

赛维时代 (301381.SZ)

跨境电商服饰赛道龙头，技术驱动品牌扬帆出海

2024年08月21日

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

黄泽鹏（分析师）

吕明（分析师）

骆峥（分析师）

huangzepeng@kysec.cn

lvming@kysec.cn

luozheng@kysec.cn

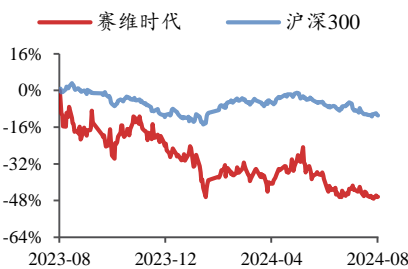
证书编号：S0790519110001

证书编号：S0790520030002

证书编号：S0790524040008

日期	2024/8/21
当前股价(元)	21.53
一年最高最低(元)	42.15/21.00
总市值(亿元)	86.14
流通市值(亿元)	41.40
总股本(亿股)	4.00
流通股本(亿股)	1.92
近3个月换手率(%)	91.27

股价走势图



数据来源：聚源

● 跨境电商服饰赛道龙头，技术驱动品牌出海，首次覆盖给予“买入”评级

赛维时代是跨境电商行业服饰赛道头部卖家，全链路数字化能力夯实基础，品牌化战略稳步推进，未来在巩固成熟品牌竞争优势基础上，持续孵化培育潜力品牌，有望保持较快增长。我们预计公司2024-2026年归母净利润为4.57/6.04/7.77亿元，对应EPS为1.14/1.51/1.94元，当前股价对应PE为18.8/14.3/11.1倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 海外消费趋势叠加制造业优势利好国货出海，服饰赛道有望强者愈强

我国跨境电商行业空间广阔，依托本土制造产业优势、政策扶持实现蓬勃发展，同时也深度受益于海外消费降级趋势下，消费者对高性价比商品的需求提升。就服饰赛道而言，海外顾客需求多样多变、不同区域人群身形及剪裁偏好差异明显，导致竞争格局分散；随着跨境电商服饰赛道竞争不断深化，头部品牌卖家有望基于获客、运营、供应及产品、履约等多维度综合竞争优势，实现强者愈强。

● 赛维时代：全链路数字化能力夯实基础，品牌化战略推动持续成长

(1) 数字化：公司定位为技术驱动的出口跨境品牌电商，已构建集产品研发、品牌孵化运营、供应链整合等于一体的全链路数字化能力；以“小前端+大中台”打造敏捷性组织，前者满足产品差异化、灵活响应等需求，而后可赋能前端的决策力和执行力。公司整体数智化底层架构坚实，可支撑未来规模高质量增长。

(2) 品牌化：作为公司成长性的核心来源，已形成以服饰配饰为代表的多样化品牌矩阵，品牌培育与孵化方法论完备（三阶段方法：品牌定位、拓展细分市场占、形成品牌溢价），未来头部成熟品牌、中坚品牌与新兴品牌作为成长核心有望保持较快增长，同时公司也积极孵化细分赛道的潜力品牌，持续贡献增量。

(3) 柔性供应链：公司已建立多维度考核机制并与优质供应商深度绑定，提高议价能力与品质管控；采用自主研发服装柔性供应链系统，基于遗传算法及多个子系统对工厂全链条进行数字化，打通各业务环节信息流，提高运作效率。

● 风险提示：宏观经济波动、市场竞争加剧、平台政策变化、品牌培育不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	4,909	6,564	9,200	11,698	14,401
YOY(%)	-11.8	33.7	40.2	27.1	23.1
归母净利润(百万元)	185	336	457	604	777
YOY(%)	-46.9	81.6	36.2	32.2	28.5
毛利率(%)	44.8	45.8	46.8	47.4	47.8
净利率(%)	3.8	5.1	5.0	5.2	5.4
ROE(%)	12.7	13.9	16.5	18.4	19.7
EPS(摊薄/元)	0.46	0.84	1.14	1.51	1.94
P/E(倍)	46.6	25.7	18.8	14.3	11.1
P/B(倍)	5.9	3.6	3.1	2.6	2.2

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、服饰品类跨境电商头部品牌卖家，数智化驱动品牌出海.....	4
1.1、发力服饰品类品牌出海，以北美市场和亚马逊平台为基本盘.....	4
1.2、公司股权结构集中，创始人及高管团队行业经验丰富.....	6
1.3、公司经营业绩重回增长轨道，盈利能力稳中有升.....	7
2、跨境电商：海外需求利好国货出海，服装品类空间可观.....	8
2.1、我国跨境电商行业景气度良好，欧美地区是主要市场.....	8
2.2、服装品类：跨境出口主力军，格局分散但强者有望愈强.....	9
2.3、平台格局：亚马逊仍是出海主阵地，新兴平台有望带来增量.....	10
2.4、海外消费降级叠加线上渗透率提升，制造业优势助力国货出海.....	12
3、全链路数字化能力夯实基础，品牌化战略推动持续成长.....	13
3.1、数字化能力全链路赋能，敏捷型组织快速响应.....	13
3.2、聚焦核心品类打造品牌矩阵，新品孵化未来可期.....	15
3.3、打造优质供应商生态，柔性供应链优化运转效率.....	19
4、盈利预测与投资建议.....	22
4.1、关键假设.....	22
4.2、盈利预测与估值.....	23
5、风险提示.....	24
附：财务预测摘要.....	25

图表目录

图 1：公司发力服饰品类品牌出海，自 2019 年起迈入快速发展期.....	4
图 2：公司服饰配饰销售占主营业务主要比重.....	4
图 3：2023 年公司前五大品牌销售总体表现亮眼.....	4
图 4：2023 年公司近九成销售在亚马逊平台实现.....	5
图 5：公司第三方电商平台店铺持续精简（单位：家）.....	5
图 6：公司核心市场为北美地区，其次是欧洲地区.....	5
图 7：公司股权结构集中，子公司职能定位清晰合理.....	6
图 8：2023 年开始公司营收重回增长轨道.....	7
图 9：2023 年以来公司归母净利润保持亮眼增长.....	7
图 10：2023 年以来公司盈利能力有所修复.....	7
图 11：2023 年公司对部分费用重分类导致波动.....	7
图 12：近年来全球 B2C 电商市场规模稳健增长.....	8
图 13：我国跨境电商出口总额增长良好.....	8
图 14：欧美地区是我国跨境电商当前的主要出口市场（2023 年）.....	8
图 15：预计我国跨境出口服装鞋履 B2C 电商有望增长.....	9
图 16：服装鞋履是 B2C 电商跨境出口的热门品类.....	9
图 17：产品开发是服装跨境出口行业最为核心的竞争要素之一.....	9
图 18：近年来亚马逊大盘 GMV 保持稳健增长.....	10
图 19：亚马逊在美国电商市场的市占率持续提升.....	10
图 20：亚马逊平台流量分配逻辑变化利好头部卖家.....	10
图 21：亚马逊 COSMO 算法可对消费者行为进行分析.....	10
图 22：截至 2024 年 7 月 Temu 已覆盖 75 个国家.....	11

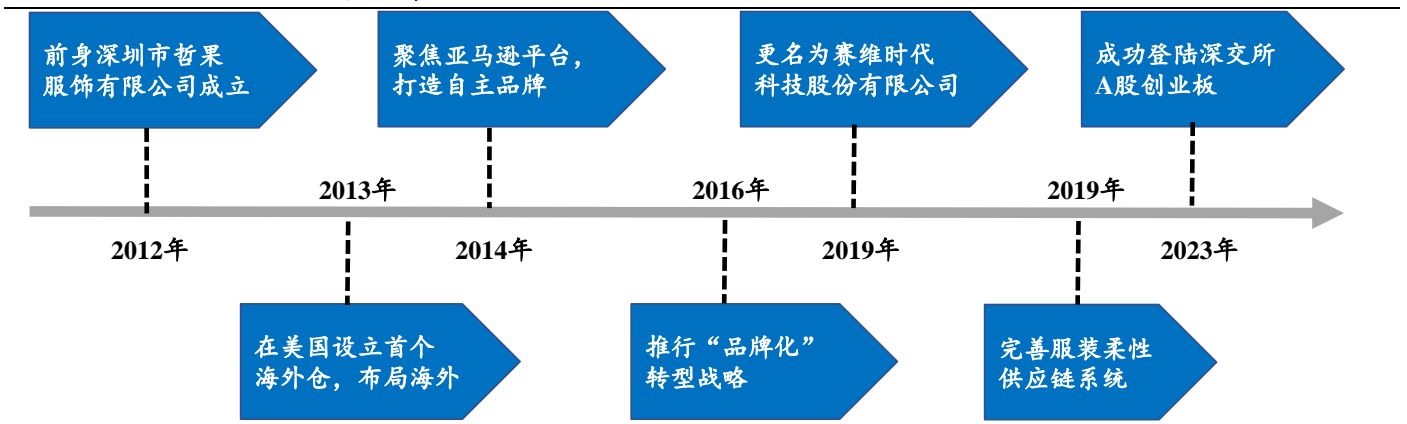
图 23: Temu 推出半托管模式开辟新增长曲线	11
图 24: TikTok Shop 的社群打法重新定义电商消费价值	11
图 25: 欧美近年来高通胀环境影响居民消费习惯	12
图 26: 2024 年以来美国消费者信心指数呈下降趋势	12
图 27: 美国电商渗透率近年来持续提升	12
图 28: 我国制造业优势助力高性价比国货出海	12
图 29: 公司以全链路数字化能力+敏捷型组织夯实基础	13
图 30: 公司已实现全链路数字化能力	13
图 31: 公司采购系统结合内外部数据优化库存管理	13
图 32: 公司会组织不同部门骨干开展训练营活动	14
图 33: 公司整合共享资源搭建“大中台”	14
图 34: 公司积极与外界科学专家团交流合作	14
图 35: 公司近年来持续加大研发费用投入	14
图 36: 公司服饰配饰品类的品牌类商品销售占比提升	15
图 37: 公司多个品牌 2020-2022 年累计营收过亿	15
图 38: 2023 年服饰配饰品类营收占比超过 70%，占据主要份额	16
图 39: 非服饰配饰品类销售额超 1000 万元的 SPU 数量有所减少（单位：个）	16
图 40: 2022 年非服饰配饰品类销售额超 1000 万元以上的单个 SPU 平均创收保持稳定（单位：万元）	16
图 41: 公司现有 4 个十亿级头部成熟品牌，超过 20 个亿级中坚品牌等	17
图 42: 2023 年公司头部品牌 Coofandy、Ekouaer、Zeagoo 增速亮眼	17
图 43: 通过品牌定位、拓展细分品类市占、形成品牌溢价能力三阶段孵化品牌	18
图 44: Coofandy、Ekouaer、Avidlove 等多个品牌的多款产品稳居 Amazon Best Sellers 细分品类前五	19
图 45: 公司通过严格的供应商选择流程打造优质供应链生态	20
图 46: 公司采购逐步向头部供应商集中	20
图 47: 服饰配饰品类 2020-2022 年累计销售金额前五大的 SPU 的平均采购单价保持稳定（单位：元/件）	20
图 48: 公司整体存货周转率高于可比公司子不语	21
图 49: 服饰配饰存货库龄结构健康，存货周转率改善（单位：万元、次/年）	21
图 50: 柔性供应链系统实现供应端、生产段、销售端的协同联动	21
表 1: 公司高层行业经验丰富，为长期成长保驾护航	6
表 2: 公司已形成涵盖服饰配饰、百货家居、运动娱乐、数码汽摩四大品类的多样化品牌矩阵	15
表 3: 预计公司服饰配饰业务有望作为成长核心保持较快增长	23
表 4: 公司品牌化战略支撑未来业绩快速增长，估值溢价具备一定合理性	24

1、服饰品类跨境电商头部品牌卖家，数智化驱动品牌出海

1.1、发力服饰品类品牌出海，以北美市场和亚马逊平台为基本盘

赛维时代依托亚马逊等第三方电商平台，服饰品牌化转型成功。赛维时代科技股份有限公司（下简称“公司”或“赛维时代”），前身为深圳市哲果服饰有限公司，成立于2012年，设立之初公司主要依托 eBay、AliExpress 等平台开展跨境电商业务，满足境外消费者对中国高性价比产品的需求。2014年，公司基于对海外电商平台格局的判断，主动发力布局亚马逊平台；2016年将核心产品定位于品牌服装，推行“品牌化”转型战略；2019年至今，公司构建了品牌矩阵支撑的多品类延伸能力，多个品牌在 Amazon Best Sellers 细分品类中排名靠前，进入快速发展阶段。

