



Research and  
Development Center

# 推进服装品牌化战略，跨境时代新龙头启航

——赛维时代（301381.SZ）深度报告

2023年7月21日

汲肖飞 纺服行业首席分析师  
S1500520080003  
jixiaofei@cindasc.com

## 证券研究报告

## 公司研究

## 深度报告

## 赛维时代 (301381.SZ)

## 投资评级

## 上次评级

## 公司主要数据

收盘价(元)	41.80
52周内股价	29.55-45.51
波动区间(元)	
最近一月涨跌幅	-4.98
(%)	
总股本(亿股)	4.00
流通A股比例(%)	7.75
总市值(亿元)	167

资料来源：万得，信达证券研发中心

汲肖飞 纺服行业首席分析师  
执业编号：S1500520080003  
邮箱：jixiaofei@cindasc.com信达证券股份有限公司  
CINDA SECURITIES CO., LTD  
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼  
邮编：100031

## 推进服装品牌化战略，跨境时代新龙头启航

2023年7月21日

## 本期内容提要：

- ◆多年专注打磨平台快反能力，跨境零售领域领跑者。公司主要从事高品质、个性化时尚生活产品的跨境品牌出口，销售渠道包括 Amazon、Wish、eBay、Walmart 等第三方电商平台及 SHESHOW、Retro Stage 等垂直品类自营网站，经营品类范围包括服装配饰、百货家居、运动娱乐、数码汽摩等。2022 年公司实现营收 49.09 亿元，其中 Amazon 平台收入占比 88.93%，Amazon 持续推动公司营收快速增长。19 年公司品牌化转型后归母净利润持续增长，22 年归母净利润 1.85 亿元，同比下降 58.98%，主要受海外宏观经济下行、行业去库存等外部环境因素影响。
- ◆跨境电商蓬勃发展，行业前景广阔。近年来全球电商零售规模快速增长，20 年全球零售电商销售额 4.28 万亿美元，2014-2020 年年均复合增速 21.35%，国外电商渗透率低于中国，有较大的发展空间。分品类看，服装服饰及家居园艺类产品保持高速增长态势；分模式看，跨境电商销售模式主要分为平台型和独立站型，20 年平台型规模占比 79.7%，近年来该模式出现成本上升、数据收集难等问题，独立站模式占比持续增长，由 16 年的 9.8% 上升至 20 年的 20.3%。格局方面，跨境电商平台中小型卖家仍为市场主流，企业数量众多，跨境电商行业在疫情刺激下短期爆发后增速减缓，头部企业和中小企业增速分化明显。头部卖家在需求端提升产品的持续创新能力，在供应端提高反应速度和质量，通过提升数字化能力、仓储处理能力等方式实现精细化管理运营，才能从众多竞争企业中脱颖而出，未来行业集中度有望提升。
- ◆持续推进品牌化战略，全面提升精细化运营管理能力。公司在品牌战略、研发设计、采购调拨、仓储物流、销售渠道、全域营销等方面不断投入，打磨精细化运营管理能力。1) 品牌方面，公司实行“多品类、多渠道”的“品牌化”经营战略，成功孵化多层次品牌矩阵。2) 研发方面，公司以全面技术驱动业务，现有技术为产品研发、生产采购、仓储物流、营销推广等环节赋能，实现数字化高效运营。3) 采购调拨方面，公司拥有供应链管理中心，通过采购下单、回货跟踪、采购规划、供应链整合等方式，实现对全流程的系统性精细化管理。4) 渠道与营销方面，公司基于“品牌化”战略，在 Amazon 对跨境电商企业做品牌化转型的助力下，自有品牌知名度有望持续提升，同时积极拓展独立站等新兴渠道助力公司营收规模进一步扩大。此外公司在站内外做多营销渠道投资，以精细化和全域营销，持续提升品牌知名度。
- ◆供应能力优质高效，满足消费者多样化需求。公司持续巩固快速反应、多品类延伸、供应链管理核心竞争优势，以优质高效供应能力，满足消费者多样化需求。1) 反应速度方面，公司构建贯穿产品研发、供应链、品牌孵化及运营的信息闭环，实现跨境零售全链路数字化能力。同时布局“小前端+大中台”、“阿米巴”组织架构，实现人均效益、市场响应速度等多方面提升。2) 品类延伸方面，依托于多年来不同销售区域用户的数据沉淀及大数据分析系统，公司能够实现对不同区域用户需求的精准匹配，打造跨平台全球化销售能力。此外，依托于多层次品牌覆盖能力和品牌跨品类拓展能力，公司多品类延伸能力强。3) 供应管理方面，公司基于数字化的供应商管理、合作体系，实现与供应商共生共荣。同时公司建立完善的仓储物流体系，并开展第三方物流服务。此外，公司开发的服装柔性供应链系统，有效提升公司生产效率、缩短生产周期。
- ◆盈利预测。我们看好公司作为跨境电商龙头，品牌化发展战略长期成长

空间广阔，以技术驱动业务发展，打造坚实供应链管理优势及品类延伸能力，业务发展优质高效。我们预计 2023-25 年收入为 63.42/82.81/108.74 亿元，同增 29.2%/30.6%/31.3%，归母净利为 4.47/6.14/8.55 亿元，同增 141.3%/37.4%/39.3%。公司竞争优势明显，短期业绩快速增长、长期发展空间较大，建议重点关注。

◆**风险因素：**Amazon 平台集中度较高的风险、存货管理的风险、汇率变动的风险。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	5,565	4,909	6,342	8,281	10,874
增长率 YoY%	5.9%	-11.8%	29.2%	30.6%	31.3%
归属母公司净利润 (百万元)	348	185	447	614	855
增长率 YoY%	-22.9%	-46.8%	141.3%	37.4%	39.3%
毛利率%	62.8%	65.6%	67.4%	68.7%	69.7%
净资产收益率 ROE%	27.5%	12.7%	17.0%	19.0%	20.9%
EPS(摊薄)(元)	0.87	0.46	1.12	1.53	2.14
市盈率 P/E(倍)	48.10	90.33	37.43	27.25	19.56
市净率 P/B(倍)	13.21	11.50	6.37	5.16	4.09

资料来源: Wind, 信达证券研发中心预测, 股价为 2023 年 7 月 21 日收盘价

## 投资聚焦

公司坚持以技术驱动，建立贯穿全产品研发、供应链、品牌孵化及运营的信息闭环，具备跨境零售全链路数字化能力。因此公司能够精准捕捉流行元素、提升版型设计效率、根据供需模拟指导采购、优化仓储物流效率、自动调价保证价格竞争力，实现供应、生产、销售端协同联动，实现服装柔性供应。

公司以亚马逊为主要销售平台，深耕已经建立头部地位的垂直品类，同时横向拓展尚未形成稳定竞争格局的细分赛道。亚马逊平台不同细分品类之间竞争较小，且倾向于扶持各细分品类的优质头部卖家。公司基于较强的数字化能力和柔性供应链，为消费者提供优质且平价产品，有望巩固优势类目的头部优势，同时有望基于柔性供应链、优质产品品质，以及优势类目运营经验，持续拓展新赛道市场份额。

## 目录

公司分析: 多年专注打磨平台快反能力, 跨境零售领域领跑者.....	7
基本概况: 以技术驱动的出口跨境电商品牌, 规模持续增长.....	7
财务分析: Amazon 平台收入持续提升推动公司营收快速增长.....	9
公司治理: 实控人持股比例高, 管理层运营经验丰富.....	11
行业分析: 跨境电商蓬勃发展, 行业前景广阔.....	13
行业空间: 零售线上化趋势持续, 行业增量空间充分.....	13
行业格局: 竞争格局高度分散, 独立站模式发展良好.....	14
行业趋势: 独立站模式成为行业未来风向, 精品龙头有望抢占市场份额.....	14
经营分析: 持续推进品牌化战略, 全面提升精细化运营管理能力.....	16
品牌战略: 品牌化战略持续推进, 打造全渠道一体化商业模式.....	16
研发设计: 坚持以技术驱动, 不断投入创新研发.....	17
采购调拨: 采购系统规范统一, 有效提升库存管理精细化程度.....	18
仓储物流: 技术赋能, 提升仓储物流效率.....	19
销售渠道: 以亚马逊平台为主, 拓展线下等新渠道.....	19
全域营销: 多营销渠道投资, 持续提升品牌知名度.....	21
竞争优势: 供应能力优质高效, 满足消费者多样化需求.....	21
快速反应优势: 完善的信息流闭环架构和敏捷型组织架构.....	21
多品类延伸优势: 跨平台的全球化销售能力, 依托品牌矩阵实现多品类延伸.....	23
供应管理优势: 优质的供应、物流布局, 满足消费者和生产商的多样化需求.....	24
盈利预测.....	26
风险因素.....	28

## 表目录

表 1: 公司管理层基本信息介绍.....	12
表 2: 公司打造全产业链核心技术系统.....	17
表 3: 公司仓储物流模式介绍.....	19
表 4: 公司分业务收入、毛利率拆分.....	26
表 5: 公司业绩与盈利预测 (百万元, EPS 单位为元/股).....	26
表 6: 可比公司 EPS 及估值对比.....	27

## 图目录

图 1: 2022 年公司各项业务收入占比情况.....	7
图 2: 2022 年公司分区域营业收入占比情况.....	7
图 3: 2022 年公司分平台收入占比情况.....	8
图 4: 近年来公司主要品牌收入增长情况 (单位: 亿元).....	8
图 5: 近年来公司在各平台店铺数量变化情况 (单位: 个).....	8
图 6: 近年来公司员工结构变化情况 (单位: 人).....	8
图 7: 公司营收过亿品牌.....	9
图 8: 公司自营网站收入及占比 (单位: 亿元).....	9
图 9: 近年来公司营业收入增长情况 (单位: 亿元).....	9
图 10: 公司分平台收入增长情况 (单位: 亿元).....	9
图 11: 公司分品类收入增长情况 (单位: 亿元).....	10
图 12: 公司分品类收入占比情况.....	10
图 13: 近年来公司毛利率变化情况.....	10
图 14: 公司分业务毛利率.....	10
图 15: 近年来公司期间费用率变化情况.....	11
图 16: 近年来公司存货及存货周转率 (单位: 亿元).....	11
图 17: 公司股权结构.....	12
图 18: 全球零售电商销售额增长情况 (单位: 万亿美元).....	13
图 19: 全球电商销售额在零售总额中的占比.....	13
图 20: 中美电商行业渗透率对比.....	13
图 21: 2018 年中国出口跨境电商国家及地区分布.....	13



图 22: 中国跨境电商相关企业数量.....	14
图 23: 2018 年中国跨境电商企业销售额分布.....	14
图 24: 海外主要电商平台中国卖家 GMV 总占比.....	15
图 25: Amazon 平台头部商家占据大部分市场份额.....	15
图 26: 自建站工具 Shopify 主营收入 (单位: 亿美元).....	15
图 27: DTC 模式优势.....	15
图 28: 公司主要品牌基本情况.....	16
图 29: 公司自营网站收入及占比 (单位: 亿元).....	16
图 30: 公司在 Amazon 平台店铺数量.....	16
图 31: 公司在 Amazon 平台收入 (单位: 亿元).....	16
图 32: 公司主要研发部门设置情况.....	18
图 33: 近年来公司研发费用增长情况 (单位: 亿元).....	18
图 34: 公司产品采购流程图.....	19
图 35: 2020 年全球消费者跨境购物的首选跨境电商平台.....	20
图 36: 公司分平台业务收入占总收入比重.....	20
图 37: 公司分自营网站收入 (单位: 万元).....	20
图 38: 公司自营网站收入及增速 (单位: 亿元).....	20
图 39: 公司主要推广方式费用 (单位: 万元).....	21
图 40: 公司营销人员数量.....	21
图 41: 全链路数字化能力.....	22
图 42: 公司分地区营业收入 (单位: 亿元).....	23
图 43: 公司分平台营业收入 (单位: 亿元).....	23
图 44: 公司多层次品牌矩阵.....	24
图 45: 公司运动品类头部品牌产品矩阵.....	24
图 46: 供应商选择流程.....	25
图 47: 仓储物流模式.....	25
图 48: 公司物流服务收入及占比 (单位: 亿元).....	25
图 49: 柔性供应链系统.....	25

## 公司分析：多年专注打磨平台快反能力，跨境零售领域领跑者

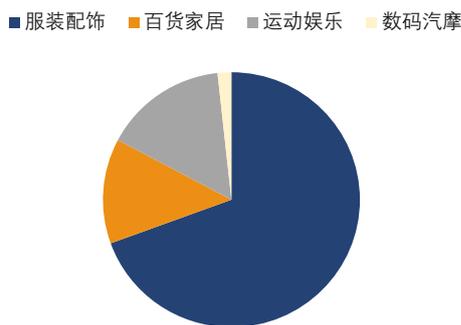
### 基本概况：以技术驱动的出口跨境电商品牌，规模持续增长

作为技术驱动的跨境出口品牌电商，公司致力于向全球消费者销售高品质、个性化的时尚生活产品。自 2012 年成立后，公司背靠中国优质供应链资源，依托 eBay、Amazon、AliExpress 等平台开展跨境电商业务，经过多年发展，目前公司销售渠道包括 Amazon、Wish、eBay、Walmart 等第三方电商平台及 SHESHOW、Retro Stage 等垂直品类自营网站，经营品类范围包括服装配饰、百货家居、运动娱乐、家电、数码汽摩等。目前公司线上营销网络覆盖美国、德国、英国等多个国家和地区，并基于完善的全球仓储物流体系向第三方提供物流服务。

