

2025年05月08日

赛维时代 (301381)

——收入增长亮眼，利润受费用推广加大短期承压

报告原因：有业绩公布需要点评

增持 (维持)

投资要点：

- **公司发布 2024 年年报及 2025 年一季报，营收表现亮眼，净利短期承压。**2024 年实现营业收入 102.8 亿元，同比增长 56.5%，归母净利润 2.1 亿元，同比下滑 36.2%。倒算 2024Q4 收入 34.7 亿元，同比增长 58.7%，归母净利润 0.19 亿元，同比下滑 83.5%。25Q1 收入 24.6 亿元，同比增长 36.6%，归母净利润 0.5 亿元，同比下滑 45.4%，略低于预期，净利润短期承压的主要因电商行业竞争加剧，推广费用持续提高，以及海运费波动较大等。
- **分业务看，两大品类均同比增长，服饰业务表现出色。**2024 年服饰品类收入为 74.5 亿元，占比 72.8%，同比增长 59.4%，毛利率为 47.0%，同比下滑 2.2pct。非服饰品类收入为 23.2 亿元，占比 22.7%，同比增长 33.9%，毛利率为 37.9%，同比下滑 0.21pct。
- **分品牌看，已有 10 个品牌年销售额超 1 亿元，前五大品牌表现亮眼。**2024 年 Coofandy 销售额为 21.9 亿元，同比增长 50.4%；Ekouaer 销售额为 20.8 亿元，同比增长 61.9%；Avidlove 销售额 8.8 亿元，同比增长 39.0%；Zeagoo 销售额 5.6 亿元，同比增长 145.7%；Arshiner 销售额 3.4 亿元，同比增长 86.5%。截至 2024 年 12 月，Coofandy、Ekouaer、Avidlove 等多个品牌的多款产品仍稳居 Amazon Best Sellers 细分品类前五。
- **分渠道看，多元化渠道拓展成效显著。**Amazon 为主要销售渠道，2024 年收入同比增长 45.5%至 83.9 亿元，占比 82.1%。Walmart 收入同比增长 44.6%至 3.9 亿元，占比 3.8%。自营网站收入为 3.0 亿元，占比 2.9%，同比增长 63.5%。新平台 Temu 收入为 2.7 亿元，同比大幅增长 6503.1%，占比 2.6%。TikTok 收入为 1.5 亿元，占比 1.5%。B2C 商品销售毛利率为 45.0%，同比下滑 1.4pct。B2B 业务销售额为 1.5 亿元，同比增长 99.73%，占比 1.5%，物流服务收入 4.5 亿元，同比增长 261%，占比 4%。
- **分地区看，北美市场仍为主要销售地区。**2024 年北美地区收入同比增长 53%至 90 亿元，占比 88%，下降约 2pct。其次为欧洲地区，收入同比增长 41%至 7 亿元，占比 7%。境内收入同比快速增长 257%至 4.7 亿元，占比 5%，销售多元化趋势延续。
- **营销推广力度明显强化，盈利能力短期承压。**2024 年毛利率为 43.8%，同比下滑 2.1pct，2025Q1 为 43.9%，同比下滑 3.3pct。2024 年销售费用率同比提升 2.1pct 至 37.8%，主要因公司更大力度进行新品推广、加大多渠道的营销投入、加大品牌级别的宣传等的影响，2025 年一季度提升至 38.2%，同比提升 0.3pct。2024 年管理费用率（含研发）同比下滑 0.4pct 至 3.3%，2025Q1 同比下降 0.5pct 至 3.1%。最终 2024 年净利率同比下滑 3pct 至 2.1%。2025Q1 净利率为 1.9%，同比下降 2.9pct。2024 年经营活动产生的现金流量净额为-4.7 亿元，主要因销售规模和新品开发数量增加而导致备货增加，同时结合贸易等相关政策变化的预期提前备货。期末存货 18.0 亿元，到 2025Q1 降至 16.5 亿元。
- **赛维时代为技术驱动的跨境电商企业，基于全链路数字化和敏捷组织能力，推动品牌战略发展，逐步构建从设计到运营的一体化模式。**考虑到短期公司品类拓展、新品推广仍在持续，产品初期仍要加大营销投放，为收入贡献增量的同时利润率短期有所波动，因此，上调公司收入预测及销售费用率假设，最终 25-26 年盈利预测略微下调，同时新增 27 年利润预测，预计公司 25-27 年归母净利润分别为 3.1/4.2/5.7 亿元（原 25-26 年为 4.5/5.7 亿元），对应 PE 为 27/20/14 倍。考虑到公司当前仍处于快速成长期，高成长能够消化估值，从 PEG 角度分析，可比公司 25 年平均值 PEG 为 0.8，给予公司 0.8 倍 PEG，目标市值 94 亿元，仍有 14%的上涨空间，维持“增持”评级。
- **风险提示：线上销售渠道风险；境外经营风险；新产品销售不及预期风险。**

市场数据：2025年05月07日

收盘价(元)	20.67
一年内最高/最低(元)	33.18/16.49
市净率	3.3
息率(分红/股价)	2.66
流通 A 股市值(百万元)	3,975
上证指数/深证成指	3,342.67/10,104.13

