

香港股市 | 消费行业

子不语集团(2420 HK)

重回增长轨道的“小而美”快时尚跨境电商

重拾增长动力，2024-2027 净利润 CAGR 12.3%

子不语在 2023 年经历了品牌梳理、清理库存后和升级管理团队后，2024 年公司收入和盈利重回增长通道。预测 2025/2026 收入分布为 39.6 亿/47.6 亿元（人民币，下同），同比增长 19.1%/20.3%；毛利率稳定在 73.3%-73.9%；净利润增长至 1.6 亿/1.8 亿元，2024-2027 期间净利润复合增长率 12.3%。预计库存周转从 2023 年的 202 天下降至 2026 年的 152 天，现金周转明显改善。我们的 DCF 模型导出公司目标价 4.50 港元。当前 FY25E/26E 市盈率估值为 10.9 倍/9.7 倍，目标价对应 11.5 倍 FY26E 市盈率。首次覆盖给予“买入”评级。

核心品牌覆盖服装全品类

2023 年公司加强品牌化建设，成立品牌事业部，从 300 多个品牌从筛选出 10 个核心品牌，覆盖高端女装、休闲女装、职业女装、女装鞋类、男装、童装、运动服装等主流品类，强化品牌辨识度。公司头部品牌销售收入不断提升。2024 年，十大核心品牌销售占总销售 40%-45%，同比增长超过 90%。公司实现从“产品出海”到“品牌出海”的转变。

深耕亚马逊，开拓多渠道发展

公司产品主要在亚马逊平台销售，2024 年来自于亚马逊的占比 98%。亚马逊的客户拥有较强的消费力，且销售的产品具有较长的生命周期和较高毛利。公司还将依托亚马逊将销售扩大至澳洲、欧洲和中东等地区。在品牌知名度提升下，同时带动 TikTok 及 Temu 平台收入增长。2025 年起，公司亦为核心品牌建立独立自营网站，降低对单一电商平台的依赖性。预计 2025 年来自于自营独立网站的收入约 1.5 亿元。除了拓宽线上销售渠道，公司亦计划开设线下门店。

关税对毛利率影响 3-4 百分点

中美贸易的不稳定性将加大公司的运营成本，预计关税对公司的毛利率约最大影响约 3-4 个百分点。如果 90 天暂缓期后关税被恢复至最高水平，对公司毛利率的影响将在下半年显现。公司正通过扩大独立站销售规模，转移产能等措施降低关税的影响。

风险提示：1）市场竞争加剧；2）关税的不确定性；3）单一平台过渡依赖；4）存货减值风险

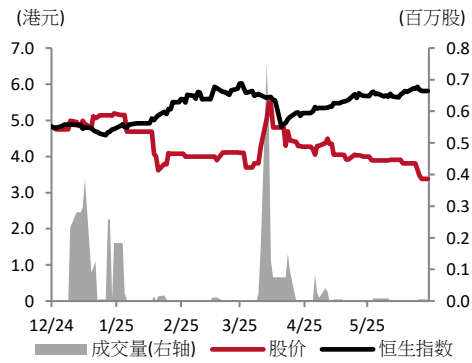
首次覆盖：买入  
目标价：4.50 港元

股票资料（更新于 2025 年 6 月 13 日）

|           |             |       |
|-----------|-------------|-------|
| 现价        | 3.38        | 港元    |
| 总市值       | 1,690       | 百万港元  |
| 流通股比例     | 27.6        | %     |
| 已发行总股本    | 500         | 百万    |
| 52 周价格区间  | 3.31 – 7.00 | 港元    |
| 3 个月日均成交额 | 0.2         | 百万港元  |
| 主要股东      | 华丙如         | 47.2% |

来源：彭博、中泰国际研究部

股价走势图（更新于 2025 年 6 月 13 日）



来源：彭博、中泰国际研究部

图表 1：主要财务数据（人民币百万元）（更新于 2025 年 6 月 13 日）

| 年结:12 月 31 日  | FY23 实际 | FY24 实际 | FY25 预测 | FY26 预测 | FY27 预测 |
|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 收入            | 3,000   | 3,325   | 3,960   | 4,762   | 5,763   |
| 增长率 (%)       | (2.2)   | 10.8    | 19.1    | 20.3    | 21.0    |
| 净利润           | (266)   | 151     | 157     | 176     | 214     |
| 增长率 (%)       | N/A     | N/A     | 3.9     | 12.5    | 21.3    |
| 摊薄后每股盈利 (人民币) | (0.532) | 0.306   | 0.318   | 0.358   | 0.434   |
| 净资产回报率 (%)    | (41.8)  | 27.8    | 24.0    | 23.0    | 23.4    |
| 市盈率 (倍)       | (6.5)   | 11.3    | 10.9    | 9.7     | 8.0     |
| 市净率 (倍)       | 3.6     | 2.8     | 2.4     | 2.1     | 1.7     |
| 股息率 (%)       | 0.0     | 3.1     | 2.8     | 3.1     | 3.8     |
| 每股股息 (港元)     | 0.000   | 0.120   | 0.105   | 0.118   | 0.143   |

来源：公司资料、中泰国际研究部预测

分析师  
陈怡 (Vivien Chan)  
+852 3979 2941  
vivien.chan@ztsc.com.hk

目录

公司背景 ..... 4

    领先的快时尚类跨境电商.....4

    股权集中，创始人持股过半.....5

    引入职业经理人，高管团队升级.....5

跨境电商乘风而行，品牌出海方兴未艾..... 7

    全球跨境电商规模稳定增长.....7

    时尚品类占据要位，市场份额领先.....8

    中国跨境电商新兴平台快速崛起.....9

投资亮点 .....10

    产品端：重构产品矩阵，聚焦核心品牌， .....10

    销售端：拓展多渠道市场，降低单一渠道依赖性.....11

    运营端：数字化管理供应链.....13

盈利预测 .....14

    关税波动仍在可控范围.....14

    收入快速增长 .....14

    2025E/2026E 毛利率 73.3%/73.9%.....14

    运营费用率维持稳定.....15

    净利润重回增长轨道.....15

    现金周转明显改善 .....15

估值 .....17

投资风险 .....18

图表目录

图表 1: 主要财务数据（人民币百万元） ..... 1

图表 2: 子不语发展历程 ..... 4

图表 3: 子不语商业模式 ..... 4

图表 4: 子不语高级管理层 ..... 5

图表 5: 全球零售市场和电商市场规模增长（万亿美元） ..... 7

图表 6: B2C 在全球电商中占比仍有提升空间..... 7

图表 7: 中国跨境电商 B2C 占比持续提升 ..... 7

图表 8: 全球 B2C 电商分品类市场规模（十亿美元） ..... 8

图表 9: 美国电商分品类零售额（十亿美元）和渗透率..... 8

图表 10: 美国前 2000 家成长型零售商销售商品种类..... 8

图表 11: 中国跨境电商进出口额及同比增速（万亿元人民币） ..... 9

图表 12: TEMU 和 SHEIN 下载量超越同类竞品..... 9

图表 13: 子不语核心品牌矩阵 ..... 10

图表 14: RICH RADI Q’ S 独立网站首页及单品展示 ..... 12

图表 15: RICH RADI Q’ S 热卖商品获得五星好评 ..... 12

图表 16: RICH RADI Q’ S 的 INSTAGRAM 页面 ..... 12

图表 17: 数字化系统打造高效供应链 ..... 13

图表 18: 收入渠道分布（人民币百万） ..... 14

图表 19: 收入地区分布 ..... 14

图表 20: 子不语毛利率 ..... 15

图表 21: 存货减值计提及占成本比例 ..... 15

图表 22: 销售及管理费用率 ..... 15

图表 23: 货运和保险费用及占收入比 ..... 15

图表 24: 净利润及净利润率 ..... 16

图表 25: 库存周转率显著提升 ..... 16

图表 26: 主要假设和预测 ..... 16

图表 27: DCF 模型 ..... 17

图表 28: 加权平均成本/永续增长率敏感性分析 ..... 17

图表 29: 子不语市盈率走势 ..... 17

图表 30: 财务摘要（年结：12 月 31 日；人民币百万元） ..... 19

## 公司背景

### 领先的快时尚类跨境电商

子不语集团 2011 年于杭州成立，创始人华丙如和王诗剑。公司主要从事通过产品研发、设计、生产、销售为一体的快速反应的供应链体系，在第三方电商、自营平台及新媒体销售服饰鞋履类产品。

图表 2：子不语发展历程

| 年份   | 发展历程                                                        |
|------|-------------------------------------------------------------|
| 2011 | 浙江子不语在杭州成立                                                  |
| 2012 | 在天猫开设 Youchu 旗舰店，在天猫销售女装的商家中周交易量排名前十                        |
| 2014 | 在亚马逊上注册第一间店，公司业务转变为跨境电商业务                                   |
| 2015 | 在 Wish 上开始网店，主要从事服饰产品的销售                                    |
| 2016 | 首次获得浙江省商务厅及浙江日报颁发的最佳跨境电商营销奖，并于 2017 年至 2020 年每年连续获奖         |
| 2017 | 自主研发的信息技术 ERP 和 SCM 投入使用                                    |
| 2018 | GMV 超过 102 亿人民币，并开始从事自营网站业务                                 |
| 2019 | 自营网站录得 GMV 超 1 亿元人民币                                        |
| 2020 | GMV 超过 20 亿元，按中国跨境出口 B2C 电商服饰及鞋履市场上所有平台卖家中在北美产生的 GMV 计排名第一  |
| 2021 | 5 月获得康熙投资和 Aloe Tower 的 Pre-IPO 投资；当年来自亚马逊的 GMV 突破 20 亿元人民币 |
| 2022 | 11 月于港交所上市                                                  |
| 2023 | 开拓 Temu、Tikok 等新渠道，深化数字化转型，加强供应链管理和新产品创新。发布股权激励计划，彰显未来发展信心  |
| 2024 | 提升品牌力，聚焦核心品牌，进军高端市场，成立品牌部进行统一规划和管理                          |

