

全链路时尚产业跨境电商，品牌化发展未来可期

- **全链条品牌运营，打造时尚生活跨境电商。**公司业务包括商品销售和物流服务业务，其中 23Q1-3 商品销售收入占总收入 97.55%，物流服务业务占比 2.45%。商品销售按照品类不同分为服饰配饰、百货家居、运动娱乐和数码汽摩，23Q1-3 服饰配饰类占比 70.39%，非服饰配饰类占比 27.16%。目前，公司孵化包括累计销售额超过 15 亿的品牌 Coofandy、Ekouaer、Avidlove、Ancheer，23H1 四大头部品牌实现收入 15.13 亿元，占总收入比例为 54.77%，同比增长 35.11%。平台方面，公司通过 Amazon、Walmart 等第三方电商平台和 Retro Stage 等垂直品类自营网站面向全球消费者，其中 23Q1-3 Amazon 收入占商品销售收入 90.3%，是公司最主要的销售渠道，自营网站收入占销售收入 3.3%。
- **跨境服装市场前景广阔，公司市占率提升大有可为。**根据 Statista 数据，从 2023 年至 2027 年，全球服装零售市场的收入预计将增长 0.2 万亿美元，达到 1.94 万亿美元规模，增幅达 11.49%。2023 年 1-3 月，美国零售电子商务销售额近 2730 亿美元，创历史新高季度收入，在美国零售总额中的份额为 15.1%，环比增加。根据 Statista 统计的 2022 年美国消费者购买服装渠道来源的份额及未来预测，通过亚马逊平台购买服装的占比预计在 2022-2032 年将有明显提升，公司 2021 年服饰配饰品类销售额占亚马逊服饰鞋履品类 GMV 大约为 1%，仍有广阔空间。
- **以全链路数字化技术底层和敏捷响应的小前端组织形态，驱动公司品牌矩阵战略的发展。**①产品设计，公司通过对海外消费者人体尺码多样性、面料弹性等参数的长期研究和客户反馈数据的持续获取，已搭建了超 1.7 万款款式的版型数据库。②营销推广方面，公司销售工具可实现站内 CPC 广告的自动投放，可根据日均量、综合毛利率、退款率、库存等信息自动选择有潜力的产品，结合不同店铺的广告策略，通过 Amazon 平台开放的 API 接口自动投放广告。同时，系统也会通过 Amazon 平台开放的 API 接口自动同步广告的效果数据，并对广告进行优化和调整。③柔性供应链：服装行业属于时尚行业，需要应对消费者个性化、快时尚的流行需求，所以供应链需同步调整节奏以满足“小批量、多品种、高品质”的生产要求。此外，跨境物流周期较长、海外消费者需求变化快等问题进一步提高了对供应链管理能力的要求。在数字经济不断发展及 AI 多场景赋能增效的大趋势下，借助跨境电商实现品牌出海蓬勃发展。
- **投资建议：**公司以全链路数字化技术打造敏捷快反的时尚产业链，孵化 63 个千万级别的自有品牌。此外，积极布局海外仓储物流环节，为跨境电商降本增效，渠道方面，通过 Shopify 平台在美国搭建了自营独立站，营收占比不断提升。我们看好公司在产品、服务、渠道各方面的精细化运营，长期来看成长具有确定性。我们预计 23-25 年公司实现归母净利润 3.80/5.13/6.56 亿元，同比增长 105.2%/35.0%/27.9%，对应 PE 为 38/28/22X，首次覆盖，给予“推荐”评级。
- **风险提示：**海外消费需求不及预期，行业竞争加剧，汇率波动风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	4,909	6,564	8,302	10,355
增长率（%）	-11.8	33.7	26.5	24.7
归属母公司股东净利润（百万元）	185	380	513	656
增长率（%）	-46.8	105.2	35.0	27.9
每股收益（元）	0.46	0.95	1.28	1.64
PE	78	38	28	22
PB	10.0	5.7	4.7	3.9

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2023 年 11 月 14 日收盘价)

推荐
首次评级
当前价格：
36.20 元

分析师 刘文正

执业证书：S0100521100009

电话：13122831967

邮箱：liuwenzheng@mszq.com

研究助理 刘彦菁

执业证书：S0100122070036

邮箱：liuyanjing@mszq.com

目录

1 公司概况：服饰+家居+运动+仓储，多业务布局打造时尚跨境电商	3
1.1 业务梳理：专注服饰配饰，家居娱乐多品类布局	3
1.2 股权&激励：股权结构稳定，员工持股计划激发团队活力	6
1.3 财务分析：盈利能力处于行业前列，收入稳定增长	9
2 行业分析：消费性价比趋势下，柔性供应链搭配快时尚服饰品牌优势凸显	12
2.1 跨境电商行业：全球零售电商行业规模持续增长，渗透率持续提升	12
2.2 服饰&家居用品行业：中端及大众服饰占比最高，中国为主要出口地	15
3 核心竞争力：全链路数字化+敏捷性组织，供给端多点发力，构筑护城河	18
3.1 组织高效：全链路数字化能力+“小前端+大中台”组织架构	18
3.2 供给端：物流、生产技术多点发力，形成高效供应链	20
3.3 销售端：智能化系统助力营销与管理，提升人效	22
4 盈利预测与投资建议	26
4.1 盈利预测	26
4.2 估值分析	27
4.3 投资建议	28
5 风险提示	29
插图目录	31
表格目录	31

1 公司概况：服饰+家居+运动+仓储，多业务布局

打造时尚跨境电商

赛维时代是一家面向时尚生活产业链的智能商业平台。公司成立于 2012 年，国家高新技术企业。在基础平台层、销售端和供应端持续深耕，已逐步打磨出集产品开发设计、品牌孵化及运营、供应链整合等于一体的平台化快速反应能力。在基础平台层，公司已具备全链路数字化能力，搭建了“小前端+大中台”的敏捷型组织架构；在销售端，公司基于跨区域、跨平台的销售网络，构建品牌矩阵支撑的多品类延伸能力；在供应端，公司依托庞大而优质的供应商生态、全球仓储物流网络布局，并通过自研的服装柔性供应链系统赋能生产，构建高效供应能力。

图1：公司发展历程



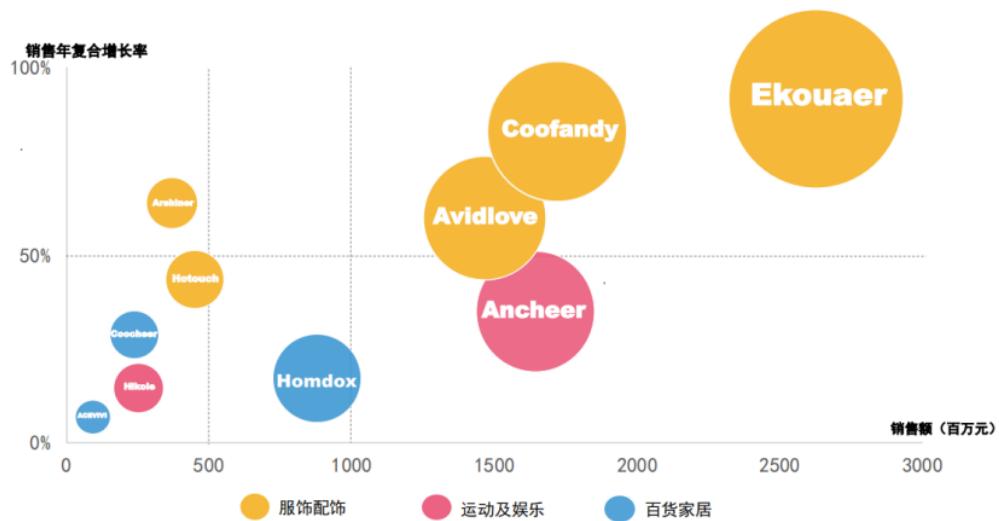
资料来源：公司官网，民生证券研究院

1.1 业务梳理：专注服饰配饰，家居娱乐多品类布局

公司主要销售服饰配饰、百货家居、运动娱乐等时尚生活类产品。公司已孵化 63 个营收过千万的自有品牌，占 2022 年公司商品销售收入的比重为 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 2022 年营业收入过亿，占商品销售收入比重为 77.38%。百货家居产品包括公司百货家居品牌包括 Homdox、Coocheer、ACEVIVI 等，主要销售高压清洗机、电动足浴盆、爆米花机、干果机、冰箱等产品。公司运动娱乐品牌包括 ANCHEER、Hikole 等，主要销售自行车、滑板车、跑步机、健身器材等产品，公司数码汽摩品牌包括 Coocheer、Sailnovo 等，主要销售 3D 打印机、汽车及摩托车配件等产品。

