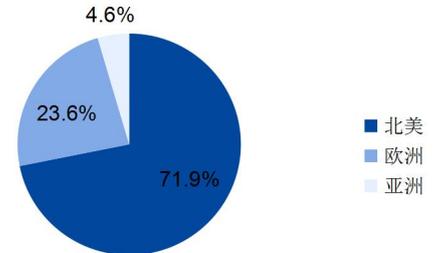
中东等。尽管近几年公司逐步发力线下等其他非亚马逊渠道且开拓进展顺利，但截止 2023H1 亚马逊渠道占比仍高达 79.3%，为主要销售渠道。依托于亚马逊的销售优势和产品本身的竞争力，公司产品如净化器、加湿器、空气炸锅等在欧美地区受到广泛认可，2023H1 公司北美、欧洲地区收入占比分别为 71.9%、23.6%。

图 4：2023H1 公司各渠道收入占比



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 5：2023H1 公司各区域收入占比

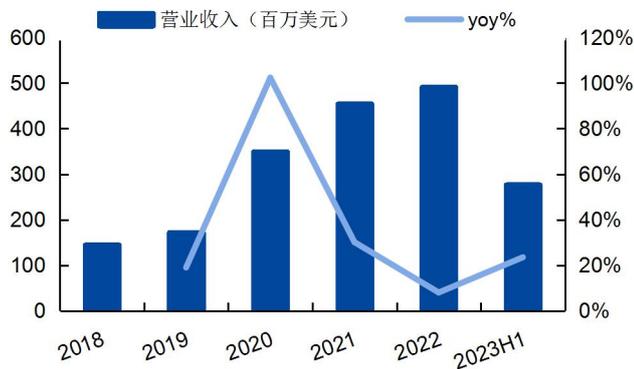


资料来源：公司公告，华金证券研究所

（二）财务分析：营收较快增长，盈利能力显著提升

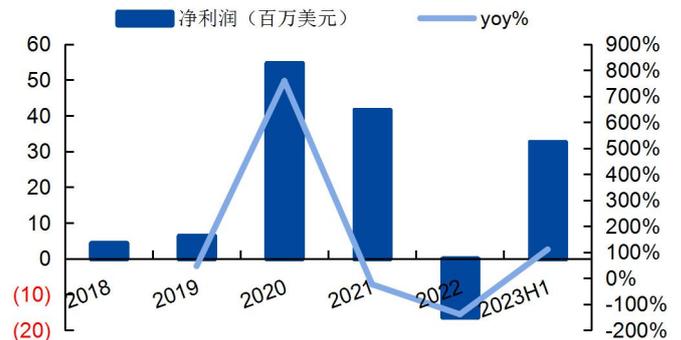
营收维持快速增长，利润迎来显著改善。公司营收端整体保持较快增长，2018-2022 年 CAGR 为 35.7%，2022 年受亚马逊清库存及公司业务模式调整（从 Seller Central 转向 Vendor Central）影响，收入增速有所放缓，同比仅增长 8%，今年以来增速明显恢复，2023H1 同比增长 23.5%，2023Q3 延续较好势头，未经审核销售总额同比增长约 27.2%；利润端，受海运费高涨、空炸自愿召回等因素影响，2022 年出现短暂亏损，但基于深厚的根基和扎实的内功，2023 年公司迎来快速修复，上半年实现利润 0.33 亿美元，同比增长 110.7%。

图 6：公司营收及同比增速



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 7：公司净利润及同比增速

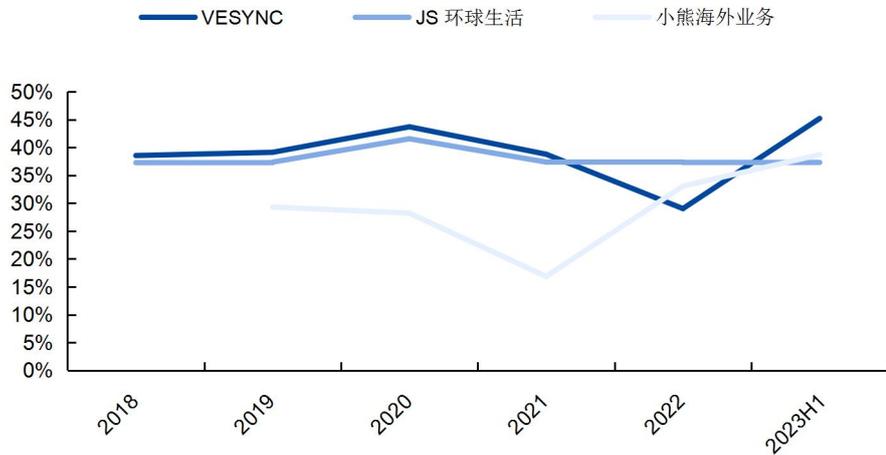


资料来源：公司公告，华金证券研究所

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



资料来源：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



资料来源：wind，华金证券研究所

图 10：公司净利率水平



资料来源：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

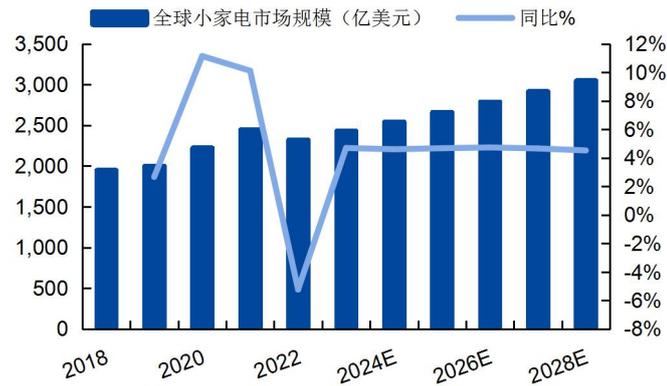
高分红+股份回购，重视股东回报、彰显经营信心。2023 年 10 月 20 日公司首次派发中期股息，每股发放股息 0.0539HKD，除净日 2023 年 10 月 3 日，股利支付率为 24.56%，较 2022 年股利支付率 22.81% 进一步提升 1.75pct，除此之外，10 月 9 日公司发布自愿性公告，拟向公开市场回购最多 1.16 亿股股票（约占股票总数 10%），回购资金源于公司内部现金资源。公司通过分红及股份回购不仅有效回馈了投资者，也进一步彰显了其现金实力及长期增长的信心。