来源：公司资料，中泰国际研究部

子不语采用轻资产模式，自主设计团队按市场需求设计大部分产品，由选定的 OEM 合作商生产，然后通过第三方电商平台及子不语自营网站向全球客户销售，并通过第三方物流服务供应商或通过第三方电商平台提供的履约服务向客户交付产品。

图表 3：子不语商业模式



来源：公司资料，中泰国际研究部

股权集中，创始人持股过半

子不语大股东为公司创始人及其关联人士。创始人华丙如及其配偶持股占比为 52.2%；联合创始人王诗剑及其配偶合共持股为 8.9%。公司的机构投资者包括康熙投资、Aloe Tower，以及宁波中耀，分别持股约 4.3%、0.9%和 2.7%。公司上市时更引入基石投资者包括广发基金、浙江伊芙丽和 DW Singapore，分别持股 0.5%、2.0%和 2.0%。其中阿里巴巴集团持有 DW Singapore 约 29.5%股权，DW 在跨境物流服务行业有助于子不语的未来发展，子不语与 DW 签订战略合作协议以增强海外交付能力并降低供应链成本。

引入职业经理人，高管团队升级

2023 年，公司聘任陈才雄先生等多名高级管理层加入公司，打造以经验丰富、职业经理人为主的高管团队。陈才雄获委任为联席行政总裁，协助时任行政总裁华丙如先生，主要负责监督集团的整体运营和供应链管理。陈先生深耕负责行业多年，曾任职于多家知名服装公司，拥有丰富的供应链与行业管理经验；前瞻性的战略视野和卓越领导力。2024 年，陈先生接替华先生成为集团 CEO 后，推动了集团组织架构革新，实行品牌、产品、运营重组改革。同时还招徕多名职业经理人，进一步提高整个公司的工作效率。

图表 4：子不语高级管理层

| 姓名     | 职务             | 主要履历及职责                                                                                                                                                                              |
|--------|----------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 华丙如 先生 | 创办人/执行董事/董事会主席 | 毕业于巢湖学院，获得电子科学与技术学士学位。2011 年 4 月创办子不语集团，并自此起一直担任浙江子不语的董事会主席兼总经理，拥有十年以上的行业经验。主要负责制定整体的公司及业务战略规划并监督集团的管理和运营情况。                                                                         |
| 陈才雄 先生 | 执行董事/行政总裁      | 毕业于湘潭大学商贸英语专业，以及四川大学法学专业，现于中欧国际公司学院攻读高级工商管理专业硕士学位。2024 年，陈先生接替创始人华先生成为集团行政总裁，完成前后任 CEO 的顺利交接。陈先生 2023 年加入子不语集团，之前曾任职于 Urban Revivo、迪卡侬、MO&Co.、JZ 玖姿等多家知名服装品牌集团。于子不语集团主要负责监督集团整体经营管理。 |
| 汪卫平 先生 | 执行董事/副总裁       | 毕业于安徽文达信息工程学院市场营销与策划专业。汪先生已在子不语任职十年以上，获得丰富管理知识和经验。现时主要负责监督集团的行政管理。                                                                                                                   |
| 董振国 先生 | 执行董事/副总裁       | 毕业于安徽大学和中国科学院植物研究所，并获得相关学位。拥有超过十年销售、市场营销及业务管理经验。董先生主要负责集团 Rich Radi Q's 品牌及自营网站业务的运营管理。                                                                                              |
| 徐石尖 先生 | 副总裁 CFO        | 毕业于浙江财经大学，现为复旦大学高级工商管理专业硕士在读生。拥有高级会计师、中国注册会计师、注册税务师和注册资产评估师资格及上交所和深交所董秘资格等。在财务及企业管理、资本运作方面拥有 20 年以上经验。主要负责监督集团的财务战略规划与资金管控、投融资与投关、法务于审计工作。                                           |
| 谢希 女士  | 全球副总裁          | 毕业于上海交通大学，获得环境科技与工程硕士学位。拥有十年以上的供应链及商品管理经验。曾任职于迪卡侬集团、上海鲨丁信息科技有限公司及 Who Gives A Crap 集团。2023 年加入子不语集团，主要负责全球战略规划与执行，协调整合各区域资源、推动全球范围内的业务布局，同时分管商品部门。                                   |
| 程兵 先生  | 创新业务总经理        | 毕业于华东理工大学。程先生曾担任安美特（中国）化学有限公司的产品工程师。2015 年加入子不语，现主要负责集团创新业务管理，包括新渠道拓展，负责透过第三电商平台在亚马逊、Temu 及 TikTok 等进行销售及营销管理，及新产品开发。                                                                |

|        |          |                                                                                                                                               |
|--------|----------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 卢冠男 女士 | 供应链高级总监  | 毕业于江南大学。拥有十年以上的供应链管理及产品开发经验。曾任职于迪卡侬，负责服装全球制程标准的建立迭代、各主要生产国核心供应商赋能、产品研发及全流程优化。于 2024 年加入子不语集团，主要负责布局和管理全球高效供应链、持续提供採买策略的最优解。                   |
| 肖春林 先生 | 首席技术官    | 毕业于武汉大学，曾任职于唯品会、网易考拉、菜鸟网络科技及宝尊集团等。2024 年加入子不语，负责制定集团信息产品的设计、开发和运营。                                                                            |
| 白茂林 先生 | 财务总监     | 2024 年加入子不语，拥有多年的财务管理和业财融合经验，并持有 CMA 资格及中级会计师资格。主要负责监督集团的财务日常管理。                                                                              |
| 代德 先生  | 视觉创意高级总监 | 2024 年加入子不语，主要负责集团旗下品牌整体视觉及页面运营。代先生在时尚行业工作 15 年，一直深耕在品牌市场营销及品牌视觉营销领域。曾任职于 VERSACE 范思哲、时尚杂志 WWD 的国际中文版创意总监，并先后在 DIESEL、STELLALUNA 等品牌担任市场营销职位。 |
| 陈锋 先生  | 审计总监     | 2024 年加入子不语，拥有多年审计和内控管理经验，持有 CPA 和 CIA 资格。主要负责集团的审计监察、内部控制及风险管理。曾任职于普华永道会计师事务所、网易支付、杭州涂鸦信息技术（TUYA US 及 2391 HK），以及明康汇生态农业等知名公司。               |

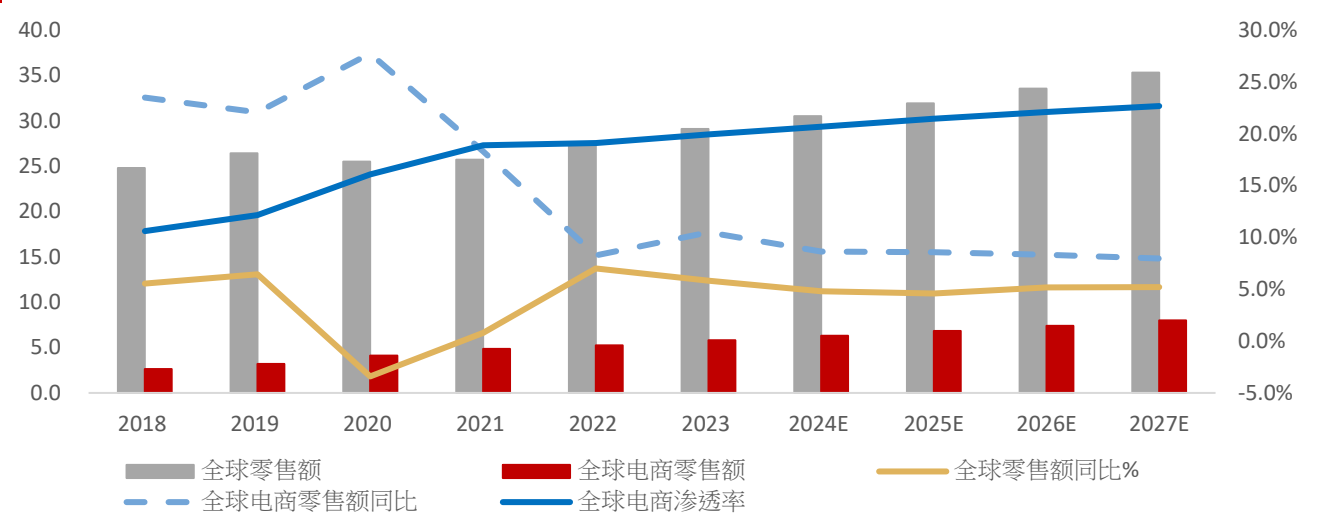
来源：公司资料，中泰国际研究部

## 跨境电商乘风而行，品牌出海方兴未艾

### 全球跨境电商规模稳定增长

根据 Emarketer 数据，2023 年全球电商市场规模达到 5.8 万亿美元，同比增长 10%，2020-2023 年间 CAGR 达 14.8%，远高于全球零售总额增速。电商在零售总额中所占比重目前仍然较低，但呈现稳步提升状态，2023 年占比达 19.4%，较 2019 年的 13.8% 提升了 5.6 个百分点。全球电商市场未来将继续保持其增长势头，Emarketer 预计 2025 年市场规模将达 6.9 万亿美元，并在整体零售市场中占据愈发重要的地位。

