太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

2024 年 06 月 18 日

公司深度研究

买入/维持

VESYNC(02148)

目标价:

昨收盘:5.07

Vesync：海外小家电高景气，空气净化器、加湿器、空气炸锅引领品牌增长

■ 走势比较

■ 股票数据

总股本/流通(亿股)	11.63/11.63
总市值/流通(亿港元)	58.96/58.96
12 个月内最高/最低价(港元)	5.89/2.74

相关研究报告

<<Vesync：2023H2 业绩扭亏为盈，亚洲地区营收端增速亮眼>>--2024-03-28

证券分析师：孟昕

E-MAIL：mengxin@tpyzq.com

分析师登记编号：S1190524020001

研究助理：赵梦菲

E-MAIL：zhaomf@tpyzq.com

一般证券业务登记编号：S1190124030006

研究助理：金桐羽

电话：021-58502206

E-MAIL：jinty@tpyzq.com

一般证券业务登记编号：S1190124030010

报告摘要

海外小家电高景气，空气净化器、加湿器、空气炸锅引领品牌增长。1）行业端，海外市场需求逐步回暖且处于补库阶段，小家电行业规模有望持续提升。2）**公司端，**现有三大品牌产品矩阵不断丰富，空气净化器、加湿器和空气炸锅等优势品类有望引领公司营收和业绩端持续快速增长。

Levoit：持续巩固环境电器领先优势，积极拓展吸尘器、风扇等新品类。1）环境电器：2023 年公司空气净化器和加湿器品类在美国市场的销额市占率持续领先，同时塔扇产品在欧洲和美国市场均实现畅销。**2）清洁电器：**公司积极布局新品类吸尘器，2023H2 推出的养宠家庭友好型吸尘器 LVAC-200 的清洁方式和使用场景均丰富，差异化竞争优势较为凸显。

Cosori：空气炸锅业务欧洲市场增速较快，产品端 DC 电机和双炸篮设计有望助力增长。1）行业端：全球空气炸锅市场增长空间广阔，预计 2028 年市场规模预计达 14.31 亿美元，2023-2028 年 CAGR 达+7%，其中美国、德国、印度地区存在结构性亮点。**2）公司端：**渠道端布局多元化且欧洲市场表现较为突出，2023 年在西班牙和挪威两国均保持市场领先地位，市占率分别约为 31.5%和 43%；产品端 DC 炸锅新品和双炸篮设计的产品有望更好地契合海外消费者的需求，进而为公司业务增长提供助力。

Etekcity:聚焦健康监测和个人护理设备,AI 赋能下搭配 Vesync APP 交互体验有望提升。根据 GWI 预测，2027 年全球健康经济市场规模或将达 8.47 亿美元，Etekcity 作为在健康监测设备领域持续深耕的品牌，有望分享行业增长红利。同时品牌旗下多款产品支持连接 Vesync 应用程序，实现数据跟踪的同时通过饮食建议、目标管理等方式，敦促用户培养良好的生活习惯。我们认为，公司硬件搭配 Vesync APP 的交互体验有望在 AI 大模型的赋能下提升，全方位地帮助用户构建更健康的生活环境和习惯。

盈利预测：我们预计，2024-2026 年公司净利润为 0.96/1.14/1.31 亿美元，对应 EPS 为 0.08/0.10/0.11 美元，当前股价对应 PE 为 7.77/6.52/5.69 倍。维持"买入"评级。

风险提示：汇率波动风险、生产要素价格波动风险、海外地缘政治风险、海运运力紧张风险、人才培养与发展风险等。

■ 盈利预测和财务指标

单位/百万（美元）	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	586	705	833	959
营业收入增长率(%)	19.24	20.45	18.12	15.09
净利润	77	96	114	131
净利润增长率(%)	576.04	23.38	19.20	14.57
EPS（元）	0.07	0.08	0.10	0.11
ROE（%）	23.66	22.72	21.40	19.76
P/E	9.94	7.77	6.52	5.69
P/B	2.44	1.77	1.40	1.12

资料来源：Wind，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

目录

一、 Vesync：海外智能小家电龙头，旗下三大品牌齐头并进 5
（一）家用电器后起之秀，从北美起家到逐渐全球化扩展 5
（二）收入端整体呈快增趋势，2023 年盈利能力大幅修复 7
（三）公司管理层产业经验丰富，股权激励计划深度绑定员工利益 11
二、 Levoit：巩固环境电器龙头优势，积极拓展吸尘器新品类 15
（一）环境电器：净化器和加湿器品类稳定领先，塔扇欧美市场销售表现优异 17
（二）清洁电器：看好海外吸尘器更新需求，积极布局吸尘器新赛道 22
三、 Cosori：渠道端欧洲市场表现突出，产品端 DC 电机和双炸篮设计有望提供增长助力 24
四、 Etekcity：聚焦健康监测和个人护理，AI 赋能下搭配 Vesync APP 交互体验有望提升 29
五、 盈利预测与估值 35
（一）关键假设 35
（二）盈利预测 37
六、 风险提示 38

图表目录

图表 1： 公司旗下囊括 Etekcity、Cosori、Levoit 三大品牌，专注于智能小家电设备和解决方案 5
图表 2： Vesync 从北美市场小家电品类起家，自有品牌矩阵和业务市场持续扩展 7
图表 3： 2019-2023 年公司总营收整体保持双位数增长 8
图表 4： 公司北美地区收入占比较大 9
图表 5： 公司 Levoit 与 Cosori 品牌营收占比较高 9
图表 6： VC 模式在亚马逊渠道收入占比逐年上升 10
图表 7： 非亚马逊渠道 2023 年占比达 22.10%（+5.71pct） 10
图表 8： 2023 毛利率恢复为 46.86%（同比+17.85pct） 10
图表 9： 2023 年公司归母净利润为 0.77 亿美元，归母净利率为 13.23% 11
图表 10： 公司高管产业经验均较为丰富 12
图表 11： 杨琳女士为公司实际控制人，公司股权结构相对集中 13
图表 12： 公司首次公开发售后股份激励计划存续期长达 10 年，有望充分调动员工的积极性 13
图表 13： 公司累计回购 1502.9 万股，总额达 7918.85 万港元 14
图表 14： Levoit 品牌主营家居环境电器，聚焦自动化和营造舒适环境 16
图表 15： Levoit 空气净化器共推出 5 个系列 17
图表 16： Core300 净化器为公司热门产品之一 18
图表 17： Core300 净化器位列美国亚马逊平台净化器品类 Best Seller 榜单首位 18
图表 18： Levoit 空气净化器 2023 年 6 月增速亮眼 19
图表 19： 公司空气净化器销额同比增速快于行业 19
图表 20： LV600s 智能加湿器适用于卧室大空间 20
图表 21： Superior6000S 智能加湿器配备高级过滤器 20
图表 22： 北美地区 2022 年 CPI 年增速高于人均 GDP 年增速 21
图表 23： Levoit 塔扇一度位列美国亚马逊 Best Seller 榜单塔扇品类第二名 21
图表 24： 预计 2028 年全球吸尘器零售量有望达 1.72 亿台（+3.83%） 22
图表 25： 欧美家庭更倾向于铺设地毯或木质地板 23
图表 26： 新品 LVAC-200 适用于养宠场景 23
图表 27： COSORI 主要聚焦厨电领域，产品矩阵较为丰富 25
图表 28： 2023-2033 年各区域市场持续增长（单位：美元） 26
图表 29： Cosori 品牌空气炸锅快速拓展沃尔玛、Target、BEST BUY 等多个 KA 渠道 27
图表 30： 公司推出将空气炸锅与烤箱结合实现功能拓展的 13-Quart 空气烤箱 28
图表 31： 新品 DC 空气炸锅烹饪速度可提高 46% 29
图表 32： 公司 2023 年推出 9.0-Quart 双篮式空气炸锅 29
图表 33： Etekcity 品牌目前主要聚焦于健康监测和个人护理等品类 30
图表 34： 2022-2027 年全球健康经济市场规模 CAGR 有望达 8.6% 31
图表 35： Etekcity 旗下多款人体秤产品支持连接 Vesync 应用程序 32
图表 36： Vesync 应用程序在美国 IOS 应用商店广受用户好评 33
图表 37： AI 大模型赋能下 Vesync APP 有望结合 Etekcity 旗下产品，给予用户更好的交互体验 34
图表 38： Vesync 分品牌收入预测表 36
图表 39： 可比公司估值表 37

