

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

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 轻工制造行业分析师

执业编号: S1500525020001

邮箱:

luozheng1@cindasc.com

赛维时代: 服饰品牌动销靓丽, 存货
因素影响短期盈利

Q3 业绩增长稳健, 经营韧性凸显

新品牌新品类高效孵化, Q2 业绩持续
向好

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: 服饰品类持续增长, 非服业务拖累
有望收窄

2025 年 10 月 29 日

事件: 赛维时代发布 2025 年三季度报告。2025 年前三季度公司实现收入 81.88 亿元 (同比+20.4%), 归母净利润 2.10 亿元 (同比+7.3%), 扣非归母净利润 2.21 亿元 (同比+35.4%); 25Q3 实现收入 28.43 亿元 (同比+8.3%), 归母净利润 0.41 亿元 (同比+200.9%), 扣非归母净利润 0.35 亿元 (同比+174.8%)。

服饰品类持续增长, 品牌战略推进。公司的服饰配饰品类在较大规模基数的基础上仍保持持续增长态势, 彰显核心竞争力, 底层能力在服饰细分品类中高度复用赋能品牌孵化和发展。营收增速环比有所放缓, 我们认为原因一是旗下各品牌销售规模稳步扩大, 二是贸易摩擦剧烈升级导致短期内发货停滞及供应链布局重估、期间内需适度涨价控制销量并控制新品开发等因素综合影响。我们预计未来公司将在已布局细分品类中持续挖掘需求并高效转化、深化多区域市场覆盖与拓展多元化渠道体系等措施, 为品牌的持续成长注入动能。品牌方面, 公司旗下品牌 zeagoo 于成立 12 周年之际, 揭晓与全球杰出女性、知名营养师与模特 Maye Musk 达成合作。此次携手不仅是品牌国际化进程的重要里程碑, 更是对品牌强调现代女性独立与自信的诠释。

非经常性损益拖累较大, 非服饰品类调整后预期向好。2025Q1-Q3, 公司计提存货跌价准备约 9073 万元, 因理财产品公允价值变动收益及股权投资公允价值变动损失综合导致亏损约 2599 万元, 均对利润造成一次性拖累。前者我们认为主要因为非服饰品类中部分产品受外部竞争、贸易摩擦等因素影响陷入困境, 但公司 2025 年调整策略并精准响应, 积极推动相关减亏、增效及品类调整措施。从实际运营成效看, 尽管非服饰配饰业务的短期盈利承压, 但库存已呈现逐步下降的向好趋势, 公司认为未来有望持续好转。

费用率控制见效, 营运能力优化。2025Q1-Q3 公司毛利率为 43.6% (同比-1.4pct), 销售/管理/研发/财务费用率分别为 36.4%/2.0%/1.0%/-0.2%, 分别同比-1.6pct/-0.1pct/-0.2pct/持平。2025Q3 公司毛利率为 41.8% (同比-0.6pct), 销售/管理/研发/财务费用率分别为 35.9%/1.7%/0.8%/0.2%, 分别同比-4.3pct/-0.4pct/-0.2pct/+0.1pct。公司营销策略是基于 2024H2 集中推广期的效果进行更精准的推广措施优化, 强度有所降低, 我们认为未来该理念叠加公司品牌运营效果凸显, 有望降低单位投流成本, 实现营销环节规模效应。营运能力方面, 公司 2025Q1-Q3 存货周转天数约 97.4 天, 同比减少约 6.5 天; 现金流方面, 公司 2025Q1-Q3 实现经营活动所得现金净额 7.42 亿元。

盈利预测: 我们预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 3.4/5.6/6.9 亿元, PE 分别为 28.3X/17.4X/14.1X。

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	12,134	14,512	17,264
增长率 YoY %	33.7%	56.5%	18.1%	19.6%	19.0%
归属母公司净利润 (百万元)	336	214	342	558	688
增长率 YoY%	81.6%	-36.2%	59.9%	63.0%	23.3%
毛利率%	45.8%	43.8%	42.8%	42.7%	42.5%
净资产收益率ROE%	13.9%	8.7%	12.2%	17.4%	18.7%
EPS(摊薄)(元)	0.83	0.53	0.85	1.38	1.71
市盈率 P/E(倍)	28.87	45.25	28.30	17.36	14.08
市净率 P/B(倍)	4.01	3.94	3.45	3.03	2.63

资料来源: iFind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2025 年 10 月 28 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	3,557	4,052	4,702	
货币资金	764	924	1,181	1,419	1,763	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	219	299	334	397	471	
预付账款	33	46	52	62	74	
存货	802	1,805	1,629	1,799	2,002	
其他	775	364	361	375	392	
非流动资产	1,030	1,304	1,281	1,164	1,035	
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	1,193	1,070	948	
资产总计	3,623	4,743	4,837	5,216	5,737	
流动负债	792	1,572	1,504	1,588	1,705	
短期借款	110	608	408	308	208	
应付票据	115	182	212	254	303	
应付账款	265	388	443	531	635	
其他	301	394	440	495	558	
非流动负债	417	710	529	429	349	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	417	710	529	429	349	
负债合计	1,209	2,282	2,032	2,017	2,053	
少数股东权益	0	0	0	0	0	
归属母公司	2,414	2,461	2,805	3,199	3,684	
负债和股东权益	3,623	4,743	4,837	5,216	5,737	

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	12,134	14,512	17,264
同比（%）	33.7%	56.5%	18.1%	19.6%	19.0%
归属母公司净利润	336	214	342	558	688
同比（%）	81.6%	-36.2%	59.9%	63.0%	23.3%
毛利率（%）	45.8%	43.8%	42.8%	42.7%	42.5%
ROE%	13.9%	8.7%	12.2%	17.4%	18.7%
EPS (摊薄)(元)	0.83	0.53	0.85	1.38	1.71
P/E	28.87	45.25	28.30	17.36	14.08
P/B	4.01	3.94	3.45	3.03	2.63
EV/EBITDA	23.57	27.67	18.48	11.95	9.46

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	12,134	14,512	17,264
营业成本	3,555	5,777	6,938	8,317	9,932
营业税金及附加	7	11	12	15	17
销售费用	2,342	3,882	4,393	5,115	6,051
管理费用	155	219	243	283	328
研发费用	88	119	121	145	173
财务费用	-4	-28	-28	-35	-43
减值损失合计	-67	-85	-105	-60	-40
投资净收益	19	28	10	9	9
其他	16	17	47	40	39
营业利润	390	255	407	660	813
营业外收支	-2	-5	-4	-4	-4
利润总额	388	250	403	656	809
所得税	52	36	60	98	121
净利润	336	214	342	558	688
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	336	214	342	558	688
EBITDA	505	344	517	763	908
EPS (当	0.89	0.54	0.85	1.38	1.71

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	742	641	747
净利润	336	214	342	558	688
折旧摊销	127	152	142	142	141
财务费用	2	21	31	23	18
投资损失	-19	-28	-10	-9	-9
营运资金变动	32	-894	139	-135	-133
其它	72	66	97	62	42
投资活动现金流	-1,164	489	-93	-15	-2
资本支出	-25	-93	-114	-19	-9
长期投资	-40	-150	0	0	0
其他	-1,099	732	21	4	7
筹资活动现金流	611	111	-393	-388	-400
吸收投资	760	0	103	0	0
借款	92	499	-200	-100	-100
支付利息或股息	-102	-227	-132	-188	-220
现金流净增加额	1	135	256	238	344

研究团队简介

姜文镒，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。

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，有3年消费行业研究经验，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、跨境电商、两轮车、宠物等赛道。

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。

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。