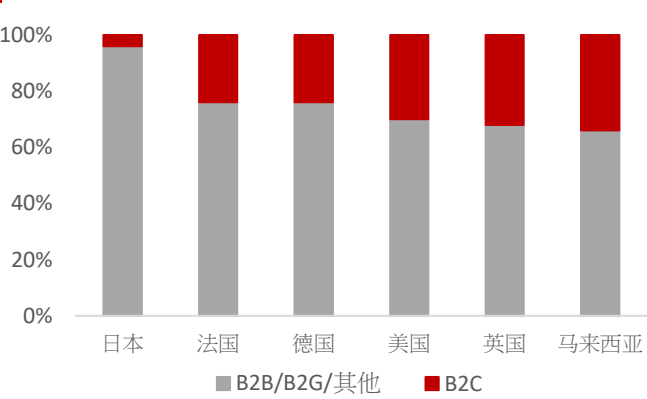
图表 5：全球零售市场和电商市场规模增长（万亿美元）



来源：Emarketer，AMZ123，中泰国际研究部

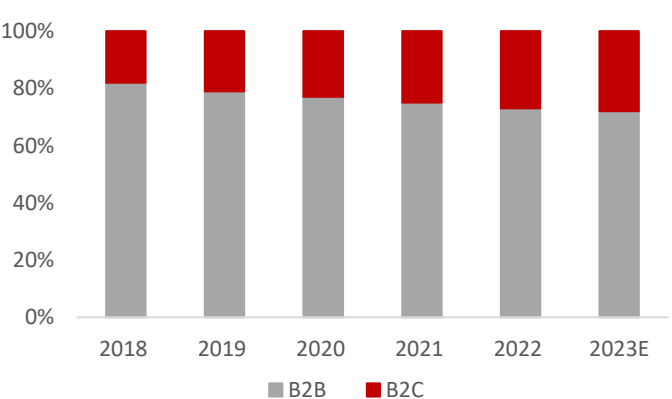
跨境电商分为企业对企业出口（跨境出口 B2B），以及企业对客户出口（跨境出口 B2C）。在全球范围内，B2B 仍然是电商的主要形式，特别是在欧美地区。然而，B2C 模式正展现出巨大的发展潜力。在中国市场，虽然 B2B 依然是跨境产品出口的主要形式，但 B2C 模式正在迅速扩大规模。2023 年上半年国内跨境电商的 B2C 交易占比达到 26.1%，较 2018 年提升了 9.3 个百分点，占比并持续提升中。根据 statista 统计，2021 年全球 B2C 跨境电商市场规模为 7,850 亿美元，预计到 2030 年市场规模达至 7.9 万亿美元，CAGR 达 29.3%。预计跨境电商市场规模持续扩大，成为出口领域的重要动能。

图表 6：B2C 在全球电商中占比仍有提升空间



来源：Meti, Eurostat, CapitalOne, DOSM，中泰国际研究部

图表 7：中国跨境电商 B2C 占比持续提升

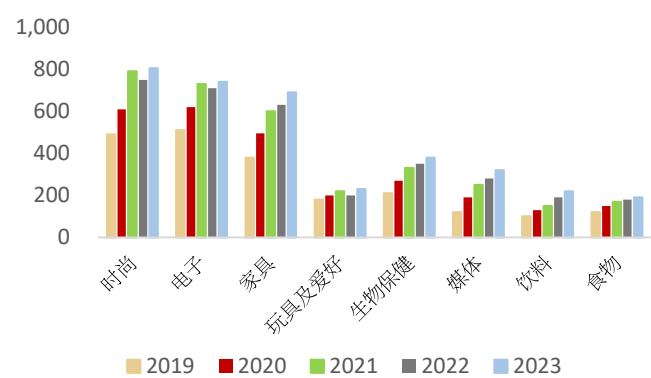


来源：网经社，中泰国际研究部

时尚品类占据要位，市场份额领先

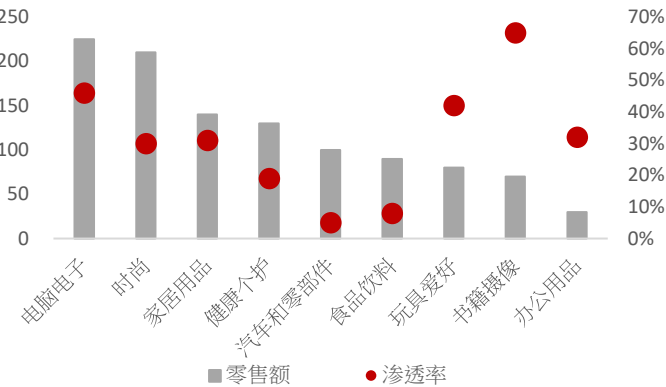
目前全球 B2C 市场前三大品类分别为时尚、电子、家居用品，占电商所有品类中份额分别为 23.0%、21.1%和 19.7%。在美国电商市场中，电脑电子、时尚、家居用品零售额分别达 2,193 亿、2,038 亿、1,295 亿美元，渗透率分别为 49.5%、35.7%、39.1%。中国在这些传统品类上具备较大的制造业基础、产业链优势和物流便捷性优势。2022 年中国跨境出口 B2C 品类中服饰鞋履、3C 电子及家居用品合计占比约 60%，预计将继续在全球 B2C 电商市场中占据重要位置。健康个护和食品饮料类别呈现出高于平均水平的增长速度。从全球范围和美国市场来看，生物保健、食品、饮料品类，2019-2023 年间的 CAGR 分别达 16%、12%和 24%。

图表 8：全球 B2C 电商分品类市场规模（十亿美元）



来源：国际贸易管理局，中泰国际研究部

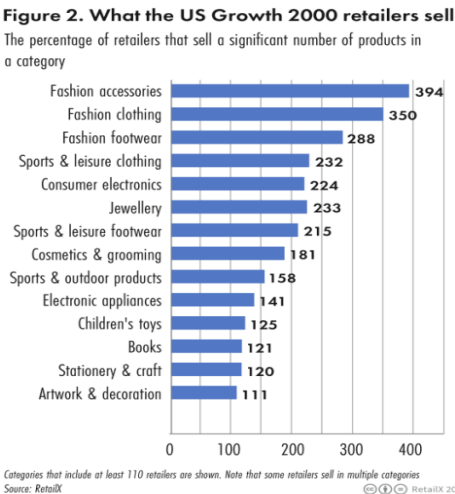
图表 9：美国电商分品类零售额（十亿美元）和渗透率



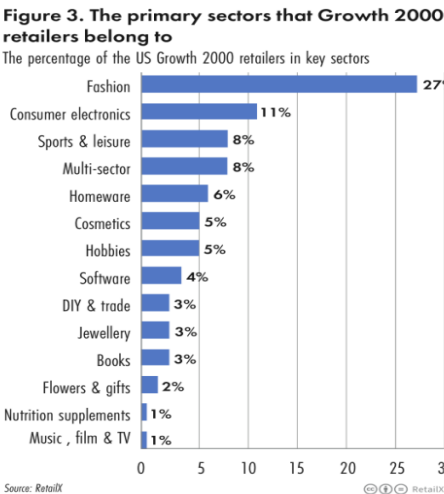
来源：Emarketer，中泰国际研究部，\*零售额为 2022 年预测数据，渗透率为 2023 年预测数据

根据 Retailx 显示，美国消费者更喜欢线上购买时尚服装或配饰，占比 54%，其次是书籍，占 39%，消费电子产品占比为 38%。2022 年，在美国增长最快的前 2,000 家零售商中，时尚配件和服饰是最多零售商销售的品类；以及服装和消费电子是前两大主要销售的产品。

图表 10：美国前 2000 家成长型零售商销售商品种类



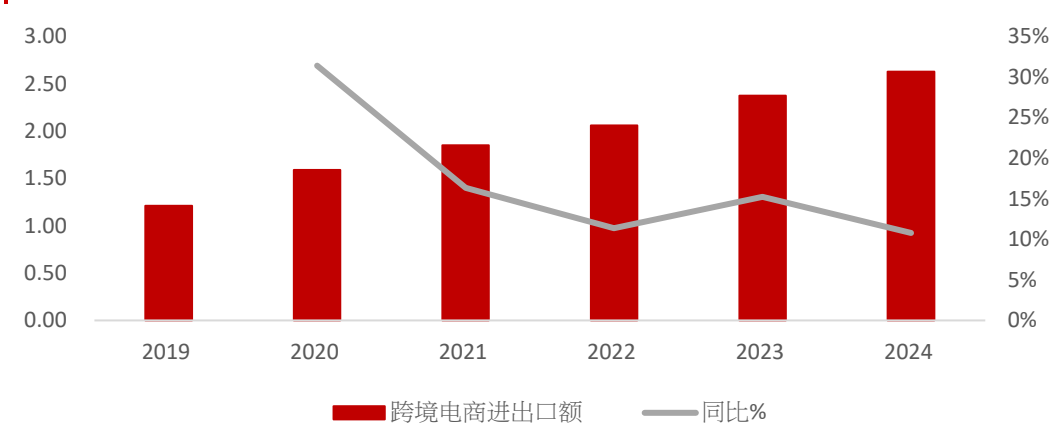
来源：RetailX，雨果网，中泰国际研究部



中国跨境电商新兴平台快速崛起

根据中国海关总署数据，2024 年中国跨境电商进出口总额达 2.6 万亿元，同比增长 10.8%，超越同期中国外贸整体增速 1 倍以上。中国跨境电商正逐渐成为外贸发展生力军，随着全球消费趋势线上化和消费者需求多元化发展，有望为外贸发展持续注入新动能。

