

➤ **业绩简述：1) 2023：**实现营收 65.64 亿元/yoy+33.7%，归母净利润 3.36 亿元/yoy+81.62%，扣非归母净利润 3.08 亿元/yoy+78.80%。现金分红 1.00 亿元，分红比率为 29.81%。经营活动产生的现金流量净流入额为 5.50 亿元，同比增加 31.47%。**2) 1Q24：**实现营收 17.99 亿元/yoy+44.66%，归母净利润 0.86 亿元/yoy+65.58%，扣非归母净利润 0.70 亿元/yoy+53.52%。

➤ **持续贯彻全渠道研究，布局品牌全阶段合作平台。1) 分产品看，**23 年①服饰配饰商品销售收入 46.71 亿元/yoy+41.49%，占比总收入 71.17%/+3.92pct，毛利率 49.24%/-0.06pct；②非服饰配饰商品销售收入 17.36 亿元/yoy+19.48%，占比总收入 26.45%/-3.15pct，毛利率 38.11%/+0.73pct；③物流服务营收 1.26 亿元/yoy-12.40%，占比总收入 1.92%/-1.00pct；④其他业务营收 0.30 亿元/yoy+181.81%，占比总收入 0.46%/+0.24pct。**2) 分品牌看，**公司前五大品牌 Coofandy;Ekouaer;Avidlove;ANCHEER;Zeagoo 品牌分别实现收入 14.55/12.86/6.29/2.31/2.28 亿元，分别同比变化 +58.63%/+41.90%/+33.43%/-13.40%/+85.14%。**3) 分地区看，**境内收入 1.32 亿元/yoy-11.28%，占比总收入 2.01%/-1.02pct，境外北美地区收入 58.72 亿元/yoy+41.04%，占比 89.87%/+4.88pct，欧洲地区收入 4.99 亿元/yoy-10.15%，占比 7.64%/-3.70pct，亚洲和其他地区分别占比 0.32%/0.15%。**4) 分渠道看，**Amazon;Walmart;eBay 收入分别为 57.70/2.67/0.49 亿元，分别同比变化 +32.47%/+139.74%/+32.07%，占比总收入分别为 88.32%/4.08%/0.75%，自营网站同比增长 23.89%，占比总收入为 2.77%，其他 B2C 和 B2B 渠道占总收入比例为 2.15%。

➤ **盈利能力稳步提升，费用率保持稳定。**经调整，2023 年毛利率 45.84%/+1.07pct，24Q1 毛利率为 47.16%/+1.49pct。费率方面，2023 年销售/管理/研发/财务费用率分别为 35.67%/3.69%/1.34%/-0.07%，同比变化 +0.35/-0.12/+0.37/-0.09pct；24Q1 销售/管理/研发/财务费用率分别为 37.96%/2.07%/1.55%/-0.38%，同比变化+2.20/-0.34/+0.36/-1.14pct。

➤ **股权激励计划 (草案) 考核目标为收入 3 年 CAGR 23%或利润 3 年 CAGR 22%。**4 月 26 日，公司发布股权激励计划 (草案)，拟向 435 名激励对象授予 1200 万股限制性股票，占总股本 3.00%，考核年度为 2024-2026 年，考核目标为以 23 年收入和净利润为基数，24 年收入或净利润增长分别不低于 30%和 25%，25 年收入或净利润增长分别不低于 55%和 50%，26 年收入或净利润增长分别不低于 85%和 80%，经计算，收入或净利润 3 年 CAGR 分别不低于 22.8%或 21.6%。

➤ **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，为跨境电商业务降本增效，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 24-26 年公司实现归母净利润 4.37/5.51/6.93 亿元，同比增长 30.3%/26.0%/25.8%，对应 PE 为 23/19/15X，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**海外需求不及预期，国际贸易政策变化。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	6,564	9,025	11,036	13,275
增长率 (%)	33.7	37.5	22.3	20.3
归属母公司股东净利润 (百万元)	336	437	551	693
增长率 (%)	81.6	30.3	26.0	25.8
每股收益 (元)	0.84	1.09	1.38	1.73
PE	30	23	19	15
PB	4.2	3.9	3.5	3.1

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 4 月 26 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

25.53 元



分析师 刘文正

执业证书：S0100521100009

邮箱：liuwenzheng@mszq.com

研究助理 刘彦菁

执业证书：S0100122070036

邮箱：liuyanjing@mszq.com

相关研究

1. 赛维时代 (301381.SZ) 深度报告：全链路时尚产业跨境电商，品牌化发展未来可期-2023/11/16

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	6,564	9,025	11,036	13,275
营业成本	3,555	4,766	5,769	6,870
营业税金及附加	7	18	22	27
销售费用	2,342	3,265	4,016	4,867
管理费用	155	214	262	315
研发费用	88	139	177	222
EBIT	438	652	827	1,017
财务费用	-4	30	49	49
资产减值损失	-67	-150	-182	-216
投资收益	19	27	33	40
营业利润	390	506	637	801
营业外收支	-2	-1	-1	-1
利润总额	388	505	636	800
所得税	52	67	85	107
净利润	336	437	551	693
归属于母公司净利润	336	437	551	693
EBITDA	565	784	968	1,167

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	764	683	834	1,020
应收账款及票据	219	359	439	528
预付款项	33	60	72	86
存货	802	1,101	1,333	1,588
其他流动资产	775	1,514	1,535	1,558
流动资产合计	2,593	3,717	4,213	4,779
长期股权投资	4	4	4	4
固定资产	38	48	58	58
无形资产	3	3	3	3
非流动资产合计	1,030	1,142	1,145	1,138
资产合计	3,623	4,860	5,358	5,916
短期借款	110	1,030	1,090	1,120
应付账款及票据	381	457	553	659
其他流动负债	301	334	386	443
流动负债合计	792	1,821	2,029	2,222
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	417	388	388	388
非流动负债合计	417	388	388	388
负债合计	1,209	2,208	2,416	2,610
股本	400	400	400	400
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	2,414	2,651	2,942	3,307
负债和股东权益合计	3,623	4,860	5,358	5,916

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	33.70	37.50	22.29	20.28
EBIT 增长率	118.68	48.85	26.74	23.04
净利润增长率	81.62	30.29	26.05	25.83
盈利能力 (%)				
毛利率	45.84	47.19	47.73	48.25
净利润率	5.11	4.84	4.99	5.22
总资产收益率 ROA	9.26	9.00	10.28	11.72
净资产收益率 ROE	13.90	16.49	18.73	20.97
偿债能力				
流动比率	3.28	2.04	2.08	2.15
速动比率	2.09	1.34	1.33	1.35
现金比率	0.97	0.38	0.41	0.46
资产负债率 (%)	33.36	45.44	45.10	44.11
经营效率				
应收账款周转天数	13.30	11.52	13.00	13.10
存货周转天数	71.26	71.91	75.97	76.53
总资产周转率	2.19	2.13	2.16	2.35
每股指标 (元)				
每股收益	0.84	1.09	1.38	1.73
每股净资产	6.03	6.63	7.35	8.26
每股经营现金流	1.37	0.46	1.28	1.59
每股股利	0.50	0.65	0.82	1.03
估值分析				
PE	30	23	19	15
PB	4.2	3.9	3.5	3.1
EV/EBITDA	18.46	13.31	10.78	8.95
股息收益率 (%)	1.96	2.55	3.22	4.05

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	336	437	551	693
折旧和摊销	127	132	141	149
营运资金变动	32	-550	-381	-436
经营活动现金流	550	185	513	636
资本开支	-25	-36	-40	-37
投资	-40	-712	0	0
投资活动现金流	-1,164	-819	-7	3
股权募资	760	0	0	0
债务募资	92	921	60	30
筹资活动现金流	611	554	-354	-454
现金净流量	1	-81	151	185

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人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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收到任何形式的补偿。

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
行业评级	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