一、 Vesync：海外智能小家电龙头，旗下三大品牌齐头并进

(一)家用电器后起之秀，从北美起家到逐渐全球化扩展

Vesync 通过三大品牌满足多样化的市场需求，当前渠道逐渐多元化。Vesync 成立于 2011 年，专注于提供智能小家电设备和解决方案，主要销售包括空气净化器、空气加湿器、空气炸锅、人体秤等小家电产品。**1）品牌端：**公司旗下有聚焦于智能小家电、健康监测设备的“Etekcity”、聚焦于厨房电器及餐饮用具的“Cosori”以及聚焦于改善家居环境的电器的“Levoit”三个品牌。**2）渠道端：**亚马逊电商平台是公司目前的主要渠道，以 Vendor Central 模式为主；同时公司也在积极拓展亚马逊外的电商以及沃尔玛、Target 等线下 KA 渠道。

图表1：公司旗下囊括 Etekcity、Cosori、Levoit 三大品牌，专注于智能小家电设备和解决方案

资料来源：公司 2023 年业绩会材料、太平洋证券整理

公司从小家电起家，目前聚焦于消费领域的智能小家电设备。回顾公司发展历程，我们将其划分为三个阶段：

（1）2011-2014 年：公司从美国亚马逊起家并推出首个自有品牌。

2011 年 Etekcity US 成立，公司起家于美国亚马逊，2012 年推出首个自有小家电品牌“Etekcity”，2013 年在中国成立深圳晨北，依靠中国产品分包商、物流公司以及物联网人才，稳步提升了公司的供应量、运输效率以及研发能力。同时公司的市场辐射范围也逐步扩大，先后于 2013 年和 2014 年进入欧盟以及加拿大市场。

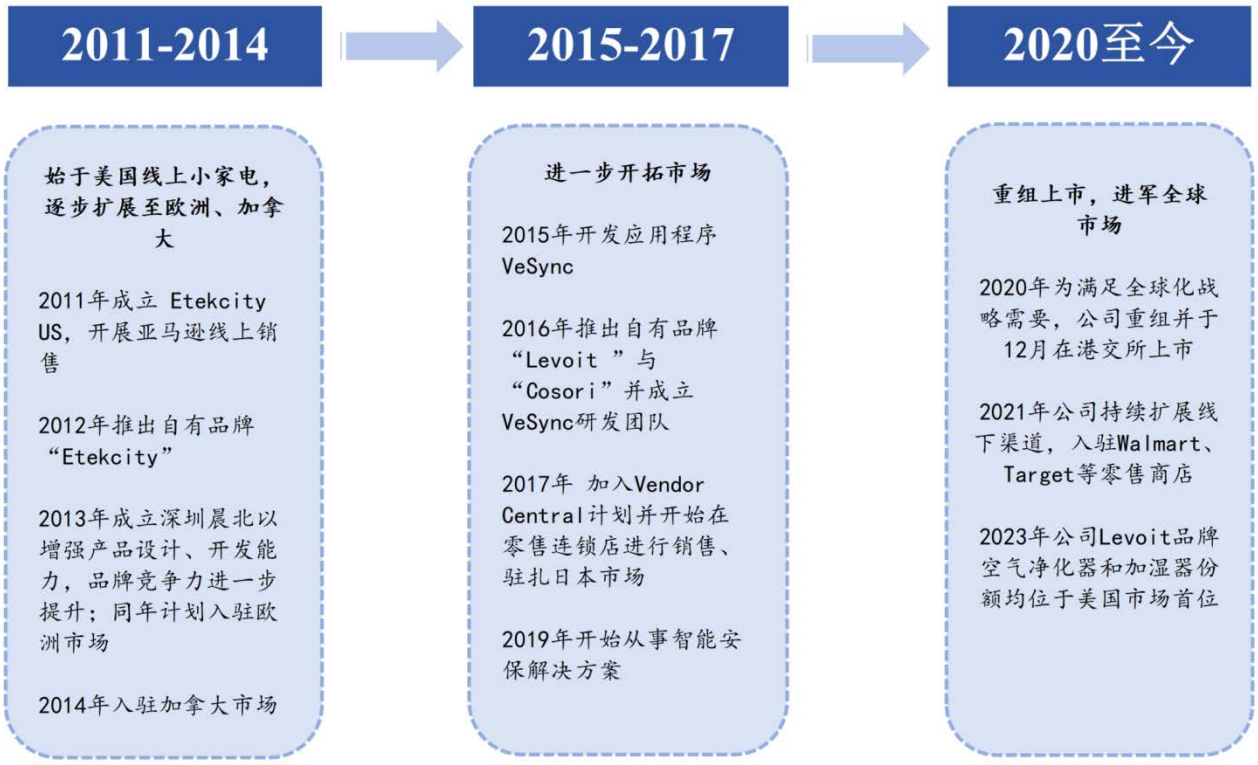
（2）2015 年-2017 年：三大品牌矩阵逐步完善，加入亚马逊 VC 计划助力品牌知名度提升。

2015 年公司采纳“智能家居（Smart Life）”战略，推出首款应用程序 VeSync，打造自身独特竞争优势。2016 年相继成立自有品牌“Cosori”与“Levoit”，进一步开拓市场并丰富产品品类；同年成立 VeSync 科研团队，进一步为后续智能家居的研发打下基础。2017 年公司开始拓展线下销售渠道，市场份额进一步提升，业务范围也拓展至亚洲地区，同年加入亚马逊 Vendor Central 计划，公司品牌知名度实现大幅提升。

（3）2020 年至今：重组上市进军全球市场，海外区域、渠道不断突破。

2020 年公司为满足全球化战略进行重组，并于 12 月在港交所成功上市；同年公司与知名连锁零售商建立销售合作，入驻 Walmart、Target 等线下零售商店；后续公司积极拓展亚洲、欧洲市场以及北美线下零售渠道，市场进一步扩大。2021 年公司 VeSync Store App 上线，2022 年 VeSync Wellness 场景内容上线，同时非亚马逊渠道取得突破性进展。2023 年公司进入新的增长周期，Levoit 空气净化器和加湿器销售额份额均位于美国市场首位。

图表2：Vesync 从北美市场小家电品类起家，自有品牌矩阵和业务市场持续扩展



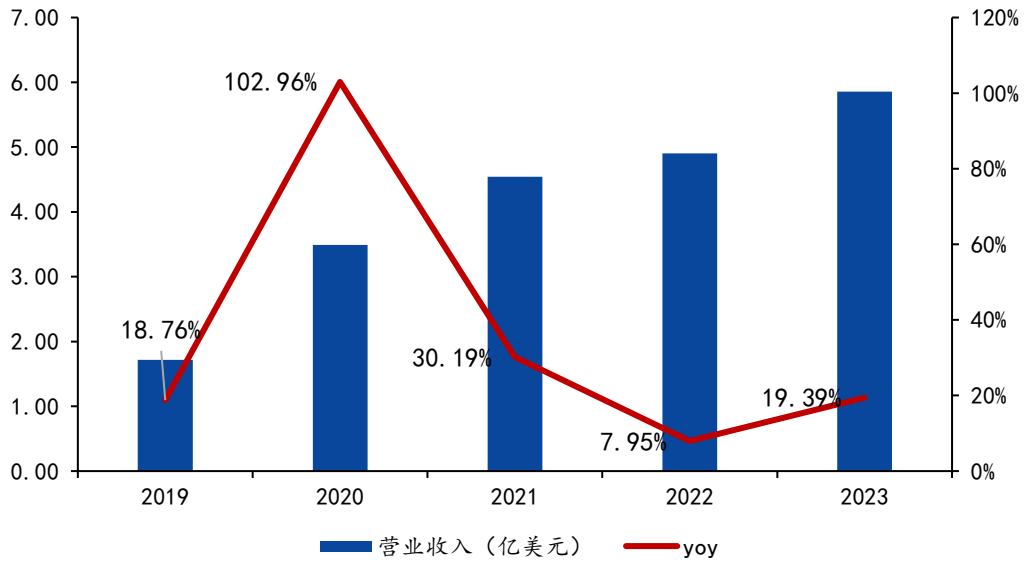
资料来源：太平洋证券整理、公司招股书

(二)收入端整体呈快增趋势，2023 年盈利能力大幅修复

1. 营收端：整体保持快增趋势，2023 年收入增速逐步恢复

整体来看，公司总营收整体保持快速增长态势。2019—2023 年，公司总营收由 1.71 亿美元增长至 5.85 亿美元，CAGR 达到了 35.85%；其中 2020 年增长亮眼，同比增速达到 102.96%，后续增速逐渐放缓，于 2022 年下降至 7.95%，或系受到疫情因素的扰动。2023 公司总营收达 5.85 亿美元，同比增长 19.39%，增速逐步恢复，主要归功于公司的产品、渠道开发、区域拓展、品牌推广等能力的持续提升。