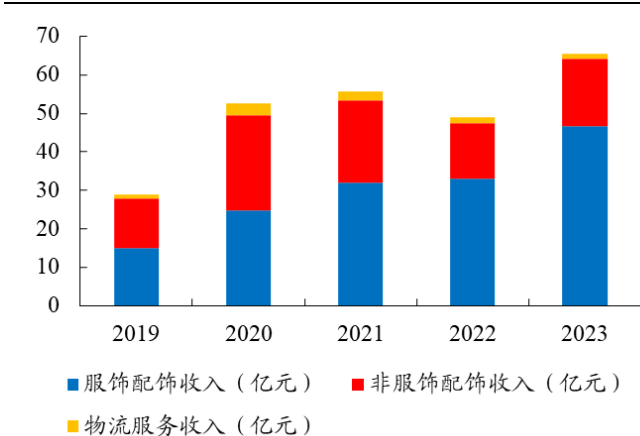
图1：公司发力服饰品类品牌出海，自2019年起迈入快速发展期



资料来源：公司公告、赛维时代公众号、开源证券研究所

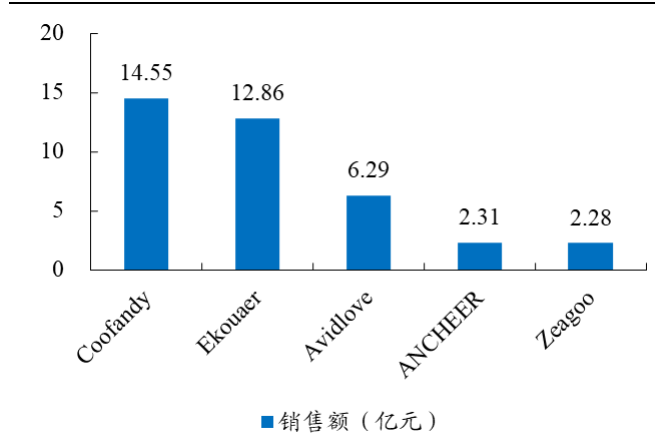
公司产品品类以服饰配饰为主，收入占比超70%。公司销售的产品包括服饰配饰和非服饰品类，服饰配饰品类2023年实现收入46.71亿元，同比增长41.5%，占主营业务收入71.5%，2019-2023年CAGR达32.7%；非服饰品类2020-2022年受亚马逊平台封号潮等因素影响，整体表现有一定下滑，2023年上述不利因素逐步缓解，再加上公司对非服饰品类进行精简和聚焦，强化产品级别研发投入，非服饰品类恢复正增长，2023年实现营收17.36亿元，同比增长19.5%，占主营业务收入26.6%。2023年，公司前5大品牌共实现收入38.29亿元，占主营业务收入的58.6%，其中4个品牌为服饰配饰类，占服饰配饰类收入的77.0%。

图2：公司服饰配饰销售占主营业务主要比重



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图3：2023年公司前五大品牌销售总体表现亮眼



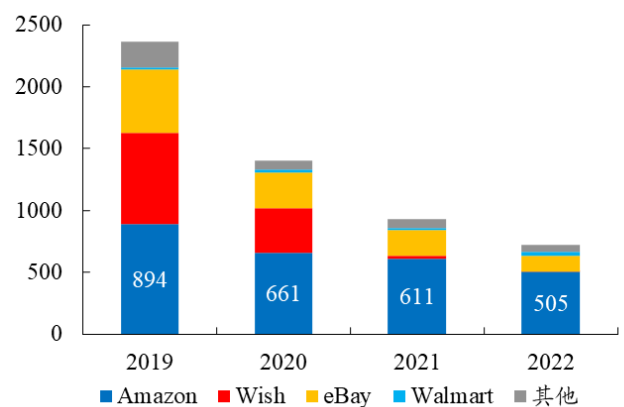
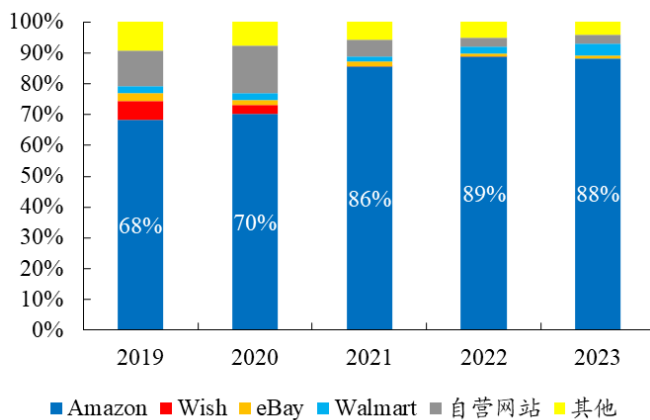
数据来源：公司公告、开源证券研究所

公司以 B2C 模式为主，亚马逊平台销售收入占比超 88%。公司以 B2C 模式为主，2023 年占主营业务 96.9%，B2B 业务和物流服务占比分别为 1.2%、1.9%。公司 B2C 业务收入由第三方电商平台和自营网站贡献，2023 年第三方电商平台收入占主营业务收入 94.1%，而第三方电商平台中，亚马逊平台收入自 2020 年公司着重投入布局以来实现快速增长，2023 年已占主营业务收入 88.3%；自营网站收入占比从 2020 年 15.2% 降至 2023 年 2.8%，主要因为公司主动将物流模式调整为海外仓发货，削弱了自营网站迅速响应市场需求的优势。

店铺数量逐步精简，亚马逊店铺占比提升。2019 年以来，公司“品牌化”转型成效显著，自有品牌的市场占有率和知名度提升明显，与之对应的是，公司开始逐步对第三方电商平台店铺数量进行合理精简，从 2019 年的 2361 家降至 2022 年的 722 家，而亚马逊平台上的店铺由于品牌化相对顺利，仍保持了一定的门店数量。

图4：2023 年公司近九成销售在亚马逊平台实现

图5：公司第三方电商平台店铺持续精简（单位：家）

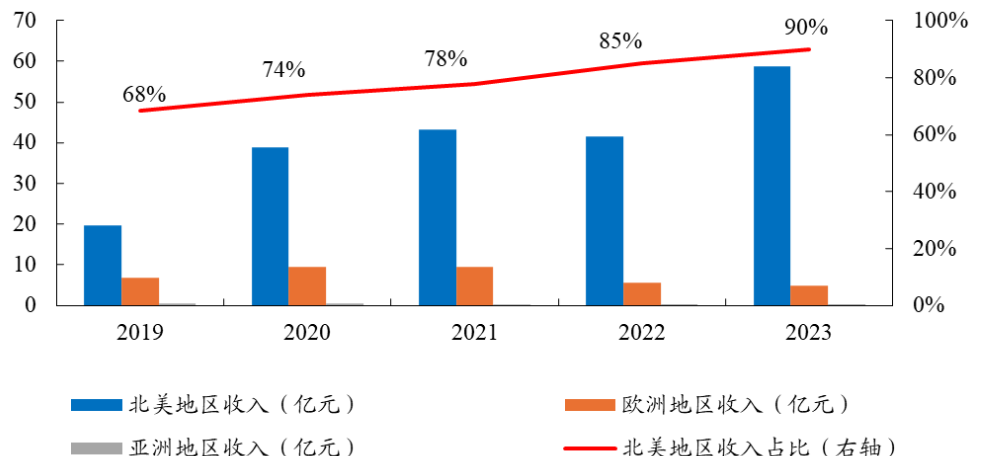


数据来源：公司公告、开源证券研究所

数据来源：公司公告、开源证券研究所

分地区看，公司以北美、欧洲为主要市场。分地区看，北美地区贡献了公司大部分销售收入，且占比逐年提升，从 2019 年的 68% 升至 2023 年的 90%；欧洲为第二大销售地区，近年收入占比下滑有所下滑，自 2019 年的 24% 降至 2023 年的 8%，但值得关注的是，2024Q1 公司在欧洲地区的销售出现边际改善，扭转 2023 年的下跌态势，恢复正增长，其中德国和英国是公司在欧洲的主要市场。

图6：公司核心市场为北美地区，其次是欧洲地区

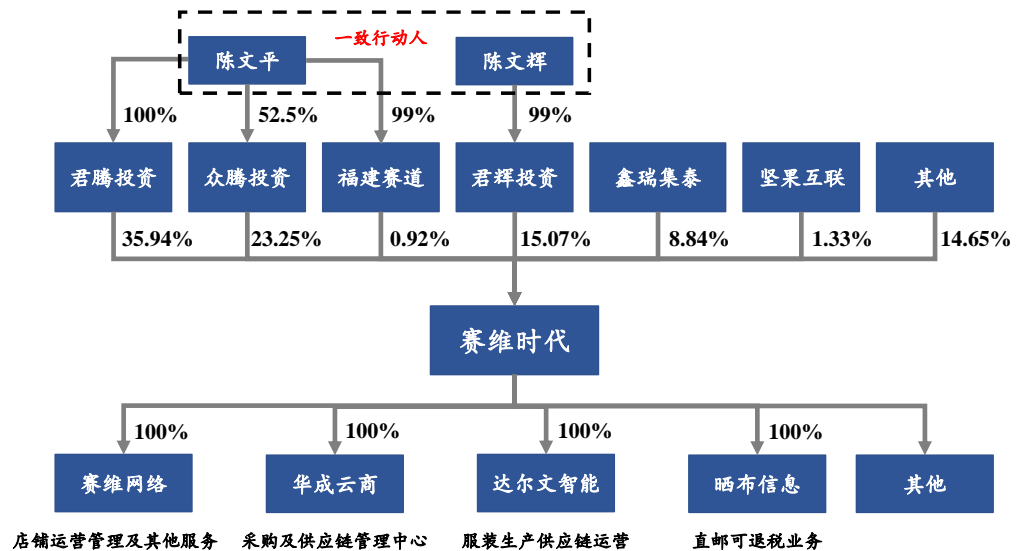


数据来源：公司公告、开源证券研究所

1.2、公司股权结构集中，创始人及高管团队行业经验丰富

公司股权结构集中，子公司职能定位明确。公司控股股东、实际控制人陈文平先生，通过君腾投资、众腾投资以及福建赛道对公司进行持股，合计控制公司股份过半；实控人家族整体持股比例较高，董事陈文辉（陈文平胞兄）、陈晓兰（陈文平表妹）分别通过君辉投资、众腾投资对公司进行持股，公司整体股权结构集中。组织架构方面，公司作为集团总部，主要负责总部管理及 IT 服务，在旗下设立多家子公司，分别承担店铺运营管理、采购及供应链管理、服装生产供应链运营、报关等业务，按职能分工、业务模式差异、核算便利性等原则对子公司进行统筹管理。

图7：公司股权结构集中，子公司职能定位清晰合理



资料来源：Wind、公司公告、开源证券研究所（截至 2024 年 3 月 31 日）

公司核心管理层行业经验丰富，股权激励助力公司长远发展。公司创始人陈文平在信息技术领域履历丰富，曾任方正科技 IE 主管、艾默生工艺部总经理，工程和技术经验丰富，注重公司的数字化建设和长期发展。此外，公司多位高管均在互联网、跨境电商行业深耕多年，具备数字化运营视野，对未来业务发展趋势具有深刻理解。2024 年公司推出股权激励计划，首次授予的激励对象总计 435 人，包括公司董事、管理人员、核心技术（业务）骨干人员，未来有望吸引和留住优秀人才，充分调动公司核心团队的积极性。