分业务来看，公司经营业务以服装配饰为主，并逐步拓展百货家居、运动娱乐、数码汽摩等品类，2022 年公司服装配饰/百货家居/运动娱乐/数码汽摩品类销售收入占比分别为 67.40%/12.92%/15.06%/1.68%。

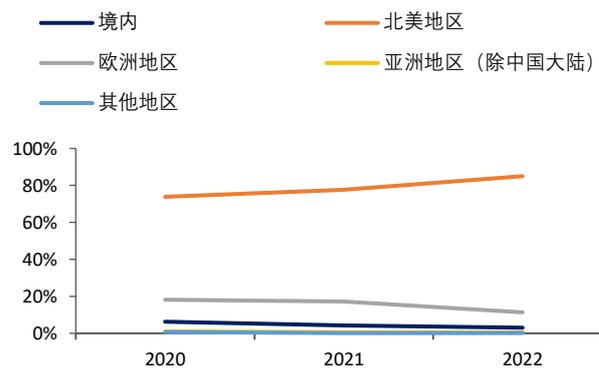
分区域来看，公司收入主要来自于海外市场，其中美国为第一大收入来源。2022 年公司在中国大陆/北美/欧洲/亚洲（除中国大陆）/其他地区收入占比分别为 3.03%/84.99%/11.34%/0.50%/0.14%。

图 1：2022 年公司各项业务收入占比情况



资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

图 2：2022 年公司分区域营业收入占比情况



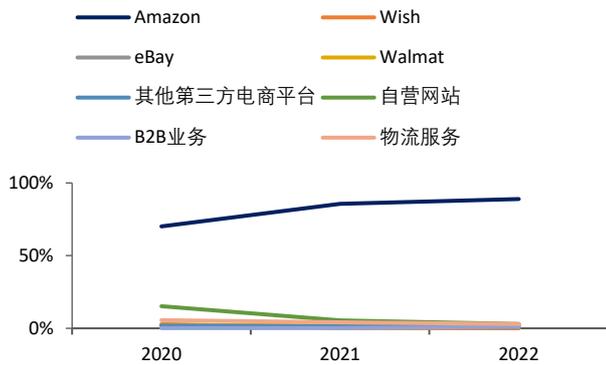
资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

分渠道来看，公司以第三方电商平台销售模式为主，其中 Amazon 平台为第一大收入来源，此外，公司还拥有 Walmart、eBay、Wish 等第三方电商平台渠道、SHESHOW 等自营网站渠道以及 B2B 业务、物流服务等收入来源。2022 年公司在 Amazon/Wish/eBay/Walmart/自营网站的销售额占主营业务收入比重分别为 88.93%/0.04%/0.76%/2.27%/2.98%，物流服务收入达到 1.44 亿元，占总收入的 2.93%。近年来 Amazon 销售收入占比呈现逐年增长的趋势，Wish、eBay 等平台主要发展非品牌的综合品类产品。随着“品牌化”转型的推进，公司逐渐缩减在此类平台的投入，因此近年来 Wish、eBay、Walmart 及自营平台收入占比呈现下降的趋势。

分品牌来看，公司积极推进“品牌化”战略，已初步构建多品类、多层次的品牌矩阵，2020-2022 年公司已在运动娱乐、服装配饰、百货家居、数码汽摩等领域孵化 63 个营收过千万的自有品牌，占商品销售收入 88.07%。其中，家居服品牌 Ekouaer、男装品牌 Coofandy、内衣品牌 Avidlove、运动器材品牌 ANCHEER 等 21 个品牌营业收入过亿，占

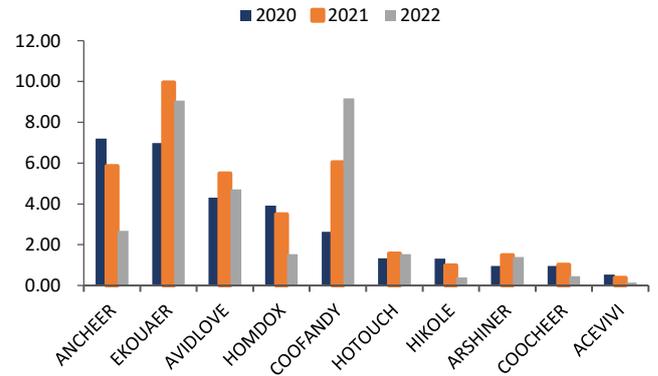
商品销售收入 77.38%。从品牌影响力来看，据公司统计截至 2022 年 Avidlove、Ekouaer、Coofandy、ANCHEER 等多个品牌的多款产品均处于 Amazon Best Sellers 细分品类前五。

图 3：2022 年公司分平台收入占比情况



资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

图 4：近年来公司主要品牌收入增长情况（单位：亿元）



资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

### 发展历程：

#### ➤ 发展初期阶段（2012 年-2015 年）：注重底层架构搭建，持续提升运营效率

设立之初，公司背靠中国供应链资源，依托 eBay、AliExpress 等平台开展跨境电商业务，满足境外消费者对高性价比产品的需求。该阶段海外市场空间较大，但客户主要为价格敏感型，对于性价比高的产品需求旺盛，因此卖家多追逐低成本以获取超额利润。公司通过技术投入，从最优化流程及时间成本、加强风险管控、提升系统对市场变化的灵敏度等方面入手，提升运营效率以寻求利润空间和业务增长。

#### ➤ 转型阶段（2016 年-2018 年）：推行“品牌化”转型战略

2016 年起公司通过前期拓展，积累自主系统研发能力以响应快速变化的外部环境，并逐步贯彻“品牌化”战略。基于市场研究，公司将核心产品线定位于品牌服装，同时深耕服装供应链。

由于品牌服装的运营门槛较高，且运营思路与非品牌产品存在本质差异，公司在转型初期面临市场响应速度较慢、品牌定位不清晰、产品开发成功率较低等问题。因此，在转型阶段公司大力强化团队的自主开发和品牌运营能力，推进“小前端+大中台”的组织结构，进一步强化信息化系统建设及大数据技术运用能力，优化物流、售后、质量检验等服务，加强风控制度建设，并加大对服装柔性供应链系统的开发力度，打造高效供应能力。

图 5：近年来公司在各平台店铺数量变化情况（单位：个）

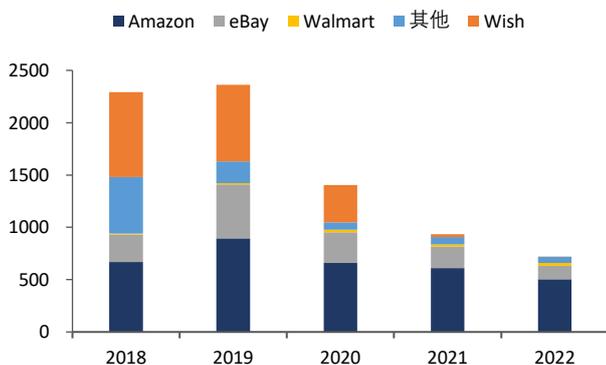
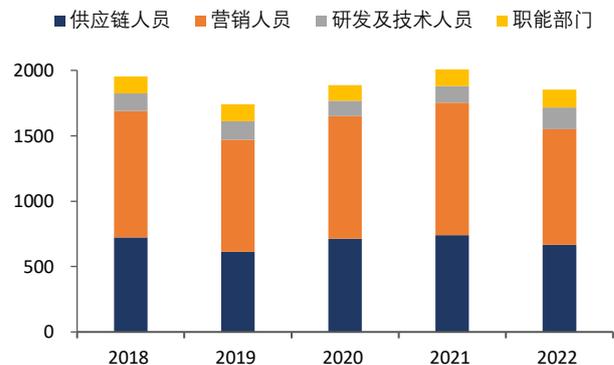


图 6：近年来公司员工结构变化情况（单位：人）



资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

➤ **快速发展阶段（2019年-至今）：进一步强化全链路数字化能力、供应链整合能力、品牌运营能力，完善物流仓储布局配套，积极践行“品牌化”战略**

2019年起，由于“品牌化”转型阶段的大额投入及海外客户的消费升级趋势，公司品牌的市场占有率和知名度有明显提升，多个品牌达到 Amazon 细分品类的优势地位。

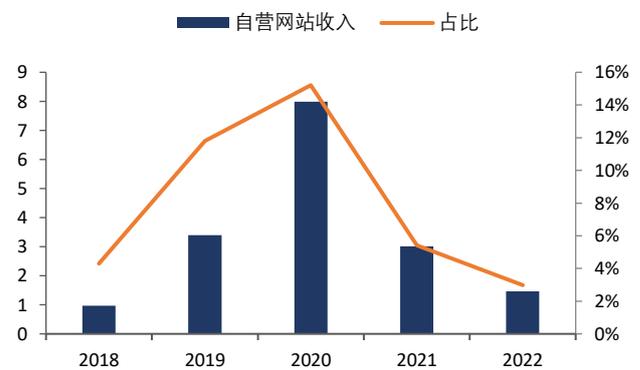
在该阶段，公司更加强调整全链路数字化能力、供应链整合能力、品牌运营能力的升级以及物流仓储布局的完善，管理水平和抗风险能力得到加强，盈利能力也得到持续提升。同时公司利用自身服装基因打造的服装柔性供应链系统也日趋完善，通过服装柔性供应链系统的研发和使用，公司对于服装生产周期的响应速度有明显提升，更好地满足消费者的高品质、个性化的快时尚服装产品需求。

图 7：公司营收过亿品牌

品牌名称	2022年销售额 (万元)	品牌名称	2022年销售额 (万元)
ANCHEER	26678.23	HOTOUCH	15439.67
EKOJAER	90630.62	HIKOLE	3960.77
AVIDLOVE	47163.66	ARSHINER	14035.6
HOMDOX	15291.92	COOCHER	4585.5
COOFANDY	91722.87	ACEVIVI	1482.01

资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

图 8：公司自营网站收入及占比（单位：亿元）



资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

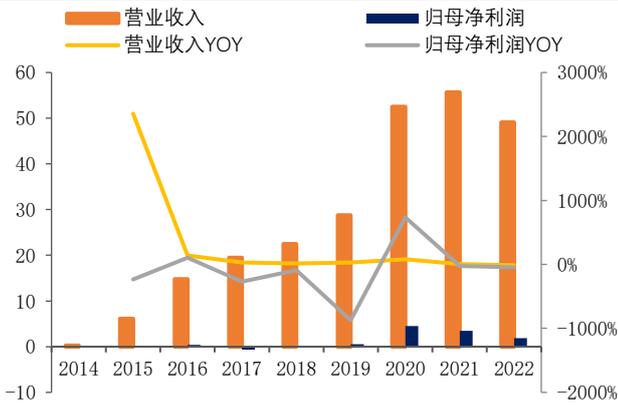
**财务分析：Amazon 平台收入持续提升推动公司营收快速增长**

公司成立初期，依托大平台通过店群模式扩大规模，营收迅速增长，由 2014 年的 0.25 亿元上升至 2018 年的 22.45 亿元。2018 年后公司持续推动“品牌化”转型，产品品类和销售渠道不断拓宽，运营效率不断提升，且受益于海外市场电商渗透率在疫情促进下持续提升，营业收入规模保持较高水平，2020-2022 年公司分别实现营业收入 52.53 亿元、55.65 亿元、49.09 亿元。Amazon 平台作为公司品牌化运营的主要平台，近年来收入快速增长，推动公司营业收入提升，2022 年公司在 Amazon 平台实现的销售收入达到 43.56 亿元，占主营业务收入的 88.93%。

分品类来看，公司以服装业务为核心，近年来服装业务占总收入比重不断提升，其他各项业务收入比重整体呈下滑态势。2022 年公司服饰配饰销售收入占比 67.40%，较 2020 年的 47.11% 增长 20.29PCT，运动娱乐/百货家居/数码汽摩等业务收入分别占比 15.06%/12.92%/1.68%，较 2020 年均有所下滑。其中 2021 年以来公司百货家居和运动娱乐类产品销售收入有所下滑，主要系阶段性因素助推的境外线上消费潮的消退以及 Amazon 平台的封号潮事件影响。2022 年海外高通胀下消费需求有所回落，叠加前期销售高峰和跨境运输周期变长所进行的大额备货库存因需求回落而发生盈余，产品销量或价格承压，百货家居和运动娱乐类产品销售收入进一步下滑。

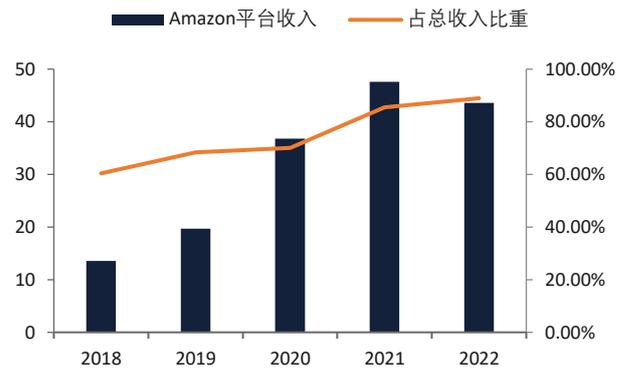
图 9：近年来公司营业收入增长情况（单位：亿元）

图 10：公司分平台收入增长情况（单位：亿元）



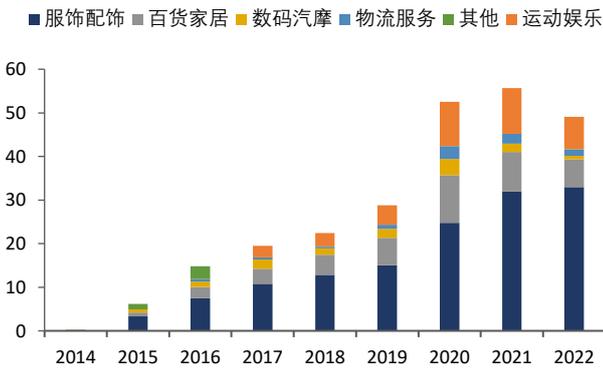
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 11: 公司分品类收入增长情况 (单位: 亿元)