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2025年03月31日

每股净资产(元)	6.32
资产负债率%	45.25
总股本/流通 A 股(百万)	400/192
流通 B 股/H 股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



证券分析师

王立平 A0230511040052
wanglp@swsresearch.com
刘佩 A0230523070002
liupeis@swsresearch.com

联系人

刘佩
(8621)23297818x
liupeis@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

财务数据及盈利预测

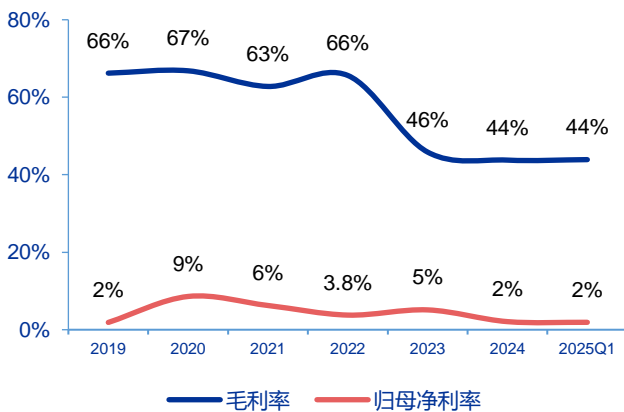
	2024	2025Q1	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	10,275	2,458	13,107	15,844	18,903
同比增长率(%)	56.6	36.7	27.6	20.9	19.3
归母净利润(百万元)	214	47	307	419	572
同比增长率(%)	-36.2	-45.4	43.2	36.8	36.5
每股收益(元/股)	0.54	0.12	0.77	1.05	1.43
毛利率(%)	43.8	43.9	43.0	43.3	43.3
ROE(%)					
市盈率	39		27	20	14

图 1: 2024 年收入为 103 亿元, 同比增长 57%

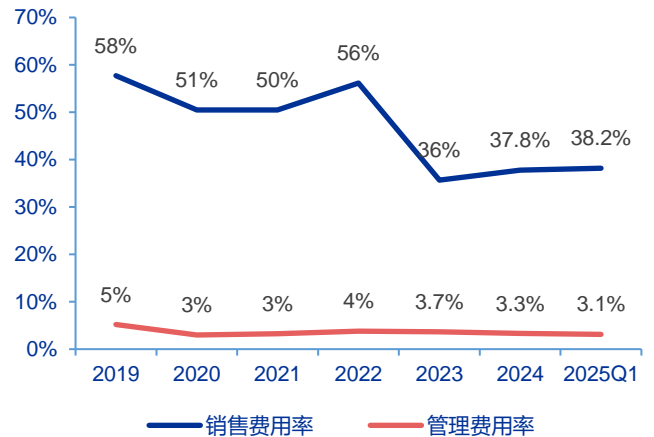

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 2: 2024 年归母净利润为 2 亿元, 同比下滑 36%


资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 3: 2024 年毛利率为 43.8%, 归母净利率为 2.1%


资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 4: 2024 年销售费用率同比提升 2.1pct 至 37.8%, 管理费用率 (含研发) 同比下滑 0.4pct 至 3.3%


资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

表: 可比公司估值表

证券代码	证券简称	股价 2025/5/7	总股本 亿股	市值 亿元	归母净利润 (亿元)			PE			G (25-27 年)	PEG (25 年)
					25E	26E	27E	25E	26E	27E		
300592.SZ	华凯易佰	11.41	4.0	46.2	3.3	4.4	5.5	14	10	8	29%	0.5
002803.SZ	吉宏股份	13.91	3.8	53.5	2.6	3.4	4.1	21	16	13	26%	0.8
603486.SH	科沃斯	53.78	5.8	309.4	15.1	17.5	20.4	21	18	15	16%	1.2
平均								18	15	12	24%	0.8
301381.SZ	赛维时代	20.67	4.0	82.7	3.1	4.2	5.7	27	20	14	36%	0.7

注: 致欧科技、科沃斯盈利预测来自 wind 一致预期; 资料来源: Wind, 申万宏源研究

财务摘要

百万元, 百万股	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	6,564	10,275	13,107	15,844	18,903
其中: 营业收入	6,564	10,275	13,107	15,844	18,903
减: 营业成本	3,555	5,777	7,471	8,984	10,718
减: 税金及附加	7	11	14	17	20
主营业务利润	3,002	4,487	5,622	6,843	8,165
减: 销售费用	2,342	3,882	4,876	5,894	6,994
减: 管理费用	155	219	236	285	302
减: 研发费用	88	119	157	190	208
减: 财务费用	-4	-28	38	24	29
经营性利润	421	295	315	450	632
加: 信用减值损失 (损失以“-”填列)	-3	-6	0	0	0
加: 资产减值损失 (损失以“-”填列)	-67	-85	0	0	0
加: 投资收益及其他	43	40	40	40	40
营业利润	390	255	364	499	681
加: 营业外净收入	-2	-5	-4	-5	-4
利润总额	388	250	360	494	677
减: 所得税	52	36	53	75	104
净利润	336	214	307	419	572
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	336	214	307	419	572

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

证券分析师承诺

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swsresearch.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swsresearch.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swsresearch.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swsresearch.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swsresearch.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

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真实性、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投资标的的邀请。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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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。本公司强烈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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作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。

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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。