

香港股市 | 消费 | 家电

VESYNC (2148 HK)

收入略受影响；但核心能力增强

非亚马逊渠道快速增长；盈利能力强劲

Vesync 上半年收入 2.9 亿（美元，下同），同比增长 7.0%，略低于我们原先预期的双位数增长。公司近年积极拓展的非亚马逊渠道销售表现坚挺，收入同比增长 46.5%，占总收入比提升至 28.4%。上半年亚马逊渠道受到去库存的影响，收入同比下降 3.4%。原材料和运输费用下降驱动上半年毛利率扩张 3.3 个百分点至 48.5%，符合预期。费用端，上半年经营杠杆提升，销售费用和行政费用（扣除研发费用）率分别为 15.6% 和 7.9%，同比下降 1.7 和 1.9 个百分点。研发费用率 6.3%，同比提升 0.6 个百分点。公司半年净利润约 4,500 万元，同比提升 37.7%，创半年净利润新高。公司中期派息每股 8.88 港仙，派息率 30%。

北美需求稳定；欧洲受一次性事件影响

按地区划分，公司的北美业务保持稳定，上半年收入 2.3 亿，同比增长 13.0%，主要由在商超上架更多产品和新 TikTok 零售渠道带动。欧洲地区方面，受到土耳其的需求减弱以及地震等影响，欧洲销售同比下跌 18.6%。土耳其事件预计影响销售约 900-1,000 万元。西班牙、德国、匈牙利等国家的增长依然较快。亚洲地区销售同比增长 6.1%，主要受日本和中东地区带动。北美/欧洲/亚洲的销售占比为 75.9%/17.9%/6.1%。

打造爆款，拓展新品类

公司的主打品牌 Levoit 占收入 65.1%，空气净化器和加湿器通过迭代出新和开拓新细分市场使用的产品，已分别占美国市场份额 33.3% 和 23.9%。杆式吸尘器推出一年后获得亚马逊产品目录中首位排名。Cosori 的空气炸锅仍持续获得西班牙的头部产品地位。公司还将继续丰富产品类别，将推出美发、按摩以及宠物相关的产品，打造新增长曲线。

预计 FY24E/FY25E 净利润同比提升 20.5%/15.9%

我们下调 FY24E 收入预测 8.6% 至 6.4 亿；下调净利润预测 3.7% 至 9,300 万。预计在新产品和新媒体渠道的拓展下，FY25E 收入和净利润分别为 7.4 亿和 1.1 亿，同比增加 15.5% 和 15.9%。公司将维持全年 40% 派息率，股息率约 6%-7%。我们将前瞻估值市盈率调整至 8 倍，以及目标估值滚动至 FY25E，目标价 6.20 港元。我们看好公司打造爆款和开拓新渠道的能力，维持“买入”评级。

评级：买入

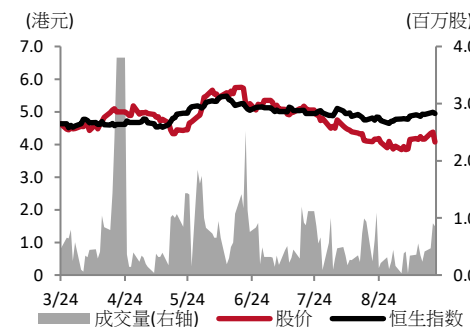
目标价：6.20 港元

股票资料

现价	4.38	港元
总市值	5,022	百万港元
流通股比例	17.5	%
已发行总股本	1,147	百万
52 周价格区间	2.74 - 5.89	港元
3 个月日均成交额	2.50	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