表1：公司高层行业经验丰富，为长期成长保驾护航

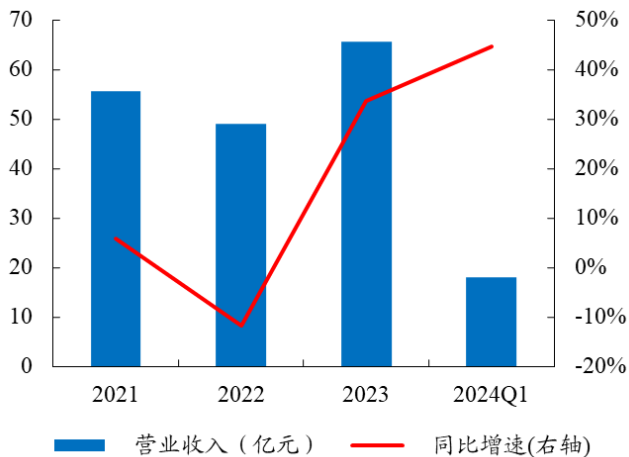
姓名	职务	履历介绍
陈文平	董事长、总经理	曾任台达电子(东莞)有限公司工程师、深圳市方正科技有限公司 IE 主管、艾默生网络能源有限公司工艺工程部工程师、工艺技术部经理、工艺部总经理；现任公司董事长、总经理。
陈文辉	董事	曾在 eBay 平台自营油画、数码产品销售；现任公司董事、达尔文智能执行董事。
陈晓兰	董事	曾任公司财务总监、财务副总裁、财务负责人、董事会秘书；现任公司董事。
林文佳	财务负责人	曾任毕马威华振会计师事务所深圳分所高级经理；现任公司财务负责人。
艾帆	董事会秘书	曾任艾默生网络能源有限公司运作支持部副总经理；现任公司董事会秘书与人力资源部总监。
帅勇	副总经理	曾任岁宝百货有限公司供应链总监、艾默生网络能源（美国）高级战略供应链经理；现任公司副总经理、赛维网络运德供应链副总裁。

资料来源：公司公告、开源证券研究所

1.3、公司经营业绩重回增长轨道，盈利能力稳中有升

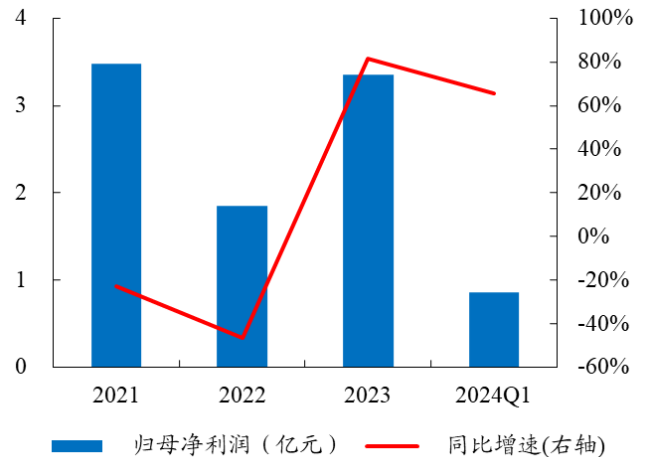
公司经营业绩自 2023 年起重回增长轨道。公司经营业绩在 2021、2022 年有所承压，主要系运费高企、亚马逊库存新政等因素影响，2023 年以来外部环境好转，整体经营业绩恢复快速增长，2023/2024Q1 分别实现营业收入 65.64/17.99 亿元，分别同比 +33.7%/+44.7%，分别实现归母净利润 3.36/0.86 亿元，分别同比 +81.6%/+65.6%。此外，根据公司业绩预告，2024H1 公司预计实现营业收入 41.5-42.5 亿元，同比增长 49.7%-53.3%，预计实现归母净利润 2.28-2.48 亿元，同比增长 51.6%-64.9%。

图8：2023 年开始公司营收重回增长轨道



数据来源：Wind、开源证券研究所

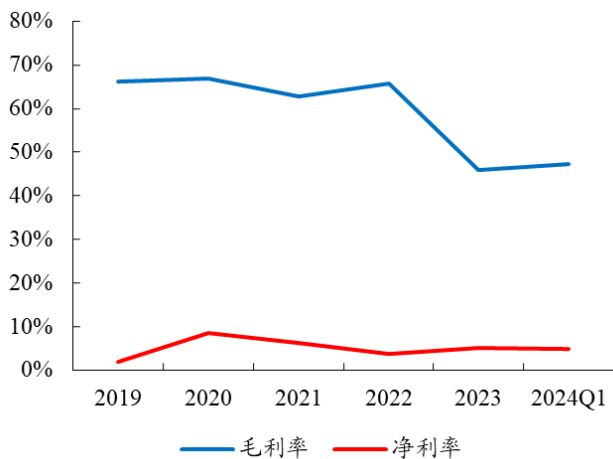
图9：2023 年以来公司归母净利润保持亮眼增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

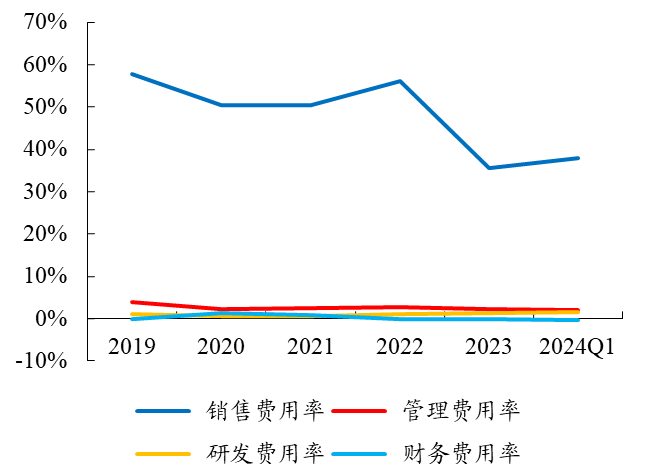
盈利能力近年来稳中有升，有望受益于亚马逊佣金新政策。复盘公司盈利能力表现，2022 年毛利率有所提高，主要系毛利率较高的服饰类产品销售占比提升所致，但是由于营业收入下滑，导致期间费用率上升进而拖累净利率表现。2023 年，由于公司将物流费用自销售费用重分类至营业成本，因此毛利率与销售费用率出现较大波动，从最终的净利率表现看，2022/2023/2024Q1 分别为 3.77%/5.11%/4.78%，近年来持续修复。未来随着公司品牌化战略的深入，单均价提升有望推动物流费率等下降，同时亚马逊服饰佣金的下调也有利于平台费用环节的费用率下降。

图10：2023 年以来公司盈利能力有所修复



数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：2023 年公司部分费用重分类导致波动



数据来源：Wind、开源证券研究所

2、跨境电商：海外需求利好国货出海，服装品类空间可观

2.1、我国跨境电商行业景气度良好，欧美地区是主要市场

全球 B2C 电商市场规模稳健增长，我国跨境出口电商表现良好。根据国际贸易管理局数据，近年来全球 B2C 电商市场规模保持稳健增长，2023 年已达 4.8 万亿美元。我国跨境电商行业在此背景下也取得了快速发展，2023 年我国跨境电商进出口总额 2.38 万亿元，同比增长 15.6%，其中出口 1.83 万亿元，同比增长 19.6%，且 2024 年一季度亦保持良好景气度。从我国贸易出口结构来看，2024 年一季度，跨境电商占我国出口比重达 7.8%，拉动出口增长超 1 个百分点。跨境电商作为发展速度最快、潜力最大的外贸新业态，已成为我国外贸领域的一抹新亮色。

图12：近年来全球 B2C 电商市场规模稳健增长

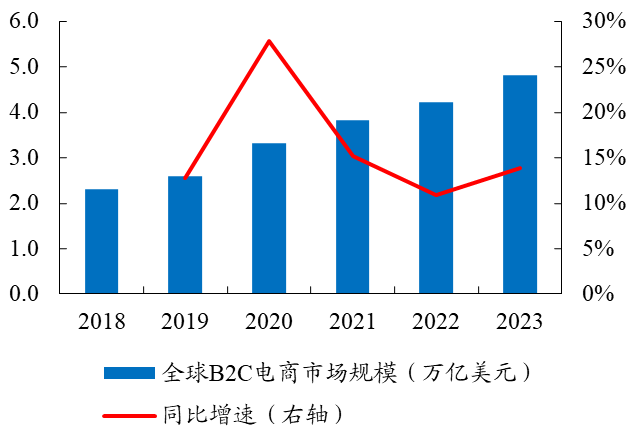
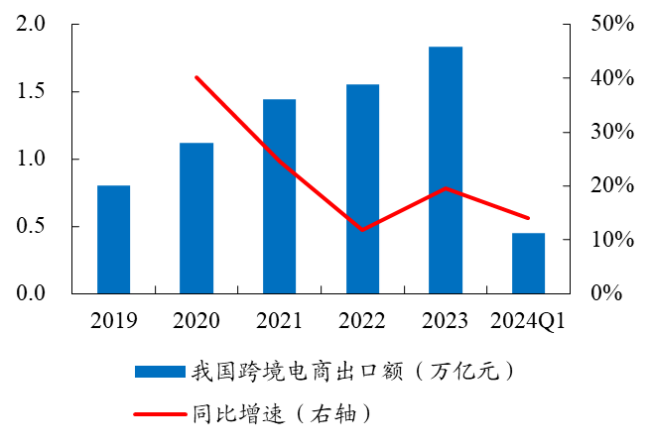


图13：我国跨境电商出口总额增长良好

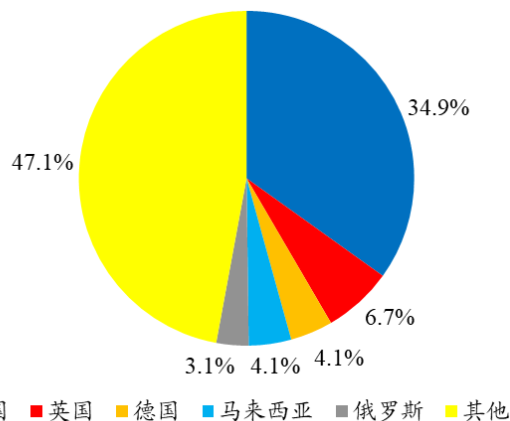


数据来源：国际贸易管理局、开源证券研究所

数据来源：网经社、开源证券研究所

从地区看，欧美为我国跨境电商主要出口国。从跨境电商出口目的地来看，2023 年欧美地区是我国跨境电商主要市场，其中，美国/英国/德国分别占比 34.9%/6.7%/4.1%。欧美地区基础设施成熟、居民消费能力强，预计未来仍会是我国跨境电商的主要市场；同时，随着“丝路电商”和 RECP 区域合作的不断深入，以及数字经济建设和物流基础设施快速发展，东南亚、南美等新兴市场的电商发展空间广阔，有望成为我国跨境电商出海的新增长点。

图14：欧美地区是我国跨境电商当前的主要出口市场（2023 年）



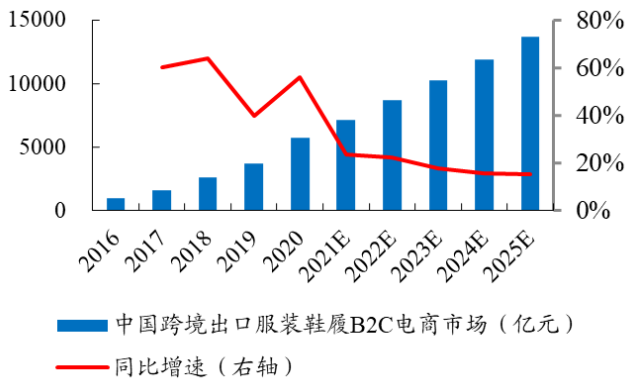
数据来源：Statista、开源证券研究所

2.2、服装品类：跨境出口主力军，格局分散但强者有望愈强

服装鞋履 B2C 跨境出口快速增长，规模有望突破 1.5 万亿元。根据子不语招股说明书的弗若斯特沙利文数据，我国跨境电商服饰鞋履 B2C 跨境电商规模从 2016 年到 2020 年的复合增速为 54.8%，预计从 2020 年到 2025 年以 18.9% 的 CAGR 最终实现 1.37 万亿元规模，市场空间可观。