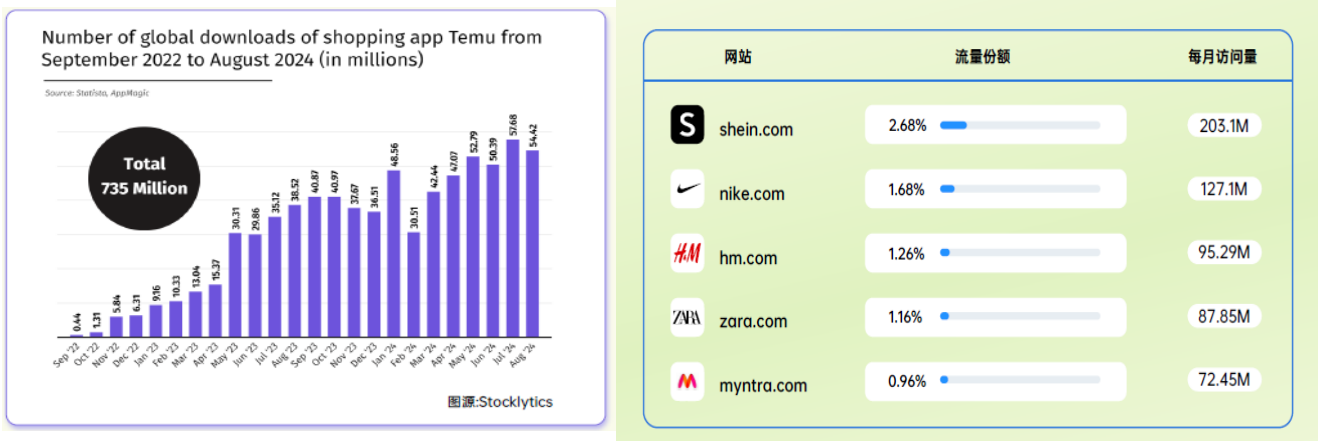
图表 11：中国跨境电商进出口额及同比增速（万亿元人民币）



来源：中国海关总署，网经社，北京青年报，光明网，中泰国际研究部

目前在海外大部分地区，亚马逊仍然占据主要市场份额，但新兴平台如 Temu 和 SHEIN 正呈现爆发式增长，分别以 2.1 亿和 2.6 亿月活跻身前列。Temu 增长瞩目，2024 年已扩张至全球 80 多个国家及地区，覆盖北美、欧洲、东南亚、非洲和拉美等主流市场。2024 年第三季度，Temu 实现 GMV 增至 130 亿至 140 亿美元，环比增长 15%。到 2024 年 8 月，Temu 应用程序累计下载量超过 7.35 亿次，其中 5 月至 8 月下载量均超过 5,000 万次，达到亚马逊的三倍。而凭借多元化的商业模式，2024 年 SHEIN 在全球市场实现稳健增长。根据 Daniel McCarthy 的研究，2024 年前 8 个月 SHEIN 的客户量均实现增长，8 月同比增长 138.8%。根据 Similarweb 的统计，2024 年第三季度，SHEIN 成功跃升为全球访问量最大的服装与时尚品牌，月均访问量超越 Nike 和 H&M 等传统时尚品牌。

图表 12：Temu 和 SHEIN 下载量超越同类竞品



来源：AMZ123，中泰国际研究部

中国企业通过跨境电商出海的主要优势为：1.数字化技术的迅速普及使得大数据和人工智能在电商平台中的应用愈发广泛，从而提升了供应链的效率；2. 本土平台纷纷加快全球化布局，不仅支持中国商品输出，也开始帮助国际品牌进入中国市场；3. 强大的物流网络和数字化支付系统，成为中国发展跨境电商的独特优势；4. 中国跨境电商开始注重品牌打造和产品质量，以增强国际市场竞争力。

投资亮点

产品端：重构产品矩阵，聚焦核心品牌，

2023 年之前，子不语的品牌较为分散。截止 2022 年上半年，公司培育了超过 300 个品牌，数据库积累了超过 6 万款服饰和鞋履，半年内推出超过 9,000 款新品。当时公司追求快速发掘市场流行趋势，加推“爆款”产品。这种模式的优点为反应速度快，渠道效应好，平台效应凸显；但同时衍生出了品牌效应较弱，附加值低，“非爆款”产品容易积压库存的问题。

2023 年起公司进行品牌架构改革和重组。加强品牌化建设，梳理品牌矩阵。首次成立品牌事业部，专门负责核心品牌的规划、设计、营销和管理全生命周期，打破原有按平台划分的业务模式。公司对原有 300 个品牌进行系统性梳理，淘汰低效品牌，筛选出十个核心品牌，覆盖女装、男装、童装、运动服装等主流品类，强化品牌辨识度。针对欧美市场需求，公司将旗下高端品牌 RICH RADI Q'S 进行设计升级和品牌重塑，通过建立独立站向高端市场发力，拓宽市场领域，增强竞争力。子不语通过品牌重组，从“多而散”式的“大卖场”电商转型成为“少而精”的“精选型”电商。

图表 13：子不语核心品牌矩阵

|      | 品牌            | 标志                                                                                  | 产品类型                                                               | 样板                                                                                   | 单品价格（美元）      |
|------|---------------|-------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------|---------------|
| 高端品牌 | RICH RADI Q'S |    | 高端女装 - 精选天然材质，采用顶级制作工艺，倡导独立、自由的时尚态度，追求力与美的共存。日常奢华女王风，以合理的价格打造奢华风设计 |   | 189.0 - 389.0 |
| 核心品牌 | RUNCATI       |  | 品质男装 - 以时尚、舒适为核心，无谓季节更迭，打造专属男士的衣橱必备单品                              |  | 9.99 - 69.99  |
|      | Saodimallsu   |  | 毛衣 - 打造以高品质毛衣为主的衣橱中日常休闲/正式场合必备单品                                   |  | 18.99 - 79.99 |
|      | Cicy Bell     |  | 职业女装 - 崇尚个性、自我表达与包容性的时尚前卫品牌。致力于为时尚爱好者们创造一个探索新风格的空间                 |  | 18.99 - 62.99 |
|      | Wenrine       |  | 连衣裙 - 为女性提供适配各种场合的连衣裙产品                                            |  | 9.99 - 50.99  |

|             |                                                                                     |                                         |                                                                                      |                |
|-------------|-------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------|----------------|
| FISOEW      |    | 运动女装 - 倡导健康、活力与快乐的运动品牌，帮助客户在运动中找到乐趣和成就感 |    | 19.99 - 49.99  |
| COUTGO      |    | 女鞋 - 专注于鞋类产品的设计、生产与销售，致力于打造时尚、舒适的鞋类品牌   |    | 29.99 - 45.99  |
| Haloumoning |    | 童装 - 专属于孩子们的儿童成长品牌，创造舒适、自在、有趣的儿童服饰      |    | 9.99 - 19.99   |
| TANKANEO    |   | 休闲女装 - 致力于通过不同品类的产品让每一个人都能找到专属自己的时尚表达方式 |   | 16.99 - 99.99  |
| YOUSIFY     |  | 服饰全品类                                   |  | 19.99 - 119.99 |

来源：亚马逊，公司资料，中泰国际研究部

2023 年，为优化存货结构和提升运营效率，公司对部分库存进行清理，从而导致一次性大幅度计提存货减值计 3.8 亿元，比 2022 年增加了 3.3 亿元。另一方面，通过品牌化建设和调整营销策略，公司头部品牌销售收入不断提升。2024 年，十大核心品牌收入占总销售 40%-45%，同比增长超过 90%。公司实现从“产品出海”到“品牌出海”的转变。

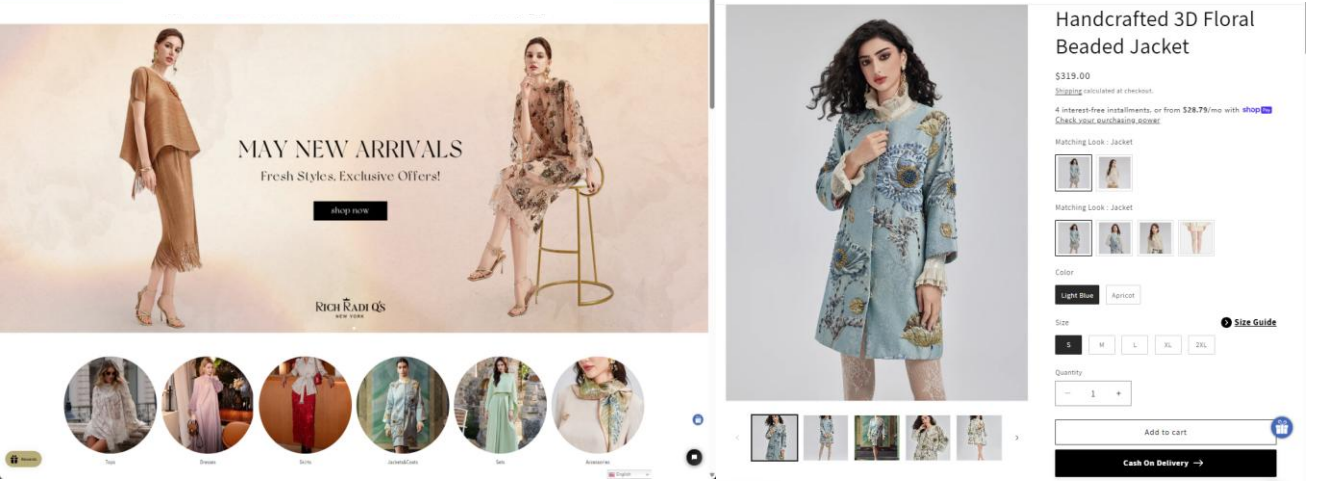
**销售端：拓展多渠道市场，降低单一渠道依赖性**

2021 年前，子不语通过亚马逊、Wish 和 eBay 等第三方电商平台销售产品。其后减少了在 Wish 等平台上低利润率产品的销售。从此以后产品销售主要依赖亚马逊，公司认为亚马逊的客户拥有较强的消费力，且销售的产品具有较长的生命周期和较高毛利。2024 年来自于亚马逊的收入比为 98.0%。公司的客户获取、广告促销以及物流运输都高度依赖亚马逊。公司主要使用亚马逊的 FBA (Fulfilment By Amazon)服务，将商品运至亚马逊的仓库，再由亚马逊履行对客户的交付。公司使用亚马逊提供的分拣、包装、仓储、配送和退货等服务，并向亚马逊支付服务费和佣金，费率约为 18%-20%。