图表3：2019-2023 年公司总营收整体保持双位数增长

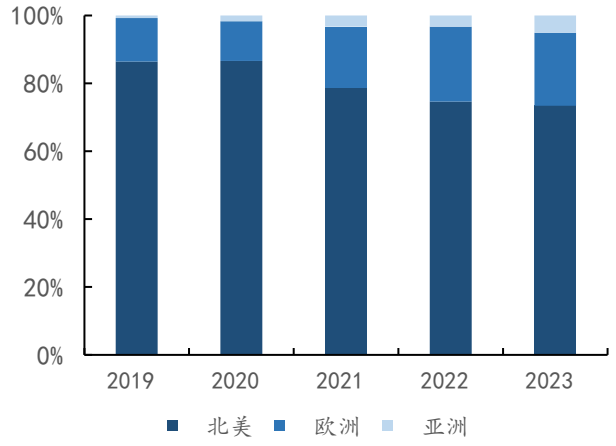


资料来源：同花顺、公司年报、太平洋证券整理

分地域看，北美地区为主要市场，2023 年亚洲市场收入高增。2019—2023 年公司北美营收占比维持在 70%以上；欧洲、亚洲收入占比逐年增长，分别由 12.78%提升至 21.48%、0.76%提升至 5.09%。2023 年北美、欧洲、亚洲区域收入分别达 4.30 亿美元(+17.41%)、1.26 亿美元(+16.49%)、0.30 亿美元（+83.43%），其中美国地区快速增长主系受到环境电器和非亚马逊渠道的拉动；欧洲地区实现较快增速 Levoit 旗下空气净化器销量提升叠加吸尘器、塔扇等新品在德国、英国等欧洲国家畅销，以及 Cosori 空气炸锅销量增长的带动；亚洲地区收入高增主系日本市场销额增加。

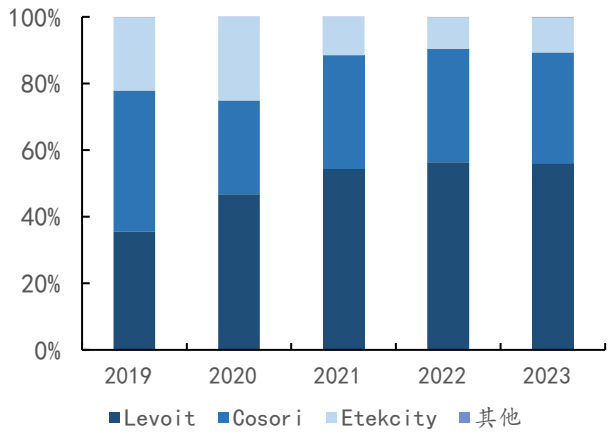
分品牌看，Levoit 与 Cosori 品牌收入占比较高，2023 年三大品牌均实现较快增长。整体来看，2019—2023 年，Levoit、Cosori 品牌在总营收中占比较大，且比重呈上升趋势。2023 年，**1）Levoit** 营收达 3.27 亿美元（同比+18.34%），收入占比 55.58%（同比-0.50pct），实现较快增速主因品牌中空气净化器、空气净化器滤网等产品收入增加所致；**2）Cosori** 营收达 1.96 亿美元（同比+17.38%），收入占比为 33.44%（同比-0.57pct），收入快速增长主要受到欧洲市场空气炸锅销售增长的带动；**3）Etekcity** 营收达 0.61 亿美元（同比+31.47%），收入占比 10.48%（同比+0.96pct），系人体秤品类销额同比增长近 30.2%的拉动。

图表4：公司北美地区收入占比较大



资料来源：同花顺、公司年报、太平洋证券整理

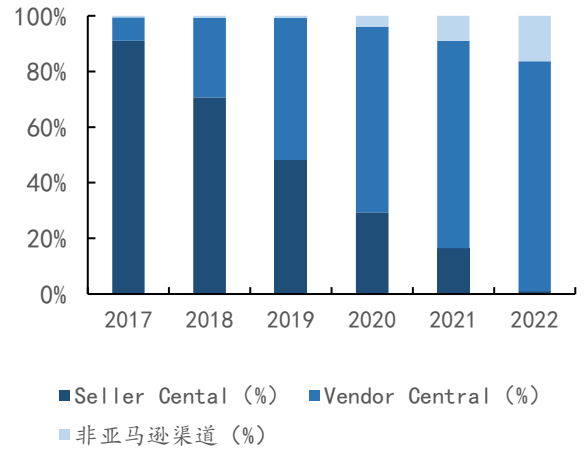
图表5：公司 Levoit 与 Cosori 品牌营收占比较高



资料来源：同花顺、公司年报、太平洋证券整理

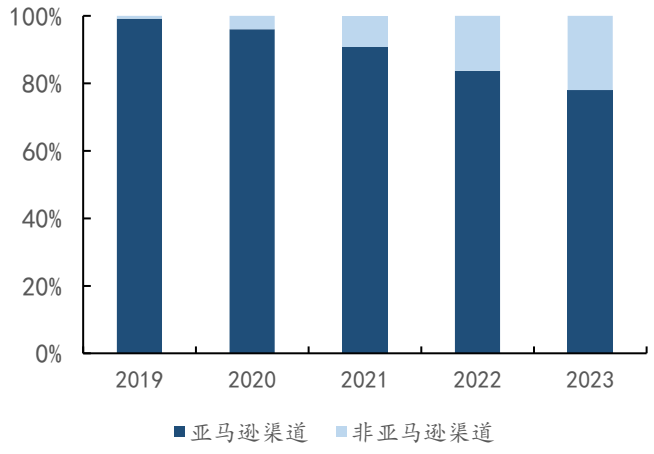
分渠道看，公司亚马逊渠道以 Vendor Central 模式为主，2023 年非亚马逊渠道收入高增。2019-2022 年，受公司渠道战略转变的影响，公司亚马逊 Seller Central（SC）模式占比逐年下降，由 2019 年的 48.39%下降至 2022 年的 1.09%，VC 模式占比于 2022 年上升至 82.60%。2023 年公司亚马逊渠道营收达到了 4.57 亿美元（同比+11.25%），非亚马逊渠道营收额为 1.29 亿美元（同比+61.23%），占比 22.01%（+5.71pct），非亚马逊渠道收入实现高速增长主系公司积极拓展线下等零售渠道与其他电商平台，线下连锁零售商门店进驻数量大幅增加、门店销售额大幅提升。