资料来源: 公司招股说明书, 信达证券研发中心

图 12: 公司分品类收入占比情况



资料来源: 公司招股说明书, Wind, 信达证券研发中心

图 13: 近年来公司毛利率变化情况



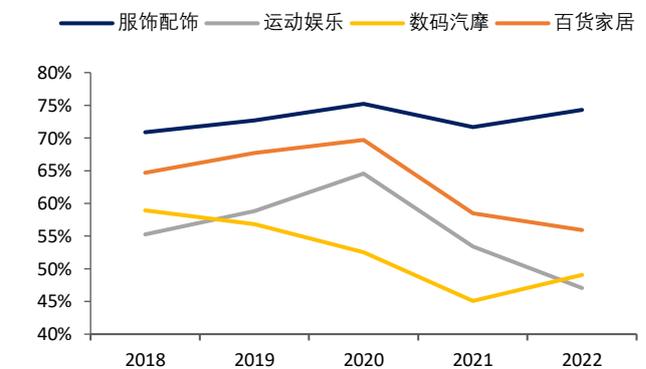
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 14: 公司分业务毛利率

毛利率方面, 近年来公司毛利率整体呈现上升趋势, 由 2014 年的 58.31% 上升至 2020 年的 66.82%, 主要系毛利率较高的自营网站收入占比增加、品牌类商品销售收入占比增加以及品牌溢价能力逐步显现。2021 年公司毛利率下降至 62.78%, 主要系公司战略收缩国内直邮业务、高毛利率的自营网站销售占比下降、头程运输成本增加导致服饰配饰业务毛利率下降以及 Amazon 平台库容新政策影响导致百货家居、运动娱乐等业务毛利率下降。2022 年公司毛利率较高的服装配饰类产品销售占比进一步提升, 使得整体毛利率同比实现较大提升。

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 14: 公司分业务毛利率



资料来源: 公司招股说明书, 信达证券研发中心

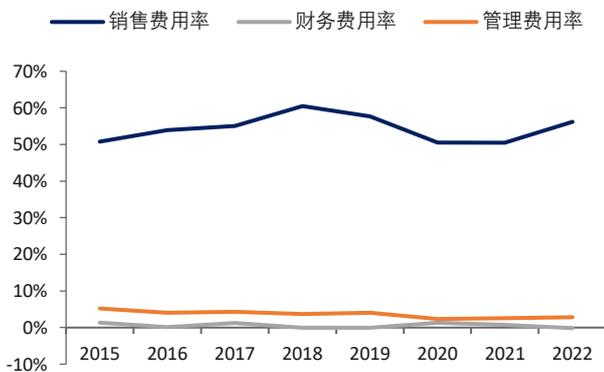
图 14: 公司分业务毛利率

期间费用方面，近年来公司销售费用率持续下降，由 2018 年的 60.49% 下降至 2021 年的 50.49%，主要系 2018 年公司推进的运营精细化调整。2022 年受 Amazon 平台物流价格调整以及 FBA 配送的 B2C 业务收入比例提升等因素影响，公司销售费用中的物流费用有所上升，带动销售费用率同增 5.71PCT 至 56.18%。随着公司经营规模的扩大，公司不断调整组织架构，提升运营效率，管理费用率呈现下降趋势，2022 年公司管理费用率为 2.84%，较 2018 年下降 0.85PCT。公司 B2C 业务收入以外币为主，人民币汇率波动影响相对较大，2022 年受美元升值影响，公司汇兑损益较 2021 年度出现较大变化，财务费用率降至 -0.15%。

净利润方面，2017 年以前公司通过店群模式不断扩大经营规模，归母净利润快速上涨，由 2014 年的 -0.14 亿元增长至 2016 年的 0.39 亿元；2017 年公司逐步贯彻“品牌化”战略，但由于品牌服装运营门槛较高，且运营思路与非品牌产品存在本质差异，因此在转型初期面临市场响应速度慢、品牌定位不清晰、产品开发成功率较低等问题，因此 2017 年归母净利润大幅下跌至 -0.66 亿元；2019 年以后公司品牌化转型逐渐走上正轨，收入持续增长，归母净利润由 2018 年的 -0.07 亿元上升至 2020 年的 4.51 亿元。从 2021 年下半年开始，跨境电商行业调整，海外宏观经济下行导致境外线上消费高峰减退、亚马逊封号潮、行业去库存、国际运费暴涨等事件，叠加汇率波动，行业整体恢复到平稳发展状态。受外部环境影响，公司归母净利润从 2020 年的 4.51 亿元下滑至 2022 年的 1.85 亿元，下降 58.98%。

存货方面，公司存货以库存商品和在途物资为主，随着公司业务规模快速增长，2014 年至 2017 年公司备货量大幅增加，存货规模提升，2018 年公司相应减少存货采购支出，年末存货余额有所减少，2019 年以来随着公司业务规模进一步扩大，存货金额大幅提升，由 2018 年的 3.96 亿元提升至 2021 年的 8.92 亿元，整体存货周转率保持稳定。公司 2022 年存货余额为 6.05 亿元，存货余额大幅下降主要系 2022 年销售增速放缓导致备货减少，以及对前期库存的消耗所致。

图 15: 近年来公司期间费用率变化情况



资料来源：公司招股说明书、Wind，信达证券研发中心

图 16: 近年来公司存货及存货周转率（单位：亿元）

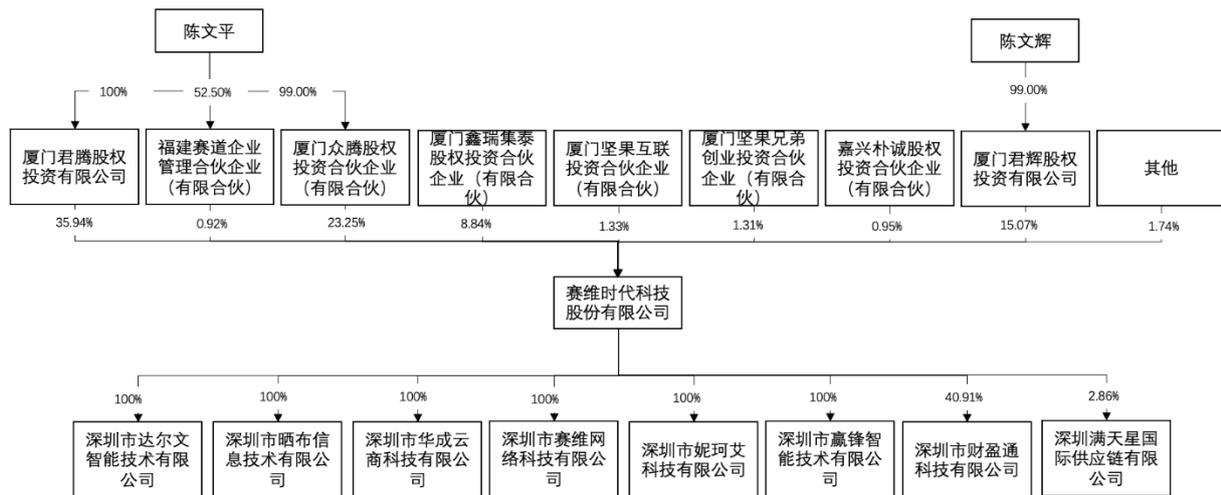


资料来源：Wind，信达证券研发中心

## 公司治理：实控人持股比例高，管理层运营经验丰富

公司股权结构较为集中，陈文平通过持有君腾投资 100% 的股份持有公司 35.94% 的股权，通过持有福建赛道 99% 的股份持有公司 0.91% 的股权，通过持有众腾投资 52.5% 的股份持有公司 12.21% 的股权，通过和陈文辉签署一致行动人协议持有君辉投资 99% 的股权进而持有公司 14.92% 的股权，合计持股比例为 63.98%，为公司的实际控制人，对公司掌控较强。鑫瑞集泰持有公司 8.84% 的股权。此外公司财务中心总监助理陈义杉、董事陈晓兰、自营网站销售中心总监陈燕云等管理人员通过众腾投资分别间接持有公司部分股权。

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com>11

**图 17: 公司股权结构**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

公司管理层背景多样化, 学历背景优秀, 专业基础较为扎实, 多数为会计、管理专业等高等学历人才。董事长陈文平创业经验丰富, 较早布局跨境电商行业, 负责把控公司发展战略及成长方向。此外, 公司管理团队过往行业履历丰富, 董事陈文辉、王绪成等核心高管在公司任职十年以上, 积累了大量跨境电商行业专业知识和实战经验, 带领公司成长为国内跨境电商行业龙头。

**表 1: 公司管理层基本信息介绍**

姓名	职务	出生年月	简介
陈文平	董事长	1977 年 5 月	本科学历, 曾任方正科技有限公司 IE 主管、艾默生网络能源有限公司工艺部总经理, 2008 年 9 月至今, 创办赛维网络并担任执行董事兼总经理职位, 2012 年 5 月创办深圳市哲果服饰有限公司(现已更名为赛维时代), 任公司总经理;2016 年 6 月起担任公司董事长、总经理。
王绪成	董事兼副总经理	1973 年 12 月	本科学历, 曾任东风浩塞轴瓦有限公司工程师、东莞新科电子厂工程师、艾默生网络能源有限公司质量工艺部总经理, 2012 年 4 月至 2016 年 6 月担任公司首席运营官, 2016 年 6 月至今担任公司董事兼副总经理。
陈晓兰	董事	1978 年 12 月	大专学历, 自 2016 年 6 月至 2020 年 2 月任公司董事会秘书, 2016 年 6 月至今任公司董事。
陈文辉	董事	1975 年 4 月	大专学历, 2008 年 2 月至 2011 年 9 月, 在赛维网络任副总裁一职, 2011 年 10 月至 2020 年 4 月, 在达尔文智能任总经理一职, 2020 年 4 月至今, 在达尔文智能任执行董事, 2016 年 6 月至今, 在公司任董事一职。
王志伟	董事	1975 年 7 月	本科学历, 香港科技大学 EMBA, 曾任厦门天健会计师事务所有限公司审计经理、厦门坚果投资管理有限公司总经理、厦门国海坚果投资管理有限公司董事兼总经理、厦门坚果核力投资管理有限公司任董事长兼总经理等职位, 2016 年 6 月至今, 在公司任董事一职。
郭东	独立董事	1980 年 1 月	博士学位, 曾任深圳证券交易所研究员、高级经理、清源科技(厦门)股份有限公司独立董事、中山证券有限责任公司董事等职位, 2020 年 5 月至今, 在公司任独立董事。
艾帆	董事会秘书	1982 年 9 月	本科学历, 曾任艾默生网络能源有限公司运作支持部副总经理, 2014 年 12 月至今, 在公司任人力资源部总监, 2020 年 2 月至今, 在公司任董事会秘书。
帅勇	副总经理	1980 年 12 月	硕士学历, 曾任艾默生网络能源(中国)总监、高级战略供应链经理等职位, 2016 年 7 月至今, 在赛维网络任物流中心总监, 2020 年 2 月至今, 在公司任副总经理。

资料来源: 公司招股说明书, 信达证券研发中心

## 行业分析: 跨境电商蓬勃发展, 行业前景广阔

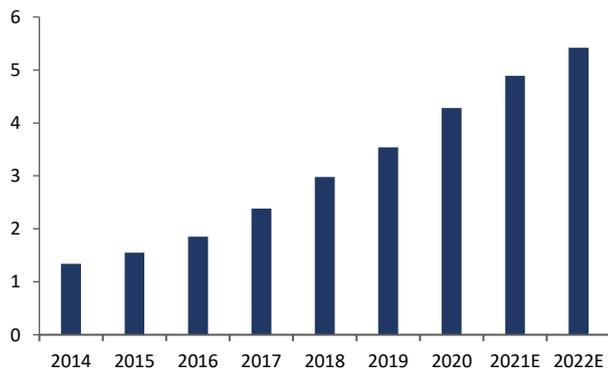
## 行业空间：零售线上化趋势持续，行业增量空间充分

近年来全球电商行业零售规模保持快速增长态势，疫情催化消费者购物行为线上化。2020年全球零售电商销售额由2014年的1.34万亿美元增长至4.28万亿美元，年均复合增长率达到21.35%，Statista数据估计2022年全球零售电商销售额达到5.42万亿美元，持续保持10%以上的增长速度。因此电商销售额在全球零售总额中的占比保持增长，由2015年的7.4%提升至2020年的18%，全球消费者越来越多地选择线上购物，尤其2021年新冠肺炎疫情在全球爆发后，消费者居家隔离时间延长，更多选择线上购物平台。

受产品竞争力强、国家政策扶持、新冠疫情催化等影响，近年来中国跨境电商市场规模保持快速增长，2020年中国跨境出口电商市场规模由2014年的3.57万亿元上升至9.7万亿元，年均复合增速为18.13%，根据网经社发布的《2021中国跨境电商市场数据报告》，2021年中国出口跨境电商交易规模达到11万亿元，同增13.4%。