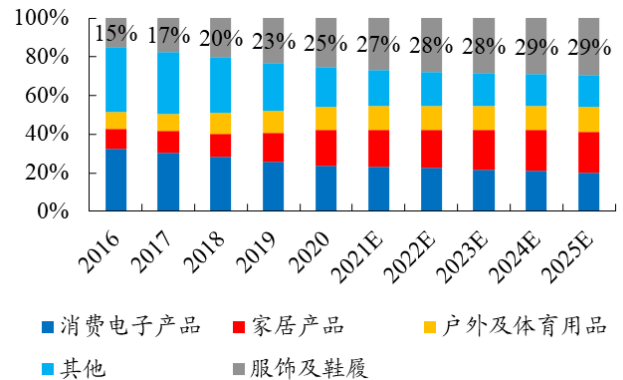
服装鞋履是跨境出口的热门品类，份额预计稳步提升。根据艾瑞咨询数据，2022 年我国跨境出口 B2C 品类 TOP3 分别为服饰鞋履、3C 电子和家居，总和占约七成，作为传统优势赛道的规模效应不容小觑，预计未来份额占比依然会保持稳定。根据弗若斯特沙利文数据，在线上销售渠道及消费者收入水平提升的推动下，服饰及鞋履在跨境电商出口 B2C 市场中的市场份额按 GMV 口径计从 2016 年的 14.6% 稳步增长到 2020 年的 25.2%，预计 2025 年进一步提升至 29.5%。

图15：预计我国跨境出口服装鞋履 B2C 电商有望增长



数据来源：弗若斯特沙利文、开源证券研究所

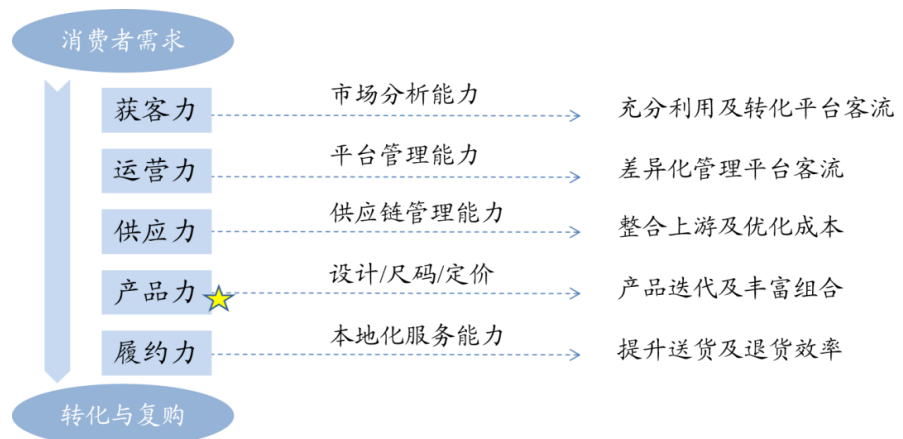
图16：服装鞋履是 B2C 电商跨境出口的热门品类



数据来源：弗若斯特沙利文、开源证券研究所

服装品类竞争格局分散，预计头部企业强者恒强。服装品类的消费者需求多样且不断变化，且全球来看各市场消费者身形及剪裁偏好不同，导致竞争格局分散，体现在客群分散、SKU 丰富、要快速推新、尺码管理等，这要求行业参加者从获客、运营、供应及产品、履约五个环节全面发展，以实现需求转化、库存管理及退货率把控，其中产品开发是最核心的竞争要素之一。随着跨境电商服饰赛道竞争逐渐进入深水区，预计头部品牌卖家有望基于多维度综合竞争优势，实现强者愈强。

图17：产品开发是服装跨境出口行业最为核心的竞争要素之一

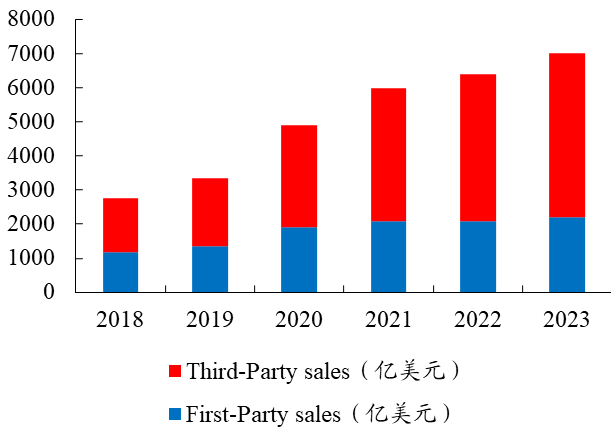


资料来源：子不语招股说明书、开源证券研究所

2.3、平台格局：亚马逊仍是出海主阵地，新兴平台有望带来增量

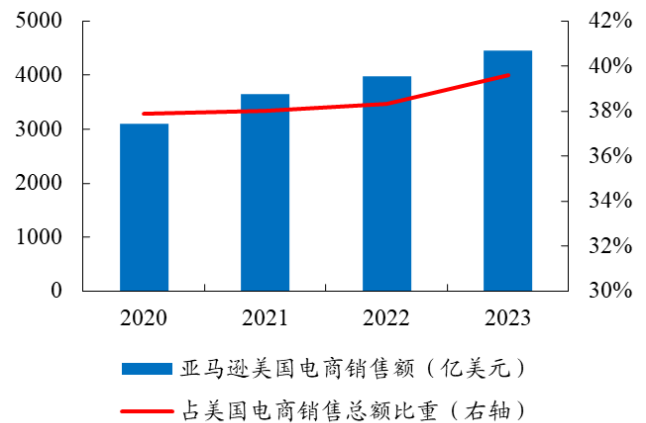
亚马逊大盘销售近年来保持稳健增长，仍是中国卖家出海主阵地。根据 Marketplace Pulse 数据，亚马逊平台近年来销售规模稳健增长，2023 年 GMV 达 7000 亿美元；而根据 EMARKETER 数据，亚马逊美国市场 GMV 达 4448 亿美元，约占美国电商市场 40%。亚马逊平台上，中国卖家规模亦快速增长，ecommerceDB 预估 2023 年平台近 3 成 GMV 由中国卖家创造。此外，根据 2024 郑州跨境电商大会信息，2023 年亚马逊上销售额超 100 万美元的中国卖家数同比增长超 25%，销售额超 1000 万美元的中国卖家数同比增长近 30%。未来，亚马逊立足平台流量、客群认知、供应链(FBA 等基础设施)、媒体网络等优势，有望作为中国卖家出海主阵地，实现持续增长。

图18：近年来亚马逊大盘 GMV 保持稳健增长



数据来源：Marketplace Pulse、开源证券研究所

图19：亚马逊在美国电商市场的市占率持续提升



数据来源：eMarketer、开源证券研究所

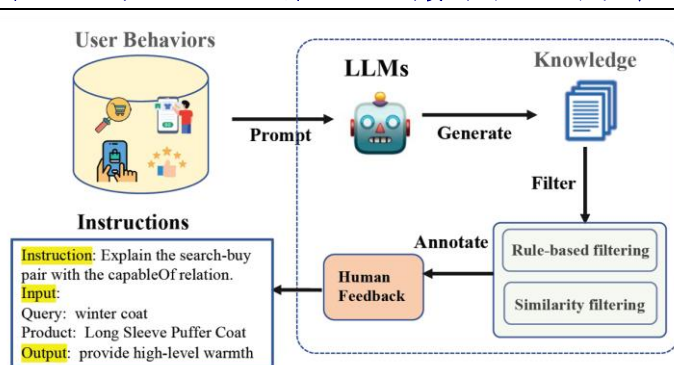
亚马逊平台流量分配逻辑改变，运营门槛提高利好头部卖家。亚马逊搜索算法已从 A9 逐步升级至 A10，除调整已有的广告投入、销售记录、转化率等要素权重外，新增了有机销售、浏览量、站外引流等要素。整体来看，在新流量分配逻辑下，早先卖家依靠广告投入起量的简单模式可行性在下降，提高综合运营能力抓自然流量的重要性也愈发凸显，未来头部卖家优势有望扩大。此外，亚马逊正探索基于大语言模型理解消费者意图的 COSMO 算法，亚马逊针对美国站约 10% 的用户进行了历时数个月的 A/B 测试，结果显示将 COSMO 整合到在线搜索导航系统后，该细分市场的产品销售额增长了 0.7%，同时消费者对搜索导航栏的使用率也提升了 8%。未来，COSMO 算法的推进有望提高流量转化效率，将流量引向更精确细分的品类，多细分品类布局的卖家有望从中受益。

图20：亚马逊平台流量分配逻辑变化利好头部卖家



资料来源：Bebolddigital

图21：亚马逊 COSMO 算法可对消费者行为进行分析



资料来源：amazon.science

Temu“全托管”、“半托管”降低出海门槛，主打性价比开拓全球市场。拼多多的 Temu 平台创立伊始采用全托管模式，即平台承担销售、运营和部分物流职能，通过全链路把控获取更低进货价格并保障品质，实现“绝对低价”核心优势，近年来在全球范围内快速崛起。对卖家（尤其工厂、工贸一体型企业）而言，Temu 平台虽然压低卖家毛利率，但不失为一个低门槛、快速出海拓宽销路的增量新渠道。随后在 2024 年 3 月，Temu 在美国站推出了半托管模式，截至 2024 年 6 月已上线 9 国，该模式与全托管最大的区别在于仓储物流、顾客触达环节均由卖家负责，要求其合作卖家具备相对成熟的跨境电商运营经验，以及完备的海外仓等仓储物流资源以配合履约发货，能提供更灵活的物流选择和更可观的盈利空间。

图22：截至 2024 年 7 月 Temu 已覆盖 75 个国家



资料来源：Temu 官网

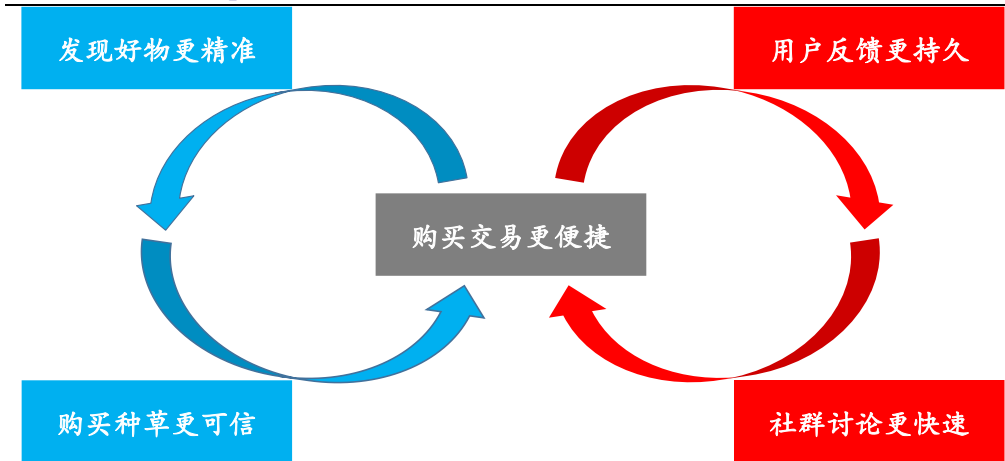
图23：Temu 推出半托管模式开辟新增长曲线



资料来源：晚点 LatePost

TikTok Shop 依托主站流量红利，打造兴趣电商出海。截至 2024 年 4 月，TikTok 的全球下载量超过 49.2 亿次，月度活跃用户数超过 15.8 亿，而 TikTok Shop 作为全球顶流社交平台 TikTok 旗下的电商平台，背靠主站充足且优质的流量资源，把握海外用户兴趣趋势，以社群电商的模式构建可持续循环的购物路径，通过短视频、直播等形式进行产品推广，注重内容创意和娱乐性，正逐步成为全球爆品新阵地，也为国内具备一定运营能力的卖家提供了内容电商出海的增量渠道。

图24：TikTok Shop 的社群打法重新定义电商消费价值

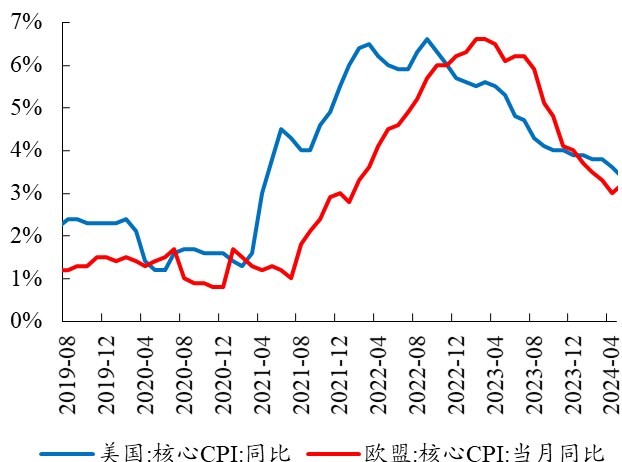


资料来源：Kalodata《TikTok 2024 电商白皮书》、开源证券研究所

2.4、海外消费降级叠加线上渗透率提升，制造业优势助力国货出海

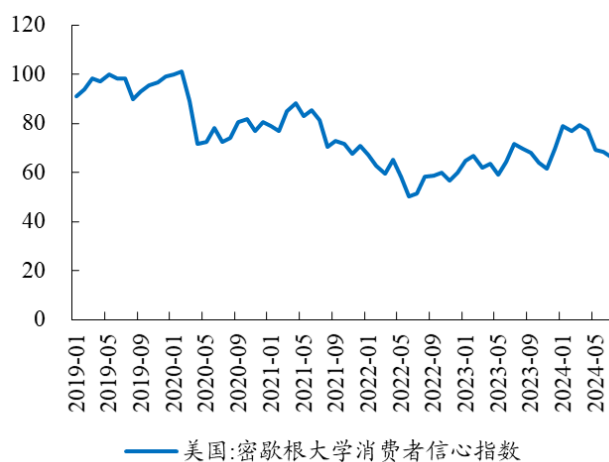
海外消费存在降级趋势，性价比商品需求不断提升。海外市场以欧美为例，整体需求表现强劲，而内部已呈现结构性变化，核心矛盾是较高的通胀水平给实际购买力带来压力，而消费者持续担忧未来经济形势的不确定性。麦肯锡最新调查显示，在发达国家，大约 40%的消费者为了寻求更好的价格和折扣而更换了零售商，背后核心原因指向了通货膨胀和经济不确定性。2024 年以来，美国密歇根大学消费者信心指数也呈下滑趋势，7 月已达 66.0，也反映出当前美国市场消费者的心态变化。

图25：欧美近年来高通胀环境影响居民消费习惯



数据来源：Wind、开源证券研究所

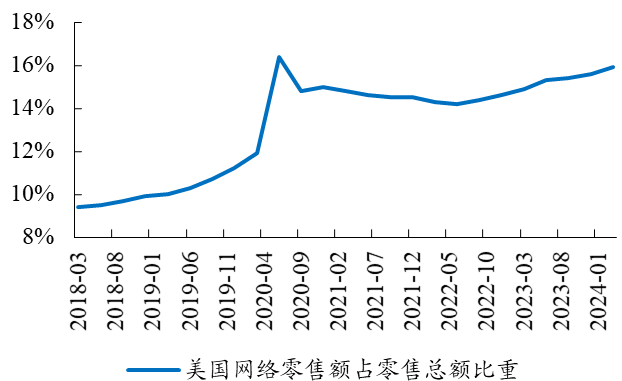
图26：2024 年以来美国消费者信心指数呈下降趋势



数据来源：Wind、开源证券研究所

海外市场线上渠道渗透率持续提升，国货出海有望顺应趋势加速增长。近年来以美国为代表的海外市场线上渠道渗透率持续提升，一方面因为疫情对海外消费者购物习惯产生深远影响，另一方面，线上渠道的多数商品性价比优于传统线下渠道，尤其近几年亚马逊等主流电商平台大促和日常折扣力度在持续加大；此外，随着 Temu、TikTok Shop 等新兴电商平台的崛起，海外市场线上渠道多样性、性价比和运营效率等优势有望进一步凸显，带动整体线上渠道渗透率提升。我国出海企业背靠制造端的优质资源，在产品力与性价比方面已树立良好口碑，借助跨境电商等渠道红利，有望充分受益于海外市场消费趋势及景气度，获得海外消费者的更多青睐，进而提升市场份额。

图27：美国电商渗透率近年来持续提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图28：我国制造业优势助力高性价比国货出海



资料来源：环球网

3、全链路数字化能力夯实基础，品牌化战略推动持续成长

3.1、数字化能力全链路赋能，敏捷型组织快速响应

公司通过全链路数字化能力+敏捷型组织夯实基础。公司定位为技术驱动的出口跨境品牌电商，通过平台化快速反应能力满足全球消费者的高品质、个性化的时尚生活需求，以全链路数字化能力和敏捷型组织为基石，逐步构建集产品开发设计、品牌孵化及运营、供应链整合等于一体的全链条品牌运营模式。

图29：公司以全链路数字化能力+敏捷型组织夯实基础



资料来源：公司公告

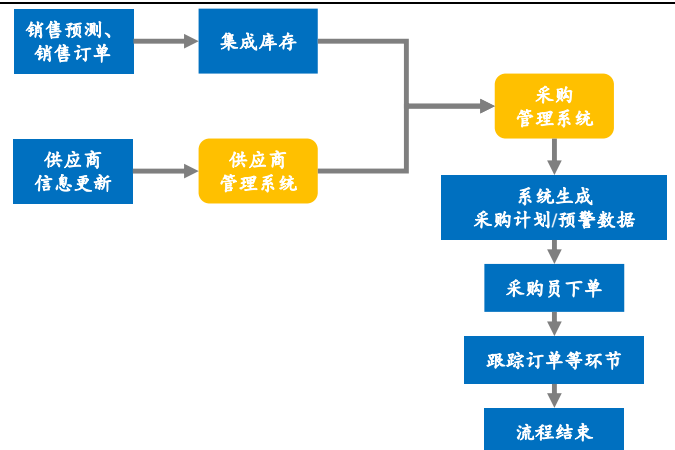
公司的数字化能力贯穿企业经营的全链路。公司基于贯穿产品研发设计、供应链、品牌孵化与运营的信息流闭环架构，实现全链路数字化能力。产品开发设计方面，精准挖掘各国消费者需求赋能产品研发，利用发布会、新媒体、时尚杂志等渠道调研市场潮流，并借助 Google Trends Finder 等工具分析市场热点，进而预判流行趋势；电商运营方面，运用大数据技术优化供应链运转效率，例如采购系统结合机器学习算法及内外部数据对采购行为进行指导，显著提升存货管理水平；品牌孵化与运营方面，以数据驱动的销售运营能力实现“精细化”、“自动化”。

图30：公司已实现全链路数字化能力



资料来源：公司公告

图31：公司采购系统结合内外部数据优化库存管理



资料来源：公司公告、开源证券研究所

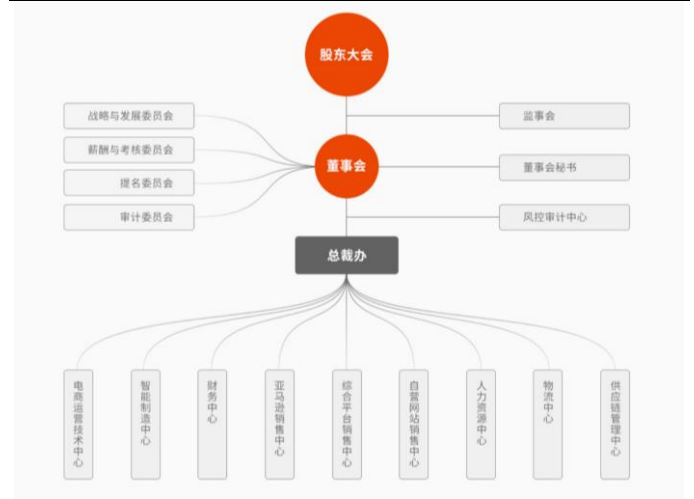
公司通过“小前端+大中台”和“阿米巴”组织架构打造敏捷性组织。为了维持旗下各品牌差异化定位、快速响应市场需求，同时打造平台化的快速反应能力，公司从2017年便开始布局并优化“小前端+大中台”的组织架构：**(1) 小前端**：公司在前端整合产品设计、销售运营等部门，设置多个“小前端”，以满足产品差异化、灵活响应等需求，同时引入“阿米巴经营模式”，树立“考核公平、奖励无限、奖优汰劣”的励才观，促使各部门管理人员均能从全局和效益角度出发，关注自身产出数据和工作成果。**(2) 大中台**：公司通过整合共享资源搭建了涵盖供应链管理、物流、仓储、财务、人力资源、IT部门的“大中台”，赋能前端的决策力和执行力。

图32：公司会组织不同部门骨干开展训练营活动



资料来源：赛维时代公众号

图33：公司整合共享资源搭建“大中台”



资料来源：公司官网

公司积极布局 AI 相关应用，持续投入提升科技水平。公司在研发投入方面规划清晰：

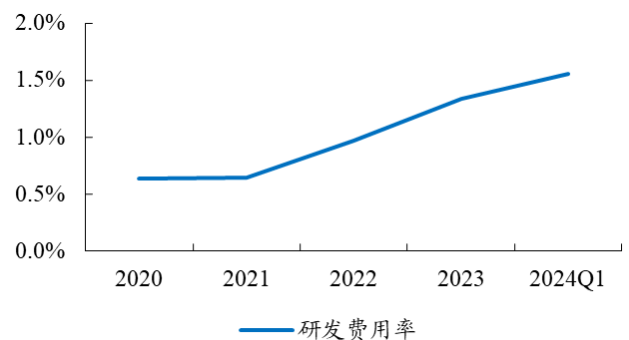
- (1) **基于大模型的 AI 相关应用研发**：结合大模型技术与公司业务流程，实现营销推广文案生成、产品描述生成及优化、智能化客服、智能化产品评论分析等关键功能，提升运营效率和市场响应速度；
- (2) **智慧供应链建设**：利用大模型对产品进行标签优化，精准识别和定义关键要素，结合算法进行销售预测，提升与供应商交互的效率；
- (3) **多维度智能数据分析平台**：结合了大语言模型、机器学习、线性归因模型算法，可供公司各业务团队使用；
- (4) **影响类素材生成项目研发**：采用 Stable Diffusion 等框架，通过高效图像和视频生成，提升商品呈现效果。此外还有多方面技术升级计划，有望结合 AI 相关技术进一步发挥公司的信息化优势，降低运营风险和成本，提高整体经营管理效率和内控能力。

图34：公司积极与外界科学专家团交流合作



资料来源：公司官网

图35：公司近年来持续加大研发费用投入

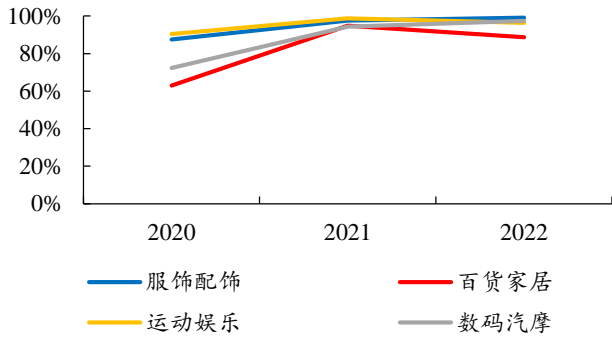


数据来源：Wind、开源证券研究所

3.2、聚焦核心品类打造品牌矩阵，新品孵化未来可期

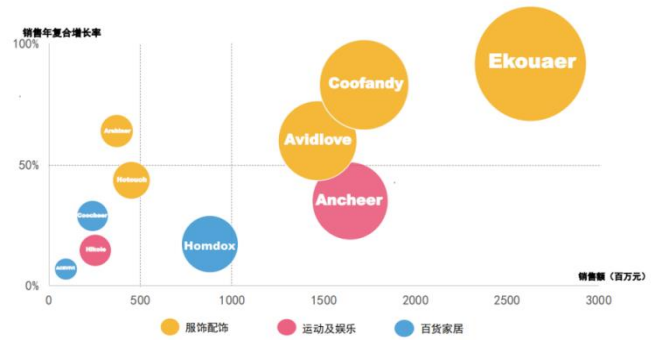
搭建多样化品牌矩阵，促进品牌向多品类、多层次延伸。2016年公司推行“品牌化”转型战略，品牌类商品销售占比逐年提升，2020-2022年公司品牌类商品的销售占比分别为81.58%、97.23%、97.36%。现已形成涵盖服饰配饰、百货家居、运动娱乐、数码汽摩四大品类的多样化品牌矩阵，实现对消费者的全方位覆盖，其中营收过千万品牌63个，营收过亿品牌21个，在商品销售收入中占重要份额。

图36：公司服饰配饰品类的品牌类商品销售占比提升



数据来源：公司公告、开源证券研究所



图37：公司多个品牌 2020-2022 年累计营收过亿



资料来源：公司公告，注：上图所示销售额为品牌 2020-2022 年总销售额，销售增长率为 2021 年该品牌销售额相较于 2019 年销售额的年复合增长率水平。