图表6：VC 模式在亚马逊渠道收入占比逐年上升



资料来源：同花顺、公司年报、太平洋证券整理

图表7：非亚马逊渠道 2023 年占比达 22.10%（+5.71pct）

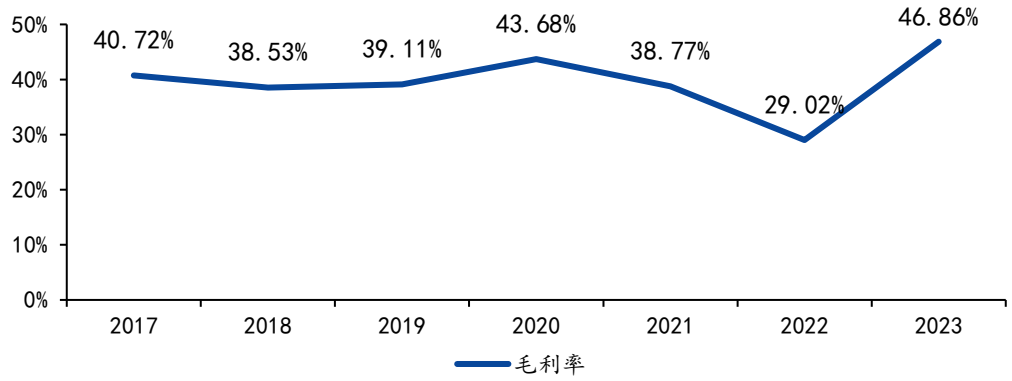


资料来源：同花顺、公司年报、太平洋证券整理

2. 利润端：2022 年受自愿召回事件影响短期承压，2023 年盈利能力大幅改善

2022 年毛利率短期承压，2023 毛利率同比大幅回升。2017—2021 年公司毛利率水平基本稳定在 40%左右，2022 年毛利率受到空气炸锅自愿召回事件以及运输成本大幅增加的影响下滑至 29.02%（同比-9.75%）。2023 公司毛利率达 46.86%（同比+17.85pct），涨幅显著主系公司产品收入和议价能力提升，叠加国际运费和其他成本同比显著下降所致。

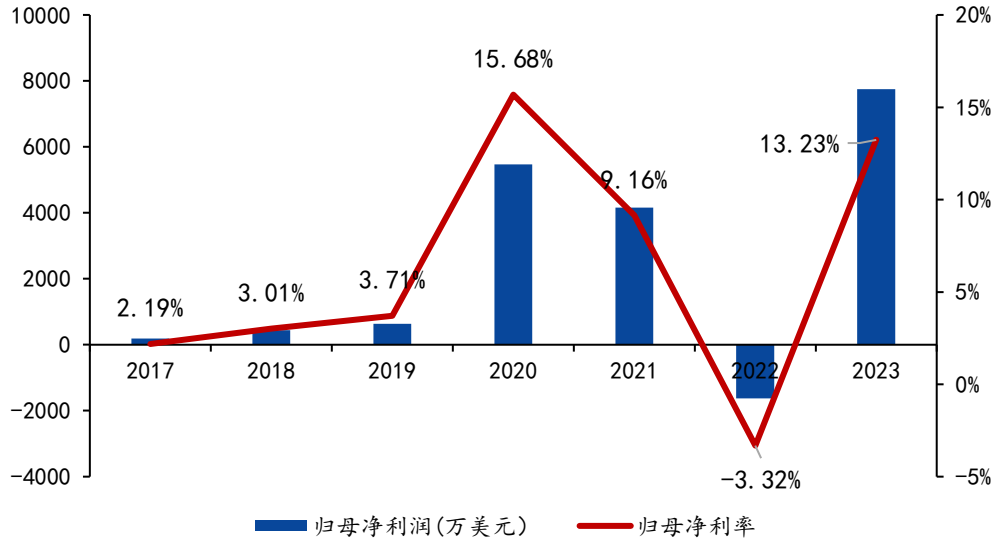
图表8：2023 毛利率恢复为 46.86%（同比+17.85pct）



资料来源：同花顺、公司年报、太平洋证券整理

2022 年受空气炸锅召回和海运费上涨影响出现亏损，2023 年归母净利润与净利率均转正。2020 年公司归母净利润和净利率实现大幅上涨，其中归母净利润同比增长 758.80%，净利率同比+11.98pct；2022 年归母净利润与净利率大幅下滑为负，主要原因为受到公司空气炸锅自愿召回事件和海运费上涨的影响。2023 年公司归母净利润为 0.77 亿美元(2022 年同期为-0.16 亿美元)，净利率为 13.23%（2022 年同期为-3.32%），均实现扭亏为盈，或系召回事件解决叠加公司渠道开发和品牌拓展以及国际运费大幅下降的共同助力所致。

图表9：2023 年公司归母净利润为 0.77 亿美元，归母净利率为 13.23%



资料来源：同花顺、公司年报、太平洋证券整理

(三)公司管理层产业经验丰富，股权激励计划深度绑定员工利益

公司管理层产业经验较为丰富。集团创办人和董事会主席杨琳女士在小家电及智能家居设备行业拥有逾 18 年的经验；副总裁杨海为杨琳女士的胞弟，于通信技术行业拥有逾 17 年的经验，在加入公司前先后于多家企业从事软件工程相关工作；公司财务总监陈兆军先生也有着较丰富的职业经历。

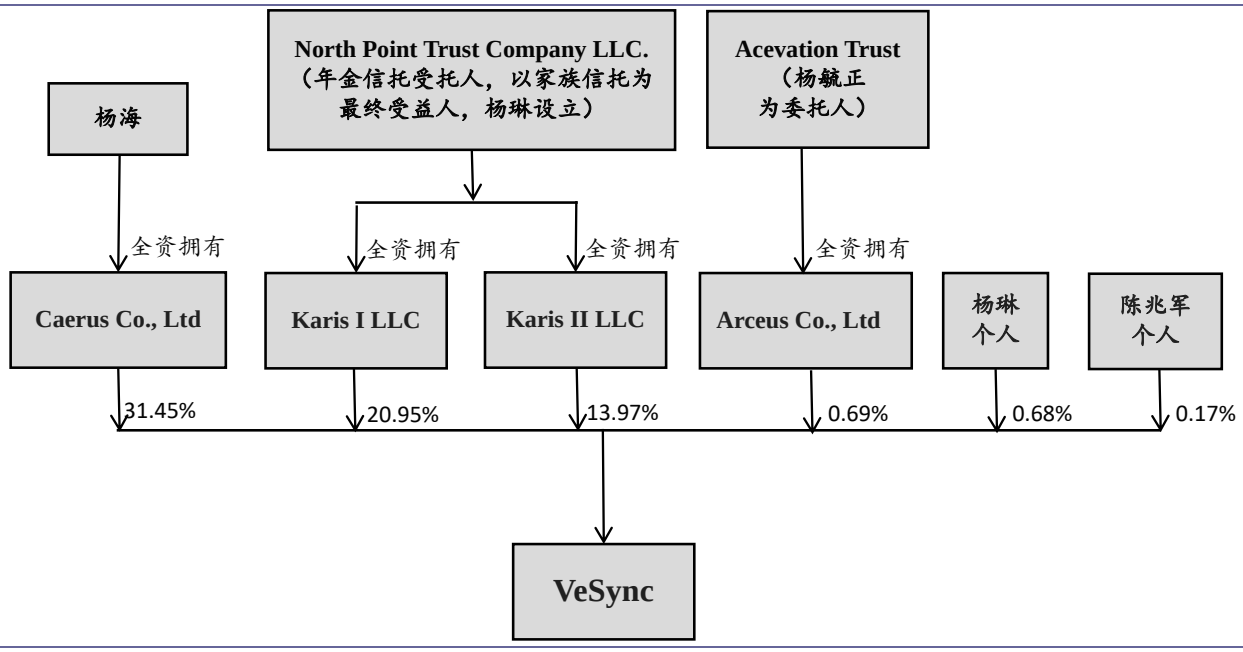
图表10：公司高管产业经验均较为丰富

高管	职务	从业经历
杨琳	董事长、行政总裁（集团创始人）	杨琳女士在小家电及智能家居设备行业拥有逾18年的经验，自2005年1月至2007年3月于Community CPA & Associates Inc.任职，所担任之最后职位为行政经理，随后通过于2006年10月在美国成立的L&HY U.S.首次开始小家电及电子产品贸易业务；2019年1月9日获委任为Vesync执行董事、主席，于2020年12月8日获委任为Vesync行政总裁及董事会主席。
陈兆军	副总裁，财务总监	陈先生于会计及业务管理行业拥有逾20年的经验，自2004年7月陈先生加入摩比发展有限公司担任财务经理，于2020年5月7日任为 Vesync 执行董事，2020年12月8日获委任为 Vesync 财务总监及副总裁，主要负责监督Vesync集团之财务管理、内部控制及合规事务。
杨海	副总裁	杨先生自2003年6月至2006年9月于亚信科技有限公司担任软件工程师；自2006年9月至2011年6月于爱立信（中国）通信有限公司担任软件工程师。2011年12月，杨海先生加入Etekcity US并自此担任本集团副总裁；2020年5月27日获委任为Vesync执行董事、副主席。杨海先生亦为公司的副总裁，主要负责监督集团的销售、营销及线上业务。