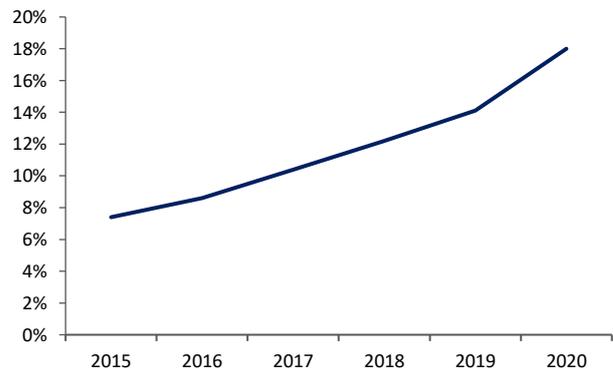
中国跨境电商出口品类中，服装服饰及家居园艺类产品保持高速增长的态势，2018年中国跨境电商出口额品类占比中，电子产品/服装服饰/家居园艺占比分别为20%/13%/9%，排名前三，其中服装服饰类及家居园艺类产品增长率高达52%。同时，越来越多的海外消费者偏好通过线上购物的方式进行消费，根据Ipsos于2020年4月发布的数据显示，2020年3月至4月期间受疫情影响，将线下购物转为线上的美国消费者数量从13%增至41%。随着智能手机、互联网的普及以及疫情对购物方式的影响，零售线上化趋势进一步加强，线上购物需求有望继续保持增长。

图 18：全球零售电商销售额增长情况（单位：万亿美元）



资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

图 19：全球电商销售额在零售总额中的占比

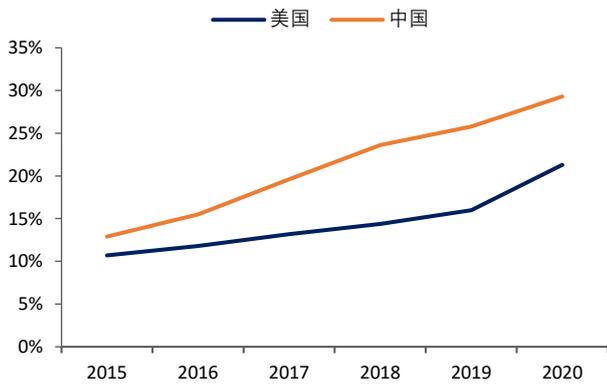


资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

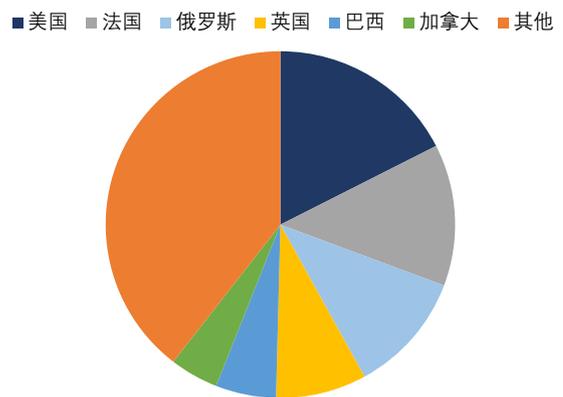
尽管在新冠疫情爆发影响下，线上成为越来越多国外消费者的重要购物渠道，但国外电商市场仍有较大的发展空间，2020年中国电商渗透率达到29.3%，而美国仅为21.3%。此外，近年来俄罗斯、巴西、印度等新兴市场发展较好，拥有优质的电商发展基础设施和较高的发展潜力，吸引大量中国跨境电商企业布局，有望成为中国出口跨境电商的新兴增长点。

图 20：中美电商行业渗透率对比

图 21：2018年中国出口跨境电商国家及地区分布（按交易额）



资料来源: 公司招股说明书, 企查查大数据研究院《2020 中国电商行业大数据报告》、亿邦动力网, 信达证券研发中心



资料来源: 公司招股说明书, 信达证券研发中心

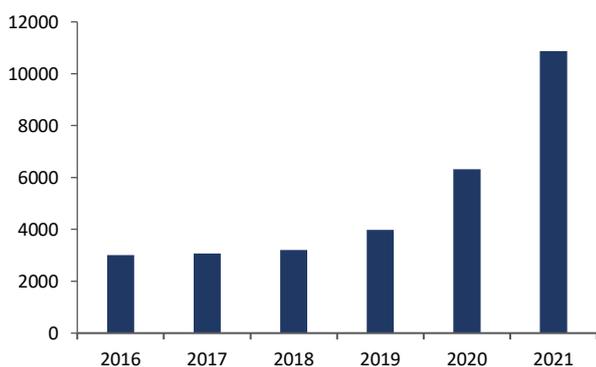
## 行业格局: 竞争格局高度分散, 独立站模式发展良好

据易观数据显示, 2018 年年销售额在 250 万美元以下的跨境电商卖家约占 85%, 销售额超 1000 万美元的仅占 2.25%, 小型卖家仍为市场主流, 行业集中度偏低。同时, 2021 年中国跨境电商相关企业数量达到 10871 家, 同增 72.2%, 企业数量众多, 行业竞争激烈。随着跨境电商市场蓬勃发展, 叠加国家多项政策和鼓励措施的出台, 出口跨境电商行业格局将向龙头企业集中, 集中度有望提升。

跨境电商产业的上游供应端由国内众多供应链企业组成, 中游由各类跨境电商平台组成, 下游主要为消费者和商户。

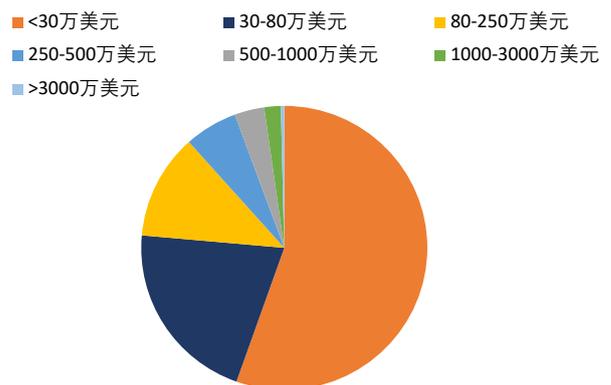
跨境电商的主要行业模式包括平台型和独立站型, 品牌入驻 Amazon、eBay 等第三方平台进行销售的平台型模式在中国跨境出口电商行业中仍然占据主导地位, 2020 年平台型规模占比为 79.7%, 远高于独立站和自建站占比。同时, 近年来通过自建网站进行销售的独立站模式市场规模占比持续增长, 由 2016 年的 9.8% 上升至 2020 年的 20.3%, 随着第三方平台的销售费用逐年攀升, 未来独立站的市场规模有望继续扩大。

图 22: 中国跨境电商相关企业数量



资料来源: 企查查, 中商产业研究院, 信达证券研发中心

图 23: 2018 年中国跨境电商企业销售额分布



资料来源: 公司招股说明书, 信达证券研发中心

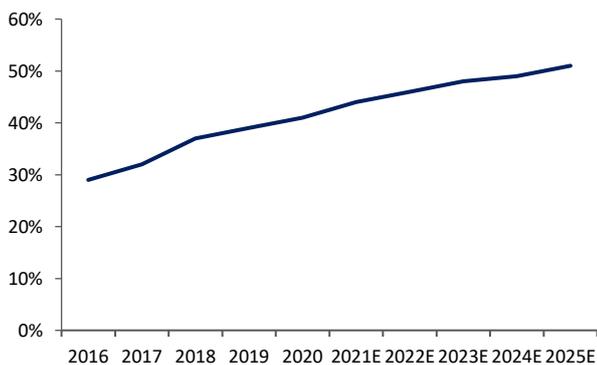
## 行业趋势: 独立站模式成为行业未来风向, 精品龙头有望抢占市场份额

Amazon 是目前全球最大的电商交易平台, 也是多数中国跨境电商企业的主要经营平台。随着跨境电商行业蓬勃发展, Amazon 等大型跨境电商平台的规则和管理趋严, 平台逐步

对平台卖家进行大规模整顿，2021年4月底以来，中国卖家遭遇亚马逊封号潮，约有600个中国品牌和3000个卖家账号被封。亚马逊给出的理由是商家存在违规操作，包括“操纵评论”“刷单”和“违规账号关联”等。多账号经营模式在电商行业争议由来已久，未来存在平台更改现行规定、监管更加严格的可能，但在海外线上购物规模不断扩大、电商渗透率日渐提升的大背景下，跨境电商行业红利并未消退，并且在违规商家和劣质商家逐渐出清后，拥有更高品牌认可度的优质龙头有望抢占市场份额。

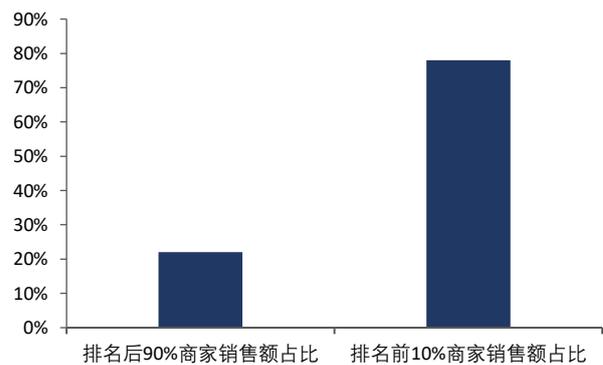
早期中国跨境电商企业出海大多会选择 Amazon、eBay 等大型第三方平台，依靠平台的用户群扩大自身营业规模和产品知名度，但随着跨境电商行业逐渐发展，平台型运营模式出现竞争激烈，同质化产品众多、平台管理费用和营销费用持续提升，挤压利润空间，缺乏客户行为数据、难以提升复购率等问题，而行业数字化能力以及建站工具的逐渐成熟使得独立站的建立和运营变得容易，越来越多的企业开始尝试建立独立站。一方面，独立站运营有利于企业掌握客户数据和信息，锚定客户消费需求和行为趋势，提升产品复购率和客户忠诚度，另一方面，独立站自主运营的自由度更高，在拥有成熟的客户群后可以设定合适的产品价格，避免同业竞争挤压利润空间，也无需考虑平台佣金和广告投放费用。2020年 DTC 电商在美国销售额达到 1120 亿美元，同增 45.5%，DTC 模式下的品牌独立站有望成为跨境电商行业的未来风向。

图 24: 海外主要电商平台中国卖家 GMV 总占比



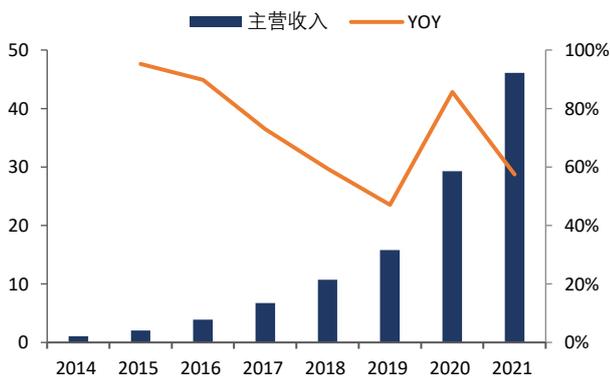
资料来源: 智研咨询, 信达证券研发中心

图 25: Amazon 平台头部商家占据大部分市场份额



资料来源: 公司招股说明书, 信达证券研发中心

图 26: 自建站工具 Shopify 主营收入 (单位: 亿美元)



资料来源: 公司招股说明书, 信达证券研发中心

图 27: DTC 模式优势

DTC模式优势	优势详解
提升消费者购物体验	通过品牌独立站获取的一手用户信息将反哺产品设计及运营管理。通过与消费者互动积累的一手用户信息, 分析消费者需求偏好、购买周期、款式偏好, 帮助产品设计、改进与创新, 加快上新速度, 为消费者提供超出预期的购物体验。
增强产品和库存管理能力, 提升财务表现	对消费偏好的洞察可协助优化产品的选择和设计, 降低库存, 提升财务表现。
与消费者建立更为直接和自主的联系, 培养用户忠诚度	品牌独立站与消费者将建立更为直接、持续的联系, 实现消费者的终身价值最大化。通过把控渠道和构建会员管理体系, 品牌与消费者建立直接的联系, 第一时间将品牌价值、产品更新等信息传递给客户; 通过各个环节节点的互动, 提升复购, 挖掘消费者生命周期价值的最大化。

资料来源: 公司招股说明书, 信达证券研发中心

跨境电商行业在疫情刺激下短期快速增长后进入增速减缓的新常态, 呈现头部企业和其他中小企业增速分化明显的态势。跨境电商龙头企业 SHEIN 在 2021 年销售额达 1000 亿元。面对增速放缓、红利消退的行业背景, 许多中小企业简单选品、跟进销售的模式受到挑战,

只有在需求端提升产品的持续创新能力，在供应端提高反应速度和质量，通过提升数字化能力、仓储处理能力等方式实现精细化管理运营，才能从众多竞争企业中脱颖而出。

## 经营分析：持续推进品牌化战略，全面提升精细化运营管理能力

### 品牌战略：品牌化战略持续推进，打造全渠道一体化商业模式

随着消费者需求逐渐从高性价比产品向高品质、个性化的品牌产品转变，跨境电商出口“品牌化”趋势加速，公司实行“多品类、多渠道”的“品牌化”经营战略。

在产品端，公司定位于中国时尚品类品牌出海，开发更能吸引消费者的流行新品，并以此建立和推广优质自有品牌，构建以服饰配饰、百货家居、运动娱乐、数码汽摩等品类为主的时尚生活多品牌矩阵，通过实行能够覆盖不同消费人群的差异化多品牌战略满足不同阶层消费者的时尚生活需求。目前公司已经成功孵化运营多个自有品牌，拥有 ANCHEER、Ekouaer 等 21 个营收过亿的品牌，初步形成多层次的品牌矩阵。