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

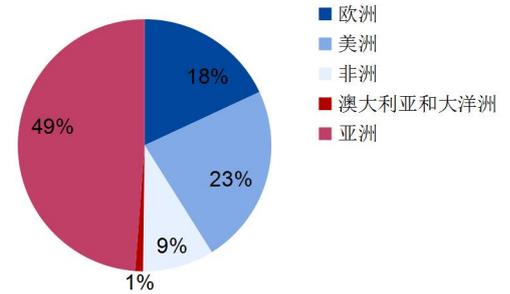
全球小家电市场增长稳健，欧美市场占比约 41%。根据 Statista 数据，2018-2022 年小家电全球市场规模复合增长率为 4.46%，预计 20-21 年疫情催化小厨电需求快速释放，拉动小家电迎来快速增长，高基数影响下 22 年需求有所下滑，但总体来看，小家电市场需求较为稳健，更新需求和品类渗透有望共同驱动其维持较好增长，预计 2028 年全球小家电市场规模为 3050 亿美元，22-28 年 CAGR 为 4.7%。分地区来看，亚洲为小家电最大消费地区，欧美次之，22 年欧美小家电合计销售额 954 亿美元，对应占比约 41%，整体市场规模较大。

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



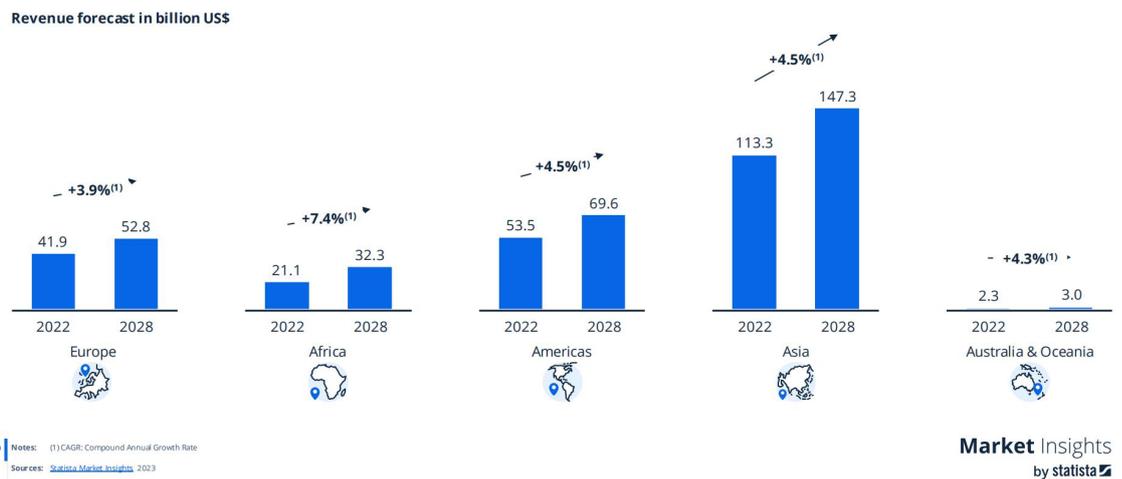
资料来源: Statista, 华金证券研究所

图 13: 2022 年小家电各地区市场规模占比



资料来源: Statista, 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%



资料来源: Statista, 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%

资料来源: Statista, 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

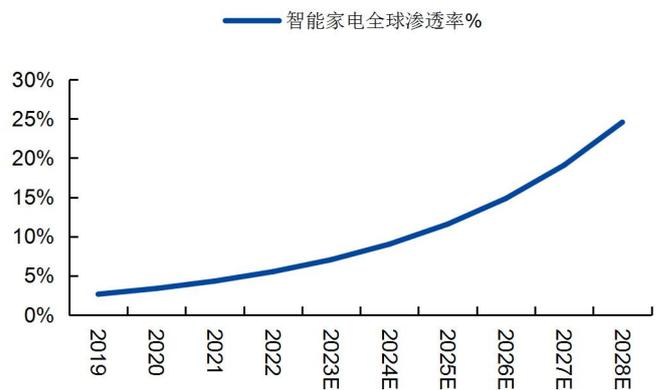
智能化有望成为家电行业未来发展的主流趋势。智能家电能够有效提供更加便捷、高效、安全和个性化的家居体验, 随着科技发展及人们生活水平的提高, 智能家电成为越来越多消费者的选择, 根据 Statista 数据显示, 2022 年全球智能家电设备规模为 443 亿美元, 同比+12.4%, 预计 2028 年将达到 922 亿美元, 22-28 年 CAGR 为 13%, 智能家电渗透率亦逐年提升, 预计 2028 年全球智能家电渗透率将达到 24.6%, 相较 2022 年的 5.5% 大幅提升 19pct。随着智能化趋势的快速发展, 家电市场规模有望进一步扩大。

