

## VESYNC (02148.HK) 深度研究报告

## 小家电跨境电商龙头，渠道、品类持续丰富

- ❖ **Vesync 为小家电跨境电商出海领导者，品类持续丰富。**公司旗下目前有 Levoit、Cosori、Etekciti 三个核心品牌，2017-2022 年营收规模 CAGR 高达 41.91%，公司借助亚马逊平台优势迅速成长，而后亚马逊渠道由 SC 转向更为稳定的 VC 模式，同时积极拓宽线下渠道，现已进入海外主流商超线下门店近万家。公司两大自主品牌产品外观简约、品类持续丰富，极具竞争优势。
- ❖ **海外渠道稳定线下持续扩张，有助提升销售天花板。**公司亚马逊 VC 渠道占比从 2017 年的 8.4% 上升至 2022 年的 82.6%，VC 相较 SC 更为稳定，平台引流力度更大，销售体量更大。同时，公司积极拓宽线下渠道，至 23 年 H1 公司欧洲市场进驻线下商超门店超过 2500 家，以“新马泰”、日本、中东为主其他海外销售区域进驻商超门店超过 1000 家，在较为成熟的小家电行业中，渠道品牌价值将贡献更多边际增量，线下渠道拓宽有助于快速提升销售天花板。
- ❖ **Levoit 家居环境品牌成长迅速，新品类有望构筑第二成长曲线。**Levoit 品牌为公司旗下家庭环境类型小家电，目前以空气净化器为主，加湿器、吸尘器、塔扇等产品矩阵持续丰富，公司产品外观简约时尚，定价具备较高竞争优势。公司空气净化器 23H1 在美国市场销量份额达 39%，相较 2022 年同期提升 7pcts，位居首位；23H1 公司加湿器美国市场市占率达到 24%，位居第一；新品吸尘器从吸附毛发的细分需求切入，有望打开 Levoit 的第二增长曲线。此外，公司或开拓新品牌进入宠物用品赛道，北美养宠家庭占比超过 70%，养宠家庭清洁痛点主要集中于气味、毛发、粉尘等问题，Levoit 专注于家庭环境清洁，有望与新品牌发挥较大品类协同效应，构建新成长曲线。
- ❖ **Cosori 空炸产品外形时尚，抓住区域性需求趋势。**Cosori 主要聚焦于厨房场景，产品包括空气炸锅、烤箱、电水壶等，目前主要以空气炸锅为主。据测算，2022 年北美/拉美/西欧/东欧空炸保有率分别为 27.3%/11.9%/4.6%/0.5%（数据为 Euromonitor 口径测算，实际保有率或更高），假设各地区终局结构下空炸保有率分别达到 60%/30%/20%/10%，测算终局更新下各地区销额规模相较 2022 年将分别提升 127%/94%/178%/1221%。公司空炸产品微创新技术领先，较早实现手机 APP 互联，电子显示，操作舒适感更佳，并在渗透空间更大的欧洲取得优异成绩，Cosori 空炸 22 年在欧洲亚马逊份额位于首位，在西班牙、北欧等地区占据超过 800 家线下商超核心货架位置，22 年 Cosori 整体同比提升 33%。
- ❖ **投资建议：**公司为小家电跨境龙头，不断丰富产品品类、拓展渠道。我们给予公司 23/24/25 年 EPS 预测分别为 0.06/0.07/0.09 美元，对应 PE 分别为 10.5/8.6/7.1 倍。采用可比公司估值法，给予 24 年 12 倍 PE，给予目标价 6.73 港元。首次覆盖，给予“推荐”评级。
- ❖ **风险提示：**亚马逊平台政策变化，关税政策及海运价格变化，原材料价格上涨，渠道开拓、新品研发不及预期。

## 主要财务指标

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万美元)	491	610	732	881
同比增速(%)	8.1%	24.2%	19.9%	20.5%
归母净利润(百万美元)	-16	68	83	101
同比增速(%)	-139.1%	519.7%	22.1%	21.3%
每股盈利(美元)	-0.01	0.06	0.07	0.09
市盈率(倍)	-44.1	10.5	8.6	7.1
市净率(倍)	2.6	2.1	1.7	1.4

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为 2014 年 1 月 23 日收盘价

## 推荐 (首次)

目标价：6.73 港元

当前价：4.83 港元

## 华创证券研究所

证券分析师：秦一超

邮箱：qinyichao@hcyjs.com

执业编号：S0360520100002

证券分析师：樊翼辰

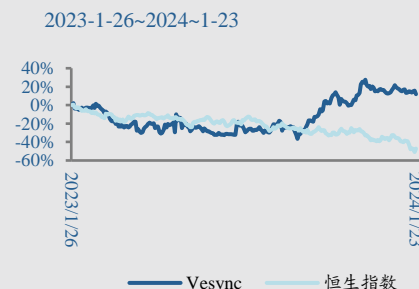
邮箱：fanyichen@hcyjs.com

执业编号：S0360523080004

## 公司基本数据

总股本(万股)	116288.48
已上市流通股(万股)	116288.48
总市值(亿港元)	60
流通市值(亿港元)	60
资产负债率(%)	35.73
每股净资产(美元)	0.27
12 个月内最高/最低价	5.68/2.74

## 市场表现对比图(近 12 个月)



## 投资主题

### 报告亮点&投资逻辑

公司为小家电跨境电商出海龙头，线上线下渠道持续拓宽，产品品类持续丰富，销售规模有望持续提升。我们自上而下来看，跨境电商相较传统出海贸易商销售环节较少，公司占据微笑曲线两段较高附加值的研发设计、品牌优势环节，相较传统贸易出海优势显著。

**持续拓展海外线下销售渠道。**公司线上销售渠道稳定、各区域线下渠道持续扩张，而海外线下为小家电主流销售渠道，公司规模天花板有望持续提升。

**产品品类持续丰富，自主品牌快速成长。**公司两大自主品牌 Levoit、Cosori 近年来增长迅速，两大主要品类空气净化器、空气炸锅在海外份额持续提升，随着公司渠道持续拓展、产品力提升、产品矩阵不断完善，公司有望继续快速增长。

### 关键假设、估值与盈利预测

公司作为小家电跨境电商龙头企业，产品品类持续扩充，各品类外观、功能、定价均具备较高竞争优势。线上亚马逊渠道稳定，欧洲、北美线下渠道持续扩张，已进入各区域核心线下商场渠道，预期公司长期营收稳定增长。

- **Levoit 品牌:** Levoit 专注于家庭环境电器，公司空气净化器北美份额持续提升，同时加湿器、塔扇、吸尘器等新品类持续完善，叠加线下渠道持续扩充，我们认为 Levoit 品牌将实现稳定增长，给予 Levoit 品牌 23-25 年营收增速预测分别为 27%/25%/22%。
- **Cosori 品牌:** Cosori 品牌主要围绕厨房场景需求，当前主要以空气炸锅为主且欧洲区域销售增长较快，叠加公司持续推出烤箱等新品类，我们给予 Cosori 品牌 23-25 年营收增速预测分别为 25%/15%/20%。
- **Etekciti 品牌:** Etekciti 品牌主要涉及健康监测以及个护等品类，在公司收入占比中持续减少 22 年占比不足 10%，但 Etekciti 体重秤产品具备竞争力且市场份额稳定，我们给予 Etekciti 品牌 23-25 年营收增速预测分别为 5%/5%/10%。

## 目 录

一、 Vesync: 小家电跨境电商出海领导者 .....	6
二、 跨境电商优势 .....	10
三、 公司渠道稳定扩张, 品牌形象深入人心 .....	12
(一) 公司持续拓展海外渠道 .....	12
(二) 两大新品牌快速成长 .....	16
1、 Levoit 家居环境产品快速走红 .....	16
2、 Cosori: 空炸产品外形时尚, 抓住区域性需求趋势 .....	21
四、 盈利预测 .....	28
五、 风险提示 .....	30

## 图表目录

图表 1	Vesync 发展历程梳理.....	6
图表 2	Vesync 股权结构图.....	7
图表 3	核心管理层履历.....	7
图表 4	公司营业收入及增速.....	8
图表 5	公司归母净利润及增速.....	8
图表 6	三大核心品牌收入占比.....	8
图表 7	三大核心品牌各有侧重.....	9
图表 8	公司分地区收入规模情况 (千万美元).....	9
图表 9	公司分地区收入结构 (%).....	9
图表 10	跨境电商 5F+2S+1P 基本框架.....	10
图表 11	跨境电商省去中间环节可大幅提高零售效率.....	10
图表 12	代工厂主要生产模式梳理.....	11
图表 13	生产制造处于附加值最低的中间环节.....	11
图表 14	2022 年各国家地区空冰洗及清洁电器价格对比.....	11
图表 15	产品技术与品牌价值阶段变化.....	12
图表 16	公司 VC 渠道收入迅速提升 (百万美元).....	13
图表 17	公司各销售渠道占比变化.....	13
图表 18	公司平台佣金占比持续降低 (百万美元).....	13
图表 19	公司盈利能力及费用率变化.....	13
图表 20	亚马逊主要销售模式.....	14
图表 21	亚马逊平台查封卖家事件不断.....	14
图表 22	23Q3 Tik Tok shop 美国小店数量增长 (个).....	15
图表 23	23Q3 Tik Tok shop 美国小店预估销售额 (百万美元).....	15
图表 24	公司主要品牌 TikTok 账号运营较好.....	15
图表 25	Vesync 积极布局线下渠道.....	16
图表 26	海外小家电销售以线下为主 (%).....	16
图表 27	北美空净销售量 (百万台).....	17
图表 28	西欧空净销售量 (百万台).....	17
图表 29	近年来北美空气质量问题频发.....	17
图表 30	空气净化器主要过滤技术.....	18
图表 31	空气净化器核心参数.....	18
图表 32	官网产品直接关联山火烟雾问题需求.....	19
图表 33	Levoit Vital 系列空净三层过滤原理.....	19

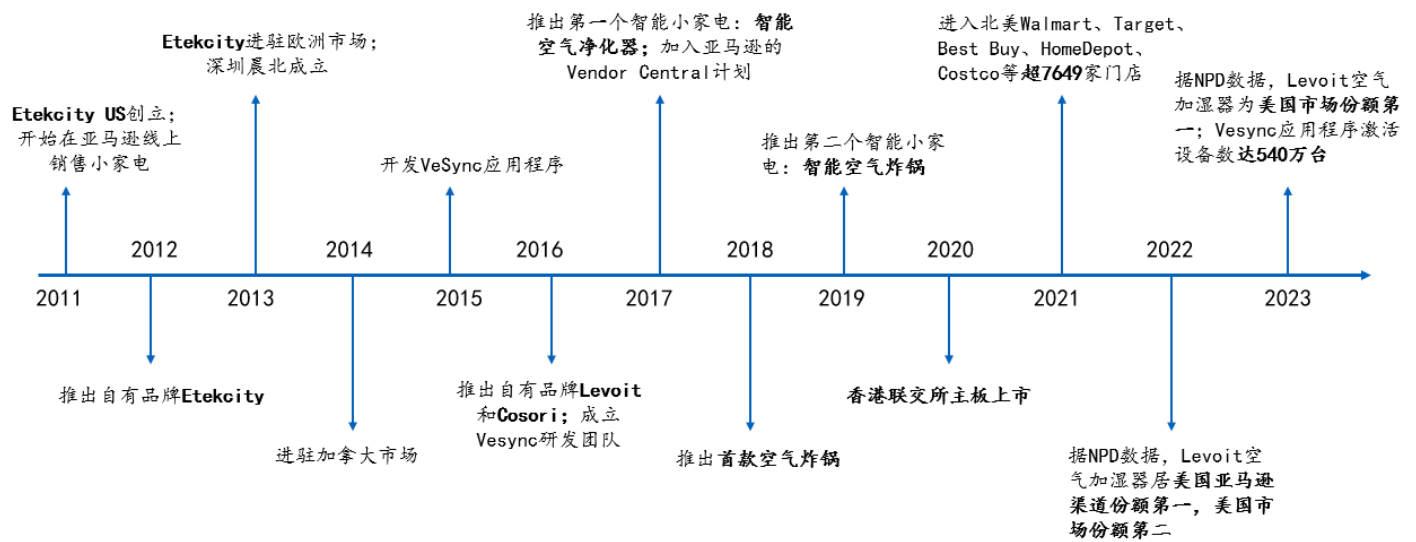
图表 34	美亚空净产品对比 .....	19
图表 35	北美亚马逊 HEPA 滤网空气净化器 Best Sellers .....	20
图表 36	美亚空气净化器市占变化 .....	20
图表 37	空净主要品牌美亚均价变化 (美元) .....	20
图表 38	主流吸尘器产品对比 .....	21
图表 39	海外空气炸锅销售量快速增长 .....	22
图表 40	空气炸锅海外均价呈下降趋势 (美元) .....	22
图表 41	海外各地区销售量占比 .....	22
图表 42	空气炸锅北美普及率较高 .....	22
图表 43	海外主要地区家庭平均人数呈下降趋势 .....	23
图表 44	海外主要地区 1-2 人家庭占比逐年提升 .....	23
图表 45	美国各年龄段食用快餐人群比例 .....	23
图表 46	国内外每天人均摄入脂肪量对比 .....	23
图表 47	空气炸锅内部结构及工作原理示意图 .....	24
图表 48	空气炸锅与普通烤箱对比 .....	24
图表 49	海外空气炸锅终局需求测算 .....	25
图表 50	主流品牌空气炸锅产品对比 .....	26
图表 51	Cosori 亚马逊销售情况 .....	26
图表 52	23H1 Cosori 销额边际提升 (百万美元) .....	26
图表 53	公司逐步实现自主研发 .....	27
图表 54	Vesync App 用户数量持续提升 (用户/十万) .....	27
图表 55	Vesync 主要品牌收入预测 (百万美元) .....	28
图表 56	可比公司估值表 .....	28

公司作为小家电跨境电商出海领导者，凭借自身产品优势，销售规模持续扩大。2017-2022年营收规模 CAGR 高达 41.91%。自上而下来看，海外小家电规模更大、需求天花板更高，公司借助亚马逊平台优势迅速成长，而后亚马逊渠道由 SC 转向更为稳定的 VC 模式，同时积极拓宽线下渠道，现已进入海外主流商超，线下门店近万家，海外小家电线下销售占比过半，线下渠道拓展有助于公司扩宽销售规模。公司两大自主品牌产品外观简约、品类持续丰富，具备竞争优势。公司在海外具备渠道、品牌优势下，叠加 APP 线上用户数量持续提升，有助于公司完善用户画像，持续打造爆品实现高质量成长。

### 一、Vesync: 小家电跨境电商出海领导者

美国小家电线上市场领军者，借势亚马逊迅速出海。Vesync 作为美国小家电线上市场的领导者之一，于 2020 年在香港联交所主板上市。公司专注线上营销以及公司品牌自主设计开发的小家电及智能家居设备的销售，旗下有 Levoit、Cosori、Eteckcity 三个核心品牌。Vesync 的销售渠道以亚马逊为主，近年来公司坚持自主技术开发和创新设计，推出了更多新产品，推进多场景智能家居，以满足消费者多样化需求。

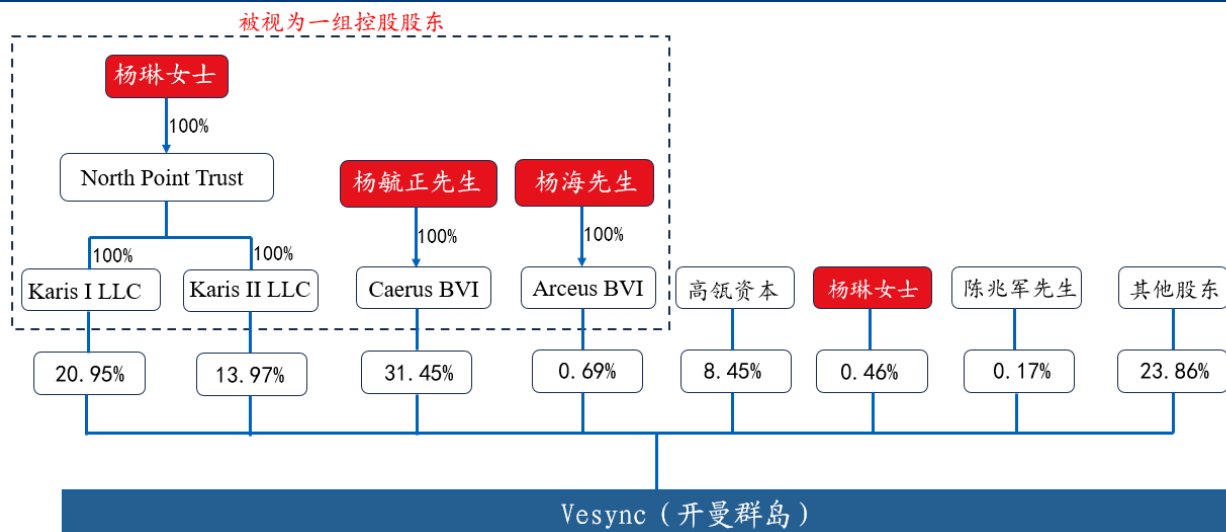
图表 1 Vesync 发展历程梳理



资料来源: 招股说明书, 公司公告, 华创证券

**家族企业股权集中。** Vesync 公司为家族性企业，杨琳女士为公司创始人和实际控制人，通过 North Point Trust Company L.L.C. 间接持有公司 34.92% 股权，直接持有公司 0.46% 股权，其父亲杨毓正先生通过 Caerus BVI 间接持股 31.45%，胞弟杨海先生通过 Arceus BVI 间接持股 0.69%，三者合计间接持股 67.52%，股权结构集中。2020 年公司于香港联交所上市时，高瓴资本作为基石投资者之一认购公司股份，截至 2023 年 6 月 30 日，高瓴资本持股 9828 万股，占公司总股本的 8.45%。

图表 2 Vesync 股权结构图



资料来源: iFind, 招股说明书, 华创证券 (注: 红色为公司实控人及一致行动人; 杨琳女士作为年金信托的掌权人, 可控制 North Point Company L.L.C. 所持股份, 有权就有关 Karis I LLC 和 Karis II LLC 之事宜作出所有决定)

**核心管理层行业经验丰富, 稳定度较高。** 创始人及执行董事杨琳女士专注小家电及智能家居行业逾 15 年, 遵从坚持以用户为中心、顺势而为及长期主义精神, 深谙海外用户需求, 其目前主要负责整体战略规划及监督集团的一般管理及日常运营。杨海先生担任公司副总裁兼执行董事, 负责集团销售、营销及线上业务, 有超 17 年的通信技术行业经验。公司财务总监兼副总裁陈兆军先生有丰富的会计及业务管理行业经验, 曾任职于港股上市公司摩比。核心管理层的丰富经验和专业能力为战略规划的落地实施和公司的稳健成长提供重要支持。

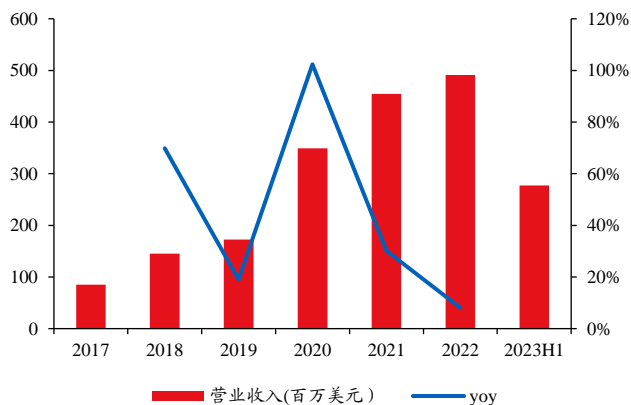
图表 3 核心管理层履历

姓名	职务	加入时间	过往履历
杨琳	董事会主席	2006 年 10 月	小家电及智能家居设计行业经验超 15 年 曾任 Community CPA & Associates Inc. 行政经理 中国政法大学法学硕士
杨海	副总裁兼执行董事	2011 年 12 月	通信技术行业经验超 17 年 曾任亚信科技和爱立信 (中国) 软件工程师 东南大学热能与动力工程学士、上海交通大学工程硕士
陈兆军	财务总监、副总裁兼执行董事	2018 年 7 月	会计及业务管理行业经验超 17 年 曾任中兴通讯投资部门高级项目经理和摩比公司财务总监 厦门大学经济学学士及硕士、香港科技大学工商管理硕士

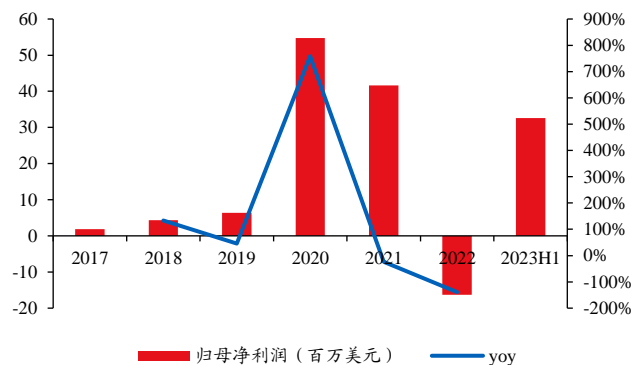
资料来源: 招股说明书, 华创证券

**营业收入稳步增加, 进入新一轮增长周期。** 公司营业收入从 2017 年的 8.52 千万美元增长至 2022 年的 49.04 千万美元, 期间 CAGR 为 41.91%, 归母净利润从 2017 年的 0.19 千万美元增长至 2021 年的 4.16 千万美元, 期间 CAGR 为 117.25%, 2022 年受渠道客户仓储调整、全球集装箱价格长期高位、北美市场召回 Cosori 某些型号空气炸锅及业务模式调整等因素的影响, 公司归母净利润为 -1.63 千万美元, 同比下降 139.14%, 但随着公司继续夯实渠道开发、区域拓展等能力, 2023 年上半年营业收入达 27.7 千万美元, 同比增长 23.53%, 归母净利润达 3.26 千万美元, 同比增长 110.72%, 盈利能力进一步修复, 进入新一轮增长周期。

图表 4 公司营业收入及增速



图表 5 公司归母净利润及增速

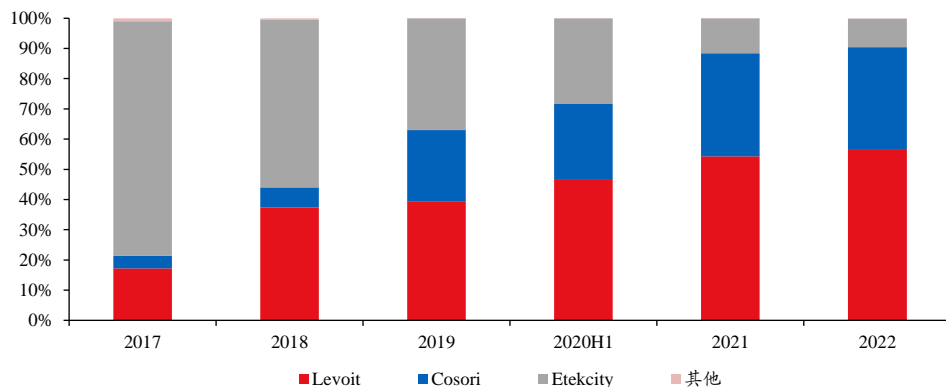


资料来源: Wind, 华创证券

资料来源: Wind, 华创证券

公司经营重心调整，空净、空炸业务占比迅速提升。公司主要设计、开发及销售三个核心品牌，分别是从事家居环境电器的 Levoit，从事厨房电器及餐饮用具的 Cosori，从事健康监测设备、户外娱乐产品及个人护理产品的 Etekcitiy。Levoit 品牌收入占比由 2017 年的 17.18% 增长至 2022 年的 56.39%，Cosori 品牌的收入占比由 2017 年的 4.16% 提升至 2022 年的 34.01%，两者 2022 年收入占比超 90%，成为拉动公司收入增长的主要动力。因市场竞争加剧和公司经营重心转移，Etekcitiy 品牌收入占比持续降低，由 2017 年的 77.68% 下降至 2022 年的 9.52%。

图表 6 三大核心品牌收入占比



资料来源: 公司年报, 招股说明书, 华创证券

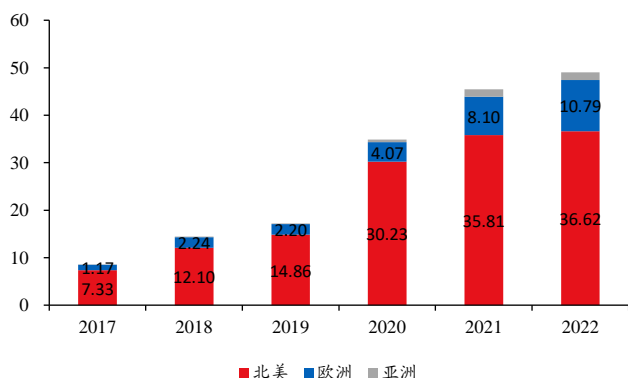
图表 7 三大核心品牌各有侧重



资料来源: 招股说明书, 公司年报, 华创证券

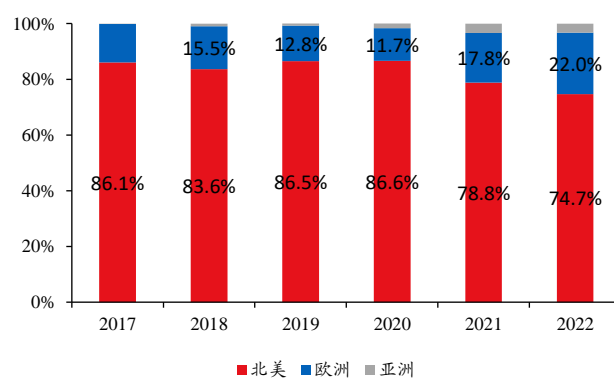
北美地区为主, 欧洲占比明显增加。公司业务以北美地区为主, 维持在 70%以上, 随着欧洲和亚洲地区的渠道开发和区域拓展能力增强, 北美地区的收入占比相对下降, 2022 年其收入规模为 3.66 亿美元, 占比 74.7%。欧洲地区收入的增加主要来自于英国、意大利、德国和西班牙, 于 2022 年, 公司产品进入更多线下门店, Cosori 空气炸锅销量增加, 在欧洲亚马逊排名首位, 欧洲收入规模达 1.08 亿美元, 同比增长 33.2%, 收入占比达 22.0%。亚洲地区收入主要来自于日本和阿联酋市场, 2022 年收入规模为 0.16 亿美元, 占比 3.3%。

图表 8 公司分地区收入规模情况 (千万美元)



资料来源: 公司年报, 华创证券

图表 9 公司分地区收入结构 (%)

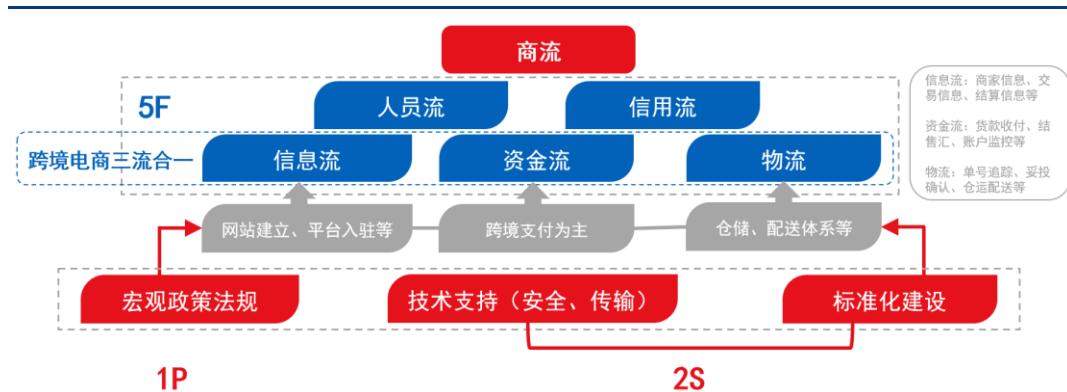


资料来源: 公司年报, 华创证券

## 二、跨境电商优势

跨境电商是一种新型外贸方式，其本质是对三流合一的综合管理。跨境电商指不同国家的商家通过线上平台进行交易结算，从而实现跨国零售交易的一种新型外贸方式，其中包括终端消费者与商品销售者线上交易意向的达成，进而完成支付结算，并通过跨境物流送达商品等环节。电商交易的本质是对信息流、资金流以及物流三流合一的综合管理，因此跨境电商在客户信息方面需要遵守海外规定；物流层面涉及境内外的海关系统；资金流则主要围绕跨境买家支付与跨境卖家结算两个方面。

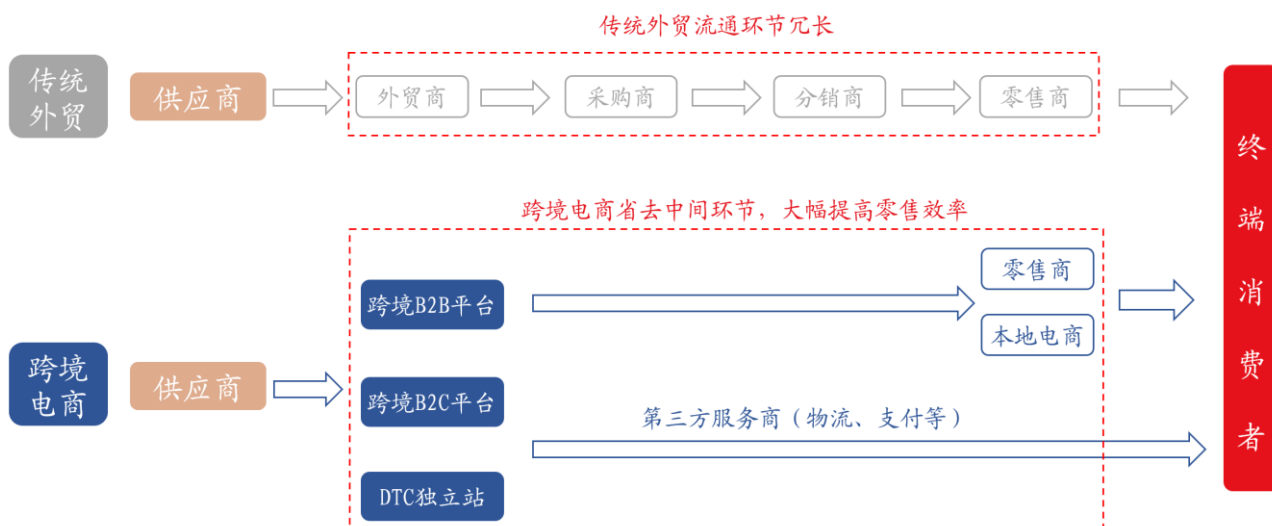
图表 10 跨境电商 5F+2S+1P 基本框架



资料来源：亿欧智库《2021 中国出口跨境电商发展研究报告》，华创证券

跨境电商销售环节较少，对比传统外贸优势显著。随着互联网技术的进步与发展，全球线上零售市场规模不断扩大。相较于传统外贸渠道，跨境电商省去了冗长的中间销售环节，并且可直接通过信用卡、网上银行等进行线上或电子支付，无需依托银行票据、汇款等较为繁杂的支付方式，大幅降低了流通成本，具备环节少、成本低、高效率、高频率等特点。

图表 11 跨境电商省去中间环节可大幅提高零售效率

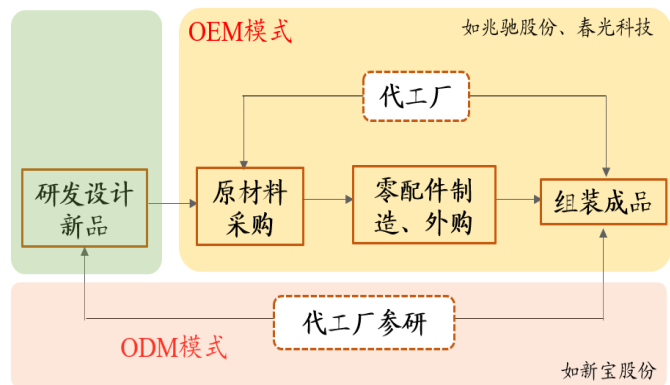


资料来源：亿邦智库《2021 跨境电商发展报告》，华创证券

与早期代工出海企业相比，跨境电商企业具备高附加值的品牌溢价。代工厂主要对产品进行贴牌代工或者加工生产，旨在以更高效可批量的制造优化产业链效率，其中 OEM(贴牌生产)与 ODM(设计生产)是最主要的生产模式。根据微笑曲线理论，制造业附加价

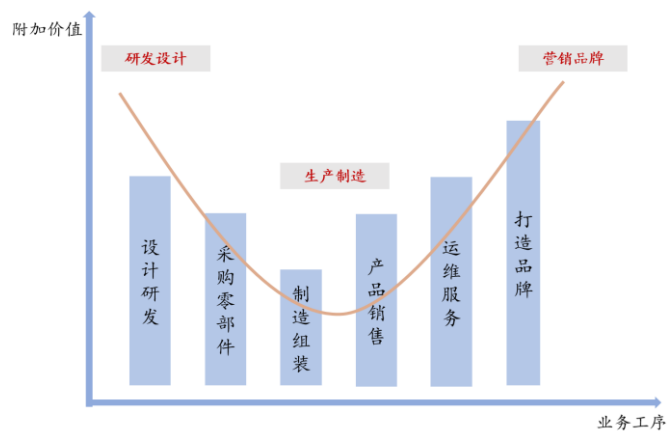
值最高的部分位于研发设计和营销品牌两端，而代工所从事的原材料基础加工与产品制造处于附加值最低的中间环节，并不涉及自主品牌与自建渠道。企业利润率较低。

图表 12 代工厂主要生产模式梳理



资料来源：华创证券

图表 13 生产制造处于附加值最低的中间环节



资料来源：华创证券

美欧市场户均收入高更具消费韧性，同时产品均价及盈利能力更高。一方面我国家庭可支配收入仍低于美欧日（中国居民可支配收入/美欧日可支配收入比例分别为 12.7%、35.8%、40.2%），中国冰箱均价 494 美元，仅为发达国家均价 31.3%-80.9%，洗衣机 385 美元，为发达国家 39.2%-70.8%，低价更多是源自消费结构。另一方面，冰洗占户均收入比例维度，发达国家比例低于中印等国，如冰箱在家庭可支配收入权重中，美国、西欧、日本分别比例为 1%、1.1%和 1.79%，中国对应 2.5%，印度则 3.7%，这是耐用品刚需性与供给成本所限共同决定的家庭购买权重，发达国家比例低反之说明其对好产品的价值接受度更高，产品有更高的盈利空间。可验证看印度市场（更低的户均收入、更高人效、更低的价格接受度）。

图表 14 2022 年各国家地区空冰洗及清洁电器价格对比

	美国	西欧	日本	中国	印度
户均可支配收入（美元）	155876	55135	49065	19721	9088
冰箱均价（美元）	1577	611	879	494	339
冰箱/户均收入	1.01%	1.11%	1.79%	2.51%	3.73%
洗衣机均价（美元）	982	544	698	385	267
洗衣机/户均收入	0.63%	0.99%	1.42%	1.95%	2.94%
清洁电器（美元）	150	226	240	227	99
清洁电器/户均收入	0.10%	0.41%	0.49%	1.15%	1.08%
扫地机器人（美元）	376	467	402	430	N/A
扫地机器人/户均收入	0.24%	0.85%	0.82%	2.18%	N/A

资料来源：Euromonitor，华创证券

综上，跨境电商模式销售环节精简效率高，同时海外市场相较于国内更具消费韧性且盈利空间更高，公司采用跨境电商模式占据较高附加值的品牌与研发优势，同时避免参与内销价格内卷获得更高的盈利能力，叠加公司不断续拓宽渠道、树立优秀品牌形象，有望持续高质量发展。

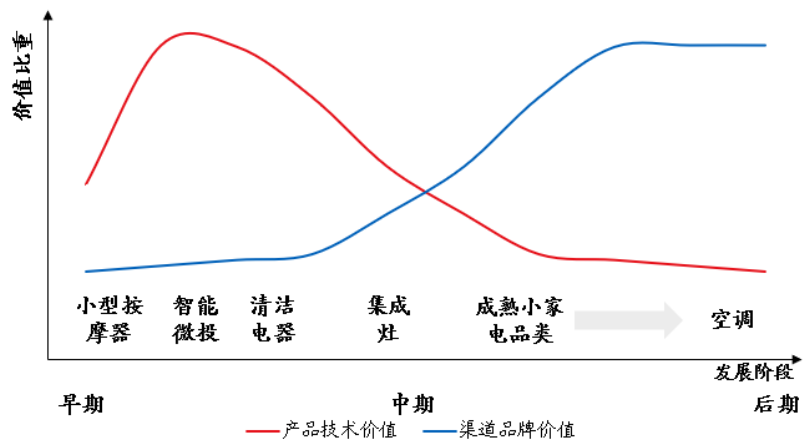
### 三、公司渠道稳定扩张，品牌形象深入人心

此章节中，我们从渠道、两大主力品牌对公司展开讨论，公司线上销售渠道稳定、各区域线下渠道持续扩张，而海外线下为小家电主流销售渠道，公司规模天花板有望持续提升。得益于公司对于各地区市场洞察敏锐度以及自身产品力优势，公司两大自主品牌 Levoit、Cosori 近年来增长迅速，两大主要品类空气净化器、空气炸锅在海外份额持续提升，随着公司渠道持续拓展、产品力提升、产品矩阵不断完善，公司有望继续快速成长。

#### （一）公司持续拓展海外渠道

**渠道为成熟小家电品类贡献更多边际价值。**海外小家电市场发展较为成熟，且多数小家电产品技术路径差异较小，我们多次论证，在家电品类中产品达到较为成熟阶段后，相较于产品技术价值，渠道品牌价值将贡献更多边际增量，故而我们在此优先探讨渠道拓宽为公司带来的增长动力。

图表 15 产品技术与品牌价值阶段变化

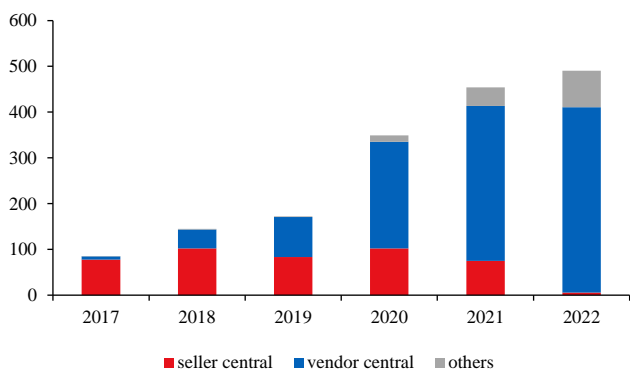


资料来源：华创证券

**公司亚马逊渠道由 SC 向 VC 转变，其他渠道快速扩张。**从渠道结构来看，公司以线上渠道为主，线下渠道在逐步扩张。公司亚马逊渠道包括 Vendor Central (VC)、Seller Central (SC) 两种模式，自 2017 年公司加入亚马逊 VC 计划后，SC 模式占比逐年减少：

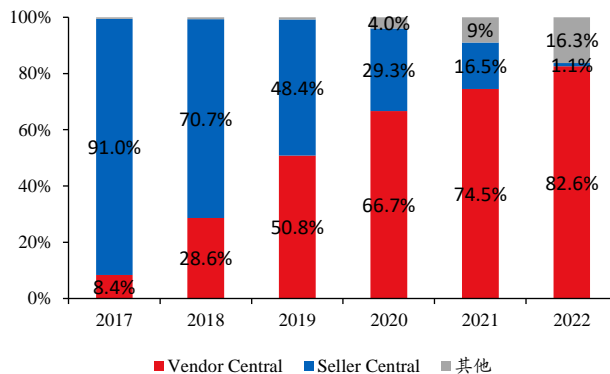
- **Seller Central:** 业务收入占比从 2017 年的 91% 下降到 2022 年的 1.1%，2022 年收入规模约为 0.05 亿美元。
- **Vendor Central:** 2017 年到 2022 年，随着公司渠道战略重心逐步转向 VC，该渠道收入占比从 2017 年的 8.4% 上升至 2022 年的 82.6%，2022 年收入规模约为 4.05 亿美元，5 年间收入规模 CAGR 为 124.1%，已成为公司主要销售渠道。
- **其他渠道:** 在美国的主要连锁零售商店中占据有利地位，在欧洲进驻更多线下门店，其他渠道收入占比从 2017 年的 0.6% 增长至 2022 年的 16.3%，期间收入规模 CAGR 为 172.9%，其中连锁零售商为主要收入增长点。

图表 16 公司 VC 渠道收入迅速提升 (百万美元)



资料来源: 公司招股书、年报, 华创证券

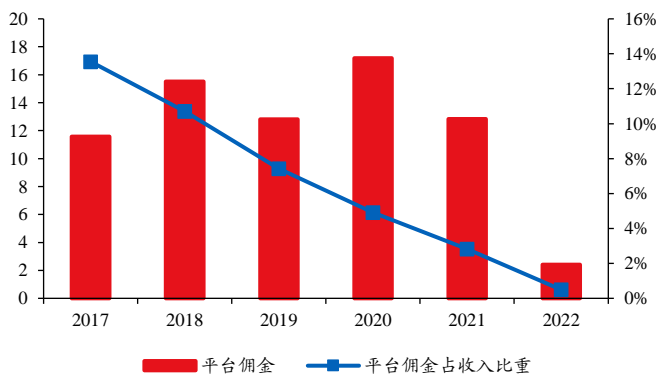
图表 17 公司各销售渠道占比变化



资料来源: 公司招股书、年报, 华创证券

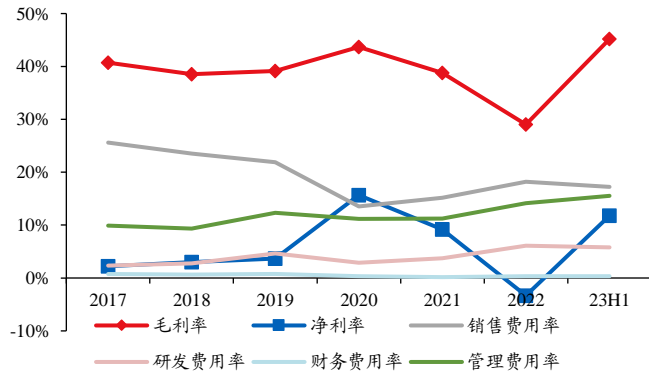
VC、SC 两模式盈利能力相似, VC 模式下经营质量有所提升。2017-2019 年公司亚马逊主要渠道由 SC 转变为 VC, 在此期间公司毛利率小幅下降分别为 41%/39%/39%, 同时随着 SC 渠道占比下降平台佣金占比持续减少, 销售费用率持续优化下, 公司净利率小幅提升至 2%/3%/4%。综合来看, 我们认为 SC/VC 两模式下品牌盈利能力或相差不大, 但 VC 模式平台引流更高、销售体量更大、同时账号封号风险更小, 更为稳定可靠。

图表 18 公司平台佣金占比持续降低 (百万美元)



资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 19 公司盈利能力及费用率变化



资料来源: Wind, 华创证券

- **亚马逊 VC 模式账号更具备稳定性、销售体量更具保障。**公司早期在亚马逊平台以 SC 模式为主, 该模式下公司为亚马逊第三方卖家, 以零售价直接在亚马逊上售卖商品, 但需交付平台佣金、仓储配送等履约费用, 同时平台引流相对较少。而在 VC 模式下, 公司为亚马逊平台供货商, 将商品以折扣价大批量售卖给亚马逊, 根据招股书显示, 折扣价通常为零售价的 6-7 折, 而后亚马逊再以平台自营模式以零售价售卖给消费者 (类似京东自营), 而品牌商无需承担佣金、仓储配送费用但需要承担部分联合营销费用, 同时回款周期相对 SC 模式较长。综合看, VC 模式下收入确认需扣除 30%-40% 左右出货折扣, 但公司整体收入仍保持 20% 以上的增长, 足以显现 VC 模式下平台引流带来更大的销售体量。

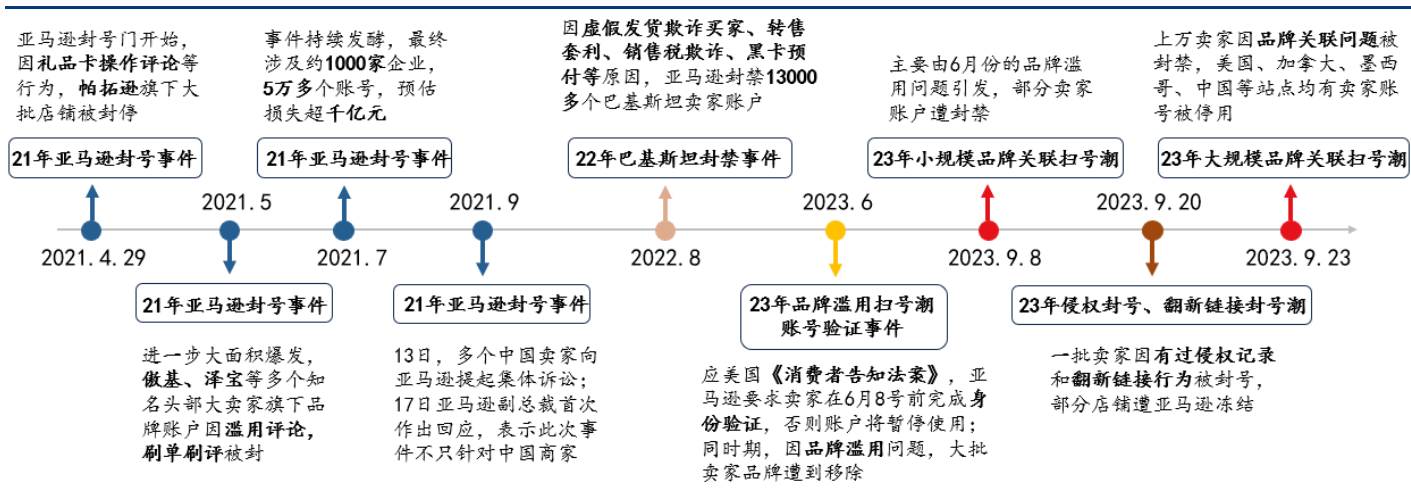
图表 20 亚马逊主要销售模式

模式	Seller Central	Vendor Central
进驻方式	商家自行注册	亚马逊邀请
亚马逊自营	否	是
发货方式	FBA 为亚马逊、FBM 为商家自行发货	亚马逊平台
Amazon Prime 标识	FBA 模式有、FBM 模式没有	有
回款时间	14 天	30-120 天
终端销售价格制定	商家	亚马逊平台
平台费用:	所有费用以销售价格计算:	
佣金	小型电器佣金 8%-15%	无
仓储	日均商品数量*每件商品的体积*每立方英尺费用	无
配送	单个重量 3 磅以上产品在 7 美元以上	无
Coop (VC 模式联合营销费用)	无	一般在 6%-10%
付款 Term	无	30 天回款收取 2%、60 天回款收取 1%、90 天不收取费用
站内广告	有	有
退货弃置费	有	有
Funding	无	有

资料来源: amazon global selling, 威利跨境电商知乎账号, 百运网, 华创证券整理

- VC 模式下, 账号安全性高, 封号概率较小。2021 年亚马逊出现大规模的封店潮, 亚马逊因部分卖家礼品卡操控评论事件大规模封禁卖家账号且多数基本为 SC 卖家账号, 以“有棵树”为例, 此前亦为亚马逊大卖, 亚马逊 21 年占其销售比重为 32.79%, 因亚马逊平台封号冻结资金, 母公司天泽信息当年计提坏账准备金额达 1.04 亿元。而此次大规模封号事件之后, 亚马逊对于平台监管日益趋严, 后续针对不同地区、不同问题不断“扫号”并停用卖家账号。亚马逊在公司销售渠道中占比较高, 由 SC 模式向 VC 转变, 可以较大程度规避取号封禁风险。

图表 21 亚马逊平台查封卖家事件不断

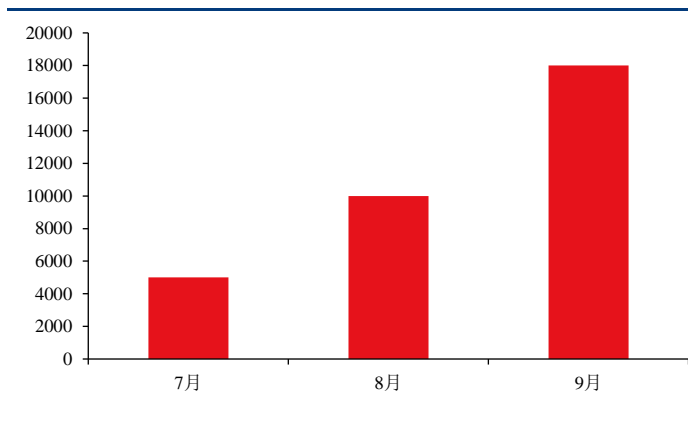


资料来源: 雨果网, Ogcloud, 每日经济新闻等, 华创证券整理

公司进驻北美 TikTok Shop, 有望获得新渠道增量。TikTok 作为美国重要的社交类视频

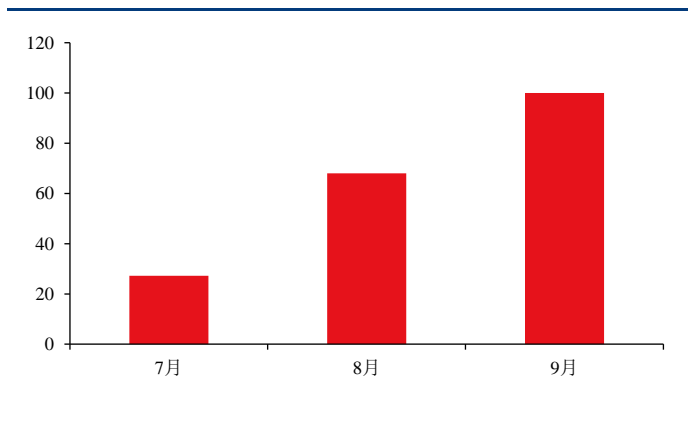
软件，在美国用户超过 1.5 亿，接近其半数人口数量用户基础庞大，Tik Tok Shop 于 23 年 10 月正式开放美国跨境商家业务。根据 Echo Tik 数据，23Q3 期间小店数量提升迅速，由 7 月 5000 家小店提升至 9 月 18000 家，预计单月 GMV 将从 7 月 2721 万美元提升至 9 月 1 亿美元。对比国内小家电抖音渠道发展模式，我们认为随着美国 Tik Tok Shop 开通跨境业务，或将成为传统电商渠道以外的又一增量渠道。公司 Cosori 品牌 Tik Tok 账号运营成熟，粉丝数量超十万，随着三大品牌 Tik Tok Shop 商店开设，有望获得纯新渠道增量。

图表 22 23Q3 Tik Tok shop 美国小店数量增长 (个)



资料来源: Echo Tik, 华创证券

图表 23 23Q3 Tik Tok shop 美国小店预估销售额 (百万美元)



资料来源: Echo Tik, 华创证券

图表 24 公司主要品牌 TikTok 账号运营较好



资料来源: 各品牌 TikTok 官方账号

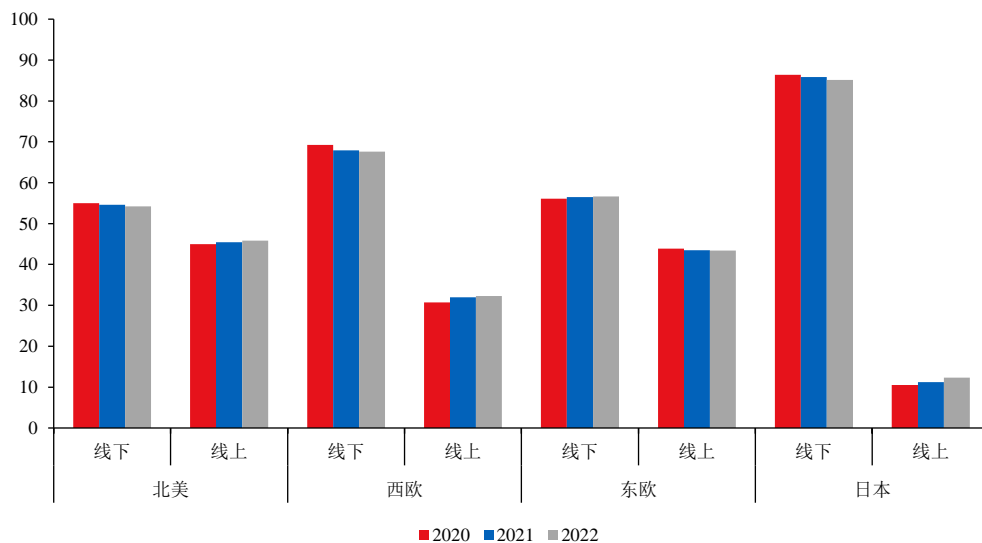
公司线下渠道拓展迅速，有助提升销售天花板。公司线下渠道拓展迅速，20 年进入大部分北美主流线下卖场后，快速进入欧洲等海外区域线下渠道。23 年 H1，根据公告，公司欧洲市场进驻线下商超门店超过 2500 家，以“新马泰”、日本、中东为主其他海外销售区域进驻商超门店超过 1000 家。而海外小家电销售渠道仍以线下为主，22 年北美/西欧/东欧/日本小家电线下渠道占比分别达到 54.2%/67.6%/56.6%/85.1%。公司进驻各区域主流商超门店线下渠道，有助于提升销售天花板。

图表 25 Vesync 积极布局线下渠道



资料来源：公司公告，华创证券整理

图表 26 海外小家电销售以线下为主 (%)



资料来源：Euromonitor，华创证券

总结来说，公司由 SC 向 VC 稳定过渡后，线上进入北美 TikTok 新媒体销售渠道，同时持续开拓线下渠道，而海外小家电的主要销售渠道来自于线下，在公司品牌树立后，有望持续提升公司营收天花板。

## (二) 两大新品牌快速成长

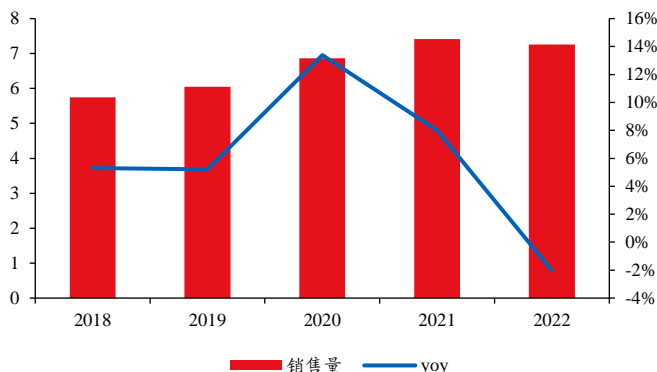
### 1、Levoit 家居环境产品快速走红

Levoit 品牌为公司旗下家庭环境类型小家电，产品包括空气净化器、加湿器、吸尘器等品类，目前主要以空气净化器为主，而产品的销售目前以北美为主，同时欧洲市场持续扩大。公司空净产品 SKU 众多、价格带齐全、定位明确、净化过滤技术成熟、外观简约时

尚，叠加近年来北美火山喷发、山火等自然问题频发，疫情后居民更加关注空气质量呼吸健康，在北美区域销售持续提升。

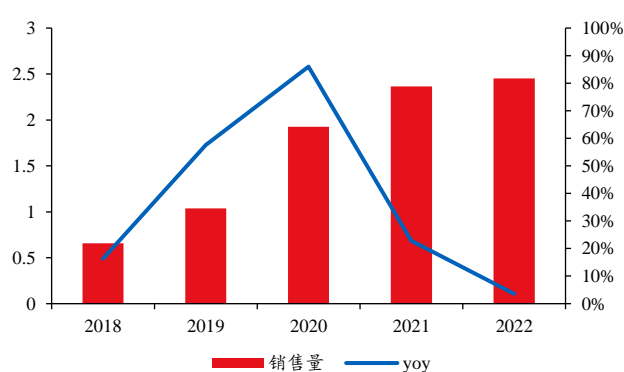
北美空净市场规模增速稳定，需求受空气质量影响较大。北美空净行业发展相对较早，但因整体空气质量较好等因素，品类规模较为稳定，根据 Euromonitor 数据，北美 2013-2022 年空净销量 CAGR 为 4%，22 年销量为 726 万台。但 2020 年因受到火山喷发、山火等问题严重影响当地空气质量，2020/2021 年空净销量规模分别提升 13.4%/8%。

图表 27 北美空净销售量 (百万台)



资料来源: Euromonitor, 华创证券

图表 28 西欧空净销售量 (百万台)



资料来源: Euromonitor, 华创证券

图表 29 近年来北美空气质量问题频发

年份	北美空气质量影响事件
2018 年	基拉韦厄火山超强喷发，全年密集喷发，释放出大量的气体和尘埃，对空气质量产生负面影响；美国加州发生最具破坏性火灾，烟味和污染游荡上空，空气污染严重。
2019 年	10 月，美国加州发生森林火灾，山火再度肆虐，烟雾和灰尘在空中蔓延，刺激呼吸系统，对人体健康产生负面影响
2020 年	26 处大型山火肆虐美国加利福尼亚州，部分地区空气质量创下 30 年来最差水平；来自北非的撒哈拉沙尘暴势如破竹，席卷美国东南部地区至少 6 个州，超高密度的沙尘让人难以呼吸，细小颗粒悬浮于空中久久不散。
2021 年	干旱引发美国加州山火频发；美国多地遭罕见沙尘暴袭击，漫天黄沙，能见度几乎为零，导致空气质量不佳。
2022 年	来自撒哈拉沙漠的超强沙尘暴袭击美国加州南部，严重污染空气；加利福尼亚山火蔓延。
2023 年	美国基拉韦厄火山多次喷发，带来严重火山烟雾，释放高浓度火山气体，严重影响空气质量；加拿大山火肆虐，导致北美空气质量急剧恶化，多地被浓烟笼罩；美国伊利诺伊州遭遇沙尘暴。

资料来源: 中国新闻网, 红星深度, 澎湃, 新华社, 译言网, 中国气象报, 央视财经, 央视新闻, 华创证券整理

**活性炭、HEPA 为当前空净主流过滤技术。**空气净化器工作原理包括在室内环境中通过吸附、分解、转化等方式降低空气中有害或者污染颗粒物含量包括 PM2.5、粉尘、花粉、甲醛、异味等，从而提升空气品质。目前过滤技术较为多样，包括活性炭吸附、HEPA 高效过滤、静电集尘、光触媒等方式，但部分方式净化效率低且易产生新的有害物质已被部分国家禁止或淘汰，目前主流的净化方式为活性炭吸附、HEPA 高效过滤，其中 HEPA 高效过滤滤芯寿命更长、净化效率更高。

**图表 30 空气净化器主要过滤技术**

过滤方式	
活性炭吸附技术	利用活性炭对空气中的气态污染物进行吸附，应用于绝大多数的空气净化器，能够有效吸附室内空气中的有害物质。但吸附容量相当有限，且只能暂时吸附，随温度、风速的升高，所吸附的污染物就有可能游离出来，要经常更换过滤材料，避免吸附饱和。
HEPA 高效过滤技术	HEPA 是一种国际公认最好的高效滤材，主要针对悬浮颗粒物，过滤效果非常明显，对微粒的捕捉能力较强，净化效率高，并具备吸水性，针对 0.3 微米的粒子净化率为 99.97%。但由于我国尘土较严重，会缩短 HEPA 的使用寿命，且 HEPA 吸附饱和后，继续使用有非常严重的二次污染，需定期更换。
静电集尘技术	是利用高压静电吸附的原理吸附大颗粒物，可去除空气中的微粒污染物，但高电压会造成臭氧的产生及严重的电磁辐射，欧美等国家已明确禁止单独的民用静电集尘工艺净化器。
光触媒催化分解技术	原理是通过化学反应将有害的甲醛分解为对人体无害的二氧化碳和水，但有紫外线才能发挥作用，且光触媒的净化效率很低。
负离子净化技术	通过生成负离子对空气污染物进行净化，这种过滤方式工作稳定、没有耗材，但负离子衰减很快，不能净化整个房间的空气，且负离子会絮凝大颗粒，需经常清洁。

资料来源：蓝色瀑布官方微信公众号，华创证券整理

**CADR、CCM 为衡量空净工作效率的直接指标。**空气净化器有几大重要指标，首先为 CADR (Clean Air Delivery Rate) 即空净器输出洁净空气的比率，CADR 数值越高，表示净化能力越强；CCM，又称累积净化量，是指 CADR 值衰减到 50% 时，累积净化污染物 (颗粒物或甲醛) 的总重量，单位为毫克 (mg)。代表的是空气净化器的持续净化能力，也可以理解为滤网的使用寿命。

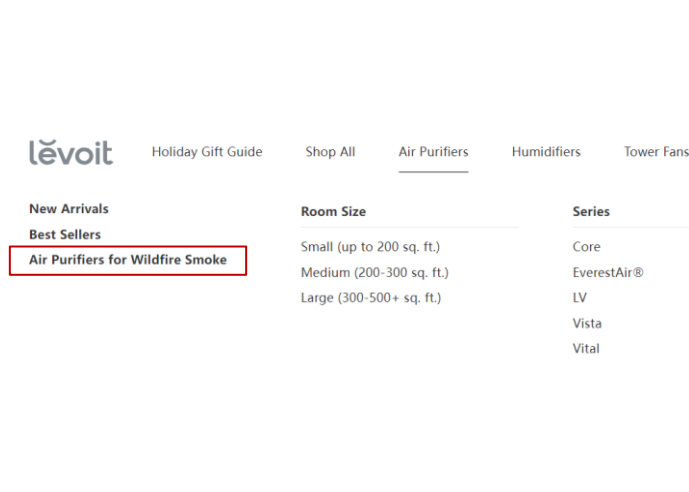
**图表 31 空气净化器核心参数**

核心技术指标	
CADR	是衡量空气净化器净化效率的指标，单位是 $m^3/h$ ，表示空气净化器每小时可以输出的洁净空气的量，包含颗粒物 CADR 和甲醛 CADR。一般而言，CADR 值越大，净化器的净化效率越高。
CCM	又称累积净化量，是指 CADR 值衰减到 50% 时，累积净化污染物 (颗粒物或甲醛) 的总重量，单位为毫克 (mg)。代表的是空气净化器的持续净化能力，也可以理解为滤网的使用寿命，简单地说，CCM 数值越大，滤网能累计吸附越多的污染物，空气净化器滤网的使用寿命越长。
噪声	是指当空气净化器使用中在不同 CADR 值时，对应产生的声量。一般来说，随着 CADR 值的升高，机器的噪音值也会相应增大。
适用面积	是指能够满足对颗粒物净化要求的最大居室面积，由于空气交换量、房屋层高等多个数据的影响，空气净化器适用面积具体值也就不相同。为方便计算，在中国标准下，适用面积 = CADR ( $m^3/h$ ) * (0.07~0.12)。

资料来源：《GB/T 18801-2022 空气净化器标准》，华创证券整理

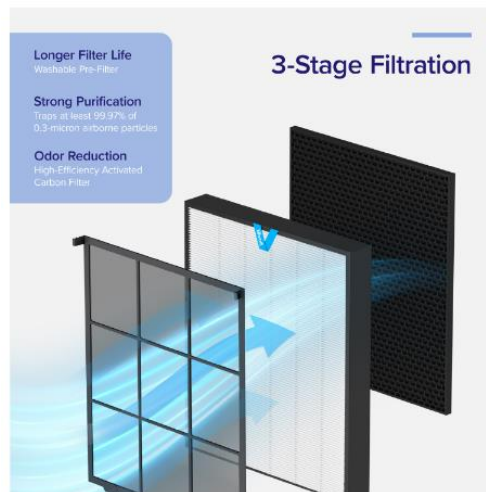
**Levoit 空净需求引导明确，三层滤网过滤更加高效。**空净产品参数众多且多为数字参数对比较为晦涩，公司官网介绍简洁明了，产品按照房间大小、公司系列产品分类，更是直接列出适合山火引起的烟尘问题净化产品，抓住消费者痛点，让消费者可以快速匹配自身需求。公司新品 Vital 系列采用三层滤网设计，第一层为可水洗滤网过滤较大颗粒物，第二层滤网可以捕捉空气中 0.3 微米的悬浮粒子，第三层高效活性炭滤网净化空气中有害化学物质，避免有害烟尘再次释放在空气中。

图表 32 官网产品直接关联山火烟雾问题需求



资料来源: Vesync 官网



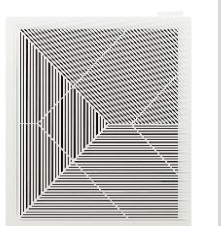


图表 33 Levoit Vital 系列空净三层过滤原理



资料来源: Vesync 官网

公司空净外观时尚、净化效率高，具备性价比优势。我们选取公司 600S 系列产品及其在美亚上可选竞品进行对比，相较其同等价位段的其他产品来看，Levoit 外观更为简约时尚同时净化效率较高（风扇型净化器 CADR 不可直接对比）。也正是凭借产品时尚简约外观，较高的净化效率，以及多年积累的品牌口碑，Levoit 多款产品位列美亚 HEPA 空气净化器 best sellers 前十榜单。

图表 34 美亚空净产品对比

品牌	Levoit	Blueair	Coway	Dyson	Aroeve
型号	600S	311i+	Airmega 240	Cool Gen1 TP10	MK08W
产品外观					
价格 (标价/美元)	299	299	299	499	259
适用面积 (平方尺)	653	465-1116	403-1950		2000
CADR(cfm)	410	300	343	608	815
运行分贝	26-55	23-50	21-51		20-35
智能 APP 连接	有	有	无	无	有

资料来源: 各品牌官网, 华创证券

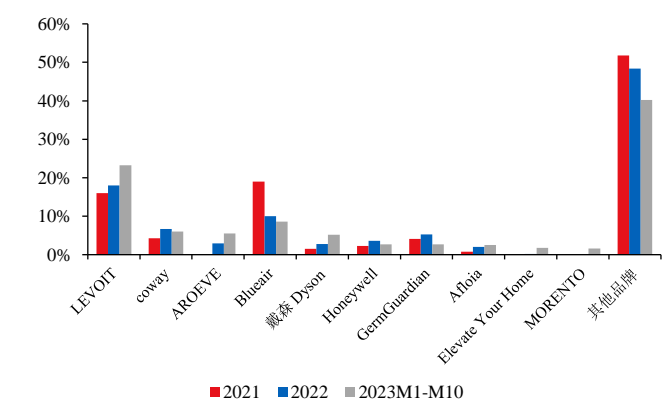
图表 35 北美亚马逊 HEPA 滤网空气净化器 Best Sellers



资料来源：亚马逊官网，华创证券（榜单日期为23年12月6日）

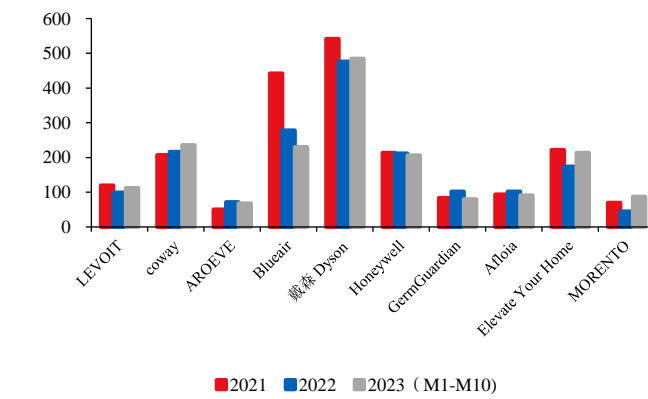
公司空净北美美亚市占持续提升。根据久谦数据显示，Levoit 美亚空净份额持续提升，由2021年16%提升至23年10月23.2%，市占份额位于美亚空气净化器首位。从价格看，公司空净产品持续性价比路线，23年10月均价约为112美元，而公司整体产品从50美元至299美元不等，可满足各类消费者需求。

图表 36 美亚空气净化器市占变化



资料来源：久谦数据，华创证券

图表 37 空净主要品牌美亚均价变化（美元）






资料来源：久谦数据，华创证券（注：均价包含配件价格）

Levoit 空净产品净化效率高外观时尚具备性价比，根据公司半年报披露 NPD 数据显示，公司空气净化器在美国市场销量份额达39%，相较2022年同期提升7pcts，而在北美市场打下坚实基础后，公司空净产品有望向渗透率较低的欧洲市场延伸。

Levoit 持续丰富产品矩阵。Levoit 品牌当前以空气净化器为主，加湿器、吸尘器、塔扇等

品类正在持续丰富，根据公司半年报显示，23H1 年公司加湿器在美国市场市占率达到 24%，位居第一。此外，公司吸尘器产品外观黑白颜色搭配，契合年轻人群需求，聚焦毛发防缠绕的细分需求，有望打开 Levoit 的第二增长曲线。北美吸尘器为居家清洁刚需产品，百户保有率接近 100%，公司吸尘器虽推出时间较短但具备较大竞争优势，潜在空间较大。

**图表 38 主流吸尘器产品对比**

品牌	Levoit	Dyson	Shark	Tineco	Hoover
型号	LVAC-200 Cordless Stick Vacuum	Dyson V8 Absolute vacuum	Shark ZU102	PURE ONE X	ONEPWR Evolve Pet Elite
产品图					
价格 (标价/美元)	199.99	519	279	299	279
吸力	130AW	115AW	---	---	---
续航时间	40min	40min	有线插电式	45min	35min 以上

资料来源：各品牌官网，华创证券

总结来说，Levoit 空净产品市占份额稳定，加湿器、塔扇、吸尘器等新品类持续丰富。此外，公司或开拓新品牌进入宠物用品赛道，而养宠家庭清洁痛点主要集中于气味、毛发、粉尘等问题，Levoit 专注于家庭环境清洁，有望发挥较大品类协同效应，构建新成长曲线。

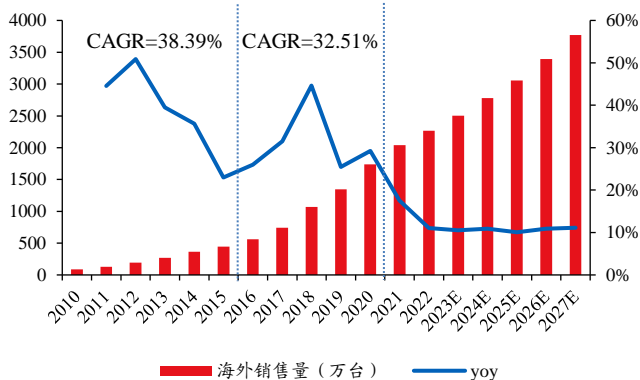
## 2、Cosori: 空炸产品外形时尚，抓住区域性需求趋势

Cosori 主要聚焦于厨房场景，产品包括空气炸锅、烤箱、电水壶等，且目前主要以空气炸锅为主。空气炸锅利用空气代替煎锅热油，通过类似太阳热风对流加热烹饪食物，符合欧美以煎炸烤饮食习惯且较为健康，我们测算欧美地区空炸渗透率终局下仍有超翻倍提升空间，公司产品较早实现与 app 智能互联且兼备性价比，抓住渗透率较低的欧洲市场，销售实现快速增长。

**海外空气炸锅销量稳步增长。**据 Euromonitor 统计，2010-2022 年，海外空气炸锅销售量由 88 万台升至 2266 万台，CAGR 达 31.08%。

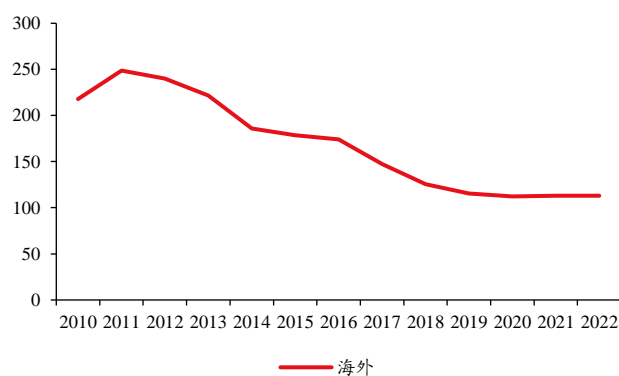
- 2010-2015 年：空气炸锅行业处于发展初期，由 88 万台快速升至 447 万台，CAGR 达 38.39%；
- 2016-2020 年：受健康消费需求兴起、价格不断下沉及疫情居家的影响，空气炸锅销量依然保持较高规模增速，CAGR 达 32.51%；
- 2021-2022 年：空气炸锅销量放缓，2022 年海外销量为 2266 万台，同比增长 11.05%，预计 2027 年销售量达 3769 万台。

图表 39 海外空气炸锅销售量快速增长



资料来源: Euromonitor, 华创证券 (注: 统计为轻炸锅, 其主要为空气炸锅。)

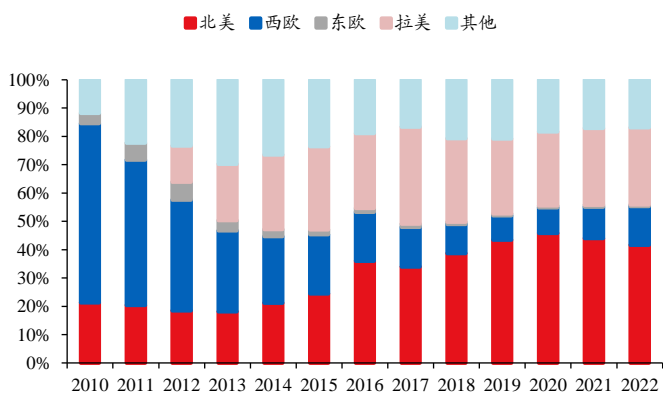
图表 40 空气炸锅海外均价呈下降趋势 (美元)



资料来源: Euromonitor, 华创证券

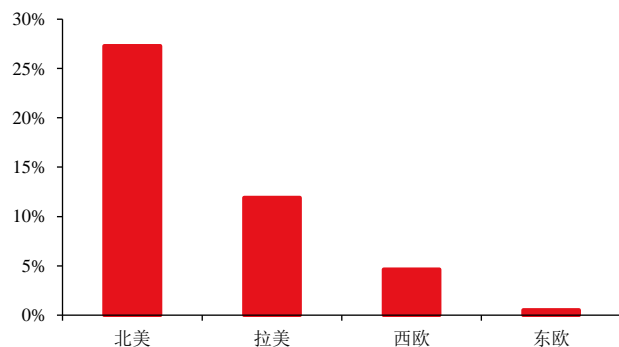
北美和拉美为主要销售地, 欧洲保有率提升空间大。空气炸锅行业发展初期, 西欧为主要销售地, 2010 年销售量占比为 63.32%, 随着行业快速发展, 北美和拉美销售量快速扩张, 分别于 2015 年、2014 年首次超过西欧, 2022 年, 北美/拉美/西欧/东欧销售量占比 41.61%/27.30%/13.69%/0.61%。我们假设空气炸锅更新换代期为四年, 测算 2022 年北美/拉美/西欧/东欧的保有率分别为 27.3%/11.9%/4.6%/0.5% (数据根据 Euromonitor 口径数据测算, 实际值或更高), 由此看北美普及率较高, 欧洲地区有较大提升空间, 随着海外小型家庭占比不断提升、消费者重视传统油炸饮食的健康替代, 同时空气炸锅相较于烤箱更加节能等因素, 空炸在海外或将加速普及。

图表 41 海外各地区销售量占比



资料来源: Euromonitor, 华创证券

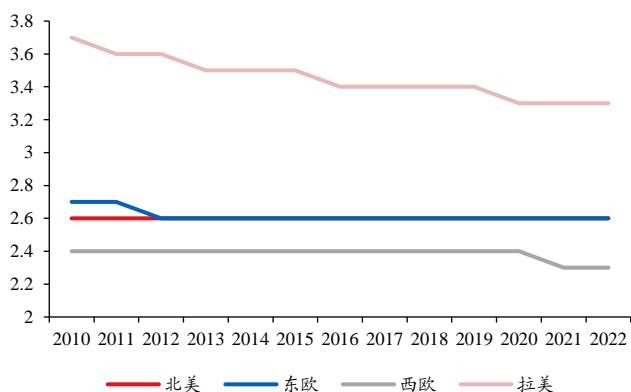
图表 42 空气炸锅北美普及率较高



资料来源: Euromonitor, 华创证券测算

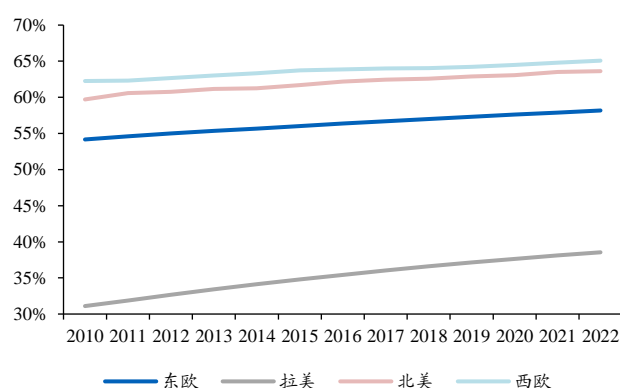
- 海外小型家庭占比不断提升, 空气炸锅仍有提升空间。根据 Euromonitor 统计, 近年来欧洲、北美及拉美地区结婚率与生育率逐渐下降, 家庭规模逐渐小型化。2022 年, 北美/东欧/西欧/拉美家庭平均人数为 2.6/2.6/2.3/3.3, 1-2 人家庭占比 63.62%/58.18%/65.08%/38.55%, 较 2010 年提升 3.92pct/4.01pct/2.82pct/7.44pct。空气炸锅容量相较于烤箱较低, 加工食物可供 1-2 人食用, 更加符合小型家庭消费需求。

图表 43 海外主要地区家庭平均人数呈下降趋势



资料来源: Euromonitor, 华创证券

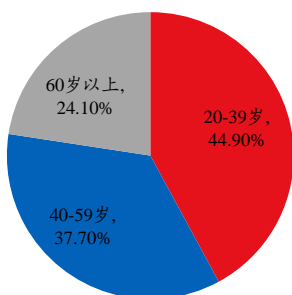
图表 44 海外主要地区 1-2 人家庭占比逐年提升



资料来源: Euromonitor, 华创证券

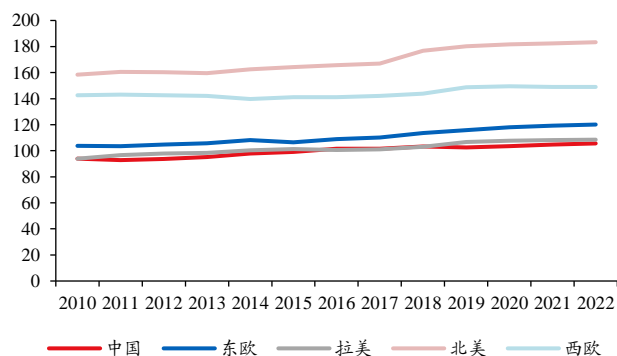
- 海外饮食人均脂肪摄入量较高。**西方膳食模式具有高能量、高蛋白质、高脂肪、低膳食纤维的特点，油炸食品占整体饮食比重较高，快餐文化盛行，容易导致营养过剩，引发高血压、冠心病、糖尿病等慢性疾病。相比于中国，欧美地区每天人均脂肪摄入量高于中国，尤其是北美和西欧地区，2022 年人均每天脂肪摄入量分别为 183、149 克，中国仅为 106 克。正因此，欧美地区肥胖率也远高于中国。

图表 45 美国各年龄段食用快餐人群比例



资料来源: Cheryl D. Fryar et al. 《Fast Food Consumption Among Adults in the United States, 2013–2016》, 华创证券

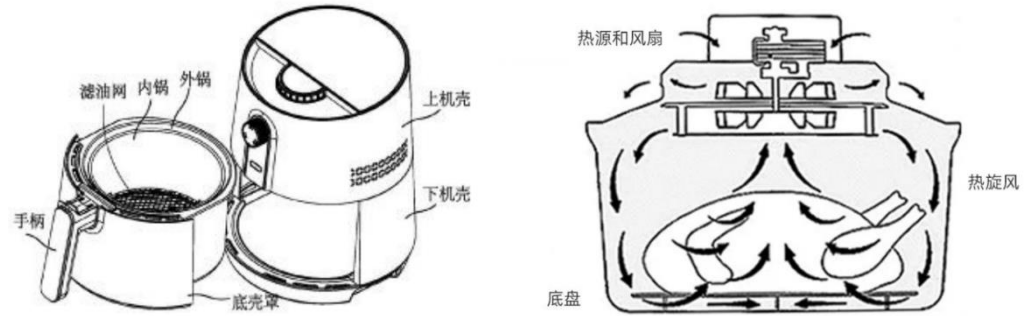
图表 46 国内外每天人均摄入脂肪量对比



资料来源: Euromonitor, 华创证券 (单位为 grams per capita)

- 空气炸锅可实现传统油炸健康替代。**空气炸锅本质是利用空气动力学相关技术，以空气代替油作为热传导介质，让锅内空气在顶部加热后急速循环流动，从而对锅内食物进行持续热风炙烤直至可食用，在少油甚至不用油的同时，形成类似油炸食品的口感，能够更好地迎合海外消费者的饮食习惯，实现健康替代。

图表 47 空气炸锅内部结构及工作原理示意图



资料来源：比依招股书，丁香生活研究所

- **空气炸锅相较于烤箱更为节能。**从能耗角度看，空气炸锅功率一般为 900-2000W，而普通烤箱为 500-3500W，且空气炸锅加热效率更高。据有关研究，同样炸 300 克冷冻薯条，烤箱算上预热时间需 32 分钟，空气炸锅仅 16 分钟，而耗能可能仅为烤箱的 1/3。

图表 48 空气炸锅与普通烤箱对比

	空气炸锅	普通烤箱
功能	炸烤功能兼备	仅烘烤功能
功率	900-2000W	500-3500W
加热模式	立体式 3D 热风循环	上下加热管加热
操控面板	智能触控屏/旋钮操控盘	多为旋钮操控盘
内胆材质	五层升级版陶瓷涂层	搪瓷、镀锌钢板等
清洁	抽屉一体式，易清洁	凹槽位置多，不易清洁
容量	1.5L-6.4L	20L-34L
配件	烤串架、蛋糕桶、披萨盘等	烤盘、烤架等

资料来源：比依招股说明书，华创证券

综上，终局状态下，空炸海外各地区增长空间可观。海外主要地区空气炸锅行业经历高速发展期，目前增速已逐渐放缓，但随着产品不断更新迭代、人们对于饮食健康诉求加强，预计依然有较强的增长动力。我们基于以下假设，对北美、西欧、东欧、拉美的空气炸锅行业量价进行测算：

- **空炸量增：**1) 考虑海外以“煎炸烤”为主的餐饮习惯，参照各地区空炸保有量情况以及空炸渗透速度（22 年北美/东欧/西欧/拉美保有率分别为 27.3%/0.5%/4.6%/11.9%），假设北美/东欧/西欧/拉美未来 10-15 年终局结构下空气炸锅保有率分别达到 60%/10%/20%/30%；2) 终局下家庭户数基于 2020-2022 年 CAGR 进行测算；3) 东欧、拉美等发展中地区使用场景以城镇家庭为主，假设未来城镇化率小幅提升 0.2pct；
- **空炸价格：**由 2020-2022 年各地区价格趋势来看，北美、东欧、西欧均价下降，拉美均价处于上升趋势，由此假设四地区空气炸锅终局下均价分别为 100/130/130/80 美元。

基于以上假设，我们测算终局下北美/东欧/西欧/拉美空气炸锅年销售量为 2201.9/227.7/1100.2/1264.2 万台，销售额为 22/3/14.3/10.1 亿美元，相较于 2022 年各地区空炸销额规模分别提升 127%/1221%/178%/94%。

图表 49 海外空气炸锅终局需求测算

		2018	2019	2020	2021	2022	终局更新
北美	家庭户数(千)	142055.1	143272.5	143331.2	144909.9	145629.0	146791.7
	保有率	8.6%	12.6%	17.7%	23.0%	27.3%	60.0%
	销售量(台)	4147000.0	5843500.0	7960900.0	8980000.0	9431400.0	22018751.6
	均价(美元)	130.8	112.9	101.7	102.0	102.7	100.0
	销售额(百万美元)	542.5	660.0	809.7	915.8	968.7	2201.9
	终局空间	127.3%					
东欧	家庭户数(千)	125095.1	125289.5	125496.8	125355.1	125069.4	124856.2
	城镇化率	72.1%	72.2%	72.4%	72.6%	72.7%	72.9%
	保有率	0.4%	0.4%	0.4%	0.5%	0.5%	10.0%
	销售量(台)	84500.0	89300.0	111500.0	132800.0	138300.0	2276998.7
	均价(美元)	222.5	209.4	188.3	172.4	162.0	130.0
	销售额(百万美元)	18.8	18.7	21.0	22.9	22.4	296.0
	终局空间	1221.5%					
西欧	家庭户数(千)	211563.1	213443.0	215340.2	216743.5	218460.7	220037.9
	保有率	2.4%	2.5%	2.8%	3.5%	4.6%	20.0%
	销售量(台)	1101000.0	1155100.0	1577800.0	2272400.0	3103400.0	11001893.3
	均价(美元)	174.2	172.9	179.7	174.7	165.6	130.0
	销售额(百万美元)	191.8	199.7	283.6	397.0	514.0	1430.2
	终局空间	178.3%					
拉美	家庭户数(千)	189160.5	192262.0	195058.7	197471.7	199736.9	202117.9
	城镇化率	82.5%	82.7%	82.8%	83.0%	83.2%	83.4%
	保有率	5.4%	6.8%	8.5%	10.2%	11.9%	30.0%
	销售量(台)	3167200.0	3559900.0	4524300.0	5530400.0	6186800.0	12641822.4
	均价(美元)	71.1	64.8	77.9	83.8	84.4	80.0
	销售额(百万美元)	225.1	230.7	352.5	463.4	522.2	1011.3
	终局空间	93.7%					

资料来源: Euromonitor, 华创证券测算(注: 假设更新换代周期为4年)

**公司产品智能程度高兼备性价比。**空气炸锅属于较为成熟的品类，然而公司产品微创新较为领先，我们选取近似价位段产品进行对比，公司空气炸锅较早实现与手机 app 互联并且拥有超过百种预设菜谱，并且为顶端电子触屏操控，相比较于传统侧面机械操控更加简便，不用连续弯腰设置，使用舒适感提升。

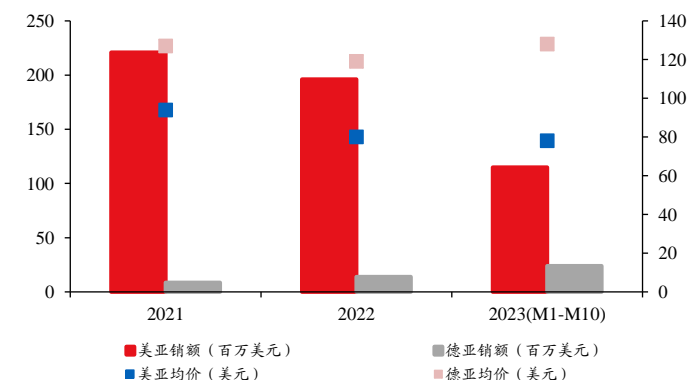
图表 50 主流品牌空气炸锅产品对比

品牌	Cosori	ninja	Instant Pot	chefman	飞利浦	Hamilton of Beach
型号	CAF-DC601-KUS	AF161	AFB6002BK	TurboFry Touch Air Fryer - 8 Quart	HD9741/96	35073
产品图						
价格(标价/美元)	119	169	119	119	299	119
容量	6.0QT (3-5 人)	5.5QT	6.0QT	8.0QT	1.8 磅	11.6QT
重量	13.2 磅	11.7 磅	10.67 磅	—	11.7 磅	—
空气炸锅尺寸	11.8 × 14.4 × 11.9 英寸 (带手柄) 11.8 × 11.8 × 11.9 英寸 (不带手柄)	14 × 11 × 14.75 英寸	17.78 × 10.20 × 11.85 英寸	14 × 13 × 15 英寸	1.2 × 0.8 × 0.9ft	15.4 × 12.74 × 13.53 英寸
时间范围	1min-24hr	—	1min-60min	—	1min-30min	1min-60min
额定功率	1725W	1750W	1700W	1700W	1425W	1700W
温度范围	90°F-450°F	105°F-405°F	120°F-400°F	200°F-400°F	80-200°C	最高 400°F

资料来源: 各品牌官网, 华创证券

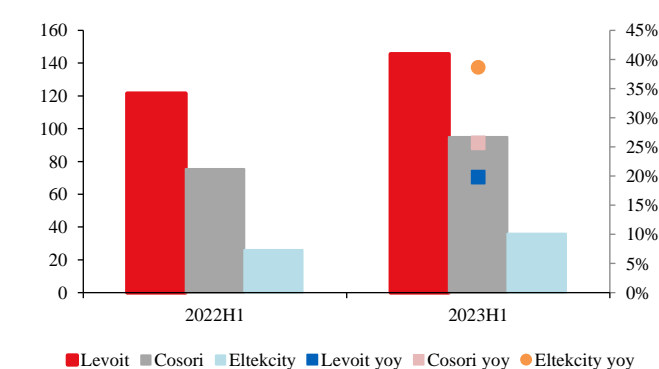
公司空炸产品北美体量较大, 欧洲销量提升迅速。根据久谦数据显示, 2023 年 1-10 月, 美亚销额为 1.15 亿美元, 仍占据主要体量, 德亚销额为 0.24 亿美元, 但德亚增速较高, 今天 1-10 月已经超出去年全年 71.4%, 且销售均价为 128 美元, 高于北美美亚均价 78 美元。公司空炸产品欧洲销售边际快速提升, 根据公司报表显示 2023H1 Cosori 品牌整体收入 0.95 亿美元, 同比提升 26%, 从区域看欧洲 23 上半年增速为 52.2%, 主要受益于西班牙、德国、英国等区域厨房电器、餐具以及非亚马逊渠道的销量增长。

图表 51 Cosori 亚马逊销售情况



资料来源: 久谦数据, 华创证券

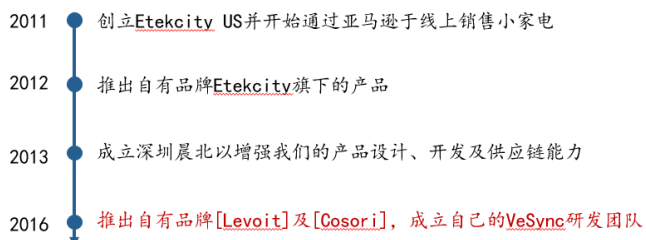
图表 52 23H1 Cosori 销额边际提升 (百万美元)



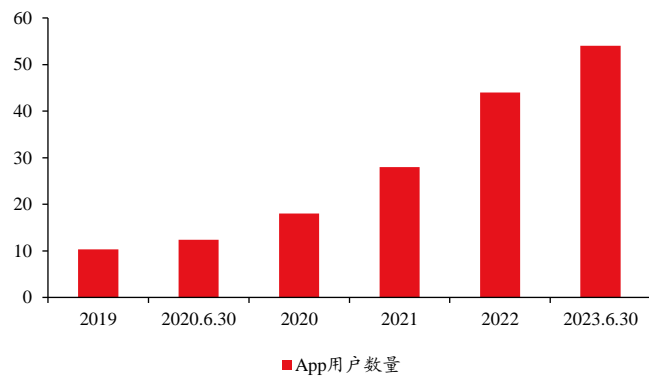
资料来源: 公司公告, 华创证券

公司用户数量庞大, 具备打造爆品优势。综上, 公司 Levoit、Cosori 品牌自推出后因其时尚外观、较优的产品体验、以及其性价比优势实现快速优质成长。而公司产品主打智能

互联，APP 用户数量持续提升，由 2019 年 103 万用户提升至 23 年上半年 540 万用户，而庞大用户基数有助于公司明确用户画像及偏好，同时公司目前已由选品模式过渡至自主研发模式，两者相辅相成有助公司更加精准了解消费者痛点打造爆品助力长远发展。

**图表 53 公司逐步实现自主研发**


资料来源：公司公告，华创证券

**图表 54 Vesync App 用户数量持续提升 (用户/十万)**


资料来源：公司公告，华创证券

#### 四、盈利预测

公司作为小家电跨境电商龙头企业，产品品类持续扩充，各品类外观、功能、定价均具备较高竞争优势。线上亚马逊渠道稳定，欧洲、北美线下渠道持续扩张，已进入各区域核心线下商场渠道，预期公司长期营收稳定增长。

- **Levoit 品牌:** Levoit 专注于家庭环境电器，公司空气净化器北美份额持续提升，同时加湿器、塔扇、吸尘器等新品类持续完善，叠加线下渠道持续扩充，我们认为 Levoit 品牌将实现稳定增长，给予 Levoit 品牌 23-25 年营收增速预测分别为 27%/25%/22%。
- **Cosori 品牌:** Cosori 品牌主要围绕厨房场景需求，当前主要以空气炸锅为主且欧洲区域销售增长较快，叠加公司持续推出烤箱等新品类，我们给予 Cosori 品牌 23-25 年营收增速预测分别为 25%/15%/20%。
- **Etekcitcity 品牌:** Etekcitcity 品牌主要涉及健康监测以及个护等品类，在公司收入占比中持续减少 22 年占比不足 10%，但 Etekcitcity 体重秤产品具备竞争力且市场份额稳定，我们给予 Etekcitcity 品牌 23-25 年营收增速预测分别为 5%/5%/10%。

图表 55 Vesync 主要品牌收入预测 (百万美元)

品牌	2022	2023E	2024E	2025E
<b>Levoit</b>	276	351	439	535
占比	56.30%	57.56%	59.98%	60.74%
YOY	<b>12.0%</b>	27.0%	25.0%	22.0%
<b>Cosori</b>	167	208	240	288
占比	33.96%	34.18%	32.77%	32.64%
YOY	<b>7.7%</b>	25%	15%	20%
<b>Etekcitcity</b>	47	49	51	57
占比	9.50%	8.02%	7.02%	6.41%
YOY	<b>-10.8%</b>	5%	5%	10%
<b>其他</b>	0	1	1	1
占比	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%
YOY	<b>98.8%</b>	30%	20%	15%

资料来源：公司公告，华创证券预测

公司主营为小家电跨境电商业务，我们选取业务模式相近、主营产品相近的上市公司作为可比公司，其中包括九阳股份、小熊电器、安克创新、新宝股份以及比依股份。总结来说，公司为小家电跨境龙头，不断丰富产品品类、拓展渠道。我们给予公司 23/24/25 年 EPS 预测分别为 0.06/0.07/0.09 美元，对应 PE 分别为 10.5/8.6/7.1 倍。采用可比公司估值法，给予 24 年 12 倍 PE，目标价 6.73 港元。首次覆盖，给予“推荐”评级。

图表 56 可比公司估值表

公司名称	最新市值 (百万元)	EPS				P/E				P/B			
		2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
九阳股份	8,974	0.7	0.7	0.9	1.0	16.9	15.8	13.7	12.0	2.7	2.5	2.4	2.2
小熊电器	7,809	2.5	3.0	3.5	4.1	20.2	16.8	14.1	12.1	3.4	2.9	2.5	2.1

安克创新	31,372	2.8	4.0	4.7	5.5	27.4	19.2	16.5	14.0	4.6	3.9	3.2	2.7
新宝股份	10,972	1.2	1.2	1.4	1.6	11.4	11.0	9.6	8.6	1.6	1.4	1.3	1.1
比依股份	3,645	1.0	1.2	1.4	1.7	20.5	15.7	13.9	11.3	3.6	3.0	2.6	2.1
行业平均		1.6	2.0	2.4	2.8	19.3	15.7	13.5	11.6	3.2	2.8	2.4	2.1
Vesync	5418.47	-0.01	0.06	0.07	0.09	-46.5	11.1	9.1	7.5	2.7	2.2	1.8	1.4

资料来源: Wind, 华创证券 (注: Vesync EPS 货币单位为美元, 其余公司 EPS 货币单位为人民币; 数据截止日期 2024 年 1 月 19 日)

## 五、风险提示

**亚马逊平台政策变化:** 2022 年公司亚马逊渠道占比达 83.7%，对该渠道依赖程度较高，若亚马逊平台政策出现大幅变化，可能会对公司短期的营收盈利造成较大的波动影响。

**关税政策及海运价格变化:** 2022 年公司北美、欧洲区域销售占比分别达到 74.7%、22%，其中北美为公司目前主要销售区域。而目前全球贸易环境多变，若美国在此轮关税豁免到期后持续对我国出口商品加征关税，公司业绩或受此影响波动。目前海运价格稳定，若遇到海路不畅、堵港等问题导致海运价格上升，公司业绩可能会受到一定影响。

**原材料价格上涨:** 家电行业主要原材料为铜、铝、塑料、不锈钢等，若原材料价格大幅上涨将会对企业盈利能力造成较大影响。

**渠道开拓、新品研发不及预期:** 公司作为小家电销售公司，未来主要业务增长不仅来源于老品类及老市场的继续开拓，更多来源于品类延伸、市场及渠道开拓，但新品的市场反馈及新市场的开拓均具有较大不确定性风险，若公司线下门店拓展及收入增长进度不及预期，或影响公司未来业绩增长速度。

**附录：财务预测表**

资产负债表					利润表				
单位：百万美元	2022	2023E	2024E	2025E	单位：百万美元	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	94	132	166	218	营业总收入	491	610	732	881
应收款项合计	168	153	183	245	主营业务收入	490	609	731	880
存货	115	143	162	186	其他营业收入	1	1	1	1
其他流动资产	19	35	52	55	营业总支出	515	517	619	746
流动资产合计	396	463	563	704	营业成本	348	335	400	481
固定资产净额	5	7	7	7	营业开支	167	182	219	264
权益性投资	12	8	11	10	营业利润	-24	93	113	135
其他长期投资	2	1	1	1	净利息支出	1	1	1	1
商誉及无形资产	10	11	11	10	权益性投资损益	0	0	0	0
土地使用权	0	2	5	7	其他非经营性损益	0	0	0	0
其他非流动资产	32	22	23	27	非经常项目前利润	-25	92	112	135
非流动资产合计	61	51	58	62	非经常项目损益	3	0	0	1
资产总计	457	514	621	766	除税前利润	-22	91	112	135
应付账款及票据	61	61	66	83	所得税	-6	23	28	34
短/长期借贷到期	8	8	8	8	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	99	87	105	132	持续经营净利润	-16	68	84	101
流动负债合计	168	156	179	223	非持续经营净利润	0	0	0	0
长期借贷	1	1	1	1	净利润	-16	68	83	101
其他非流动负债	11	11	12	12	优先股利及调整项	0	0	0	0
非流动负债合计	12	12	13	13	归母净利润	-16	68	83	101
负债总计	180	168	192	236	EPS (摊薄)	-0.01	0.06	0.07	0.09
归属母公司权益	277	346	429	530	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	0	0	0	0	成长能力	2022	2023E	2024E	2025E
股东权益总计	277	346	429	530	营业收入增长率	8.1%	24.2%	19.9%	20.5%
负债股东权益总计	457	514	621	766	归母净利润增长率	-139.1%	519.7%	22.1%	21.3%
现金流量表	2022	2023E	2024E	2025E	获利能力				
经营活动现金流	1	20	45	63	毛利率	29.0%	45.0%	45.2%	45.3%
净利润	-16	68	83	101	净利率	-3.3%	11.2%	11.4%	11.5%
折旧和摊销	7	4	5	5	ROE	-5.5%	21.9%	21.5%	21.1%
营运资本变动	10	-53	-44	-45	ROA	-3.5%	14.1%	14.7%	14.6%
其他非现金调整	0	0	0	1	偿债能力				
投资活动现金流	22	6	-12	-10	资产负债率	39.4%	32.7%	30.9%	30.8%
资本支出	-3	-10	-8	-8	流动比率	2.4	3.0	3.1	3.2
长期投资减少	-2	5	-3	0	速动比率	1.7	2.1	2.2	2.3
少数股东权益增加	0	0	0	0	每股指标 (美元)				
其他长期资产变动	27	11	-1	-3	每股收益	-0.01	0.06	0.07	0.09
融资活动现金流	-22	12	1	-1	每股经营现金流	0.00	0.02	0.04	0.05
借款增加	-26	0	0	0	每股净资产	0.24	0.30	0.37	0.46
股利分配	-123	-6	-9	-14	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	-44.1	10.5	8.6	7.1
其他融资活动	127	18	10	13	P/B	2.6	2.1	1.7	1.4

资料来源：公司公告，华创证券预测

## 家电组团队介绍

**组长、首席分析师：秦一超**

浙江大学工学硕士，曾任职于东兴证券、申港证券，2020 年加入华创证券研究所。

**分析师：田思琦**

上海国家会计学院会计硕士。2020 年加入华创证券研究所。

**助理研究员：樊翼辰**

英国伦敦大学学院理学硕士。2021 年加入华创证券研究所。

**助理研究员：伍迪**

美国乔治华盛顿大学金融数学硕士。2021 年加入华创证券研究所。

**助理研究员：杨家琛**

东南大学工学学士、华东理工大学金融硕士。2022 年加入华创证券研究所。

**助理研究员：牛保航**

英国帝国理工学院理学硕士。2023 年加入华创证券研究所。

## 华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-63214682	zhangyujie@hcyjs.com
	张菲菲	北京机构副总监	010-63214682	zhangfeifei@hcyjs.com
	刘懿	副总监	010-63214682	liuyi@hcyjs.com
	侯春钰	资深销售经理	010-63214682	houchunyu@hcyjs.com
	过云龙	高级销售经理	010-63214682	guoyunlong@hcyjs.com
	蔡依林	高级销售经理	010-66500808	caiyilin@hcyjs.com
	刘颖	高级销售经理	010-66500821	liuying5@hcyjs.com
	顾翎蓝	高级销售经理	010-63214682	gulinglan@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
深圳机构销售部	张娟	副总经理、深圳机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	张嘉慧	高级销售经理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	董姝彤	销售经理	0755-82871425	dongshutong@hcyjs.com
	王春丽	销售经理	0755-82871425	wangchunli@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	总经理助理、上海机构销售总监	021-20572536	ucaiaia@hcyjs.com
	官逸超	上海机构销售副总监	021-20572555	guanyichao@hcyjs.com
	黄畅	上海机构销售副总监	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	吴俊	资深销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjianian@hcyjs.com
	蒋瑜	高级销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	高级销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
	朱涨雨	销售经理	021-20572573	zhuzhangyu@hcyjs.com
	李凯月	销售经理		likaiyue@hcyjs.com
张玉恒	销售助理		zhangyuheng@hcyjs.com	
广州机构销售部	段佳音	广州机构销售总监	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	周玮	销售经理		zhouwei@hcyjs.com
	王世韬	销售经理		wangshitao1@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	总监	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	副总监	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	江赛专	资深销售经理	0755-82756805	jiangsaizhuan@hcyjs.com
	汪戈	高级销售经理	021-20572559	wange@hcyjs.com
	宋丹琦	销售经理	021-25072549	songdanyu@hcyjs.com

## 华创行业公司投资评级体系

### 基准指数说明:

A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500/纳斯达克指数。

### 公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上;  
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;  
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10% - 10% 之间;  
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20% 之间。

### 行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5% 以上;  
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数 -5% - 5%;  
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5% 以上。

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

## 华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际 商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海市浦东新区花园石桥路 33 号 花旗大厦 12 层 邮编: 200120 传真: 021-20572500 会议室: 021-20572522