图2：公司服饰配饰业务部分产品

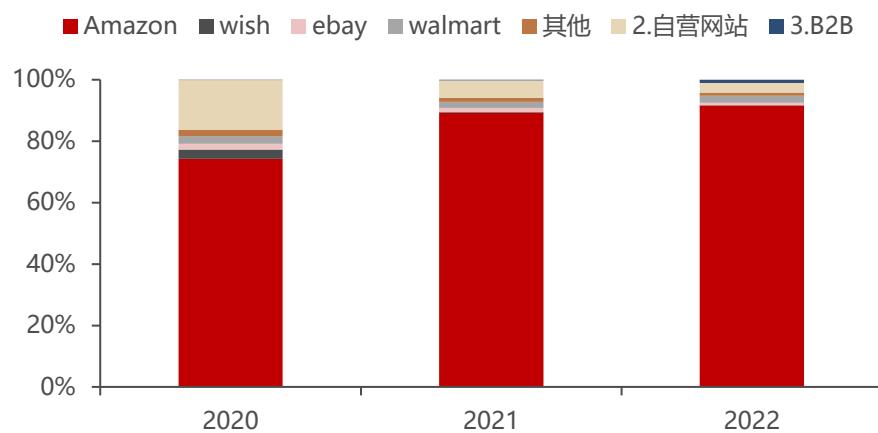

资料来源：公司招股书，民生证券研究院

图3：公司品牌销售额及同比增速分布情况（20-22年）


资料来源：公司招股书，民生证券研究院

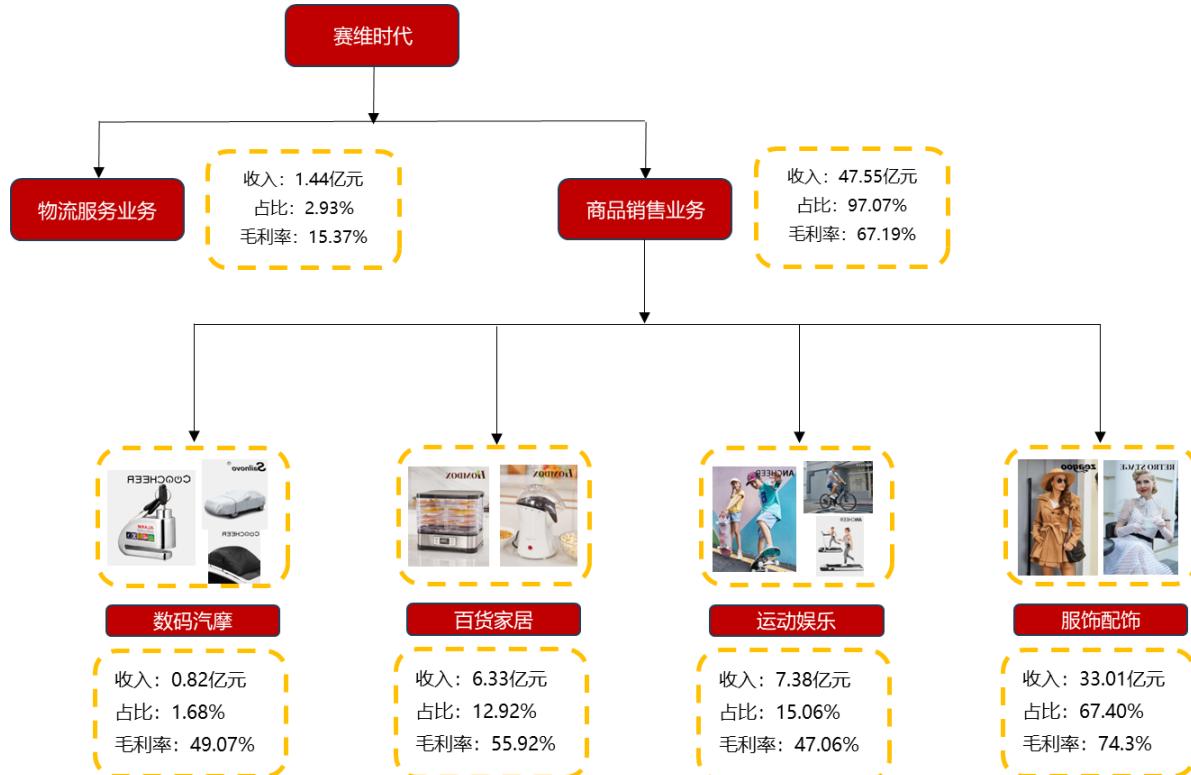
销售较大依赖于亚马逊渠道。公司销售渠道主要为 Amazon、Wish、eBay、Walmart 等第三方电商平台以及 SHESHOW、Retro Stage 等垂直品类自营网站，线上营销网络覆盖美国、德国、英国等多个国家和地区。2020-2022 年公司第三方电商平台销售收入占商品销售收入的比重分别为 83.7% /94.1%/95.9%，是公司主营业务收入的最主要来源。其中，亚马逊为第三方电商平台中最大的销售渠道，也是公司“品牌化”运营的主要平台，2020-2022 在商品销售收入中占比分别为 74.3%/89.2%/91.6%，逐年提升。

图4：公司各渠道收入占比商品销售收入的比例

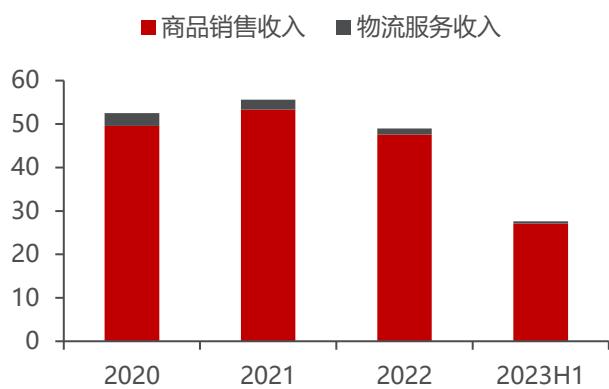


资料来源：wind，民生证券研究院

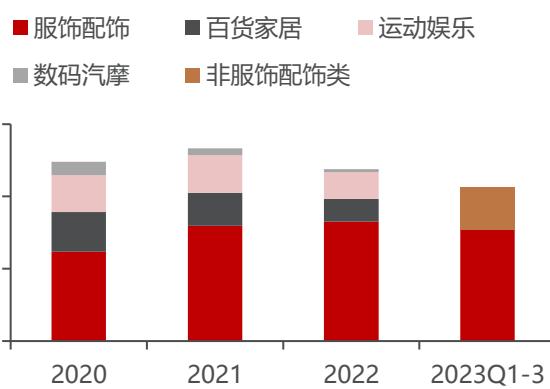
除商品销售业务外，布局物流服务业务。在供应链端，公司通过优质的供应商生态及遍布全球的仓储物流体系，结合自研的服装柔性供应链系统，实现产品的高效供应。公司物流业务开始于 2015 年，专注为跨境电商提供出口物流整体解决方案。公司提供的物流产品包括国内直邮、国际专线、FBA 转运服务、海外仓综合服务（仓储运营、末端配送、FBA 退仓、客户退货等）。国内仓方面，2022 年国内仓日最大订单处理能力已超 12 万单。海外仓方面，2022 年公司欧洲仓、美东仓、美西仓日最大订单处理能力分别超过 9500 单、19000 单及 20500 单。鉴于完善的跨境仓储物流体系，公司也将仓储物流体系开放予第三方。2020 年，物流服务收入相较 2019 年增长 203.21%，达到 2.95 亿元，2021 年和 2022 年，公司物流服务收入则分别为 2.29 亿元和 1.44 亿元。

图5：2022年赛维时代收入结构图


资料来源：wind, 民生证券研究院

图6：2020-1H23公司主要营收构成（按项目，单位：亿元）


资料来源：公司招股书，公司公告，民生证券研究院

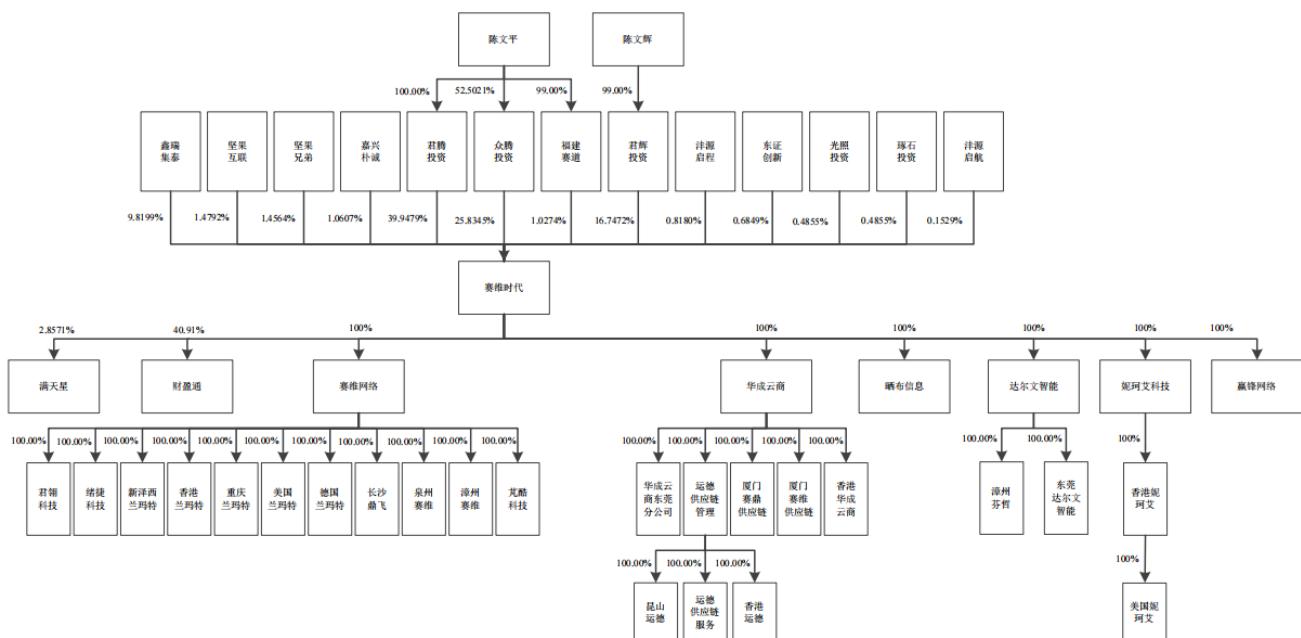
图7：20-23Q1-3公司商品销售业务营收构成（按项目，单位：亿元）


资料来源：公司招股书，公司公告，民生证券研究院

1.2 股权&激励：股权结构稳定，员工持股计划激发团队活力

实控人为创始人陈文平，公司整体股权结构集中稳定。截至 2023 年 7 月，陈文平通过厦门君腾股权投资有限公司与厦门众腾股权投资合伙企业(有限合伙)间接持有公司 52.51% 的股权，为实际控制人；公司董事陈小兰持股 2.15%，公司财务负责人林文佳持股 0.68%。公司股权结构稳定、股权集中于核心高级管理人员团队，有利于公司的持续创新与长期发展。

图8：公司股权结构（截至 2023-07）



资料来源：公司招股书，天眼查，民生证券研究院

创始人与管理团队在工程与科技领域从业经验丰富。创始人陈文平先生曾在多家公司担任工程师，工艺部经理等职位，2008 年 9 月至今，创办赛维网络并担任执行董事兼总经理一职；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；公司核心管理团队皆具备丰富的从业经验，董事兼副总经理王绪成先生曾在艾默生网络能源公司长期担任总经理职务；副总经理帅勇先生曾先后在岁宝百货、艾默生网络能源等企业担任供应链经理一职，对于供应链方面有充足的管理经验与知识储备。

表1：公司高管团队及简介

姓名	出生年份	职位	履历
陈文平	1977	董事长、总经理	中国国籍，拥有美国永久居留权，本科学历。2000 年 9 月至 2002 年 4 月，在台达电子（东莞）有限公司任工程师；2002 年 4 月至 2002 年 8 月，在深圳市方正科技有限公司任 IE 主管；2002 年 8 月至 2008 年 9 月，在艾默生网络能源有限公司历任工艺工程师、工艺技术部经理、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一职；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	1973	董事、副总经理	本科学历。2009 年 12 月至 2012 年 4 月在艾默生网络能源（绵阳）有限公司质量工艺部担任总经理；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。
帅勇	1980	副总经理	硕士学历。2006 年 2 月至 2012 年 5 月，在艾默生网络能源（中国）历任仓库经理、船务高级经理、副总监、总监；2012 年 6 月至 2014 年 7 月，在岁宝百货有限公司任供应链总监；2014 年 7 月至 2015 年 6 月，在耶鲁大学管理学院攻读全职研究生；2015 年 7 月至 2016 年 6 月，在艾默生网络能源（美国）任高级战略供应链经理；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。
林文佳	1984	财务负责人	本科学历，清华大学 EMBA 在读，注册会计师。2007 年 9 月至 2016 年 11 月，在毕马威华振会计师事务所深圳分所任高级经理；2016 年 12 月至 2018 年 4 月，任公司财务总监；2018 年 4 月至今，任公司财务负责人。
艾帆	1982	副总经理、财务总监	本科学历。2004 年 6 月至 2006 年 3 月，在中建三局第二建设工程有限责任公司安装分公司人事部任人事专员；2006 年 3 月至 2014 年 12 月，在艾默生网络能源有限公司运作支持部任副总经理；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。

资料来源：公司招股书，民生证券研究院

员工持股计划提升工作动力。19 年 12 月，2019 年第二次临时股东大会审议通过《员工股权激励方案》。参与本员工持股计划的公司董事（不含独立董事）、高级管理人员共 10 人。除赛屹科技之外，激励对象持有持股平台的激励份额的禁售期为该合伙人首次获得合伙企业份额之日起三年内，禁售期结束后，激励对象持有的激励份额一次性解除转让限制。激励实施后，南平赛合、赛屹科技通过众腾投资分别持有公司股份 151.8 和 2.3 万股，对应转让价格为 10 元/股。

表2：股权激励对象的基本情况

序号	姓名	公司内职务	持股方式	间接持股比例
1	林文佳	财务负责人	通过赛屹科技及南平赛合间接持有	0.71%
2	冯笑	自营网站销售中心总监	通过南平赛合间接持有	0.22%
3	孙华军	综合平台销售中心总监	通过南平赛合间接持有	0.22%
4	艾帆	董事会秘书	通过南平赛合间接持有	0.13%
5	帅勇	副总经理	通过南平赛合间接持有	0.13%
6	童文平	自营网站销售中心总监	通过南平赛合间接持有	0.08%
7	陈前	智能制造中心总监	通过南平赛合间接持有	0.06%
8	周聪	智能制造技术中心总监	通过南平赛合间接持有	0.05%
9	肖金华	电商运营技术中心总监	通过南平赛合间接持有	0.05%
10	欧越	电商运营技术中心副总监	通过南平赛合间接持有	0.04%
合计				1.70%

资料来源：公司招股书，民生证券研究院

1.3 财务分析：盈利能力处于行业前列，收入稳定增长

公司营业总收入持续增长，2022 年受外部因素影响同比下滑。公司在 2018-2021 年营业总收入保持正增长，由于外部原因，包括境外线上消费高峰减退、亚马逊封号潮、行业去库存、汇率变动等，导致公司 2022 年营业总收入同比下滑 11.9%，其中商品销售业务同比下滑 10.9%。23 年以来，外部不利影响逐渐消退，23Q1-3 公司实现营业收入 43.74 亿元/yoY+37.58%，归母净利润 2.33 亿元/yoY+41.71%。公司整体营收增长主要是来自于在服饰配饰品类的长期深耕，底层能力在服饰细分品类中高度复用赋能品牌孵化和发展，23Q1-3 内服饰配饰品类同比增长 39.62%；而非服饰配饰品类处于逐步消化前期不利因素及精简和聚焦细分品类的调整期，同比增长 14.91%。

图9：2018-23Q1-3 公司营业总收入情况（单位：亿元）



资料来源：wind，民生证券研究院

图10：2018-23Q1-3 公司归母净利润情况（单位：亿元）

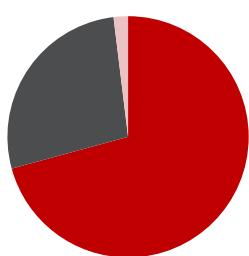


资料来源：wind，民生证券研究院

公司主要销售商品在北美地区，欧美市场是重点发展区域。截至 1H23，公司商品销售收入占主营业务收入 98.07%，其中服饰配饰品类占 70.75%。公司的主要销售区域是北美地区，2023 年上半年销售额占主营业务收入的 88.51%，其次是欧洲地区，占主营业务收入 8.83%，公司大力布局欧美区域主要是由于欧美地区整体消费力水平较高，较为适合品牌业务的发展。

图11：1H23 分品类收入占主营业务收入比例

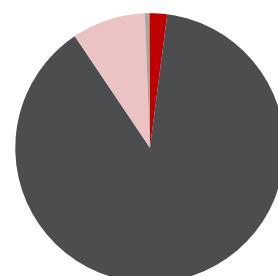
■ 服饰配饰品类 ■ 非服饰配饰品类 ■ 物流服务收入



资料来源：wind，民生证券研究院

图12：1H23 分地区收入占主营业务收入比例

■ 境内 ■ 北美地区 ■ 欧洲地区 ■ 亚洲地区 ■ 其他地区

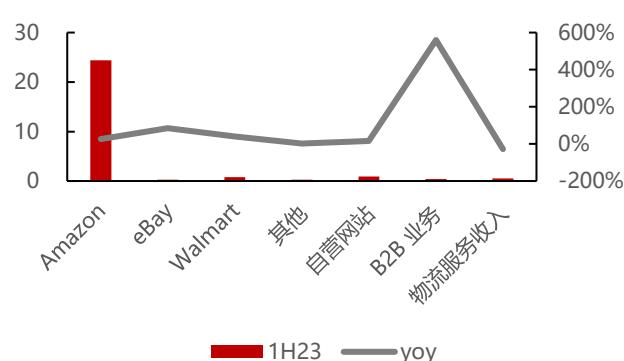


资料来源：wind，民生证券研究院

公司的主要销售渠道是 Amazon 平台，23Q1-3 占商品销售业务收入

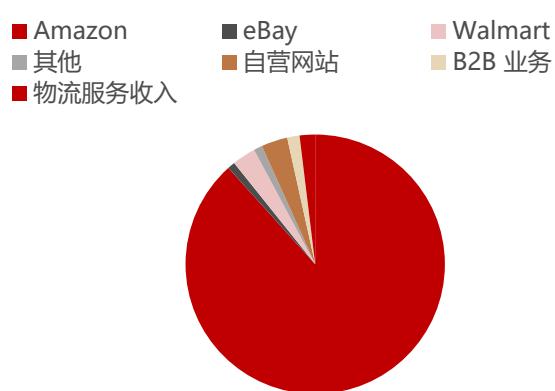
90.3%，其次是自营网站和 Walmart，分别占商品销售业务收入的 3.2%。公司历史期间有多个海外电商平台的对接经验，随着公司品牌化路径的深入，公司根据平台的特性、平台监管规则的完善性、平台流量机制特点以及与公司战略方向的匹配性等方面对合作的电商平台进行评估和调整。Amazon 平台的监管机制和流量机制更适合新品牌的孵化成长，符合公司聚焦品牌业务运营的方向。2023 上半年在亚马逊实现销售的网店数量为 430 个，新增店铺 7 个，因对部分品类进行精简调整而关闭店铺 82 个。

图13：1H23 分渠道收入（亿元）及 yoy



资料来源：wind，民生证券研究院

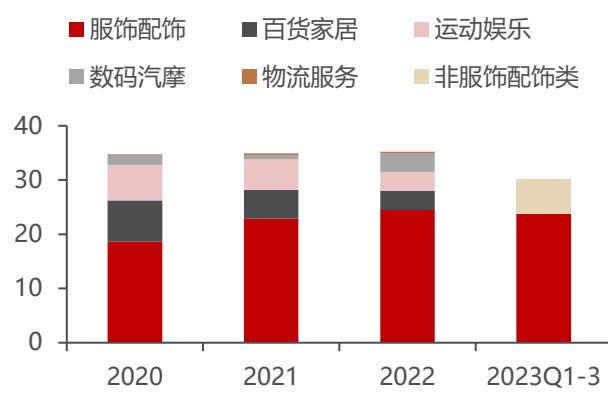
图14：1H23 分渠道占比总营业收入



资料来源：wind，民生证券研究院

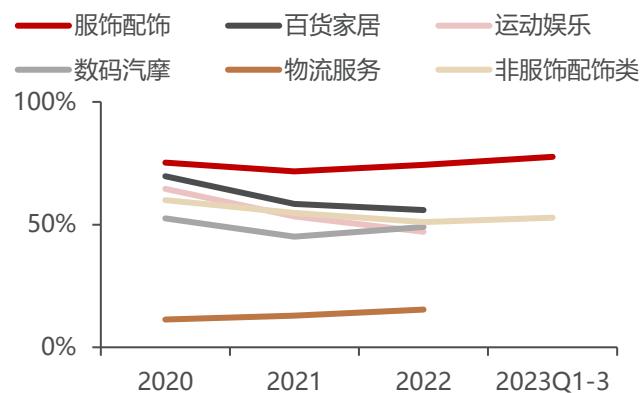
公司主营业务毛利率保持高水平，有望持续稳中有升。2020-2022 年，公司主营业务毛利率分别为 66.81%、62.77% 及 65.67%，保持在较高水平。2021 年出现下滑的原因为物流成本的上升与海外市场的波动，随着公司服装业务占比的不断提升公司毛利率在 2022 年有所回升。未来随着公司营收规模的不断扩大、运营效率和品牌溢价能力的逐步提升，公司的毛利率水平相对稳定且保持较高水平。

图15：20-23Q1-3 公司主要毛利构成（单位：亿元）



资料来源：Wind，民生证券研究院

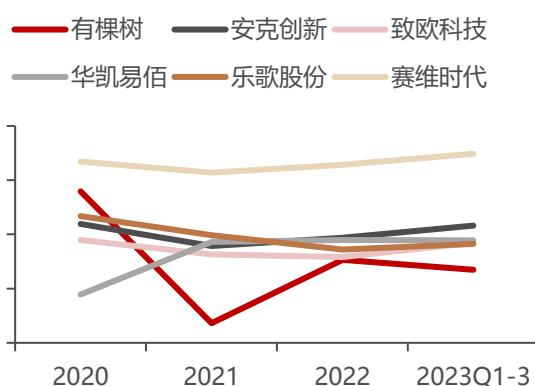
图16：2020-2022 公司各业务毛利率变化



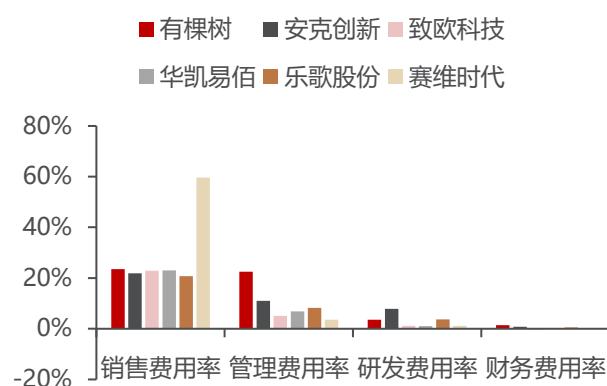
资料来源：Wind，民生证券研究院

公司综合毛利率领先，销售费用高主要为品质和物流投入。公司成本包括产品

成本和头程物流两个部分，华凯易佰除了这 2 项成本，将尾程物流也计入成本，乐歌股份的成本包括、采购材料成本、直接人工、制造费用以及履约费用，致欧科技的成本中包含产品采购、海运物流、关税及运输费。因此各家的毛利率差异一方面是因为对成本的计算方式不同，另一方面，公司的产品以服装、日用品为主，国内生产具备较为明显的制造优势，因此采购成本较低，2020-2022 年产品成本占商品销售收入比例为 24.3%/27.7%/26.6%。公司近几年销售费用相对行业内其他企业较高，这是由于为满足客户对产品品质和配送时效的需求，公司保持对业务推广费的较高投入，并持续加大对物流渠道的建设和优化所导致。此外，公司的尾程物流费用计入销售费用，20-22 年公司的销售费用中物流费用与销售平台费占据 60%左右。

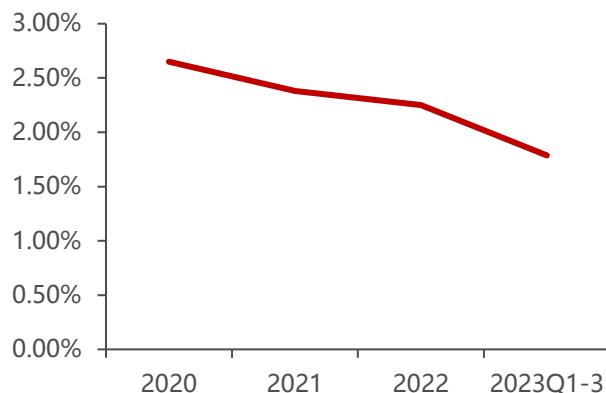
图17：20-23Q1-3 赛维时代与同行业企业毛利率对比


资料来源：wind，民生证券研究院

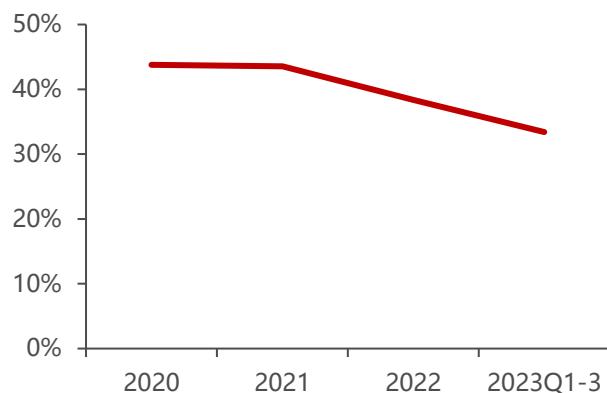
图18：2023Q1-3 赛维时代与同行业企业费用率对比


资料来源：wind，民生证券研究院

存货减少、资产负债率下降。由于公司良好的供应链技术研发与体系建设，存货金额呈下降趋势，截至 3Q23 为 8.77 亿元，体现出公司存货良好的流动性。此外，公司的资产负债率也不断下降，截至 1H23 为 33.41%，公司目前经营状况良好。

图19：20-23Q1-3 赛维时代存货金额（单位：亿元）


资料来源：wind，民生证券研究院

图20：2020-23Q1-3 年赛维时代资产负债率


资料来源：wind，民生证券研究院

2 行业分析：消费性价比趋势下，柔性供应链搭配快

时尚服饰品牌优势凸显

2.1 跨境电商行业：全球零售电商行业规模持续增长，渗透

率持续提升

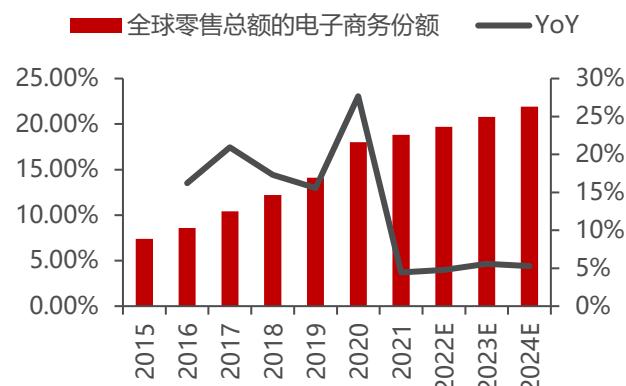
从全球跨境电商行业发展情况看，整体市场规模保持持续增长态势，未来线上购物在全球范围内将越来越普及。全球零售电商销售额从 2014 年 1.3 万亿美元增长至 2021 年 5.21 万亿美元，保持年均 20%以上的增长率。同时，电商销售额在全球零售总额中的占比也保持稳步增长，从 2015 年的 7.4%增长至 2021 年的 18.8%。

图21：2014-2024 年全球零售电子商务销售额（单位：万亿美元）



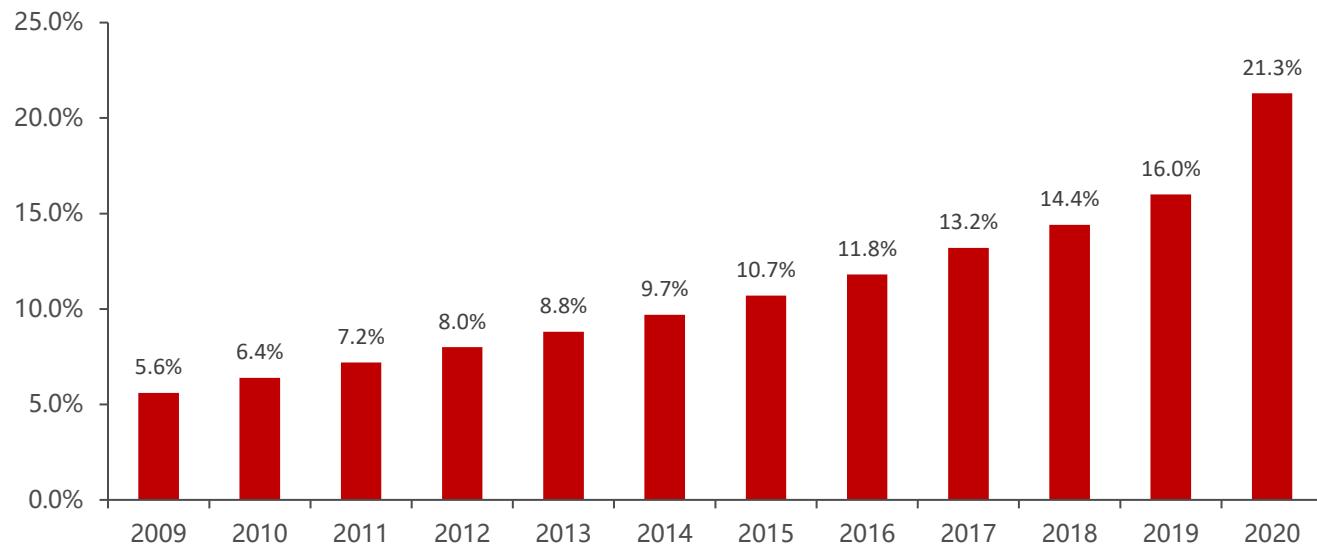
资料来源：公司招股书，民生证券研究院

图22：2015-2024 年全球零售总额的电子商务份额



资料来源：公司招股书，民生证券研究院

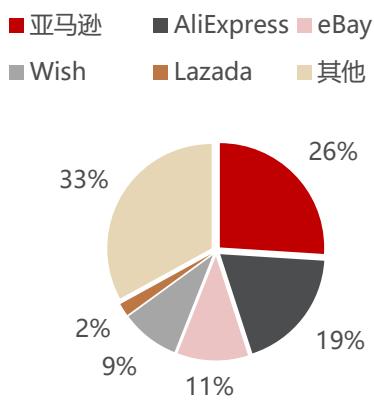
随着消费者消费习惯的转变，越来越多消费者通过线上方式进行商品采购。根据美国商务部数据，美国电商渗透率由 2019 年末的 16%上升至 2020 年的 21.3%。2023 年上半年美国全口径零售销售额（数据来源于美国商务部普查局 U.S. Census Bureau 官方网站）达到 4.12 万亿美元，同比增长 3.23%。但欧美市场线上渠道的消费复苏明显，据美国商务部普查局数据，美国消费者第二季度网上购物支出为 2776 亿美元，同比增长 7.52%，增速超过全口径零售。2023 年第二季度，美国网络零售占全美零售额的 15.4%，连续五个季度持续升高。

图23：美国电子商务渗透率（占美国零售销售额的百分比）


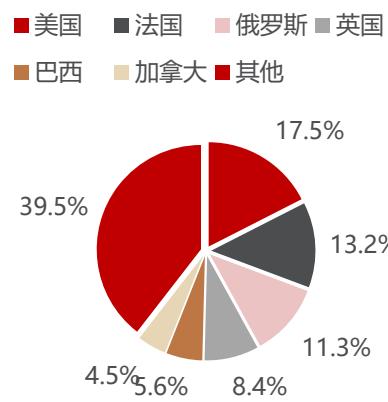
资料来源：美国银行，美国商务部，民生证券研究院

跨境电商企业通过平台政策打造品牌，更大程度的放大和利用 Amazon 平台带来的用户流量优势。目前跨境电商市场上，国际 B2C 跨境电商平台主要有 Amazon、eBay、Wish、Walmart、Newegg 等，国内的主流跨境电商平台主要有 AliExpress、京东等。其中，Amazon 是目前最大的全球外贸交易平台。

从出口跨境电商海外目的地分布来看，美国、法国拥有完善的基础设施和较为成熟的网络购物环境，促使其成为中国跨境电商出口的主要目的地，2018 年分别占据中国出口跨境电商交易额的 17.5% 和 13.2%。近年来俄罗斯、巴西、印度等新兴市场蓬勃发展，拥有广阔电商发展基础和巨大发展潜力。

图24：2020 年全球消费者跨境购物的首选跨境电商平台


资料来源：Statista，艾媒咨询，民生证券研究院

图25：2018 年中国出口跨境电商国家及地区分布（交易额）


资料来源：网经社《2018 年度中国跨境电商市场数据监测报告》，民生证券研究院

近年来受政策扶持、市场环境改善等利好因素的影响，中国出口跨境电商保持快速扩张的趋势。中国出口跨境电商市场交易规模以年均 20% 以上的增速，从 2013 年 2.7 万亿元增长至 2021 年 11.0 万亿元。其中，出口电商网络零售市

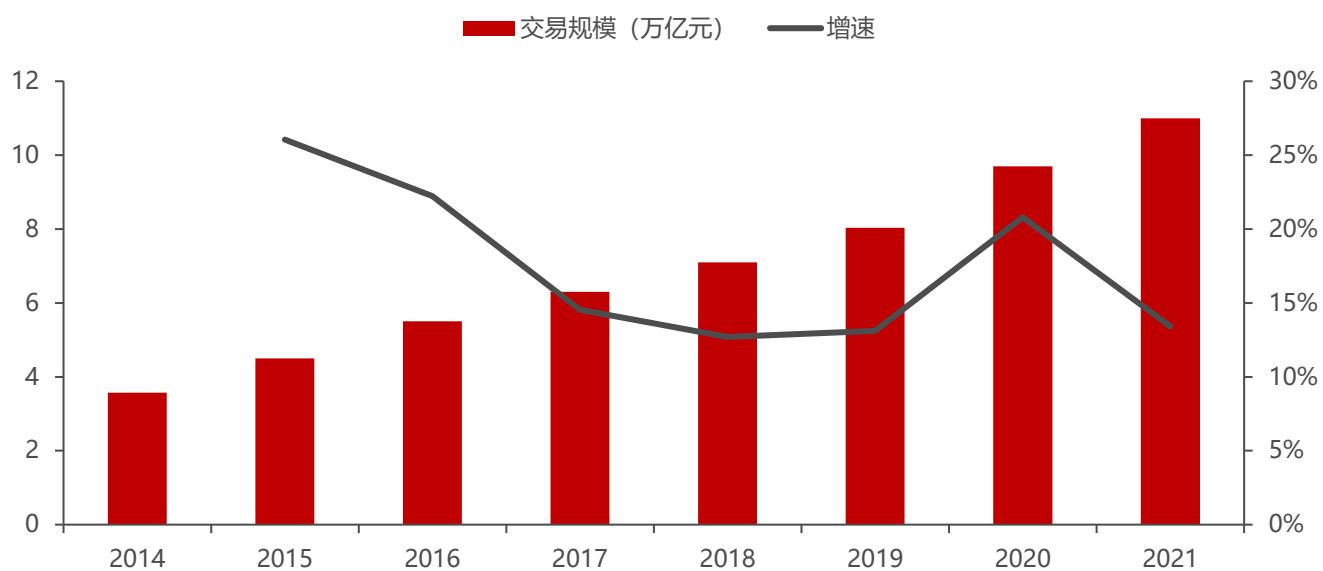
场交易规模也不断扩大，2019 年中国出口跨境电商网络零售市场交易规模达到 1.73 万亿元，同比增长 23.57%。

中国跨境电商保持高速增长的原因主要包括：

中国时尚行业拥有强大的制造体系及完整的供应链。国内的优秀电商企业已在长期内构建了自身的供应链体系，并在不断的竞争中迭代供应链管理能力，时至今日为出海提供了强大的供应链支撑体系。

配套政策与建设逐步完善，业务流程逐步成熟。2012 年底以来，中央和地方层面密集出台支持跨境电商的各项政策，并在通关、税收、支付、海外仓建设等环节不断完善配套措施进行支持。

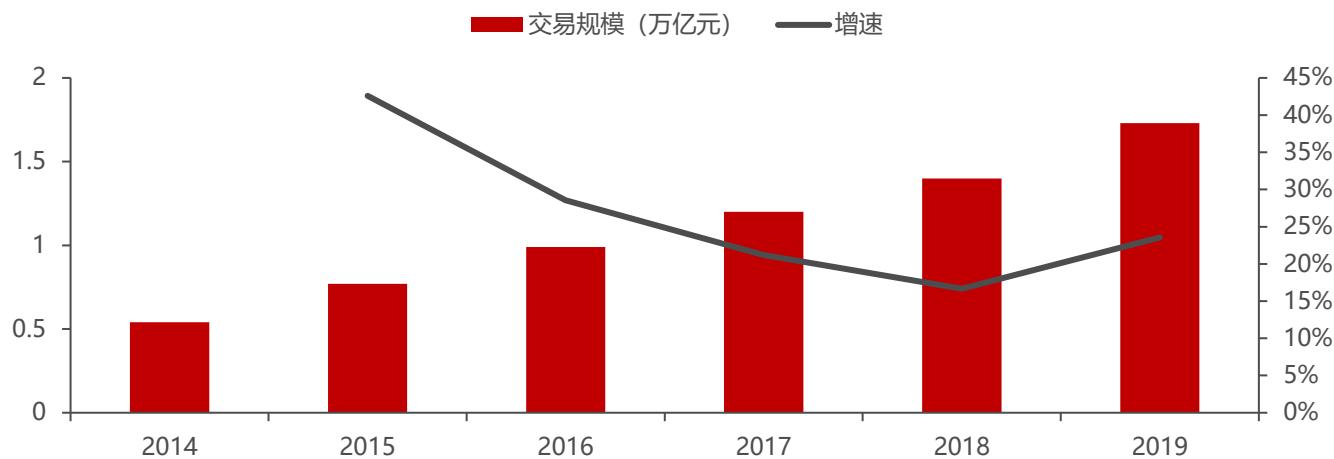
图26：2014-2021 年中国出口跨境电商交易规模及增速



资料来源：网经社《2019 年度中国跨境电商市场数据监测报告》、《2021 中国跨境电商市场数据报告》，民生证券研究院

DTC (Direct-to-Consumer) 模式下的品牌独立站将成为时尚电商出海的优选模式之一。早期出海的中国企业大多选择第三方电商平台，但在发展的过程中受到流量费用高、难以获得用户多维数据、缺乏自主性等困境的影响。面临这样的挑战，越来越多的中国时尚企业尝试建立品牌独立站，即通过 DTC 模式来出海。

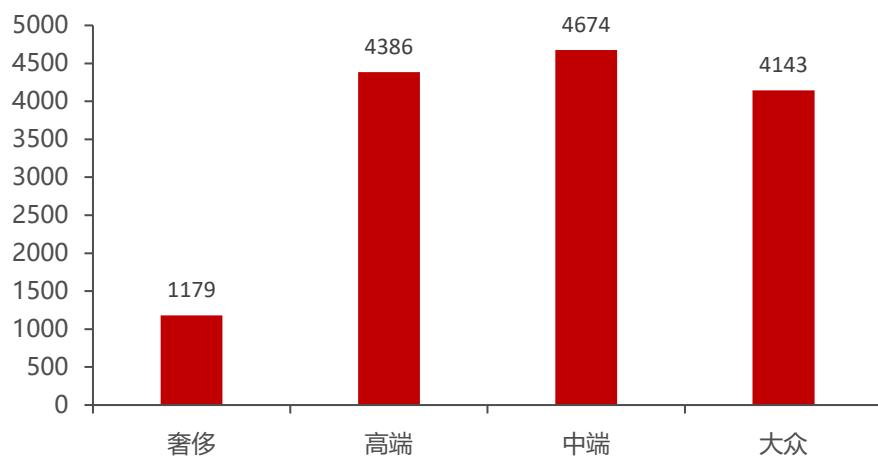
自建站工具逐渐成熟，Shopify 营收快速增长。2018 年起，以 Shopify 为主的自建站工具越来越成熟，降低了卖家运营独立站成本和建站难度，为独立站创造新的风口。采用 DTC 模式主要的优势体现在以下几个方面：首先，品牌独立站获取的一手用户信息将反哺产品设计及运营管理。同时，对消费偏好的洞察可协助优化产品的选择和设计，降低库存，提升财务表现。另外，品牌独立站与消费者将建立更为直接、持续的联系，实现消费者的终身价值最大化。

图27：2014-2019年中国出口跨境电商网络零售市场交易规模及增速


资料来源：网经社《2019 年度中国跨境电商市场数据监测报告》，民生证券研究院

2.2 服饰&家居用品行业：中端及大众服饰占比最高，中国为主要出口地

随从服装定位来看，全球服装大致可分为奢侈、高端、中端、大众。目前，全球服装零售市场还是以中端及大众品牌为主。根据前瞻产业研究院数据，2018 年中端及大众品牌服装零售额分别达 4,674 亿美元、4,143 亿美元，占全球服装零售市场零售额比重分别为 32.5%、28.8%。

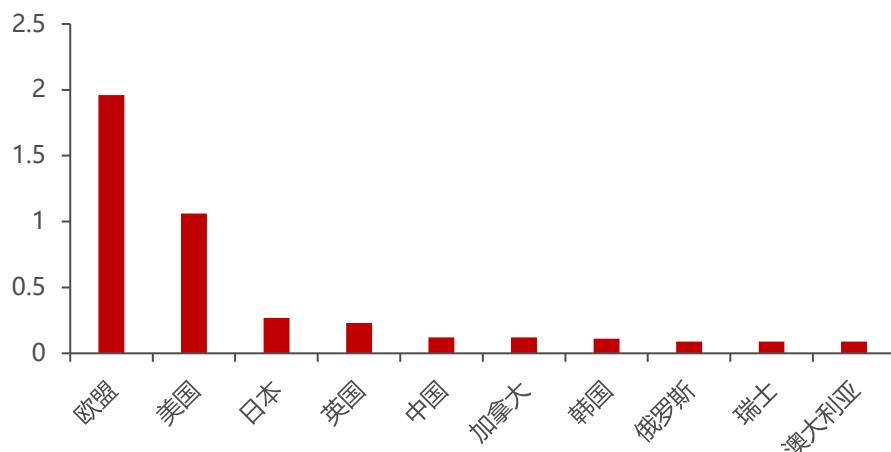
图28：2018年全球服装零售市场分定位零售额（单位：亿美元）


资料来源：前瞻产业研究院，民生证券研究院

欧美为全球服装产业主要进口地。根据世界贸易组织统计数据，2021 年全球服装产业进口金额最多的为欧盟地区，总进口金额约为 1,960 亿美元，占全球市场的 33.9%。美国以约 1,060 亿美元的进口额位列第二，占全球市场的 18.4%。
依托服装供应链优势，中国为全球最大的服装出口大国。根据世界贸易组织数据显

示，2021 年中国为最大的全球纺织服装产品的供给市场，服装出口份额占比达 32.08%。

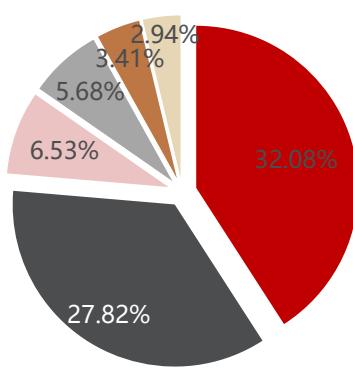
图29：2021 年全球主要服装进口国进口额情况（单位：千亿美元）



资料来源：世界贸易组织，民生证券研究院

图30：2021 年全球主要服装出口国出口份额占比情况

■ 中国 ■ 欧盟 ■ 孟加拉 ■ 越南 ■ 土耳其 ■ 印度



资料来源：世界贸易组织，民生证券研究院

全球家居用品市场规模保持稳步增长，美国为全球最大的家居用品市场。截至 2021 年，全球家居用品市场规模为 7,452.89 亿美元，2015 年至 2021 年复合增长率为 3.10%，随着部分发展中国家如中国、印度等国的收入水平进一步提高，全球家居用品消费需求预计将保持稳健增长。

线上化、高频化及时尚化为家居用品市场主要发展方向。目前，全球家居用品零售市场依然以线下为主，但电商渠道发展迅猛，根据 Euromonitor 数据，家居用品线上销售占比由 2014 年的 5.9%猛增至 2021 年的 20.3%，并且预计在未来还会保持较快增长。近年来消费者经常以时尚潮流为导向进行家具和家居用品的采购，客单价走低，但消费频率更高，随之而来的是快时尚品牌如 Zara 和 H&M 对家居领域的切入及快速发展。

图31：2015-2021年全球家居用品市场规模（单位：亿美元）



资料来源：Statistia, 民生证券研究院

3 核心竞争力：全链路数字化+敏捷性组织，供给端

多点发力，构筑护城河

3.1 组织高效：全链路数字化能力+“小前端+大中台”组织架构

3.1.1 全链化数字能力，贯穿产品开发设计到品牌孵化全过程

利用供给端和销售端的大量数据，不断优化自身决策能力。公司的全链路数字化能力指的是公司可以从供给端与销售端两方面获取大量数据并根据数据不断优化自身决策的能力。公司以全链路数字化能力为基础，致力于打通全业务链条数据，实现全面技术驱动的业务模式。公司通过多年来在产品开发设计、销售运营管理、效果监测和营销技术应用、物流系统算法和模型等方面积累的经验，不断完善技术驱动的业务流程，从而形成了较高的竞争壁垒，并最终体现在公司的业绩中。

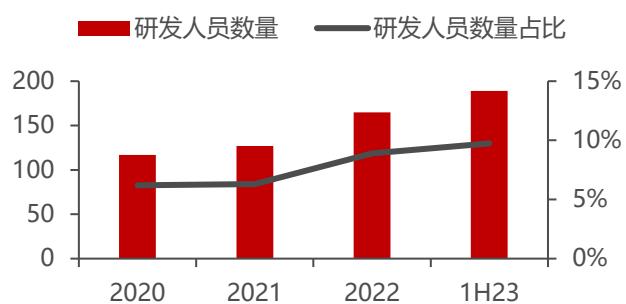
图32：公司全链路数字化能力示意图



资料来源：公司招股书，民生证券研究院

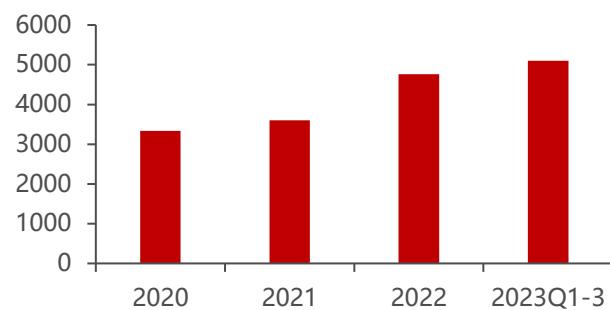
重视研发能力建设，完善品牌发展路径。自 2020 年以来，公司的研发人员数和研发人员占比不断增长。公司研发费用近三年也不断增长，主要用于提升研发人员薪酬与新产品新技术的开发。公司研发部门包括电商运营技术中心和智能制造技术中心，分别负责公司在运营销售端与上游供应链端的技术支持。良好的技术团队使得公司能够从供给与销售端的数据不断反哺公司业绩。

图33：2020-1H23 年公司研发人员数及研发人员数量占比 (单位: 人)



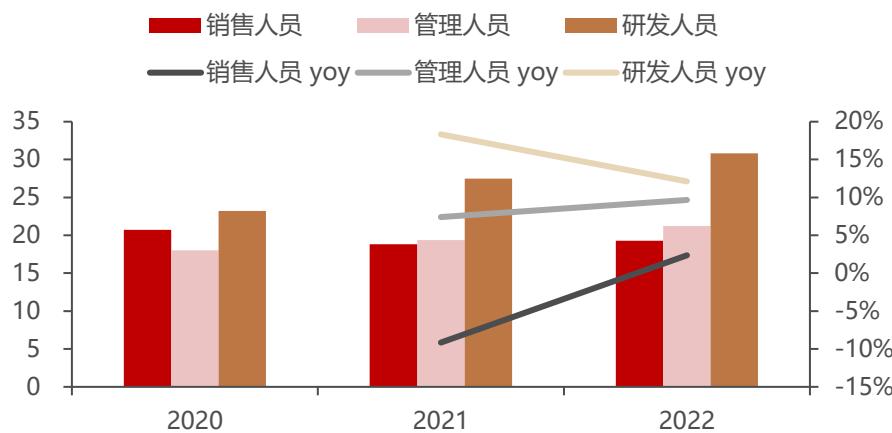
资料来源: wind, 民生证券研究院

图34：20-23Q1-3 公司研发费用变化 (单位: 万元)



资料来源: wind, 民生证券研究院

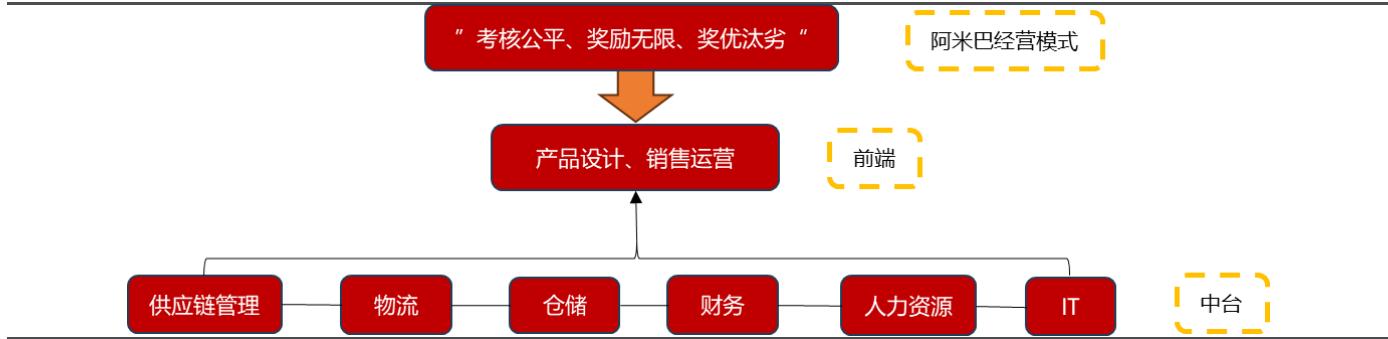
图35：不同类型员工的平均薪酬 (万元/年) 及同比变化情况



资料来源: wind, 民生证券研究院

3.1.2 敏捷型组织：“小前端+大中台” + “阿米巴” 组织架构

优化组织结构提高效率，适应线上性价比服饰运营规律。公司整合产品设计、销售运营等创意相关部门，设置多个兼具灵活性和创新性的“小前端”，以突出产品差异化定位、提升细节体验、灵活响应市场变化。同时公司结合自身的业务特点，在前端部门中引入“阿米巴经营模式”，并通过“考核公平、奖励无限、奖优汰劣”的励才观，促使公司各部门管理人员均能从全局和效益的角度出发，更加关注自身的产出数据和工作成果。在中台，公司通过整合共享资源搭建了涵盖供应链管理、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，“大中台”也是公司行使中央管控与监督的执行载体，为前端和中台的良性互动奠定坚实基础。

图36：公司敏捷型组织架构


资料来源：公司招股书，民生证券研究院

3.2 供给端：物流、生产技术多点发力，形成高效供应链

公司的供应端技术主要包括仓储物流技术，生产采购技术，智能制造技术等。

仓储物流技术使得公司可利用大数据监控实时物流，结合时效性、服务质量、价格等各方面数据，实现最佳配送方案。生产采购技术主要降低了公司的存货风险。智能制造技术则主要提升了生产效率，并使得生产符合当下个性化的快时尚趋势。

表3：公司自主研发的供应端核心技术

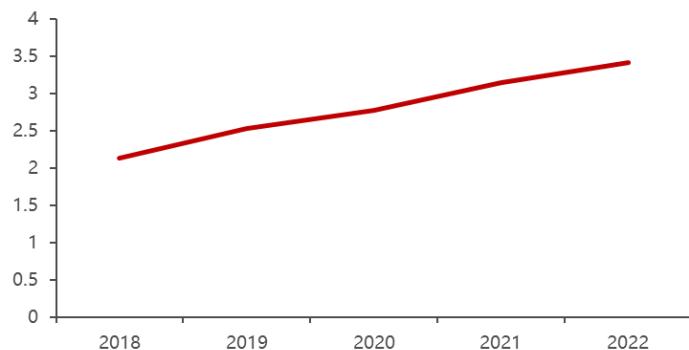
技术类型	技术名称	技术描述
产品研发	流行趋势分析系统	此技术系统旨在为公司服装品牌搭建一套时尚元素流行趋势分析系统，通过获取 Google 公开数据并结合自身大量的销售数据，实现流行趋势分析，指导产品开发、设计，塑造公司品牌。
	图片识别系统	此技术系统旨在基于深度学习算法实现以图搜图功能。操作人员通过拍照上传照片即可快速搜索相关产品并获取同类产品标签的相关参数，从而辅助产品生命周期预测、产品市场潜力分析等方面工作。
仓储物流	物流轨迹跟踪系统	此系统技术旨在解决供应商发货后物流信息的透明化、数字化问题。通过对接物流承运商的物流信息，抓取尾程、头程物流轨迹，形成基础分析数据、汇总数据及相应趋势图。
	智能运费推荐	此技术旨在解决自发货物流最优问题，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。
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、物流商送货周期等外在客观因素，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。
	运德共享仓储系统	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，提高仓库上架及拣货效率。
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。
	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。

资料来源：公司招股书，民生证券研究院

年轻消费者群体扩大，个性化消费需求日渐明显。作为目前海外消费主力，美国“千禧一代”及“Z”世代消费者十分注重个性化，这种消费行为的变化对跨境电商卖家的供应链体系提出了较高要求。同时，服装配饰快消化、家居用品时尚化

等趋势也要求跨境电商企业拥有更强的供应链快速反应能力。

图37：2018-2022年我国“Z世代”人口规模变化趋势（单位：亿人）



资料来源：Questmobile，民生证券研究院

注重搭建兼具广度及深度的自有品牌供应链体系，搭建了多层次、动态的供应商管理体系。首次确认外部供应商时，公司会对研发、采购、制造、品质等方面对供应商进行评分，将供应商分为优选到备选6个等级。公司在同类产品下单时，会优先向高等级企业下单；针对现有供应商，公司每季度会从产品质量、产品价格、交付时间、账期等方面对供应商进行持续评分，不符合等级分类标准的供应商将被降级。2022年，公司全部业务供应商共有2000家左右，其中采购金额超过50万的共有281家。大量多样化的上游供应商是产品实现个性化的重要前提之一。

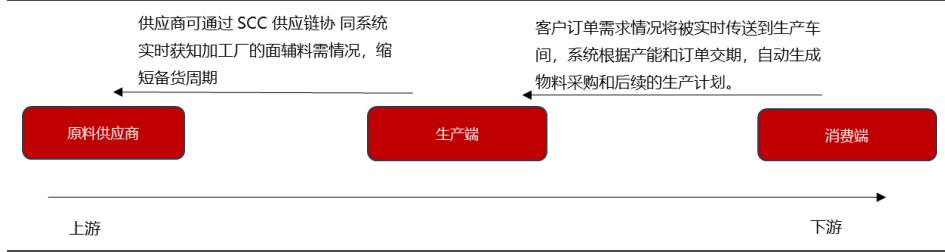
表4：2022年公司不同层级供应商情况

采购金额分层	数量（个）	采购额（万元）	金额占比（%）
50万及以上	281	94829.27	93.28
10-50万	235	5773.2	5.68
10万以下	1514	1061.09	1.04

资料来源：公司招股书，民生证券研究院

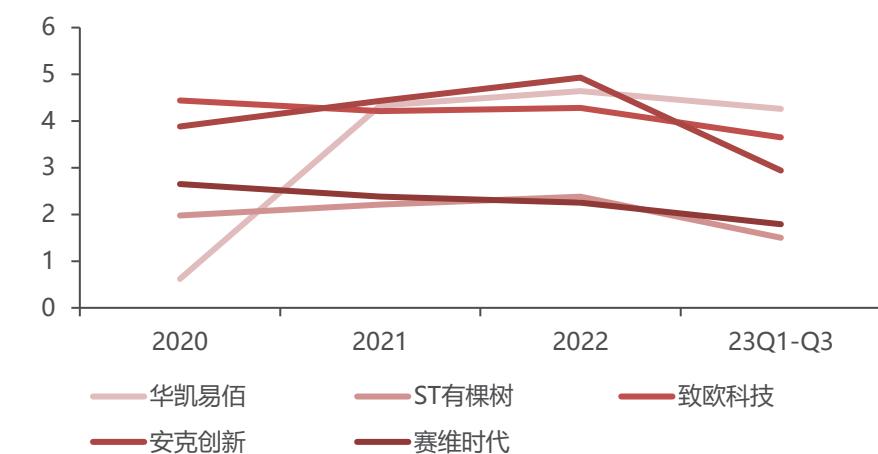
具有良好的服装产品研发能力。公司高度重视服装产品设计，在产品设计上同全球服装市场需求结合。流行元素捕捉方面，公司通过发布会、新媒体、时尚杂志等渠道调研市场潮流，并借助Google Trends Finder（搜索趋势发现器）等工具分析不同国家的热词搜索量及上升趋势，以预测不同品类的流行趋势。版型设计方面，公司通过对海外消费者人体尺码多样性、面料弹性等参数的长期研究和客户反馈数据的持续获取，已搭建了超16,000款款式的版型数据库，丰富的版型与较快的产品迭代更新速度一定程度上满足了消费者的个性化需求。

服装柔性供应链匹配服装类跨境电商“小批量、多品种、高品质”生产需求。服装行业属于时尚行业，需要应对消费者个性化、快时尚的流行需求，所以供应链需同步调整节奏以满足“小批量、多品种、高品质”的生产要求。同时，跨境物流周期较长、海外消费者需求变化快等问题进一步提高了对供应链管理能力的要求。柔性供应链使得供应端-生产端-消费端形成联动。

图38：公司柔性供应链技术示意图


资料来源：公司招股书，民生证券研究院

运用大数据技术优化供应链运转效率。公司采购系统结合机器学习算法及内外部数据对采购行为进行指导，显著提升存货管理水平。系统可运用梯度提升决策树算法预测产品未来一段时间的销量，并结合供应端数据进行供需模拟计算，以指导相关人员进行采购和调拨。大数据的应用使得公司存货周转率相较于行业内可比公司较为健康且相对稳定。

图39：2020年-2022年公司存货周转次数（次）


资料来源：wind，民生证券研究院

3.3 销售端：智能化系统助力营销与管理，提升人效

公司的销售端技术主要包括市场营销技术与运营管理技术。市场营销技术主要通过预测销售情况，调整产品价格，优化广告策略等手段提升店面运营效率。运营管理技术主要为销售端和运营者提供广泛准确的数据支撑。

表5：公司自主研发的销售端核心技术

技术类型	技术名称	技术描述
	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。
市场营销与推广	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，以实现该产品利润最大化。
	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。
智能制造	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。

资料来源：公司招股书，民生证券研究院

根植多年数据沉淀与运营经验积累，实现跨平台的全球化销售能力。出口跨境电商具有明显的区域性，不同地区的居民消费能力、消费习惯存在较大差异。公司依靠对不同销售区域用户的数据沉淀、基于大数据的流行趋势分析系统以及多年的跨境经营经验，准确洞察当地市场的消费习惯和需求特征，为公司把握行业发展趋势、提升经营规模奠定了基础；同时，针对不同销售区域，公司在产品开发、供应链、营销推广等环节均针对性地采取差异化策略，实现精准匹配用户需求。此外，不同海外电子商务平台运营的规则和经验存在较大差异，所以在运营模式上也不尽相同。为此公司主要采取的策略为针对不同平台采取不同的运营模式，并通过经验积累逐渐完善运营模式，从而提升不同平台客户评价。2020年-2022年公司海外市场规模保持稳定，北美市场收入连续三年上涨。

图40：2020-1H23 公司主营业务收入情况 (按销售地区分类；单位：亿元)


资料来源：wind，民生证券研究院

图41：2020-1H23 公司主营业务收入情况 (按销售平台分类；单位：亿元)


资料来源：wind，民生证券研究院

表6：2021-2022 年公司各电商平台评价情况

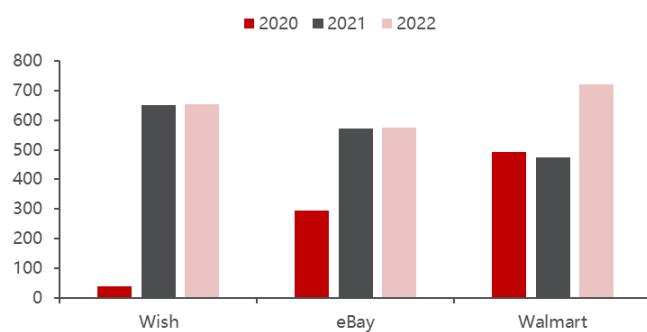
电商平台	好评率 (%)	评价总数 (个)
Amazon	80.96	7220418
Wish	71.09	1644686
eBay	95.64	764649

资料来源：招股说明书，民生证券研究院

细化到单个销售平台店面，公司通过数据实现销售“精细化”、“自动化”。营

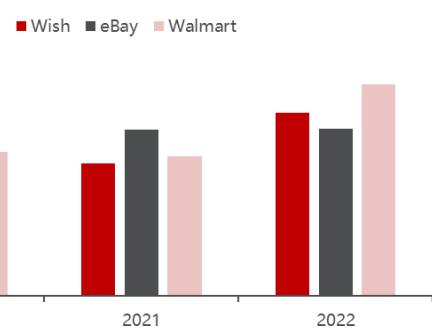
销推广方面,公司销售工具可实现站内 CPC 广告的自动投放。公司 CPC 广告自动投放可根据日均量、综合毛利率、退款率、库存等信息自动选择有潜力的产品投放广告。同时,系统也会自动同步广告的效果数据,并对广告进行优化和调整。**店铺运营方面**,公司销售工具包含自动更新库存、自动调价等功能。系统可根据公司库存、均量、产品状态等数据,自动更新在线库存。同时,系统也会根据公司库存、销量趋势、产品成本变动、平台费率调整、商品销量、店铺定位等因素,进行多周期的自动调价,使产品价格持续保证竞争力。另外,为了不断推进公司品牌孵化进程,公司不断精简各电商平台店面数量,关停低效益店铺并提升对主要品牌店面的投入以提升公司品牌的品牌效应,同时提升了新老客户在店铺的消费额。

图42: 2020-2022 年公司主要电商平台客单价 (单位: 元)



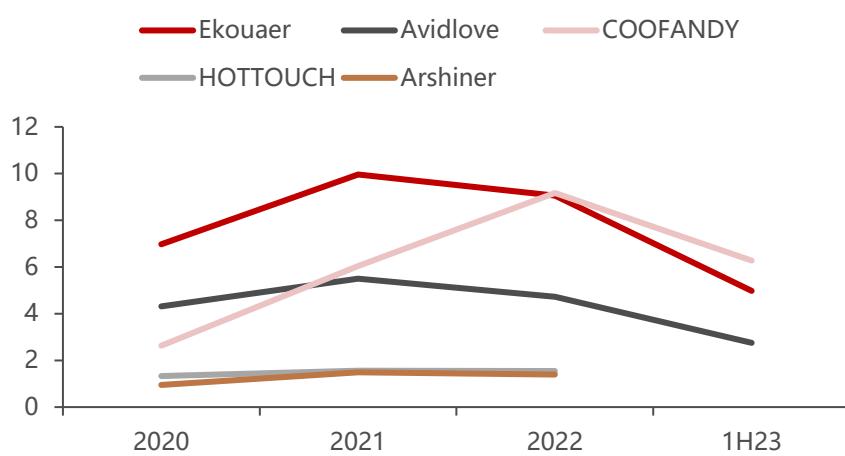
资料来源: 公司招股书, 民生证券研究院

图43: 2020-2022 年公司主要电商平台新客户平均消费价格 (单位: 元)



资料来源: 公司招股书, 民生证券研究院

图44: 2020-1H23 年公司部分品牌销售额, 品牌效应初现 (单位: 亿元)



资料来源: 公司招股书, 民生证券研究院

公司具有品牌矩阵支撑的多品类延伸能力。公司多品类延伸能力主要体现在三个方面:一是公司目前已初步形成涵盖服饰配饰、家居百货、运动娱乐、数码汽摩四大品类的品牌矩阵,未来公司还会在新的品类上继续孵化、运营新的品牌;二是在部分品类,公司已形成多个品牌对消费者交叉覆盖,从而在这些细分市场获取

更高的市场份额；三是对于部分品牌，公司围绕品牌的市场、风格定位，不断扩展新产品，增强用户粘性，比如运动健身品牌 ANCHEER，起初以锂电自行车为主，后续拓展了跑步机、户外帐篷、平衡车等产品，从而带动该品牌收入的持续增长。

图45：公司品牌金字塔



资料来源：公司招股书，民生证券研究院

通过全球布局的仓储与物流体系，确保及时的物流配送。为满足消费者对配送时效性的要求，公司以欧洲、北美海外仓及国内仓为依托，建立完善的仓储物流体系，并无缝对接全球物流合作商。公司境内跨境物流体系已逐步完善，国内仓 2022 年日最大订单处理能力已超 12 万单；同时，公司还在美国及欧洲设立海外仓。借助海外仓库，公司可实现就近发货，使消费者享受到快捷到货的极致客户体验，并且可以更加灵活地对市场作出反应，提高经营效率。2022 年，公司欧洲仓、美东仓、美西仓日最大订单处理能力分别超过 9,500 单、19,000 单及 20,500 单。基于公司强大的仓储及物流体系，20-22 年公司日均发货订单处理量近 7 万单。

4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

1.商品销售，公司 22 年主营业务中 97.07%的收入来自商品销售业务，按照商品品类，分为服饰配饰类和非服饰配饰类，其中服饰配饰类是公司占比最大的业务，以品牌矩阵模式覆盖服装的多个细分品类，22 年占比主营业务收入 67.40%。

1) 服饰配饰类，服饰配饰品牌规模增长、品牌溢价能力提升以及成本不断优化。23Q1-3 实现销售收入为 30.79 亿元/yoY+39.62%，毛利率为 77.61%/同比+3.60pct。参考 23Q1-3 的收入及增速情况，以及四季度为电商旺季，我们预计 23-25 年服饰类产品销售收入分别为 47.46/62.65/80.62 亿元，分别同比+43.8%/32.0%/28.7%。毛利率方面，随着品牌力提升产品件单价提升，毛利率不断提升，23-25 年预计分别实现毛利率 77.5%/78.6%/79.5%。

2) 非服饰配饰类（百货家居、运动娱乐、数码汽摩），自 2022 年大力度推行库存清理和品类精简以来，整体运营情况逐步实现企稳恢复，受益于精简后的品类表现良好、库存清理接近尾声、头程运费下降等因素，23Q1-3 销售收入为 11.88 亿元/yoY+14.91%，毛利率 52.87%/同比+1.36pct。参考 23Q1-3 的收入情况及盈利能力，我们预计 23-25 年非服饰配饰类产品销售收入分别为 16.74/18.79/21.11 亿元，分别同比+15.2%/12.3%/12.3%。毛利率方面，由于不断精简品类，且产品品质提升，预计毛利率 23-25 年分别为 48.1%/44.9%/41.4%。

2.物流服务业务，鉴于公司完善的跨境物流仓储体系，公司也将物流仓储体系开放予第三方，并获得客户认可，20-22 年分别同比增长 203.21%/-22.30%/-37.30%。仓储业务尚在发展初期，基数较低，假设 24 年开始实现增长，预计 23-25 年分别实现收入 1.44/1.58/1.82 亿元，同比分别变化 0.0%/+10.0%/+15.0%。盈利能力毛利率保持在 15.00%。

综上我们预计 23-25 年收入为 65.64/83.02/103.55 亿元，同增 34.0%/26.5%/24.7%。毛利率分别为 68.7%/69.7%/70.6%。

表7：收入拆分及毛利率预测

单位：亿元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
总收入	55.65	49.09	65.64	83.02	103.55
yoY	5.9%	-11.9%	34.0%	26.5%	24.7%
毛利率	62.8%	65.7%	68.7%	69.7%	70.6%
1.商品销售	53.34	47.55	64.20	81.44	101.74
yoY	7.6%	-10.9%	35.0%	26.9%	24.9%
毛利率	62.8%	65.7%	68.7%	69.7%	70.6%
1) 服饰配饰类	31.93	33.01	47.46	62.65	80.62
yoY	29.1%	3.4%	43.8%	32.0%	28.7%
毛利率	71.7%	74.3%	77.5%	78.6%	79.5%
2) 非服饰配饰类	21.41	14.53	16.74	18.79	21.11

yoY	-13.8%	-32.1%	15.2%	12.3%	12.3%
毛利率	54.8%	51.0%	48.1%	44.9%	41.4%
①百货家具	9.11	6.33	7.31	8.44	9.75
yoY	-16.8%	-30.6%	15.5%	15.5%	15.5%
毛利率	58.48%	55.92%	51.92%	47.55%	42.78%
②运动娱乐	10.41	7.38	8.52	9.40	10.36
yoY	2.6%	-29.1%	15.5%	10.3%	10.3%
毛利率	53.39%	47.06%	44.54%	41.90%	39.13%
③数码汽摩	1.88	0.82	0.91	0.95	1.00
yoY	-49.4%	-56.2%	10.3%	5.0%	5.0%
毛利率	45.08%	49.07%	51.49%	51.49%	51.49%
2.物流服务收入	2.29	1.44	1.44	1.58	1.82
yoY	-22.3%	-37.3%	0.0%	10.0%	15.0%
毛利率	12.84%	15.37%	15.00%	15.00%	15.00%

资料来源: wind, 民生证券研究院

费用率方面, 销售费用中的销售平台费假设增速与总收入一致, 业务推广费随着收入增长, 边际收益降低, 假设增速高于收入增速。管理费用率、研发费用率和财务费用率保持相对稳定。在上述假设下, 23-25 年销售费用率为 56.6%/57.2%/57.9%, 管理费用率为 2.8%/2.7%/2.7%, 研发费用率为 1.4%/1.5%/1.6%, 财务费用率 0.2%/0.2%/0.1%。

表8：公司费用率预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
销售费用率	50.5%	56.3%	56.6%	57.2%	57.9%
管理费用率	2.6%	2.9%	2.8%	2.7%	2.7%
研发费用率	0.6%	1.0%	1.4%	1.5%	1.6%
财务费用率	0.75%	-0.15%	0.2%	0.2%	0.1%

资料来源: wind, 民生证券研究院

4.2 估值分析

由于公司商品销售向品牌化发展, 以及独立站收入占比不断提升, 因此我们选取跨境电商卖家致欧科技、华凯易佰, 品牌卖家安克创新, 以及跨境电商平台焦点科技作为可比公司, 由于公司的业务处于快速发展阶段, 我们采取 PEG 估值法, 24 年可比公司平均 PEG 为 0.64, 公司 PEG 为 0.60, 低于可比公司平均值, 公司估值具备优势。

表9：可比公司估值表

证券代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS			PE		22-25 年	2024 年	
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	CAGR	PEG
301376.SZ	致欧科技	24.28	0.99	1.23	1.51	25	20	16	29.69%	0.66
300866.SZ	安克创新	89.77	3.99	4.66	5.47	22	19	16	24.86%	0.78
002315.SZ	焦点科技	31.45	1.21	1.51	1.90	26	21	17	24.74%	0.84
300592.SZ	华凯易佰	25.28	1.35	1.93	2.41	19	13	11	46.98%	0.28
平均值						23	18	15	0.64	
301381.SZ	赛维时代	36.20	0.95	1.28	1.64	38	28	22	47.14%	0.60

资料来源：wind，民生证券研究院预测（注：收盘价为2023年11月14日数据，可比公司eps采用wind一致预期）

4.3 投资建议

公司以全链路数字化技术打造敏捷快反的时尚产业链，孵化 60+千万级别的自有品牌。此外，积极布局海外仓储物流环节，为跨境电商业务降本增效，渠道方面，通过 Shopify 平台搭建了自营独立站，迅速成为公司业务的新增长点。我们看好公司在产品、服务、渠道各方面的精细化运营，长期来看成长具有确定性。我们预计 23-25 年公司实现归母净利润 3.80/5.13/6.56 亿元，同比增长 105.2%/35.0%/27.9%，对应 PE 为 38/28/22X，首次覆盖，给予“推荐”评级。

5 风险提示

- 1) 海外消费需求不及预期。公司所有的产品均销往海外，物流服务业务也主要服务消费品出海，业务较大依赖于海外需求。
- 2) 行业竞争加剧。目前跨境电商行业未有大龙头企业，大家均处于起步阶段，竞争者水平相当，因此行业竞争较为激烈。
- 3) 汇率波动风险。公司的业务均以外币收款，汇率波动可能会给公司带来不可控的业绩影响。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	4,909	6,564	8,302	10,355
营业成本	1,688	2,056	2,512	3,041
营业税金及附加	8	13	17	21
销售费用	2,758	3,713	4,748	5,995
管理费用	140	184	227	283
研发费用	48	92	126	170
EBIT	200	527	699	879
财务费用	-8	11	13	9
资产减值损失	-79	-100	-122	-148
投资收益	0	20	25	31
营业利润	214	441	594	760
营业外收支	-3	-1	-1	-1
利润总额	211	440	593	759
所得税	26	60	81	103
净利润	185	380	513	656
归属于母公司净利润	185	380	513	656
EBITDA	326	656	853	1,060

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	723	642	1,061	1,589
应收账款及票据	266	292	370	461
预付款项	39	42	51	62
存货	605	731	894	1,082
其他流动资产	100	851	865	889
流动资产合计	1,733	2,559	3,240	4,083
长期股权投资	4	4	4	4
固定资产	36	36	34	31
无形资产	1	1	1	2
非流动资产合计	628	1,106	1,080	1,053
资产合计	2,361	3,665	4,320	5,136
短期借款	18	68	118	168
应付账款及票据	182	273	334	404
其他流动负债	236	303	355	417
流动负债合计	435	644	807	990
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	471	464	444	422
非流动负债合计	471	464	444	422
负债合计	906	1,108	1,251	1,411
股本	360	400	400	400
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	1,455	2,557	3,069	3,725
负债和股东权益合计	2,361	3,665	4,320	5,136

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-11.78	33.70	26.48	24.74
EBIT 增长率	-54.94	163.06	32.59	25.66
净利润增长率	-46.76	105.18	34.97	27.86
盈利能力 (%)				
毛利率	65.62	68.67	69.74	70.63
净利润率	3.77	5.79	6.18	6.33
总资产收益率 ROA	7.84	10.37	11.87	12.76
净资产收益率 ROE	12.73	14.86	16.70	17.60
偿债能力				
流动比率	3.98	3.97	4.01	4.13
速动比率	2.45	2.67	2.77	2.91
现金比率	1.66	1.00	1.31	1.61
资产负债率 (%)	38.38	30.24	28.96	27.47
经营效率				
应收账款周转天数	19.80	16.33	16.33	16.33
存货周转天数	130.81	147.52	147.52	147.52
总资产周转率	2.13	2.18	2.08	2.19
每股指标 (元)				
每股收益	0.46	0.95	1.28	1.64
每股净资产	3.64	6.39	7.67	9.31
每股经营现金流	1.04	1.09	1.25	1.60
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	78	38	28	22
PB	10.0	5.7	4.7	3.9
EV/EBITDA	44.32	22.03	16.94	13.63
股息收益率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00
现金流量表 (百万元)				
净利润	185	380	513	656
折旧和摊销	125	128	154	181
营运资金变动	72	-169	-281	-333
经营活动现金流	418	438	501	639
资本开支	-36	-22	-22	-26
投资	-10	-698	0	0
投资活动现金流	-46	-1,168	11	5
股权募资	0	723	0	0
债务募资	18	65	50	50
筹资活动现金流	-63	649	-93	-116
现金净流量	320	-81	419	528

插图目录

图 1: 公司发展历程	3
图 2: 公司服饰配饰业务部分产品	4
图 3: 公司品牌销售额及同比增速分布情况 (20-22 年)	4
图 4: 公司各渠道收入占比商品销售收入的比例	5
图 5: 2022 年赛维时代收入结构图	6
图 6: 2020-1H23 公司主要营收构成 (按项目, 单位: 亿元)	6
图 7: 20-23Q1-3 公司商品销售业务营收构成 (按项目, 单位: 亿元)	6
图 8: 公司股权结构 (截至 2023-07)	7
图 9: 2018-23Q1-3 公司营业总收入情况 (单位: 亿元)	9
图 10: 2018-23Q1-3 公司归母净利润情况 (单位: 亿元)	9
图 11: 1H23 分品类收入占主营业务收入比例	9
图 12: 1H23 分地区收入占主营业务收入比例	9
图 13: 1H23 分渠道收入 (亿元) 及 yoy	10
图 14: 1H23 分渠道占比总营业收入	10
图 15: 20-23Q1-3 公司主要毛利构成 (单位: 亿元)	10
图 16: 2020-2022 公司各业务毛利率变化	10
图 17: 20-23Q1-3 赛维时代与同行业企业毛利率对比	11
图 18: 2023Q1-3 赛维时代与同行业企业费用率对比	11
图 19: 20-23Q1-3 赛维时代存货金额 (单位: 亿元)	11
图 20: 2020-23Q1-3 年赛维时代资产负债率	11
图 21: 2014-2024 年全球零售电子商务销售额 (单位: 万亿美元)	12
图 22: 2015-2024 年全球零售总额的电子商务份额	12
图 23: 美国电子商务渗透率 (占美国零售销售额的百分比)	13
图 24: 2020 年全球消费者跨境购物的首选跨境电商平台	13
图 25: 2018 年中国出口跨境电商国家及地区分布 (交易额)	13
图 26: 2014-2021 年中国出口跨境电商交易规模及增速	14
图 27: 2014-2019 年中国出口跨境电商网络零售市场交易规模及增速	15
图 28: 2018 年全球服装零售市场分定位零售额 (单位: 亿美元)	15
图 29: 2021 年全球主要服装进口国进口额情况 (单位: 千亿美元)	16
图 30: 2021 年全球主要服装出口国出口份额占比情况	16
图 31: 2015-2021 年全球家居用品市场规模 (单位: 亿美元)	17
图 32: 公司全链路数字化能力示意图	18
图 33: 2020-1H23 年公司研发人员数及研发人员数量占比 (单位: 人)	19
图 34: 20-23Q1-3 公司研发费用变化 (单位: 万元)	19
图 35: 不同类型员工的平均薪酬 (万元/年) 及同比变化情况	19
图 36: 公司敏捷型组织架构	20
图 37: 2018-2022 年我国“Z 世代”人口规模变化趋势 (单位: 亿人)	21
图 38: 公司柔性供应链技术示意图	22
图 39: 2020 年-2022 年公司存货周转次数 (次)	22
图 40: 2020-1H23 公司主营业务收入情况 (按销售地区分类; 单位: 亿元)	23
图 41: 2020-1H23 公司主营业务收入情况 (按销售平台分类; 单位: 亿元)	23
图 42: 2020-2022 年公司主要电商平台客单价 (单位: 元)	24
图 43: 2020-2022 年公司主要电商平台新客户平均消费价格 (单位: 元)	24
图 44: 2020-1H23 年公司部分品牌销售额, 品牌效应初现 (单位: 亿元)	24
图 45: 公司品牌金字塔	25

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 公司高管团队及简介	8

表 2：股权激励对象的基本情况	8
表 3：公司自主研发的供应端核心技术	20
表 4：2022 年公司不同层级供应商情况	21
表 5：公司自主研发的销售端核心技术	23
表 6：2021-2022 年公司各电商平台评价情况	23
表 7：收入拆分及毛利率预测	26
表 8：公司费用率预测	27
表 9：可比公司估值表	28
公司财务报表数据预测汇总	30

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究员不曾因、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受到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5%~15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026