图 15: 全球智能家居市场规模及同比增速



资料来源: Statista, 华金证券研究所

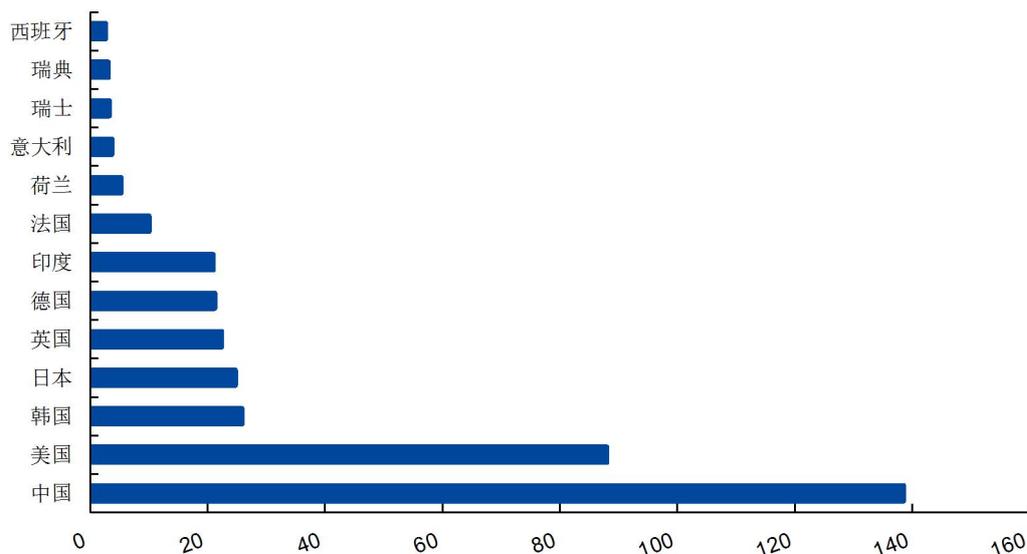
图 16: 全球智能家居渗透率



资料来源: Statista, 华金证券研究所

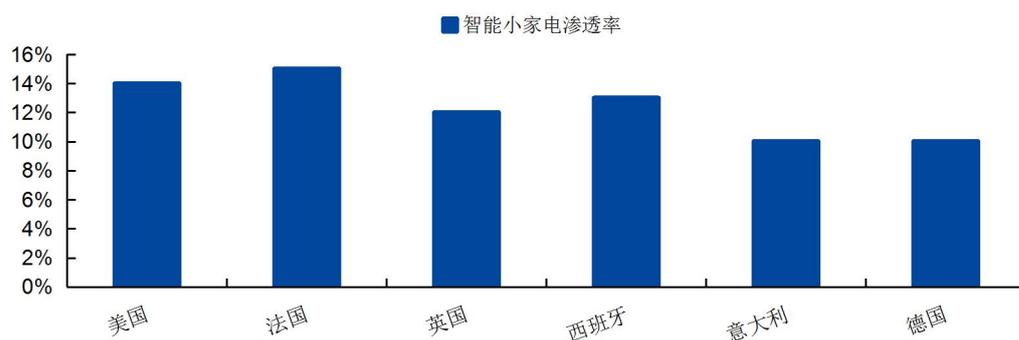
欧美等地智能小家电渗透率较低, 市场潜力巨大。根据 Statista 预测数据, 2022 年中国、美国和韩国智能家电市场规模位列全球前三, 其中中国高达 138.5 亿美元, 远领先于美国的 88.0 亿美元, 欧洲主要国家英国、德国、法国、荷兰等地亦进入前十、市场体量不容小觑。从渗透率角度来看, Statista 调查数据显示, 23Q1 欧美主要国家的智能小家电渗透率仅为 10%-15%, 处于较低水平, 随着智能化科技的进一步发展及居民消费水平的提升, 智能小家电有望迎来加速渗透, 推动市场规模快速增长。

图 17: 2022 年部分国家智能家电市场预测规模 (单位: 亿美元)



资料来源: Statista, 华金证券研究所

图 18: 欧美主要地区智能小家电渗透率



资料来源: Statista, 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。

图 19: 公司产品矩阵

Levoit	空气净化器		Cosori	Air Fryer View all	Toaster Oven View all	Coffee & Tea View all
	加湿器			Pressure Cooker View all	Rice Cooker View all	Food Dehydrator View all
	塔扇		Etekcify	Electric Toothbrush View all	Health Care View all	
	吸尘器			Digital Bathroom Scales View all	Kitchen Scales View all	
	空气净化器滤网			Tools View all	VeSync App View all	

资料来源: 美国亚马逊, 华金证券研究所

中美团队联合研发, 产品契合本土需求。公司策略性地采用“双核心”团队结构, 联合中美两地团队进行研发设计, 其中美国团队可及时识别市场趋势性发展, 中国团队则在研发设计产品方面具备较强的实战经验, “双核心”巧妙融合了两地优势, 极大提升研发效率, 推新亦更加高效有力, 过往经历中公司多款新品拿下亚马逊高排名, 今年新品塔扇亦贡献较多增量, 充分印证了公司的推新实力。

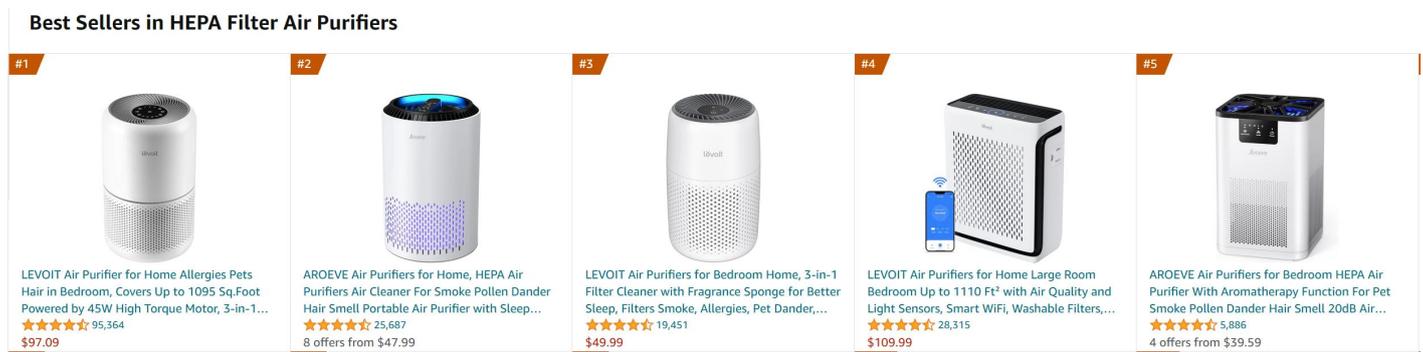
图 20: 公司持续推新, 且多款新品获得亚马逊较高排名

2019	2020	2021	2022	2023H1
<p>主要产品如Levoit空气净化器、Cosori空气炸锅于亚马逊获得高排名</p>	<p>Q4推出智能空气炸锅、兼烘烤和空气油炸功能的智能烤箱</p> <p>年底为企业客户推出由硬件及软件组成的智能安保解决方案</p>	<p>推出更多智能产品, 如Levoit Core 400s智能空气净化器、Dual 200s智能加湿器、Cosori Aeroblaze室内烧烤机、Dual Blaze智能空气炸锅、Etekcify Apex 智能BMI体脂秤</p> <p>新推出产品如Levoit空气加湿器及空气净化器获亚马逊高排名</p> <p>主要产品Levoit Core 400s智能空气净化器、Cosori空气炸锅在亚马逊保持其2020年排名位置</p>	<p>推出Levoit EverestAir空气净化器、Vital 200s空气净化器、OasisMist 4.5L冷喷雾加湿器、Cosori Aeroblaze室内烤架、Dual Blaze智能空气炸锅、Etekcify Apex智能体脂体重秤</p> <p>Levoit空气净化器、空气加湿器、空气炸锅等部分新上市产品在亚马逊渠道取得较高排名或畅销。</p>	<p>推出高灵敏度及净化功效提升的Levoit Vital 100S智能空气净化器、可持续加热100个小时的塔式空气加湿器、高标准静音及快风速的塔扇, 定向排气更安全的电压力锅、智能精准控温及多功能的电饭煲、12L的小容量空气炸锅及一人食的空气炸锅等。</p>

