

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

赛维时代(301381)

投资评级 无评级

上次评级

姜文锬 新消费行业首席分析师

执业编号: S1500524120004

邮箱:

jiangwenqiang@cindasc.com

骆峥 新消费行业分析师

执业编号: S1500525020001

邮箱:

luozheng1@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦B座

邮编: 100031

赛维时代：服饰品牌动销靓丽，存货因素影响短期盈利

2025年04月27日

事件：公司发布 2024 年年报及 2025 年一季报。24 年公司实现收入 102.75 亿元（同比+56.5%，下同），归母净利润 2.14 亿元（-36.2%），扣非归母净利润 1.81 亿元（-41.3%）；24Q4 公司实现收入 34.74 亿元（+58.7%），归母净利润 0.19 亿元（-83.5%），扣非归母净利润 0.18 亿元（-82.4%）；25Q1 公司实现收入 24.58 亿元（+36.6%），归母净利润 0.47 亿元（-45.3%），扣非归母净利润 0.41 亿元（-42.3%）。

服饰业务保持快速增长，品牌战略持续深化。分产品看，2024 年公司服饰配饰商品销售/非服饰配饰商品销售/物流服务/其他业务分别实现营业收入 74.47/23.24/4.55/0.49 亿元，分别同比+59.4%/+33.9%/+261.5%/+62.9%。24 年公司前五大品牌 Coofandy/Ekouaer/Avidlove/Zeagoo/Arshiner 均归属服饰配饰品类，分别实现营收 21.89/20.82/8.75/5.60/3.38 亿元，分别同比+50.4%/+61.9%/39.0%/145.7%/86.5%，前五大品牌合计占总营收约 59%，公司品牌战略持续深化，进展良好。分地区看，24 年公司在境内/北美/欧洲地区营收占比分别为 4.6%/88.1%/6.9%，北美是公司最大市场。

存货因素影响公司短期盈利能力及营运能力。2024 年公司毛利率为 43.8%（同比-2.1pct），期间费用方面，公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 37.8%/2.1%/1.2%/-0.3%，分别同比+2.1pct/-0.2pct/-0.2pct/-0.2pct。营运能力方面，公司 24 年存货周转天数约 81 天（同比增加约 10 天），现金流方面，公司 24 年实现经营活动所得现金净额-4.69 亿元。我们认为公司上述表现主要受短期备货影响，根据公司公告，存货增加主要系销售规模增加和新品开发数量增加而导致的常规备货增加，同时公司结合贸易等相关政策变化的预期对部分品类进行提前备货。24 年公司计提减值准备约 0.91 亿元，主要来自存货跌价准备，我们预计与非服饰配饰品类有关。25Q1 公司毛利率为 43.9%（同比-3.3pct），期间费用方面，公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 38.2%/2.1%/1.1%/-0.4%，分别同比+0.3pct/持平/-0.5pct/持平，根据公司公告，25Q1 营销策略是基于 24 年下半年集中推广期的效果进行更精准推广措施优化，故集中推广期强度有所降低。

以品牌战略为基础，拓展非美市场，推进海外供应链布局。展望未来，我们认为公司有望持续深化品牌战略布局，加速新品牌孵化，提升市场份额同时逐步提升品牌溢价能力。2025 年公司或将在巩固现有优势区域的基础上，积极拓展非美市场，如欧洲市场，同时把握新兴经济国家地区的发展机会。考虑到未来关税风险存在加剧的可能性，公司或积极谋划并推进海外供应链布局，东南亚地区或成为公司布局首选区域。根据公司公告，越南自有工厂已顺利建成投产，同时公司已在东南亚储备有部分核心品类的优质供应商，并已开展多轮生产磨合。我们预计公司 25 年有望通过自主生产+委托加工的方式提高海外采购占比，降低贸易风险。

盈利预测: 我们预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 3.3/4.5/6.1 亿元, PE 分别为 24.9X/18.3X/13.5X。

风险因素: 关税政策变化、行业竞争加剧、新品推广不及预期。

重要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	6,564	10,275	13,384	16,585	19,983
增长率 YoY %	33.7%	56.5%	30.3%	23.9%	20.5%
归属母公司净利润 (百万元)	336	214	331	451	611
增长率 YoY%	81.6%	-36.2%	54.8%	36.1%	35.5%
毛利率%	45.8%	43.8%	43.0%	43.3%	43.7%
净资产收益率ROE%	13.9%	8.7%	12.7%	16.1%	19.9%
EPS(摊薄)(元)	0.84	0.54	0.83	1.13	1.53
市盈率 P/E(倍)	24.60	38.55	24.91	18.31	13.51
市净率 P/B(倍)	3.42	3.35	3.17	2.94	2.69