资料来源：同花顺、公司公告、太平洋证券整理

为满足全球化战略进行重组上市，创始人及董事长杨琳为公司实际控制人。为筹备全球发售，公司于2019年就上市进行一系列重组步骤，以建立及精简的公司架构并促进发展及扩张战略；重组后，深圳晨北除杨琳女士外的个人股东以及第三方投资者均在境外注册了全资子公司，公司也于开曼群岛注册成为豁免有限公司。目前公司创始人及董事长杨琳为公司实际控制人，杨琳女士与杨海先生为姐弟关系，杨毓正先生为二人父亲，因此被视为三人共同拥有公司股份；截至2023年三人总计持有股份7.90亿股，占比达67.74%。

图表11：杨琳女士为公司实际控制人，公司股权结构相对集中



资料来源：公司年报、太平洋证券整理

上市前后共发布两次股权激励计划，将公司利益与员工利益深度绑定。公司分别于上市前后实行了共计两次股权激励计划，给予对公司发展有重大贡献的员工相应的股权激励。其中首次公开发售后股份激励计划仍在进行当中，截至 2023 年该计划授权可授出的股份数量已达到了 1.16 亿股。此次计划是一项长期的股份激励计划，存续期长达约 12 年，与此同时涉及人员覆盖面较广，有望充分调动员工的积极性，并实现个人利益与公司发展的深度绑定。

图表12：公司首次公开发售后股份激励计划存续期长达 10 年，有望充分调动员工的积极性

股权激励计划	时间	目的	授予者	最多可授予股份数目（万股）
首次公开发售后股份激励计划	采纳日期	1、认可雇员贡献以挽留其继续为公司发展效力 2、吸引人才以推动公司进一步发展	五名最高薪酬雇员	11076.64
	2021 年 7 月 20 日			
	终止日期		其他雇员	
	2033 年 10 月 23 日			

资料来源：公司年报、太平洋证券整理

公司 3 年进行股份回购 6 次，累计购入 1502.9 万股。公司于 2020 年 12 月表决通过股份回购计划，主要目的包括激励为公司作出贡献的员工以及其他用途。公司分别于 2021 年 6-7 月、2022 年 1 月、2023 年 10-12 月进行了 6 次股份回购;其中 2023 年股份回顾数量和金额显著提升，全年共回购 1265.9 万股，总金额达 6139.04 万港元；2021-2023 年公司累计回购 1502.9 万股，总金额达 7918.85 万港元。

图表13：公司累计回购 1502.9 万股，总额达 7918.85 万港元

时间	回购股份（万份）	每股已付价格（港元）		总额（万港元）
		最高	最低	
2021 年 6 月	3.4	9.55	9.50	32.54
2021 年 7 月	17.1	8.84	8.71	150.97
2022 年 1 月	216.5	8.16	6.67	1596.30
2023 年 10 月	393.0	5.02	3.47	1580.91
2023 年 11 月	332.9	5.67	4.41	1775.55
2023 年 12 月	540.0	5.48	4.90	2782.58
总计	1502.9	/	/	7918.85

资料来源：公司年报、太平洋证券整理

二、 Levoit：巩固环境电器龙头优势，积极拓展吸尘器新品类

Levoit 品牌主营家居环境电器，产品设计聚焦自动化与舒适感。Levoit 的产品为具有自动化的家居环境电器以及清洁电器，包括空气净化器、加湿器、塔式风扇等品类，按性能与型号的不同，价格覆盖 24.99-499.99 美元。其中，非低端产品（超过 49.99 美元）绝大多数可通过 App 监控交互；高端产品可根据家居环境实现自动化调节，产品智能程度与价格正比，如售价 50 美元左右的 Dual 系列加湿器在水箱内无水后的自动停止，而售价 100 美元-110 美元的 LV 系列加湿器可根据环境湿度实现出水量的自动控制；同时部分产品还支持精油填充功能，旨在为消费者营造更加放松舒心的氛围。

图表14：Levoit 品牌主营家居环境电器，聚焦自动化和营造舒适环境

产品类别	产品图片	产品系列	系列优势		有效范围	产品价格
空气净化器		Core	高效率且净化效果卓越	产品类型覆盖面最广	17m²	$49.99-$89.99
					20m²	$99.99-$149.99
					59m²	$219.99-$349.99
		EverestAir	适用于超大房间	三通道激光灰尘传感器和智能控制	52m²	$499.99
		LV	使用HEPA高效过滤网 可捕获99.97%的0.3颗粒	芳香疗法 （可注入精油）	17m²	$49.99-$89.99
					66m²	$179.99-$349.99
		Vista		节能静音	16m²	$89.99
		Vital		专为捕捉空气中宠物皮毛而设计	20m²/50m²	$119.99-$189.99
加湿器		Classic	超声波技术将水雾化； 有散发精油的芳香芯； 可通过APP远程监控	性价比相对高	10m²-27m²	$24.99-$39.99
					20m²-47m²	$49.99-$79.99
		Dual		水箱内无水会自动停止出水	10m²-27m²	$43.99-$59.99
		LV		感应室内温度湿度，可自动调节出水量	40m²-70m²	$99.99-$109.99
		OasisMist		可以自定义湿度，适用于大房	20m²-55m²	$89.99-$149.99
		Superior		灯芯过滤器可捕获大颗粒和矿物质	279m²	$249.99
塔扇		经典36英寸塔式风扇	可根据房间温度自动调节风扇转速； 直流电机强大，风扇最高转速25ft/s	噪音水平低，风扇运行为28分贝	/	$69.99
		经典42英寸塔式风扇		可根据12个风扇速度的选项定制冷却模式	/	$99.99
吸尘器		LVAC-200	防缠绕设计以及5阶段过滤适合养宠场景	轻便且易清洁	/	$199.99
		LVAC-120	拥有强大吸力	实现清洁刷和喷口的二合一	/	$139.99
		VortexIQ™ 40	采用双HEPA型过滤器	采用DPC技术，自动通过碎屑程度调成抽吸功率	/	$229.99
过滤器		替换滤芯与空气净化器和加湿器等系列产品适配 替芯的价格定位与系列产品一一对应				$22.99-$69.99
恒温器		Aura® 智能恒温器	智能监控温度湿度	生态友好型	/	$169.99
		Aura® 传感器	显示温度湿度	可以连接到智能恒温器上	/	$29.99

资料来源：Levoit 官网、太平洋证券整理（注：图中仅为各品类的代表产品）

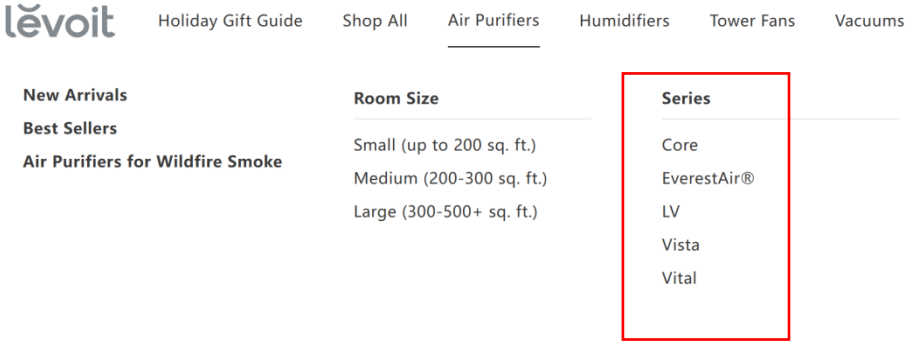
(一)环境电器：净化器和加湿器品类稳定领先，塔扇欧美市场销售表现优异

➢ （1）空气净化器

国内外对空气净化器需求分化，海外空气净化器需求量显著高于国内。空气净化器通过过滤、分解或者转化空气中的各种污染物，有效提高空气清洁度，在国内常用于净化 PM2.5 等杂质，提升空气质量；海外空气净化器的主要作用之一则包括净化花粉等过敏源，从而减轻过敏症状，该使用场景对空气净化器的需求更刚性、消费者粘性更大。根据中智信投研究的数据，2023 年北美、欧洲和中国的空气净化器全球销量市占率分别达 31.99%、27.24%、10.27%，欧美地区合计占比近 60%，海外空气净化器需求量显著高于国内。

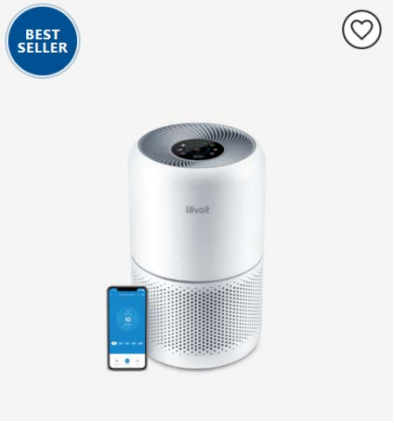
公司净化器不同系列各有侧重，爆款 Core 300 推出后销售表现亮眼。1）产品方面：Levoit 品牌推出的空气净化器包括高效净化的 Core 经典系列、适用于超大空间的 EverestAir 系列、高端的 LV 系列、养宠场景的 Vital 系列和侧重节能静音的 Vistal 系列。**2）新品方面：**公司主打性价比的产品 Core300 在 2023 年 6 月出现一波销售小高峰，在亚马逊家用空气净化器类目 Best Seller 榜单一度位列第一，销售表现亮眼。

图表15：Levoit 空气净化器共推出 5 个系列



资料来源：Levoit 官网、太平洋证券整理

图表16：Core300 净化器为公司热门产品之一



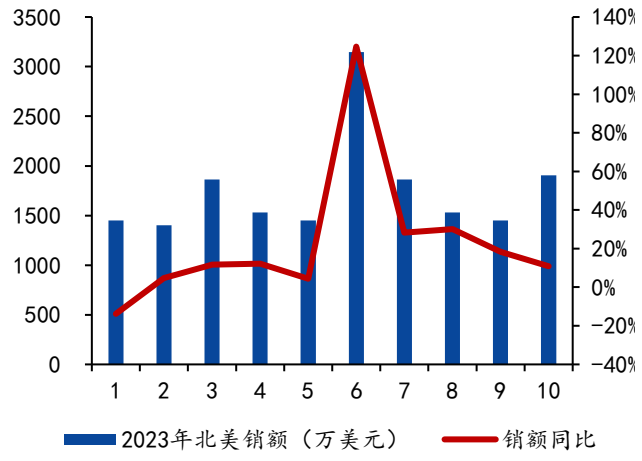
资料来源：Levoit 官网、太平洋证券整理

图表17：Core300 净化器位列美国亚马逊平台净化器品类 Best Seller 榜单首位

资料来源：Amazon 官网、太平洋证券整理

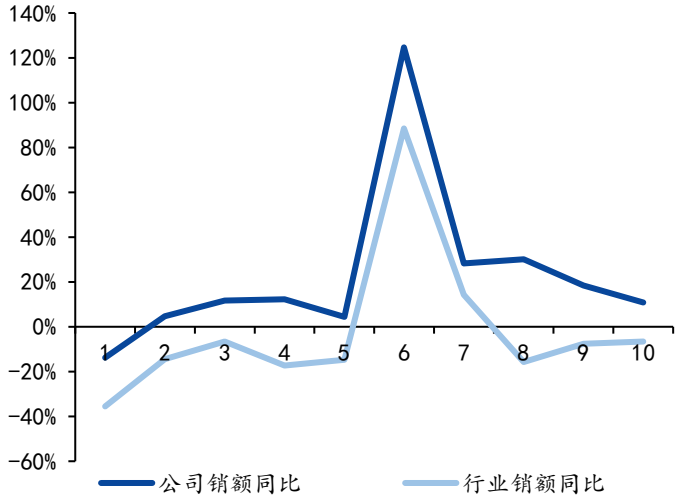
加拿大大火催化北美销售，公司空气净化器销额市占率蝉联美国地区首位。2023 年 6 月初加拿大发生严重的森林火灾，给加拿大和美国东海岸带来严重空气污染，导致净化空气的市场需求随之提升。根据 NPD 月度数据显示，北美地区 2023 年 6 月空气净化器市场总销额达 1.19 亿美元，环比+118.39%，同比+88.49%；其中 Levoit 品牌销额为 3146 万美元，环比+124.48%，同比+124.66%，增速快于行业，或者公司作为龙头率先分享行业红利。同时公司空气净化器品类也凭借丰富的产品矩阵、对用户需求的精准覆盖等优势，在美国市场份额持续领先；根据 NPD 数据，2023 年公司 Levoit 品牌空气净化器在美国市场的销量和销额市场份额继续扩展，其中销额市占率达 28.6%（+5.6pct），连续 2 年位居美国市场首位。

图表18：Levoit 空气净化器 2023 年 6 月增速亮眼



资料来源：NPD 数据库、太平洋证券整理

图表19：公司空气净化器销额同比增速快于行业



资料来源：NPD 数据库、太平洋证券整理

➢ **（2）加湿器**

凭借差异化原创功能定位中高端，成功位列美国全渠道销额市占率第一。1）价格方面，公司加湿器产品凭借差异化和原创性的功能设计定位中高端价位段，如产品 LV600S 可通过感应室内湿度而自动调节出水量，Superior6000S 则配备可捕捉大颗粒和矿物质的灯芯过滤器；根据 NDP 月度数据计算，Levoit 加湿器北美地区 2023 年均价为 54.54 美元，高于行业 40.73 美元的均价。**2）销额方面，**公司通过在加湿器品类的持续深耕，于 2023 年成功由美国亚马逊渠道销额市占率第一成长为全渠道销额市占率第一（根据 NPD 统计数据），市占率达 22.7%。

图表20：LV600s 智能加湿器适用于卧室大空间

资料来源：Levoit 官网、太平洋证券整理

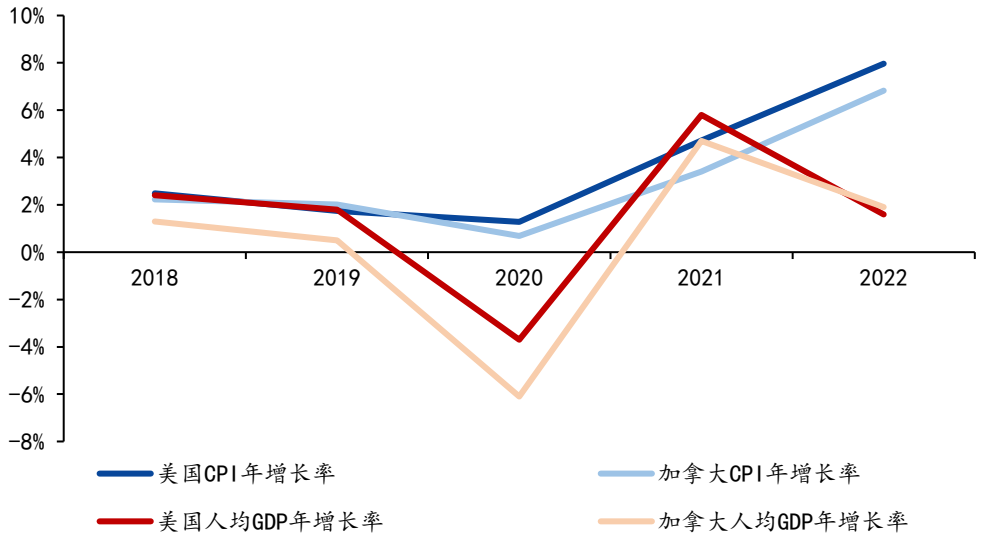
图表21：Superior6000S 智能加湿器配备高级过滤器

资料来源：Levoit 官网、太平洋证券整理

➢ **（3）塔式风扇**

消费降级叠加厄尔尼诺现象，助力公司塔扇畅销欧美。2022 年，美国和加拿大地区出现了 CPI 年增长率高于人均 GDP 增长率的情况，消费降级的趋势逐步形成导致消费者更加关注产品性价比；同时 2023 年 7 月厄尔尼诺现象导致极端高温天气频发，使得消费者对室内降温的需求快速提升。在这种情况下，塔扇因其价格相较空调更低廉且满足了室内降温的需求受到市场青睐。公司截至 2023 年已推出 36 英寸和 42 英寸两款塔扇产品，产品最高转速可达到 25ft/s，可根据室内温度智能调节转速，并具备低噪音的优势；2023 年公司塔扇产品在德国、英国以及西班牙等欧洲国家的畅销，并在一度位列美国亚马逊 Best Seller 榜单塔扇品类的第二名。

图表22：北美地区 2022 年 CPI 年增速高于人均 GDP 年增速



资料来源：World Bank、太平洋证券整理

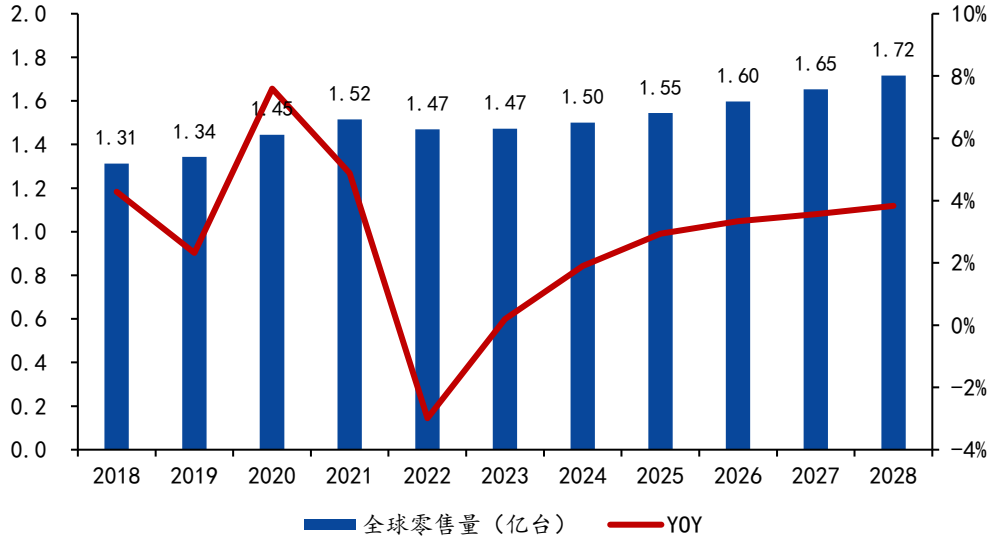
图表23：Levoit 塔扇一度位列美国亚马逊 Best Seller 榜单塔扇品类第二名

资料来源：Amazon 官网、太平洋证券整理

(二)清洁电器：看好海外吸尘器更新需求，积极布局吸尘器新赛道

行业端，欧美地区吸尘器渗透率超 90%，2028 年全球吸尘器零售量有望达 1.47 亿台。由于欧美国家屋中使用木质地板和地毯的情况较多，需要吸尘器清理地板缝隙中的灰尘和附着在地毯上的毛发等，再叠加近百年的发展和普及，导致该品类逐步发展为欧美国家偏刚需性质的家电产品，渗透率超过 90%。虽然海外吸尘器市场已相对成熟，但消费者更新迭代的需求和产品功能的持续迭代使得市场仍有发展空间;根据欧睿数据,2023 年全球吸尘器零售量达 1.47 亿台(+0.19%)，预计 2028 年有望达 1.72 亿台（+3.83%），2023-2028 年 CAGR 有望达 3.11%。

图表24：预计 2028 年全球吸尘器零售量有望达 1.72 亿台（+3.83%）



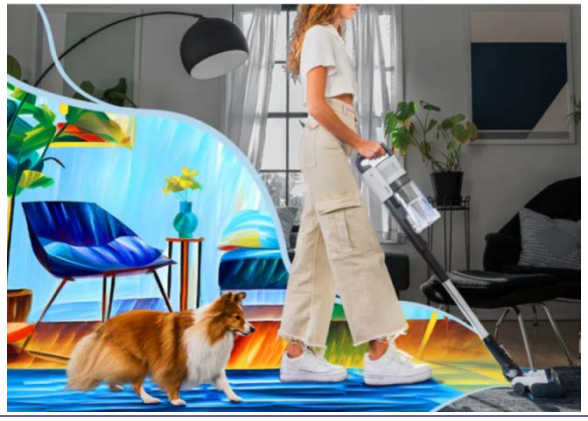
资料来源：Euromonitor 数据库、太平洋证券整理

图表25：欧美家庭更倾向于铺设地毯或木质地板

资料来源：Amazon 官网、太平洋证券整理

公司端，推出养宠友好产品 LVAC-200，差异化竞争优势凸显。公司旗下 levoit 品牌于 2023H2 推出了无线吸尘器 LVAC-200，售价 199.99 美金。新品的防缠绕设计可更好清理毛发，搭载的 5 级过滤系统可有效捕获宠物的毛发和皮屑，保持家庭环境清洁并缓解过敏症状的出现，同时产品还可拆分为手持吸尘器，支持地板、墙面等多种表面的清洁。我们认为，新品 LVAC-200 在清洁能力较强和使用场景多样的同时，覆盖到了养宠家庭的细分需求，有望凭借差异化优势在竞争较为激烈的吸尘器市场中脱颖而出。

图表26：新品 LVAC-200 适用于养宠场景



资料来源：Levoit 官网、太平洋证券整理

三、 Cosori：渠道端欧洲市场表现突出，产品端DC电机和双炸篮设计有望提供增长助力

COSORI主要聚焦厨房场景，空气炸锅品类定位中高端市场。公司COSORI品牌主要覆盖厨电领域，产品以空气炸锅和烤箱两大品类为主，另外还有高压锅、电饭锅、室内烧烤机、面包机、干果机、电水壶等产品。其中公司主营品类之一空气炸锅凭借性能和智能化优势定位中高端市场；根据NPD数据计算，COSORI空气炸锅品类2023年前10个月于北美地区的均价为89.7美元，高于行业均价74.5美元。

图表27：COSORI 主要聚焦厨电领域，产品矩阵较为丰富

产品类别		产品图片	产品容量/型号	产品特点	产品价格
[redacted]		[redacted]	[redacted]	[redacted]	[redacted]

资料来源：COSORI 官网、太平洋证券整理（注：图中仅为各品类的代表产品）

五、 盈利预测与估值

(一)关键假设

1）**Levoit 品牌：**2023 年公司空气净化器和加湿器品类在美国市场稳定领先，塔扇产品欧美市场销售表现优异，并且积极布局新品类吸尘器；后续伴随着公司产品矩阵的持续扩充，有望在巩固现有优势品类的同时拓展业务新增量，实现收入端的快速增长。我们预计，2024-2026 年该品牌收入增速分别为 17.22%、16.71%、14.22%。

2）**Cosori 品牌：**全球空气炸锅市场增长空间广阔，预计 2028 年市场规模预计达 14.31 亿美元，2023-2028 年 CAGR 达+7%，公司有望受益于行业发展；同时公司于 2023 年推出的 DC 炸锅新品和双炸篮设计的产品有望更好地契合海外消费者的需求，进而为未来收入增长提供助力。我们预计，2024-2026 年该品牌收入增速分别为 30.41%、19.96%、16.59%。

3）**Etekcity 品牌：**截至 2023 年，品牌定位聚焦于健康监测和个人护理设备，根据 GWI 预测 2027 年全球健康经济市场规模或将达 8.47 亿美元，智能健康监测设备有望随之受益；Etekcity 作为在健康监测设备领域持续深耕的品牌，也有望分享行业的增长红利。我们预计，2024-2026 年该品牌收入增速分别为 6.24%、19.35%、14.31%。