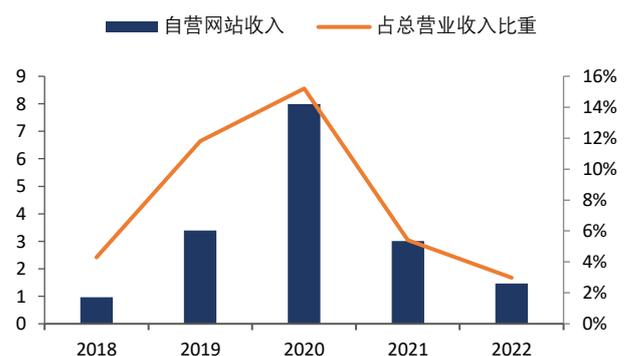
在渠道端，公司尝试建立品牌独立站，基于 Shopify 等工具搭建垂直品类自营网站，并依托 Google、Facebook 等引流渠道实现精准营销。2018 年公司加大对自营网站的建设投入力度，在原有独立商城部之外新设时尚项目部，专注服装品牌的自建站运营，并且加大广告投放，自营网站收入、客户数量、订单量均持续增长，2020 年公司自营网站营业收入达到 7.99 亿元，同增 135.11%。2020 年后公司基于品牌化战略调整方向，主动调整非品牌业务以及部分不适合通过直邮模式报关的业务，导致自营网站的销售收入规模下降，自营网站营收大幅下滑至 21 年/22 年的 3.01 亿元/1.46 亿元，同降 62.26%/51.52%，同时，公司积极布局线下销售渠道，通过线下门店引流、与线下零售商合作、开设线下门店等多种方式拓展线下销售渠道，未来，公司将会构建“线下体验+线上消费”的全渠道营销网络及信息化系统，助力公司宣传力度提升和服务体验升级，推动营收规模进一步扩大。

图 28：公司主要品牌基本情况

品牌名称	主要所属品类	品牌定位	2022 年销售额 (万元)
ANCHEER	运动娱乐	无限绿色出行、快乐健身的通勤健身品牌	26,678.23
EKOUEER	服饰配饰	讲究经典和时尚相碰撞，打造居家休闲及睡衣于一体的衣柜必备单品	90,630.62
AYIDLOVE	服饰配饰	偏向性感神秘，产品追求性感简约，追求潮流，注重细节彰显时尚	47,163.66
BOMDOX	百货家具	为每一个家庭带来最好的家居用品，园艺工具，为生活添加更多的乐趣	15,291.92
COOFANDY	服饰配饰	主打商务、休闲、运动等风格，基础款较多	91,722.87
BUTOUCH	服饰配饰	包含男装、女装、家居、内衣、母婴等品类，可满足消费者多种需求	15,439.67
EIKOLE	运动娱乐	以童趣为主题，为不同客户设计独特款式，致力于儿童滑板、成人滑板品牌打造	3,960.77
ARSHINER	服饰配饰	童装品牌，以柔软、透气、舒适、安全的四大卖点进行设计、生产	14,035.60
COOCHEER	数码汽摩、百货家具	主营家居用品与汽摩配件，为客户 户提供高质量、高性价比的产品	4,585.50
ACEYIVI	百货家具	关注健康类产品，主打态自给、按摩足浴盆、足疗仪、理疗枕等产品	1,482.01

资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

图 29：公司自营网站收入及占比（单位：亿元）

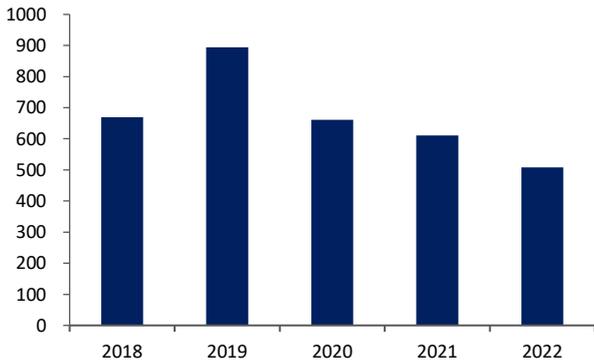


资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

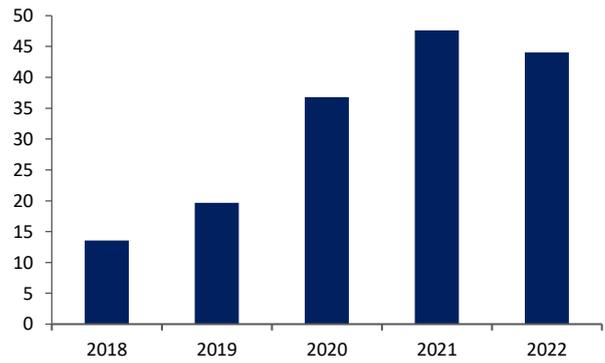
公司推动“品牌化”经营模式改革以来，逐步对第三方平台店铺数量进行合理精简，调整产品结构，在订单量有所下降的情况下凭借产品单价的提升保持销售金额的快速增长，2022 年末公司在 Amazon 平台的店铺数量为 508 家，较 2019 年年底下降 386 家，但营业收入达到 44.02 亿元，较 2019 年增加 124%。

图 30：公司在 Amazon 平台店铺数量

图 31：公司在 Amazon 平台收入（单位：亿元）



资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心



资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

## 研发设计：坚持以技术驱动，不断投入创新研发

公司专注于建立全面技术驱动的业务模式，组建电商运营技术中心和智能制造技术中心，对主营业务进行针对性的系统研发与支持。公司现有核心技术涵盖产品研发方面的流行趋势分析系统和图片识别系统，生产采购方面的智慧采购系统和运单共享仓储系统，仓储物流方面的物流轨迹跟踪系统和智能运费推荐系统，市场营销推广方面的销售预测、智能调价和 CPC 广告自动投放系统等。此外，公司还开发出集成内部各业务管理模块的 ERP 软件系统，实现产品研发、生产及采购、仓储物流、市场营销与推广等各环节的数字化运营。

表 2：公司打造全产业链核心技术系统

项目	核心技术名称	核心技术描述	技术来源
产品研发	流行趋势分析系统	此技术系统旨在为公司服装品牌搭建一套时尚元素流行趋势分析系统，通过获取 Google 公开数据并结合自身大量的销售数据，实现流行趋势分析，指导产品开发、设计，塑造公司品牌。	自主研发
	图片识别系统	此技术系统旨在基于深度学习算法实现以图搜图功能。操作人员通过拍照上传照片即可快速搜索相关产品并获取同类产品标签的相关参数，从而辅助产品生命周期预测、产品市场潜力分析等方面工作。	自主研发
生产及采购	智慧ERP之智慧采购	基于包括回归预测模型、多元统计模型、神经网络模型、时间序列模型等在内的一系列模型库，公司通过历史销售数据、Google Trends 数据以及供应链全链路数据，结合季节、节假日、供应商到货周期、物流商送货周期等在客观因素，对供应链的供需数据进行模拟和调整，并最终指导供应链采购行为。	自主研发
	运单共享仓储系统	此系统旨在利用蚁群算法自动生成配货波次以指导货品出库、入库工作，提高仓库上架及拣自主研发货效率。	自主研发
仓储物流	物流轨迹跟踪系统	此系统技术旨在解决供应商发货后物流信息的透明化、数字化问题。通过对接物流承运商的物流信息，抓取尾程、头程物流轨迹，形成基础分析数据、汇总数据及相应趋势图。	自主研发
	智能运费推荐	此技术旨在解决自发物流最优问题，通过对接各物流商的运费时效体系，结合用户送货区域及店铺产品运营策略进行运费或时效最优计算，最终达到以最优运费或最优时效送达客户的目的。	自主研发
市场营销与推广	销售预测	该技术运用机器学习算法分析公司历史销售数据，预测正在销售或即将上市产品在未来不同区域仓库的销售情况，并用以指导运营或者供应链行为。	自主研发
	智能调价	该技术旨在实现数字化智能调价，通过算法决策每一个产品在其生命周期的不同价格，以实自主研发现该产品利润最大化。	自主研发
	CPC 广告自动投放系统	该系统通过结合产品供应链数据以及产品在平台上的实时销售数据反馈自动调整 CPC 广告策略，并不断优化广告策略，从而达到投资回报最大化的目的。	自主研发
智能制造	麒麟ERP之生产计划系统	该系统旨在实现服装厂生产计划、执行及结果分析。该系统按照排产规则库中的规则和车间产能情况来智能分配生产小组，以实现在指定时间交付订单及最大化利用车间产能。	自主研发
	麒麟ERP之生产管理系统	该系统旨在通过科学的车间调度，使得在生产过程中的每个工序无缝衔接、每个工人的等待时间最小化，从而最大化车间效率。此外，该系统还可通过信息采集设备和电子屏幕向车间传达生产指令、收集车间生产进度，实现最优车间调度方案的落地。	自主研发
运营管理	Powerinsight 数据分析系统	该系统整合了公司产品、销售、库存、采购等全链路数据，并运用分布式大数据计算引擎为公司运营分析及决策提供准确、及时、完备、易用的数据支撑。	自主研发

资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

新品研发方面，公司以市场为导向，通过全产业链数字化分析，更加精准、快速地满足全球消费者需求。公司通过各大销售平台、发布会、新媒体、时尚杂志等渠道调研市场流行趋势，借助 Google Trends Finder 等工具分析不同国家热词搜索量及变化趋势，分析并预测消费者偏好数据。公司服装品类以自主设计为主，建立持续迭代的服装流行元素库，提

供选品及设计的数据指导，非服装品类主要由供应商设计，根据市场调研确定需要开发的产品，并据此指导供应商进行产品设计。

服装版型方面，公司多年持续积累海外消费者人体尺码、面料弹性等参数及客户反馈数据，搭建超过 1.6 万款款式的版型数据库，为设计人员提供廓形、面料弹力、服装版型、人体尺寸、颜色标准等参考，提升版型设计效率、消费者满意度。因此基于自研的流行趋势分析系统、智能选品系统、服装选款系统等，公司快速掌握时尚热点并及时落地，服饰配饰类产品研发效率业内领先，2022 年公司开发新品数量超 3364 件，其中爆品率为 1.90%。

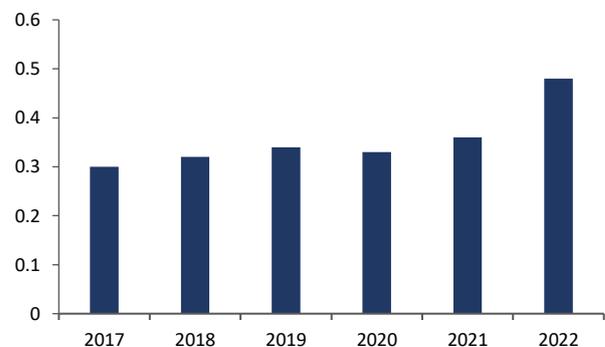
公司作为技术驱动的出口跨境电商平台，设立电商运营技术中心，包含 ERP 研发部、大数据部、自动化运营研发部、仓储物流研发部等，并针对服装供应链的数字化改造设立智能制造技术中心。近年来公司持续引入企业信息化、跨境物流、跨境零售等领域的技术专家和团队，截至 2022 年末，公司研发人员共计 165 人，占公司总人数的 8.91%，公司拥有专利数量为 205 项、主要软件著作权 127 项，在 IT 技术、服装产品、3C 类产品等领域拥有丰富的技术储备。

图 32: 公司主要研发部门设置情况

部门	主要职能	
电商运营技术中心	ERP 研发部	主要负责订单、采购、库存、财务相关系统的开发
	大数据部	主要负责为各业务系统提供多样化、个性化、智能化算法
	自动化运营研发部	主要负责销售自动化运营工具的研究
	仓储物流研发部	主要负责仓库流程、调拨流程、物流的智能化研究
	项目支持部	主要负责开发满足业务扩张需求的项目
	研究院	主要负责新技术、新架构的研究
智能制造技术中心	主要负责 IT 网络运维的智能化、自动化、安全化管理	
	主要负责服装柔性供应链系统相关项目开发，研究范围涵盖了服装企业的工作流管理、款式开发、成本控制、物料管理、MES、财务成本核算等模块	

资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

图 33: 近年来公司研发费用增长情况 (单位: 亿元)

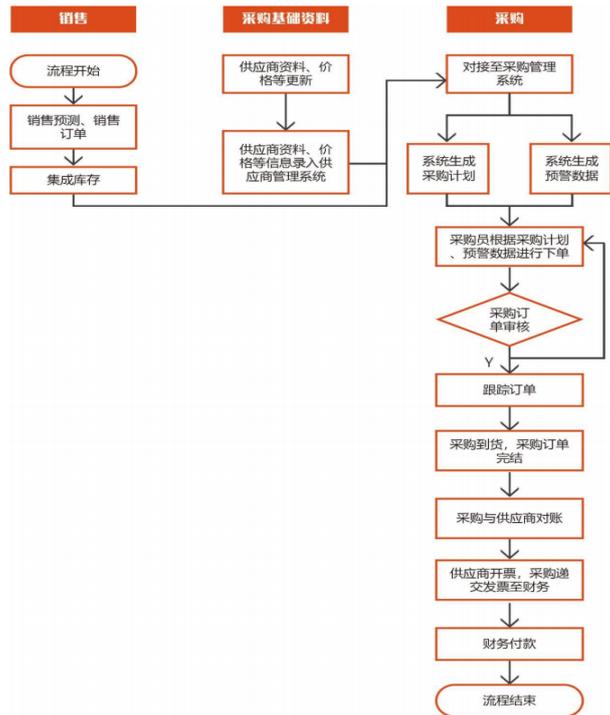


资料来源：Wind，信达证券研发中心

### 采购调拨：采购系统规范统一，有效提升库存管理精细化程度

公司建立供应链管理中心，专门负责采购下单与回货跟踪、采购品类发展与开发、供应链资源整合优化等工作，同时设立华成云商、晒布信息、苏州赛鼎供应链等四家子公司负责不同模式下的采购、出口等业务。

