

赛维时代 (301381.SZ)

库存因素短期拖累利润，服饰品类增长维持靓丽

2025 年 04 月 29 日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

黄泽鹏（分析师）

吕明（分析师）

huangzepeng@kysec.cn

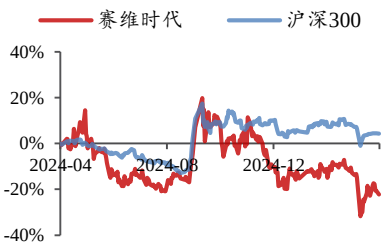
lvming@kysec.cn

证书编号：S0790519110001

证书编号：S0790520030002

日期	2025/4/28
当前股价(元)	20.23
一年最高最低(元)	33.18/16.49
总市值(亿元)	80.94
流通市值(亿元)	38.90
总股本(亿股)	4.00
流通股本(亿股)	1.92
近 3 个月换手率(%)	138.2

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《品牌孵化和发展顺利，服饰配饰品类增长亮眼——公司信息更新报告》
-2024.8.24

《跨境电商服饰赛道龙头，技术驱动品牌扬帆出海——公司首次覆盖报告》
-2024.8.21

● 主营业务维持高增，业绩端阶段性承压

公司发布年报、一季报：2024 年实现营收 102.75 亿元（同比+56.5%，下同）、归母净利润 2.14 亿元（-36.2%）；2025Q1 实现营收 24.58 亿元（+36.6%），归母净利润 0.47 亿元（-45.3%）。我们认为，公司通过稳步推进品牌化战略，在巩固既有渠道和市场优势基础上，积极拓展线下多元渠道和非美市场，有望实现品牌影响力和市场份额的持续提升。考虑后续去库存影响，我们下调公司 2025-2026 年盈利预测并新增 2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润为 3.71/5.11/6.65 亿元(2025-2026 年原值 6.04/7.77 亿元),对应 EPS 为 0.93/1.28/1.66 元，当前股价对应 PE 为 21.8/15.8/12.2 倍，估值合理，维持“买入”评级。

● 服饰品类增长持续亮眼，库存因素短期拖累盈利能力

分品类看，2024 年公司服饰配饰/非服饰配饰/物流服务实现营业收入 74.47/23.24/4.55 亿元，分别同比+59.4%/+33.9%/+261.5%，公司持续将底层能力赋能于新品牌孵化，实现自主品牌强劲增长；公司在境外市场的北美/欧洲/亚洲/其他地区营收占比分别为 88.1%/6.9%/0.2%/0.2%，北美仍为主要市场，欧洲地区后续提升潜力大。盈利能力方面，2024 年公司毛利率为 43.8%（-2.1pct），下滑主要系海运波动导致运输成本增加和库存周转放缓，2024 年公司库存周转天数为 81 天，同比 2023 年增加 10 天；费用方面，公司销售/管理/财务费用率分别为 37.8%/2.1%/-0.3%，其中销售费用上升主要系销售收入及品牌推广费提升所致。

● 坚持品牌化战略，积极推进非美市场拓展及海外供应链布局

公司多年来坚持品牌化发展战略，将底层基础能力和运营经验加速复用于新品牌孵化，快速占领市场份额同时逐步提升品牌溢价能力。此外，公司在巩固现有渠道、市场优势基础上大力推进线下渠道拓展和非美市场布局，同时积极谋划海外供应链布局以抵御贸易风险，未来有望在品牌提升、渠道拓展、供应链完善的基础上进一步打开成长空间。

● 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	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	6,564	10,275	14,174	17,897	21,255
YOY(%)	33.7	56.5	37.9	26.3	18.8
归母净利润(百万元)	336	214	371	511	665
YOY(%)	81.6	-36.2	73.4	37.6	30.2
毛利率(%)	45.8	43.8	44.3	44.6	44.8
净利率(%)	5.1	2.1	2.6	2.9	3.1
ROE(%)	13.9	8.7	13.1	15.3	16.6
EPS(摊薄/元)	0.84	0.54	0.93	1.28	1.66
P/E(倍)	24.1	37.8	21.8	15.8	12.2
P/B(倍)	3.4	3.3	2.9	2.4	2.0

