

海外可选消费行业 2021 年中期投资策略:

推荐 (维持)**看好地产后周期持续, 推荐家电日化赛道**

2021 年 6 月 15 日

投资要点**重点公司**

重点公司	目标价(港元)	评级
VeSync	21.80	买入
维达国际	36.00	买入

相关报告

《家电轻工板块 2021 年度策略: “宅” 经济遇二次疫情, 家庭消费持续受益》20201111

《亚洲纸企龙头, 持续受益高端化+扩品》20200930

《VeSync: 美国小家电线上领先品牌商》20210210

《VeSync: 以核心产品为支点持续高速扩张》20210414

《维达国际: 毛利率表现亮眼, Q2 开启提价》20210427

海外消费研究

分析师:

宋婧茹

songjingru@xyzq.com.cn

SFC: BQI321

SAC: S0190520050002

- **接种率持续上升, 后续经济增长仍有动力:** 截至 2021 年 6 月 11 日, 全球每百人新冠疫苗接种数量达到 30.3 人, 美国、英国的百人新冠疫苗接种均已超过 90 人, 预计全民接种随之而来的全面复工复产、国际航班恢复将带动经济新一轮增长。疫情带动美国新房销售持续走强, 复盘过往新房销售呈现上半年旺盛、下半年减弱的趋势, 而自 2020 年 4 月起新房销售呈现新一轮增长, 跳脱出原有的平稳波动周期。量缩价升, 我们预期仍将有新需求持续入场。
- **家电消费刚刚起步, 后续仍韧劲十足:** 家电消费自 2020 年 3 月后趋势性恢复, 截至 2021 年 3 月美国家电零售额较 2019 年增长 46.9%, 在山火、疫情居家等多重因素影响下, 家电消费不再集中于传统的圣诞节、感恩节前后, 季节波动更加平滑。地产消费后周期对家电的影响有一定滞后性约为 1-2 年, 从目前来看家电销售趋势处于刚刚起步阶段, 我们认为后续家电相关消费仍韧劲十足。2021 年一季度中国家电出口数量同比增长 63%, 4 月家电出口数量同比增长 28%, 继续反弹趋势。细分品类一季度空气净化器、冰箱、微波炉表现亮眼。
- **国内消费稳步恢复, 看好日化赛道:** 国内日用品零售额及化妆品零售额已逐渐恢复至疫情前水平。2021 年 4 月日用品零售额同比增长 23%、化妆品零售额同比增长 35%、家具类零售额同比增长 19%、家电类零售额同比增长 20%, 日化消费呈现更快增长趋势。疫情以来主要平台移动 APP 活跃用户数迎来新一轮增长, 线上流量带动消费品增长复苏。
- **建材零售与新房销售强相关:** 过往建材零售额走势大约滞后新房销售 2-3 个月, 疫情带动居家 DIY 需求提升短暂改变这一趋势, 但仍不改二者强相关关系。我们预期美国房屋销售持续旺盛将带动建材零售额呈现持续波动上行趋势。
- **家具家居受地产销售热带动需求提升:** 家具家居零售增长较为稳定, 但过往大趋势与新房销售稳步上行的大趋势一致。疫情后的美国地产市场旺盛也促进了家具家居零售额增长, 2021 年 1-4 月较 2019 年增速达到 14%, 其中 2021 年 4 月较 2019 年 4 月增速达到 19.4%。
- **我们的观点:** 我们持续看好美国地产后周期持续带动家电出口行业的复苏, 及国内消费复苏中日化赛道的弹性。推荐标的 VeSync (02148.HK)、维达国际 (03331.HK)。

风险提示: 1) 行业竞争加剧; 2) 新冠疫情及其他可能影响宏观环境因素; 3) 新产品市场接受度不及预期; 4) 新店扩张运营不及预期; 5) 产品质量事件。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明



Overweight

(Maintained)

Consumer Industry

Analyst

Jingru Song

songjingru@xyzq.com.cn

SFC: BQI321

SAC: S0190520050002

Strategy of Investment in Consumer Discretionary Industry in mid-2021:

Real estate market continued prosperity, recommend home appliance, household & personal care

6/15/2021

The vaccination rate continues to rise, still there is momentum for subsequent economic growth: As of June 11, 2021, the number of new crown vaccination per 100 people has reached 30.3 worldwide, and the number of COVID-19 vaccination in the United States and the United Kingdom has exceeded 90. After national immunization, the resumption of work and production and international flights are expected to drive a new round of economic growth, meanwhile, epidemic has driven a new trend from April of new houses in the United States. In the past, new houses sales have shown a strong upward in the first half of the year and weakened in the second half of the year. Since April 2020, new home sales started a new round of growth, jumping out of the original stable fluctuation cycle. Till now, we see a volume shrunk and prices rising, and we expect that there will still be new demand step up to the market.

Home appliance consumption has just started, and the follow-up is still strong: Home appliance consumption has shown resume trending after March 2020. As of March 2021, the retail sales of home appliances in the United States has increased by 46.9% compared with 2019. Under the influence of multiple factors such as wildfires and the epidemic, Home appliance consumption is no longer concentrated around the traditional Christmas and Thanksgiving, but seasonal fluctuations are smoother. The impact of the post-consumption cycle of real estate on home appliances has a certain lag of about 1-2 years during the past few years. From the current point of view, the sales trend of home appliances is just in its infancy. We believe that the subsequent consumption of home appliances is still very resilient. In the first quarter of 2021, China's export volume of home appliances increased by 63% year-on-year, and in April, the export volume of home appliances increased by 28% year-on-year, continuing to rebound. Air purifiers, refrigerators, and microwave ovens performed well in subdivided categories in the this first quarter.

Domestic consumption has recovered steadily, and the household & personal care is optimistic: Domestic retail sales of household & personal care have gradually returned to pre-epidemic levels. In April 2021, the retail sales of household chemicals increased by 23% year-on-year, the retail sales of cosmetics increased by 35%, the retail sales of furniture increased by 19%, and the retail sales of home appliances increased by 20%. household & personal care consumption showed a trend of faster growth. Since the epidemic, the number of active users of mobile apps on major platforms has ushered in a new round of growth, and online traffic has driven the growth and recovery of consumer products.

Building materials retail and new home sales are strongly correlated: In the past, the trend of building materials retail sales lags 2-3 months behind new house sales. The epidemic has led to an increase in home DIY demand, but the strong correlation between the two is still not changed. We expect continued strong house sales in the United States will drive the retail sales of building materials to continue to fluctuate upward.

Increased demand for home furnishings due to the stimulus of real estate sales: The growth of home furnishing retail sales is relatively stable, and is consistent with the steady upward trend of new house sales. The vigorous real estate market in the United States after COVID-19 outbreak has also promoted the growth of furniture and house furnishing retail sales. From January to April 2021, the growth rate reached 14% compared with 2019, and single month of April 2021 was 19.4% upside compared with April 2019.

Our view: We continue to be optimistic about the recovery of the home appliance export industry after the US real estate cycle continues, and the resilience of the household & personal care consumption in the recovery of domestic economy. Overall, we recommendation VeSync (02148.HK), Vinda International (03331.HK).

Risk tips: 1) Intensified industry competition; 2) New crown epidemic and other factors that may affect the macro environment; 3) Market acceptance of new products is less than expected; 4) New store expansion and operation are less than expected; 5) Product quality events

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 2 -

目 录

1、海外可选消费行业 2021 中期总结	5 -
2、美国地产持续走强，家电消费走出新趋势	8 -
2.1、接种率提升，地产消费持续旺盛	8 -
2.2、耐用消费品与新房销售相关度分析	9 -
2.3、家电消费走出新趋势	10 -
3、原材料温和上涨，上游纸厂确定性高	13 -
3.1、家电原材料分析	13 -
3.2、家具家居原材料分析	13 -
3.3、纸厂及生活用纸原材料分析	14 -
4、国内消费稳步复苏，看好日化赛道	16 -
5、投资评级及策略	18 -
6、建议关注标的	20 -
6.1、VeSync	20 -
6.2、维达国际	22 -
7、风险提示	22 -