20240131 - 更新报告：2023 年扭亏为盈
20240328 - 更新报告：盈利能力显著改善；2024 夯实市场推广

图表 1：主要财务数据（美元百万元）

年结:12月31日	2022年实际	2023年实际	2024年预测	2025年预测	2026年预测
收入	490	585	643	743	855
增长率 (%)	8.0	19.4	9.8	15.5	15.1
净利润	(16)	77	93	108	127
增长率 (%)	(139.1)	(575.7)	20.5	15.9	17.3
摊薄后每股盈利 (美元)	(0.014)	0.068	0.086	0.100	0.117
净资产回报率 (%)	(5.4)	25.4	26.2	25.7	25.5
市盈率 (倍)	(39.2)	8.2	6.6	5.7	4.8
市净率 (倍)	2.3	1.9	1.6	1.3	1.1
股息率 (%)	0.0	4.8	6.0	7.0	8.2
每股股息 (港元)	0.000	0.211	0.265	0.307	0.360

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

图表 2: 财务摘要 (年结: 12月31日; 美元百万元)

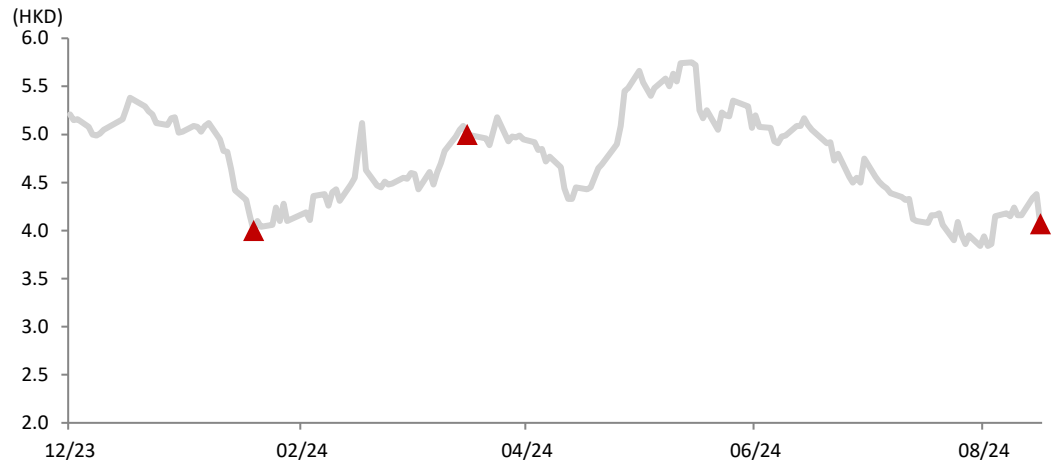
利润表	FY22 实际	FY23 实际	FY24 预测	FY25 预测	FY26 预测	资产负债表	FY22 实际	FY23 实际	FY24 预测	FY25 预测	FY26 预测
营业收入	490	585	643	743	855	固定资产	15	12	14	15	17
同比%	8	19	10	16	15	无形资产及商誉	0	0	1	2	3
成本	(348)	(311)	(339)	(388)	(445)	联营/合营公司	12	11	11	11	11
毛利润	142	274	304	355	410	长期投资	0	0	0	0	0
毛利率	29.0%	46.9%	47.3%	47.8%	48.0%	其他非流动资产	34	36	36	36	36
其他收益	4	10	7	4	5	非流动资产	61	59	62	64	67
销售及分销成本	(89)	(99)	(99)	(115)	(133)	库存	115	80	125	143	164
行政成本	(40)	(49)	(51)	(61)	(68)	应收帐款	149	192	213	246	283
研发成本	(30)	(34)	(39)	(43)	(50)	预付款项及存款	26	18	32	37	43
其他运营开支	(8)	(13)	(14)	(16)	(18)	其他流动资产	3	0	0	0	0
总运营开支	(167)	(196)	(203)	(235)	(269)	现金	103	215	149	185	220
营运利润 (EBIT)	(20)	89	108	125	146	流动资产	396	506	520	612	711
营运利润率	-4.1%	15.2%	16.8%	16.8%	17.1%	应付帐款	61	113	60	69	79
拨备	0	0	0	0	0	税项	6	6	13	15	17
财务成本	(2)	(2)	(2)	(2)	(2)	预提费用/其他应付款	39	60	65	76	87
融资后利润	(22)	88	106	123	144	银行贷款和租赁	13	33	29	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	(22)	87	106	123	144	其他流动负债	50	17	17	17	17
所得税	6	(10)	(13)	(15)	(17)	流动负债	168	228	184	205	229
少数股东权益	0	0	0	0	0	银行贷款和租赁	8	5	9	10	5
净利润	(16)	77	93	108	127	可转债/其他债务	0	0	0	0	0
同比%	(139)	(576)	21	16	17	递延所得税/其他	4	4	4	4	4
净利润率	-3.3%	13.2%	14.5%	14.6%	14.9%	少数股东权益	(0)	0	0	0	0
EBITDA	(19)	88	106	123	144	非流动负债	12	9	13	14	9
EBITDA 利润率	-3.8%	15.1%	16.4%	16.6%	16.9%	总净资产	277	328	385	458	540
每股盈利(美元)	(0.014)	0.068	0.086	0.100	0.117	股东权益	277	328	385	458	540
增长率%	(139)	(576)	26	16	17	股本	2	2	2	2	2
每股股息(港元)	0.000	0.211	0.265	0.307	0.360	储备	276	326	383	456	538