按区域划分，北美地区是公司最大的收入来源，占比 97.3%，其余为亚洲占 2%。公司计划将依托亚马逊平台，将销售扩大至澳洲、欧洲和中东等地区。2024 年公司加大了营销推广力度，第三方电商平台的收入同比增长 11.5%，同时带动亚马逊、TikTok 及 Temu 等平台收入增长。

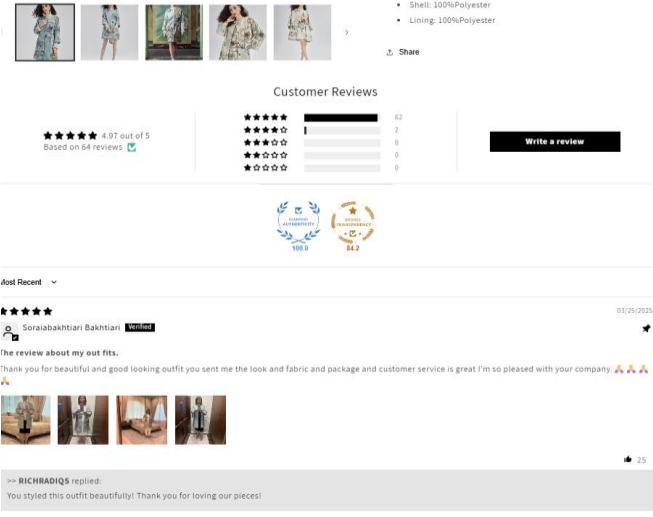
除第三方电商平台外，公司为高端女装品牌 RICH RADI Q'S 设立独立自营网站向终端客户销售。2024 年自营网站的销售收入约 2,800 万元。独立站避免了平台的规则制约，可自行掌控网站设计、产品展示、营销方式，有利于积累专属私域流量，提高复购率。2025 年起，公司亦为其他核心品牌建立独立自营网站，积极扩大销售基础，同时降低对单一电商平台的依赖性。预计 2025 年来自于自营独立网站的收入将超过 1 亿元。除了拓宽线上销售渠道，公司亦计划开拓线下门店，进一步拓展线下市场之余提升品牌知名度和增强客户忠诚度。

图表 14: RICH RADI Q'S 独立网站首页及单品展示



来源: [www.richradiqs.com](http://www.richradiqs.com), 公司资料, 中泰国际研究部

图表 15: RICH RADI Q'S 热卖商品获得五星好评



来源: [www.richradiqs.com](http://www.richradiqs.com), 公司资料, 中泰国际研究部

图表 16: RICH RADI Q'S 的 Instagram 页面



来源: Instagram, 公司资料, 中泰国际研究部

运营端：数字化管理供应链

为保证优质产品的长期稳定供给，公司综合考量产品品质、产能、价格、地点、交付周期等因素，严选 OEM 供应商。截止 2024 年，公司共有超过 200 家 OEM 供应商建立了稳定的关系，产能主要分布在浙江、广东、湖北和安徽等地方，并与大部分 OEM 有超过三年的合作。

除了稳定的核心供应商，公司也与物流仓储服务商建立了深度合作。公司有超过 60 名国内物流服务供应商以及 20 名国际物流服务供应商。一方面借助这些物流公司广泛的交付网络，为客户提供更灵活的交付选择，另一方面也通过对服务商的整合，提升整体的履约效率、降低运营成本。2024 年，基于与核心 OEM 的深度合作的基础和出色稳定的品控体系，公司推动供货商直发模式，实现从生产到发货快速转换，减少中间环节，保证准交率的同时，减少对国内货仓的依赖，大幅提高物流效率，减低成本。

基于大数据，公司对供应链进行整合管理。供应链各个环节的协同由公司自研的 ERP (Enterprise Resource Planning 企业资源规划系统)、SCM (Supply Chain Management 供应链管理系统)、和 GMS (Goods Management System 商品管理系统)、仓储系统及电邮管理系统串联。打通了从商品企划到新品研发、采购交付、仓储物流，到 FBA 入库等整个跨境流程，同时能清晰地监控每个节点的作业效率，保证运营的交付效率，同时收集客户对产品的反馈。公司还建立了包括各类面辅料供应商的信息数据库，从中挑选新品。SCM 系统记录 OEM 供应商的一系列数据和流程，以便公司能够更好的评估供应商、跟踪订单进展、降低订单拒绝率并优化采购，从而控制成本。通过数字化系统与生产流程的结合，公司能够快速应对潮流趋势变化，从设计到试生产时间最短只需 7 天，减少中间环节，最短 15 天内交付给客户。

图表 17：数字化系统打造高效供应链



来源：公司资料，中泰国际研究部

## 盈利预测

### 关税波动仍在可控范围

近期，美国与中国间的贸易冲突涌现。2025 年 4 月，美国宣布向全球多国加征“对等关税”，并对中国商品额外加征 34%的关税，累计对中国商品总税率提升至 54%。随后几天美国又将中国货物的进口关税累计提升至 145%。5 月，美国将原本对于货物价值低于 800 美元的电商货物的免税政策（T86 清关政策）取消，并将小包裹关税提高至最高 150 美元/每件。虽然在之后的中美谈判中，美国将暂停对中国加征“对等关税”90 天，保留 10%基准税率；并下调将来自中国价格不超过 800 美元的小包裹关税，但在关税政策的不稳定和不确定性下，跨境电商出口将面临成本与履约时效的双重挑战。

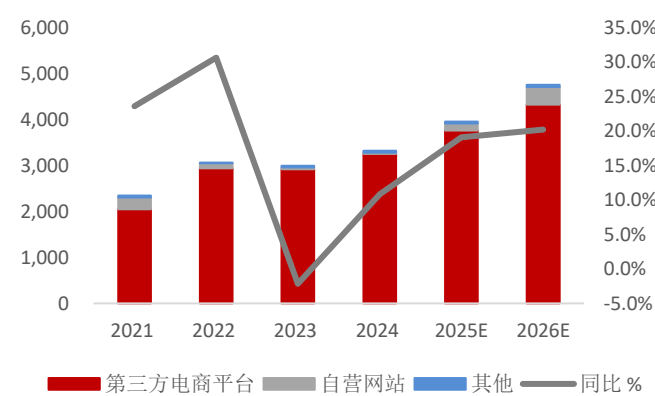
子不语的运输费用涉及两部分：头程运输及尾程运输。头程由国内 OEM 供应商运至亚马逊海外仓库由国内海运物流服务商完成，国内物流商并负责报关和清关程序；尾程由亚马逊仓库至消费者的运输由亚马逊负责。在关税被上调至最高时，国内海运物流商对公司的运输报价每件单品约上调 3%-5%。参照 2024 年公司毛利率水平计算，关税上调对公司的全年毛利率最大影响约 3-4 百分点。如果 90 天暂缓期后关税被恢复至最高水平，对公司毛利率的影响将在下半年显现。

另一方面，公司正通过扩大市场和建立独立站等方式提升销售规模。我们认为这将有利于降低平均成本和维持毛利率水平。为减低美国针对中国货品加征的关税的影响，公司计划将产能迁移至其他地区。目前有 20% 的产品与越南供应商合作，未来公司将进一步在东南亚、土耳其、南美地区布局产能。

### 收入快速增长

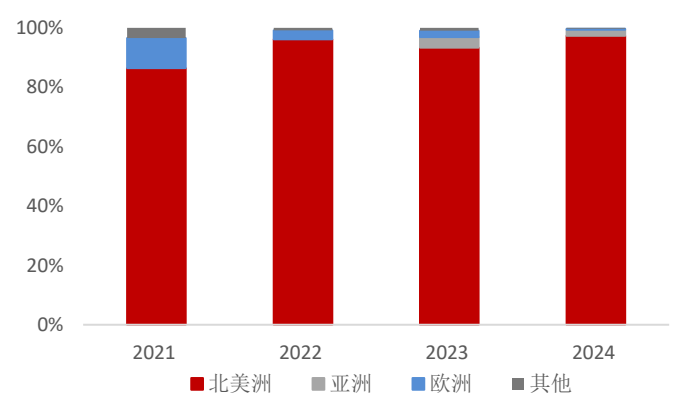
受益于子不语的多品牌多品类优势；加上数字化运营和中国高效的供应链体系，近几年营收保持高速增长。虽然 2023 年因为优化销售渠道和梳理优势产品，收入与 2022 年相比轻微同比下跌 2.2%，但 2021-2024 年间依然保持收入复合增长 12.3%。为提升品牌知名度，2025 年公司已经为各个品牌建立独立网站，预计 2025 年自营网站的销售约 1.5 元（2024 年仅 2,800 万）；预计亚马逊平台仍可维持快速增长。我们预测整体 2025 年收入 39.6 亿，同比增长 19.1%。