图表38：Vesync 分品牌收入预测表

分产品	2023A	2024E	2025E	2026E
Levoit				
收入（百万美元）	327.16	383.49	447.57	511.22
YOY	18.34%	17.22%	16.71%	14.22%
Cosori				
收入（百万美元）	195.76	255.29	306.23	357.02
YOY	17.38%	30.41%	19.96%	16.59%
Etekcity				
收入（百万美元）	61.35	65.18	77.79	88.92
YOY	31.47%	6.24%	19.35%	14.31%
其他收入				
收入（亿元）	1.22	1.32	1.48	1.62
YOY	155.14%	8.22%	12.34%	9.75%
合计				
收入（亿元）	585.48	705.27	833.07	958.78
YOY	19.39%	20.46%	18.12%	15.09%

资料来源：太平洋证券整理

(二)盈利预测

估值方面，我们预计公司 2024-2026 年 PE 为 7.77/6.52/5.69 倍。我们选择与公司业务布局相似的苏泊尔、九阳股份、小熊电器、北鼎股份作为可比公司；相较于可比公司，公司当前估值水平较低，仍具备较为广阔的成长空间。

空气净化器、空气炸锅等优势品类有望持续快增，宠物电器和健康监测新品牌有望贡献新增量，维持"买入"评级。公司旗下 Levoit、Cosori 和 Etekcity 三大自有品牌 2024 年计划产品和品类矩阵持续扩张，其中空气净化器、加湿器、空气炸锅等优势品类有望保持快增趋势；Vesync APP 也有望在 AI 大模型的赋能下进一步智能化，帮助用户粘性提升；同时公司计划推出的宠物电器新品牌 Pawsync 和健康监测新品牌，有望在未来发展为公司业务新增量，共同助力收入利润端实现持续快速增长。**我们预计，**2024-2026 年公司营业收入分别为 7.05/8.33/9.59 亿美元，同比分别+20.45/+18.12/+15.09%；归母净利润分别为 0.96/1.14/1.31 亿美元，同比分别+23.38/+19.20/+14.57%；对应 EPS 分别为 0.08/0.10/0.11 美元，当前股价对应 PE 分别为 7.77/6.52/5.69 倍。维持"买入"评级。

图表39：可比公司估值表

券代码	证券简称	收盘价	归母净利润增速（%）				PE（倍）				EPS			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
002032.SZ	苏泊尔	52.46	5.42	10.34	10.38	10.41	19.50	17.60	15.95	14.45	2.72	2.98	3.29	3.63
002242.SZ	九阳股份	11.47	-26.58	19.86	20.31	9.22	24.44	18.80	15.71	14.34	0.52	0.61	0.73	0.80
002959.SZ	小熊电器	55.15	15.24	11.23	14.15	14.63	18.25	17.45	15.32	13.35	2.85	3.16	3.60	4.13
300824.SZ	北鼎股份	7.62	51.92	26.11	13.59	14.68	41.29	27.21	24.58	21.17	0.22	0.28	0.31	0.36
			平均				25.87	20.27	17.89	15.83				
2148.HK	Vesync	0.65	/	23.38	19.20	14.57	9.94	7.77	6.52	5.69	0.07	0.08	0.10	0.11

资料来源：Wind，太平洋证券整理（注：截至 2024 年 6 月 17 日，Vesync 单位为美元，其他公司数据单位均为人民币）

六、 风险提示

1）**汇率波动风险：**公司大部分销售以美元计值，并且主要以美元及人民币向分包商及供应商付款，因此倘若货币汇率发生波动，会对公司业绩产生影响。

2）**生产要素价格波动风险：**公司塑胶、不锈钢等用料较多，倘若原材料价格波动，会对公司经营成本造成一定影响，同时劳动力成本的增长也会挤压公司利润空间。

3）**海外地缘政治风险：**公司海外业务丰富，海外政治局势不断变化，贸易摩擦加剧将可能使公司海外业务面临较大风险。

4）**海运运力紧张风险：**受红海事件影响，海运运力或较为紧张且船期也可能有所拉长，进而导致海运费上涨，为公司成本端带来压力。

5）**人才培养与发展风险：**倘若集团不能及时为员工提供科学合理的培养，则员工素质提升存在不确定性，可能导致其难以快速融入或掌握必要业务技能，进而对业务运营产生不利影响。

资产负债表（百万）	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	**506**	**661**	**837**	**1029**
现金	104	151	213	293
应收账款及票据	192	231	273	315
存货	80	96	113	130
其他	130	183	237	292
非流动资产	**59**	**58**	**57**	**55**
固定资产	4	4	4	4
无形资产	7	7	7	7
其他	47	46	45	43
资产总计	**565**	**719**	**894**	**1084**
流动负债	**228**	**289**	**352**	**414**
短期借款	30	51	72	93
应付账款及票据	113	136	160	184
其他	86	102	120	137
非流动负债	**9**	**9**	**9**	**9**
长期借款	0	0	0	0
其他	9	9	9	9
负债合计	**238**	**298**	**361**	**424**
股本	2	2	2	2
储备	336	429	541	669
归属母公司股东权益	**328**	**421**	**532**	**661**
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	**328**	**421**	**532**	**661**
负债和股东权益	**565**	**719**	**894**	**1084**

现金流量表（百万）		2023A	2023A	2023A
经营活动现金流	**106**	**56**	**71**	**88**
净利润	77	96	114	131
折旧摊销	7	0	0	0
少数股东权益	0	0	0	0
营运资金变动及其他	22	-40	-43	-42
投资活动现金流	**-75**	**-28**	**-27**	**-27**
资本支出	-2	0	0	0

利润表（百万）	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	**586**	**705**	**833**	**959**
营业成本	311	374	441	507
销售费用	99	119	141	163
管理费用	83	95	112	129
财务费用	-2	0	-1	-1
营业利润	79	102	121	140
利润总额	87	108	129	147
所得税	10	12	15	17
净利润	**77**	**96**	**114**	**131**
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	**77**	**96**	**114**	**131**
EBITDA	92	107	128	147
EPS（元）	0.07	0.08	0.10	0.11

主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力(同比增长率%)				
营业收入	19.24	20.45	18.12	15.09
营业利润	430.62	29.50	18.69	15.41
归属母公司净利润	576.04	23.38	19.20	14.57
获利能力(%)				
毛利率	46.86	46.95	47.04	47.10
净利率	13.23	13.55	13.68	13.62
ROE	23.66	22.72	21.40	19.76
ROIC	21.12	20.21	18.79	17.23
偿债能力				
资产负债率(%)	42.05	41.46	40.41	39.06
净负债比率(%)	-22.75	-23.71	-26.49	-30.20
流动比率	2.22	2.29	2.38	2.48
速动比率	1.48	1.59	1.70	1.82
营运能力				
总资产周转率	1.15	1.10	1.03	0.97
应收账款周转率	3.43	3.33	3.30	3.26
应付账款周转率	3.58	3.00	2.98	2.94
每股指标（元）				
每股收益	0.07	0.08	0.10	0.11

其他投资	-73	-28	-27	-27	每股经营现金	0.09	0.05	0.06	0.08
筹资活动现金流	**-18**	**21**	**20**	**20**	每股净资产	0.28	0.37	0.46	0.58
借款增加	16	21	21	21	**估值比率**				
普通股增加	-23	0	0	0	P/E	9.94	7.77	6.52	5.69
其他	-11	0	-1	-1	P/B	2.44	1.77	1.40	1.12
现金净增加额	**11**	**46**	**62**	**80**	EV/EBITDA	7.86	5.99	4.70	3.71

资料来源：WIND，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋研究院

北京市西城区北展北街 9 号华远企业号 D 座二单元七层

上海市浦东南路 500 号国开行大厦 10 楼 D 座

深圳市福田区商报东路与莲花路新世界文博中心 19 层 1904 号

广州市大道中圣丰广场 988 号 102 室

研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号D座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。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。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。我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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。