图 表

图 1、恒生指数表现（2020.1-2021.6）	5 -
图 2、恒生非必需消费品指数表现（2020.1-2021.6）	5 -
图 3、恒生行业指数 YTD 涨幅	5 -
图 4、全球家电轻工日化行业市值（截至 2021 年 6 月 11 日）	7 -
图 5、2021 年海外家电轻工行业 YTD 收益（截至 2021 年 6 月 11 日）	7 -
图 6、每百人新冠疫苗接种情况	8 -
图 7、美国新房销售持续走强	8 -
图 8、美国新建住房库存达到近 15 年底部	9 -
图 9、美国购房价格指数持续走强	9 -
图 10、美国建材零售额与新房销售强相关	9 -
图 11、美国家具及家居零售额与新房销售大趋势一致	10 -
图 12、美国家电零售额与新房销售滞后性较强	10 -
图 13、美国家电订单及出货量疫情后均呈现上升趋势	11 -
图 14、家电出口数量持续反弹	11 -
图 15、家电细分品类出口变化	11 -
图 16、美西航线运价变化相对温和	11 -
图 17、跨境电商 B2B 简化申报商品出口美国金额	11 -
图 18、美国产能利用率在长期下行趋势中稳步恢复	12 -
图 19、LME 3 个月铜价	13 -
图 20、LME 3 个月铝价	13 -
图 21、冷轧板卷价格	13 -
图 22、布伦特原油价格	13 -
图 23、钢铁价格稳步上涨	14 -
图 24、布料成本无剧烈变动	14 -
图 25、TDI 价格波动较大	14 -
图 26、聚醚价格自 2020 年持续大幅度上涨	14 -

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 3 -

图 27、	白板纸大厂出厂价持续走高	- 15 -
图 28、	白板纸、白卡纸价格指数	- 15 -
图 29、	漂针木浆价格指数	- 15 -
图 30、	漂阔木浆价格指数	- 15 -
图 31、	日用品零售额	- 16 -
图 32、	化妆品类零售额	- 16 -
图 33、	疫情以来主要平台移动 APP 活跃用户数迎来新一轮增长	- 16 -
图 34、	化妆品商品零售价格指数边际改善	- 17 -
图 35、	家具类零售额	- 17 -
图 36、	家电零售额	- 17 -
图 37、	家具商品零售价格指数保持稳增长	- 17 -
图 38、	家电商品零售价格指数边际改善	- 18 -
图 39、	2020 公司收入增速翻倍	- 20 -
图 40、	三大市场高速增长	- 20 -
图 41、	各渠道收入均实现增长	- 21 -
图 42、	2020 年 Vendor Central 仍为主要方式	- 21 -
图 43、	销售费率、管理费下降，有效税率上升	- 21 -
图 44、	毛利率、净利率大幅上升	- 21 -
表 1、	海外上市家电家居日化行业标的汇总	- 6 -

1、海外可选消费行业 2021 中期总结

截至 2021 年 6 月 11 日，恒生指数收于 28842 点，YTD 上涨 5.92%，恒生非必需消费品指数收于 4239 点，YTD 上涨 2.76%。2021 年以来恒生行业指数 YTD 涨幅中可选消费行业排名第八。

图1、恒生指数表现（2020.1-2021.6）



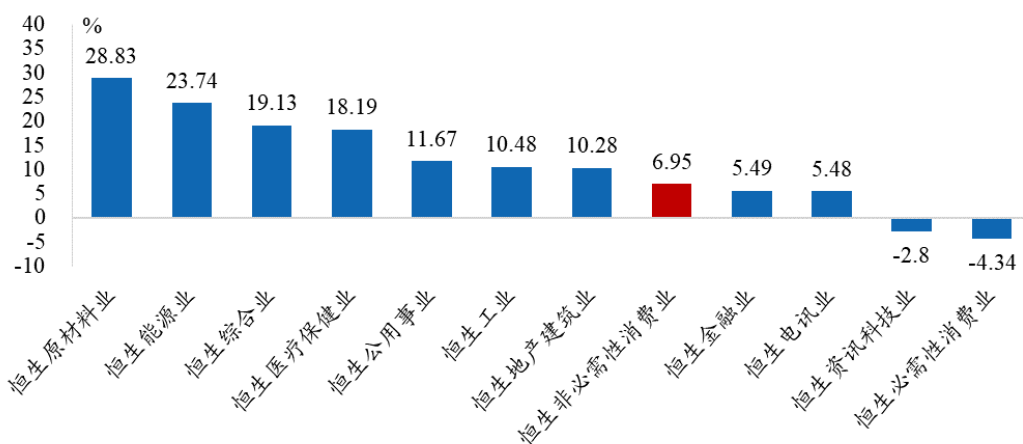
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图2、恒生非必需消费品指数表现（2020.1-2021.6）



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图3、恒生行业指数 YTD 涨幅



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

截至 2021 年 6 月 11 日，港股上市家电公司有 7 家，分别是创科实业、海尔智家、JS 环球生活、VeSync、海信家电、TCL 电子、创维集团，海外上市主要家电公司有 8 家，分别是 Phillips、Ingersoll Rand、惠而浦、SEB、A.O.史密斯、Electrolux、Helen of Troy、IROBOT。

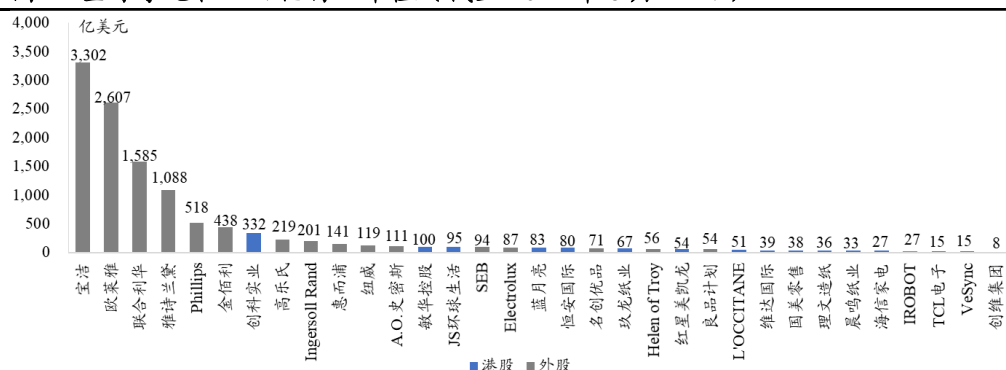
港股上市家居日化公司有 8 家，分别是恒安国际、玖龙纸业、敏华控股、红星美凯龙、理文造纸、维达国际、L'OCCITANE、国美零售。海外上市主要轻工日化公司有 9 家，包括宝洁、欧莱雅、联合利华、雅诗兰黛、金佰利、高乐氏、纽威、良品计划、名创优品。

表 1、海外上市家电家居日化行业标的汇总

		大家电	厨电	小家电	日化用品	家居用品	纸类	卖场
港股								
家电行业								
00669.HK	创科实业			✓				
06690.HK	海尔智家	✓	✓	✓				
01691.HK	JS 环球生活		✓	✓				
02148.HK	VeSync		✓	✓				
00921.HK	海信家电	✓						
01070.HK	TCL 电子	✓						
00751.HK	创维集团	✓						
平均								
轻工日化行业								
01044.HK	恒安国际						✓	
02689.HK	玖龙纸业						✓	
01999.HK	敏华控股					✓		
01528.HK	红星美凯龙							✓
02314.HK	理文造纸						✓	
03331.HK	维达国际						✓	
00973.HK	L'OCCITANE				✓			
00493.HK	国美零售							✓
平均								
外股								
家电行业								
PHIA.AS	Phillips	✓	✓	✓				
IR.N	Ingersoll Rand	✓						
WHR.N	惠而浦	✓						
SK.PA	SEB		✓	✓				
AOS.N	A.O.史密斯	✓						
ELUXB.ST	Electrolux	✓	✓	✓				
HELE.O	Helen of Troy		✓	✓				
IRBT.O	IROBOT			✓				
平均								
轻工日化行业								
PG.N	宝洁				✓	✓	✓	
OR.PA	欧莱雅				✓			
UN.N	联合利华				✓	✓	✓	
EL.N	雅诗兰黛				✓			
KMB.N	金佰利						✓	
CLX.N	高乐氏				✓			
NWL.O	纽威		✓	✓		✓		
7453.T	良品计划			✓	✓	✓		✓
MNSO.N	名创优品			✓	✓	✓		✓

资料来源：Wind，公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

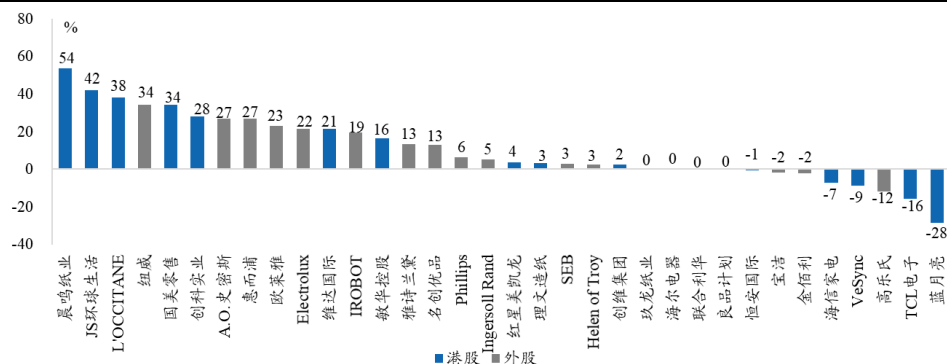
图4、全球家电轻工日化行业市值（截至2021年6月11日）



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

截至2021年6月11日，晨鸣纸业领涨板块 YTD 涨幅达到 54%，涨幅在 20%-50% 的公司有 JS 环球生活、L'OCCITANE、纽威、国美零售、创科实业、A.O.史密斯、惠而浦、欧莱雅、Electrolux、维达国际。