图表 18：收入渠道分布（人民币百万）



来源：公司资料，中泰国际研究部预测

图表 19：收入地区分布

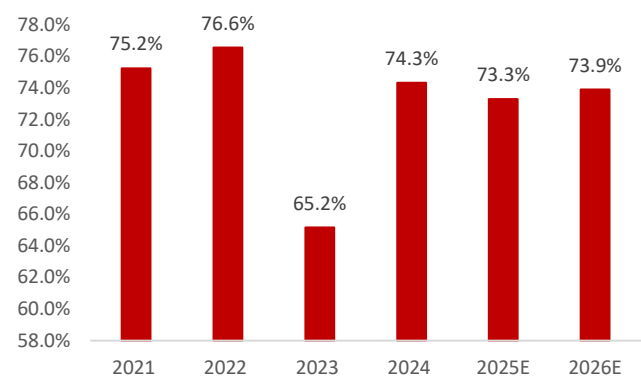


来源：公司资料，中泰国际研究部

### 2025E/2026E 毛利率 73.3%/73.9%

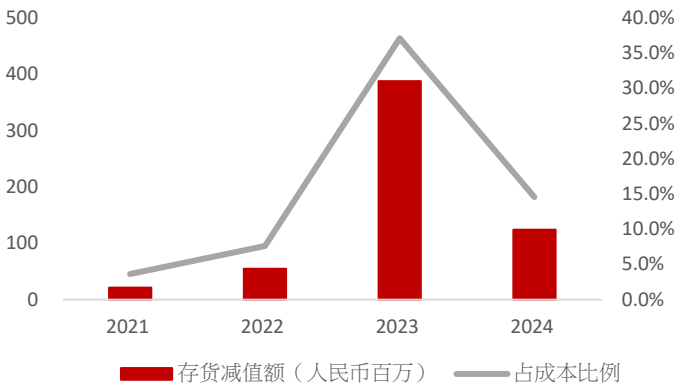
2023 年公司实施的库存清理导致存货减值计提约 3.9 亿元，2022 年仅计提 5,500 万元，因此 2023 年毛利率下滑 11.4 百分点至 65.2%。随着存货清理接近尾声，2024 年存货计提金额下降至 1.2 亿，毛利率反弹至 74.3%。预计 2025 存货计提恢复至正常水平，约 4,000-5,000 万元。在关税的不确定性下，我们保守预测 2025E/2026E 毛利率为 73.3%和 73.9%。

图表 20：子不语毛利率



来源：公司资料，中泰国际研究部预测

图表 21：存货减值计提及占成本比例

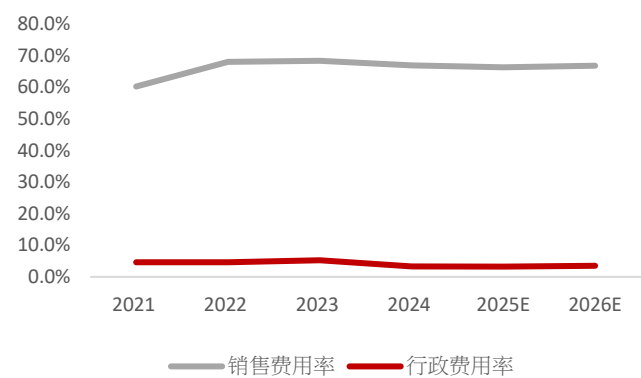


来源：公司资料，中泰国际研究部

运营费用率维持稳定

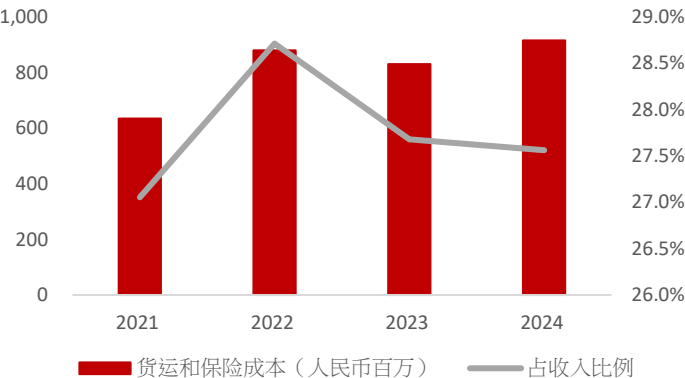
由于公司的销售，客户获取、推广以及尾程的物流运输都高度依赖于第三方平台，2022-2024 年期间，销售和行政费用约为 22 亿-23 亿元，运营费用率为 70%-74%。当中货运及保险费用为最大部分，2024 年货运费用为 9.2 亿元，占收入 27.6%。预计在规模效益扩大下，运营费用率将保持稳定水平。

图表 22：销售及管理费用率



来源：公司资料，中泰国际研究部预测

图表 23：货运和保险费用及占收入比



来源：公司资料，中泰国际研究部

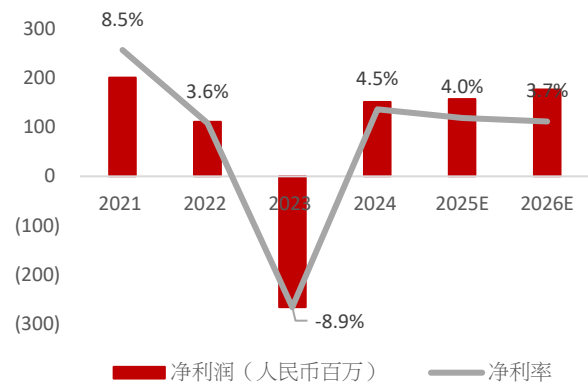
净利润重回增长轨道

得益于公司组织架构和品牌战略重组，2024 年公司收入同比增长 10.8%至 33.3 亿，净利润从 2023 年的低谷反弹，提升至 1.5 亿元，净利润率 4.5%，超过 2022 年水平。由于关税的不确定性，以及有效税率提升，预计 2025E 和 2026 年公司净利润为 1.6 亿和 1.8 亿元，同比增长 3.9%和 12.5%。

现金周转明显改善

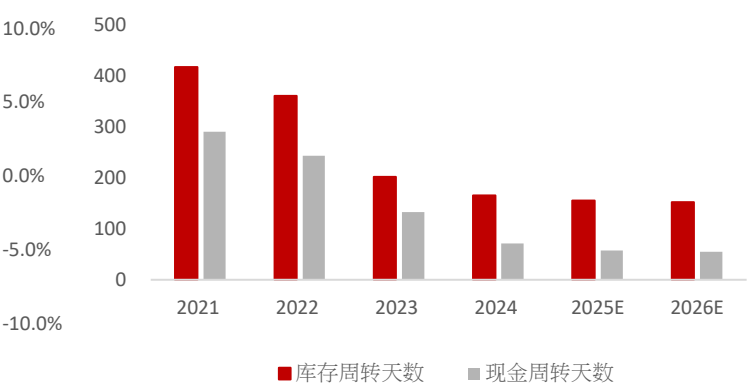
由于早前公司品牌和单品较多，部分产品滞销拉高了库存周转天数。2023 库存和品牌清理后，库存周转天数连续两年明显下降，从 2022 年的 360 天下降至 2024 年的 165 天。公司整体现金周转天数从 2022 年的 243 天下降至 2024 年的 71 天，周转率大幅改善。2024 年运营现金流 2.4 亿，公司的资本开支较小，自由现金流跟随收入稳定增长。

图表 24：净利润及净利润率



来源：公司资料，中泰国际研究部预测

图表 25：库存周转率显著提升



来源：公司资料，中泰国际研究部预测

图表 26：主要假设和预测

| (人民币百万) | 2023   | 2024   | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|---------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 总收入     | 3,000  | 3,325  | 3,960  | 4,762  | 5,763  |
| 第三方电商平台 | 2,921  | 3,258  | 3,763  | 4,327  | 4,933  |
| 自营网站    | 37     | 28     | 154    | 385    | 770    |
| 其他      | 41     | 39     | 43     | 49     | 59     |
| 同比%     |        |        |        |        |        |
| 总收入     | -2.2%  | 10.8%  | 19.1%  | 20.3%  | 21.0%  |
| 第三方电商平台 | -0.6%  | 11.5%  | 15.5%  | 15.0%  | 14.0%  |
| 自营网站    | -67.8% | -25.2% | 450.0% | 150.0% | 100.0% |
| 其他      | 271.2% | -5.7%  | 10.0%  | 15.0%  | 20.0%  |
| 毛利率     | 65.2%  | 74.3%  | 73.3%  | 73.9%  | 74.2%  |
| 销售费用    | 2,052  | 2,226  | 2,626  | 3,181  | 3,861  |
| 销售费用率   | 68.4%  | 66.9%  | 66.3%  | 66.8%  | 67.0%  |
| 行政费用    | 158    | 110    | 129    | 167    | 202    |
| 行政费用率   | 5.3%   | 3.3%   | 3.3%   | 3.5%   | 3.5%   |
| EBITDA  | (235)  | 157    | 171    | 198    | 244    |
| 净利润     | (266)  | 151    | 157    | 176    | 214    |