资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

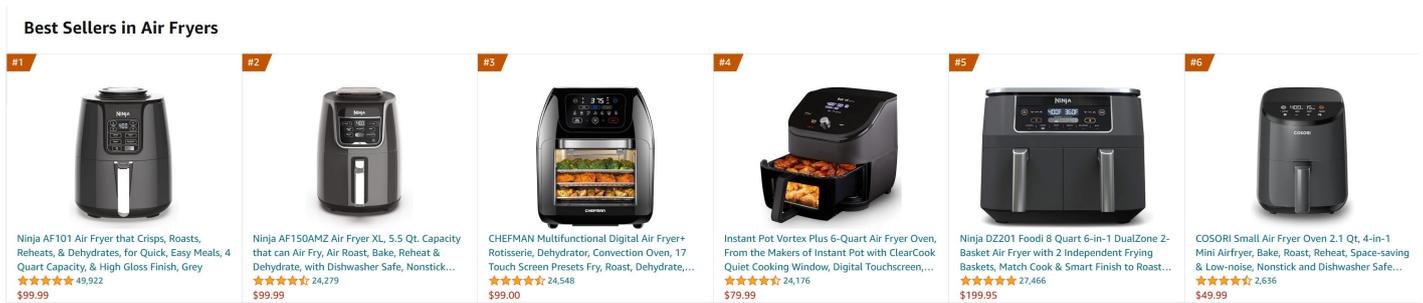
多款产品畅销，市场份额领先。依托于强大的产品力，公司产品赢得市场广泛认可，多款产品拿下德国设计奖、德国创新奖、IF设计奖等知名奖项，美亚畅销排名前五的空气净化器中，Levoit 占据三款，产品评分高达 4.7、4.6 分，Cosori 空气炸锅位列美国亚马逊畅销榜第六，Levoit 塔扇位列美国亚马逊畅销榜第 21 名，23Q4 上市新品吸尘器势头更为迅猛，位列德国亚马逊畅销榜第一。落实到市场份额方面，根据 NPD 统计数据，Levoit 空气净化器市场份额持续拓展、稳居美国市场第一，23H1 销额/销量市占率为 27%/39%，分别同比+5pct/+7pct，Levoit 空气加湿器亦由美国亚马逊渠道份额第一突破成为美国市场第一，销额市占率约 24%；根据 GfK，23H1 Cosori 空气炸锅西班牙销额市占率约 32.8%、位列第一；同时依据公司内部统计，23H1 Etekcity 人体秤、厨房秤、行李秤、Cosori 干果机等亦位列美国亚马逊渠道份额第一，充分印证了公司强大的产品力和市场竞争力。

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）



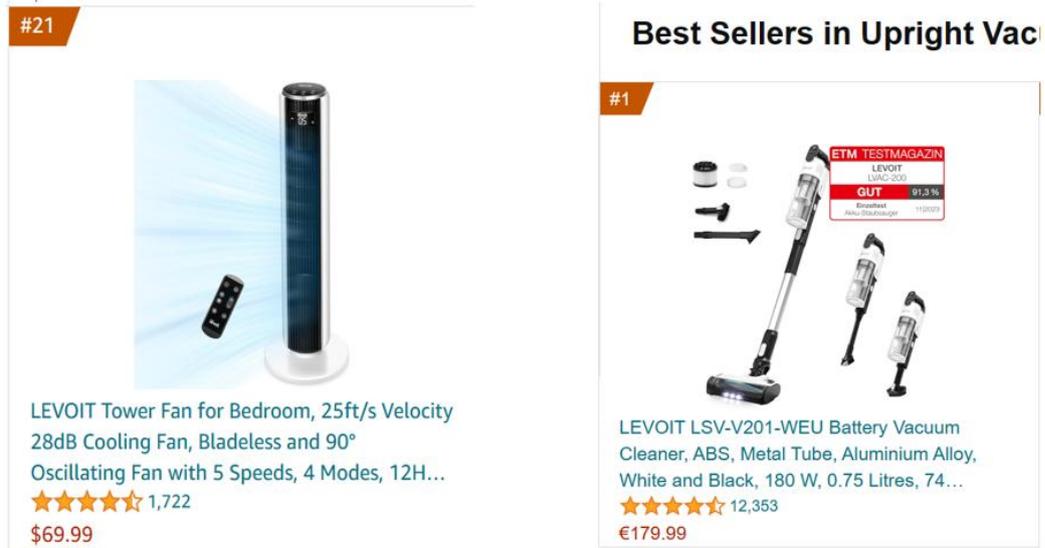
资料来源：美国亚马逊，华金证券研究所

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）



资料来源：美国亚马逊，华金证券研究所

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)



资料来源: 美国亚马逊, 德国亚马逊, 华金证券研究所

表 2: 公司多款产品获得大奖

获奖产品	奖项
Vesync 智能空气净化器	全球智能家居公司奖
Levoit-Smart True HEPA 智能空气净化器 Core 300S	德国设计奖、iF 设计奖、欧洲产品设计奖
Levoit-Smart True HEPA 智能空气净化器 Core 400S	德国设计奖特别大奖、iF 设计奖、欧洲产品设计奖
Levoit-Smart True HEPA 智能空气净化器 空气控制产品系列	德国设计奖特别大奖
Levoit 空气净化器 Core 600S	iF 设计奖、德国创新奖
Levoit 空气净化器 LAP-EL551-WUS	iF 设计奖、德国创新奖、红点奖
Levoit 智能保温杯 LTM-A401S-WUS	iF 设计奖、德国创新奖、红点奖
Cosori 空气净化器 CAF-L501-WJP	优秀设计奖
Cosori 空气炸锅 CAG-A601S-KUS	德国创新奖、红点奖
Cosori 空气炸锅 CP358-AF	iF 设计奖
Cosori Eli 咖啡机	星火国际设计奖金奖
COSORI 系列品牌设计	星火国际设计奖
Eteckcity ESN00 智能营养量度仪	欧洲产品设计奖
Eteckcity 智能体脂秤 EFS-A591S-KUS	德国创新奖、红点奖

资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

产品矩阵增厚拓宽, 逐步打开新的增长点。 公司持续扩充产品组合, 推新进度较往年明显提速, 2023 年上半年公司推出了更高级别的空气净化器、加湿器和空气炸锅, 并且进一步推出了塔扇、电动牙刷、电饭煲和电压锅等新品类, 其中塔扇有效拉动 23Q3 收入增速进一步提升, 有望成为新的增长点, 下半年公司推出了新一代的空气炸锅、烤箱、吸尘器和加湿器等新产品, 未来有望继续推出智能食物探针、智能宠物喂食器及喂水器新品类。依托于目前领先的品牌力, 多品类布局的打法有望为公司贡献更多增长点, 以持续实现快速发展。

联合 VeSync 应用程序, 打造综合家居物联网平台。 物联网、人工智能等技术的快速发展使智能家居生活成为可能, 公司敏感洞察行业趋势, 早于 2015 年便从单品智能开始向多场景智能推进, 积极推出了 VeSync 应用程序。该程序基于智能云基础设施构建, 可以使用户集中控制智能家居设备, 获得家庭自动化体验。截止 23 年 6 月, 公司已围绕核心产品重点建设了环境管理、

饮食管理和体重管理场景，VeSync 的连接智能设备数达 540 万，APP 下载排名持续快速提升，伴随后续产品品类的持续丰富，用于构建智能家居设备的产品组合也将更加个性化和多样化，有望构建更多场景应用，推动公司家庭互联网平台持续完善，增强客户粘性和品牌知名度。