表2：公司现已形成涵盖服饰配饰、百货家居、运动娱乐、数码汽摩四大品类的多样化品牌矩阵

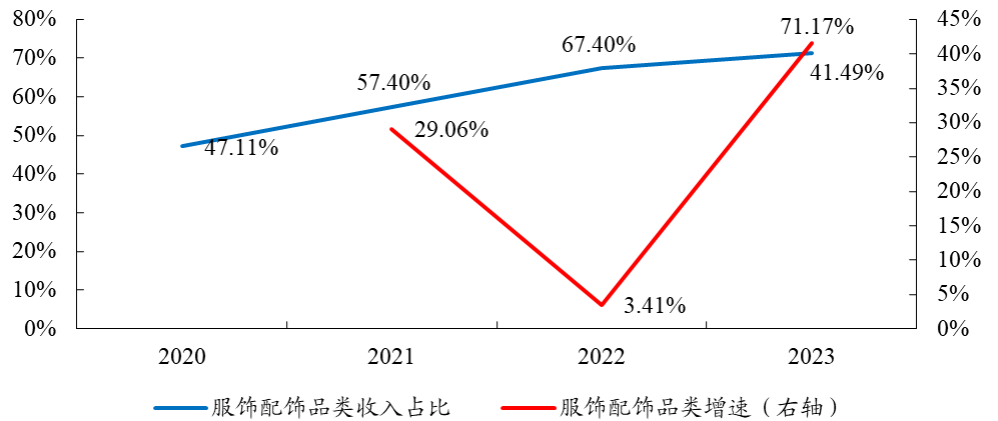
系列	主要品牌	主要产品	图示
女装			
家居服&睡衣	Ekouaer、Avidlove、Coofandy、Zeagoo、Hotouch、Arshiner、SHESHOW、Retro Stage、ADOME		
男装			
功能服			
百货家居	Homdox、Coocheer、ACEVIVI	大中型：高压清洗机、电动足浴盆 小型：爆米花机、干果机、20L 小冰箱等	

系列	主要品牌	主要产品	图示
运动娱乐	ANCHEER、Hikole	自行车、滑板车、健身器材	
数码汽摩	Coocheer、Sainovo	3D 打印机、汽车、摩托车配件	

资料来源：公司公告、开源证券研究所

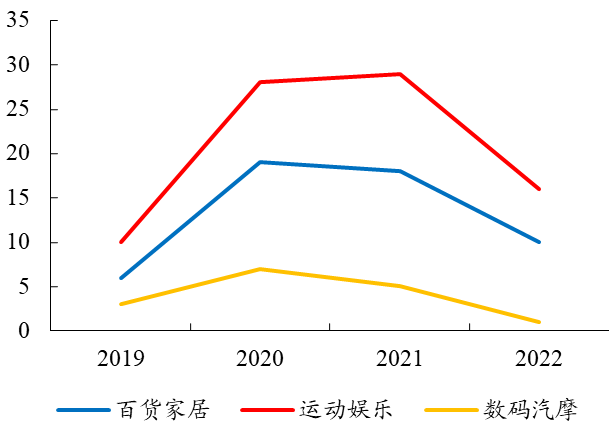
聚焦服饰配饰核心品类，精品培育其他品类。公司核心品类服饰配饰类 2023 年营收占比超过 70%，占据主要份额，2023 年营业收入增速为 41.49%。非服饰配饰品类进行品类精简与聚焦，精选具备市场基础与增长空间的品类并强化产品级别的研发投入，进一步夯实品类竞争力和品牌溢价能力。2022 年非服饰配饰品类销售额超 1000 万元以上 SPU 数量减少至 27 个，百货家居、运动娱乐单个 SKU 平均创收保持稳定，数码汽摩类单个 SPU 平均创收上升至 1882.43 万元。2023 年公司非服饰配饰品类精简后仅保留 10 个前期运营基础较好以及未来市场容量较大的品类，收入恢复正增长，同比增长 19.48%。

图38：2023 年服饰配饰品类营收占比超过 70%，占据主要份额



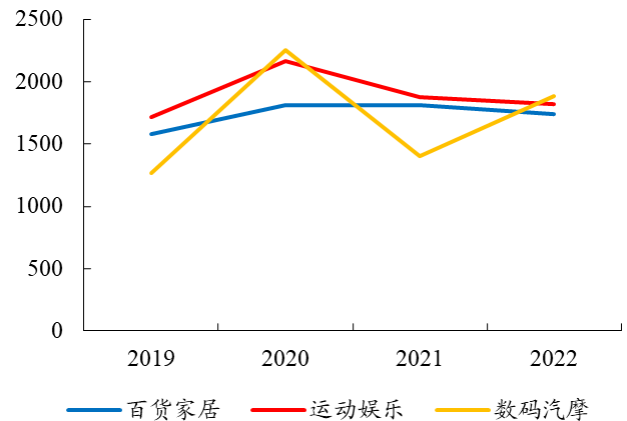
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图39：非服饰配饰品类销售额超 1000 万元的 SPU 数量有所减少 (单位：个)



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图40：2022 年非服饰配饰品类销售额超 1000 万元以上的单个 SPU 平均创收保持稳定 (单位：万元)



数据来源：公司公告、开源证券研究所

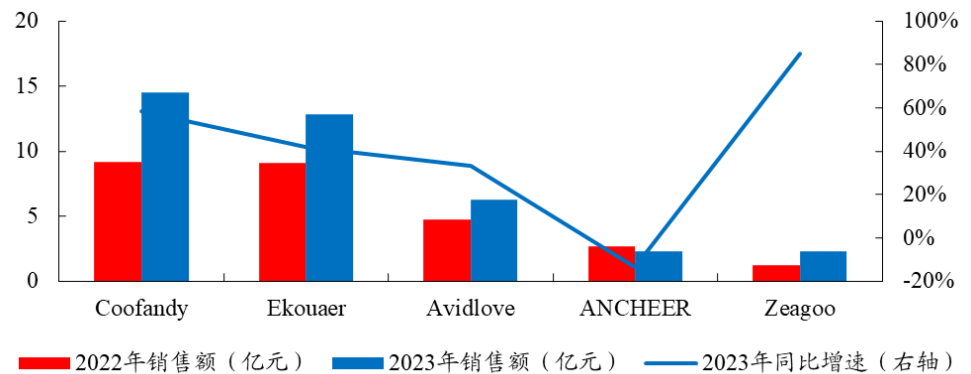
沉淀品牌孵化经验，打造有梯度的品牌矩阵。公司现有 4 个十亿级头部成熟品牌，超过 20 个亿级中坚品牌与超过 70 个千万级新兴品牌。(1) 服装类头部品牌增长强劲，2023 年男装品牌 Coofandy 及家居服品牌 Ekouaer 年度销售收入均首次突破 10 亿元且增速亮眼，内衣品牌 Avidlove 年度销售额超过 5 亿元。(2) 头部品牌成熟的孵化路径和经验带动中坚品牌迭代升级，2023 年中坚品牌 ANCHEER、Zeagoo、COBIZI、Hotouch、Arshiner、Vivi 年度销售额超过 1 亿元，其中 Zeagoo 销售收入达到 2.3 亿元，同比增长 85.1%，2024Q1 延续亮眼表现，增速超过 80%。

图41：公司现有 4 个十亿级头部成熟品牌，超过 20 个亿级中坚品牌等



资料来源：公司公告

图42：2023 年公司头部品牌 Coofandy、Ekouaer、Zeagoo 增速亮眼



数据来源：公司公告、开源证券研究所

成熟品牌具备深耕土壤，以服装品类为核心形成可复制经验。公司长期深耕于跨境品牌服装供应链和品牌运营的各个环节，现已形成了成熟可复制的孵化流程，通过品牌定位、拓展细分品类市占、形成品牌溢价三个阶段孵化品牌：

(1) **品牌定位**：通过精准研究消费者喜好与需求，针对消费层次、应用场景、商品类目，抓准品牌定位布局某一细分领域。例如，居家服装类目下有 Ekouaer、Avidlove、Involand 三个品牌分别覆盖高端、中端、经济不同层次。

(2) **拓展细分品类市占**：基于基础能力与品牌运营经验持续赋能新品牌孵化，逐步提升品牌在细分领域市场占有率。公司利用产品服务与高品质获取流量分配，在产品排名上升的同时积累自然流量，品牌逐步壮大并利用品牌级别营销获得市占率。

(3) **形成品牌溢价**：在规模增长的同时逐步提升品牌溢价能力。公司会根据品牌的市占率水平制定相应策略。例如，对于市占率在 1%-5% 的品牌通过做高性价比与推广款式的形式提升市占率，对品牌溢价不做要求；而对于市占率大于 5% 的品牌，则通过逐步加价的方式提升品牌溢价能力。

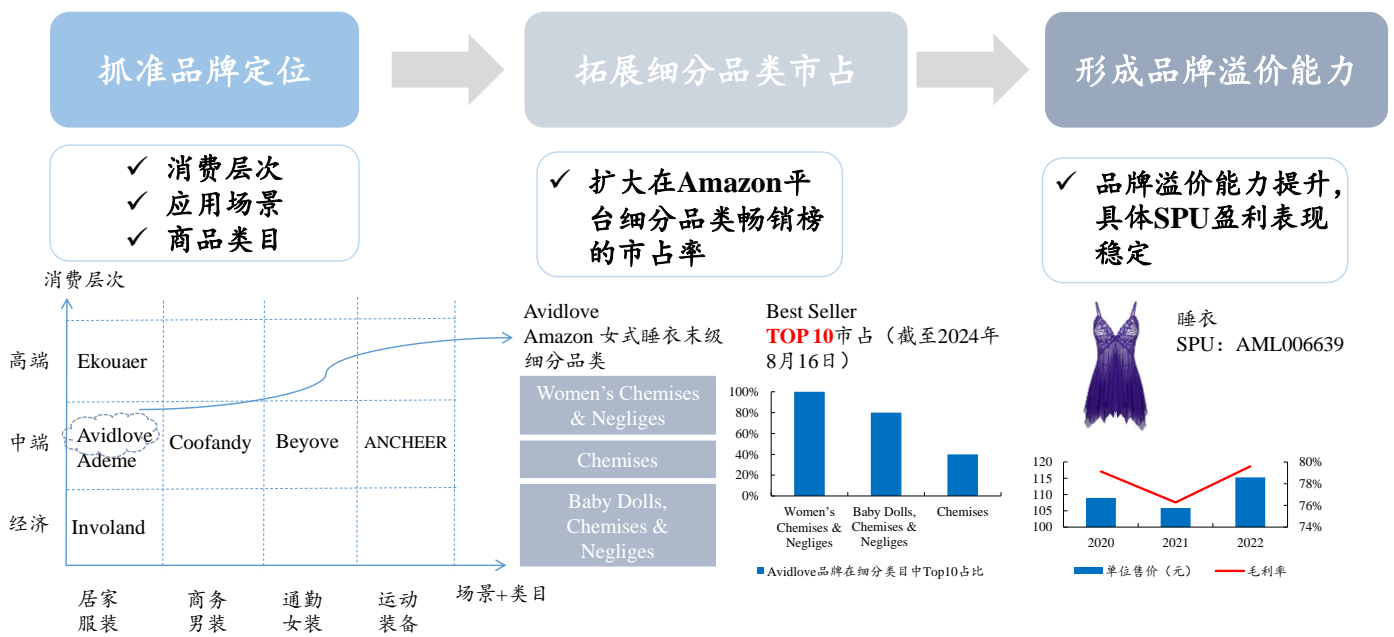
Avidlove 品牌孵化案例：

第一步：抓准定位打造差异化产品。Avidlove 品牌定位为中端居家服装，早期培育 1-6 个月为亏损状态，6-9 个月可实现盈亏平衡。

第二步：提升细分品类市占率。通过低价引流或积累客户好评的方式提升其在女士睡衣细分 Chemises 品类市占率。

第三步：提升品牌溢价能力。当市占率达到 10% 或 20% 以上时，通过产品加价方式提升毛利率最终形成品牌溢价能力，具体 SPU 盈利表现稳定。以 AML006639 (SPU 编码) 为例，2020-2022 年单位售价由 108.99 元提升至 115.27 元，毛利率由 79.14% 提升至 79.60%。