图5、2021年海外家电轻工行业 YTD 收益（截至2021年6月11日）



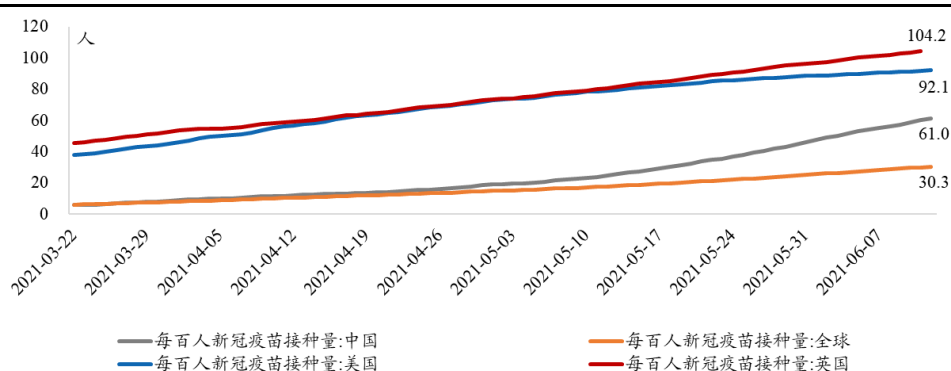
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

2、 美国地产持续走强，家电消费走出新趋势

2.1、 接种率提升，地产消费持续旺盛

接种率持续上升，后续经济增长仍有动力：截至 2021 年 6 月 11 日，全球每百人新冠疫苗接种数量达到 30.3 人，美国、英国的百人新冠疫苗接种均已超过 90 人，预计全民接种随之而来的全面复工复产、国际航班恢复将带动经济新一轮增长。

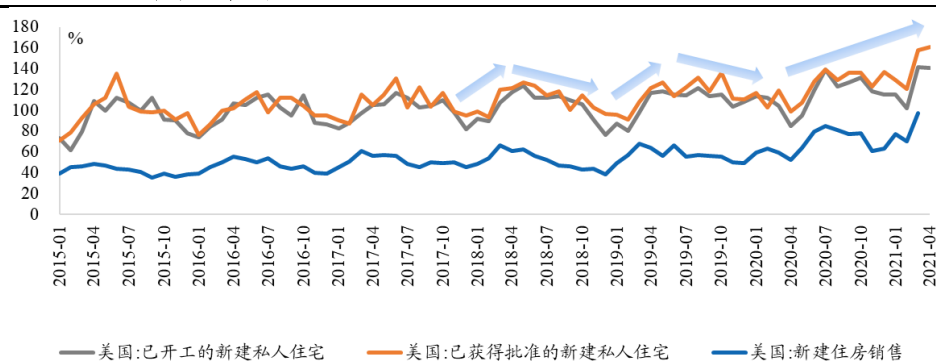
图6、每百人新冠疫苗接种情况



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

美国新房销售持续走强：疫情带动美国新房销售持续走强，复盘过往新房销售呈现上半年旺盛、下半年减弱的趋势，而自 2020 年 4 月起新房销售呈现新一轮增长，跳脱出原有的平稳波动周期。

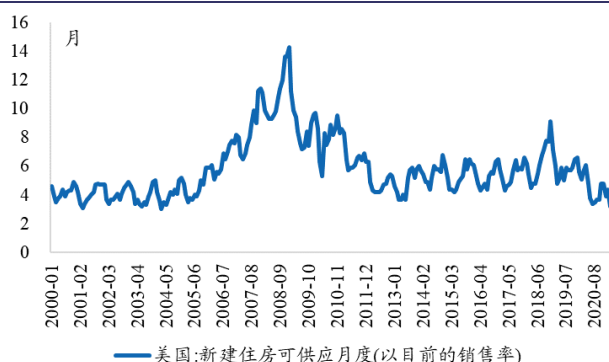
图7、美国新房销售持续走强



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

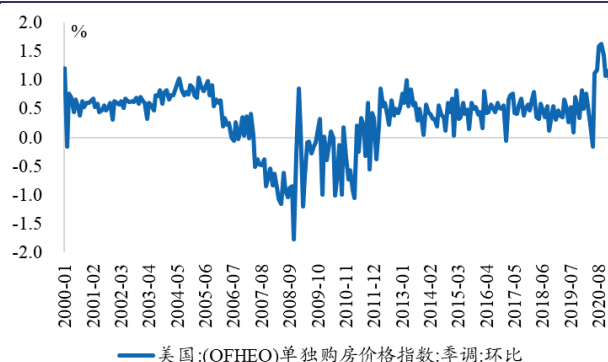
量缩价升，我们预期仍将有新需求持续入场：新库存也达到近 15 年来的底部，购房价格指数持续走强。在当前销售旺盛、库存不足的情况下，房屋成交价格预计持续走强，在该预期下我们认为前期持币观望的消费者将加速入场，带动美国房屋销售持续增长，需求同时向二手房交易市场溢出。

图8、美国新建住房库存达到近 15 年底部



资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图9、美国购房价格指数持续走强

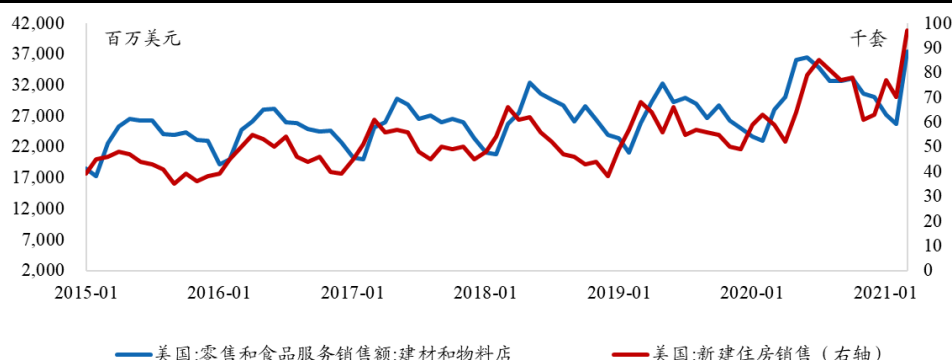


资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

2.2、耐用消费品与新房销售相关度分析

建材零售与新房销售强相关: 过往建材零售额走势大约滞后新房销售 2-3 个月, 疫情带动居家 DIY 需求提升短暂改变这一趋势, 但仍不改二者强相关关系。我们预期美国房屋销售持续旺盛将带动建材零售额呈现持续波动上行趋势。

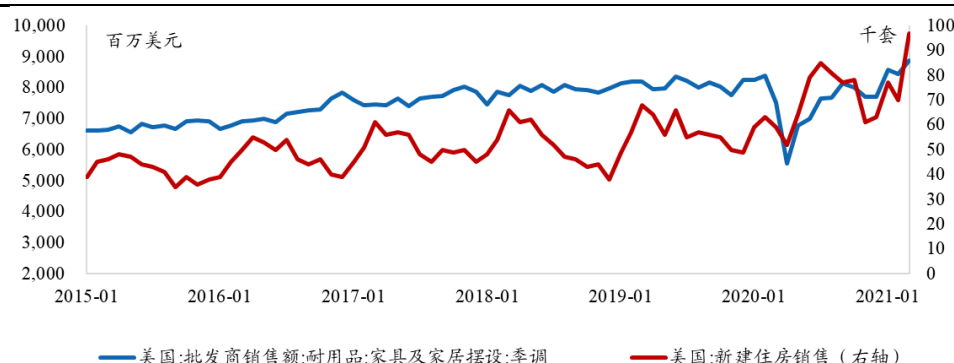
图10、美国建材零售额与新房销售强相关



资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

家具家居受地产销售热带动需求提升: 家具家居零售增长较为稳定, 但过往大趋势与新房销售稳步上行的大趋势一致。疫情后的美国地产市场旺盛也促进了家具家居零售额增长, 2021 年 1-4 月较 2019 年增速达到 14%, 其中 2021 年 4 月较 2019 年 4 月增速达到 19.4%。