来源：公司资料，中泰国际研究部预测

估值

我们用 DCF（现金流折现模型）估算公司价值，相信 DCF 能更好地反映公司中长期核心业务的现金流情况。首次给予目标价 4.50 港元，“买入”评级。

图表 27：DCF 模型

| 年结: 12 月 31 日<br>(人民币百万元) | 2025<br>预测 | 2026<br>预测 | 2027<br>预测 | 2028<br>预测 | 2029<br>预测 | 2030<br>预测 | 2031<br>预测 | 2032<br>预测 | 2033<br>预测 | 2034<br>预测 |
|---------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| EBITDA                    | 171        | 198        | 244        | 306        | 386        | 436        | 527        | 597        | 690        | 762        |
| +/- 营运资金                  | (75)       | (57)       | (75)       | (123)      | (126)      | (159)      | (221)      | (218)      | (247)      | (331)      |
| -所得税                      | (18)       | (27)       | (39)       | (49)       | (61)       | (69)       | (83)       | (94)       | (108)      | (120)      |
| -资本开支                     | (9)        | (10)       | (12)       | (15)       | (18)       | (22)       | (27)       | (32)       | (38)       | (46)       |
| 自由现金流                     | 70         | 104        | 119        | 120        | 181        | 186        | 197        | 254        | 297        | 265        |
| 自由现金流现值                   | 892        |            |            |            |            |            |            |            |            |            |
| 永续增长率                     | 1.0%       |            |            |            |            |            |            |            |            |            |
| 终值现值                      | 1,691      |            |            |            |            |            |            |            |            |            |
| 净现金/（负债）                  | 332        |            |            |            |            |            |            |            |            |            |
| 企业价值                      | 2,023      |            |            |            |            |            |            |            |            |            |
| 总股数（百万）                   | 493        | 无风险收益率     |            |            |            | 3.5%       | 税前债务成本     |            | 4.0%       |            |
| 每股价值（人民币）                 | 4.10       | 贝塔系数       |            |            |            | 1.50       | 所得税率       |            | 13%        |            |
| 港元/人民币汇率                  | 1.10       | 风险溢价       |            |            |            | 7.0%       | 税后债务成本     |            | 3.5%       |            |
| 每股价值（港元）                  | 4.50       | 权益成本       |            |            |            | 14.0%      | 债务/总资本     |            | 20%        |            |
|                           |            | 加权平均资本成本   |            |            |            | 11.9%      |            |            |            |            |

来源：公司资料，中泰国际研究部预测

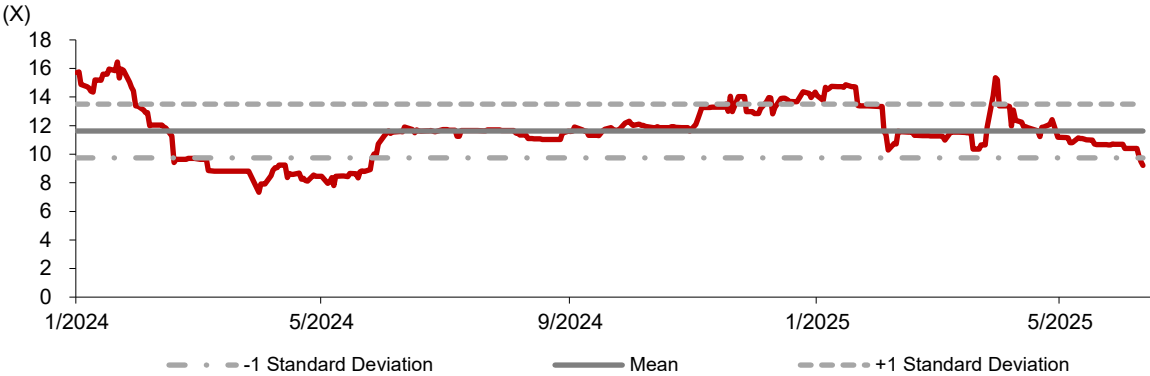
图表 28：加权平均成本/永续增长率敏感性分析

| 永续增长率 | 加权平均成本 |      |       |       |       |       |       |
|-------|--------|------|-------|-------|-------|-------|-------|
|       | 8.9%   | 9.9% | 10.9% | 11.9% | 12.9% | 13.9% | 14.9% |
| -1.0% | 5.6    | 5.0  | 4.6   | 4.2   | 3.9   | 3.6   | 3.4   |
| 0.0%  | 5.9    | 5.3  | 4.8   | 4.3   | 4.0   | 3.7   | 3.4   |
| 1.0%  | 6.3    | 5.6  | 5.0   | 4.5   | 4.1   | 3.8   | 3.5   |
| 2.0%  | 6.8    | 5.9  | 5.3   | 4.7   | 4.3   | 3.9   | 3.6   |
| 3.0%  | 7.5    | 6.4  | 5.6   | 5.0   | 4.5   | 4.1   | 3.7   |

来源：公司资料，中泰国际研究部

参照市盈率估值法，公司现时估值为 11.2 倍/9.9 倍 FY25E/FY26E 市盈率。参考过往公司市盈率水平，公司现在的估值略低于过去两年平均市盈率。我们的目标价对应 11.5 倍 FY26E 市盈率。子不语的同行业公司，服饰类跨境电商赛维时代（301381 CH）当前估值约 FY25E/FY26E 市盈率 21.6/16.1 倍。由于子不语的市值规模和交易量较低，加上关税政策的不确定性，目标估值较赛维时代有 30%折价。

图表 29：子不语市盈率走势 (更新至 6 月 13 日)



来源：彭博，中泰国际研究部

## 投资风险

**市场竞争加剧：** 凭借中国完善和有效的供应链体系，跨境电商行业竞争持续加剧，流量和营销费用上涨，互联网大平台规模效益较强，对小型电商的盈利能力或产生负面影响。

**关税的不确定性：** 中美贸易局势一旦紧张，关税上调，将打击跨境电商的利润率。

**单一平台过渡依赖：** 子不语现时高度依赖亚马逊，若亚马逊的营销成本和佣金上升，将对公司净利润造成压力。

**存货减值风险：** 若市场潮流转变，产品设计、销售不达预期，或会产生较高的存货计提金额影响毛利率和净利润。

**品牌独立网站销售不达预期**

**港股流动性风险**

图表 30：财务摘要（年结：12 月 31 日；人民币百万元）

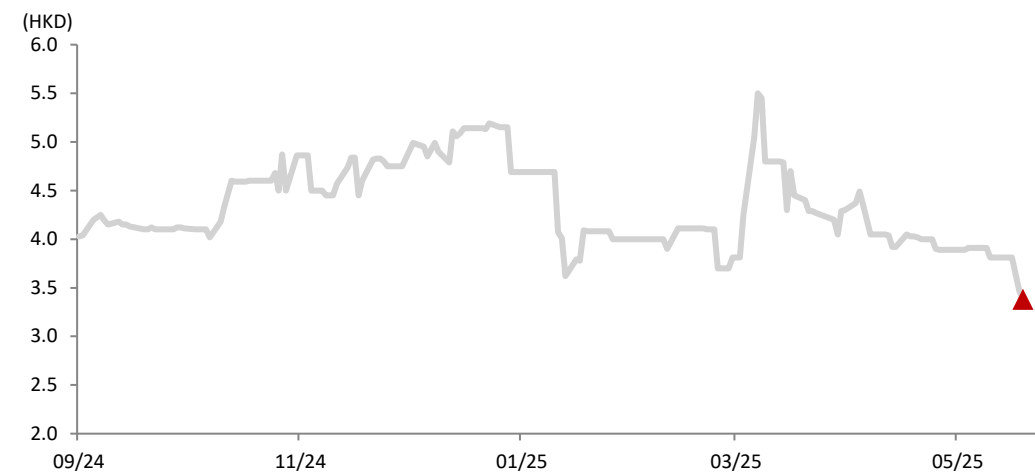
| 利润表         |         |         |         |         |         | 资产负债表      |         |         |         |         |         |
|-------------|---------|---------|---------|---------|---------|------------|---------|---------|---------|---------|---------|
|             | FY23 实际 | FY24 实际 | FY25 预测 | FY26 预测 | FY27 预测 |            | FY23 实际 | FY24 实际 | FY25 预测 | FY26 预测 | FY27 预测 |
| 营业收入        | 3,000   | 3,325   | 3,960   | 4,762   | 5,763   | 固定资产       | 11      | 9       | 11      | 14      | 19      |
| 同比%         | (2)     | 11      | 19      | 20      | 21      | 无形资产及商誉    | 2       | 1       | 2       | 3       | 4       |
| 成本          | (1,045) | (854)   | (1,057) | (1,243) | (1,487) | 联营公司及合营公   | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       |
| 毛利润         | 1,955   | 2,471   | 2,903   | 3,519   | 4,276   | 长期投资       | 33      | 25      | 25      | 25      | 25      |
| 毛利率         | 65.2%   | 74.3%   | 73.3%   | 73.9%   | 74.2%   | 其他非流动资产    | 8       | 9       | 9       | 9       | 9       |
| 其他收益        | 17      | 27      | 32      | 38      | 46      | 非流动资产      | 54      | 43      | 46      | 50      | 57      |
| 销售及分销成本     | (2,052) | (2,226) | (2,626) | (3,181) | (3,861) | 库存         | 399     | 374     | 449     | 518     | 611     |
| 行政成本        | (158)   | (110)   | (129)   | (167)   | (202)   | 应收帐款       | 139     | 182     | 191     | 230     | 278     |
| 研发成本        | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 预付款项及存款    | 21      | 32      | 38      | 46      | 55      |
| 其他运营开支      | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 其他流动资产     | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       |
| 总运营开支       | (2,210) | (2,336) | (2,754) | (3,348) | (4,063) | 现金         | 280     | 448     | 511     | 598     | 699     |
| 营运利润 (EBIT) | (238)   | 162     | 181     | 210     | 259     | 流动资产       | 839     | 1,037   | 1,189   | 1,391   | 1,644   |
| 营运利润率       | -7.9%   | 4.9%    | 4.6%    | 4.4%    | 4.5%    | 应付帐款       | 206     | 318     | 333     | 392     | 468     |
| 拨备          | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 税项         | 0       | 0       | 17      | 26      | 38      |
| 财务成本        | (9)     | (8)     | (7)     | (7)     | (8)     | 预提费用/其他应付款 | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       |
| 融资后利润       | (247)   | 155     | 174     | 203     | 251     | 银行贷款和租赁    | 183     | 146     | 166     | 176     | 186     |
| 联营及合营公司     | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 可转债和其他债务   | 8       | 5       | 5       | 5       | 5       |
| 税前利润        | (247)   | 155     | 174     | 203     | 251     | 其他流动负债     | 2       | 0       | 0       | 0       | 0       |
| 所得税         | (19)    | (4)     | (17)    | (26)    | (38)    | 流动负债       | 399     | 469     | 522     | 599     | 697     |
| 少数股东权益      | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 银行贷款和租赁    | 10      | 8       | 8       | 8       | 8       |
| 净利润         | (266)   | 151     | 157     | 176     | 214     | 可转债和其他债务   | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       |
| 同比%         | N/A     | N/A     | 3.9     | 12.5    | 21.3    | 递延所得税及其他   | 0       | 2       | 2       | 2       | 2       |
| 核心净利润率      | -8.9%   | 4.5%    | 4.0%    | 3.7%    | 3.7%    | 少数股东权益     | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       |
| EBITDA      | (235)   | 157     | 171     | 198     | 244     | 非流动负债      | 10      | 10      | 10      | 10      | 10      |
| EBITDA 利润率  | -7.8%   | 4.7%    | 4.3%    | 4.2%    | 4.2%    | 总净资产       | 484     | 600     | 703     | 832     | 993     |
| 每股盈利 (人民币)  | (0.532) | 0.306   | 0.318   | 0.358   | 0.434   | 股东权益       | 484     | 600     | 703     | 832     | 993     |
| 增长率%        | N/A     | N/A     | 3.9     | 12.5    | 21.3    | 股本         | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       |
| 每股股息 (港元)   | 0.000   | 0.120   | 0.105   | 0.118   | 0.143   | 储备         | 484     | 600     | 703     | 832     | 993     |

| 现金流量表    |         |         |         |         |         | 主要财务比率        |         |         |         |         |         |
|----------|---------|---------|---------|---------|---------|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|
|          | FY23 实际 | FY24 实际 | FY25 预测 | FY26 预测 | FY27 预测 |               | FY23 实际 | FY24 实际 | FY25 预测 | FY26 预测 | FY27 预测 |
| EBITDA   | (235)   | 157     | 171     | 198     | 244     | 毛利率 (%)       | 65.2    | 74.3    | 73.3    | 73.9    | 74.2    |
| 营运资金变动   | (77)    | (46)    | (75)    | (57)    | (75)    | 营业利润率 (%)     | (7.9)   | 4.9     | 4.6     | 4.4     | 4.5     |
| 其他       | 412     | 141     | 0       | 0       | 0       | 净利率 (%)       | (8.9)   | 4.5     | 4.0     | 3.7     | 3.7     |
| 经营活动现金流  | 100     | 253     | 97      | 141     | 170     | 销售/分销成本占收入百分比 | 68.4    | 66.9    | 66.3    | 66.8    | 67.0    |
| 已付利息     | (10)    | (7)     | (7)     | (7)     | (8)     | 行政成本占收入百      | 5.3     | 3.3     | 3.3     | 3.5     | 3.5     |
| 所得税      | (29)    | (2)     | 0       | (17)    | (26)    | 派息率           | 0.0     | 35.6    | 30.0    | 30.0    | 30.0    |
| 经营活动净现金  | 62      | 243     | 90      | 117     | 136     | 有效税率 (%)      | (7.5)   | 2.5     | 10.0    | 13.0    | 15.0    |
| 资本支出     | (5)     | (4)     | (7)     | (8)     | (9)     | 总负债比率 (%)     | 41.6    | 26.5    | 25.4    | 22.7    | 20.0    |
| 投资       | (1)     | (0)     | (2)     | (2)     | (3)     | 净负债比率 (%)     | 净现金     | 净现金     | 净现金     | 净现金     | 净现金     |
| 已收股息     | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 流动比率 (x)      | 2.1     | 2.2     | 2.3     | 2.3     | 2.4     |
| 资产出售     | 1       | 0       | 0       | 0       | 0       | 速动比率 (x)      | 1.1     | 1.4     | 1.4     | 1.5     | 1.5     |
| 已收利息     | 5       | 12      | 15      | 18      | 21      | 库存周转率 (天)     | 202     | 165     | 155     | 152     | 150     |
| 其他       | (5)     | 0       | 0       | 0       | 0       | 应收账款周转率       | 19      | 18      | 18      | 18      | 18      |
| 投资活动现金流  | (5)     | 8       | 6       | 8       | 8       | 应付账款周转率       | 88      | 112     | 115     | 115     | 115     |
| 自由现金流    | 57      | 251     | 96      | 124     | 144     | 现金周转率 (天)     | 133     | 71      | 58      | 55      | 53      |
| 发行股份     | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 资产周转率 (x)     | 2.7     | 3.4     | 3.4     | 3.6     | 3.7     |
| 股份回购     | (18)    | (36)    | 0       | 0       | 0       | 财务杠杆 (x)      | 1.8     | 1.8     | 1.8     | 1.7     | 1.7     |
| 少数股东权益   | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | EBIT 利润率 (%)  | (7.9)   | 4.9     | 4.6     | 4.4     | 4.5     |
| 已付股息     | (23)    | 0       | (54)    | (47)    | (53)    | 利息开支 (x)      | 1.0     | 1.0     | 1.0     | 1.0     | 1.0     |
| 银行贷款变动净额 | (6)     | (32)    | 20      | 10      | 10      | 税务开支 (x)      | 1.1     | 1.0     | 0.9     | 0.9     | 0.9     |
| 其他       | (31)    | (17)    | 0       | 0       | 0       | 股本回报率 (%)     | (41.8)  | 27.8    | 24.0    | 23.0    | 23.4    |
| 筹资活动现金流  | (78)    | (85)    | (34)    | (37)    | (43)    | ROIC (%)      | (44.9)  | 44.2    | 47.7    | 46.0    | 48.1    |
| 现金变动净额   | (21)    | 166     | 63      | 87      | 101     |               |         |         |         |         |         |

来源：公司资料，中泰国际研究部预测

历史建议和目标价

子不语集团 (2420 HK)股价表现及评级时间表



来源：彭博，中泰国际研究部

|   | 日期         | 前收市价     | 评级变动     | 目标价      |
|---|------------|----------|----------|----------|
| 1 | 16-06-2025 | HK\$3.38 | 买入（首次评级） | HK\$4.50 |

来源：彭博，中泰国际研究部

## 公司及行业评级定义

---

### 公司评级定义：

以报告发布时引用的股票价格，与分析师给出的 12 个月目标价之间的潜在变动空间为基准：

买入：基于股价的潜在投资收益在 20% 以上

增持：基于股价的潜在投资收益介于 10% 以上 至 20% 之间

中性：基于股价的潜在投资收益介于 -10% 至 10% 之间

卖出：基于股价的潜在投资损失大于 10%

### 行业投资评级：

以报告发布后 12 个月内的行业基本面展望为基准：

推荐：行业基本面向好

中性：行业基本面稳定

谨慎：行业基本面向淡

## 重要声明

本报告由中泰国际证券有限公司（以下简称“中泰国际”或“我们”）分发。本研究报告仅供我们的客户使用，发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接受到本报告而视为中泰国际客户。本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们不保证该信息的准确性和完整性，报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中泰国际都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分担投资损失，中泰国际不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何直接或间接责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。中泰国际所提供的报告或资料未必适合所有投资者，任何报告或资料所提供的意见及推荐并无根据个别投资者各自的投资目的、财务状况、风险偏好及独特需要做出各种证券、金融工具或策略之推荐。投资者必须在有需要时咨询独立专业顾问的意见。

中泰国际可发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表中泰国际或附属机构的观点。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及我们的自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的建议或表达的意见不一致的投资决策。

### 权益披露：

- （1）在过去 12 个月，中泰国际与本研究报告所述公司并无企业融资业务关系。
- （2）分析师及其联系人士并无担任本研究报告所述公司之高级职员，亦无拥有任何所述公司财务权益或持有股份。
- （3）中泰国际或其集团公司可能持有本报告所评论之公司的任何类别的普通股证券 1% 或以上的财务权益。

版权所有 中泰国际证券有限公司

未经中泰国际证券有限公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得 (i) 以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或 (ii) 再次分发。

中泰国际研究部

香港上环德辅道中 189 号李宝椿大厦 6 楼

电话： (852) 3979 2886

传真： (852) 3979 2805