图43：通过品牌定位、拓展细分品类市占、形成品牌溢价能力三阶段孵化品牌



资料来源：公司公告、亚马逊、开源证券研究所

服饰配饰品类市场空间广阔，品牌化落地值得期待。(1) 预计公司营收占全球服饰配饰类电商份额 0.1%，占亚马逊平台份额仅 1%。按照亚马逊平台服装品类下按风格、应用场景具体可细分 1000 多个子品类，公司目前仅布局 100 多个，具体来看：家居服与内衣作为强势品类，目前在亚马逊 Best Seller Top100 市占率较高，未来将伴随行业共同成长。男装品类作为公司超 10 亿元且增势强劲的细分品类，2023 年男装品牌 Coofandy 营收增长 58.63%，2020-2023 年收入 CAGR 为 53.3%。现男装规模市占率较低，未来将通过拓展细分产品，丰富内部产品配置提升市占率。女装品类中，Zeagoo、Hotouch 等中坚品牌作为女装主力品牌，加大资源投入后预计有较高增长。(2) 亚马逊平台竞争格局总体较分散，共有超过 600 万第三方卖家，其中仅有 1% 的卖家销售年收入超过 100 万美元，公司现已形成的品牌优势与品牌孵化经验，有望为未来业绩增长提供充足势能。

针对现有 100 多个品牌进行分层培育，未来新兴品牌规模追赶头部品牌。对于头部品牌现已形成成熟的品牌运营策略，重点将放在增加品牌营销与提升品牌文化上。中坚品牌与新兴品牌筛选出细分品类重点投入资源，将市占率从个位数提升至 15%-20% 左右，后续通过加价的方式提升品牌溢价。其余品牌仍以布局和覆盖作为主要培育思路。预计未来 3~5 年公司会持续孵化现已布局的超过 100 个品牌，逐步让年销售额 1000-2000 万中小品牌朝着亿级或十亿级别规模迈进。

借助品牌化战略扩大品牌影响力，利用品牌溢价提高公司盈利能力。从品牌影响力看，公司品牌知名度、认可度在消费者群体中逐渐提升。根据出海品牌在 Facebook、Instagram、X（原 Twitter）和 YouTube 四大平台的海外社交媒体主业数据进行综合评估得到 BrandOS 出海品牌社媒影响力榜单中，2023Q3 Evidlove、Ekouaer 首次上榜 TOP 30 电子商务类出海品牌社媒影响力榜单，分别排名第 14 位、第 25 位。截至 2023 年 12 月公司头部品牌 Coofandy、Ekouaer、Avidlove 等的多款产品稳居 Amazon Best Sellers 细分品类前五。

图44: Coofandy、Ekouaer、Avidlove 等多个品牌的多款产品稳居 Amazon Best Sellers 细分品类前五



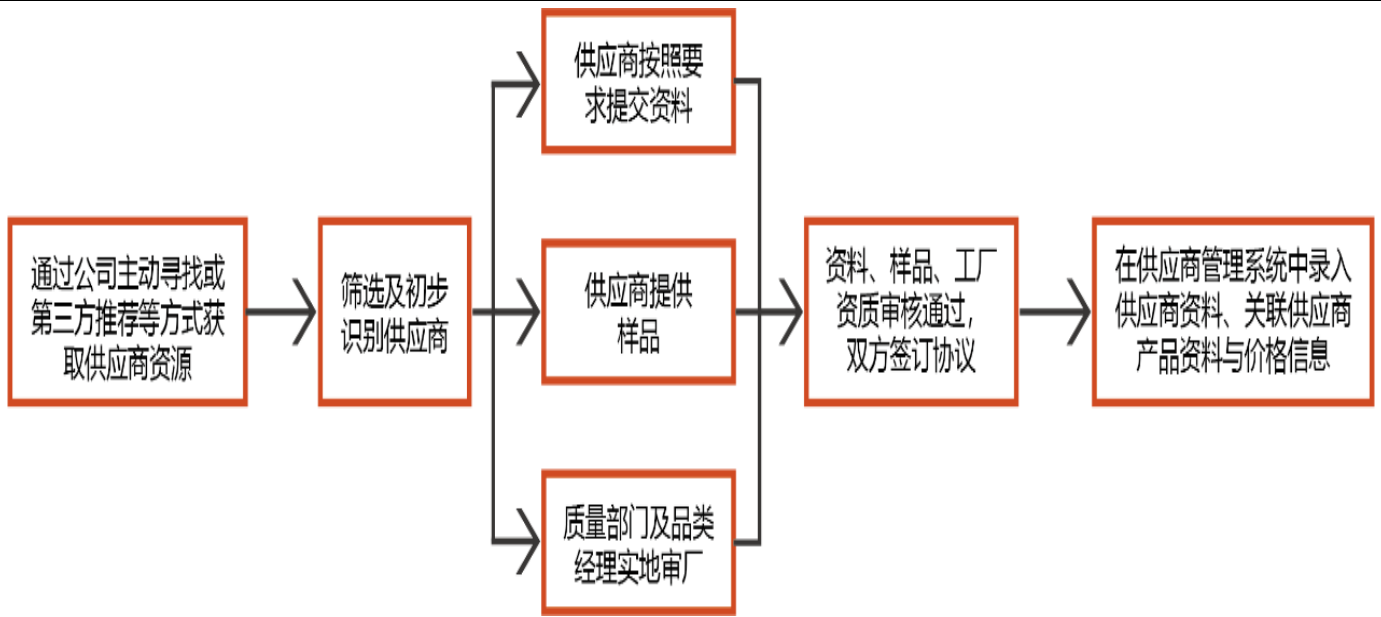
资料来源：亚马逊官网、开源证券研究所（截至 2023 年 12 月）

随着品牌知名度、品质认可度在消费者群体中持续提升，品牌溢价能力逐渐凸显。服饰配饰作为公司主力品类，其在 Amazon 平台品牌类商品平均销售单价从 2020 年的 151 元增长至 2022 年的 164 元，在 Amazon 平台毛利率由 73.95% 上升至 74.20%。其中服装品类 2020-2022 年累计销售额排名前五的部分产品在单价提升的同时产品销售毛利率也有所上升。

3.3、打造优质供应商生态，柔性供应链优化运转效率

建立供应商多维度考核机制，搭建优质的供应链体系。对于首次确认的外部供应商，公司将根据《审核评价表》从研发、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。在同类产品下单时，优先向高等级企业下单。针对现有供应商，每季度根据产品质量、产品价格、交付时间、账期等方面持续评分，不符合等级分类标准的供应商将被降级。

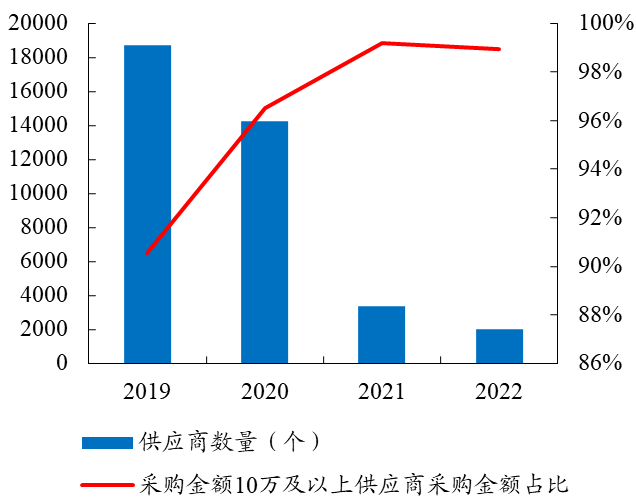
图45：公司通过严格的供应商选择流程打造优质供应链生态



资料来源：公司公告

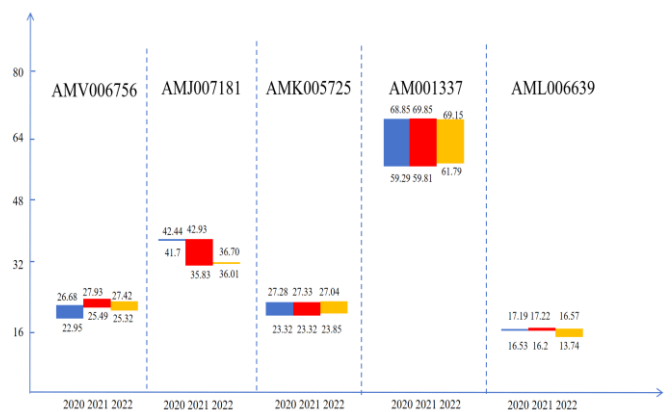
深度绑定优质供应商，提高议价能力与品质管控。随着品牌化策略的推进，公司采购逐步向头部供应商集中并精简供应商数量，2019-2022年供应商数量由18717个下降至2030个，其中采购金额在10万元及以上供应商采购额占比由90.53%增加至98.96%。基于优质的供应商体系，一方面增强公司对供应商的议价能力，服饰配饰品类累计销售金额前五大的SPU的平均采购单价保持稳定；另一方面，产品品质得到把控，服饰配饰品类退货率为18%-20%显著优于亚马逊服装品类超30%的退货率。

图46：公司采购逐步向头部供应商集中



数据来源：公司公告、开源证券研究所

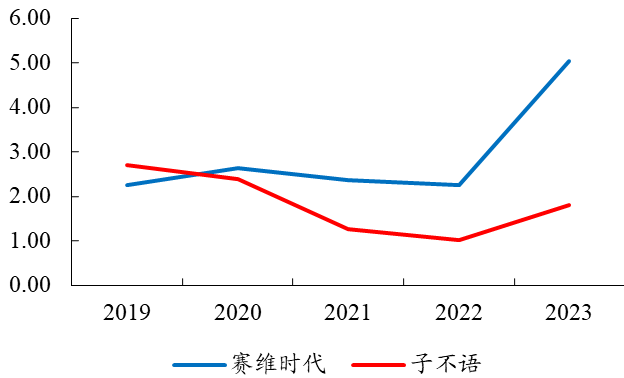
图47：服饰配饰品类 2020-2022 年累计销售金额前五大的 SPU 的平均采购单价保持稳定 (单位：元/件)



数据来源：公司公告、开源证券研究所

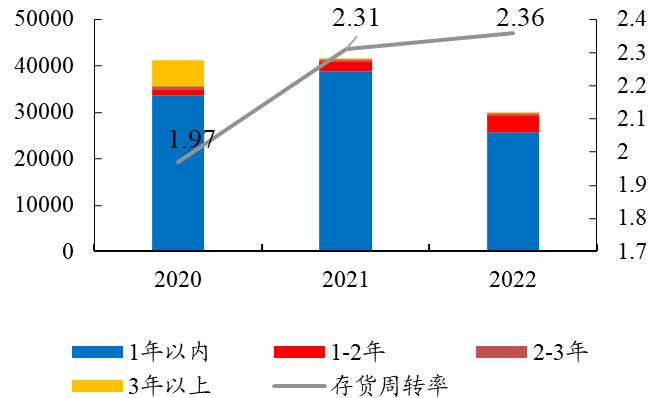
公司存货管理高效，存货库龄结构健康。2023年公司存货周转率达到5.05次，领先跨境电商板块服饰类同类企业子不语。具体看服饰配饰品类，存货库龄结构健康，存货中一年以内的存货为主，2023H1服装品类包括海运及销售周期的存货周转天数为130天，其中最快的品类可以做到约70多天完全售罄。

图48：公司整体存货周转率高于可比公司子不语



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图49：服饰配饰存货库龄结构健康，存货周转率改善(单位：万元、次/年)