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2025 年 4 月 25 日收盘价

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	2,593	3,438	3,721	4,255	4,677
货币资金	764	924	1,101	1,299	1,415
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	219	299	369	455	546
预付账款	33	46	57	71	84
存货	802	1,805	1,824	2,040	2,220
其他	775	364	371	390	411
非流动资产	1,030	1,304	1,018	721	637
长期股权投资	4	0	0	0	0
固定资产(合计)	38	67	86	93	87
无形资产	3	3	2	1	0
其他	985	1,235	930	627	549
资产总计	3,623	4,743	4,739	4,975	5,314
流动负债	792	1,572	1,601	1,739	1,889
短期借款	110	608	408	308	208
应付票据	115	182	233	287	344
应付账款	265	388	488	601	719
其他	301	394	472	543	618
非流动负债	417	710	532	432	352
长期借款	0	0	0	0	0
其他	417	710	532	432	352
负债合计	1,209	2,282	2,133	2,171	2,241
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属母公司股东权益	2,414	2,461	2,606	2,804	3,073
负债和股东权益	3,623	4,743	4,739	4,975	5,314

重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	6,564	10,275	13,384	16,585	19,983
同比(%)	33.7%	56.5%	30.3%	23.9%	20.5%
归属母公司净利润	336	214	331	451	611
同比(%)	81.6%	-36.2%	54.8%	36.1%	35.5%
毛利率(%)	45.8%	43.8%	43.0%	43.3%	43.7%
ROE%	13.9%	8.7%	12.7%	16.1%	19.9%
EPS(摊薄)(元)	0.84	0.54	0.83	1.13	1.53
P/E	24.60	38.55	24.91	18.31	13.51
P/B	3.42	3.35	3.17	2.94	2.69
EV/EBITDA	23.57	26.81	11.98	9.52	9.67

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	6,564	10,275	13,384	16,585	19,983
营业成本	3,555	5,777	7,634	9,401	11,251
营业税金及附加	7	11	13	17	20
销售费用	2,342	3,882	4,952	6,136	7,394
管理费用	155	219	254	315	380
研发费用	88	119	141	174	210
财务费用	-4	-28	-28	-33	-39
减值损失合计	-67	-85	-85	-95	-100
投资净收益	19	28	11	10	10
其他	16	17	51	45	45
营业利润	390	255	394	534	723
营业外收支	-2	-5	-4	-4	-4
利润总额	388	250	390	530	719
所得税	52	36	58	80	108
净利润	336	214	331	451	611
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	336	214	331	451	611
EBITDA	505	355	684	820	776
EPS(当年)(元)	0.89	0.54	0.83	1.13	1.53

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	550	-469	773	689	657
净利润	336	214	331	451	611
折旧摊销	127	152	322	322	96
财务费用	2	21	31	23	18
投资损失	-19	-28	-11	-10	-10
营运资金变动	32	-894	11	-195	-160
其它	72	66	87	97	102
投资活动现金流	-1,164	489	-22	-14	-1
资本支出	-25	-93	-24	-19	-9
长期投资	-40	-150	0	0	0
其他	-1,099	732	2	5	8
筹资活动现金流	611	111	-574	-476	-540
吸收投资	760	0	0	0	0
借款	92	499	-200	-100	-100
支付利息或股息	-102	-227	-217	-276	-360
现金流净增加额	1	135	176	199	116

研究团队简介

姜文锬，信达证券研究开发中心所长助理，新消费研究中心总经理，上海交通大学硕士，第一作者发表多篇 SCI+EI 论文，曾就职于国盛证券，带领团队获 2024 年新财富最佳分析师第四名、2023/2024 年水晶球评选第四名、2024 年金麒麟最佳分析师第四名。

李晨，本科毕业于加州大学尔湾分校物理学院，主修数学/辅修会计；研究生毕业于罗切斯特大学西蒙商学院，金融硕士学位。2022 年加入国盛证券研究所，跟随团队在新财富、金麒麟、水晶球等评选中获得佳绩；2024 年加入信达证券研究开发中心，主要覆盖造纸、轻工出口、电子烟等赛道。

曹馨茗，本科毕业于中央财经大学，硕士毕业于圣路易斯华盛顿大学。曾就职于保险资管、国盛证券研究所，有 3 年左右行业研究经验，跟随团队在新财富、金麒麟、水晶球等评选中获得佳绩。2024 年加入信达证券研究开发中心，主要覆盖家居、个护、宠物、智能眼镜、潮玩、包装等赛道。

骆峥，本科毕业于中国海洋大学，硕士毕业于伦敦国王学院大学。曾就职于开源证券研究所，具备 3 年多消费行业研究经验，跟随团队在金麒麟、21 世纪金牌分析师等评选中获得佳绩。2025 年加入信达证券研究开发中心，主要覆盖黄金珠宝、两轮车、跨境电商等赛道。

陆亚宁，美国伊利诺伊大学香槟分校经济学硕士，曾就职于浙商证券、西部证券，具备 3 年以上新消费行业研究经验。2025 年加入信达证券研究开发中心，主要覆盖电商、美护等赛道。

龚轶之，CFA，毕业于伦敦政治经济学院。曾就职于国金证券研究所，4 年消费行业研究经验，跟随团队在水晶球、金麒麟、Wind 金牌分析师等评选中获得佳绩。2025 年加入信达证券研究开发中心，主要覆盖民用电工、电动工具、照明、智能家居赛道。

分析师声明

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

免责声明

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

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

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

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

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

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

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

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准15%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

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

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。