表 3: 公司 VeSync 应用程序发展情况

时间	VeSync 应用程序发展情况
2015	推出 VeSync 应用程序
2020	截止 2020 年 6 月 30 日，VeSync 应用程序上拥有约 1.2 百万件已激活设备。
2021	VeSync 的连接智能设备数增长至 2.8 百万，截止 2021 年 12 月 31 日，VeSync App 的 iOS App Store 的下载排名位于生活类的第 81 名，较去年提升 90 名。
2022	围绕核心产品重点建设了环境管理、饮食管理及体重管理场景，VeSync 的连接智能设备数增长至 4.4 百万，VeSync App 的 iOS App Store 的下载排名位于生活类的第 25 名，较去年提升 56 名。
2023	截止 2023 年 6 月 30 日，VeSync 应用程序上的激活设备数量快速增长至约 540 万台，2023 年上半年增加约 100 万台。

资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 24: VeSync 应用程序



资料来源：公司官网，华金证券研究所

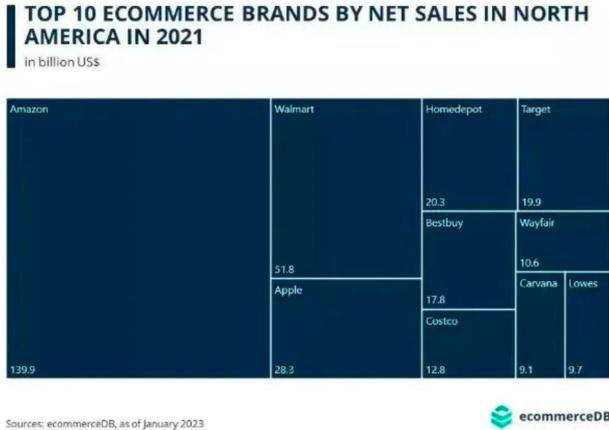
依托于中美联合的双核心研发团队，公司产品契合本土化需求且具备较强的市场竞争力，空气净化器、加湿器、空气炸锅等多品类份额领先市场，品牌知名度和美誉度持续提升，在此基础上，公司持续对现有产品进行升级迭代并推出更多新品类，品牌力、产品力相互促进互相催化，有望形成新的增长点，与此同时公司前瞻性布局智能家居设备，旗下 VeSync 应用程序现已成功构建多种智能应用场景并积累了大量用户群体，随着旗下产品组合的持续丰富，该程序有望持续迭代，加快形成家庭互联网平台、增强客户粘性，推动公司收入规模快速增长。

(二) 渠道拓展，打造多元引擎

借力亚马逊，实现快速成长。线上是小家电销售的重要渠道，根据 ecommerce DB，2021 年美国亚马逊占线上市场比例高达 40%，远超第二名沃尔玛 13%，占据绝对优势。公司自 2011 年开始线上销售产品，与亚马逊合作迄今长达十余年。由于产品深受市场认可，2017 年公司受

邀成为亚马逊供应商，享有其 Vendor Central 计划下独有的优势营销资源和其他支持等。据公告披露，23H1 亚马逊收入 2.2 亿元，占比 79.3%，2017-2022 年 CAGR 为 37.1%，在亚马逊的加持下，公司在美国小家电市场的知名度持续提升。

图 25: 美国电商市场各平台市场份额



资料来源: ecommerceDB, 华金证券研究所

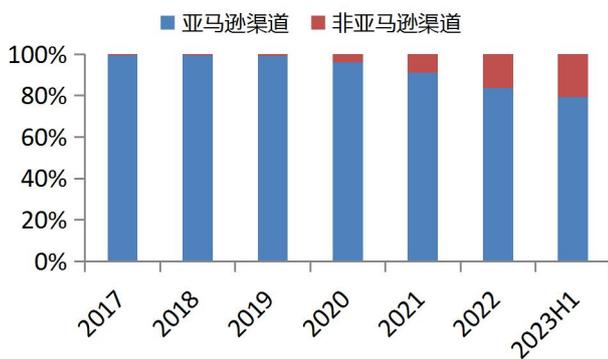
图 26: 公司在亚马逊渠道的收入规模及增速



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

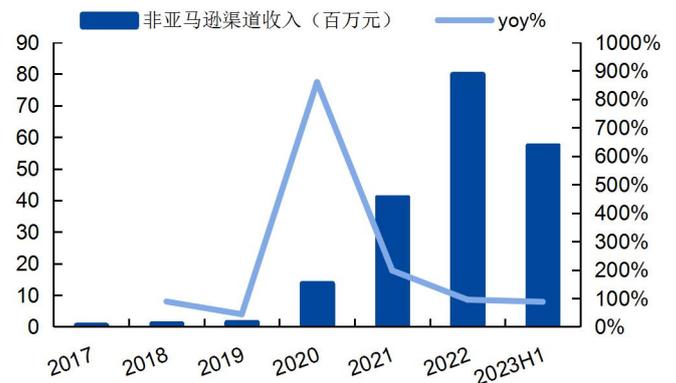
积极拓展销售渠道, 打造多元增长引擎。为减少对亚马逊渠道的依赖以及持续扩大销售规模, 公司积极开拓其他销售渠道, 根据公告, 公司分别于 2015、2018、2018 年开始在自有网站销售 Etekcit、Levoit 和 Cosori 品牌产品, 同时也在 eBay、Cdiscount、Rakuten、Newegg、Adorama 等电子商务市场布局产品销售, 并与多个知名连锁零售商如百思买、沃尔玛、塔吉特、家得宝等建立销售合作, 入驻的线下门店数量持续增加, 产品触达面不断扩大。2022 年, 美国市场公司塔吉特、沃尔玛渠道收入分别同比增长超 130%、170%, 欧洲市场非亚马逊渠道收入增长超 500%, 渠道拓展成效显著, 2017-2022 年公司非亚马逊渠道收入 CAGR 为 172.9%, 截止 2023 年 6 月 30 日, 北美市场公司共有 37 款产品进驻主流零售商的门店, 沃尔玛、塔吉特收入分别同比增长超 500%、60%, 欧洲市场公司产品进驻超 2500 家主流商超门店, 亚太市场进驻超 1000 家。