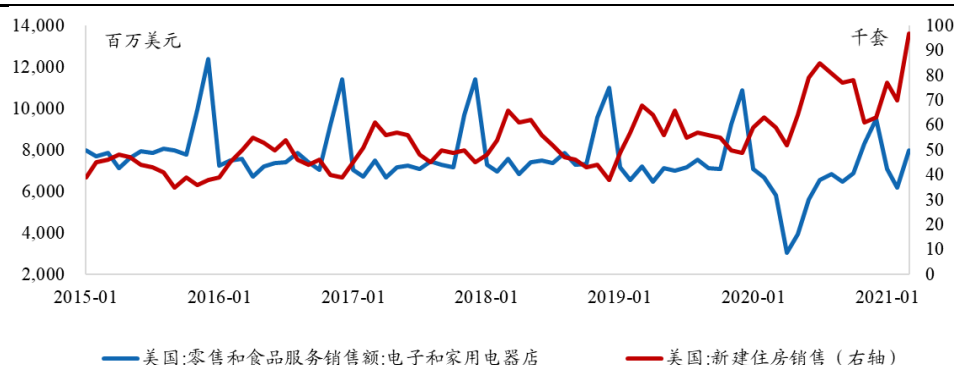
图11、美国家具及家居零售额与新房销售大趋势一致



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

家电消费刚刚起步，后续仍韧劲十足：家电消费自2020年3月后趋势性恢复，截至2021年3月家电零售额较2019年增长46.9%，在加州山火、疫情居家等多重因素影响下，家电消费不再集中于传统的圣诞节、感恩节前后，季节波动更加平滑。地产消费后周期对家电的影响有一定滞后性约为1-2年，从目前来看家电销售趋势处于刚刚起步阶段，我们认为后续家电相关消费仍韧劲十足。

图12、美国家电零售额与新房销售滞后性较强

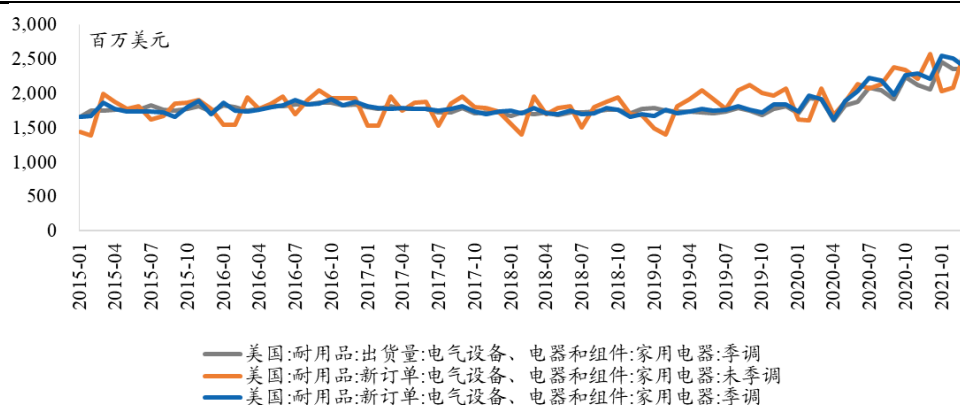


资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

2.3、家电消费走出新趋势

美国家电订单及出货量走出增长新趋势：观察美国家电出货量及订单数量，可以看出疫情以来均呈现出显著上升趋势。2015-2019年美国家电订单及出货量大约在17-18亿美元/月范围波动，截止2021年3月出货量达到23.6亿美元/月，同比增长22.8%。

图13、美国家电订单及出货量疫情后均呈现上升趋势



家电出口数量持续反弹，空调、净化器等品类表现较好：2021年4月家电出口数量同比增长28%，继续反弹趋势。细分品类上半年空调、净化器等品类表现较好，最近一月同比增长分别为20%、14%。

图14、家电出口数量持续反弹

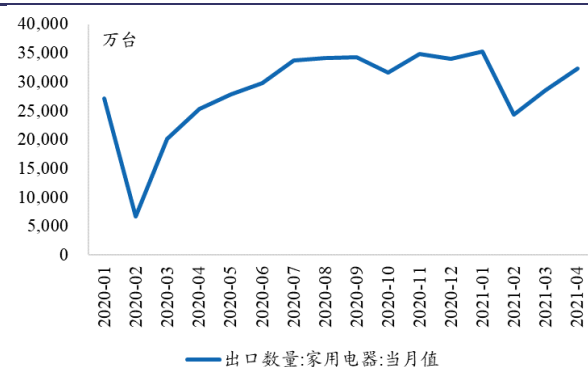
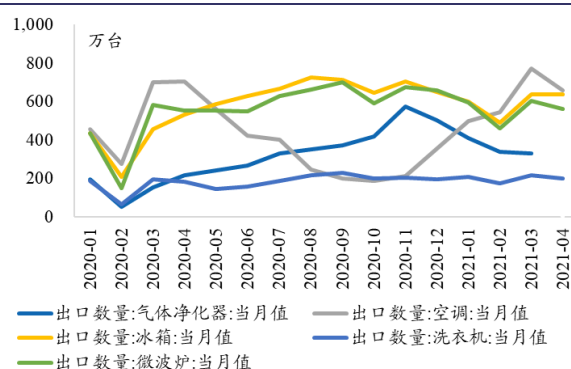


图15、家电细分品类出口变化



中美航线运价变化相对温和，跨境电商出口金额持续增长：截止2021年5月，美西、美东航线运价变化较1月增长幅度约为30%，海关总署统计跨境电商B2B简化申报商品出口金额自三月以来再次恢复增长。

图16、美西航线运价变化相对温和

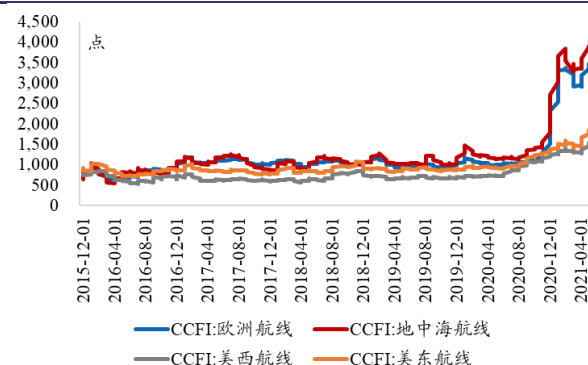
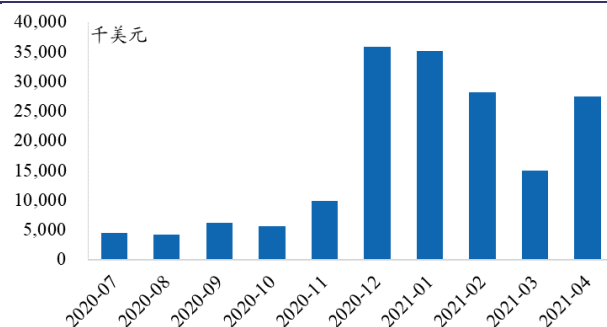
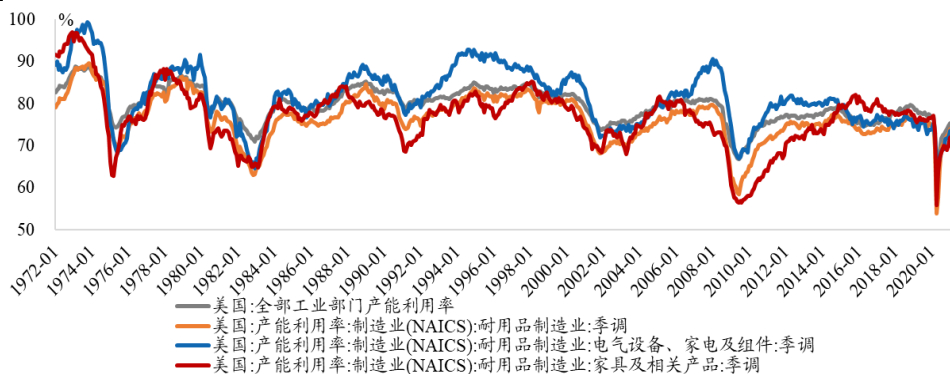


图17、跨境电商 B2B 简化申报商品出口美国金额



美国产能利用率长期下行，疫情后稳步恢复：观察美国工业部门产能利用率在过往数十年呈现稳步下行趋势，近十年产能利用率中枢为 70%-80%。截至 2021 年 4 月美国耐用品制造业产能利用率为 73%，家电、家居产能利用率分别为 74%、69%，中国作为家电家居全球主要产能国，承接了来自全球约 50% 的产能。

