

VESYNC (02148.HK)

线下&Tiktok 助推非亚高增，盈利能力环比继续提升

VeSync 于 8 月 26 日晚发布 2024 年中报。

- **业绩表现超市场预期。**公司上半年实现收入 2.9 亿美元，同比增长 7.0%，实现归母净利润 4486 万美元，同比增长 37.5%。公司拟派发中期分红每股 0.0888 港元，对应分红率约 27.6%。同时公司 1-6 月合计回购股份 888.3 万股，实际支付资金 4.6 亿港元，多方式提升股东回报。
- **分品牌看。**1) **Levoit**，上半年实现业务收入 1.9 亿美元，同比增长 32.4%。Levoit 空气净化器和加湿器在北美延续领先市场优势，进一步拓展线下 KA 渠道并在 Target 导入更多产品，同时德国市场及吸尘器新品类的开拓也为 Levoit 品牌提供显著业务增量；2) **Cosori**，上半年实现业务收入 7210 万美元，同比下滑 24.1%，主要受土耳其市场需求下滑及渠道去库影响；3) **Etekcity**，上半年实现收入 3029 万美元，同比下滑 16.0%；4) **其他品牌**，上半年实现收入 109 万美元，同比增长 289.3%。公司 2023 年官宣新品牌 Pawsync，针对宠物市场开发智能饮水机、智能喂食机、宠物清洁电器等一系列新品，2024Q2 推出两款新品后逐步起量。
- **线下渠道正螺旋增长，Tiktok 贡献新动能。**分渠道看，上半年公司亚马逊/非亚马逊渠道收入分别为 2.1 亿美元/ 8402 万美元，同比分别变动-3.4%/ +46.5%。公司线下渠道持续引领增长，并通过销售增长和入店率&货架资源提升的相互正反馈循环实现“滚雪球”式增长，上半年公司在北美 Target 及 Bestbuy 渠道分别新导入两款空气净化器&滤网产品及一款智能人体秤，同时亚太市场的线下渠道开拓（上半年新入店约 200 家，累计入店超 2100 家）及 Tiktok 的多款爆品打造也是非亚渠道快速增长的重要助推力。
- **亚太高增，北美稳健，欧洲承压。**分市场看，上半年公司北美/ 欧洲/ 亚洲市场收入分别为 2.2 亿美元/ 5316 万美元/ 1810 万美元，同比分别变动+13%/ -19%/ +43%，欧洲市场主要受去年同期高技术及土耳其市场去库影响，亚太市场新加坡、马来西亚、泰国、日本、中东等国家和地区的线下门店开拓带动收入高增。
- **毛利率。**上半年公司毛利率同比提升 3.3pct 至 48.5%，环比微增 0.1pct，我们推测主要受产品结构升级、及部分产品成本优化影响。**费用端**，上半年公司销售及分销开支费用率同比降低 1.7pct 至 15.6%，主要受收入规模提升下摊薄效应增加影响，费效比明显提升；行政开支费用率同比降低 1.3pct 至 14.2%，其中研发/ 管理费用率同比提升 0.6pct/ 0.4pct 至 6.3%/ 4.7%，专业费同比降低 48%，主要受去年同期召回计划下基数较高影响，约正向影响经营利润率 1.9pct。此外，受盈利提升和递延所得税减少影响，公司本期所得税开支同比提升 656%，实际所得税率从 3.1%提升至 14.8%。综合下来，公司上半年归母净利率同比提升 3.3pct 至 15.1%。
- **盈利预测及投资评级。**我们预计公司 2024-2026 年归母净利润至分别 0.9/ 1.1/ 1.3 亿美元，同比分别增长 19%/ 19%/ 17%，对应 PE 分别为 6.9 倍、5.8 倍及 4.9 倍，维持“强烈推荐”投资评级。
- **风险提示：**中美贸易关税扰动、原材料价格及海运费上涨、美元/英镑/欧元汇

强烈推荐（维持）

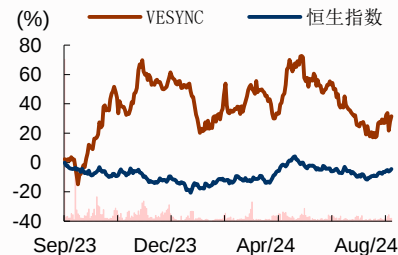
消费品/家电
目标估值：NA
当前股价：4.31 港元

基础数据

总股本（百万股）	1147
香港股（百万股）	1147
总市值（十亿港元）	4.9
香港股市值（十亿港元）	4.9
每股净资产（港元）	2.3
ROE（TTM）	26.7
资产负债率	41.4%
主要股东	
主要股东持股比例	%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	6	-9	23
相对表现			



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《VESYNC (02148) 一收入维持高增，线下渠道进展加速》2024-07-16
- 2、《VESYNC (02148) 一业绩表现超预期，份额提升+品类延伸+市场拓展逻辑持续兑现》2024-03-28
- 3、《VESYNC (02148) 一业绩表现超预期，线下渠道加速拓展》2023-08-23

史晋星 S1090522010003
shijinxing@cmschina.com.cn
彭子豪 S1090522120001
pengzihao@cmschina.com.cn
闫哲坤 S1090523070001
yanzhekun@cmschina.com.cn

率大幅贬值、市场需求不及预期、市场竞争加剧。

财务数据与估值

会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	491	586	700	826	971
同比增长	8%	19%	19%	18%	18%
营业利润(百万元)		79	99	118	140
同比增长	-147%	-432%	25%	20%	18%
净利润(百万元)	-16	77	92	110	129
同比增长	-139%	-576%	19%	19%	17%
每股收益(元)	-0.01	0.07	0.08	0.10	0.11
PE	-46.5	9.8	6.9	5.8	4.9
PB	2.7	2.3	1.6	1.3	1.1

资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万美元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	396	506	608	736	881
现金	94	104	133	180	234
交易性投资	0	0	0	0	0
其他短期投资	0	33	33	33	33
应收账款及票据	149	192	230	271	319
其它应收款	26	19	22	26	31
存货	115	80	98	115	136
其他流动资产	12	78	93	110	129
非流动资产	61	59	59	59	59
长期投资	14	18	18	18	18
固定资产	5	4	4	4	4
无形资产	10	7	7	7	7
其他	32	29	29	29	29
资产总计	457	565	668	795	940
流动负债	168	228	262	308	361
应付账款	61	113	138	163	192
应交税金	6	6	6	6	6
短期借款	8	30	20	24	28
其他	93	80	98	115	135
长期负债	12	9	9	9	9
长期借款	1	0	0	0	0
其他	11	9	9	9	9
负债合计	180	238	271	317	370
股本	2	2	1	1	1
储备	313	276	326	395	476
少数股东权益	(0)	0	(0)	(0)	(0)
归属于母公司所有者权益	277	328	396	478	570
负债及权益合计	457	565	668	795	940

现金流量表

单位：百万美元	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	(29)	45	58	69	82
净利润	15	77	92	110	129
折旧摊销	3	0	0	0	0
营运资金变动	(35)	(26)	(31)	(37)	(43)
其他非现金调整	(13)	(6)	(3)	(3)	(4)
投资活动现金流	6	(30)	4	5	5
资本支出	(1)	0	0	0	0
出售固定资产	0	0	0	0	0
投资增减	11	41	0	0	0
其他投资	(3)	11	4	5	5
筹资活动现金流	4	(5)	(34)	(27)	(34)
债务增减	4	(1)	(10)	4	4
股本增减	(2)	0	(0)	0	0
股利支付	0	0	23	29	36
其他筹资	2	(4)	(2)	(1)	(2)
其他调整	0	0	(47)	(58)	(72)
现金净增加额	(22)	11	28	47	54

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万美元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总营业收入	491	586	700	826	971
主营收入	490	585	700	826	971
营业成本	348	311	381	449	528
毛利	142	274	319	377	443
营业支出	167	195	220	258	304
营业利润	(24)	79	99	118	140
利息支出	2	2	2	1	2
利息收入	1	4	1	1	2
权益性投资损益	0	(0)	(0)	(0)	(0)
其他非经营损益	0	3	3	3	3
非经常项目损益	3	3	3	3	3
除税前利润	(22)	87	104	124	146
所得税	(6)	10	12	14	17
少数股东损益	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
母公司所有者净利润	(16)	77	92	110	129
EPS (美元)	(0.01)	0.07	0.08	0.10	0.11

主要财务比率

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
年成长率					
营业收入	8%	19%	19%	18%	18%
营业利润	-147%	-432%	25%	20%	18%
净利润	-139%	-576%	19%	19%	17%
获利能力					
毛利率	29.0%	46.9%	45.6%	45.6%	45.6%
净利率	-3.3%	13.2%	13.2%	13.3%	13.3%
ROE	-5.9%	23.7%	23.3%	23.1%	22.6%
ROIC	-6.0%	21.4%	21.9%	21.7%	21.4%
偿债能力					
资产负债率	39.3%	42.0%	40.6%	39.9%	39.4%
净负债比率	2.0%	5.3%	3.0%	3.0%	3.0%
流动比率	2.4	2.2	2.3	2.4	2.4
速动比率	1.7	1.9	2.0	2.0	2.1
营运能力					
资产周转率	1.1	1.0	1.0	1.0	1.0
存货周转率	2.9	3.2	4.3	4.2	4.2
应收账款周转率	3.3	3.0	3.0	3.0	3.0
应付账款周转率	7.1	3.6	3.0	3.0	3.0
每股资料(元)					
EPS	-0.01	0.07	0.08	0.10	0.11
每股经营现金	-0.02	0.04	0.05	0.06	0.07
每股净资产	0.24	0.28	0.35	0.42	0.50
每股股利	0.00	0.03	0.03	0.04	0.04
估值比率					
PE	-46.5	9.8	6.9	5.8	4.9
PB	2.7	2.3	1.6	1.3	1.1
EV/EBITDA	-45.3	10.3	7.5	6.3	5.4

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制，仅对中国境内投资者发布，请您自行评估接收相关内容的适当性。本公司不会因您收到、阅读相关内容而视您为中国境内投资者。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。