图 27: 公司非亚马逊渠道占比快速提升, 23H1 达到 20.7%



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 28: 公司非亚马逊渠道增速迅猛

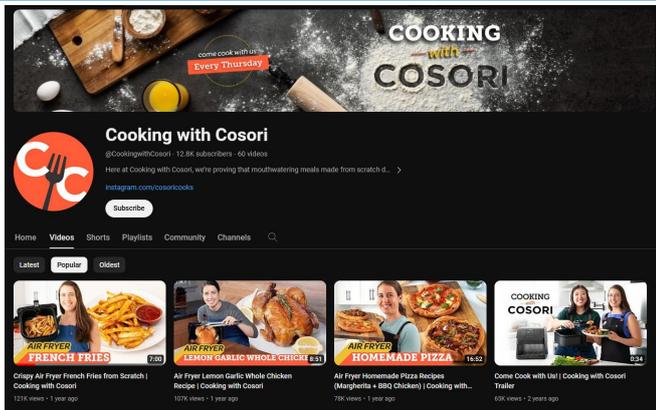


资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

线上线下营销同步发力, 持续强化品牌影响力。线上, 公司持续优化电商平台的促销策略、提高商品转化率, 积极拥抱 Facebook、Youtube、TikTok 等社交媒体, 开设官方账号并高频发布相关产品视频内容, 通过与粉丝互动、与 KOL 合作提升品牌曝光度; 线下, 公司多次举办产

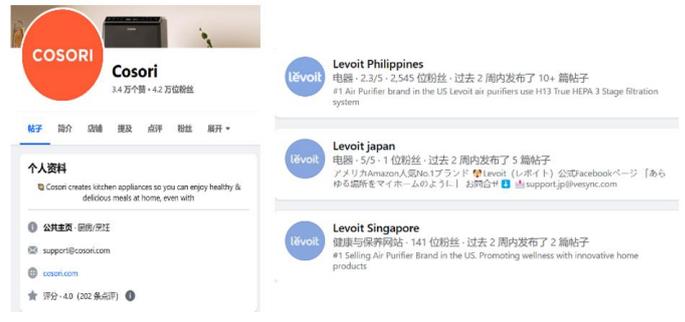
品实机检验、参加国际性展会等活动，增强消费者触达以扩大品牌声量。多维度地高效运营推动品牌影响力持续提升，有望拉动渠道销售实现快速增长。

图 29: 公司在 YouTube 开设了“Cooking with Cosori”账号



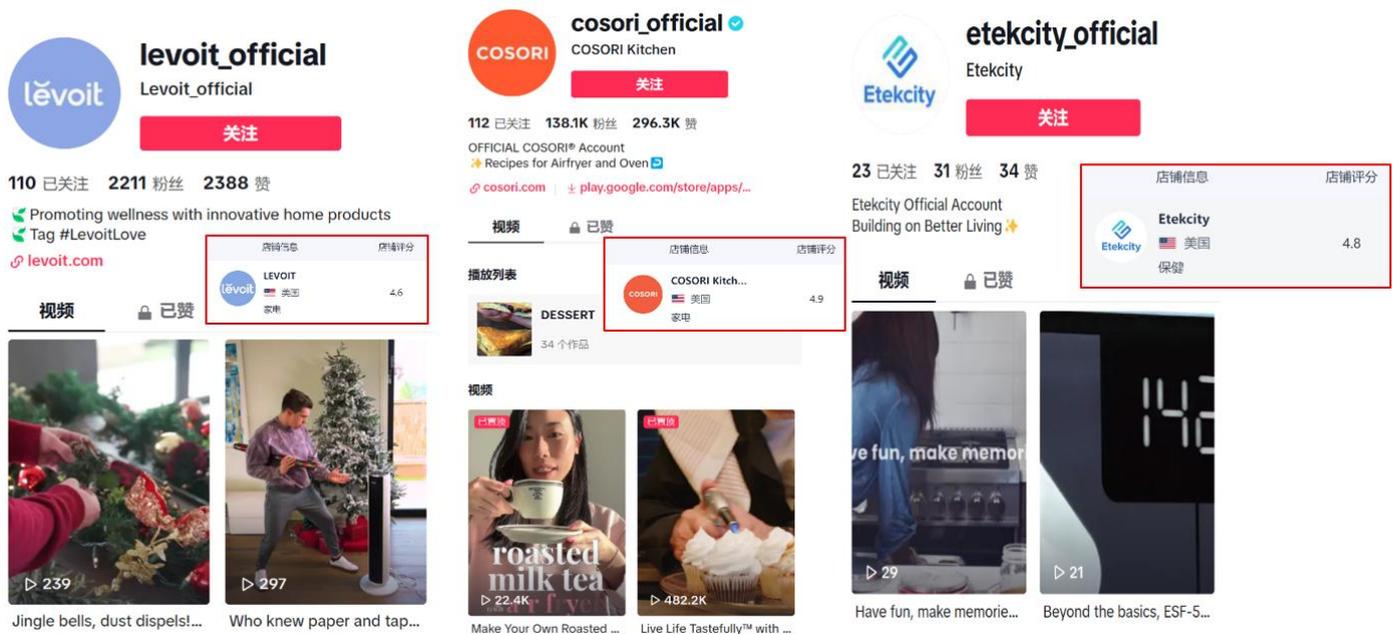
资料来源: YouTube, 华金证券研究所

图 30: 公司在 Facebook 开设官方号和区域号



资料来源: Facebook, 华金证券研究所

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）

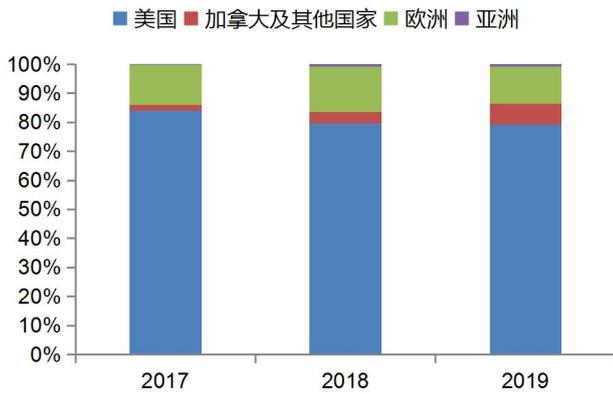


资料来源: TikTok, 华金证券研究所

（三）区域拓展，增量贡献可期

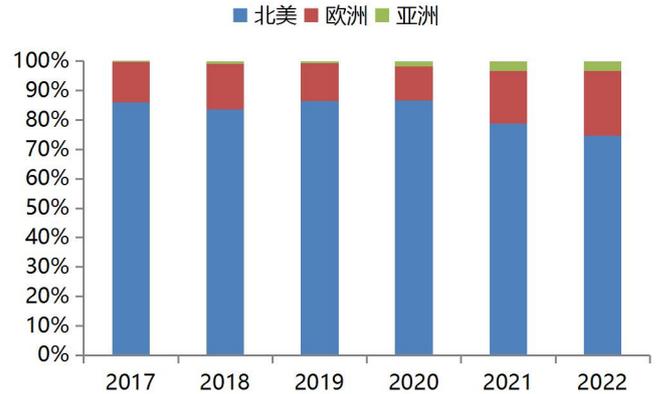
从北美出发，区域拓展向欧亚。美国为公司产品销售的主要市场，2017-2019 年美国收入占比基本稳定在 80%左右。近年来，为进一步打开市场，公司积极进行区域拓展，进军小家电市场规模可观的欧亚地区，一方面借助于亚马逊覆盖区域的扩大，顺势进入欧洲、加拿大及日本市场，另一方面通过非亚马逊销售渠道拓展至越南、法国及德国，依托于较强的产品力和品牌力，公司业务版图持续扩张。