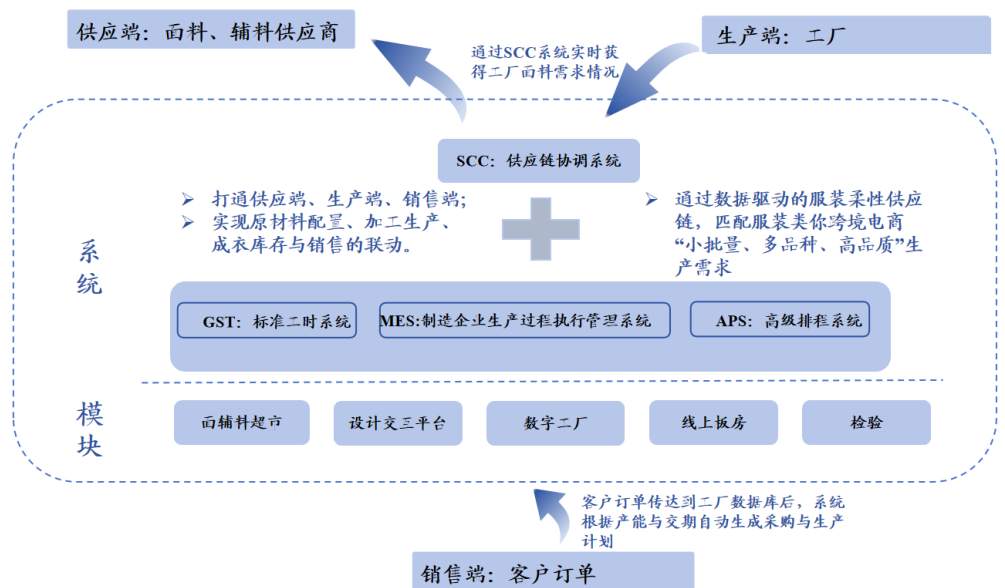


数据来源：公司公告、开源证券研究所

快时尚服装企业的“小批量、多批次”成为趋势。服装业务库存管理难度较大，库存源头包括周转库存（维持供应链正常运转）和安全库存（为了应对不确定性），跨境电商的供应链管理由于跨境物流周期较长、海外消费者需求变化快等因素进一步被放大。高周转库存可以通过缩短生产周期，优化流程来解决，而降低安全库存需要增加供应链中信息流的透明度，用信息换库存。

采用自主研发服装柔性供应链系统，以“信息”换库存。公司基于遗传算法的柔性供应链系统，通过 GST（标准工时系统）、MES（制造企业生产过程执行管理系统）、APS（高级排程系统）等子系统对工厂全链条进行数字化，打通各业务环节的信息流，实现供应端、生产端、销售端的协同联动。供应端，面料供应商通过 SCC（供应链协同系统）实时获得工厂面料需求情况，缩短备货周期。销售端，客户订单通过大数据与互联网技术传达到工厂数据库后，系统根据产能与交期自动生成采购与生产计划。生产端，柔性供应链系统利用算法，根据产能、产品工序、产品面辅料信息等因素变化进行自动化排产，生成最优生产调度计划。

图50：柔性供应链系统实现供应端、生产段、销售端的协同联动



资料来源：公司公告、开源证券研究所

强化高效供应能力，降低工厂的生产周期、提升库存管理水平。原先单批次备货量较长，主要系外采的生产周期叠加运输周期、海外安全库存周期等因素。转向基于柔性供应链的系统后，将单批次订单的工序进行拆解并分别进行调度安排，大幅减少生产上资源浪费，生产周期压缩至 5-10 天，生产周期降低带动单批次备货量减少，降低公司库存管理难度。

柔性供应链系统向多家外协工厂开放，预计将持续高效匹配需求。截至 2023 年末，柔性供应链协同除应用在内部服装试验工厂，现已向 130 余家 OEM 工厂开放。未来，将对接更多外协加工厂与面辅料供应商，进一步强化公司高效供应能力的同时助力产业生态的高质量发展。

4、盈利预测与投资建议

4.1、关键假设

（一）收入端假设：

（1）服饰配饰业务：

公司服饰配饰业务竞争壁垒深厚，品牌培育与孵化方法论完备，未来头部成熟品牌、中坚品牌与新兴品牌作为成长核心有望保持较快增长，同时积极孵化细分赛道潜力品牌。

我们假设 2024-2026 年公司服饰配饰业务营收增速分别为 45%/30%/25%。

（2）非服饰配饰业务：

公司非服饰配饰品类注重精简与聚焦，精选具备市场基础与增长空间的品类强化产品级别的研发投入，进一步夯实品类竞争力和品牌溢价能力。

我们假设 2024-2026 年公司非服饰配饰业务营收增速分别为 30%/20%/18%。

（3）其他业务：

公司物流服务业务与其他业务占主营业务比例较低，在多年从业的摸索尝试中已积累丰富经验，未来预计保持相对稳健增长。

（二）利润端假设：

公司已披露 2024 年上半年业绩预告，2024H1 预计实现归母净利润 2.28-2.48 亿元，同比增长 51.6%-64.9%。我们认为，公司服饰配饰业务中成熟品牌基本盘优势显著，新孵化品牌经培育盈利能力仍有提升空间，但短期运费波动或带来一定扰动，未来毛利率有望整体稳中有升；费用方面，公司全链路数字化能力保障运营效率，但考虑到电商平台营销投入、股权激励摊销等因素，我们预计 2024-2026 年公司期间费用率整体可能略有增长；最终净利率预计呈现稳中有升趋势。

表3：预计公司服饰配饰业务有望作为成长核心保持较快增长

赛维时代（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	6564	9200	11698	14401
同比增速	33.7%	40.2%	27.1%	23.1%
毛利率	45.8%	46.8%	47.4%	47.8%
1. 服饰配饰销售				
收入	4671	6773	8805	11006
同比增速	41.5%	45.0%	30.0%	25.0%
业务收入比例	71.2%	73.6%	75.3%	76.4%
毛利率	49.2%	49.2%	49.6%	50.0%
2. 非服饰配饰销售				
收入	1736	2257	2709	3196
同比增速	19.5%	30.0%	20.0%	18.0%
业务收入比例	26.5%	24.5%	23.2%	22.2%
毛利率	38.1%	41.0%	41.3%	41.5%
3. 物流服务				
收入	126	132	139	146
同比增速	-12.4%	5.0%	5.0%	5.0%
业务收入比例	1.9%	1.4%	1.2%	1.0%
毛利率	28.6%	28.0%	28.0%	28.0%
4. 其他业务				
收入	30	38	46	52
同比增速	181.8%	25.0%	20.0%	15.0%
业务收入比例	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%
毛利率	36.7%	36.0%	36.0%	36.0%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

4.2、盈利预测与估值

赛维时代作为跨境电商行业服饰赛道头部卖家，全链路数字化能力夯实基础，品牌化战略推动持续成长，未来在巩固成熟品牌竞争优势基础上，持续孵化培育潜力品牌，有望保持较快增长。

我们选取 A 股市场中主营业务涉及跨境电商销售的上市公司作为可比公司，既包括同为精品模式卖家的安克创新、致欧科技，也包括泛品模式卖家华凯易佰。

我们预计公司 2024-2026 年营业收入为 92.00/116.98/144.01 亿元，归母净利润为 4.57/6.04/7.77 亿元，对应 EPS 为 1.14/1.51/1.94 元，当前股价对应 PE 为 18.8/14.3/11.1 倍。跨境电商行业可比公司 2024 年平均估值水平为 PE13.4x。目前公司 2024 年估值水平高于行业平均，考虑到公司所主要布局的服饰品类在跨境电商行业中属于增量相对可观的赛道，而在服饰品类中，公司的品牌化战略路径清晰，具备较高的竞争壁垒和成长性，因此我们认为，公司未来业绩增速有望领先于同行业其他上市公司，估值溢价具备一定合理性。

首次覆盖，给予“买入”评级。

表4：公司品牌化战略支撑未来业绩快速增长，估值溢价具备一定合理性

证券代码	股票简称	评级	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	归母净利润 (亿元)			PE			归母净利润同比增速		
					2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
300592.SZ	华凯易佰	买入	43	10.74	4.46	5.52	6.79	9.8	7.9	6.4	34.2%	23.9%	22.9%
300866.SZ	安克创新	买入	300	56.46	19.75	23.32	27.08	15.2	12.9	11.1	22.3%	18.1%	16.1%
301376.SZ	致欧科技	买入	75	18.72	4.96	6.07	7.51	15.2	12.4	10.0	20.1%	22.4%	23.6%
	行业平均							13.4	11.0	9.2			
301381.SZ	赛维时代	买入	86	21.53	4.57	6.04	7.77	18.8	14.3	11.1	36.2%	32.2%	28.5%

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘价日期为 2024/08/21，其中赛维时代、华凯易佰、安克创新、致欧科技 EPS 采用开源证券预测数据）

5、风险提示

宏观经济波动：全球经济形势向下制约国外消费市场整体需求；

市场竞争加剧：各大电商平台卖家间抢占市场份额加剧竞争；

平台政策变化：电商平台库存、收费等政策变动带来经营性风险；

品牌培育不及预期：公司旗下多品牌培育进展可能不及预期。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	1733	2593	3187	3709	4635
现金	723	764	929	1277	1706
应收票据及应收账款	266	219	219	249	275
其他应收款	67	53	115	98	165
预付账款	39	33	67	60	97
存货	605	802	1134	1303	1671
其他流动资产	33	722	722	722	722
非流动资产	629	1030	1036	1039	1042
长期投资	4	4	4	3	3
固定资产	36	38	44	46	47
无形资产	1	3	2	1	1
其他非流动资产	588	985	987	988	990
资产总计	2362	3623	4223	4748	5677
流动负债	435	792	1035	1055	1308
短期借款	18	110	242	438	635
应付票据及应付账款	182	381	585	406	457
其他流动负债	236	301	207	211	216
非流动负债	471	417	417	417	417
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	471	417	417	417	417
负债合计	906	1209	1452	1473	1725
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	360	400	400	400	400
资本公积	92	775	775	775	775
留存收益	1006	1241	1562	1986	2531
归属母公司股东权益	1456	2414	2771	3276	3952
负债和股东权益	2362	3623	4223	4748	5677

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	418	550	232	266	350
净利润	185	336	457	604	777
折旧摊销	25	31	21	26	30
财务费用	-8	-4	0	0	0
投资损失	-0	-19	-15	-15	-15
营运资金变动	72	31	-224	-352	-445
其他经营现金流	144	177	-7	3	3
投资活动现金流	-46	-1164	-2	-14	-18
资本支出	36	25	27	29	34
长期投资	-10	-40	0	0	0
其他投资现金流	-1	-1099	25	15	15
筹资活动现金流	-63	611	-198	-100	-100
短期借款	18	92	133	195	197
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	40	0	0	0
资本公积增加	0	683	0	0	0
其他筹资现金流	-81	-204	-331	-295	-297
现金净增加额	320	1	32	153	232

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	4909	6564	9200	11698	14401
营业成本	2711	3555	4892	6157	7511
营业税金及附加	8	7	9	12	14
营业费用	1734	2342	3342	4328	5436
管理费用	140	155	255	279	262
研发费用	48	88	120	151	185
财务费用	-8	-4	0	0	0
资产减值损失	-79	-67	-90	-100	-120
其他收益	12	24	15	15	15
公允价值变动收益	0	-9	0	0	0
投资净收益	0	19	15	15	15
资产处置收益	6	4	10	0	0
营业利润	214	390	530	700	899
营业外收入	1	1	1	1	1
营业外支出	4	3	3	3	3
利润总额	211	388	528	698	897
所得税	27	52	71	93	120
净利润	185	336	457	604	777
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	185	336	457	604	777
EBITDA	216	402	534	712	915
EPS(元)	0.46	0.84	1.14	1.51	1.94

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	-11.8	33.7	40.2	27.1	23.1
营业利润(%)	-47.4	82.2	35.9	32.1	28.5
归属于母公司净利润(%)	-46.9	81.6	36.2	32.2	28.5
获利能力					
毛利率(%)	44.8	45.8	46.8	47.4	47.8
净利率(%)	3.8	5.1	5.0	5.2	5.4
ROE(%)	12.7	13.9	16.5	18.4	19.7
ROIC(%)	10.7	12.3	14.8	16.0	16.7
偿债能力					
资产负债率(%)	38.4	33.4	34.4	31.0	30.4
净负债比率(%)	-42.8	-23.1	-24.8	-25.6	-27.1
流动比率	4.0	3.3	3.1	3.5	3.5
速动比率	2.4	2.1	1.8	2.1	2.1
营运能力					
总资产周转率	2.1	2.2	2.3	2.6	2.8
应收账款周转率	23.3	27.1	42.0	50.0	55.0
应付账款周转率	13.7	16.6	11.5	14.0	20.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.46	0.84	1.14	1.51	1.94
每股经营现金流(最新摊薄)	1.04	1.37	0.58	0.67	0.88
每股净资产(最新摊薄)	3.64	6.03	6.93	8.19	9.88
估值比率					
P/E	46.6	25.7	18.8	14.3	11.1
P/B	5.9	3.6	3.1	2.6	2.2
EV/EBITDA	36.9	18.5	13.7	10.1	7.6

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

25 / 27

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn