



赛维时代 (301381.SZ)

买入 (首次评级)

公司深度研究

证券研究报告

数智化驱动为基，品牌出海聚力前行

投资逻辑

解析前期快速成长：顺应亚马逊平台规则，打造快反模式，组织不断迭代。公司作为服装跨境品牌出海先锋，背靠中国服装产业链的制造优势：

- 1) 顺应主平台亚马逊选品机制，选取主打时尚感低+性价比高的服饰（家居服/男装等）进行首批品牌孵化以提升成功胜率。
- 2) 建立需求快速反应机制：数字化为基，动态供应商管理+柔性供应链+仓储物流体系，底层能力的高度复用有力支撑品牌孵化与布局效率的提升，运营人员人效由 18 年的 132 万元提升至 23 年的 388 万元。
- 3) 形成品牌孵化器：24H1 旗下品牌收入 TOP3 的 Coofandy（男装）/ Ekouaer（家居服）/ Avidlove（内衣）收入增速 +51.1%/+57.9%/+34.7%，培育 20+ 个亿级服饰&非服饰品牌。

渠道&品类成长驱动：主平台具备成长空间，横向扩展产品矩阵。

- 1) 亚马逊细分品类仍处快速发力期，公司在 23/24H1 亚马逊平台增速+32.5%/+43.1%，根据久谦，24M1~M7 亚马逊女装/男装品类销售额 84.9/33.5 亿美元，同比+59.0%/+48.9%，行业β红利仍显著。Temu、Tiktok 等多平台成长后续接力。
- 2) 主品牌仍处溢价力逐步形成阶段的成长期，中期在“小前端+大中台”和“阿米巴模型”机制下，以品牌孵化为看好户外运动等非服饰品类品牌跑出。

盈利周期把握：短期海运扰动，中看品牌孵化周期，长看品牌溢价力。1) 海运费变动影响：头程运费占收入比重 5%~10%，海运费波动短期对毛利率产生影响；2) 品牌孵化策略：公司每年选取具备一定客户基础的品类重点投入营销资源扩大市占率、塑造品牌力，预计未来将继续呈稳步提升趋势。

23 年 7 月公司 IPO 上市，发行价 20.45 元，募资金额 8.2 亿元，主要用于时尚产业供应链及运营中心系统建设、物流仓储升级建设等。

盈利预测、估值和评级

我们预计公司 24-26 年归母净利分别为 4.56/5.81/7.4 亿元，同比+36%/+27.3%/+27.4%，当前股价对应公司 24-26 年 PE 分别为 19.5/15/12X，PEG 分别为 0.7/0.56/0.44X，考虑到公司已验证可复制的品牌孵化能力，成长性、管理能力优于同业公司，给予公司 24 年 PEG 0.9X，对应目标价 28.1 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

亚马逊平台集中度较高风险；汇率波动风险；行业竞争加剧风险；品牌化转型进程不及预期的风险；24 年 7 月限售股解禁。

国金证券研究所

分析师：赵中平（执业 S1130524050003）

zhaozhongping@gjzq.com.cn

分析师：尹新悦（执业 S1130522080004）

yinxinyue@gjzq.com.cn

分析师：张杨桓（执业 S1130522090001）

zhangyanghuan@gjzq.com.cn

市价（人民币）：22.23 元

目标价（人民币）：28.10 元



公司基本情况（人民币）

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	4,909	6,564	8,972	11,337	13,781
营业收入增长率	-11.78%	33.70%	36.70%	26.35%	21.56%
归母净利润(百万元)	185	336	456	581	740
归母净利润增长率	-46.76%	81.24%	36.01%	27.31%	27.35%
摊薄每股收益(元)	0.514	0.839	1.141	1.452	1.849
每股经营性现金流净额	1.16	1.37	-0.35	1.27	1.63
ROE(归属母公司)(摊薄)	12.73%	13.90%	16.98%	19.13%	21.26%
P/E	0.00	36.12	19.49	15.31	12.02
P/B	0.00	5.02	3.31	2.93	2.56

来源：公司年报、国金证券研究所



内容目录

1 解析快速成长：顺应平台规则，打造快反模式，组织不断迭代	5
1.1 定位时尚基础+性价比，顺应主平台亚马逊选品机制，形成品牌孵化平台	5
1.2 强供应链优势打造：动态供应商管理+柔性供应链+仓储物流体系	7
2 渠道&品类成长驱动：多平台布局、深化品牌孵化提升溢价力	11
2.1 平台角度：亚马逊仍具备份额提升空间，多平台成长后续接力	11
2.2 品类端：坚持品牌孵化战略，横向扩展产品矩阵	16
3 盈利周期把握：短期海运扰动，中看品牌孵化周期，长看品牌溢价力	19
3.1 营销投放：匹配品牌孵化周期，短期费率提升，中期看好溢价形成带动盈利能力中枢抬升	20
3.2 运费&汇率波动：物流策略优化助推费率下行，仓储体系开放实现营收增长	23
4 盈利预测与投资建议	25
4.1 盈利预测	25
4.2 投资建议	26
5 风险提示	26
附录 公司基本情况梳理	27

图表目录

图表 1：“飞轮理论”为亚马逊带来高速扩张和回报	5
图表 2：公司可复制的品牌孵化经验	6
图表 3：公司服饰配饰类商品平均销售单价最低，五年内增长 2x，但仍在人民币 200 元以下（单价：元/件）	6
图表 4：头部品牌孵化成果丰硕	7
图表 5：公司品牌矩阵中头部品牌包含 4 个，中坚品牌有 20+ 个	7
图表 6：2022 年合作供应商数量超 2000 家，以服饰配饰业务合作为主	8
图表 7：2022 年采购额 50 万以上供应商合作金额占比达 93%	8
图表 8：赛维供应商选择流程	8
图表 9：服装柔性供应链系统示意图	9
图表 10：服饰配饰成品中库龄在 1 年内的存货占比逐步提升至 92.6%，库龄健康度提高	9
图表 11：公司实施“品牌化”运营策略，精简了营销团队，销售人员人效大幅提升	9
图表 12：各跨境电商公司存货周转率对比	10
图表 13：2018-2023 年公司应收账款周转率升至 27.06 次，年平均值高于大部分跨境电商企业	10
图表 14：公司应收账款周转率年平均值低于海外服饰企业，高于跨境和国内服饰企业	11
图表 15：公司服饰配饰类商品退货率与对标公司相比较低	11



图表 16: 公司服饰配饰类商品的退货率显著高于其他类商品.....	11
图表 17: 亚马逊仍是公司最主要收入来源, Temu 和 Tiktok 渠道开始加大投入力度.....	12
图表 18: 服装品类下末级细分品类众多.....	12
图表 19: COSMO 算法从电商用户行为挖掘隐含常识的实例.....	13
图表 20: COSMO 算法从海量用户行为中提取用户意图生成高质量指令.....	13
图表 21: 2023 年 Temu 平台 GMV 产品结构.....	13
图表 22: 2023 年亚马逊平台 GMV 产品结构.....	13
图表 23: 2023Q1-2024Q2 Temu 与亚马逊分品类均价对比 (美元).....	14
图表 24: TikTok Shop 在吸引客户复购方面表现突出.....	14
图表 25: 2023 年 Shein 再度斩获全球购物类 APP 下载量冠军.....	15
图表 26: 2023 年 Shein 在海外的影响力和渗透率仍在不断提升.....	15
图表 27: 亚马逊调整佣金及费用促进降本增效, 也加剧行业与商家竞争.....	16
图表 28: 服饰配饰类为公司核心品类.....	17
图表 29: 服饰配饰类毛利率领先.....	17
图表 30: 亚马逊美国站点女装板块销售额及增速.....	17
图表 31: 亚马逊美国站点男装板块销售额及增速.....	17
图表 32: “小前端+大中台”组织架构示意图.....	18
图表 33: 2023 年公司员工以供应链人员和营销人员为主.....	18
图表 34: “阿米巴”组织形式示意图.....	18
图表 35: 公司募投项目 (单位: 万元).....	19
图表 36: 股权激励计划中 2024-2026 年业绩考核目标.....	19
图表 37: 18-23 年亚马逊 FBA 费用变化.....	20
图表 38: 跨境电商企业各类费用率对比.....	20
图表 39: 公司品牌推广费高于同行业公司且呈稳步提升趋势.....	21
图表 40: 跨境电商公司净利率对比.....	21
图表 41: 推广方式以 Amazon CPC、Facebook 广告为主 (各项费用占推广费用比重).....	21
图表 42: 公司头部店铺的 Facebook 广告费效比高.....	22
图表 43: 各平台毛销差波动显著, 自营网站较稳定.....	22
图表 44: 亚马逊平台费用率稳定, 自营网站费用率优势明显.....	22
图表 45: 仓储物流模式.....	23
图表 46: 2018-2022 年头程运费各类 (空、海、快递、其他) 成本构成.....	24
图表 47: 头程运费各方式单位价格对比 (按发货体积).....	24
图表 48: 头尾程运费对毛利率敏感性分析.....	24
图表 49: 头程物流费占比先升后降, 2022 年 FBA 发货占比提升至 71.74%.....	25
图表 50: 尾程物流费率波动下降至 2022 年的 21.76%.....	25



图表 51: 公司主要业务营收及毛利率预测.....	26
图表 52: 可比公司估值.....	26
图表 53: 数字化能力为基底, 敏捷性组织为支撑, 打造技术驱动的智能商业平台.....	27
图表 54: 公司发展历程梳理.....	28
图表 55: 美国市场是最大的收入来源 (单位: 亿元人民币)	28



1 解析快速成长：顺应平台规则，打造快反模式，组织不断迭代

我们认为，赛维作为服装跨境品牌出海先锋，梳理其前期快速成长原因：背靠中国服装产业链的制造优势、顺应主平台亚马逊选品机制，依托强运营力、供应链不断优化，建立服装类品牌运营的壁垒和优势，公司 23/24H1 亚马逊平台营收占比 87.9%/83.55%，营收增速+32.5%/+43.1%，仍是主要成长驱动。

1.1 定位时尚基础+性价比，顺应主平台亚马逊选品机制，形成品牌孵化平台

亚马逊运营模式：以“飞轮效应”为基础，以客户体验为出发点形成良性循环。通过提升用户体验，口碑带动流量自然增长，吸引更多卖家合作，为消费者提供更多选择和便利服务，进而促进用户体验进一步提升。Prime 会员制度、亚马逊自营、第三方卖家入驻、FBA 仓储物流体系等基础设施建设，都基于此。此循环往复，亚马逊的高固定成本得以分摊，不断提高其议价能力，进而让利于消费者，同时其自营平台也会通过比价效应促使卖家降本增效。

当前亚马逊政策向运营精细化、品牌精品化玩家倾斜。与国内传统电商不同，亚马逊更注重推荐、展示和产品的价值，相对弱化广告、客服和店铺的概念，对于 Listing 的图文展示要求更加标准化，Listing 优化也成为亚马逊卖家吸引自然流量和提升销售转化率的重要抓手。赛维成熟的精细化电商运营能力和完善的品牌矩阵能够更好地适应亚马逊政策，获得更多的自然流量倾斜，形成强者恒强的正向循环。

图表1：“飞轮理论”为亚马逊带来高速扩张和回报



来源：雨果网，国金证券研究所整理

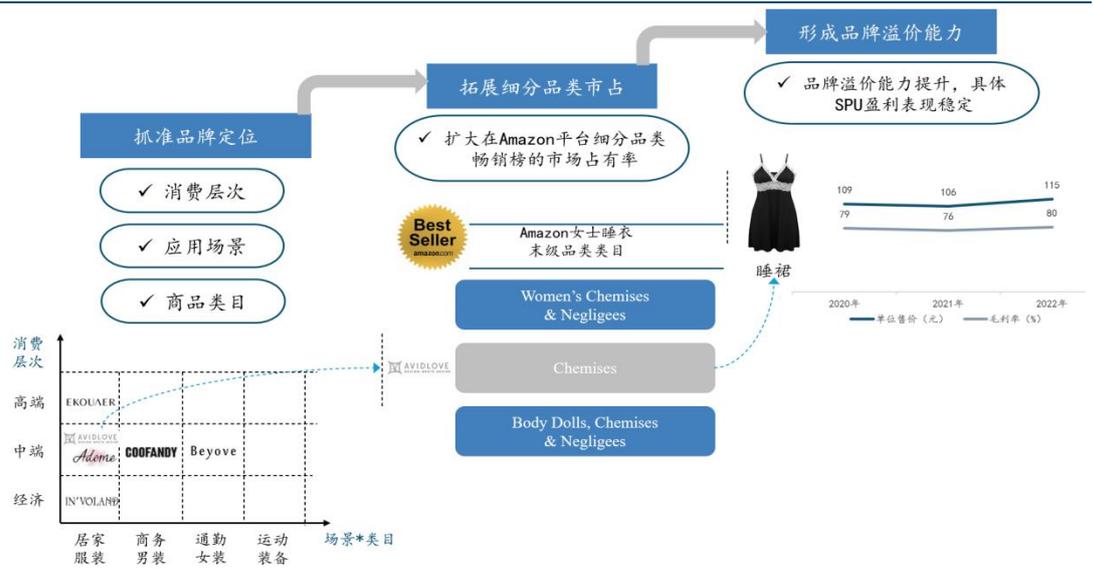
赛维品牌孵化思路：先精准定位+主打爆品，后提升品牌溢价。基于亚马逊流量分散，对卖家营运要求能力更强，公司首先选取主打时尚感低+性价比高的服饰(家居服、男装、内衣等)领域，走性价比路线，抢占细分品类头部排名，再追求品牌溢价，同时从盈利模型角度，精品品牌思路运营下提升单品牌规模，可以更好的实现成本规模效应、优化供应链。

品牌孵化角度：复盘公司历史品牌孵化经验，在 2016 年就开始品牌化转型的战略，经过长期的经验积累和方法总结，现已经形成分阶段、精细化、可复制的品牌孵化方法论：

- ①孵化期：抓准品牌的定位，从消费层次、应用场景、品牌类目角度出发进行精准的品牌定位，如自营 Avidlove 消费层级定位中端，场景、类目选择居家服装这一细分市场，品牌定位精准；
- ②成长期：拓展细分品类市场占有率，增加品牌的营销投入，专注末级品类类目的品牌打造，扩大在 Amazon 平台细分品类畅销榜的市场占有率，比如 Avidlove 专注于 Chemises 这一女士睡衣末级品类类目的头牌打造，市场占有率取得出色数据；
- ③成熟期：品牌孵化完成，高市场占有率换来品牌溢价能力提升，比如 Avidlove 的“睡裙”SPU，盈利表现稳定，根据招股书，2020/2021/2022 年单位售价 109/106/115 元，毛利率表现出色，分别为 79%/76%/80%。



图表2: 公司可复制的品牌孵化经验

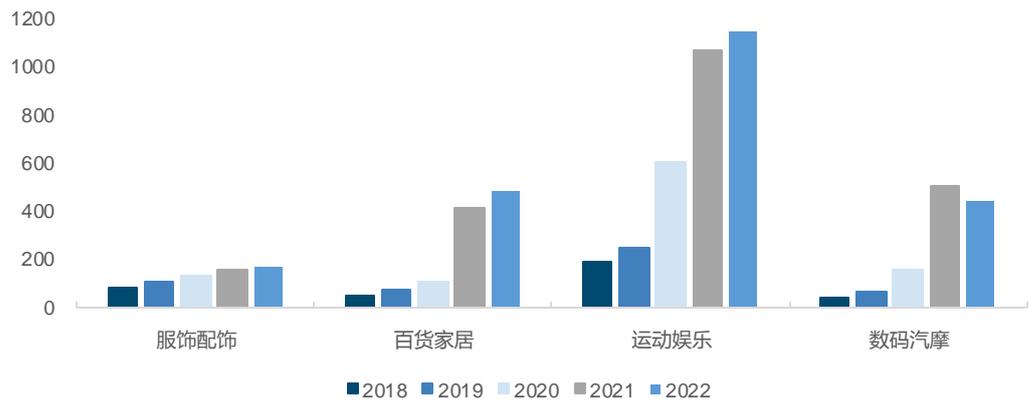


来源: 公司公告, 国金证券研究所

需求快速反应机制: 建立流行趋势分析系统+版型数据库。公司基于 Google Trend、时尚期刊、发布会及自身销售数据, 构建服装流行元素库, 助力产品设计, 2022 年公司开发新品数量超 3364 件, 其中爆品 (半年中至少 1 个月销量 1000+) 率为 1.90%。针对海外消费者身材尺码多样, 面料差异、版型裁剪困难等痛点, 搭建版型数据库, 实现自动匹配, 目前已有超过 16000 款版型数据, 一定程度解决了以往因版型问题造成退货率高的问题。

价格定位: 配饰类商品价格兼具性价比&多款式。公司服饰配饰年均客单价稳健增长, 从 2018 年的 80.37 元/件稳步攀升至 2022 年的 166 元/件, 实现了两倍增长, 价格控制在 200 元以下, 凸显成本控制力和市场竞争力。

图表3: 公司服饰配饰类商品平均销售单价最低, 五年内增长 2x, 但仍在人民币 200 元以下 (单价: 元/件)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

纵向持续推进品牌化战略, 扩展细分市场品牌市占。 目前公司已建立服饰品类完整品牌矩阵, 并形成可复制的品牌孵化经验以及完善的供应链体系、敏捷性组织架构、数字化系统以支持品牌孵化的全过程管理。2023/2024H1 男装品牌 Coofandy 销售额达 14.6/9.48 亿元, 增长+58.6%/+51.1%, 在平台快速处于成长期、品牌在拓品类驱动下, 仍保持较快增长。公司正完善家居服 Adome、Avidlove、Ekouaer 等细分品类品牌布局, 打造高市占率品牌, 重拾女装市场, 未来有望加大差异化品牌覆盖力度, 提升市场占有率和品牌溢价能力。



图表4: 头部品牌孵化成果丰硕

品牌名称	品牌定位	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024H1		
Coofandy	主打男士商务、休闲运动等风格的服饰	营收(亿元)	1.1	1.8	2.6	6	9.2	14.55	9.48	
		yoy		63.6%	44.4%	129.1%	52.0%	58.6%	51.1%	
		占比	4.9%	6.3%	5.0%	10.9%	18.7%	22.2%	22.7%	
Ekouaer	讲究经典和时尚相碰撞, 打造居家休闲及睡衣于一身的衣柜必备单品	营收(亿元)	1.8	2.7	7.0	10.0	9.1	12.9	7.9	
		yoy		50.0%	159.3%	42.7%	-9.0%	41.9%	57.9%	
		占比	8.0%	9.4%	13.3%	17.9%	18.5%	19.6%	18.8%	
Avidlove	产品力求性感简约, 注重细节, 彰显时尚	营收(亿元)	2.1	2.2	4.3	5.5	4.7	6.3	3.7	
		yoy		4.8%	95.5%	27.7%	-	14.3%	33.4%	34.7%
		占比	9.4%	7.6%	8.2%	9.9%	9.6%	9.6%	8.9%	
Ancheer	主张绿色出行、快乐健康的运动健身品牌	营收(亿元)	2.2	3.1	7.2	5.9	2.7	2.3	-	
		yoy		40.9%	132.3%	-18.5%	-	-	-	
		占比	9.8%	10.8%	13.7%	10.5%	5.4%	3.5%	-	

来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表5: 公司品牌矩阵中头部品牌包含4个, 中坚品牌有20+个



注: 以上销售额级别统一列示为 2021-2023 年的累计总销售额, 品牌级别数量包含更高级别。

来源: 公司公告, 国金证券研究所

1.2 强供应链优势打造: 动态供应商管理+柔性供应链+仓储物流体系

动态化供应商管理形成体系, 柔性供应链双向赋能, 仓储物流建设逐渐完备。供应商管理体系方面, 分层次动态化审核评价, 打造良好生态; 自研柔性供应系统, 智能化采购

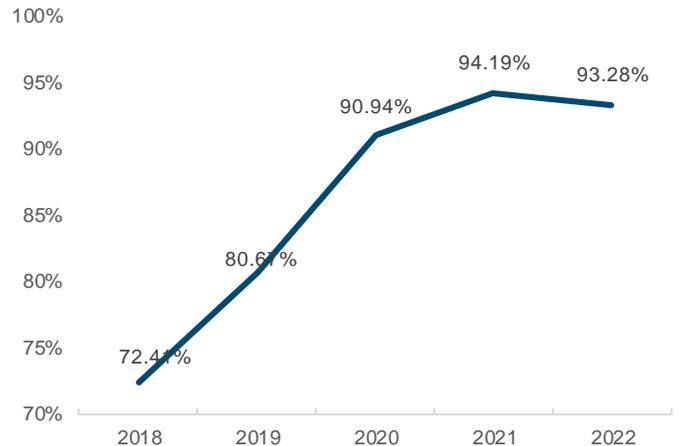
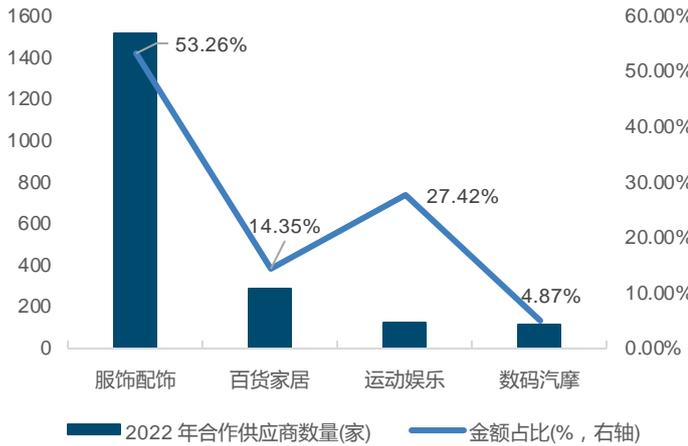


备货，实现小单快反，反向赋能供应商。仓储物流方面，自建全球仓储物流体系，开展第三方物流服务创收。

自研采购系统，提高库存管理和供货能力，实现双向赋能。公司建立供应链管理中心，负责采购下单、回货跟踪、品类发展及资源整合优化。自研采购系统，基于销量预测、在途采购、生产周期等数据，模拟计算制定采购与调拨计划。该系统提升了库存管理和快速供货能力，减轻供应商库存压力，实现公司与供应商双向赋能。2022 年公司已与超 2,000 家供应商实现高效合作，年采购额 50 万以上供应商合作金额占比达 93%。

图表6: 2022 年合作供应商数量超 2000 家，以服饰配饰业务合作为主

图表7: 2022 年采购额 50 万以上供应商合作金额占比达 93%

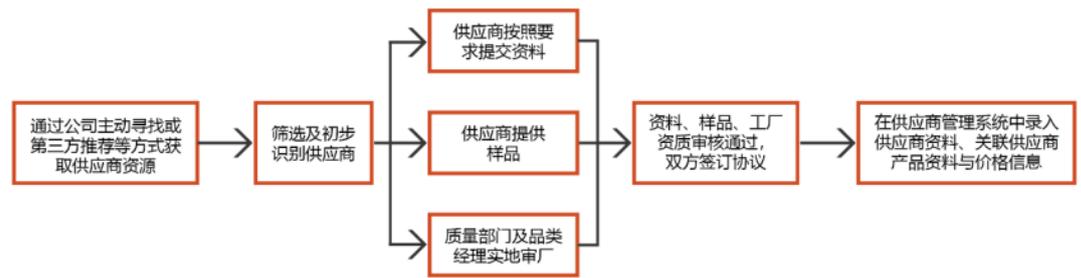


来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

供应商考核: 打造多维考核的供应商动态管理体系，实现持续、及时推出高品质商品。具体看，公司基于研发、采购、制造、品质等将首次合作的供应商分为优选到备选 6 个等级，并进行季度动态调整，优先向高等级企业下单。2022 年公司服装配饰类的供应商中，前五大供应商采购额合计占比 16.8%，2023 年前五大供应商合计采购金额占比 11.3%，而公司采购在供应商的销售占比中最高可达 80-100%，反映出对供应商的议价权较高。

图表8: 赛维供应商选择流程



来源：公司公告，国金证券研究所

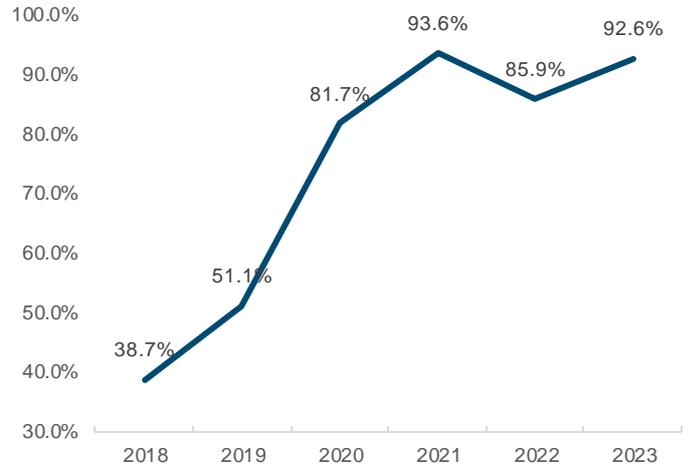
柔性供应链稳步推进，满足小批量、多品种供应。公司研发遗传算法驱动的服装柔性供应链系统，实现线上生产、智能排程与多工序协同，响应快时尚需求，提升供应效率。该系统已内部应用，柔性管理缩短生产、运输、仓储、销售周期，降低备货量。2018-2023 年，服饰配饰成品中库龄在 1 年内的存货占比从 38.7% 升高至 92.6%，库龄健康度不断提升。



图表9：服装柔性供应链系统示意图



图表10：服饰配饰成品中库龄在1年内的存货占比逐步提升至92.6%，库龄健康度提高



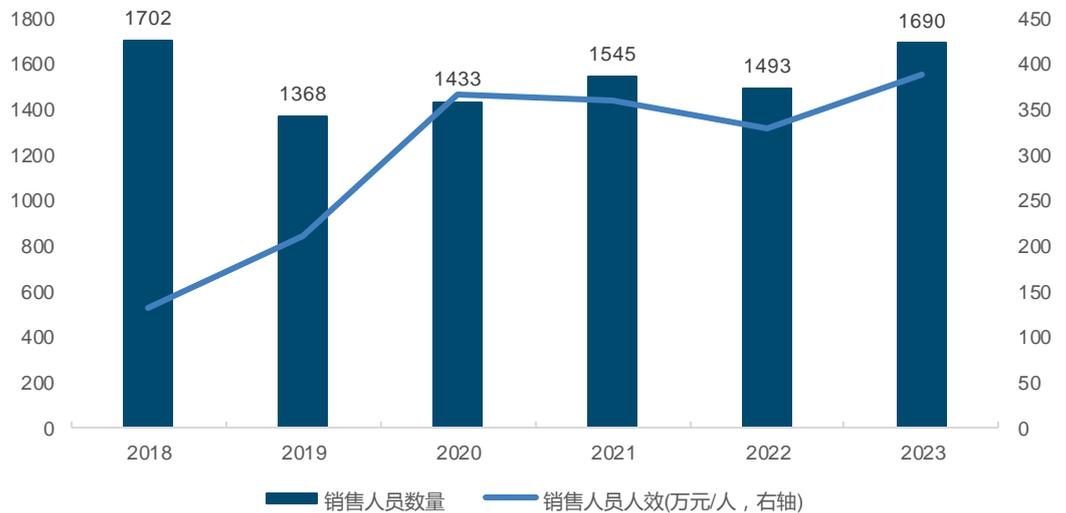
来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所；注：2023年为全品类成品1年内库龄占比

仓储管理优化：基于仓储管理系统，实现了出入库各个环节的效率优化，2022年公司整体入库上架时效已优化至16.5小时（相较上年减少4.2小时），2021年公司整体的出库时效优化至7.3小时（相较上年减少6.9小时）。借助仓储物流系统，公司可根据市场需求和存货管理经验及时调整采购计划，确定合理的存货规模。

“品牌化”运营策略，精简营销团队，销售运营人员人效处于提升通道。18/19/22/23年销售人员数量分别为1702/1368/1493/1545/1690人，人效则由18年的132万元提升至23年的388万元，其主要原因为公司推进“品牌化”运营策略，更聚焦于品牌精品，SPU数量减少，销售人员人效提升显著。

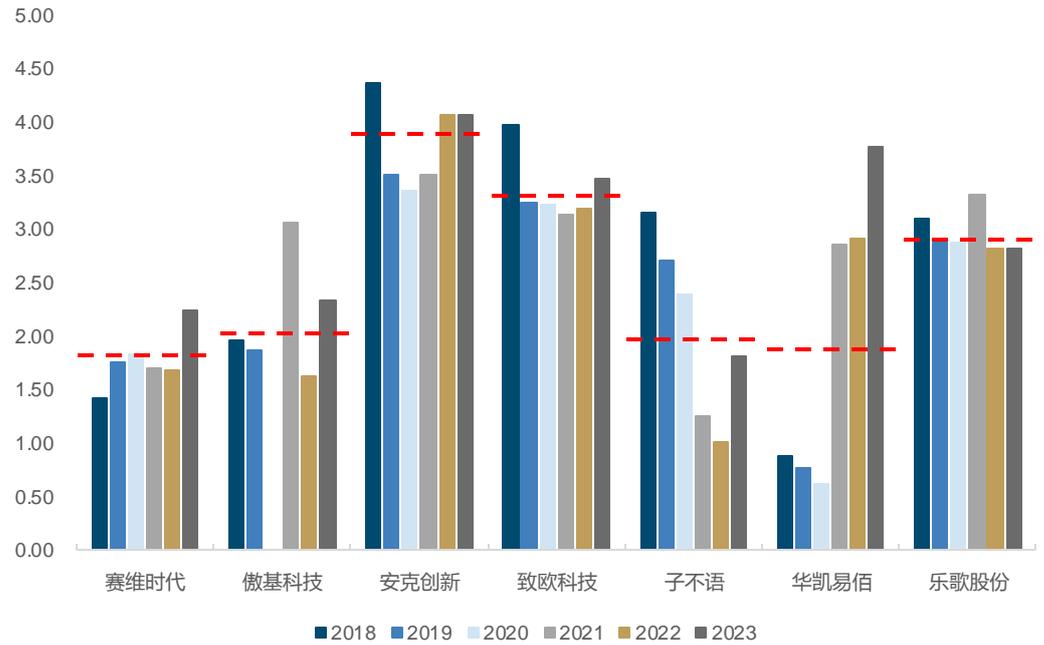
图表11：公司实施“品牌化”运营策略，精简了营销团队，销售人员人效大幅提升



来源：公司公告，国金证券研究所

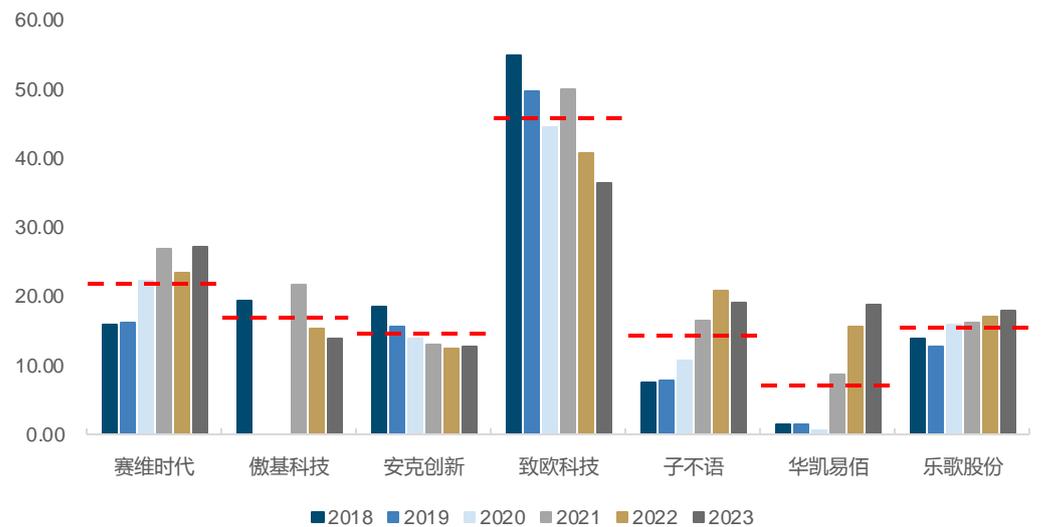


图表12: 各跨境电商公司存货周转率对比



来源：公司公告，iFinD，傲基科技招股书，国金证券研究所。注：红色虚线表示年平均值；注：受会计准则调整影响，公司23年成本项中不包含尾程运输费用。根据最新会计准则，规定针对发生在商品控制权转移给客户之前，且为履行销售合同而发生的运输成本，将其自销售费用全部重分类至营业成本。公司为保证IPO申报期数据的一致性，于2021至2022年末未做调整，公司自2023年1月1日起执行该规定。

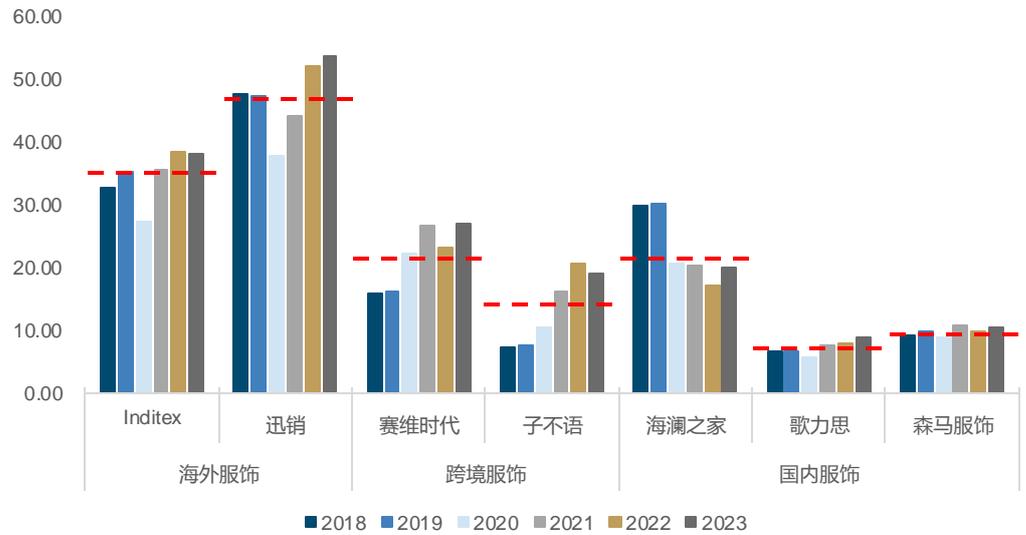
图表13: 2018-2023年公司应收账款周转率升至27.06次，年平均值高于大部分跨境电商企业



来源：各公司公告，iFinD，国金证券研究所。注：红色虚线表示年平均值。



图表14: 公司应收账款周转率年平均值得于海外服饰企业, 高于跨境和国内服饰企业

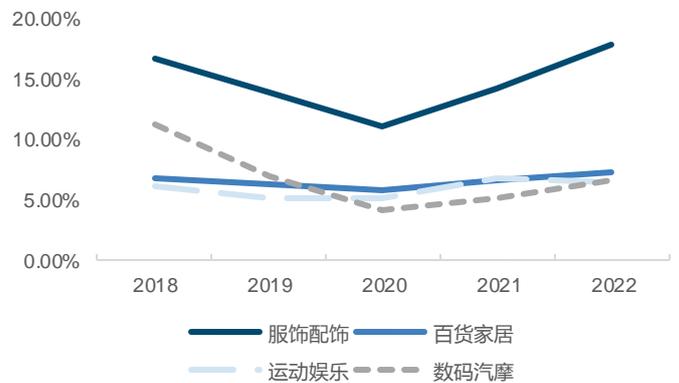
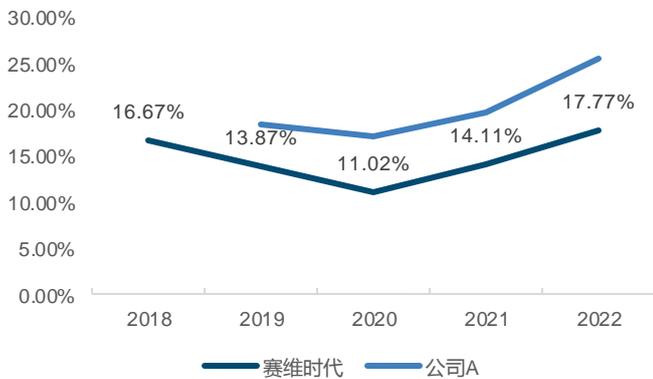


来源: 各公司公告, iFind, 国金证券研究所。注: 红色虚线表示年平均值得。

契合用户需求洞察进优化备货逻辑, 退货率具备优势。服饰配饰类商品存在样式、颜色、尺码、规格型号等与消费者预期不符合, 并且由于退货方便, 因此退货率较其他类商品较高。公司积累服饰配饰类销售数据和客户反馈数据, 建立尺码版型数据库, 自主打造流行趋势分析系统, 建立持续迭代的服装流行元素库, 赋能新品设计。20/21/22年公司服饰配饰类商品退货率 11.02%/14.11%/17.77%, 近年受亚马逊政策影响, 退货率有所增加, 横向与某鞋服跨境品牌上市公司 A 对比, 则体现出一定的管理优势。

图表15: 公司服饰配饰类商品退货率与对标公司相比较

图表16: 公司服饰配饰类商品的退货率显著高于其他类商品



来源: 公司公告, 国金证券研究所。注: 横轴 2022 年处为公司 A 22H1 退货率数据。

来源: 公司公告, 国金证券研究所

2 渠道&品类成长驱动: 多平台布局、深化品牌孵化提升溢价力

2.1 平台角度: 亚马逊仍具备份额提升空间, 多平台成长后续接力

2.1.1 亚马逊为跨境电商主平台, 算法迭代+细分服饰品类助力份额提升

亚马逊占主体地位, 成熟平台强者恒强。目前公司分渠道收入主要来源于亚马逊, 2021/2022/2023年, 亚马逊平台收入 47.5/43.6/57.7 亿元, 占比达 85.6%/88.9%/87.9%, 亚马逊为成熟的标准化电商平台, 构建了独特价值体系, 尽管 24 年实施新政, 但平台特点仍对具备精细化运作和自营品牌孵化能力的老玩家有利。2024H1 公司针对 Temu、TikTok 等平台加大投入力度, 24H1 营收 0.61/0.24 亿元, 短期占比仍较低但后续成长潜力可期。



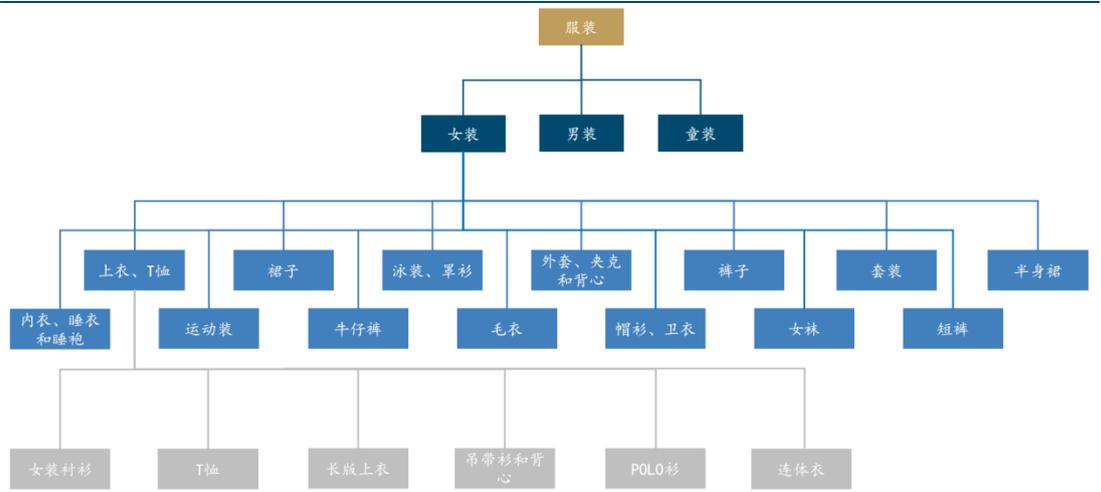
图表17: 亚马逊仍是公司最主要收入来源, Temu 和 Tiktok 渠道开始加大投入力度

平台		2020年	2021年	2022年	2023年	2024H1
亚马逊	营收(亿元)	36.82	47.59	43.56	57.70	34.9
	yoy		29.25%	-8.47%	32.47%	43.11%
	占比	70.12%	85.55%	88.93%	87.91%	83.55%
Temu	营收(亿元)	-	-	-	-	0.61
	占比	-	-	-	-	1.45%
Tiktok	营收(亿元)	-	-	-	-	0.24
	占比	-	-	-	-	0.57%
Walmart	营收(亿元)	1.26	1.03	1.11	2.67	1.56
	yoy		-18.25%	7.77%	139.7%	92.46%
	占比	15.21%	5.42%	2.98%	4.06%	3.74%
自营网站	营收(亿元)	1.02	0.72	0.52	1.81	1.42
	yoy		-29.41%	-27.78%	23.89%	57.73%
	占比	1.94%	1.29%	1.06%	2.76%	3.41%

来源: 公司公告, 国金证券研究所

亚马逊细分品类众多, 单品类提份额逻辑持续有效。亚马逊服装品类下结合不同应用场景和需求形成的末级品类总数多达上百个。以女装为例, 次级细分品类有内衣、上衣、T恤、裙子等等, 而上衣、T恤这一次级细分品类又有女装衬衫、T恤、长版上衣等等末级品类, 针对特定末级品类的产品布局, 能够迅速帮助服装品牌打开市场, 提高市场占有率。

图表18: 服装品类下末级细分品类众多



来源: 亚马逊, 国金证券研究所

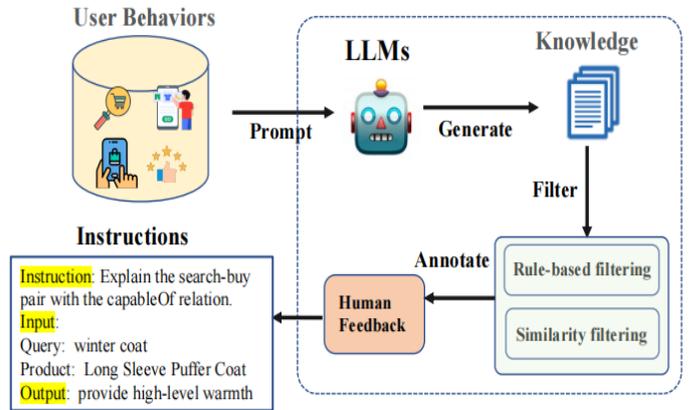
亚马逊推荐算法以用户为导向由 A9 更新到 A10, 引入 COSMO 算法, 提升销售转化率。A10 通过降低付费广告影响、重视品牌影响力和营销转化效率, 以削弱卖家对流量的把控。COSMO 算法利用大语言模型, 将常识知识融入搜索流程, 从产品为中心转向客户为中心, 使搜索结果与用户意图更一致。经测试, 将 COSMO 整合到约 10% 的美国站流量后, 产品销售额增长 0.7%, 相当于年增 49 亿美金销售额。这些改进强调产品性价比和品牌建设, 将提高客户满意度和销售转化率。



图表19: COSMO 算法从电商用户行为挖掘隐含常识的实例



图表20: COSMO 算法从海量用户行为中提取用户意图生成高质量指令



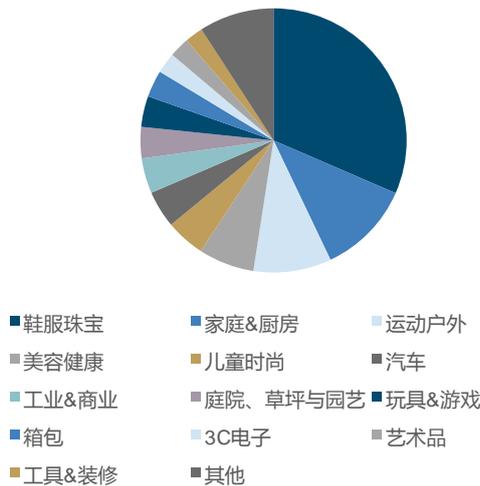
来源: Amazon. Science, 国金证券研究所

来源: Amazon. Science, 国金证券研究所

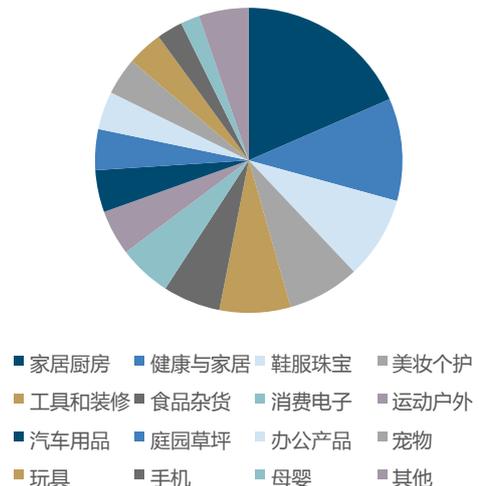
2.1.2 亚马逊下调佣金应对海外平台格局变化, 卖家多平台布局是长期趋势

Temu 等新平台提供新的发展机遇, Temu 主打服饰家居品类, 凭借低价优势。从产品结构来看, Temu 主要以服饰和百货品类为主, 2023.01-2023.12 累计, 鞋服珠宝 GMV 占比 31.5%, 家具厨房用品占比 11.4%, 运动户外占比 9.5%, 合计占比超 50%, 凭借国内服装家居供应链优势占领海外市场; 亚马逊平台品类多元, 主要集中于家具厨房、健康家居、鞋服珠宝、美妆个护等品类, 呈现广泛分布态势。从客单价来看, Temu 在各品类的均价都低于亚马逊, 定位偏中端用户, 通过提供丰富的商品选择和优惠的价格吸引消费者。

图表21: 2023 年 Temu 平台 GMV 产品结构



图表22: 2023 年亚马逊平台 GMV 产品结构

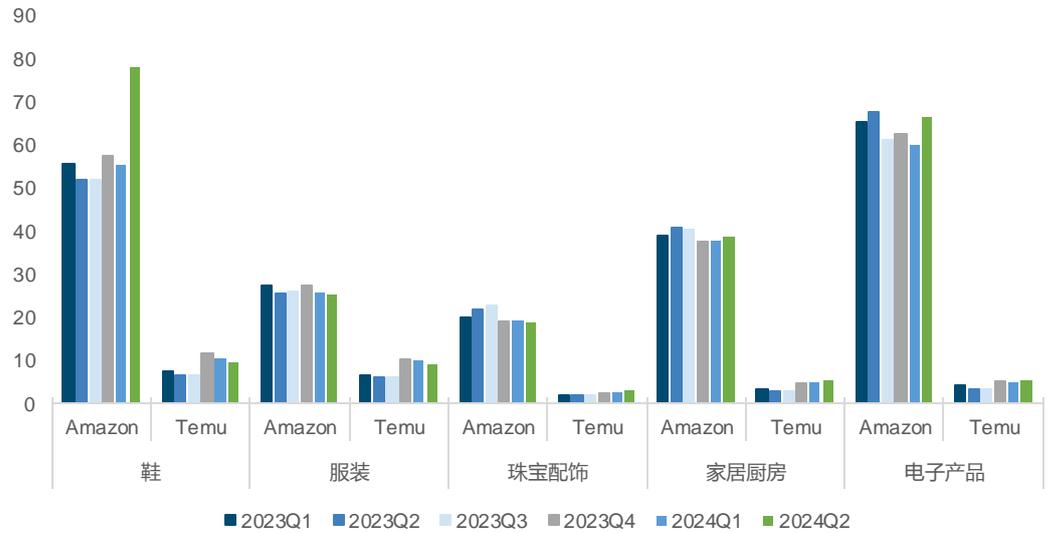


来源: 久谦, 国金证券研究所

来源: 久谦, 国金证券研究所



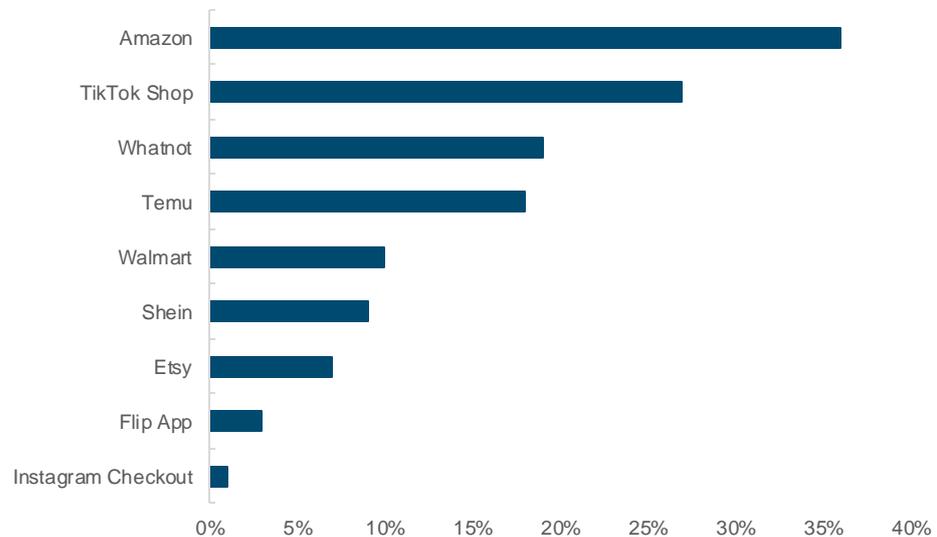
图表23: 2023Q1-2024Q2 Temu 与亚马逊分品类均价对比 (美元)



来源: 久谦, 国金证券研究所

TikTok 短视频引领全球社交电商新潮流, 复购率仅次于亚马逊。Earnest Analytics 的数据显示, 大约 27% 的 TikTok Shop 购物者在首次下单五个月后会再次购买。其表现优于沃尔玛、Temu、Shein 和 Etsy, 以及其他社交电商渠道 Whatnot、Instagram Checkout 等。

图表24: TikTok Shop 在吸引客户复购方面表现突出



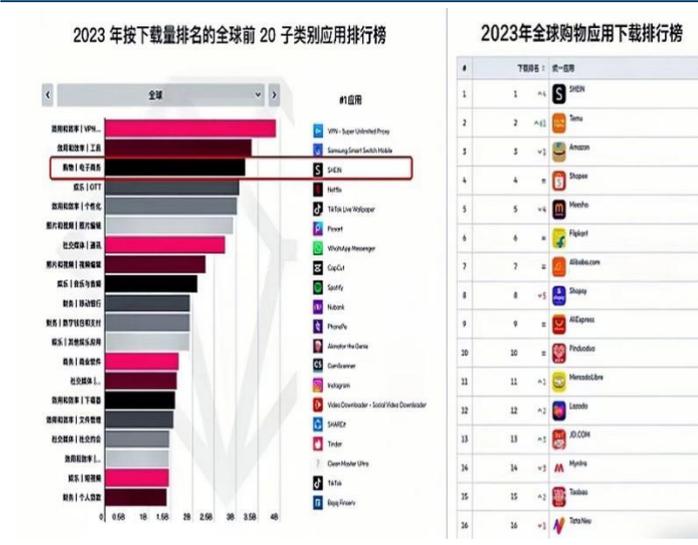
来源: Earnest Analytics, 国金证券研究所

Shein 以“自有品牌+平台”双引擎发展, 成为全球最受欢迎的时装品牌。Shein 自成立之初就持续打造同名自有服装品牌, 陆续超越耐克、ZARA 成为搜索量最大的服装品牌。市场分析机构 data.ai 最新发布《2024 移动市场报告》显示, 时尚和生活方式在线零售商 Shein 2023 年再度斩获全球购物类 APP 下载量冠军, Temu、Amazon 分别位于第二、第三位; 且 Shein 活跃用户持续上升, 2023 年上升三名位列第四, 亚马逊仍居榜首; 而在 2023 年全球购物类 APP 行为渗透率排名中, Shein 上升四位名列第四。



图表25: 2023年Shein再度斩获全球购物类APP下载量冠军

图表26: 2023年Shein在海外的影响力和渗透率仍在不断提升



排名	使用行为渗透率排名	统一应用	排名	平均活跃用户排名	统一应用
1	1	Amazon	1	1	Amazon
2	2	Shopee	2	2	Shopee
3	3	Flipkart	3	3	Flipkart
4	4	Shein	4	4	Shein
5	5	Lazada	5	5	Lazada
6	6	Meesho	6	6	Meesho
7	7	Android Auto	7	7	AliExpress
8	8	AliExpress	8	8	MercadoLibre
9	9	MercadoLibre	9	9	Android Auto
10	10	Myntra	10	10	Myntra
11	11	eBay	11	11	eBay
12	12	Temu	12	12	Temu
13	13	Shopsy	13	13	AJIO Shopping App
14	14	AJIO Shopping App	14	14	Tokopedia
15	15	Tokopedia	15	15	Shopsy
16	16	Walmart	16	16	Walmart

来源:《2024 移动市场报告》, 国金证券研究所整理

来源:《2024 移动市场报告》, 国金证券研究所整理

为增强平台吸引力和竞争力, 亚马逊调整销售佣金和费用。亚马逊自 2024 年 1 月 15 日起对服装类商品佣金进行调整, 对于销售金额<\$15 的商品, 佣金从 17%下调至 5%, 对于 \$15<=销售金额<\$20 的商品, 佣金下调至 10%。且佣金折扣扩展至欧洲、日本和加拿大站, 佣金降至 5%~10%。此外, 4 月新增低量库存费, 调整配送费和转调费, 还有 FBA 新品入仓优惠、Vine 计划的更低费率、新卖家扶持计划返点等调整, 以优化库存和物流管理。

- ①对行业影响: 佣金下调加剧竞争, 促进行业规范化。佣金下调加剧平台内部竞争, 吸引更多卖家, 且可能引发其他电商平台跟进降价, 加剧整个电商行业的竞争。亚马逊对库存量和发货分仓的调整推动行业规范化, 利于提升电商行业运营效率和消费者体验。
- ②对卖家影响: 降低运营成本, 短期提升利润率, 中期或加剧卖家竞争激烈程度。此举可看作对新平台抢占服饰类新品牌、小卖家的及时反馈, 对于主打低价格带、性价比产品的卖家来说, 销售成本降低, 毛利率提高, 利于快速打开市场。对于公司已经成熟的头部、中坚品牌来说政策影响未显, 而对于未来可能布局的新品牌来讲, 新政策配合成熟的品牌孵化方法论, 将发挥出 1+1>2 的效果, 取得更大优势。



图表27: 亚马逊调整佣金及费用促进降本增效, 也加剧行业与商家竞争

	销售佣金			低价亚马逊物流费率	
	适用门槛	原销售佣金	现销售佣金	适用门槛	优惠幅度
美国	价格低于15美金	17%	5%	价格低于\$10的商品适用	比标准费率低0.77美元
	价格介于15美金至20美金之间	17%	10%		
英国	价格低于15英镑	15.3%	8.16%	价格低于£10的商品适用	折扣详见下方价目表
德国 荷兰 比利时	价格低于15欧元	15%	8%	德国站低于€11 荷兰站低于€12 的商品适用	
法国 意大利 西班牙	价格低于15欧元	15.45%	8.24%	价格低于€12的商品适用	
瑞典	低于175瑞典克朗	15%	8%	不适用	
波兰	低于65波兰兹罗提	10%	8%	价格低于55波兰兹罗提的商品适用	
日本	定价低于2500日元	12%	8%	价格低于1,000日元的商品适用	比标准费率低66日元
加拿大	定价低于20加元	17%	10%	价格低于11加元的商品适用	比标准费率低0.55加元

来源: 跨境电商头条, 国金证券研究所

对于亚马逊新政策调整, 我们认为会一定程度提高公司低价格带产品系列的开拓, 并且利于向低价格带和更多细分品类扩展品牌矩阵。同时, 面对快速变化的海外电商格局, 公司加快进驻 Temu、TikTok 等新兴电商平台, 顺应平台趋势进行布局; 逐步调整自营网站运营策略, 提升品牌粘性。

随公司品牌业务运营聚焦, Walmart 和自营网站占比逐渐降低。由于亚马逊的监管机制和流量机制都较为适合新品牌的孵化成长, 公司近 90% 的收入来源于 Amazon, 且公司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, 占比逐渐降低。2021/2022/2023/24H1, 公司自营网站收入 3.0/1.5/1.8/1.42 亿元, 占比 4.1%/2.9%/2.8%/3.4%。

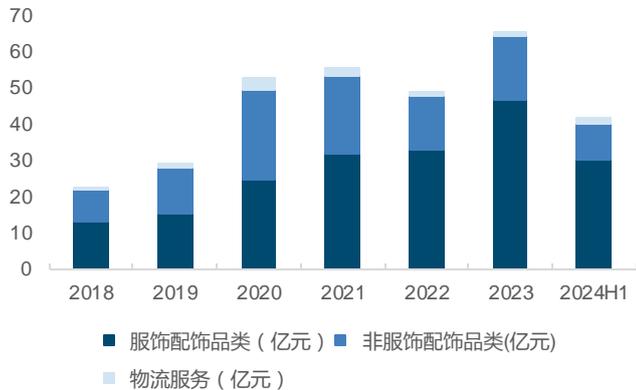
2.2 品类端: 坚持品牌孵化战略, 横向扩展产品矩阵

2.2.1 主品牌成长空间: 完善品牌矩阵, 头部品牌增速明显

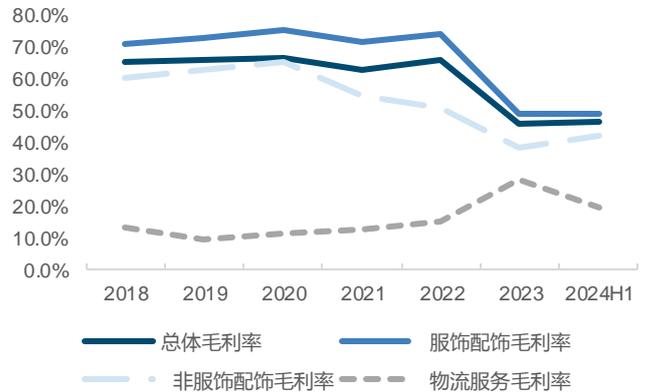
四大品类形成完整矩阵, 服饰配饰优势突出。目前公司具备较为完善的产品品类矩阵, 其中销售商品品类以服装配饰为主, 同时逐步拓展了百货家居、运动娱乐和数码汽摩等品类。2023 年服装配饰/非服饰配饰类收入分别为 46.7 亿/13.4 亿元, 占比 71.2%/26.5%, 毛利率分别为 49.2%/38.1%。服饰配饰类产品坚持品牌化转型战略, 盈利优势突出, 非服饰配饰类经历去库存阵痛期, 后续有望走向精品化道路。



图表28: 服饰配饰类为公司核心品类



图表29: 服饰配饰类毛利率领先



来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所; 注: 2023年起根据最新会计准则调整, 规定针对发生在商品控制权转移给客户之前, 且为履行销售合同而发生的运输成本, 将其自销售费用全部重分类至营业成本。

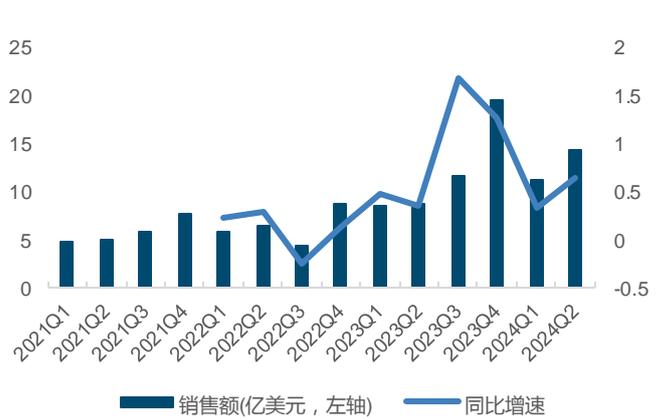
女装业务后续成长空间展望: 公司女装业务经历品牌化转型后, 初期面临品类繁多、流行趋势跟踪和尺码设定等挑战, 导致库存积压。2017至2020年主要致力于清库存和系统完善。2022至2023年, 通过组织结构调整、加大营销投入, 女装业务快速增长。23Q4/24H1 亚马逊美国站点女装板块销额 31.5/64.6 亿美元, 同比+64.1%/+52.0%。而 Zeagoo 作为时尚和自由、高品质和百搭的休闲女装品牌, 已成为公司前五大品牌之一, 2023年销售额达 2.28 亿元, 同比+85.15%, 2024上半年销售额达 1.79 亿元。

男装业务后续成长空间展望: 公司男装主品牌 Coofandy 作为品牌矩阵中体量最大的一个品牌, 21/22/23/24H1 营收 6.0/9.2/14.55/9.5 亿元, 同比 +129.1%/52.0%/58.6%/+51.1%。24M1~M7 亚马逊男装品类销额 33.5 亿美元, 同比+48.9%, 仍处于快速成长期。目前 Coofandy 涵盖了男装的多个细分品类, 后续会基于季节因素和适用场景等因素, 有望进一步拓宽品类、提升市占率。

图表30: 亚马逊美国站点女装板块销售额及增速



图表31: 亚马逊美国站点男装板块销售额及增速



来源: 久谦, 国金证券研究所

来源: 久谦, 国金证券研究所

品类层面横向拓展: 横向合理调整产品结构, 重振非服饰类产品。非服饰配饰类受去库存影响业绩下滑, 但公司仍维持完整立体的产品矩阵。随海外需求回暖, 公司未来有望复制服饰品类经营经验, 拓展运动户外、百货家居等弱势品类, 调整产品结构。公司还将根据应用场景和品牌定位推出新品, 增强用户粘性。例如, 运动健身品牌 ANCHEER 起初以锂电自行车为主, 未来有望围绕运动健康的品牌定位, 继续发力拓展电动脚踏板、跑步机、平衡车等新品类, 聚焦精品。

2.2.2 底层孵化能力培育复用的体现: “小前端+大中台”和“阿米巴模型”



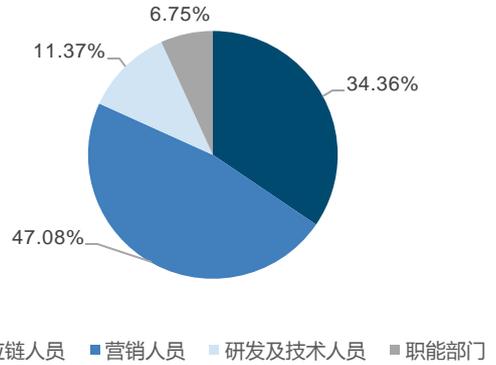
公司通过“小前端+大中台”和“阿米巴”组织架构满足公司多品牌、多品类的业务模式，实现人均效益、市场响应效率等方面的多维提升。

“小前端+大平台”组织架构形成敏捷性组织，打造优秀反应能力。公司在品牌运营的基础上，采用小前端+大中台架构，小前端多为 3-5 人业务团队，敏捷响应前端细分品类差异化需求；大中台标准化整合共性需求最大化复用放大规模效应，赋能业务决策高效执行。

图表32：“小前端+大中台”组织架构示意图



图表33：2023 年公司员工以供应链人员和营销人员为主



来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

“阿米巴模式”高效激励，持续培养人才。公司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，持续培养人才。

图表34：“阿米巴”组织形式示意图



来源：公司公告，国金证券研究所

募资巩固和完善品牌建设，拓宽营销渠道。公司持续进行品牌建设与渠道推广，以线上+线下一体化营销推广提升自有品牌力，有望长期降低获客成本，带动收入持续扩张，提升品牌溢价。

- ①线上重点投入自媒体营销、自营网站建设。线上广告投放主要通过自媒体、知名广告平台投放品牌宣传广告，以增强品牌影响力；社交媒体 KOL 合作主要为通过网红在社交平台线上直播、拍摄视频等方式，扩大自有品牌、产品和自营网站的曝光率。
- ②线下结合体验店及营销活动开展，进一步提升品牌溢价能力。线下推广主要通过线下店铺合作、赞助线下公益活动和体育赛事的方式提升品牌形象和知名度。
- ③设立维修服务中心，改善购物体验，增加顾客粘性，提升品牌口碑。公司计划在美国、捷克等海外仓储点设立维修服务中心，并增加客服人员，为海外客户关于产品问题的沟通以及退换货等售后事宜提供便利。

IPO 募投项目总投资 6.22 亿元，涵盖四大方向：时尚产业供应链建设、物流仓储升级、品牌建设与渠道推广及补充流动资金。其中，时尚产业供应链项目占比 26.4%，聚焦软硬件投入和系统开发；物流仓储升级占 14.5%，着重建设投资、人员薪酬及系统开发；品牌建设与渠道推广占 14.1%，通过线上线下渠道扩大品牌影响力；补充流动资金占



45.0%，支持日常运营和未来发展。这些项目将推动公司全面升级与发展，提升竞争力。

图表35：公司募投项目（单位：万元）

序号	项目名称	具体项目	投资金额	募集资金投资
1	时尚产业供应链及运营中心系统建设项目	软硬件投入	2,381	16,459
		系统开发费	12,055	
		系统实施费	1,880	
		预备费	141	
2	物流仓储升级建设项目	建设投资	6,267	9,016
		人员薪酬	821	
		系统开发费用	1,928	
3	品牌建设与渠道推广项目	线上广告渠道	7,394	8,771
		社交媒体 KOL 合作	462	
		线下体验店渠道	493	
		线下活动赞助	222	
		售后服务中心建设	200	
4	补充流动资金	/	28,000	28,000
合计			62,246	62,246

来源：公司公告，国金证券研究所

制定股权激励计划以吸引留住优秀人才，实现长久发展。2024年6月，公司发布股权激励计划，对高管、中层及骨干授予1159万股限制性股票。首次授予的限制性股票的考核年度为2024-2026年三个会计年度，每个会计年度考核一次，以营业收入为基数的增长率分别不低于20%/55%/85%，以净利润为基数的增长率不低于25%/50%/80%，体现公司对未来三年的业绩增长有明确期望。

图表36：股权激励计划中2024-2026年业绩考核目标

归属期	业绩考核目标
第一个归属期	以2023年公司营业收入为基数，2024年增长率不低于30%或以2023年公司净利润为基数，2024年增长率不低于25%
第二个归属期	以2023年公司营业收入为基数，2025年增长率不低于55%或以2023年公司净利润为基数，2025年增长率不低于50%
第三个归属期	以2023年公司营业收入为基数，2026年增长率不低于85%或以2023年公司净利润为基数，2026年增长率不低于80%

来源：公司公告，国金证券研究所

3 盈利周期把握：短期海运扰动，中看品牌孵化周期，长看品牌溢价力

从费用角度，影响当前轻工类品牌出海企业盈利能力的因素包括哪些？

1) 运输费率：大致占比在16%-30%之间，主要受重量体积（大件/小件）、选择的运输方式（海外第三方仓/FBA仓）、海运费变动影响，对于赛维为代表的小件产品为获取Amazon在前端流量的支持大多采用FBA模式，亚马逊为FBA商品提供24小时专业客服支持及快捷配送服务，有助于商品获得更高的客户评价，提升商品搜索排名、增加曝光度，助力从产品到品牌的正向循环。自2020年以来，亚马逊已将订单履约费用提高了30%以上。亚马逊正在将不断增长的成本转嫁给第三方卖家。

2) 推广费用率：效果广告更讲求效率提升，品牌广告投放预算受品牌建设阶段影响，预计行业整体未来呈逐步提升趋势。

3) 第三方电商平台费用率在8%-16%之间，由于亚马逊占比较高，当前费用表现较为刚性和稳定，受各平台竞争关系未来或有所变动（例如亚马逊23年末下调服装类佣金）。



图表37: 18-23年亚马逊FBA费用变化

年	小号12盎司	大号1磅	大号3磅	小号大件
2018年	\$2.41	\$3.19	\$5.09	\$8.13
2019年	\$2.48	\$3.28	\$5.26	\$8.26
2020年	\$2.63	\$3.48	\$5.42	\$8.26
2021年	\$2.84	\$4.25	\$5.68	\$8.66
2022年	\$3.07	\$4.52	\$5.79	\$8.94
2022年4月	\$3.22	\$4.75	\$6.08	\$9.39
2022高峰期	\$3.43	\$5.06	\$6.60	\$10.44
2023年	\$3.58	\$4.75	\$6.39	\$9.73

来源: Marketplace Pulse, 国金证券研究所

图表38: 跨境电商企业各类费用率对比

公司	年份	产品采购成本	运输成本	平台费率	推广费用	仓储费用	销售人员薪酬	净利率
安克创新	2021	50.9%	13.3%	8.0%	7.0%	0.3%	3.5%	9.7%
	2022	50.7%	10.6%	7.8%	7.6%	0.3%	3.9%	8.3%
	2023	45.1%	11.3%	7.8%	8.6%	0.5%	4.0%	8.1%
致欧科技	2021	36.4%	30.9%	13.3%	2.2%	3.2%	1.6%	4.0%
	2022	36.5%	30.8%	12.9%	2.5%	2.5%	2.2%	4.6%
	2023	44.7%	17.8%	13.3%	3.5%	3.5%	2.5%	6.8%
赛维时代	2021	26.5%	18.1%	16.1%	8.0%	0.9%	5.2%	6.2%
	2022	24.3%	28.3%	17.1%	8.6%	0.9%	5.9%	3.8%
	2023	24.0%	28.3%	17.1%	10.5%	0.7%	5.3%	5.1%
华凯易佰	2021	36.4%	21.4%	16.3%	4.7%	1.9%	3.8%	-3.9%
	2022	33.1%	23.1%	14.6%	5.4%	1.3%	2.9%	5.5%
	2023	31.0%	21.3%	13.6%	5.2%	1.0%	3.1%	5.3%
三态股份	2021	30.8%	17.9%	17.4%	0.8%	2.0%	2.8%	6.9%
	2022	29.4%	15.3%	11.5%	0.6%	2.4%	3.4%	8.9%
	2023	20.9%	24.8%	10.6%	0.4%	2.2%	3.7%	7.3%

来源: 各公司公告, 国金证券研究所

3.1 营销投放: 匹配品牌孵化周期, 短期费率提升, 中期看好溢价形成带动盈利能力中枢抬升

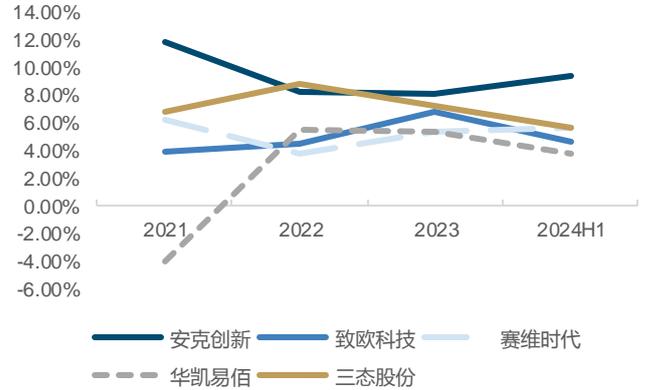
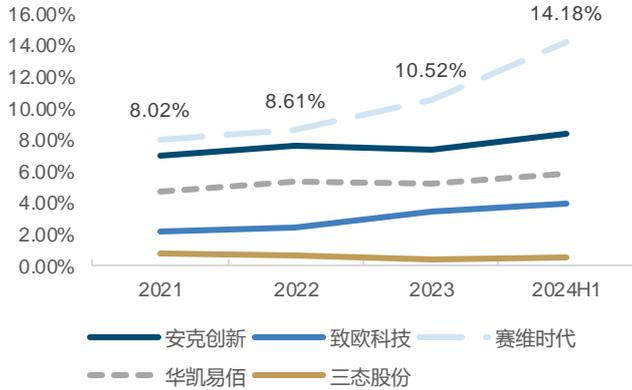
拆解公司营销投放策略, 在品牌孵化型战略下, 根据各品牌所处的阶段进行实施, 头部品牌强化全站投放, 增加对全渠道品牌级营销费用的投入; 对于中坚品牌, 每年挑选出战略细分品类进行重点投入, 以助力其快速达到市场占有率水平的突破, 从而建立品牌溢价。

品牌营销投入费率高于同业, 践行品牌化策略。公司品牌推广费用率在8%-10%, 高于同行业可比公司, 一方面由于服装品类消费属性决定, 另一方面公司各品牌正处于业务快速增长和品牌构建期, 需将品牌推广费用保持较高水平, “品牌”资产对报表端的体现仍需一定时间。



图表39: 公司品牌推广费高于同业公司且呈稳步提升趋势

图表40: 跨境电商公司净利率对比

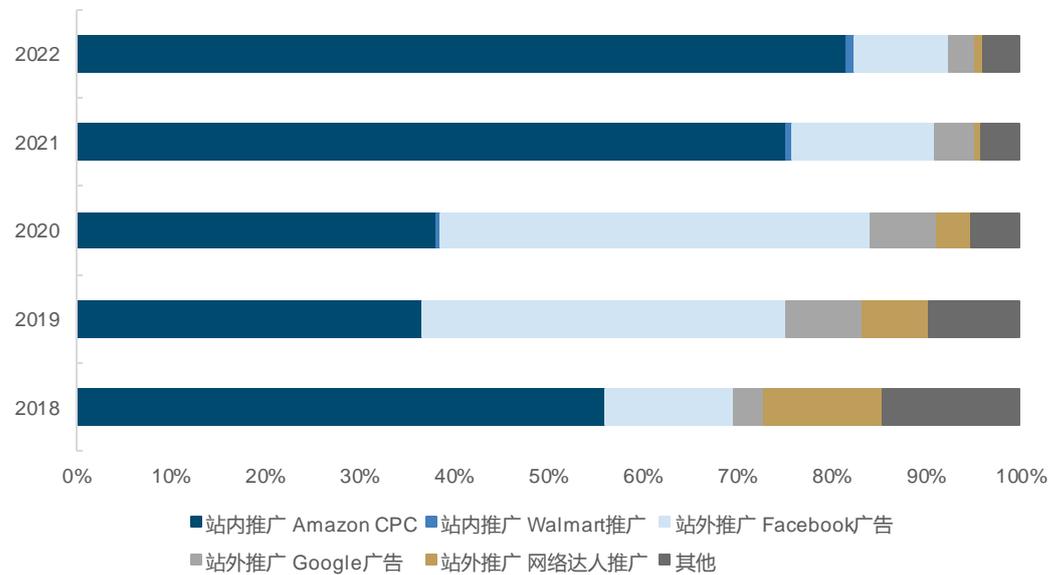


来源: 公司公告, iFinD, 国金证券研究所

来源: 公司公告, iFinD, 国金证券研究所

费用投放结构: Facebook 广告费效比高, 持续提升品牌力和市占率。公司站内营销模式主要为各第三方电商平台的 CPC 类广告; 站外营销模式主要通过 Facebook、Google 等渠道进行广告的投放。Amazon CPC、Facebook 广告投入占比更大, 22 年合计占比 91.66%。同时, 公司头部店铺的 Facebook 广告费效比高, 2020/2021/2022 年分别为 76.70%/88.09%/74.43%。

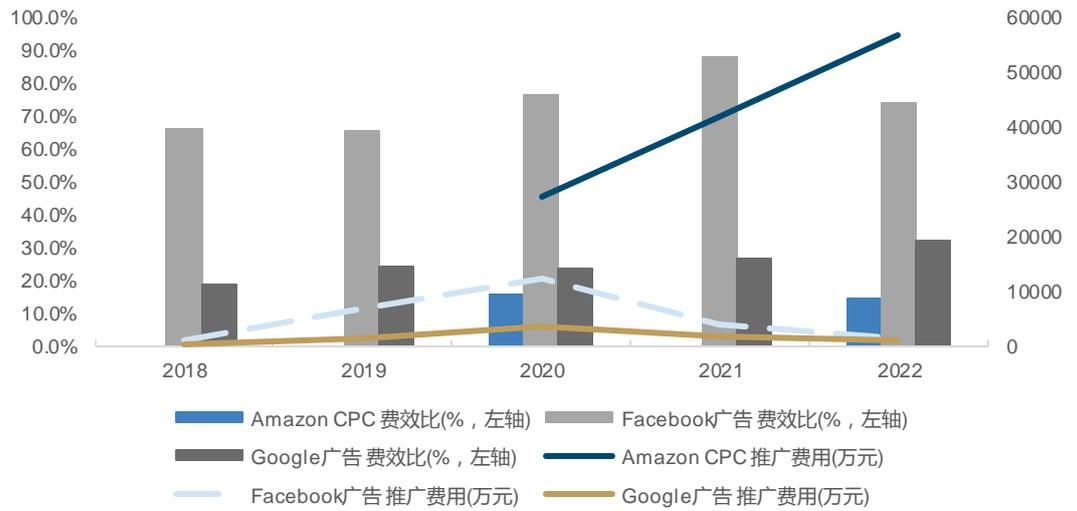
图表41: 推广方式以 Amazon CPC、Facebook 广告为主 (各项费用占推广费用比重)



来源: 公司公告, 国金证券研究所



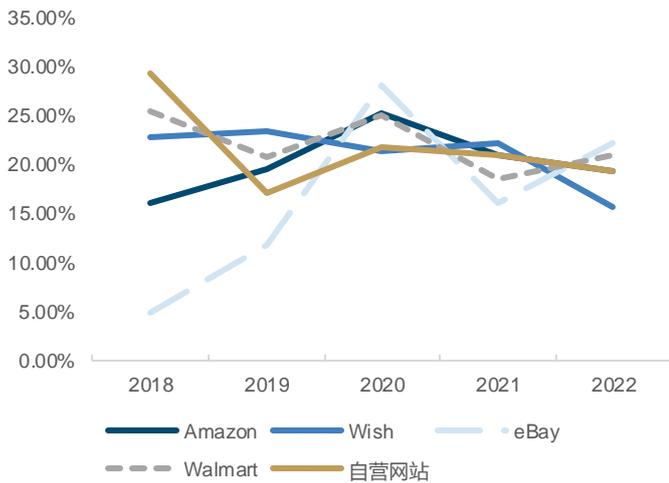
图表42: 公司头部店铺的 Facebook 广告费效比高



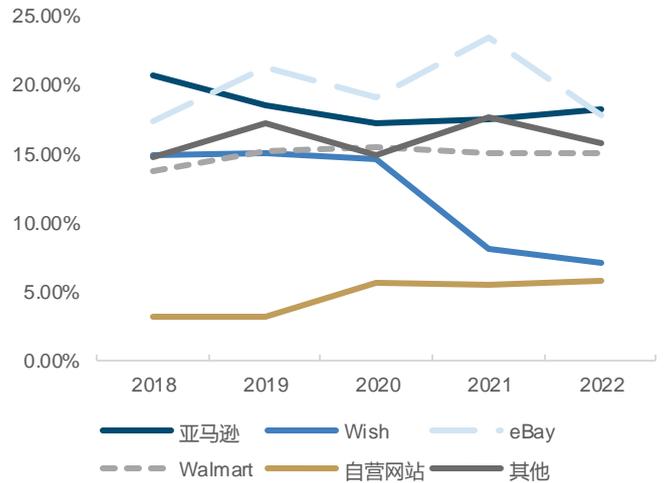
来源: 公司公告, 国金证券研究所; 注: Amazon CPC 只披露 2020、2022 年数据。Amazon CPC 为亚马逊平台收入前 30 店铺数据, Facebook 和 Google 广告均为自营网站收入前 30 店铺数据; 广告费效比=推广费用/推广对应成交金额

2018-2022 年各平台毛销差波动显著, 自营网站费用率优势明显。2020-2022 年亚马逊毛销差分别为 25.21%/20.96%/19.32%, eBay 分别为 27.91%/16.10%/ 22.15%, 自营网站分别为 21.75%/20.92%/19.27%。不同平台的毛销差异主要受商品定价方式、战略调整及平台运营策略的影响, 自营网站相较第三方平台定价自主权较大, 费用率优势明显, 毛利率较高; eBay 对价格敏感性较高, 毛销差波动剧烈。随“品牌化”战略推进, 非品牌业务逐渐缩减, 但受头程成本上升和平台销售结构变化, 21、22 年毛销差略有下滑。

图表43: 各平台毛销差波动显著, 自营网站较稳定



图表44: 亚马逊平台费用率稳定, 自营网站费用率优势明显



来源: 公司公告, 国金证券研究所; 注: 销售费率=(平台费+物流费+推广费)

来源: 公司公告, 国金证券研究所

/平台收入; 利润率=平台毛利率-平台销售费率

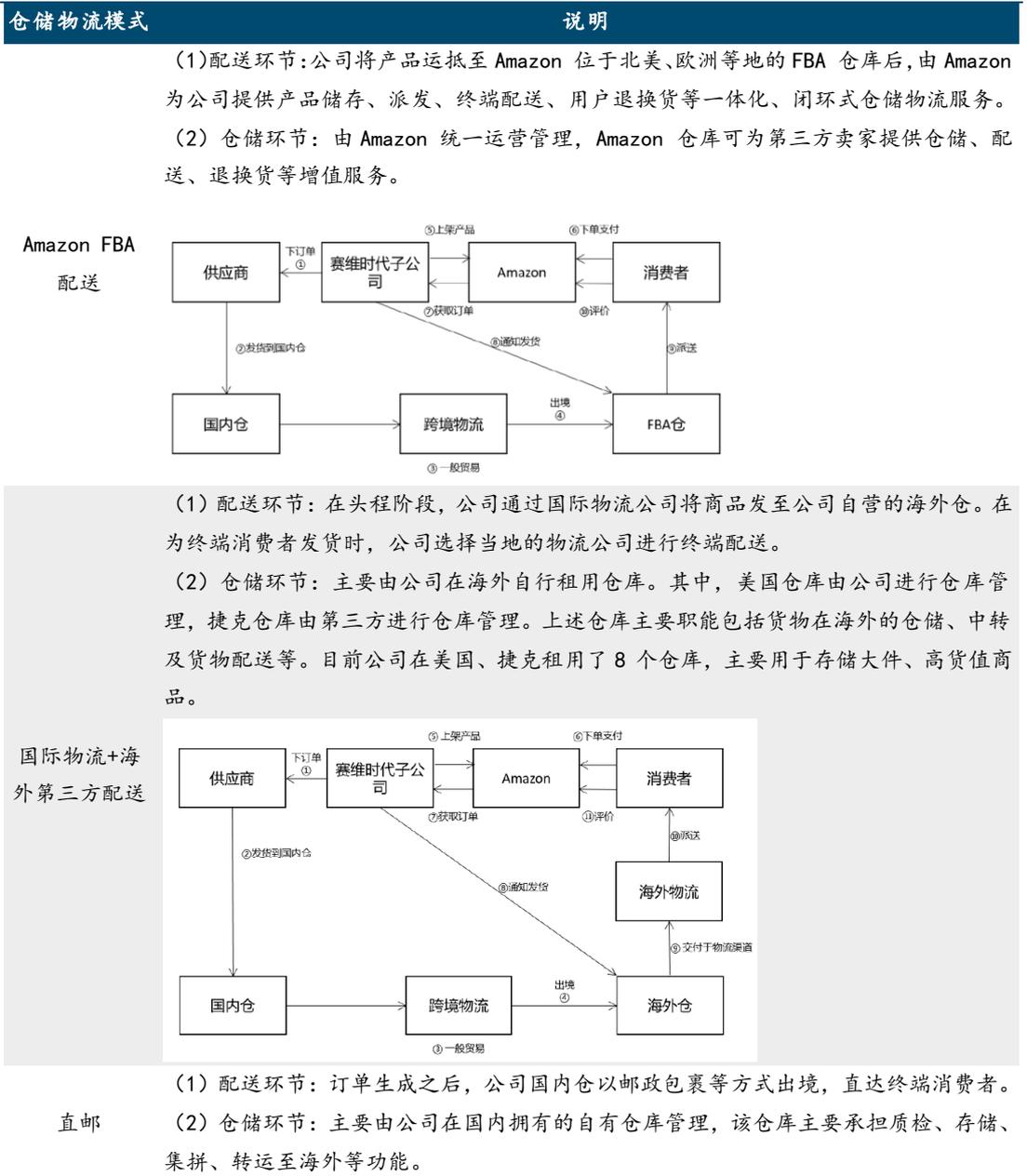
品牌类推广费用占比有望提升。公司的推广费率高于其他跨境电商企业, 由于效果广告更讲求效率提升, 品牌广告投放预算受品牌建设阶段影响, 预计未来将继续呈稳步提升趋势。第三方电商平台费用率占比在 8%-17%之间, 由于亚马逊占比较高, 当前费用表现较为刚性和稳定, 受各平台竞争关系未来或有所变动(例如亚马逊 23 年末下调服装类佣金)。

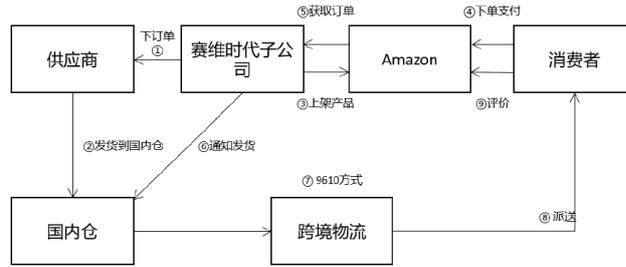


3.2 运费&汇率波动：物流策略优化助推费率下行，仓储体系开放实现营收增长

头程运费对毛利率影响因素分析：由于跨境企业自身承担头尾程运费，21/22 年头程运费占收入比分别为 9.67%/5.17%，尾程运费占比 18.9%/21.5%。从运费结构来看，22 年海运和空运占头程运费比重 37.3%/24.1%。复盘近年海运费变化对公司毛利率影响，2021 年，国际运输供应紧张，头程运费单价涨幅 79.9%，跨境业务毛利率-5.2pct；2022 年国际物流运力逐步恢复，出口海运费价格逐渐回归正常水平，但受到高运费库存成本结转的影响，毛利率+2.3pct，恢复节奏有所延迟；从头程结构来看，海空运单价变动呈现正相关性，但海运价格变动幅度更大，长约锁价有利成本控制。以 22 年为基础，通过敏感性分析可得，当头程运费成本价格+90%时，公司毛利率-4.5pct，净利率-4.0pct。

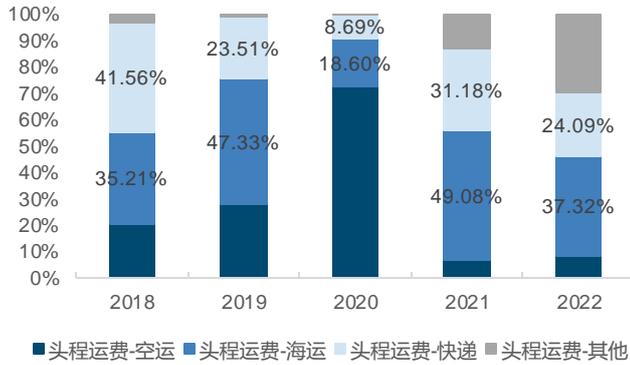
图表45：仓储物流模式





来源：公司公告，国金证券研究所

图表46：2018-2022 年头程运费各类（空、海、快递、其他）成本构成



来源：公司公告，国金证券研究所

图表47：头程运费各方式单位价格对比（按发货体积）

	2018	2019	2020	2021	2022
平均运费（元/m ³ ）	1517.0	1698.2	1895.6	3410.1	2744.9
变动		11.95%	11.62%	79.90%	-19.51%
其中：					
空运（元/m ³ ）	6596.8	6630.6	10981.3	13131.3	10437.9
变动		0.51%	65.62%	19.58%	-20.51%
海运（元/m ³ ）	631.4	917.7	1097.8	2004.4	1516.0
变动		45.34%	19.63%	82.58%	-24.37%
快递（元/m ³ ）	7418.2	9142.8	13182.0	14289.5	11929.5
变动		23.25%	44.18%	8.40%	-16.52%
头程运费/跨境业务收入（比率）	3.97%	5.29%	1.76%	9.67%	5.17%
变动		1.32%	-3.52%	7.90%	-4.49%
跨境业务毛利率变动		1.63%	1.91%	-5.20%	2.28%

来源：公司公告，国金证券研究所

图表48：头尾程运费对毛利率敏感性分析

	头程运费价格变动	毛利率	变动	净利率	变动
	120%	38.8%	-6.0%	-1.50%	-5.3%
	90%	40.3%	-4.5%	-0.19%	-4.0%
	60%	41.8%	-3.0%	1.13%	-2.6%
	30%	43.3%	-1.5%	2.45%	-1.3%
基准	0%	44.8%	0.0%	3.76%	0.0%
	-30%	46.3%	1.5%	5.08%	1.3%
	-60%	47.8%	3.0%	6.40%	2.6%
	-90%	49.3%	4.5%	7.71%	4.0%
	-120%	50.8%	6.0%	9.03%	5.3%

	尾程运费价格变动	毛利率	变动	净利率	变动
	120%	19.8%	-25.0%	-18.16%	-21.9%
	90%	26.0%	-18.8%	-0.19%	-4.0%
	60%	32.3%	-12.5%	1.13%	-2.6%
	30%	38.5%	-6.3%	2.45%	-1.3%
基准	0%	44.8%	0.0%	3.76%	0.0%
	-30%	51.0%	6.3%	5.08%	1.3%
	-60%	57.3%	12.5%	6.40%	2.6%
	-90%	63.5%	18.8%	7.71%	4.0%
	-120%	69.8%	25.0%	9.03%	5.3%

来源：公司公告，国金证券研究所

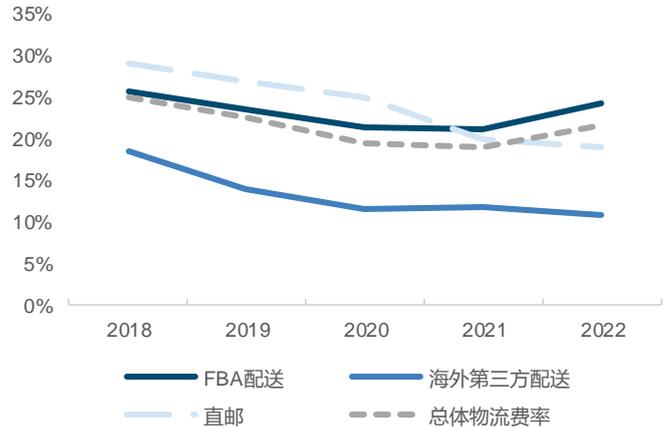
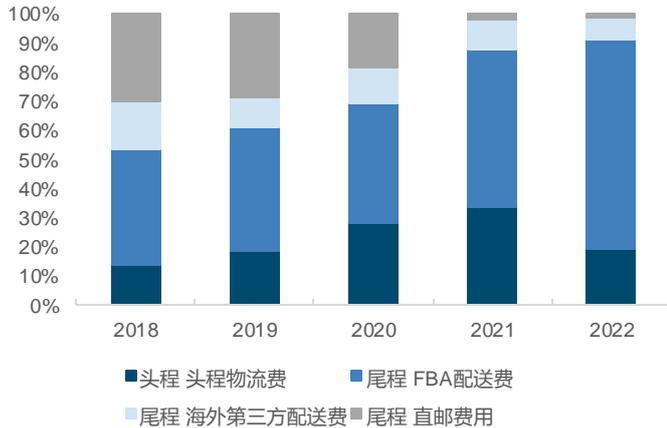
尾程运费：FBA 发货占比提升，直邮配送减少，单均价格提升。受销售规模与海外仓备



货影响，头程物流费占比先升后降。随 FBA 配送效率提高，且亚马逊流量倾向 FBA 仓商家，其发货占比逐步提升，物流成本占比从 2018 年的 40.01% 提升至 2022 年的 71.74%，但直邮费用占比则在 2021 年全面停止邮政小包出口模式后急剧减少。因此随品牌化战略的不断深入，平均价格逐步提升、直邮配送逐步减少，公司的整体物流费率从 2018 年的 24.93% 波动下降至 2022 年的 21.76%。

图表49：头程物流费占比先升后降，2022年FBA发货占比提升至71.74%

图表50：尾程物流费率波动下降至2022年的21.76%



来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

核心假设

分品类：

服饰配饰类：服饰配饰作为核心品类，未来重点投入，预计保持快速增长。随着纵向“品牌化”转型深入推进、数字化能力全面提升，服饰配饰类产品品牌孵化成果、细分市场占有量、品牌溢价能力有望进一步增强，当前公司市占率仍较低，在拓品类、拓平台方面仍具备成长空间，短中期在电商平台的运营能力有望不断强化，预计 24-26 年该项业务收入增速+42%/+29%/+24%，考虑到 2022/2023 年公司服饰配饰类业务毛利率分别为 49.3%/49.2%，伴随品牌溢价力提升，并且考虑到海运费上涨的影响，预计 24-26 年该项业务毛利率为 49.3%/49.3%/49.8%。

非服饰配饰类：随着公司去库存阵痛期结束，横向合理调整产品结构，公司未来有望复制服饰品类经营经验，实现品类逐步向运动户外、百货家居等原有弱势品类拓展，推动该板块的精品化发展，预计 24-26 年非服饰配饰类产品营收同比 25%/20%/15%，考虑到 24H1 海运费上涨的影响，预计 24-26 年该项业务毛利率为 37.3%/37.8%/38%。

销售费用率：公司正处于业务规模快速发展的阶段，为提升品牌市场占有率和提升头部品牌影响力，品牌推广费有望稳步提升，考虑到 23 年销售费用率为 35.7%，我们预计 24-26 年公司销售费用率分别为 36.3%/36.5%/36.8%。

管理费用率：公司的管理费用中职工薪酬占比较高，考虑到公司处于快速增长期，预计 24-26 年管理费用率 2.6%/2.7%/2.8%。



图表51：公司主要业务营收及毛利率预测

		2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入合计 (百万元)		5253	5565	4909	6564	8972	11337	13781
yoy			5.9%	-11.8%	33.7%	36.7%	26.4%	21.6%
营业成本合计 (百万元)		1743	2071	2711	3555	4843	6082	7307
毛利率		66.82%	62.8%	44.8%	45.8%	46.0%	46.3%	47.0%
服饰	营业收入 (百万元)	2,474	3,193	3,301	4,671	6,633	8,557	10,610
	yoy		29.1%	3.4%	41.5%	42.0%	29.0%	24.0%
	营收占比	47.09%	57.4%	67.3%	71.2%	73.9%	75.5%	77.0%
	营业成本 (百万元)	613	904	1,674	2,371	3,363	4,338	5,326
	毛利率	75.22%	71.7%	49.3%	49.2%	49.3%	49.3%	49.8%
非服饰品类	营业收入 (百万元)	2483	2141	1453	1736	2,170	2,605	2,995
	yoy		-13.8%	-32.1%	19.5%	25.0%	20.0%	15.0%
	营收占比	47.26%	38.5%	29.6%	26.5%	24.2%	23.0%	21.7%
	营业成本 (百万元)	868	967	910	1075	1,361	1,620	1,857
	毛利率	65.03%	54.8%	37.4%	38.1%	37.3%	37.8%	38.0%
物流业务	营业收入 (百万元)	295	229	144	126	138	145	145
	yoy		-22.3%	-37.3%	-28.0%	10.0%	5.0%	0.0%
	营收占比	5.61%	4.1%	2.9%	1.9%	1.5%	1.3%	1.1%
	营业成本 (百万元)	261	200	122	90	100	105	105
	毛利率	11.32%	12.8%	15.4%	28.6%	28.0%	28.0%	28.0%
其他业务	营业收入 (百万元)	2	2	11	30	30	30	30
	yoy		5.7%	443.6%	181.8%	0.0%	0.0%	0.0%
	营收占比	0.04%	0.0%	0.2%	0.5%	0.3%	0.3%	0.2%
	营业成本 (百万元)	0.34		6	19	19	19	19
	毛利率	81.94%	100.0%	44.4%	36.7%	35.8%	35.8%	35.8%

来源：公司公告，国金证券研究所

综上，我们预测公司 2024/2025/2026 年收入分别为 89.7/113.4/137.8 亿元，同比 36.7%/26.4%/21.6%；归母净利润分别为 4.56/5.81/7.4 亿元，同比 +36%/+27.3%/+27.4%。

4.2 投资建议

我们采用市盈率相对估值法，根据盈利预测，当前股价对应公司 24-26 年 PE 分别为 20/15/12X，PEG 分别为 0.7/0.56/0.44X。选取 A 股中安克创新、致欧科技、华凯易佰三家公司作为可比公司，可比公司 24-26 年 PE 平均值分别为 14/12/10X，PEG 均值为 0.68/0.56/0.47X，考虑到公司已验证可复制的品牌孵化能力、持续推进全链路数字化能力建设，整体成长性、管理能力优于同业公司，应给予一定估值溢价，给予公司 24 年 PEG 0.9X，对应目标价 28.1 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表52：可比公司估值

公司代码	公司简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE			PB (MRQ)	归母净利润CAGR 24E~26E	PEG		
				23A	24E	25E	26E	24E	25E	26E			24E	25E	26E
300866.SZ	安克创新	69.0	366.5	16.1	19.7	23.6	28.0	18.6	15.5	13.1	4.5	19.39%	0.96	0.80	0.67
301376.SZ	致欧科技	16.4	65.7	4.1	5.0	6.0	7.3	13.1	10.9	9.0	2.1	20.66%	0.64	0.53	0.44
300592.SZ	华凯易佰	10.5	42.6	3.3	4.1	5.2	6.2	10.4	8.2	6.9	1.9	22.75%	0.46	0.36	0.30
	平均值							14.1	11.5	9.7	2.8		0.68	0.56	0.47
	中位数							13.1	10.9	9.0	2.1		0.64	0.53	0.44
301381.SZ	赛维时代	22.2	88.9	3.4	4.6	5.8	7.4	19.5	15.3	12.0	3.5	27.33%	0.71	0.56	0.44

来源：iFind，国金证券研究所；股价基准日：2024 年 9 月 18 日；致欧科技盈利预测来自国金证券研究所，安克创新、华凯易佰盈利预测为 iFind 一致预期

5 风险提示

亚马逊平台集中度较高风险：公司在亚马逊平台销售占比较高，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。



汇率波动风险。公司海外业务营收占比超过 95%，如果公司未来以外币结算的收入持续增加，或者美元汇率发生大幅波动，公司又无法将全部汇兑风险向上下游传导或其他有效手段进行规避，汇率波动将可能对经营业绩产生不利影响。

行业竞争加剧风险：目前跨境电商行业参与者较多，尽管行业环境持续改善，但是新兴电商平台如 Temu、TikTok 等裹挟大量新兴参与者进入市场，公司或面临市场竞争逐步加剧的风险。

品牌化转型进程不及预期风险：纵向和横向提升品牌市占、品牌溢价是公司目前可持续性发展的主要战略，若后续自营品牌进一步转型升级结构不及预期，或对公司业绩成长造成负面影响。

限售股解禁：24 年 7 月公司有 1.59 亿股限售股解禁，占总股本 39.7%。

附录 公司基本情况梳理

技术驱动的出口跨境品牌电商龙头企业。公司科技股份有限公司成立于 2012 年，是一家数字化技术驱动的 B2C 跨境电商企业，公司主营产品涵盖服饰配饰、百货家居、运动娱乐、数码汽摩等四大品类，多个自营品牌销售额过亿，覆盖多个国家和地区。公司依托中国优质供应链资源，自研数字化平台形成全链路数字化能力，打造敏捷性组织，持续推进“品牌化”战略，致力于成为技术驱动的智能商业平台，于 2023 年 7 月 12 日在创业板上市。

图表53：数字化能力为基底，敏捷性组织为支撑，打造技术驱动的智能商业平台



来源：公司公告，国金证券研究所

精细化运作+品牌化转型，助力跨境电商业务腾飞。公司先后经历了发展初期、转型、快速发展三个阶段，各个阶段公司面临的市场环境、自身的策略选择以及遇到的困难都不近相同。从一开始公司就注重技术投入和供应链能力的积累，并在第二阶段逐步开展精细化运作和品牌化转型，第三阶段迎来腾飞。

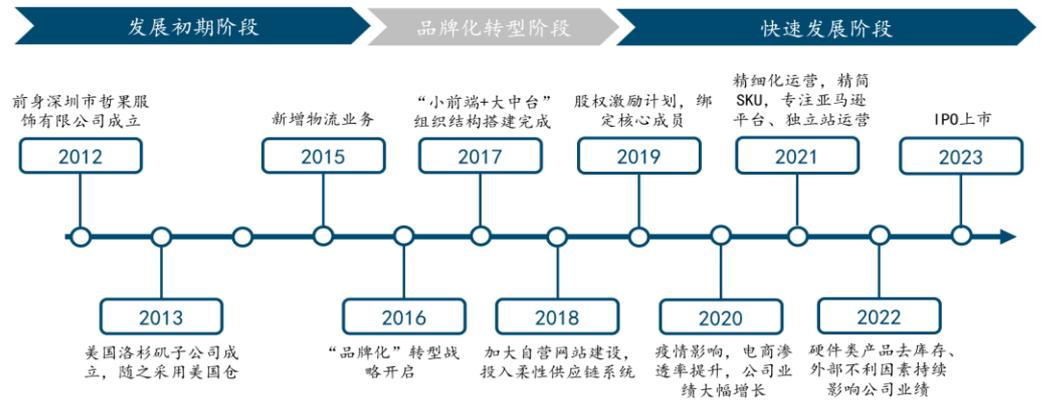
①发展初期阶段（2012~2015 年）：性价比产品时期。公司设立之初依靠中国供应链资源，通过 eBay、AliExpress 等平台开展跨境电商业务。该阶段海外市场价格敏感度高，公司初步技术投入，注重节约时间成本、提升运营效率以寻求降本增效。

②转型阶段（2016~2018 年）：“品牌化”转型战略伊始。公司将服饰配饰类作为核心产品品类，并积累了自主系统研发能力以快速适应市场。为提升市场响应速度并提高产品开发成功率，公司推进“小前端+大中台”的组织结构。同时进一步强化信息化系统建设及大数据技术运用能力，开发服装柔性供应链系统，打造高效供应能力。

③快速发展阶段（2019 年至今）：高效、精细化运营时期。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使得服装生产周期明显缩短、市场响应速度明显提升。2020 年业绩大幅增长，2021~2022 年因跨境行业公司的硬件类库存高企拖累公司整体收入，随着 2023 年行业环境好转，公司库存清理周期结束，收入增长明显。公司主动削减 SKU，更为聚焦服饰配饰优势品类，专注亚马逊平台和自营网站的精细化运营。



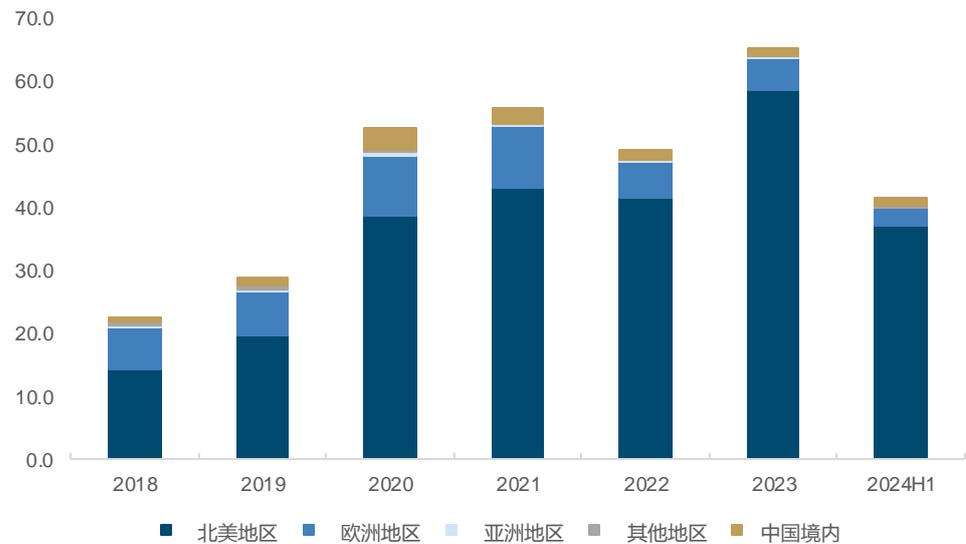
图表54: 公司发展历程梳理



来源: 公司公告, 国金证券研究所

海外为主要收入来源, 美国为第一重要市场。区域分布来看, 公司的收入主要来自于海外市场, 其中美国是最大的收入来源, 2023年, 公司在北美地区/欧洲地区/亚洲地区(不含境内)/中国境内收入分别为 58.7 亿/5.0 亿/0.2 亿/1.3 亿元, 占比 89.5%/7.6%/0.3%/2.0%。

图表55: 美国市场是最大的收入来源 (单位: 亿元人民币)



来源: 公司公告, 国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	5,565	4,909	6,564	8,972	11,337	13,781
增长率		-11.8%	33.7%	36.7%	26.4%	21.6%
主营业务成本	-2,071	-1,688	-3,555	-4,785	-6,011	-7,220
%销售收入	37.2%	34.4%	54.2%	53.3%	53.0%	52.4%
毛利	3,494	3,222	3,009	4,188	5,326	6,561
%销售收入	62.8%	65.6%	45.8%	46.7%	47.0%	47.6%
营业税金及附加	-5	-8	-7	-9	-11	-14
%销售收入	0.1%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
销售费用	-2,809	-2,758	-2,342	-3,257	-4,138	-5,071
%销售收入	50.5%	56.2%	35.7%	36.3%	36.5%	36.8%
管理费用	-144	-140	-155	-233	-306	-386
%销售收入	2.6%	2.8%	2.4%	2.6%	2.7%	2.8%
研发费用	-36	-48	-88	-135	-170	-207
%销售收入	0.6%	1.0%	1.3%	1.5%	1.5%	1.5%
息税前利润 (EBIT)	499	269	418	554	701	883
%销售收入	9.0%	5.5%	6.4%	6.2%	6.2%	6.4%
财务费用	-42	8	4	-29	-55	-51
%销售收入	0.8%	-0.2%	-0.1%	0.3%	0.5%	0.4%
资产减值损失	-82	-80	-70	-48	-21	-27
公允价值变动收益	-1	0	-9	-10	0	0
投资收益	4	0	19	20	5	5
%税前利润	0.9%	0.1%	5.0%	3.8%	0.8%	0.6%
营业利润	407	214	390	517	659	841
营业利润率	7.3%	4.4%	5.9%	5.8%	5.8%	6.1%
营业外收支	1	-3	-2	5	5	5
税前利润	407	211	388	522	664	846
利润率	7.3%	4.3%	5.9%	5.8%	5.9%	6.1%
所得税	-60	-26	-52	-65	-83	-106
所得税率	14.6%	12.4%	13.4%	12.5%	12.5%	12.5%
净利润	348	185	336	456	581	740
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	348	185	336	456	581	740
净利率	6.2%	3.8%	5.1%	5.1%	5.1%	5.4%

现金流量表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	348	185	336	456	581	740
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	176	206	198	89	69	82
非经营收益	18	-45	-15	23	51	51
营运资金变动	-289	72	32	-709	-194	-220
经营活动现金净流	253	418	550	-141	508	653
资本开支	-88	-36	-25	-83	-31	-41
投资	0	-10	-40	-110	0	0
其他	3	-1	-1,099	10	-5	-5
投资活动现金净流	-85	-46	-1,164	-183	-36	-46
股权募资	0	0	760	0	0	0
债权募资	-15	18	92	643	94	8
其他	-95	-81	-241	-231	-299	-362
筹资活动现金净流	-110	-63	611	412	-204	-353
现金净流量	52	320	1	89	267	253

资产负债表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	400	723	764	762	962	1,167
应收款项	211	333	271	448	562	677
存货	892	605	802	1,335	1,557	1,804
其他流动资产	75	72	755	846	868	890
流动资产	1,579	1,733	2,593	3,391	3,949	4,538
%总资产	70.4%	73.4%	71.6%	75.4%	78.0%	80.2%
长期投资	15	18	69	79	90	100
固定资产	32	36	38	51	62	73
%总资产	1.4%	1.5%	1.1%	1.1%	1.2%	1.3%
无形资产	61	72	63	64	66	67
非流动资产	664	628	1,030	1,109	1,113	1,118
%总资产	29.6%	26.6%	28.4%	24.6%	22.0%	19.8%
资产总计	2,243	2,361	3,623	4,500	5,062	5,657
短期借款	87	100	208	840	934	942
应付款项	240	191	395	458	575	691
其他流动负债	149	144	189	214	268	328
流动负债	475	435	792	1,512	1,777	1,962
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	502	471	417	300	248	214
负债	977	906	1,209	1,811	2,025	2,176
普通股股东权益	1,266	1,455	2,414	2,688	3,037	3,481
其中：股本	360	360	400	400	400	400
未分配利润	817	1,000	1,210	1,483	1,832	2,276
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	2,243	2,361	3,623	4,500	5,062	5,657

比率分析

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标						
每股收益	0.966	0.514	0.839	1.141	1.452	1.849
每股净资产	3.516	4.040	6.035	6.719	7.590	8.700
每股经营现金净流	0.704	1.161	1.374	-0.352	1.269	1.631
每股股利	0.000	0.000	0.250	0.456	0.581	0.740
回报率						
净资产收益率	27.47%	12.73%	13.90%	16.98%	19.13%	21.26%
总资产收益率	15.50%	7.84%	9.26%	10.14%	11.48%	13.08%
投入资本收益率	31.50%	15.13%	13.79%	13.73%	15.43%	17.46%
增长率						
主营业务收入增长率	5.93%	-11.78%	33.70%	36.70%	26.35%	21.56%
EBIT增长率	-28.44%	-46.19%	55.64%	32.55%	26.51%	26.01%
净利润增长率	-22.88%	-46.76%	81.24%	36.01%	27.31%	27.35%
总资产增长率	37.52%	5.24%	53.49%	24.19%	12.50%	11.75%
资产管理能力						
应收账款周转天数	13.7	15.7	13.5	14.0	14.0	14.0
存货周转天数	153.6	161.9	72.3	105.0	98.0	95.0
应付账款周转天数	58.8	42.7	22.0	30.0	30.0	30.0
固定资产周转天数	2.1	2.7	2.1	2.1	2.0	1.9
偿债能力						
净负债/股东权益	-24.79%	-43.51%	-48.62%	-23.77%	-24.55%	-27.06%
EBIT利息保障倍数	11.9	-35.6	-95.7	19.0	12.6	17.4
资产负债率	43.56%	38.38%	33.36%	40.25%	40.00%	38.46%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	4	18	27	35	66
增持	1	4	7	9	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.20	1.18	1.21	1.20	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

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

任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



**【小程序】
国金证券研究服务**



**【公众号】
国金证券研究**