现金流量表	FY22 实际	FY23 实际	FY24 预测	FY25 预测	FY26 预测	主要财务比率%	FY22 实际	FY23 实际	FY24 预测	FY25 预测	FY26 预测
EBITDA	(19)	88	106	123	144	毛利率	29.0	46.9	47.3	47.8	48.0
营运资金变动	31	42	(127)	(37)	(42)	营业利润率	(4.1)	15.2	16.8	16.8	17.1
其他	7	0	0	0	0	净利率	(3.3)	13.2	14.5	14.6	14.9
经营活动现金流	20	130	(22)	86	102	销售分销成本/收入%	18.2	16.9	15.4	15.5	15.6
已付利息	(2)	(2)	(2)	(2)	(2)	行政成本/收入%	8.1	8.4	8.0	8.2	8.0
所得税	(18)	(6)	(6)	(13)	(15)	派息率	0.0	39.6	39.6	39.6	39.6
经营活动净现金	(0)	123	(29)	72	86	有效税率	25.1	11.5	12.0	12.0	12.0
资本支出	(3)	(3)	(3)	(4)	(4)	总负债比率	7.4	11.7	9.7	8.4	6.2
投资	(1)	(1)	(2)	(2)	(2)	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)	2.4	2.2	2.8	3.0	3.1
资产出售	0	0	0	0	0	速动比率(x)	1.7	1.9	2.1	2.3	2.4
已收利息	1	4	4	4	5	库存周转率(天)	120	94	135	135	135
其他	26	0	0	0	0	应收账款周转(天)	111	120	121	121	121
投资活动现金流	22	(0)	(0)	(1)	(1)	应付账款周转(天)	64	133	65	65	65
自由现金流	22	123	(29)	70	85	现金周转率(天)	168	81	191	191	191
发行股份	0	0	0	0	0	资产周转率(x)	1.1	1.2	1.1	1.2	1.2
股份回购	(2)	0	0	0	0	财务杠杆(x)	1.5	1.6	1.6	1.5	1.5
少数股东权益	0	0	0	0	0	EBIT 利润率	(4.1)	15.2	16.8	16.8	17.1
已付股息	(19)	(8)	(36)	(35)	(45)	利息开支(x)	1.1	1.0	1.0	1.0	1.0
银行贷款变动净	(23)	18	(1)	1	(5)	税务开支(x)	0.7	0.9	0.9	0.9	0.9
其他	24	1	0	0	0	股本回报率	(5.4)	25.4	26.2	25.7	25.5
筹资活动现金流	(21)	10	(37)	(34)	(50)	ROIC	(7.6)	45.6	44.8	37.6	38.7
现金变动净额	1	133	(66)	36	35						

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	31/01/2024	HK\$4.16	买入	HK\$5.70
2	28/03/2024	HK\$5.09	买入	HK\$6.66
3	28/08/2024	HK\$4.38	买入	HK\$6.20

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建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