图18、美国产能利用率在长期下行趋势中稳步恢复



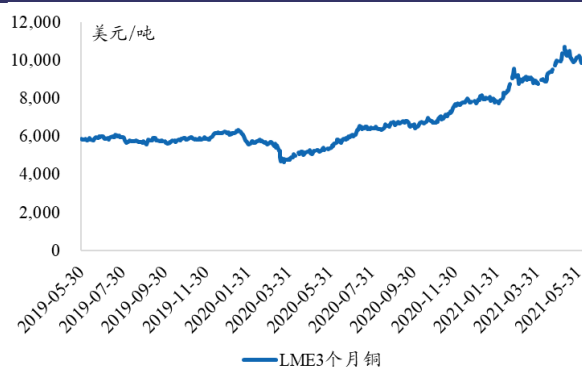
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

3、原材料温和上涨，上游纸厂确定性强

3.1、家电原材料分析

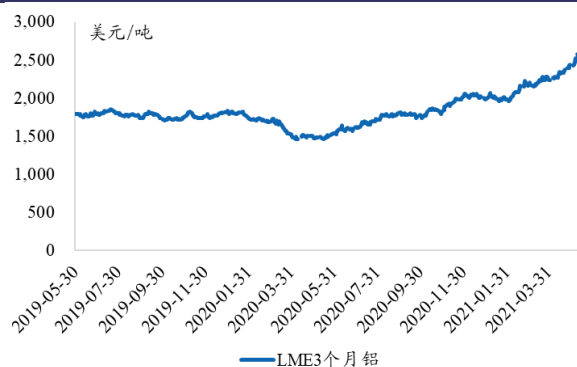
家电原材料端亦呈现上行趋势，铜价铝价走强：截至 2021 年 6 月，LME3 个月铜价及 LME3 个月铝价分别为 1.01 万美元/吨及 2478 美元/吨，较年初已上涨约 27%、23%。冷轧板卷价格较年初上涨 7%。

图19、LME 3 个月铜价



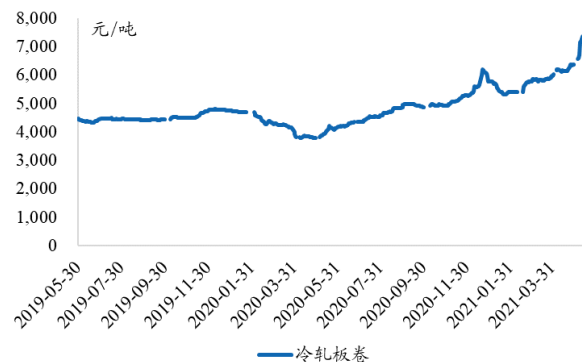
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图20、LME 3 个月铝价



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图21、冷轧板卷价格



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图22、布伦特原油价格



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

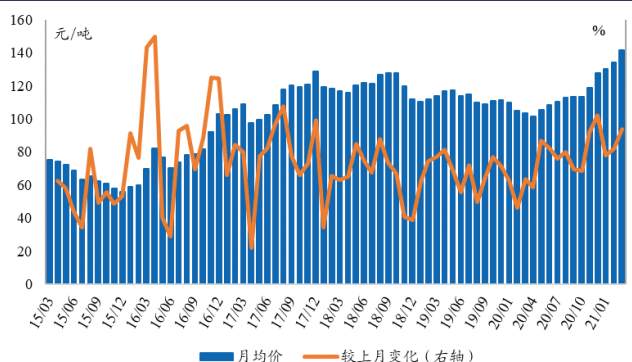
关税影响叠加，龙头公司对年度毛利率展望呈现谨慎乐观：2021 年家电行业在收入端呈现高增长趋势，但成本及关税压力对利润端也将产生影响。展望全年，龙头公司对年度毛利率展望呈现谨慎乐观：JS 环球生活认为 2021 年度毛利率在公司全球供应链、全球研发的优势下仍能保持不降；VeSync 认为 2021 年度毛利率预计将下降 2pct，但在管理费用节约的基础上净利率预期降幅较小。

3.2、家具家居原材料分析

家具家居原材料端涨幅相对较为稳定，原材料主要为真皮、钢材、木制品、布、包装纸与化学品。2021 年初以来，皮同比上涨 18-20%，钢铁上涨 30%，布持平，木方上涨 30%，化工品聚醚上涨 80%。

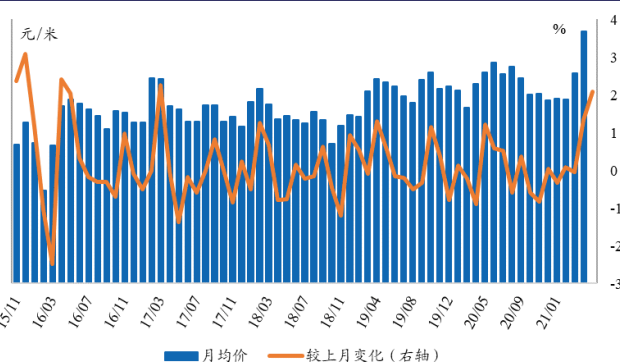
请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

图23、钢铁价格稳步上涨



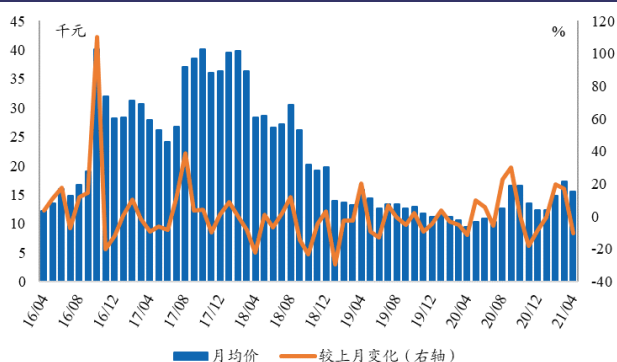
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图24、布料成本无剧烈变动



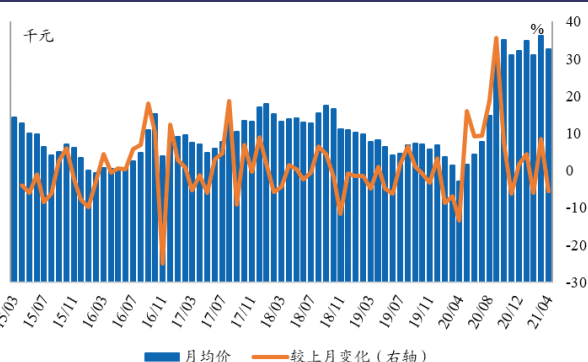
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图25、TDI 价格波动较大



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图26、聚醚价格自 2020 年持续大幅度上涨



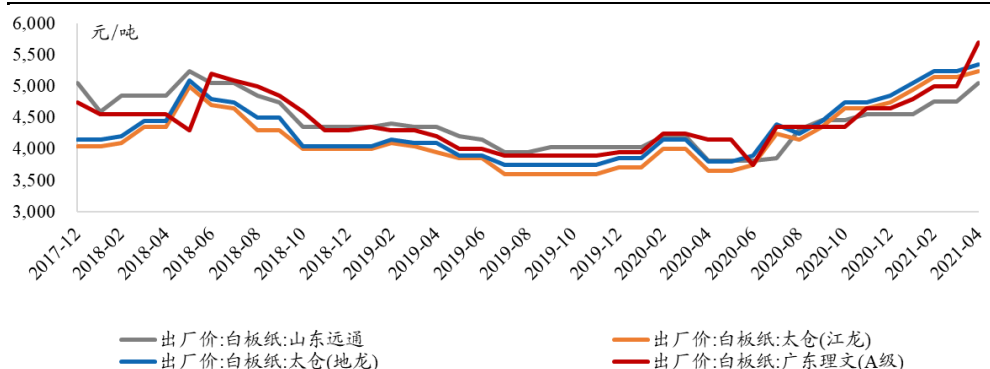
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

针对原材料价格上涨，龙头公司在提价方面也有进一步动作：敏华控股此前 2020 年 10 月起已提价 5%，针对今年 1 月以来毛利率压力计划 3 月 1 日起内外销共同二次提价 5%，FY22 毛利率还会保持不错水平。