图 32: 美国为公司产品销售的主要市场



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

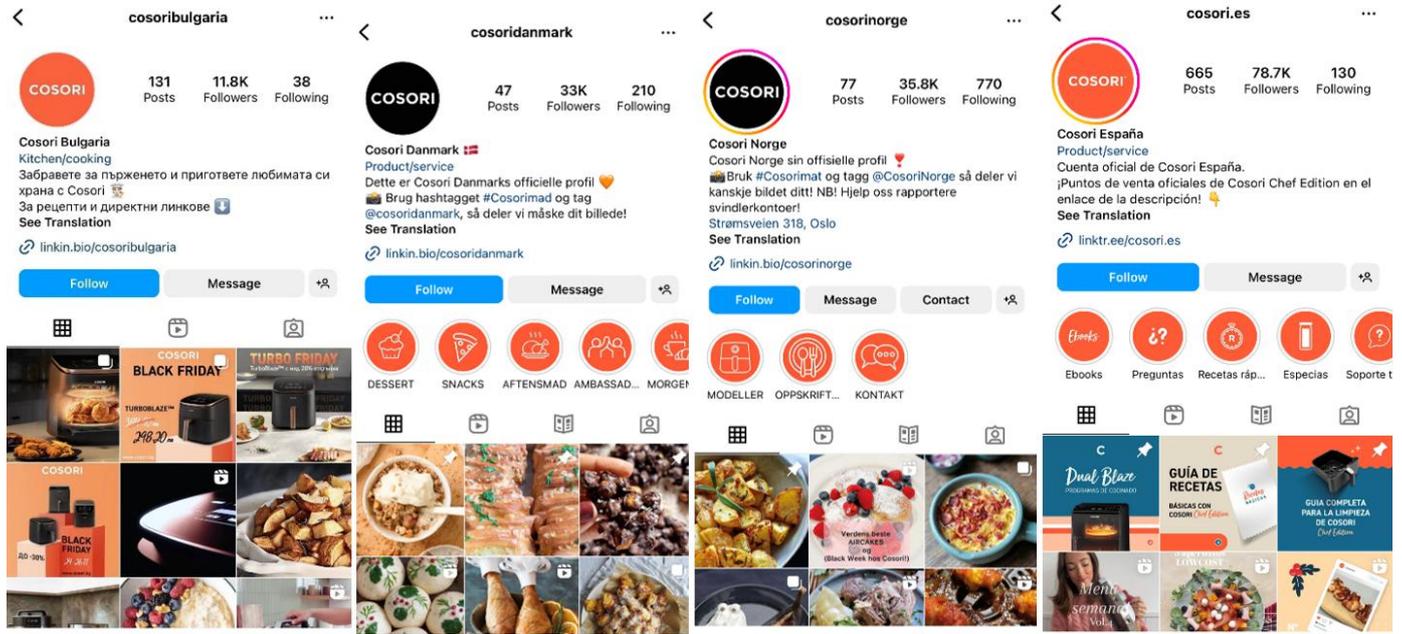
图 33: 公司欧亚地区收入占比显著提升



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

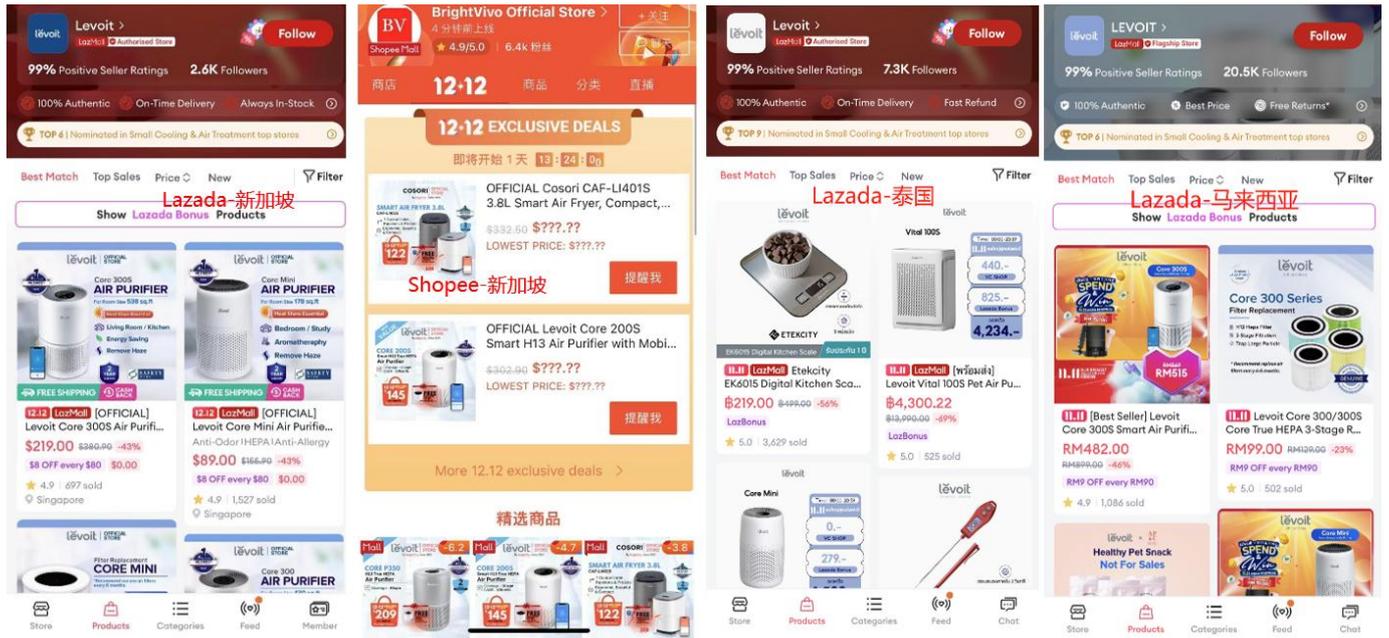
精准营销+电商优势, 区域扩张快速推进。除社交媒体上开设官方总账号之外, 公司还通过设立区域号以推送当地美食等方式来进行精细化营销推广。以 Instagram 为例, 公司现已拥有保加利亚、北欧四国、罗马尼亚和日本等多个区域号, 通过积极推送用公司产品制作当地美食的精彩内容吸引了众多粉丝, 产品宣传效率明显提升; 除此之外, 东南亚飞速发展的电商市场也为公司区域拓展创造了有利条件, 目前, 新加坡、马来西亚、印度尼西亚、泰国、越南等版本的 Lazada/Shoppe 均有 Cosori 或/和 Levoit 官方商店入驻, 购买热度、店铺订阅量十分可观。在精准化营销及东南亚等市场电商红利的助推下, 公司区域拓展迎来快速发展。

图 34: 公司 Instagram 区域号



资料来源: Instagram, 华金证券研究所

图 35: 公司在 Lazada、Shopee 上开设店铺



资料来源: Lazada, Shopee, 华金证券研究所

欧亚业务快速增长，区域拓展成效显著。2017-2022 年公司北美/欧洲/亚洲收入 CAGR 为 38%/56%/161%，2023H1 收入占比为 71.9%/23.6%/4.6%，较 2017 年变动-14.2pct/+9.8pct/+4.4pct。2022 年公司欧洲地区收入同比增长 33%，Cosori 品牌获得市场高度认可，据公司内部数据统计，2022 年 Cosori 空气炸锅在欧洲市场排名亚马逊第一，并且覆盖西班牙、罗马尼亚、北欧等国家及地区的大型商超的超 800 家门店。2023 年上半年，公司欧洲市场收入同比增长 52.2%，亚洲市场同比增长约 49.5%，在欧洲市场公司产品已进驻北欧、西班牙、匈牙利、德国等超 10 个国家的主流商超、入驻超 2500 家门店，在亚太市场公司产品进驻了新加坡、马来西亚、泰国、日本和中东等超过 1000 家主流商超的门店，整体扩张进展较为迅猛。

四、盈利预测与可比估值

(一) 盈利预测

1) 北美地区：公司空气净化器、加湿器份额位列市场第一，多品类份额领先、市场渗透率相对较高，中短期增长主要由产品和线下渠道拓展驱动，增速表现或将略低于欧亚地区，预计 2023-2025 年公司北美地区收入增速分别为 15.35%、15.0%、15.0%。

2) 欧洲和亚洲地区：公司产品尚未充分渗透，部分区域仍在快速拓展中，随着后续产品、渠道、区域拓展多向赋能，两地收入有望实现较高增长，预计 2023-2025 年公司欧洲地区收入增速为 44.83%、35.0%、35.0%，亚洲地区收入增速为 49.77%、50.0%、50.0%。

表 4：公司业务拆分

		2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
北美	收入（百万美元）	302.32	358.06	366.18	422.39	485.75	558.61
	yoy%	103.40%	18.44%	2.27%	15.35%	15.00%	15.00%
欧洲	收入（百万美元）	40.72	81.04	107.95	156.34	211.06	284.93
	yoy%	85.28%	99.03%	33.20%	44.83%	35.00%	35.00%
亚洲	收入（百万美元）	5.89	15.15	16.25	24.34	36.51	54.76
	yoy%	349.66%	157.37%	7.27%	49.77%	50.00%	50.00%
总收入（百万美元）		348.92	454.25	490.38	603.07	733.31	898.30
yoy%		102.96%	30.19%	7.95%	22.98%	21.60%	22.50%
毛利率%		43.68%	38.77%	29.02%	45.24%	45.40%	45.50%

资料来源：公司公告，华金证券研究所

基于以上假设，我们预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 6.03、7.33、8.98 亿美元，同比增长 22.98%、21.60%、22.50%，归母净利润分别为 0.69、0.84、1.04 亿美元，同比增长 521.6%、23.0%、23.3%。

（二）可比公司估值

公司主营小家电自主品牌出海业务，鉴于港股暂无合适的可比公司，我们选取业务内容相似/商业模式相近的 A 股上市公司小熊电器（以国内小家电产品销售为主，含部分海外销售）、新宝股份（以小家电出口代工和国内自主品牌销售为主）、华凯易佰（开展跨境出口电商业，主要通过亚马逊、ebay 等第三方平台将家居园艺、3C 电子产品、户外运动等品类销售给境外终端消费者）、安克创新（以消费电子自主品牌全球销售为主）作为可比公司，进行估值对比。公司产品竞争力强劲，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，收入有望持续实现较快增长。

表 5：可比公司估值（人民币口径）

公司代码	公司简称	总市值（亿元）	归母净利润（亿元）				PE		
			2022A	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
002959	小熊电器	78.98	3.86	4.66	5.55	6.45	16.94	14.22	12.24
002705	新宝股份	116.95	9.61	9.95	11.42	12.82	11.75	10.24	9.12
300592	华凯易佰	67.49	2.16	3.88	5.58	6.95	17.41	12.10	9.72
300866	安克创新	335.30	11.43	16.29	19.01	22.36	20.58	17.64	14.99
平均		-	6.77	8.69	10.39	12.15	16.67	13.55	11.52
2148.HK	VESYNC	55.10	-1.16	4.87	5.99	7.39	11.31	9.19	7.45

资料来源：wind，华金证券研究所（可比公司数据来自 wind 一致预期，截止日期 2024 年 1 月 4 日，港元兑人民币汇率为 0.90946，美元兑人民币汇率为 7.0997）

注：由于 A/H 两地市场的估值水平差异，可比估值表的结论存在限制，仅供参考。

五、风险提示

1. 产品加征关税：若美国等国家对公司产品加征关税，则会对公司净利率产生负面影响。

- 2.海外需求不及预期：**若海外经济衰退，市场需求低迷，公司销售收入可能会有所下滑。
- 3.新品表现不及预期：**近年来主流品牌持续强化品类布局、推新速度加快，市场上各类产品性能均有持续提升，若公司新品性能弱于同业，则可能面临业务拓展失败、新品销售不及预期的风险。
- 4.原材料价格不利波动：**小家电原材料主要为五金部件及塑料等，若铜铝等原材料价格持续大幅上涨，则公司可能会面临一定的成本端压力。
- 5.人民币汇率不利波动：**公司以外币为主要结算货币，若人民币持续升值，则可能会对公司盈利能力产生不利影响。
- 6.海运费价格不利波动：**公司产品主要出口海外，海运费高涨将会为公司带来一定的成本端压力。
- 7.市场竞争加剧：**小家电行业进入门槛偏低，市场品牌众多，若行业竞争加剧，公司市占率将面临下滑风险。
- 8.渠道集中度高：**公司目前高度依赖亚马逊渠道，若与亚马逊合作关系发生不利变化，其他渠道拓展不及预期，则可能面临一定负面冲击。

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先恒生指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先恒生指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与恒生指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后恒生指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后恒生指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于恒生指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于恒生指数波动；

分析师声明

吴东炬声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn