

# Vesync (2148 HK)

## 结合中国制造和美国电商的小家电公司

- **Vesync 主力在美国电商销售，相当领先的小家电公司。**在 2019 年是美国亚马逊和所有电商管道当中销售第三/第五的小家电公司（市场份额为 3.9%）。Vesync 坐拥三大主要品牌（Levoit, Cosori 和 Etekcity），业务专注于家庭环境，厨房，健康监测及户外娱乐电器。在 20 财年，Vesync 实现了 3.49 亿美元的销售和 5,500 万美元的净利润，其销售和净利润的年复合增长率在 17-20 财年亦分别达到 60% 和 208%。
- **产品：在细分市场里十分创新，而且性价比极高。**我们认为 Vesync 的产品具有强大的竞争力，在亚马逊平台上最畅销，排名第一的空气净化器和气炸锅分别是公司旗下 Levoit 和 Cosori 品牌的产品，背靠的是行业领先的客户满意度，原因是：1) 物超所值，2) 在研发和广告宣传上的大量投资，3) 与亚马逊通过的 Vendor Central 方式紧密合作。
- **管道：美国电商仍然蓬勃，同时线下管道潜力巨大。**我们相信美国的电商行业发展还只是在初步阶段，同时线下管道的增长潜力也是充足的，因为线下小家电行业的销售大约是线上的 4 倍。鉴于其更高的性价比，更好的用户体验和功能等，其产品应该有足够的竞争力去渗透到不同管道。我们认为，Vesync 线下的发展会循序渐进，因为 SKU 和商店的覆盖率都会稳步上升。
- **区域：欧洲的市场相当巨大，而 Vesync 的产品亦相当有竞争力。**欧洲的小家电市场相当巨大，规模约是美国市场的 80%-90%，因此它确实为 Vesync 提供巨大的潜力。更重要的是，我们相信 Vesync 是有足够的竞争力，因为它的产品已经在英国大受欢迎。此外，Vesync 也可以随着亚马逊在欧洲的加速扩张而一起成长。
- **我们预计 20-23 财年销售/净利润年复合增长为 30% / 31%。**主要驱动因素有：在家办公的需求、财富效应、电商渗透率提高、以及对线下管道以及欧洲的扩张。我们认为由于成本压力（运费、原材料成本上涨和人民币升值），21 财年公司的毛利率将下降，但 22-23 财年则因产品升级带动单价提升而改善。我们相信净利率也会有类似趋势，给予电商平台的佣金、员工成本、研发、办公和折旧费用为公司带来一些杠杆。
- **首次覆盖，给予买入评级，目标价 15.60 港元。**基于 25 倍 22 财年预测市盈率，对比国内/海外同业平均的 18.3 倍/ 21.3 倍有 36%/ 17% 的溢价，因为：1) 品牌在海外市场拥有一定知名度，2) 强大的研发能力和供应链，3) 比同业增长更快，4) 身处增长潜力更大的电商行业。目标价亦反映 1.1 倍的三年 PEG，而国内/海外主要同业平均约为 1.0 倍/ 1.3 倍。当前公司股价相当于 17.8 倍 22 财年预测市盈率和 0.8 倍 PEG，我们认为估值相当吸引。

### 财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
营业额 (千美元)	171,919	348,922	487,938	629,322	773,358
同比增长 (%)	18.8	103.0	39.8	29.0	22.9
净利润 (千美元)	6,372	54,723	69,495	93,887	124,120
每股收益 (美元)	0.008	0.049	0.061	0.080	0.106
每股收益变动 (%)	(99.8)	511.0	24.7	32.7	32.2
市场每股盈利预测 (美元)	不适用	不适用	0.065	0.091	0.122
市盈率(x)	179.2	29.3	23.6	17.8	13.5
市帐率(x)	97.8	6.2	5.1	3.9	3.0
股息率 (%)	0.0	0.3	1.2	1.7	2.2
权益收益率 (%)	38.9	21.0	21.1	22.1	22.6
负债比率 (x)*	119.8	净现金	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司、彭博及招银国际证券预测，\*净负债/股东权益比率 (%)

### 买入 (首次覆盖)

目标价	HK\$15.60
潜在升幅	+40.3%
当前股价	HK\$11.12

### 中国家电行业

#### 胡永匡

(852) 3761 8776  
walterwoo@cmbi.com.hk

#### 公司数据

市值(百万港元)	12,955
3 月平均流通量(百万港元)	29.48
52 周内股价高/低(港元)	23.9/8.0
总股本(百万)	1165.1

资料来源：彭博

#### 股东结构

杨琳女士 (委托人及受托人)	36.15%
& Ryan Xu 先生 (终身受益人)	
杨毓正先生	32.74%
杨海先生	0.72%
江均秀女士	1.43%
股份奖励信托	3.04%
自由流通	25.92%

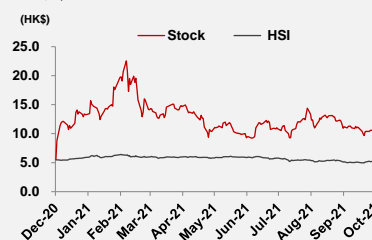
资料来源：港交所

#### 股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-5.0%	-8.2%
3-月	0.8%	7.4%
6-月	-29.0%	-19.9%
12-月	不适用	不适用

资料来源：彭博

#### 股份表现



资料来源：彭博

审计师：安永

## 财务分析

### 利润表

年结:12月31日(千美元)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
<b>销售收入</b>	<b>171,919</b>	<b>348,922</b>	<b>487,938</b>	<b>629,322</b>	<b>773,358</b>
北美	148,634	302,318	404,975	503,704	595,617
欧洲	21,976	40,718	71,237	106,855	149,597
亚洲	1,309	5,886	11,726	18,762	28,143
<b>销售成本</b>	<b>(104,685)</b>	<b>(196,503)</b>	<b>(284,157)</b>	<b>(364,276)</b>	<b>(445,583)</b>
<b>毛利</b>	<b>67,234</b>	<b>152,419</b>	<b>203,781</b>	<b>265,045</b>	<b>327,774</b>
<b>其它收入</b>	<b>1,180</b>	<b>331</b>	<b>3,215</b>	<b>629</b>	<b>773</b>
<b>营运支出</b>	<b>(60,163)</b>	<b>(91,422)</b>	<b>(125,439)</b>	<b>(157,728)</b>	<b>(187,597)</b>
广告推广	(14,556)	(12,270)	(14,150)	(19,509)	(25,521)
平台佣金	(12,809)	(17,180)	(20,521)	(23,876)	(26,569)
员工成本	(9,868)	(20,177)	(31,258)	(40,657)	(46,430)
研发	(8,178)	(10,459)	(20,981)	(25,802)	(31,708)
其它运营费用	(14,752)	(31,336)	(38,528)	(47,884)	(57,369)
<b>息税前收益</b>	<b>8,251</b>	<b>61,328</b>	<b>81,558</b>	<b>107,947</b>	<b>140,951</b>
融资成本净额	(1,281)	(1,130)	(728)	(31)	95
合资及联营企业	-	-	-	-	-
特殊项目	(36)	(141)	(488)	-	-
<b>税前利润</b>	<b>6,934</b>	<b>60,057</b>	<b>80,341</b>	<b>107,916</b>	<b>141,046</b>
所得税	(562)	(5,334)	(10,846)	(14,029)	(16,925)
减: 非控制股东权益	0	0	0	0	0
<b>净利润</b>	<b>6,372</b>	<b>54,723</b>	<b>69,495</b>	<b>93,887</b>	<b>124,120</b>

### 现金流量表

年结:12月31日(千美元)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
<b>息税前利润</b>	<b>8,251</b>	<b>61,328</b>	<b>81,558</b>	<b>107,947</b>	<b>140,951</b>
折旧和摊销	481	792	623	602	577
营运资金变动	(11,179)	(56,804)	38,125	(73,191)	37,673
已缴纳所得税	(3,744)	(1,384)	(10,846)	(14,029)	(16,925)
其它	4,931	5,717	295	1,072	1,333
<b>经营活动所得现金流</b>	<b>(1,260)</b>	<b>9,648</b>	<b>109,755</b>	<b>22,401</b>	<b>163,609</b>
资本开支	(1,154)	(1,333)	(1,464)	(1,888)	(2,320)
联营公司	-	-	-	-	-
利息收入	-	-	-	-	-
其它	(679)	(4,988)	-	-	-
<b>投资活动所得现金净额</b>	<b>(1,833)</b>	<b>(6,321)</b>	<b>(1,464)</b>	<b>(1,888)</b>	<b>(2,320)</b>
股份发行	-	192,605	-	-	-
净借贷	4,346	(15,466)	-	-	-
支付股息	-	(4,224)	19	28	37
其它	(1,974)	(1,806)	(847)	(933)	(1,077)
<b>融资活动所得现金净额</b>	<b>2,372</b>	<b>171,109</b>	<b>(827)</b>	<b>(905)</b>	<b>(1,040)</b>
<b>现金增加净额</b>	<b>(721)</b>	<b>174,436</b>	<b>107,464</b>	<b>19,608</b>	<b>160,249</b>
年初现金及现金等价物	<b>9,856</b>	<b>9,115</b>	<b>183,450</b>	<b>290,914</b>	<b>310,521</b>
汇兑	(20)	(101)	-	-	-
<b>年末现金及现金等价物</b>	<b>9,115</b>	<b>183,450</b>	<b>290,914</b>	<b>310,521</b>	<b>470,770</b>

### 资产负债表

年结:12月31日(千美元)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
<b>非流动资产</b>	<b>12,728</b>	<b>30,602</b>	<b>31,266</b>	<b>32,383</b>	<b>33,965</b>
固定资产	1,594	1,858	2,632	3,857	5,548
无形资产和商誉	207	406	297	188	78
预付租金	8,067	11,056	11,056	11,056	11,056
合资及联营公司投资	-	-	-	-	-
其它非流动资产	2,860	17,282	17,282	17,282	17,282
<b>流动资产</b>	<b>75,922</b>	<b>339,122</b>	<b>461,752</b>	<b>561,866</b>	<b>738,851</b>
现金及现金等价物	33,278	95,598	91,245	148,279	144,707
存货	17,880	35,241	44,968	58,482	68,645
贸易和其他应收款	7,415	24,577	34,369	44,328	54,473
预付款	8,234	256	256	256	256
其它流动资产	9,115	183,450	290,914	310,521	470,770
<b>流动负债</b>	<b>63,636</b>	<b>97,395</b>	<b>150,686</b>	<b>158,002</b>	<b>212,412</b>
银行贷款	18,354	2,888	2,888	2,888	2,888
应付款	19,418	45,617	88,065	84,352	127,527
应计费用和其他应付款	14,367	27,217	38,061	49,089	60,324
应付税款	729	17,040	17,040	17,040	17,040
其它流动负债	10,768	4,633	4,633	4,633	4,633
<b>非流动负债</b>	<b>6,802</b>	<b>9,183</b>	<b>9,183</b>	<b>9,183</b>	<b>9,183</b>
银行贷款	-	-	-	-	-
递延收入	-	-	-	-	-
递延所得税	-	-	-	-	-
其它	6,802	9,183	9,183	9,183	9,183
<b>少数股东权益</b>	<b>1,818</b>	<b>3,015</b>	<b>3,015</b>	<b>3,015</b>	<b>3,015</b>
<b>净资产总额</b>	<b>16,394</b>	<b>260,131</b>	<b>330,134</b>	<b>424,049</b>	<b>548,206</b>
<b>股东权益</b>	<b>16,394</b>	<b>260,131</b>	<b>330,134</b>	<b>424,049</b>	<b>548,206</b>

### 主要比率

年结:12月31日(千美元)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
<b>销售组合(%)</b>					
北美	86	87	83	80	77
欧洲	13	12	15	17	19
亚洲	1	2	2	3	4
<b>合计</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>
<b>盈利能力比率</b>					
毛利率	4.8	17.6	16.7	17.2	18.2
经营利润率	4.0	17.2	16.5	17.1	18.2
税前利润率	3.7	15.7	14.2	14.9	16.0
净利润率	7.1	(6.9)	15.0	15.0	15.0
有效税率	39.1	43.7	41.8	42.1	42.4
	3.7	15.7	13.7	14.9	16.0
<b>资产负债比率</b>					
流动比率(x)	1.2	3.5	3.1	3.6	3.5
速动比率(x)	0.7	2.5	2.5	2.6	2.8
现金比率(x)	0.1	1.9	1.9	2.0	2.2
平均库存周转天数	102	120	120	120	120
平均应收帐款周转天数	23	28	30	30	30
平均应付帐款天数	48	60	50	50	50
债务/股本比率(%)	175	2	2	1	1
净负债/股东权益比率(%)	120	净现金	净现金	净现金	净现金
<b>回报率(%)</b>					
资本回报率	38.9	21.0	21.1	22.1	22.6
资产回报率	7.2	14.8	14.1	15.8	16.1
<b>每股数据(美元)</b>					
每股盈利(美元)	0.01	0.05	0.06	0.08	0.11
每股股息(美元)	0.00	0.00	0.02	0.02	0.03
每股帐面价值(美元)	0.01	0.23	0.28	0.36	0.47

资料来源:公司及招银国际证券预测

## 免责声明及披露

### 分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告30日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告3个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

### 招銀國際證券投資評級

买入	: 股价于未来12个月的潜在涨幅超过15%
持有	: 股价于未来12个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来12个月的潜在跌幅超过10%
未评级	: 招銀國際并未给予投资评级

### 招銀國際證券行業投資評級

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

### 招銀國際證券有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)为招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司为招商銀行之全資附屬公司)

### 重要披露

本报内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招銀國際證券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招銀國際證券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招銀國際證券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律責任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招銀國際證券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何責任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国2000年金融服务及市场法令2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第19(5)条之人士及(II)属金融服务令第49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招銀國際證券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美商投资者

对于接收此份报告的美商投资者：招銀國際證券不是在美国的注册经纪交易商。因此，招銀國際證券不受美国就有研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关FINRA规则的限制。本报告仅提供给美国1934年证券交易法(经修订)规则15a-6定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由CMBI(Singapore)Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号201731928D)在新加坡分发。CMBISG是在《财务顾问法案》(新加坡法例第110章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG可根据《财务顾问条例》第32C条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第289章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则CMBISG仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律責任。新加坡的收件人应致电(+65 6350 4400)联系CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。