3.3、纸厂及生活用纸原材料分析

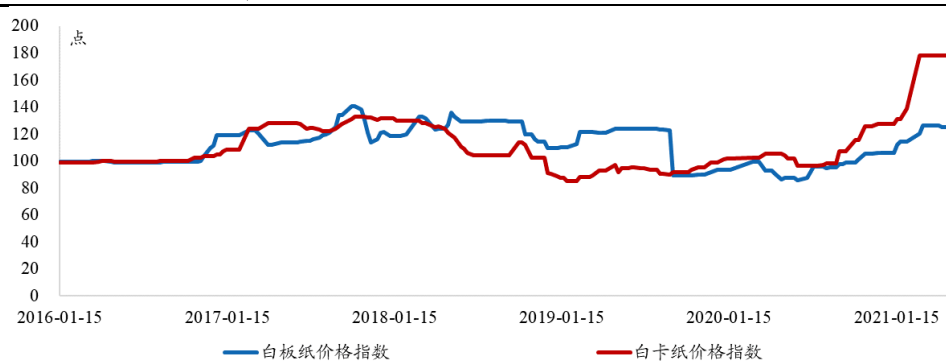
白板纸大厂出厂价持续走高，需求端强劲与限产带动出厂价难下跌：截至 2021 年 5 月主要纸厂的白板纸出厂价持续走高，达到 5100-5700 元/吨价，自 2019 年低位以来持续两年上涨。文化纸需求端在 3-4 月持续旺盛，及纸厂限产举措带动出厂价较难下跌。

图27、白板纸大厂出厂价持续走高



资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

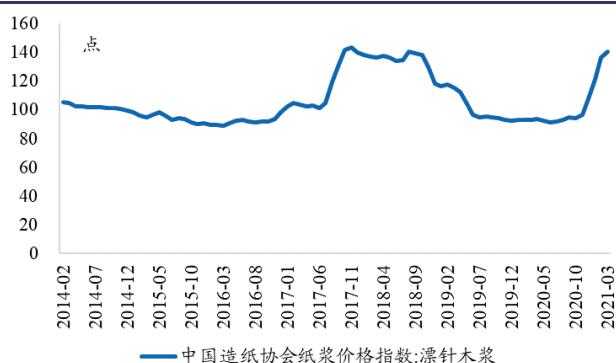
图28、白板纸、白卡纸价格指数



资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

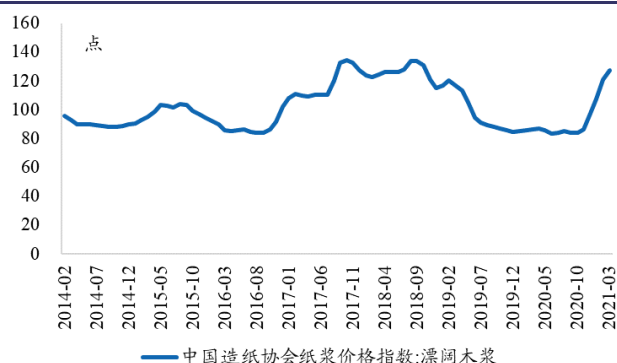
浆价持续上行，利于龙头生活用纸厂商：纸浆作为全球性大宗商品，受到全球疫情恢复后消费者需求影响，以及中国上海期货交易所部分投机行为的影响，价格有所上升。维达目前拥有6个月左右的纸浆库存，在当前浆价上行基础上有利于控制毛利率，带动市场份额提升。龙头公司亦有提价能力，维达指引Q2提价目标定在高单位数内。

图29、漂针木浆价格指数



资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图30、漂阔木浆价格指数

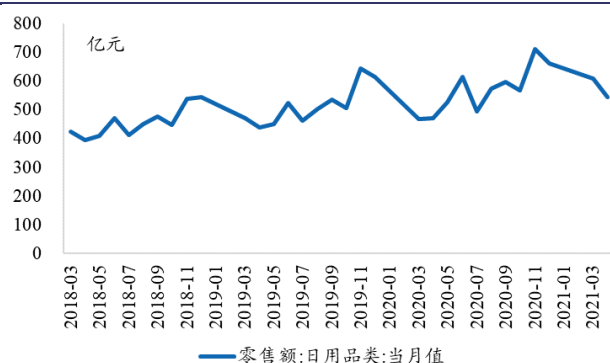


资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

4、国内消费稳步复苏，看好日化赛道

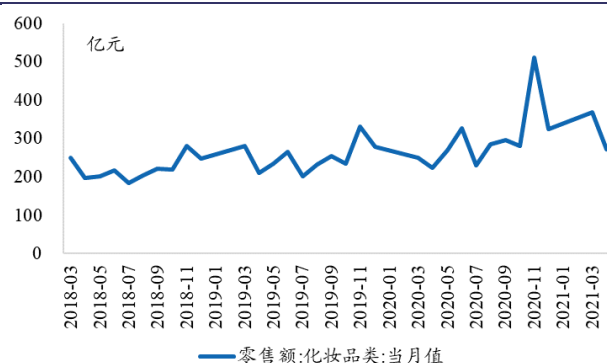
国内消费稳步恢复：日用品零售额及化妆品零售额已逐渐恢复至疫情前水平。2021年4月日用品零售额同比增长16%、化妆品零售额同比增长22%、家具类零售额同比增长9%、家电类零售额同比增长5%，日化消费呈现更快增长趋势。

图31、日用品零售额



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

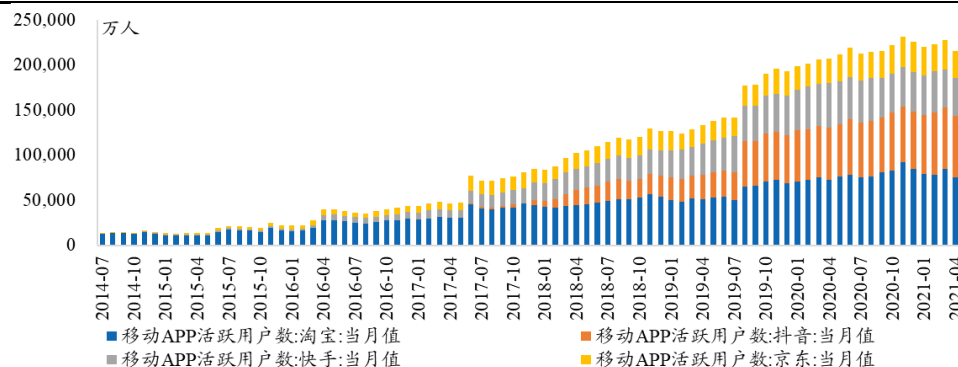
图32、化妆品零售额



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

疫情以来主要平台移动APP活跃用户数迎来新一轮增长，线上流量带动消费品增长复苏。

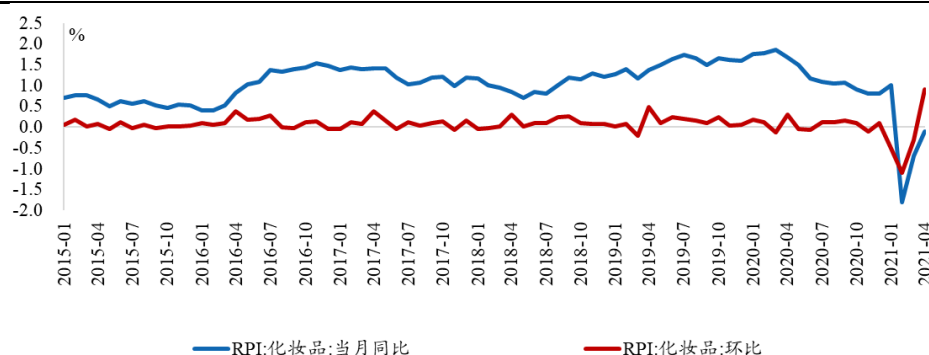
图33、疫情以来主要平台移动APP活跃用户数迎来新一轮增长



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

化妆品 RPI 上行趋势持续：化妆品零售价格除疫情外始终呈现正增长趋势，在当前流量端爆发前提下该赛道成长空间持续。截至2021年4月化妆品 RPI 指数同比在过去一年1%-1.5%增速的基础上接近持平，环比增速1.4%。

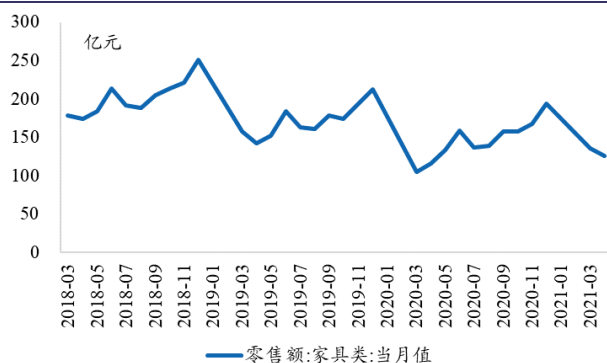
图34、化妆品商品零售价格指数边际改善



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

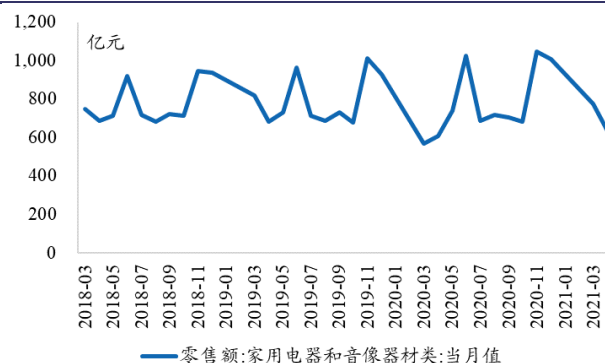
家具家电零售额较为稳定，国内稳步增长。2021年1-4月家具、家电零售额同比分别增长9%、7%。

图35、家具类零售额



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

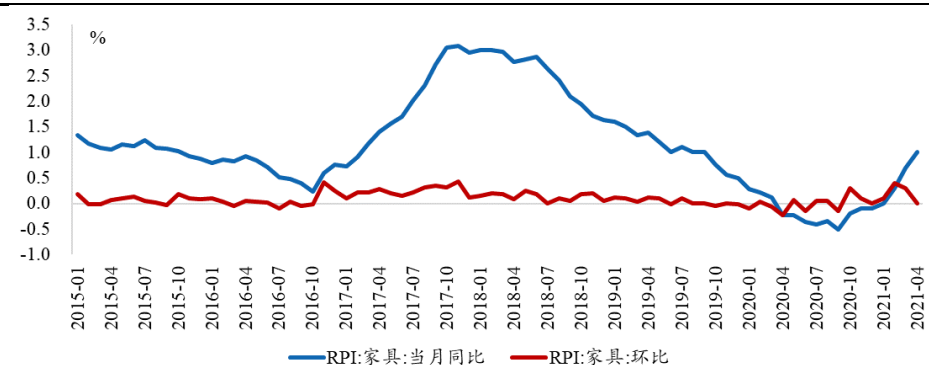
图36、家电零售额



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

家具商品 RPI 上行，整体保持稳增长：过往家具 RPI 同比保持上行趋势，2021年4月增速达到1.4%，国内家具行业整体呈现缓慢量价齐升状态。

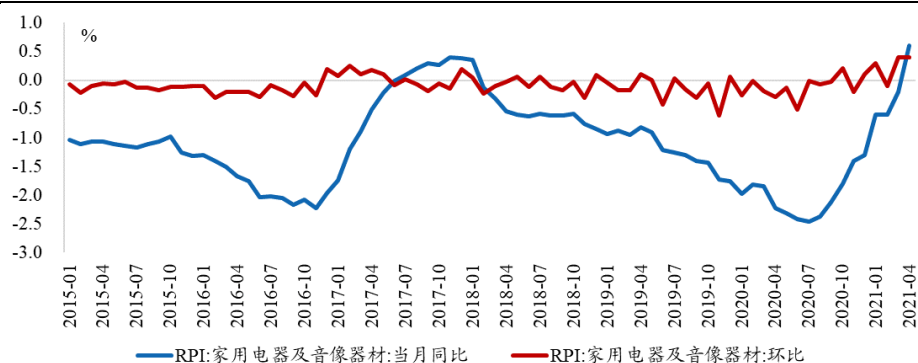
图37、家具商品零售价格指数保持稳增长



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

家电国内零售价格指数呈现边际改善趋势：国内家电行业整体竞争环境激烈，带动行业价格指数过往趋势向下。近期家电 RPI 呈现边际改善趋势。

图38、家电商品零售价格指数边际改善



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

5、 投资评级及策略

- **接种率持续上升，后续经济增长仍有动力：**截至 2021 年 6 月 11 日，全球每百人新冠疫苗接种数量达到 30.3 人，美国、英国的百人新冠疫苗接种均已超过 90 人，预计全民接种随之而来的全面复工复产、国际航班恢复将带动经济新一轮增长。疫情带动美国新房销售持续走强，复盘过往新房销售呈现上半年旺盛、下半年减弱的趋势，而自 2020 年 4 月起新房销售呈现新一轮增长，跳脱出原有的平稳波动周期。量缩价升，我们预期仍将有新需求持续入场。
- **家电消费刚刚起步，后续仍韧劲十足：**家电消费自 2020 年 3 月后趋势性恢复，截至 2021 年 3 月家电零售额较 2019 年增长 46.9%，在加州山火、疫情居家等多重因素影响下，家电消费不再集中于传统的圣诞节、感恩节前后，季节波动更加平滑。地产消费后周期对家电的影响有一定滞后性约为 1-2 年，从目前来看家电销售趋势处于刚刚起步阶段，我们认为后续家电相关消费仍韧劲十足。2021 年 4 月家电出口数量同比增长 28%，继续反弹趋势。细分品类上半年空调、净化器等品类表现较好，最近一月同比增长分别为 20%、14%。
- **国内消费稳步恢复，看好日化赛道：**日用品零售额及化妆品零售额已逐渐恢复至疫情前水平。2021 年 4 月日用品零售额同比增长 16%、化妆品零售额同比增长 22%、家具类零售额同比增长 9%、家电类零售额同比增长 5%，日化消费呈现更快增长趋势。疫情以来主要平台移动 APP 活跃用户数迎来新一轮增长，线上流量带动消费品增长复苏。
- **建材零售与新房销售强相关：**过往建材零售额走势大约滞后新房销售 2-3 个月，疫情带动居家 DIY 需求提升短暂改变这一趋势，但仍不改二者强相关关系。我们预期美国房屋销售持续旺盛将带动建材零售额呈现持续波动上行趋势。
- **家具家居受地产销售热带动需求提升：**家具家居零售增长较为稳定，但过往大趋势与新房销售稳步上行的大趋势一致。疫情后的美国地产市场旺盛也促进了家具家居零售额增长，2021 年 1-4 月较 2019 年增速达到 14%，其中 2021 年 4 月较 2019 年 4 月增速达到 19.4%。
- **我们的观点：**我们持续看好美国地产后周期持续带动家电出口行业的复苏，及国内消费复苏中日化赛道的弹性。推荐标的 VeSync (02148.HK)、维达国际 (03331.HK)。

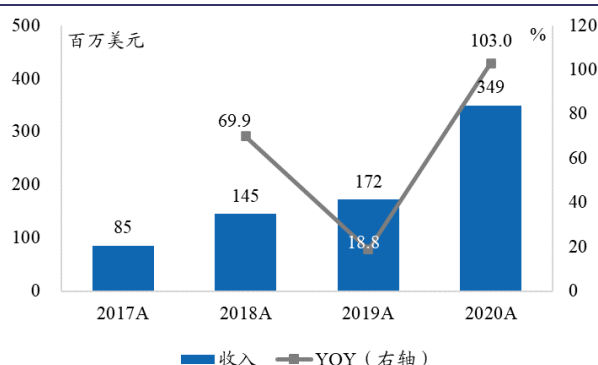
6、推荐标的

6.1、VeSync

公司是美国小家电及智能家居线上市场领导者，专注于线上营销及销售自主设计开发的小家电及智能家居设备，主要通过亚马逊电子商务交易市场销售产品。2019年公司通过亚马逊产生的零售额在美国小家电零售商中排名第三，其中空气净化器、空气炸锅在类别中排名第一及第二。公司三个主要品牌为Levoit、Etekcity及Cosori。Levoit产品主要为具有自动化系统的家居环境电器，Etekcity产品主要为智能家居小家电、户外娱乐产品、健康检测设备及个人护理产品，Cosori产品主要为厨房及餐饮用具。

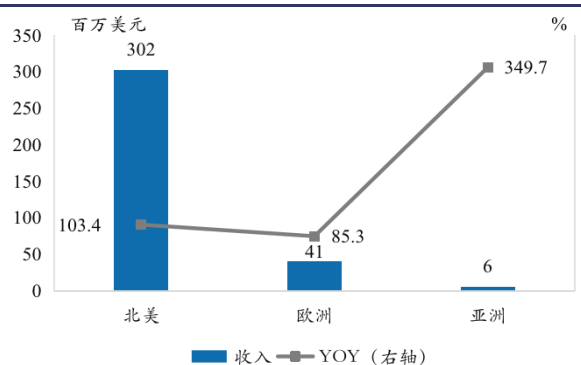
2020 年公司业绩高速增长：2020 年公司录得营业收入 3.49 亿美元，同比增长 103.0%。各地区增速方面，北美市场、欧洲市场、亚洲市场增速分别为 103.4%、85.3%、349.7%。各产品的优秀销售成绩造就收入爆发式增长，核心产品包括 Levoit 空气净化器；Cosori 空气炸锅；及 Etekcity 体重秤及智能体脂秤。过往年度的市场营销及推广策略迎来回报期。2020 年公司录得净利润 5472 万美元，同比增长 758.8%。