公司自研的采购系统拥有货品资料查询、供应商管理、预警管理、供需管理、采购订单管理等六大模块，能够通过对产品销量、Google Trends 等数据进行分析来预测产品未来一段时间内的销量，实现销量预测后，系统会根据采购在途、供应商生产周期等数据进行模拟计算，帮助采购人员制定具体的采购计划和调拨计划，降低缺货和呆滞库存问题出现的可能性，实现供应链全流程的系统化管理和精细化管控。

**图 34: 公司产品采购流程图**


资料来源: 公司招股说明书, 信达证券研发中心

### 仓储物流: 技术赋能, 提升仓储物流效率

仓储方面, 公司以自建仓储物流系统为基础, 依托欧洲、北美海外仓及国内仓, 建立全球仓储物流体系。公司基于仓储动态仓位、自动化分拣、波次配货智能规划等自研技术赋能仓储管理系统, 通过及时采集上传库存数据、全自动化的智能导向和过程的精准管理, 优化仓储各个环节效率, 2022 年公司整体入库上架时效已优化至 16.5 小时, 较 2021 年减少 4.2 小时, 2021 年公司整体出库时效优化至 7.3 小时, 较 2020 年减少 6.9 小时。

物流方面, 公司通过 API 接口对接外部物流供应商, 获取及时有效的物流信息, 并依托智能运费比价等自研技术赋能物流系统, 通过物流系统的运输方式管理、运费管理、偏远地区与分区管理等模块实现对运输方式和物流费用的有效管控。公司主要通过 Amazon FBA、国际物流+海外第三方、直邮三种方式配送, 建立完善的物流体系, 优化消费者购物体验。

**表 3: 公司仓储物流模式介绍**

仓储物流模式	说明
Amazon FBA 配送	(1) 配送环节: 公司将产品运抵至 Amazon 位于北美、欧洲等地的 FBA 仓库后, 由 Amazon 为公司提供产品储存、派发、终端配送、用户退换货等一体化、闭环式仓储物流服务。(2) 仓储环节: 由 Amazon 统一运营管理, Amazon 仓库可为第三方卖家提供仓储、配送、退换货等增值服务。
国际物流+海外第三方配送	(1) 配送环节: 在头程阶段, 公司通过国际物流公司将商品发至公司自营的海外仓。在为终端消费者发货时, 公司选择当地的物流公司进行终端配送。(2) 仓储环节: 主要由公司在海外自行租用仓库。其中, 美国仓库由公司进行仓库管理, 捷克仓库由第三方进行仓库管理。上述仓库主要职能包括货物在海外的仓储、中转及货物配送等。目前公司在美国、捷克租用了 8 个仓库, 主要用于存储大件、高价值商品。
直邮	(1) 配送环节: 订单生成之后, 公司国内仓以邮政包裹等方式出境, 直达终端消费者。(2) 仓储环节: 主要由公司在国内拥有的自有仓库管理, 该仓库主要承担质检、存储、集拼、转运至海外等功能。

资料来源: 公司招股说明书, 信达证券研发中心

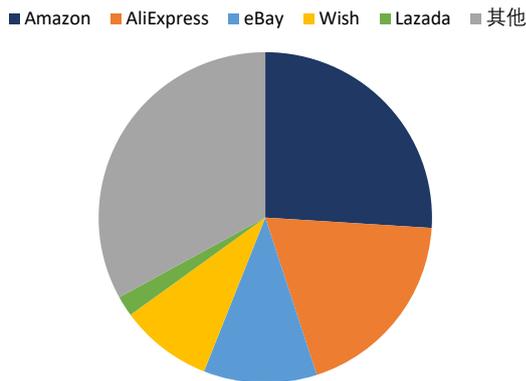
### 销售渠道: 以亚马逊平台为主, 拓展线下等新渠道

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com>19

公司采用 B2C 模式开展跨境电商业务，将具有竞争力的中国商品销售至海外，主要借助 Amazon、Wish、eBay、Walmart 等第三方电商平台及自营网站从事跨境销售。

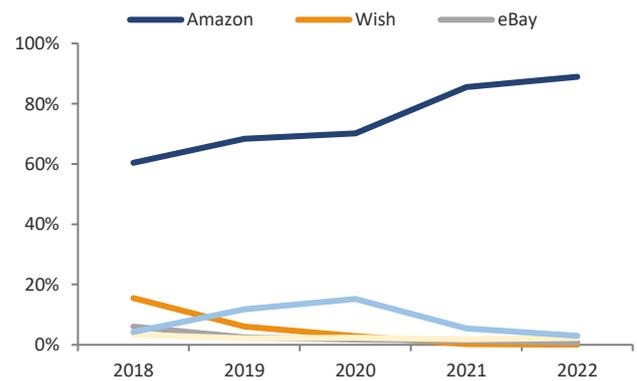
Amazon 是全球最大的电商平台之一，Euromonitor 数据显示，近十年来 Amazon 平台在北美地区市占率稳居第一，是众多中国跨境电商企业的重要销售渠道。因此公司将 Amazon 平台作为目前最主要的销售渠道，2019/2020/2021/2022 年在 Amazon 平台销售收入分别为 19.67/36.82/47.59/43.56 亿元，占收入比重为 68.33%/70.12%/85.55%/88.93%，保持增长趋势。基于“品牌化”战略和 Amazon 平台助力跨境电商企业“品牌化”转型的多项举措，公司自有品牌知名度和市占率有望提升，在 Amazon 平台收入有望进一步增长。

图 35: 2020 年全球消费者跨境购物的首选跨境电商平台



资料来源: 公司招股说明书, 信达证券研发中心

图 36: 公司分平台业务收入占总收入比重



资料来源: 公司招股说明书, 信达证券研发中心

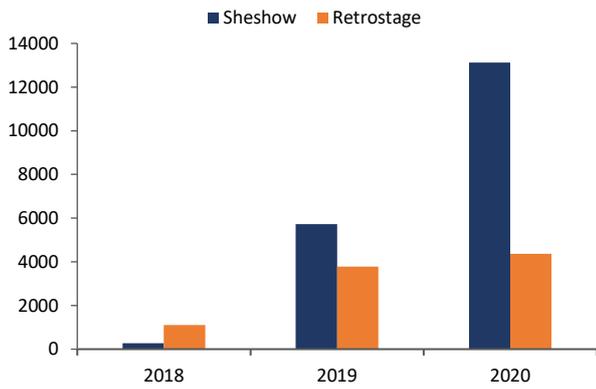
第三方电商平台早期是大多数跨境电商企业的首选，但随着电商行业规模日渐扩大，平台站内的流量费用逐渐提升，且品牌推广营销举措和消费者互动举措往往受到平台规则限制，缺乏自主性和灵活性，不利于品牌营销。公司采用“多品类，多渠道”的经营策略，拓宽传统第三方电商平台销售渠道的同时拓展品牌独立站和线下渠道，由纯线上模式向全渠道模式转变。

从品牌独立站来看，公司通过独立站获取用户信息并反哺到产品设计和运营管理环节中，不仅能够帮助优化产品，还能提升消费者购物体验，推动营业收入增长。同时，独立站便于进行持续的用户沟通并获得直接反馈，有助于品牌培养用户粘性，提升复购率。目前，公司已经建立 SHESHOW、Retro Stage 等多个垂直品类自营网站。2021 年以来，公司自营网站销售额较 2020 年出现了较大程度的下降，主要原因为公司转为海外仓发货的模式，削弱自营网站及时捕捉市场需求及迅速响应的优势，新品测试及非品牌类商品销售收入减少，导致自营网站整体销售规模下降。

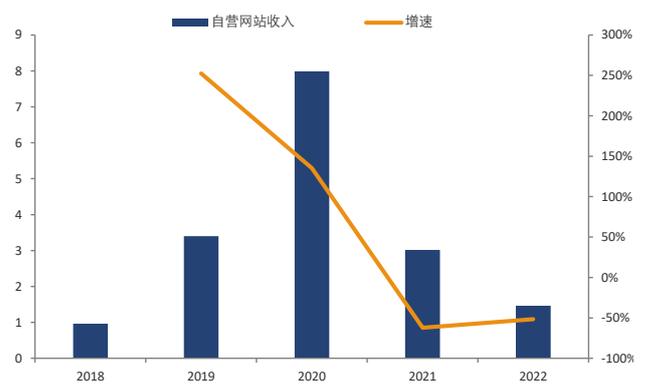
从线下渠道来看，海外百货家居等品类零售市场仍然以线下零售渠道为主，同时线下实体店能够提供更优质的产品展示和购物体验，提升用户消费体验和满意度，因此，线下渠道布局能够为公司带来新增流量，挖掘更大潜力的消费群体。基于“品牌化”战略，公司制定品牌建设与渠道推广项目，其中线下体验店渠道费用投入为 492.92 万元，线下活动赞助费用投入为 221.81 万元，计划通过线下门店引流、与线下零售商合作、开设线下门店等多种方式积极布局线下销售渠道，增强品牌知名度和美誉度，提升服务体验，推动收入规模进一步增长。

图 37: 公司分自营网站收入 (单位: 万元)

图 38: 公司自营网站收入及增速 (单位: 亿元)



资料来源: 公司招股说明书, 信达证券研发中心



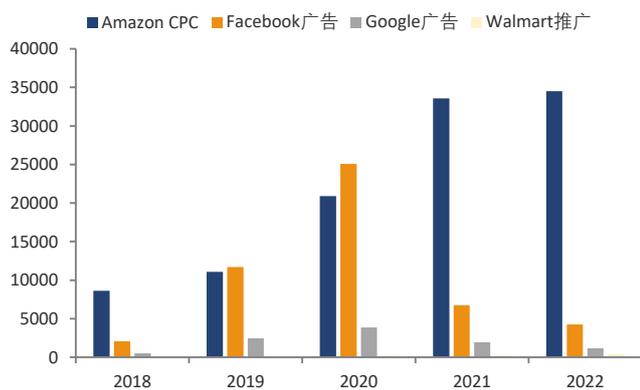
资料来源: 公司招股说明书, 信达证券研发中心

## 全域营销: 多营销渠道投资, 持续提升品牌知名度

基于“品牌化”战略, 公司采用精细化运营和全域营销策略, 在品牌市场营销和推广方面持续投入, 吸引新顾客并巩固老客户, 不断提升公司营业规模和市场占有率。站内营销方面, 公司直接在 Amazon 平台等第三方电商平台投放基于搜索关键词的 CPC 类广告, 并使用公司自研的 CPC 广告自动投放系统, 通过广告投放预算、广告类型、广告效果监测等制定和调整投放策略, 此外, 公司还会结合品牌自身风格特点, 通过平台特有的推广方式提升推广质量, 例如通过 Amazon 平台的品牌备案计划获得 A+ 页面、品牌专门旗舰店、Sponsored Brands 广告等特殊的品牌建设推广方式; 站外营销方面, 公司采用 Facebook、Google 等搜索引擎和社交软件渠道投放广告, 并由营销部门根据产品风格特点定位广告受众的年龄、性别、爱好等, 有效提升受众的接受度和转化率, 实现精准营销, 此外, 公司还采用网络达人推广等方式进行对特定领域或社群的品牌宣传和推广。

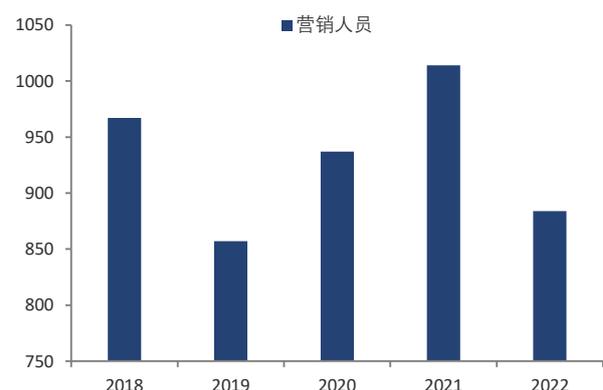
营销推广是品牌扩大知名度、提升市占率的重要手段, 也是公司推动“品牌化”战略进程的关键环节, 近年来公司营销投入不断增长, 2022 年业务推广费达到 4.23 亿元, 较 2019 年增加 39.67%。截至 2022 年末公司亚马逊销售中心、综合销售平台、自营网站营销中心共拥有 884 名营销人员, 较 2019 年末增长 27 人。

图 39: 公司主要推广方式费用 (单位: 万元)



资料来源: 公司招股说明书, 信达证券研发中心

图 40: 公司营销人员数量



资料来源: 公司招股说明书, 信达证券研发中心

## 竞争优势: 供应能力优质高效, 满足消费者多样化需求

快速反应优势: 完善的信息流闭环架构和敏捷型组织架构

### 1) 贯穿产品开发设计、供应链、品牌孵化和运营的信息流闭环架构。

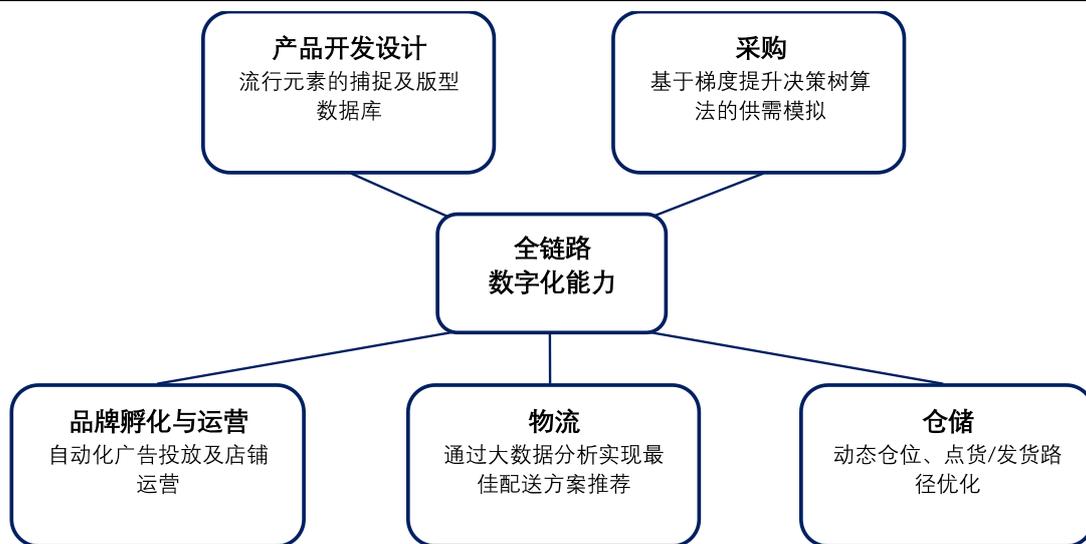
供应链响应速度的快慢是跨境电商服装卖家能否赢得市场竞争的关键。自成立以来，公司始终关注底层 IT 平台的搭建和大数据能力的应用，以全链路数字化能力和信息化系统为基础，致力于打通服装全业务链条数据，实现全面技术驱动的业务模式。目前公司已经建立起贯穿产品研发、供应链、品牌孵化及运营的信息流闭环架构，实现跨境零售全链路数字化能力。

产品开发设计方面，公司通过对发布会、时尚杂志等渠道进行分析调研来预测不同品类和地区的流行趋势，打磨自研服装流行趋势系统从而实现对全球潮流趋势和消费者偏好的精准分析，同时搭建版型数据库，通过廓形库、面料弹力等多维度信息数据有效提升版型设计效率、产品质量和消费者满意度。

供应链方面，公司采购系统根据产品标签、产品销量等数据对产品未来销量进行预测，并结合仓库可用库存、采购在途、供应商生产周期等数据得到模拟计算结果，对采购行为进行指导，同时，公司自主研发的 WMS 仓储系统拥有内部仓储动态仓位、自动化分拣、波次配货等技术，有望实现仓储效率最优化。

品牌孵化和运营方面，公司销售工具可根据日均量、综合毛利率等信息自动选择有潜力的产品，结合不同店铺的广告策略，实现站内 CPC 广告的自动投放和后续的优化调整，公司销售工具还拥有自动更新库存、自动调价等功能，可根据公司库存、均量、产品状态等数据实现在线库存自动更新和多周期的自动调价，使产品价格保持竞争力。

图 41: 全链路数字化能力



资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

### 2) “小前端+大中台”和“阿米巴”的敏捷型组织架构

公司实行“品牌化”战略以来，逐步构建起涵盖服饰配饰、家居百货等品类的多品牌矩阵，在维持各品牌差异化定位的前提下，为实现人均效益、市场响应速度等方面的多维提升，满足多品类业务模式需求，公司布局“小前端+大中台”的组织架构。在前端，公司整合产品设计、销售运营等创意相关部门，设置多个具有灵活性和创新性的“小前端”；在中台，公司通过整合共享资源搭建涵盖供应链管理、物流、仓储、财务、人力资源、IT 部门的

“大中台”，赋能前端的决策力和执行力。同时，公司结合自身业务特点，在组织架构中引入“阿米巴经营模式”，通过全员参与提升组织效能。

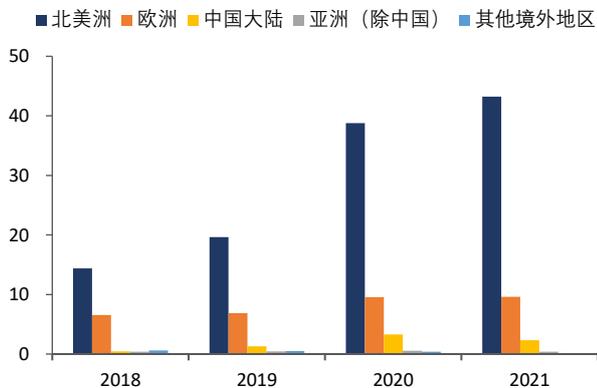
## 多品类延伸优势：跨平台的全球化销售能力，依托品牌矩阵实现多品类延伸

### 1) 跨平台的全球化销售能力

受新冠疫情影响，全球消费行为都在由线下向线上转变，除美国、欧洲、日本等电商发展较为快速的市场，澳大利亚、新加坡等新兴市场同样拥有较大的发展空间。由于不同国家、不同地区的消费者存在消费能力和消费习惯的差别，公司基于多年来对不同销售区域用户的数据沉淀、跨境经营经验以及大数据趋势分析系统，以消费者为出发点，在产品开发、供应链、营销推广等环节采用差异化策略，实现对不同地区用户需求的精准匹配。同时公司基于自身多年的跨境销售经验，针对不同国家、地区的贸易和产品法规制定相应的销售、用工制度，保证经营合规合法。目前，公司线上营销网络已经覆盖美国、德国、英国等国家及地区，实现全球化销售。

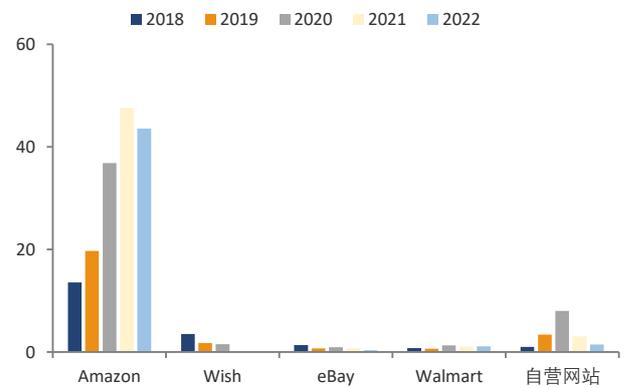
不同海外第三方电子商务平台在账号维护、用户互动回评、退换货政策、监管政策等运营规则上也存在较大差异，公司经过早期大量人力物力的投入和多平台运营管理经历，积累丰富的运营经验并且通过信息化手段将运营经验沉淀为系统流程。目前，公司线上营销网络成功覆盖 Amazon、Wish、Walmart 等第三方电商平台和 SHESHOW、Retro Stage 等多个垂直品类自营网站。

图 42: 公司分地区营业收入(单位: 亿元)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

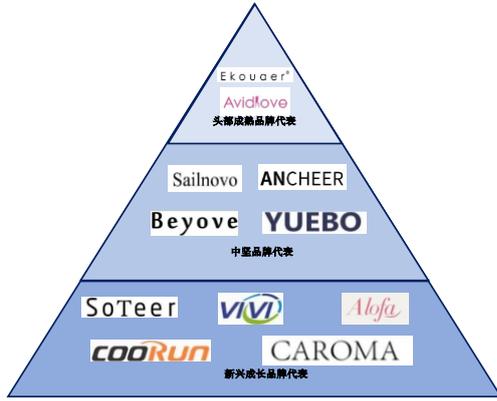
图 43: 公司分平台营业收入(单位: 亿元)



资料来源: 公司招股说明书, 信达证券研发中心

### 2) 多品类延伸能力

公司的多品类延伸能力主要体现在多层次品牌覆盖能力和品牌跨品类拓展能力两方面。多层次品牌覆盖能力方面，公司基于全链路数字化能力和信息化系统建设洞察消费者的差异化需求，通过精细化推广运营和全域营销策略组合开发和巩固客户，目前公司已经形成涵盖服饰配饰、百货家居、运动娱乐等多领域、不同层次的品牌矩阵，实现多个品牌对消费者交叉覆盖，以头部品牌成熟的孵化和管理经验带动中坚品牌和新兴品牌逐渐释放动能，巩固在细分市场中的地位，获取更高的市场份额；品牌跨品类拓展能力方面，公司围绕品牌市场、风格定位，基于品牌中坚产品号召力，以产品核心属性为基点拓展研发新产品，构建热销产品矩阵，实现品牌收入结构多元化和收入规模的持续增长。

**图 44: 公司多层次品牌矩阵**


资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

**图 45: 公司运动品类头部品牌产品矩阵**


资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

## 供应管理优势：优质的供应、物流布局，满足消费者和生产商的多样化需求

### 1) 优质的供应商生态

为了能够持续、快速地向市场推出不同品类的高品质、个性化商品，公司搭建多层次、动态的供应商管理体系，并基于全链路数字化能力打造供应商共生共荣的良性生态。

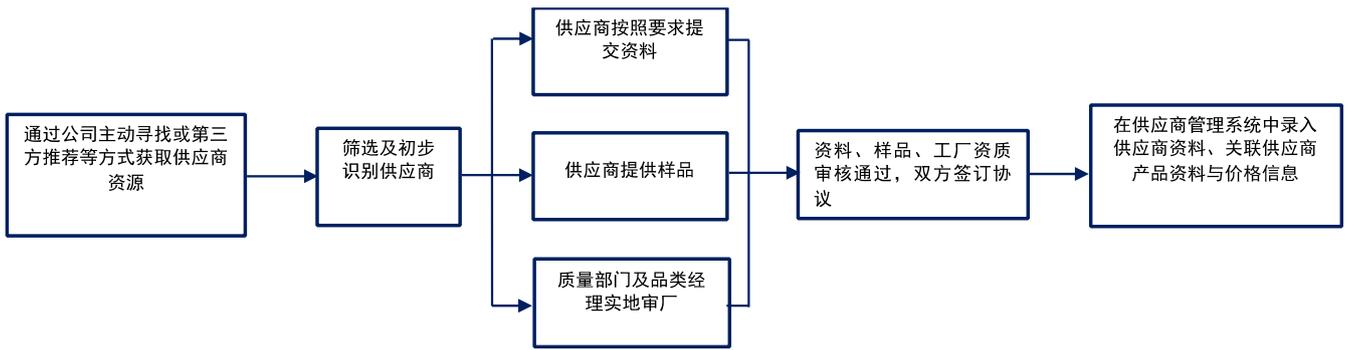
供应商管理体系方面，公司会根据《审核评价表》，从研发、采购、制造等方面对供应商进行评分并将供应商分为 6 个等级，并且每季度会根据《供应商绩效考核标准》，从产品质量、交付时间等方面对供应商进行持续评分，不断调整更新供应商等级，在实际下单中，公司会优先向等级更高的供应商企业下单。此外公司各销售中心都建立专门的质量部门负责对供应商质量体系进行考核，并设有供应链管理中心负责维护和保管供应商档案，保证优质供应。

公司通过机器学习算法，对物流时效、供应商交期等数据进行供需模拟计算，用于指导公司采购和供应商备货，提高公司库存管理和快速供货能力的同时，有效帮助供应商缓解库存压力，实现公司和供应商间的双赢。

### 2) 仓储、物流体系全球布局

公司基于自建仓储物流系统，依托欧洲、北美海外仓和国内仓，建立完善的仓储物流体系，对接全球物流合作商。2022 年，公司国内仓日最大订单处理能力已经超过 12 万单，欧洲仓、美东仓、美西仓日最大订单处理能力分别超过 9500 单、19000 单、20500 单，2020 年至 2022 年公司日均发货订单处理量近 7 万单。

基于完善的跨境仓储物流体系，公司还开展第三方物流服务，2022 年公司物流服务收入达到 1.44 亿元。

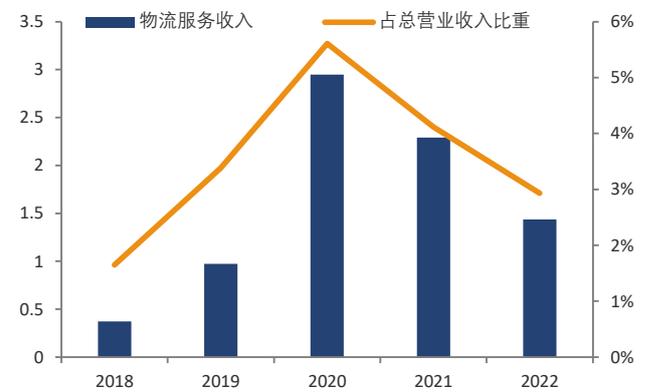
**图 46: 供应商选择流程**


资料来源: 公司招股说明书, 信达证券研发中心

**图 47: 仓储物流模式**

仓储物流模式	说明
Amazon FBA 配送	(1) 配送环节: 公司将产品运抵至 Amazon 位于北美、欧洲等地的 FBA 仓库后, 由 Amazon 为公司提供产品储存、派发、终端配送、用户退换货等一体化、闭环式仓储物流服务。 (2) 仓储环节: 由 Amazon 统一运营管理, Amazon 仓库可为第三方卖家提供仓储、配送、退换货等增值服务。
国际物流+海外第三方配送	(1) 配送环节: 在头程阶段, 公司通过国际物流公司将商品发至公司自营的海外仓。在为终端消费者发货时, 公司选择当地的物流公司进行终端配送。 (2) 仓储环节: 主要由公司在海外自行租用仓库。其中, 美国仓库由公司进行仓库管理, 捷克仓库由第三方进行仓库管理。上述仓库主要职能包括货物在海外的仓储、中转及货物配送等。目前公司在美国、捷克租用了 10 个仓库, 主要用于存储大件、高价值商品。
直邮	(1) 配送环节: 订单生成之后, 公司国内仓以邮政包裹等方式出境, 直达终端消费者。 (2) 仓储环节: 主要由公司在国内拥有的自有仓库管理, 该仓库主要承担质检、存储、集拼、转运至海外等功能。

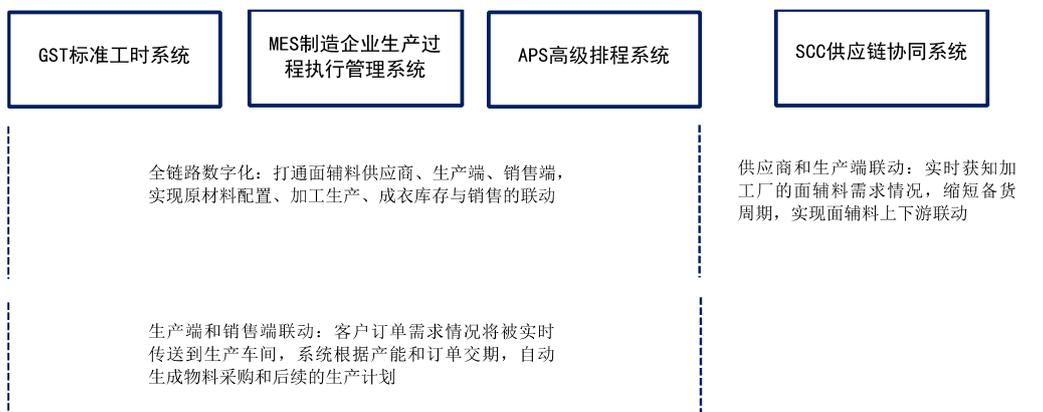
资料来源: 公司招股说明书, 信达证券研发中心

**图 48: 公司物流服务收入及占比 (单位: 亿元)**


资料来源: 公司招股说明书, 信达证券研发中心

### 3) 服装柔性供应链

为了满足服装行业快时尚趋势下“小批量、多品种、高品质”的生产要求, 公司基于多年服装行业经营管理经验开发出基于遗传算法的服装柔性供应链系统, 通过打通各业务环节的信息流, 做到供应端、生产端、销售端协同联动, 实现供应链数字化和高效、灵活的生产自动排程, 更好地提升生产效率、缩短生产周期。目前这一系统已应用在公司内部服装试验工厂, 并开放给 80 余家第三方外协加工厂, 2022 年平均生产周期达到 5-10 天。

**图 49: 柔性供应链系统**


资料来源: 公司招股说明书, 信达证券研发中心

## 盈利预测、估值

### 盈利预测及假设

我们预计：

1) 服饰类，公司以亚马逊平台为主要销售平台，深耕已经建立头部地位的垂直品类，借助较强的数字化能力和柔性供应链，为消费者提供优质产品，巩固优势类目头部优势。同时公司基于柔性供应链、优质产品品质，以及优势类目运营经验，持续拓展新赛道市场份额。我们预计 2023-25 年服饰类产品销售收入同增 43.76%/37.82%/37.19% 至 47.46/65.41/89.74 亿元。

非服饰类方面，2020 年公司非服饰产品大量备货，同时销量下滑而发生盈余，产品销量或价格承压，2023 年公司非服饰产品库存基本消化完毕，收入增速有望持平，2024-25 公司将借鉴服装品类运营、管理经验，加强非服饰品类的销售提振，带动销售收入恢复稳健。我们预计 2023-25 年非服饰类产品销售收入同增-0.67%/9.02%/9.32% 至 15.86/17.29/18.91 亿元。

综上我们预计 2023-25 年收入为 63.42/82.81/108.74 亿元，同增 29.2%/30.6%/31.3%。

2) 毛利率方面，公司持续优化产品结构，高毛利率平台收入占比有望持续提升，带动毛利率稳步提高，我们预计 2023-25 年公司毛利率为 67.4%/68.7%/69.7%。

表 4: 公司分业务收入、毛利率拆分

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
服饰类 (百万元)	3192.98	3301.48	4746.24	6541.25	8973.97
YOY	29.04%	3.40%	43.76%	37.82%	37.19%
毛利率	71.68%	74.30%	73.94%	74.01%	74.00%
非服饰类 (百万元)	2369.50	1596.91	1586.23	1729.35	1890.52
YOY	-14.67%	-32.61%	-0.67%	9.02%	9.32%
毛利率	50.78%	47.82%	48.10%	48.88%	49.23%

资料来源: wind, 信达证券研发中心

2) 费用率方面，公司作为跨境电商龙头企业，积极加强营销推广，带动收入持续扩张，规模效应有望逐步显现，我们预计 2023-2025 年期间费用率保持平稳，整体盈利能力稳健增长。

综上我们预计 2023-25 年收入为 63.42/82.81/108.74 亿元，同增 29.2%/30.6%/31.3%，归母净利为 4.47/6.14/8.55 亿元，同增 141.3%/37.4%/39.3%。

表 5: 公司业绩与盈利预测 (百万元, EPS 单位为元/股)

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
总收入	5,565	4,909	6,342	8,281	10,874
增速	5.9%	-11.8%	29.2%	30.6%	31.3%
归母净利	348	185	447	614	855

增速	-22.9%	-46.8%	141.3%	37.4%	39.3%
毛利率	62.8%	65.6%	67.4%	68.7%	69.7%
EPS	0.87	0.46	1.12	1.53	2.14

资料来源: wind, 信达证券研发中心

**相对估值:** 公司为基于第三方平台的跨境电商卖家, 可比上市公司包括华凯易佰、吉宏股份等, 我们预计公司 2023 年 EPS 为 1.12 元, 目前股价对应 37.43 倍 PE, 可比公司平均估值为 2023 年 18.79 倍 PE。

表 6: 可比公司 EPS 及估值对比

股票代码	证券简称	股价 (元)	市值 (亿元)	PE (倍)				EPS (元)			
				2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E
002803.SZ	吉宏股份	19.22	76.55	40.04	17.39	13.49	10.91	0.48	1.11	1.42	1.76
300592.SZ	华凯易佰	27.82	83.37	37.09	20.19	15.76	12.36	0.75	1.38	1.77	2.25
	行业平均			38.57	18.79	14.62	11.64				
301381.SZ	赛维时代	41.80	167.12	90.33	37.43	27.25	19.56	0.46	1.12	1.53	2.14

资料来源: Wind, 信达证券研发中心注: 股价为 2023 年 7 月 21 日收盘价, 吉宏股份 EPS 为 wind 一致预期, 其余为信达证券研发中心预测

## 投资建议

我们看好公司作为跨境电商龙头, 品牌化发展战略长期成长空间广阔, 以技术驱动业务发展, 打造坚实供应链管理优势及品类延伸能力, 业务发展优质高效。我们预计 2023-25 年收入为 63.42/82.81/108.74 亿元, 同增 29.2%/30.6%/31.3%, 归母净利为 4.47/6.14/8.55 亿元, 同增 141.3%/37.4%/39.3%。公司竞争优势明显, 短期业绩快速增长、长期发展空间较大, 建议重点关注。

## 风险因素

**Amazon 平台集中度较高的风险:** 公司在 Amazon 平台等第三方电商平台的销售占比较高, 如果平台方由于市场竞争、策略变化或当地国家政治经济环境变化而造成市场份额降低, 而公司未能及时调整销售渠道策略, 可能对销售额产生负面影响。

**存货管理的风险:** 如果未来公司产品不能持续紧跟市场需求变化, 导致存货积压、周转不畅、周转率下降, 则可能存在存货跌价的风险, 对公司业绩带来不利影响。

**汇率变动的风险:** 公司收入主要以外币结算, 未来若美元、欧元兑人民币汇率出现重大波动, 可能对公司的收入和财务费用带来不确定性的影响, 进而影响公司经营业绩。

会计年度	单位:百万元				
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	<b>1,579</b>	<b>1,733</b>	<b>3,207</b>	<b>4,114</b>	<b>4,945</b>
货币资金	400	723	1,852	2,608	3,155
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	155	266	393	485	688
预付账款	39	39	47	56	79
存货	892	605	772	810	839
其他	92	100	142	154	184
<b>非流动资产</b>	<b>664</b>	<b>628</b>	<b>572</b>	<b>486</b>	<b>363</b>
长期股权投资	3	4	4	4	4
固定资产(合计)	32	36	80	113	113
无形资产	2	1	1	2	4
其他	627	587	487	367	242
<b>资产总计</b>	<b>2,243</b>	<b>2,361</b>	<b>3,779</b>	<b>4,600</b>	<b>5,308</b>
<b>流动负债</b>	<b>475</b>	<b>435</b>	<b>625</b>	<b>759</b>	<b>582</b>
短期借款	0	18	28	58	88
应付票据	0	19	27	38	50
应付账款	232	163	239	279	362
其他	243	236	331	384	82
<b>非流动负债</b>	<b>502</b>	<b>471</b>	<b>531</b>	<b>605</b>	<b>635</b>
长期借款	0	0	0	0	0
其他	502	471	531	605	635
<b>负债合计</b>	<b>977</b>	<b>906</b>	<b>1,155</b>	<b>1,364</b>	<b>1,217</b>
少数股东权益	0	0	-1	-2	-2
归属母公司股东权益	1,266	1,455	2,624	3,238	4,093
<b>负债和股东权益</b>	<b>2,243</b>	<b>2,361</b>	<b>3,779</b>	<b>4,600</b>	<b>5,308</b>

会计年度	单位:百万元				
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	5,565	4,909	6,342	8,281	10,874
同比(%)	5.9%	-11.8%	29.2%	30.6%	31.3%
归属母公司净利润	348	185	447	614	855
同比(%)	-22.9%	-46.8%	141.3%	37.4%	39.3%
毛利率(%)	62.8%	65.6%	67.4%	68.7%	69.7%
ROE%	27.5%	12.7%	17.0%	19.0%	20.9%
EPS(摊薄)(元)	0.87	0.46	1.12	1.53	2.14
P/E	48.10	90.33	37.43	27.25	19.56
P/B	13.21	11.50	6.37	5.16	4.09
EV/EBITDA	0.27	-0.63	26.01	17.67	11.91

会计年度	单位:百万元				
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业总收入</b>	<b>5,565</b>	<b>4,909</b>	<b>6,342</b>	<b>8,281</b>	<b>10,874</b>
营业成本	2,071	1,688	2,065	2,589	3,298
营业税金及附加	5	8	11	17	22
销售费用	2,809	2,758	3,564	4,654	6,111
管理费用	144	140	178	235	304
研发费用	36	48	51	83	109
财务费用	42	-8	-13	-14	-20
减值损失合计	-70	-79	-10	-15	-25
投资净收益	4	0	0	0	0
其他	16	16	38	33	11
<b>营业利润</b>	<b>407</b>	<b>214</b>	<b>515</b>	<b>736</b>	<b>1,036</b>
营业外收支	1	-3	10	-15	-30
<b>利润总额</b>	<b>407</b>	<b>211</b>	<b>525</b>	<b>721</b>	<b>1,006</b>
所得税	60	26	79	108	151
<b>净利润</b>	<b>348</b>	<b>185</b>	<b>446</b>	<b>613</b>	<b>855</b>
少数股东损益	0	0	-1	-1	0
<b>归属母公司净利润</b>	<b>348</b>	<b>185</b>	<b>447</b>	<b>614</b>	<b>855</b>
EBITDA	539	326	594	838	1,202
EPS(当年)(元)	0.97	0.51	1.12	1.53	2.14

会计年度	单位:百万元				
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金</b>	<b>253</b>	<b>418</b>	<b>437</b>	<b>775</b>	<b>613</b>
净利润	348	185	446	613	855
折旧摊销	94	125	127	143	151
财务费用	25	-32	23	28	32
投资损失	-4	0	0	0	0
营运资金变动	-289	72	-141	-22	-491
其它	79	68	-19	13	66
<b>投资活动现金流</b>	<b>-85</b>	<b>-46</b>	<b>-77</b>	<b>-95</b>	<b>-94</b>
资本支出	-88	-36	-77	-95	-94
长期投资	0	-10	0	0	0
其他	3	-1	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-110</b>	<b>-63</b>	<b>770</b>	<b>76</b>	<b>28</b>
吸收投资	0	0	723	0	0
借款	6	18	10	30	30
支付利息或股息	0	0	-23	-28	-32
<b>现金流净增加额</b>	<b>52</b>	<b>320</b>	<b>1,129</b>	<b>756</b>	<b>547</b>

## 研究团队简介

汲肖飞，北京大学金融学硕士，五年证券研究经验，2016年9月入职光大证券研究所纺织服装团队，作为团队核心成员获得2016/17/19年新财富纺织服装行业最佳分析师第3名/第2名/第5名，并多次获得水晶球、金牛奖等最佳分析师奖项，2020年8月加入信达证券，2020年获得《财经》研究金榜行业盈利预测最准确分析师、行业最佳选股分析师等称号。

## 机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华东区销售	王爽	18217448943	wangshuang3@cindasc.com
华北区销售	赵岚琦	15690170171	zhaolanqi@cindasc.com
华北区销售	张澜夕	18810718214	zhanglanxi@cindasc.com
华北区销售	王哲毓	18735667112	wangzheyu@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙瞳	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华东区销售	王赫然	15942898375	wangheran@cindasc.com
华东区销售	粟琳	18810582709	sulin@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com
华南区销售	张佳琳	13923488778	zhangjialin@cindasc.com
华南区销售	宋王飞逸	15308134748	songwangfeiyi@cindasc.com

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~20%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5%之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。