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	2593	3438	4238	5598	5802
现金	764	924	1648	2059	2274
应收票据及应收账款	219	299	376	340	433
其他应收款	53	67	98	111	137
预付账款	33	46	63	74	88
存货	802	1805	1756	2718	2573
其他流动资产	722	297	297	297	297
非流动资产	1030	1304	1314	1320	1311
长期投资	4	0	0	1	1
固定资产	38	67	77	83	82
无形资产	3	3	2	1	1
其他非流动资产	985	1235	1235	1236	1227
资产总计	3623	4743	5552	6919	7113
流动负债	792	1572	2010	2866	2395
短期借款	110	608	608	1868	1162
应付票据及应付账款	381	570	1147	737	967
其他流动负债	301	394	255	260	265
非流动负债	417	710	710	710	710
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	417	710	710	710	710
负债合计	1209	2282	2720	3576	3105
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	400	400	400	400	400
资本公积	775	826	826	826	826
留存收益	1241	1236	1607	2118	2783
归属母公司股东权益	2414	2461	2832	3343	4008
负债和股东权益	3623	4743	5552	6919	7113

现金流量表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	550	-469	861	-863	889
净利润	336	214	371	511	665
折旧摊销	31	38	24	31	35
财务费用	-4	-28	-28	-36	-43
投资损失	-19	-28	-15	-15	-15
营运资金变动	31	-945	505	-1357	243
其他经营现金流	177	280	3	3	3
投资活动现金流	-1164	489	-19	-22	-11
资本支出	25	93	34	37	26
长期投资	-40	-150	-0	-0	-0
其他投资现金流	-1099	732	15	15	15
筹资活动现金流	611	111	-117	36	43
短期借款	92	499	0	1260	-706
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	40	0	0	0	0
资本公积增加	683	50	0	0	0
其他筹资现金流	-204	-438	-117	-1224	748
现金净增加额	1	135	724	-850	921

利润表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	6564	10275	14174	17897	21255
营业成本	3555	5777	7890	9913	11722
营业税金及附加	7	11	14	18	21
营业费用	2342	3882	5337	6738	8003
管理费用	155	219	283	358	425
研发费用	88	119	170	215	255
财务费用	-4	-28	-28	-36	-43
资产减值损失	-67	-85	-100	-120	-120
其他收益	24	12	15	15	15
公允价值变动收益	-9	2	0	0	0
投资净收益	19	28	15	15	15
资产处置收益	4	9	0	0	0
营业利润	390	255	435	598	778
营业外收入	1	1	1	1	1
营业外支出	3	7	3	3	3
利润总额	388	250	433	596	776
所得税	52	36	62	85	111
净利润	336	214	371	511	665
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	336	214	371	511	665
EBITDA	402	297	456	647	839
EPS(元)	0.84	0.54	0.93	1.28	1.66

主要财务比率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	33.7	56.5	37.9	26.3	18.8
营业利润(%)	82.2	-34.5	70.5	37.5	30.1
归属于母公司净利润(%)	81.6	-36.2	73.4	37.6	30.2
获利能力					
毛利率(%)	45.8	43.8	44.3	44.6	44.8
净利率(%)	5.1	2.1	2.6	2.9	3.1
ROE(%)	13.9	8.7	13.1	15.3	16.6
ROIC(%)	12.3	6.9	10.8	10.1	13.3
偿债能力					
资产负债率(%)	33.4	48.1	49.0	51.7	43.6
净负债比率(%)	-23.1	-6.9	-36.7	-5.7	-27.7
流动比率	3.3	2.2	2.1	2.0	2.4
速动比率	2.1	1.0	1.2	0.9	1.3
营运能力					
总资产周转率	2.2	2.5	2.8	2.9	3.0
应收账款周转率	27.1	39.7	42.0	50.0	55.0
应付账款周转率	16.6	17.7	11.5	14.0	20.0
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.84	0.54	0.93	1.28	1.66
每股经营现金流(最新摊薄)	1.37	-1.17	2.15	-2.16	2.22
每股净资产(最新摊薄)	6.03	6.15	7.08	8.36	10.02
估值比率					
P/E	24.1	37.8	21.8	15.8	12.2
P/B	3.4	3.3	2.9	2.4	2.0
EV/EBITDA	17.2	26.0	15.0	11.9	8.1

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

2 / 4

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