图39、2020 公司收入增速翻倍



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图40、三大市场高速增长



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

亚马逊渠道保持增长势头：2020 财年 Vendor Central 和 Seller Central 分别实现营业收入为 2.33 亿美元与 1.02 亿美元。2020 年 Vendor Central 收益增加 166.7%，主要由于产品销量增加及透过 Vendor Central 计划向亚马逊销售产品数量增加。2020 年 Seller Central 计划产生的收益增加 23.0%，主要由于 Etekcity 体重秤及 Etekcity 智能体脂秤的销量增长；及欧洲亚洲透过 Seller Central 计划售予亚马逊的产品数量增加。

图41、各渠道收入均实现增长

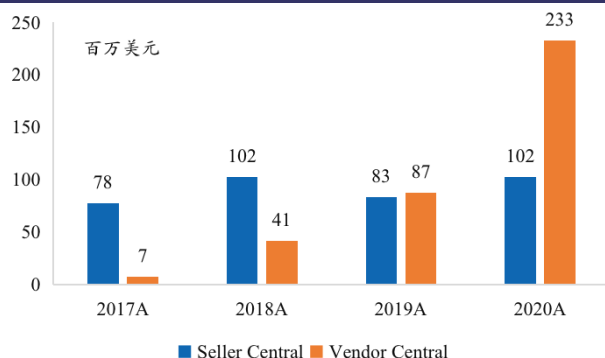
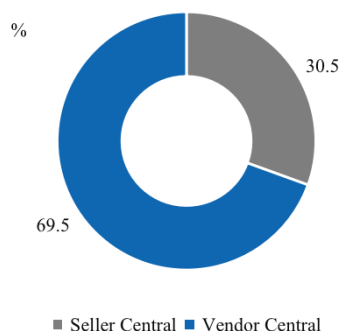


图42、2020 年 Vendor Central 仍为主要方式



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

费用率下降，毛利率、利润率上行：2020 公司销售费率下降至 13.5%，管理费下降至 11.2%，有效税率略微上升至 8.9%。毛利率及净利率增加乃主要由于整体平均售价增加、亚马逊履约费用于整体销售成本的占比减少；及公司的主要产品（空气净化器）自 2019 年年中被列入产品排除清单并享受额外关税豁免。

图43、销售费率、管理费下降，有效税率上升

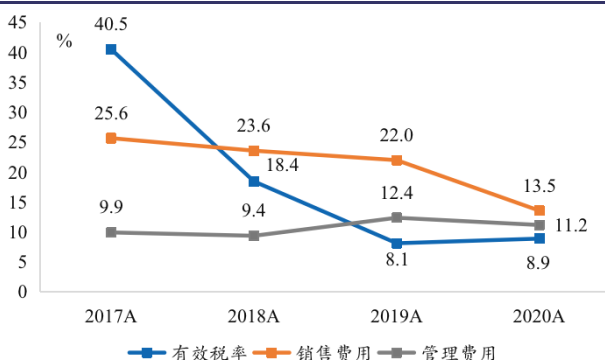
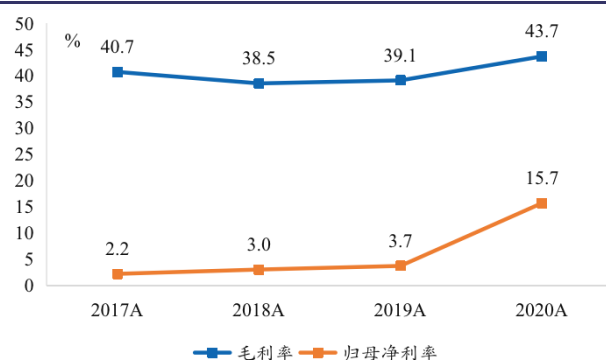


图44、毛利率、净利率大幅上升



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

2021 预计高增长持续，毛利率短期承压：展望 2021 年，在美国地产周期兴起与消费刺激政策下我们对维持 40%的收入 CAGR 保持乐观，而毛利率端预计下降 3-4pct，其中包括：25%的关税加征对公司毛利的的影响在 4pct 左右；原材料成本上升对毛利的的影响在 1.5pct 左右，总影响 5.5pct。而针对毛利率压力公司将针对部分产品涨价，目前已针对空气净化器滤网调价 25-30%，占收入比 6%，因此预计对毛利的还原在 1.5-1.8pct。同时在包装印刷材料上进行优化、对新产品定价将有所上升，IPO 后管理费用率可节省 2pct，因此综上所述净利率预计下降 1-2pct。

我们的观点：2021 年公司继续用核心产品 SKU 扩张为杠杆撬动渠道和美国以外市场，在空净、加湿器、厨电等核心方向持续深耕为公司高速成长的确定性奠定基础。我们预计公司 2021-2023 年的营业收入分别为 5.0、7.1 和 10.1 亿美元，分别同比增长 43.2%、42.6%和 41.9%，净利润分别为 7650 万美元、1.08 亿美元和 1.57 亿美元，分别同比增长 39.8%、41.2%和 45.2%。维持“买入”评级，维持目标价 21.8 港元，对应 2021-2023 年 PE 分别为 43、30、21 倍。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 21 -

6.2、维达国际

- **毛利率表现亮眼：**21Q1，公司录得营业收入 44.7 亿港元，同比增长 30.7%；毛利润达 17.4 亿港元，同比上升 35.6%；毛利率达到 38.9%，同比上升 1.4 个百分点；净利润达 5.5 亿港元，同比上升 46.5%；净利率达到 12.4%，同比上升 1.4 个百分点。2021 年第一季度公司整体营业收入表现良好，由于费用效率提升、产品组合优化及 20Q1 的低基数，公司利润率得以持续性改善。
- **国内销售增长强劲，海外业务开始缓慢恢复：**21Q1 中国大陆市场销量上升，海外市场温和增长。在中国大陆市场，纸巾同比增长 35.9%，女性护理产品 Libresse 增长超 100%。中国个人护理产品增速缓慢，大部分个人护理销量来自于海外，尽管海外市场总体销量不高，但盈利水平良好。
- **纸浆库存充足，Q2 开始提价：**纸浆作为全球性大宗商品，受到全球疫情恢复后消费者需求影响，以及中国上海期货交易所部分投机行为的影响，价格有所上升。公司目前拥有 6 个月左右的纸浆库存，由于纸浆价格仍居高位的原因，公司目前无购入纸浆计划。公司指引 Q2 提价目标定在高单位数内。我们预计公司整体毛利率可维持稳健增长，受益于线上高增速所带来的固定成本摊薄、高端化占比提升及终端价格提高。
- **维持“买入”评级，目标价 36 港元：**公司生活用纸龙头地位稳固，中国市场强劲增长、海外市场转负为正，线上渗透率持续增长，浆价较高但高端化战略下毛利率继续处在上升通道，Libresse 增速亮眼。我们维持此前盈利预测，预测公司 2021/22/23 年实现收入 190.3/209.0/229.6 亿港元，同比增长 15.2%/9.8%/9.9%，实现归母净利润 23.9 /28.4/ 31.8 亿港元，同比增长 27.3%/18.9%/12.1%。维持“买入”评级，目标价 36 港元，对应 21/22 年 PE 倍数分别为 18.1/15.2 倍。

7、风险提示

风险提示：

- 1) 行业竞争加剧，或挤压标的公司市场份额，降低公司议价能力拉升成本；
- 2) 新冠疫情及其他可能影响宏观环境因素；
- 3) 顾客对新产品的接受度不及预期，进而导致公司销量收入及增速未达预期；
- 4) 新店扩张运营不及预期，新店扩张速度可能不达预期，新店可能无法达到现有店铺单店收入及毛利率水平；
- 5) 出现产品质量问题可能影响公司声誉及产品销售。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与兴证国际金融集团有限公司、浦江中国控股有限公司、游莱互动集团有限公司、华立大学集团有限公司、信源企业集团有限公司、日照港裕廊股份有限公司、旷世控股有限公司、尚晋(国际)控股有限公司、宝龙商业管理控股有限公司、赤子城科技有限公司、汇景控股有限公司、生兴控股(国际)有限公司、正荣服务集团有限公司、正荣地产集团有限公司、嘉兴市燃气集团股份有限公司、福建省蓝深环保技术股份有限公司、China Gas Industry Investment Holdings Co. Ltd.、河钢股份有限公司第一服务控股有限公司、第一服务控股有限公司、深圳晨北科技有限公司、達豐設備服務有限公司、建发物业发展集团有限公司、星盛商业管理股份有限公司和中国恒大集团有投资银行业务关系。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号：AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。