

# 服装跨境电商龙头有望迎来利润修复

华泰研究

2026年4月20日 | 中国内地

首次覆盖

零售

首次覆盖赛维时代给予买入评级，目标价 26 元，对应 26 年 22xPE。赛维时代是我国服装跨境电商龙头，在北美 Amazon 培育出男装、家居服、时尚内衣等多个细分赛道头部品牌，已形成集开发设计、工厂资源整合、品牌运营于一体的全链条模式。公司 2025 年加速布局，全球化供应链基本成型，关税风险明显缓解。展望后续，公司女装、童装、运动服饰等品类逐步拓展，欧洲市场布局加速，北美 KA 等新渠道有望打开成长增量；在利润端，关税扰动缓解，非服装业务去库存进入尾声，AI 应用推动设计、营销自动化及费用削减，公司有望迎来盈利能力改善。

## 行业展望：北美电商持续高景气成长，贸易变局利好高韧性龙头

线上渗透驱动北美电商保持高景气成长。据 PYMNTS，2019-24 年亚马逊占美国服装销售比重提升 7.8pct 至 16.3%。据 Adobe for Business，尽管 25 年存在关税扰动，但北美 11-12 月假日季服装线上销售仍同增约 7.4%。竞争格局方面，伴随小包免税政策取消，海关监管力度增强，北美中小卖家进入速度明显放缓。叠加跨境电商税收监管趋严，行业经营合规化有望推动竞争格局改善，以赛维为代表的高敏捷度、物流体系完善的跨境大卖有望持续整合市场。

## 核心竞争优势：数字化平台、供应链、品牌运营共筑护城河

1) 技术赋能：公司技术背景深厚，全链路数字化助力其精准挖掘需求、高效管理库存、自动化投放广告等。版型数据库积累超 1.9 万个款式，铸就设计开发壁垒。2) 柔性供应链：公司开发服装智能排程系统，实现“小单快反”。24 年海外仓超 18 万平米，降低尾程物流成本并提升配送时效，25 年东南亚产能布局约可满足 50% 发货需求，大幅提升关税应对能力；3) 公司建立“小前端+大中台”敏捷型组织，兼具一线团队的强激励以及中后台的资源共享。旗下男装 Coofandy、家居服 Ekouaer、内衣 Avidlove 等快速成长为亚马逊细分赛道头部品牌，通过知名品牌提价实现利润率稳步提升。

## 成长驱动展望：品类及区域布局持续拓展，技术及物流投入提效

1) 品类拓展：将品牌打造经验向更多品类复制，1H25 运动服饰、女装、童装收入同比分别翻倍/+30.8%/+57.4%，瑜伽裤、速干 T 恤进入亚马逊榜单 TOP 50；2) 区域拓宽：24 年重建欧洲团队，与亚马逊携手加快欧洲市场开拓，1H25 欧洲营收同增 32.4%，后续有望进一步提速；3) 渠道拓展：Temu、Tik Tok 平台 2023-1H25 营收占比提升 5.4pct 至 5.5%，沃尔玛等 KA 渠道有望带来业务新成长空间；4) 成本优化：25 年起深化智能仓储建设，增强履约能力，降低尾程物流成本；AI 技术全面融入运营，优化人效并降低成本；非服装业务去库存进入尾声，带动盈利改善。

## 我们与市场观点不同之处

市场担心北美市场高依赖度及贸易冲突风险带来利润不确定性，我们认为海外工厂布局已明显提升公司应变灵活性，且 26 年迎来利润端多重利好，包括库存去化、KA 渠道带来利润率结构性改善、AI 助力自动化等，以及外部监管完善带动竞争格局优化，公司的高质量成长趋势有望更加明显。

## 盈利预测与估值

我们预计 25-27 年归母净利 2.6/4.8/6.5 亿元，2024-27 年 CAGR 45%。可比公司 26 年一致预期 PE 18x，考虑跨境服装品类的高景气及公司一体化运营壁垒，给予 26 年 22xPE，对应目标价 26 元，首次覆盖给予买入评级。

风险提示：全球宏观波动，贸易冲突，市场竞争加剧，平台集中度风险。

投资评级(首评):

买入

目标价(人民币):

26.00

樊俊豪

SAC No. S0570524050001  
SFC No. BDO986

研究员

fanjunhao@htsc.com  
+(852) 3658 6000

石狄

SAC No. S0570524090003  
SFC No. BVO045

研究员

shidi@htsc.com  
+(86) 755 8249 2388

张霜凝\*

SAC No. S0570525070015  
SFC No. BVO045

研究员

zhangshuangning@htsc.com  
+(86) 755 8249 2388

杨耀\*

SAC No. S0570124070059

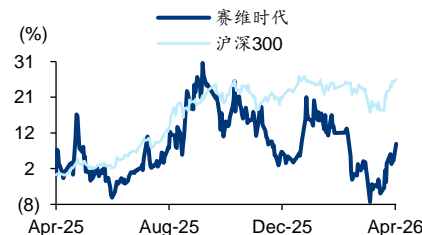
联系人

yangyao@htsc.com  
+(86) 755 8249 2388

## 基本数据

收盘价(人民币 截至 4 月 20 日)	21.60
市值(人民币百万)	8,715
6 个月平均日成交额(人民币百万)	91.42
52 周价格范围(人民币)	18.44-26.00

## 股价走势图



资料来源: Wind

## 经营预测指标与估值

会计年度(人民币)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万)	10,275	11,975	13,927	16,513
+/-%	56.55	16.54	16.30	18.57
归属母公司净利润(百万)	214.10	263.08	476.17	652.16
+/-%	(36.19)	22.88	81.00	36.96
EPS(最新摊薄)	0.53	0.65	1.18	1.62
ROE(%)	8.78	10.39	17.12	20.23
PE(倍)	40.70	33.13	18.30	13.36
PB(倍)	3.54	3.35	2.95	2.50
EV EBITDA(倍)	20.25	17.32	10.59	8.04
股息率(%)	1.39	1.39	1.39	1.39

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	2,593	3,438	3,970	4,678	5,150
现金	764.30	924.41	1,077	1,253	1,486
应收账款	218.81	299.19	233.04	385.94	347.99
其他应收账款	52.68	67.37	116.86	82.09	153.81
预付账款	32.78	45.63	45.75	60.52	65.49
存货	802.50	1,805	2,200	2,600	2,800
其他流动资产	721.99	296.93	296.93	296.93	296.93
<b>非流动资产</b>	1,030	1,304	1,286	1,270	1,255
长期投资	3.68	0.00	0.00	0.00	1.00
固定投资	38.17	66.87	65.22	63.34	62.47
无形资产	3.08	2.52	1.76	1.02	0.32
其他非流动资产	985.15	1,235	1,219	1,205	1,191
<b>资产总计</b>	3,623	4,743	5,256	5,948	6,405
<b>流动负债</b>	791.53	1,572	1,946	2,276	2,210
短期借款	109.65	608.25	1,158	1,254	1,132
应付账款	265.39	387.78	376.35	514.43	555.59
其他流动负债	416.49	575.81	411.46	508.25	521.96
<b>非流动负债</b>	417.18	710.05	710.05	710.05	710.05
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	417.18	710.05	710.05	710.05	710.05
<b>负债合计</b>	1,209	2,282	2,656	2,986	2,920
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	400.10	400.10	403.46	403.46	403.46
资本公积	775.21	825.60	822.24	822.24	822.24
留存公积	1,241	1,236	1,350	1,562	1,845
归属母公司股东权益	2,414	2,461	2,604	2,959	3,490
<b>负债和股东权益</b>	3,623	4,743	5,256	5,948	6,405

### 现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金</b>	549.61	(468.54)	88.93	454.77	738.14
净利润	335.55	214.10	259.53	482.64	644.02
折旧摊销	127.11	152.08	165.88	205.37	234.37
财务费用	(4.37)	(28.41)	(12.60)	(58.20)	(16.40)
投资损失	(19.42)	(27.61)	(50.00)	0.00	0.00
营运资金变动	30.60	(944.78)	(420.85)	(311.97)	(200.37)
其他经营现金	80.14	166.08	146.98	136.93	76.51
<b>投资活动现金</b>	(1,164)	488.88	(232.72)	(311.94)	(279.44)
资本支出	(24.99)	(92.82)	(37.00)	(44.00)	(50.00)
长期投资	(40.00)	(150.38)	0.00	0.00	(1.00)
其他投资现金	(1,099)	732.08	(195.72)	(267.94)	(228.44)
<b>筹资活动现金</b>	610.73	111.29	296.70	32.76	(226.03)
短期借款	91.82	498.60	549.78	95.60	(121.39)
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	40.10	0.00	3.36	0.00	0.00
资本公积增加	683.00	50.39	(3.36)	0.00	0.00
其他筹资现金	(204.18)	(437.70)	(253.08)	(62.84)	(104.64)
现金净增加额	1.11	135.47	152.92	175.59	232.67

资料来源:公司公告、华泰研究预测

### 利润表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	6,564	10,275	11,975	13,927	16,513
营业成本	3,555	5,777	6,759	7,879	9,464
营业税金及附加	7.35	10.81	12.60	14.65	17.37
营业费用	2,342	3,882	4,340	4,916	5,702
管理费用	154.58	219.36	229.92	247.90	264.21
财务费用	(4.37)	(28.41)	(12.60)	(58.20)	(16.40)
资产减值损失	(67.36)	(85.33)	(155.68)	(111.42)	(115.59)
公允价值变动收益	(8.64)	1.58	(35.00)	(33.00)	(30.00)
投资净收益	19.42	27.61	50.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	389.89	255.19	315.33	567.81	757.68
营业外收入	0.67	1.36	2.00	0.00	0.00
营业外支出	2.95	6.80	12.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	387.61	249.75	305.33	567.81	757.68
所得税	52.06	35.65	45.80	85.17	113.65
<b>净利润</b>	335.55	214.10	259.53	482.64	644.02
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	335.55	214.10	263.08	476.17	652.16
EBITDA	519.72	412.13	496.36	804.45	1,015
EPS (人民币, 基本)	0.89	0.54	0.65	1.18	1.62

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>					
营业收入	33.70	56.55	16.54	16.30	18.57
营业利润	82.19	(34.55)	23.57	80.07	33.44
归属母公司净利润	81.24	(36.19)	22.88	81.00	36.96
<b>获利能力 (%)</b>					
毛利率	45.84	43.78	43.56	43.43	42.69
净利率	5.11	2.08	2.17	3.47	3.90
ROE	17.35	8.78	10.39	17.12	20.23
ROIC	16.27	7.64	8.05	12.77	15.02
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	33.36	48.11	50.53	50.21	45.59
净负债比率 (%)	(23.06)	(6.93)	3.10	0.02	(10.14)
流动比率	3.28	2.19	2.04	2.06	2.33
速动比率	2.09	0.95	0.84	0.85	0.99
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	2.19	2.46	2.40	2.49	2.67
应收账款周转率	27.06	39.67	45.00	45.00	45.00
应付账款周转率	16.60	17.69	17.69	17.69	17.69
<b>每股指标 (人民币)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.83	0.53	0.65	1.18	1.62
每股经营现金流(最新摊薄)	1.36	(1.16)	0.22	1.13	1.83
每股净资产(最新摊薄)	5.98	6.10	6.45	7.33	8.65
<b>估值比率</b>					
PE (倍)	25.97	40.70	33.13	18.30	13.36
PB (倍)	3.61	3.54	3.35	2.95	2.50
EV EBITDA (倍)	14.51	20.25	17.32	10.59	8.04

## 正文目录

核心观点 .....	6
<b>赛维时代：效率驱动的服装大卖，品牌化持续升级</b> .....	<b>7</b>
发展历程：久经考验的服装跨境佼佼者，“品牌化”转型战略成果显著 .....	7
业务结构：以北美服装业务为主，推动区域/渠道多元化、品类聚焦化 .....	8
财务表现：收入较快增长，供应链建设及费控筑牢盈利根基 .....	10
实控人持股集中，核心管理层技术背景强 .....	12
<b>全球电商渠道持续渗透，跨境电商龙头有望领跑</b> .....	<b>13</b>
全球电商渗透率较快提升，推动中国卖家快速成长 .....	13
服装为跨境出口重要品类，北美市场保持较快大盘增长 .....	13
行业竞争格局分散，品牌型龙头有望提升市占率 .....	14
关税政策变化有望趋稳，行业监管逐步完善 .....	15
<b>核心竞争力：高效供应链+数字化，打造一体化品牌运营平台</b> .....	<b>18</b>
技术赋能：数字化驱动筑牢服装开发底层能力 .....	18
供应链：柔性供应链+全球化物流仓储布局 .....	18
品牌加持：灵活高效的组织架构，打造多层次品牌矩阵 .....	19
<b>成长驱动力：效率与技术驱动，持续拓宽品类、渠道及市场</b> .....	<b>21</b>
撬动品牌打造能力，持续复制扩张新品类 .....	21
拓展区域及渠道，打开多元化增长曲线 .....	22
完善自有物流体系，全球履约降本增效 .....	22
研发投入持续增加，全链路技术升级，进一步提升效率释放利润 .....	23
<b>盈利预测及估值</b> .....	<b>25</b>
盈利预测 .....	25
估值分析 .....	26
风险提示 .....	26

## 图表目录

图表 1：赛维时代形成多位一体的全链条商业模式 .....	7
图表 2：公司股价维持区间震荡 .....	7
图表 3：赛维时代完成品牌化转型进入加速发展期 .....	8
图表 4：公司服装收入占比逐年上升至 72.5% .....	8
图表 5：公司物流收入近年来增长显著 .....	8
图表 6：赛维时代品牌矩阵丰富 .....	9
图表 7：公司三大核心品牌收入占比 60% 以上 .....	9
图表 8：24 年以来公司其他品牌收入增速超过核心品牌 .....	9
图表 9：北美地区占据公司超 90% 营收来源 .....	10
图表 10：亚马逊渠道 1H25 收入占比近 80% .....	10

图表 11: 赛维时代营业收入增速放缓 .....	10
图表 12: 赛维时代归母净利 .....	10
图表 13: 公司毛利率与物流成本占比呈显著负相关 .....	11
图表 14: 2025 年集装箱价格回落趋于稳定 .....	11
图表 15: 赛维时代费用率逐步优化 .....	11
图表 16: 公司采购和物流运输成本占比高 .....	11
图表 17: 赛维时代盈利能力有待改善 .....	11
图表 18: 赛维时代存货周转趋势逐步优化 .....	11
图表 19: 赛维时代股权结构集中 .....	12
图表 20: 赛维时代 2025 年股权激励计划彰显未来发展信心 .....	12
图表 21: 全球及欧美电商规模增长空间显著 .....	13
图表 22: 全球及欧美电商渗透率有待提升 .....	13
图表 23: 2014-2024 年中国跨境电商增速逐步放缓 .....	13
图表 24: 近年来 B2C 模式占比逐年提升 .....	13
图表 25: B2C 跨境电商平台与卖家商业模式对比 .....	14
图表 26: 铺货型与精选型 B2C 出口电商代表企业及模式特点对比 .....	14
图表 27: 不同选品模式跨境电商代表公司对比 .....	14
图表 28: 美国对华关税政策暂时缓和 .....	15
图表 29: 中国服装品类输美关税整体较高 (截至 2026 年 3 月) .....	15
图表 30: 中国关税水平与东南亚对比 (截至 2025 年 11 月) .....	15
图表 31: 不同加价倍率下关税对毛利率的敏感性分析 .....	16
图表 32: 跨境电商主要物流模式 .....	16
图表 33: 海外多国逐渐取消或收窄小包免税政策 .....	17
图表 34: Temu、Shein 应对小包免税政策取消的措施 .....	17
图表 35: 国内多次出台新规加强跨境电商合规监管 .....	17
图表 36: 赛维时代全链条运营模式构筑效率壁垒 .....	18
图表 37: 公司业务流程与数字化深度融合 .....	18
图表 38: 赛维时代供应链高度柔性化 .....	19
图表 39: 赛维时代物流服务收入增长显著 .....	19
图表 40: 赛维时代物流服务营收占比呈上升趋势 .....	19
图表 41: “小前端+大中台”组织架构实现效率提升 .....	20
图表 42: 赛维时代品牌矩阵 .....	20
图表 43: Amazon 搜索 Men' s Blazer 呈现的结果 .....	21
图表 44: Amazon 搜索 Women's Active Performance 呈现的结果 .....	21
图表 45: 公司前五品牌近年营收增长显著 .....	21
图表 46: 赛维时代服装配饰产品类目展示 .....	21
图表 47: 公司欧洲收入有望提速扩张 .....	22
图表 48: 公司积极拓展非亚马逊渠道 .....	22
图表 49: 公司仓储网络覆盖全球主要市场 .....	23
图表 50: 公司物流营收有望进一步增长 .....	23



图表 51: 中国输美海运价格回落至平稳阶段.....	23
图表 52: 研发投入金额逐年扩大.....	24
图表 53: 公司人均创收显著提升.....	24
图表 54: 公司研发项目及进展汇总.....	24
图表 55: 赛维时代营业收入预测.....	25
图表 56: 赛维时代盈利预测.....	25
图表 57: 赛维时代分品类毛利率拆分.....	25
图表 58: 可比公司估值表.....	26
图表 59: 赛维时代 PE-Bands.....	26
图表 60: 赛维时代 PB-Bands.....	26

## 核心观点

赛维时代是我国跨境电商服装领域龙头企业，聚焦中高端品牌深度运营，以“让美好生活触手可及”为愿景，主营服饰配饰、百货家居、运动娱乐等品类。不同于传统跨境电商“铺货”模式，公司构建了产品开发设计、柔性供应链整合、品牌孵化运营于一体的全链条体系，旗下男装品牌 Coofandy 成为北美现象级品牌，家居服品牌 Ekouaer、内衣品牌 Avidlove 亦稳居北美细分赛道领先地位。随着品类扩张、布局新兴渠道、深化北美市场并推进区域多元化，公司正进入新一轮成长周期，并以全球化供应链强化贸易韧性。

**市场环境：北美服装电商延续较高景气，跨境电商税收监管趋严利好竞争格局改善。**2019-24 年亚马逊占美国服装销售份额提升 7.8pct 至 16.3%，推动其平台服装销售实现约 19.7% 的年均增长；即便在关税扰动下，2025 年假日季北美服装线上销售仍同比增长约 7.4%，彰显其增长韧性。竞争格局方面，伴随美国等国家和地区收紧小包免税政策、加强海关监管力度，推高了跨境运营门槛，导致中小卖家进入放缓乃至逐步出清。25 年 6 月国务院出台《互联网平台企业涉税信息报送规定》标志跨境电商税收迈向“穿透式监管”，缩小不合规的中小卖家生存空间，具备供应链把控能力、品牌认知基础和抗风险实力的品牌型卖家，更有可能在行业整合中扩大市场份额。中长期来看，规模优势、供应链效率与物流体系完善度将成为竞争关键，以赛维时代为代表的高敏捷、全链路布局的龙头企业，有望持续提升市场份额。

**竞争优势：公司具备鲜明的技术基因，全链条数字化、全球供应链、体系化品牌运营共筑效率壁垒。**1) **全链条数字化贯穿业务全流程：**新品开发依托 Google Trends 等工具分析潮流，积累 1.9 万个款式的版型数据库；仓储物流自主研发系统实现全流程可视化；营销销售借助 CPC 自动投放系统与智能调价功能，降本提效。2) **服装柔性供应链系统：**公司以数字化和智能排程为核心，搭建服装柔性供应链系统，打通供应端、生产端、销售端信息流，实现全链条效率提升。3) **仓储物流布局完善：**公司构建“国内仓+海外仓”全球仓储网络，依托自研 ERP 系统实现仓储物流全链路数字化，尾程覆盖 FBA 与海外仓+第三方配送模式，提升出入库上架时效。同时对外输出物流服务，2024 年营收 5 亿元/yoy+261%，1H25 达 3.49 亿元/yoy+151%，贡献收入增量。

**经过 25 年海外供应链快速布局，关税风险明显缓解。**为应对美国关税风险，公司优先布局供应链成熟的东南亚。2024 年越南自有工厂投产，2025 年计划以“自主生产+委托加工”提高海外采购占比，我们预计 2025 年公司在东南亚的发货比例已具备提升至 50% 的能力，增强供应链稳定性及关税应对韧性。

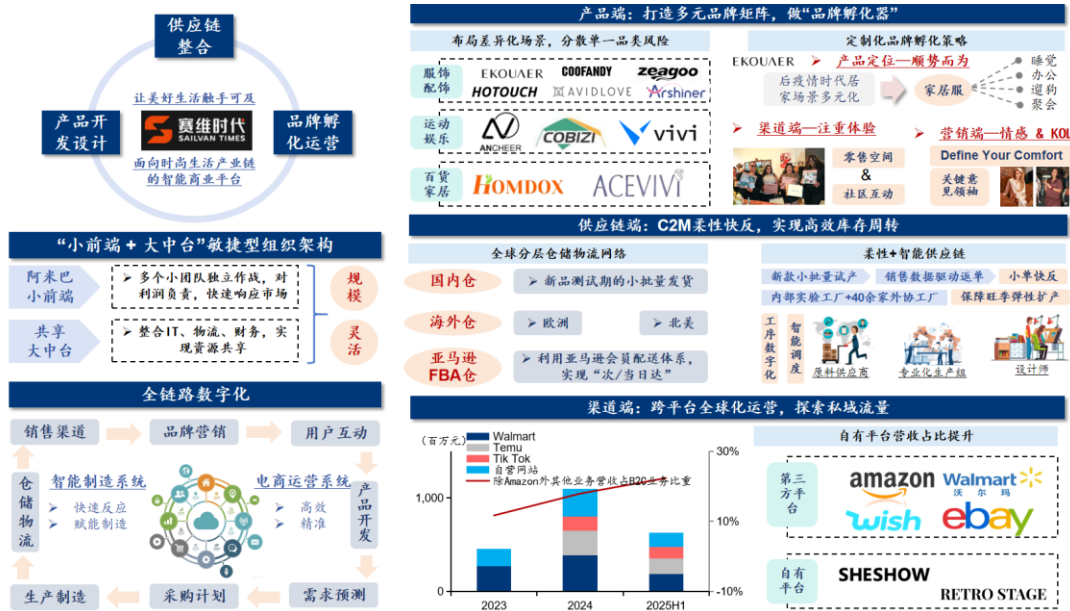
**我们与市场不同的观点：**市场担心北美服装电商大盘增速放缓，线上红利减弱，且跨境贸易或面临利润率不确定性。我们认为公司具备多元渠道及欧洲市场的增量新空间，而在利润端，去库+AI 提效+收入结构优化的多重利好，有望驱动利润率提升。

- 1) **渠道拓展：**公司积极拓展多元销售渠道，降低单一平台依赖。在深耕亚马逊基础上，加速布局 Temu、TikTok、沃尔玛等渠道。1H25 非亚马逊渠道收入贡献显著提升，其中 Temu 与 TikTok 合计营收占比较 2023 年提升 5.4 个百分点。我们建议关注沃尔玛等 KA 渠道合作的突破，其稳定、大额订单有望开辟新的快速增长营收增量。
- 2) **区域拓展：**公司于 2024 年重新组建欧洲团队，加快欧洲市场拓展，2024-1H25 欧洲营收分别同比增长 40.9%/32.4%。公司将北美版型应用于欧洲市场较为便捷，有望通过与亚马逊的深入合作，加快欧洲及其他非美市场布局，打开新的增长空间。
- 3) **利润端多重利好：**①26 年关税扰动缓解，海运费有望进一步优化。②非服装业务 24 年以来加快去库存且逐步进入尾声，26 年亏损产品线去化有望基本完成，对整体利润的拖累有望较快缩减。③公司积极布局 AI 应用，其在服装设计、模特宣传、营销投流、客诉回应、技术中台等环节均有非常高的应用契合度，能够明显提升全链条自动化水平，助力费用削减。上述内部改革，叠加行业监管趋严带动的竞争格局优化，均有利于公司盈利能力的快速改善。

## 赛维时代：效率驱动的服装大卖，品牌化持续升级

赛维时代是我国跨境电商服装品牌龙头，聚焦中高端品牌深度运营。公司秉承“让生活触手可及”的愿景，在 B2C 平台销售服饰配饰、百货家居、运动娱乐等品类。区别于传统跨境电商的“铺货”模式，公司已形成集产品开发设计、柔性供应链整合、品牌孵化与运营于一体的全链条模式。男装品牌 Coofandy 成为北美市场的线上头部品牌之一，家居服品牌 Ekouaer 及内衣品牌 Avidlove 均在北美位居细分赛道领先地位。

图表1：赛维时代形成多位一体的全链条商业模式



资料来源：公司财报，公司官网，华泰研究

## 发展历程：久经考验的服装跨境佼佼者，“品牌化”转型战略成果显著

赛维时代深耕服装跨境领域，13 年积淀成就细分龙头地位，发展历程可分为三大阶段：  
**初创期（2012-2015）：**底层架构搭建，持续提升运营效率。2008-2010 年，跨境邮政小包行业快速发展。赛维创始人陈氏兄弟抓住行业发展先机，锚定毛利率较高的服装赛道，2012 年成立公司前身哲果服饰，2014 年公司完成天使轮融资，发展加速。  
**品牌化转型期（2016-2018）：**基于前期积累，公司开始推动“品牌化”转型战略。17 年跨境电商上市潮开启。18 年亚马逊封号、中美贸易冲突等多因素影响下，行业进入洗牌期。  
**加速发展期（2019 至今）：**2019 年后，公司“品牌化”战略逐渐收获成效，多个品类取得 Amazon 细分品类优势地位。公司于 2023 年在深交所创业板上市。发展至今，赛维时代已成长为以服装为主的跨境电商龙头之一。

图表2：公司股价维持区间震荡



资料来源：iFind，华泰研究

图表3：赛维时代完成品牌化转型进入加速发展期



资料来源：公司官网，华泰研究

**业务结构：以北美服装业务为主，推动区域/渠道多元化、品类聚焦化**

按产品类型，公司业务分为服装配饰业务、非服装配饰业务、物流服务及其他四大类，2024年公司服装配饰/非服装配饰/物流服务/其他业务收入占比分别为 72.5%/22.6%/4.4%/0.5%。

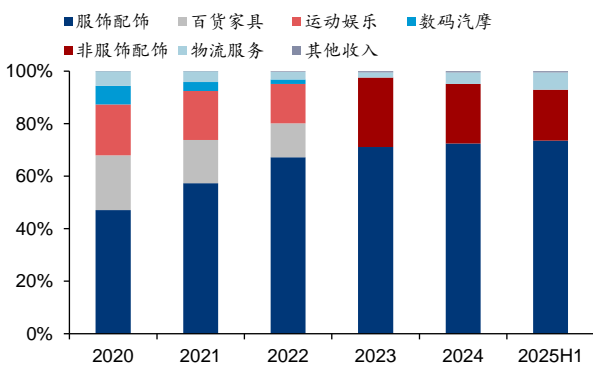
**服装业务：**公司2016年品牌化转型后核心聚焦服装品类，收入占比持续上升。

**非服装业务：**非服装配饰业务主要涵盖跑步机、电助力自行车、帐篷、玩具等大件产品。

2021-2024年因产品竞争优势不明显出现亏损，2024-25年加快呆滞库存清理。

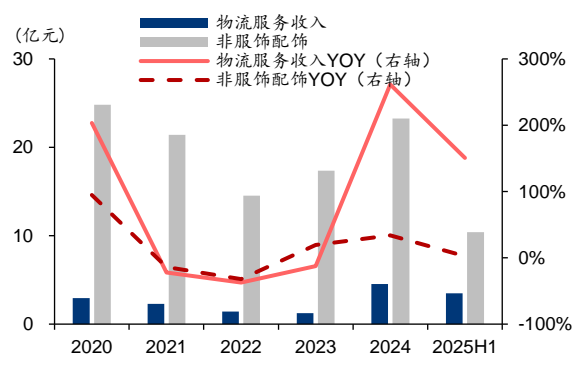
**物流服务：**公司持续布局国内仓及核心海外仓建设，优化尾程物流成本及时效，同时也对外赋能，带动了物流业务占比提升，2024年营收同比增速超200%，1H25同比增速超150%。

图表4：公司服装收入占比逐年上升至72.5%



资料来源：公司财报，华泰研究

图表5：公司物流收入近年来增长显著



资料来源：公司财报，华泰研究

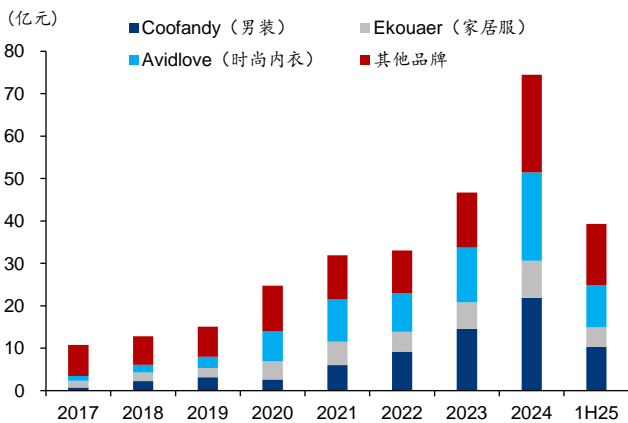
按品牌看，公司孵化三大核心服装品牌，新锐品牌发展潜力足。截至1H25，公司在服饰配饰、百货家居、运动娱乐、数码汽摩等领域孵化了超90个营收过千万元的品。公司三大核心品牌中，男装品牌Coofandy、家居服品牌Ekouaer、内衣品牌Avidlove 1H25在服饰配饰收入中占比分别为26.4%/25.4%/11.6%，其他品牌1H25同比增速达60.5%，成为重要的新成长增量，其中女装品牌Zeagoo、童装品牌Arshiner 2024年销售额均超过1亿元，1H25分别同增30.8%/57.4%。

图表6：赛维时代品牌矩阵丰富

品牌	品类	品牌定位	产品展示	品牌	品类	品牌定位	产品展示
头部品牌	Coofandy	服饰配饰	提供多场景的品质男装，让男性用户可以轻松选择不同场合中的穿搭	ANCHEER	运动娱乐	主张绿色出行、快乐健身的运动健身品牌	
	Ekouaer	服饰配饰	以舒适为核心打造家居服饰，让自在和愉悦充满居家生活	COBIZI	运动娱乐	专注户外篷类产品的设计和研发，致力于为客户提供可移动的户外舒适空间	
	Avidlove	服饰配饰	专注于性感时尚内衣的设计开发，展示女性的自信与魅力	Vivi	运动娱乐	致力于提供时尚、环保、可靠的多系列电动自行车，助力绿色出行	
新锐品牌	Zeagoo	服饰配饰	强调时尚和自由，打造高品质和百搭的休闲女装	HOMDOX	百货家居	为每一个家庭带来最好的家居用品、花园工具，为生活添加更多的乐趣	
	Hotouch	服饰配饰	以通勤女装为核心，展示女性的乐观和自信	ACEVIVI	百货家居	美容健康类产品，主打全自动按摩足浴盆、足疗仪、理疗机等产品	
	Arshiner	服饰配饰	提供充满童趣的儿童服饰，让快乐伴随孩子的成长	COOCHEER	数码汽车	主营汽车配件，为客户提供高质量、高性价比的产品	

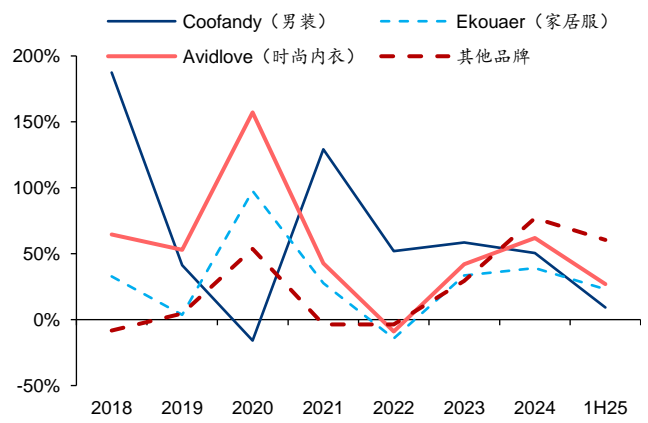
资料来源：公司官网，亚马逊，华泰研究

图表7：公司三大核心品牌收入占比60%以上



资料来源：公司财报，华泰研究

图表8：24年以来公司其他品牌收入增速超过核心品牌

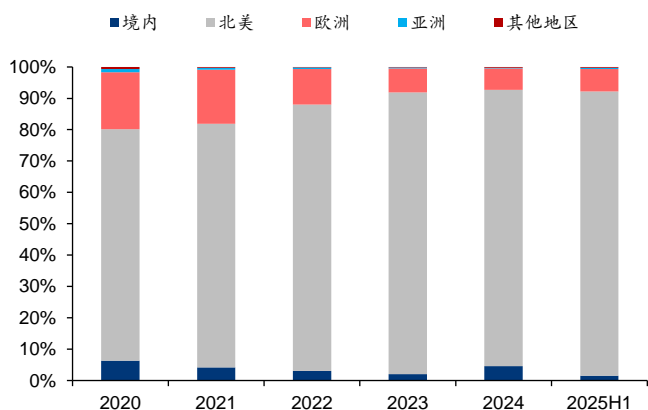


资料来源：公司财报，华泰研究

按区域，公司产品主要销往北美，未来有望加力拓展欧洲等非美市场。1H25 公司北美/欧洲/境内/亚洲/其他地区收入占比分别为 90.7%/7.2%/1.5%/0.4%/0.2%。1) 北美：主力销售市场，2024 年公司北美地区营收 90.1 亿元，成为亚马逊平台高度重视的服装大卖合作伙伴；2) 欧洲：此前受欧洲宏观经济环境影响，占比有所收缩。公司于 2024 年年初重新组建欧洲团队，与 Amazon 平台加速拓展欧洲市场的战略紧密配合，以英国、德国为中心拓展欧洲市场；3) 亚洲及其他：因区域审美、消费习惯等差异需要针对性开款，处于起步阶段。

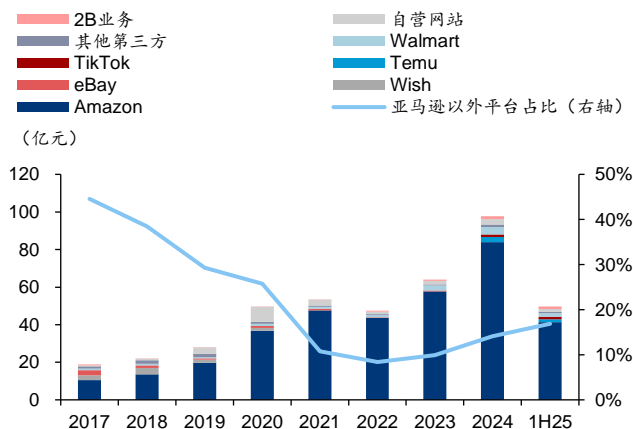
按渠道：Amazon 为主渠道，公司正积极拓展 Walmart、TikTok、Temu 等其他平台。1H25 公司亚马逊/Walmart/Temu/自营网站/其他第三方/2B 业务渠道收入占比分别为 77.6%/3.5%/3.1%/2.9%/1.3%/2.7%，其中亚马逊占比同比下降 6.4pct，渠道多元化取得一定成效。亚马逊于 2024 年底推出 Amazon Hual 服务，瞄准 20 美元以下商品销售，公司亦积极布局。在亚马逊以外平台拓展策略上，TikTok 平台主打品牌推广，兼顾销售。

图表9：北美地区占据公司超90%营收来源



资料来源：公司财报，华泰研究

图表10：亚马逊渠道1H25收入占比近80%

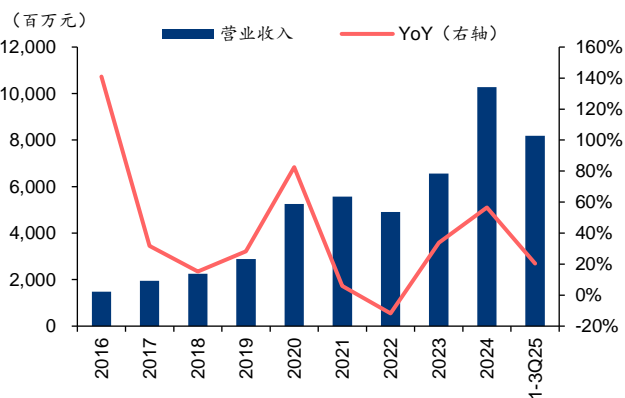


资料来源：公司财报，华泰研究

### 财务表现：收入较快增长，供应链建设及费控筑牢盈利根基

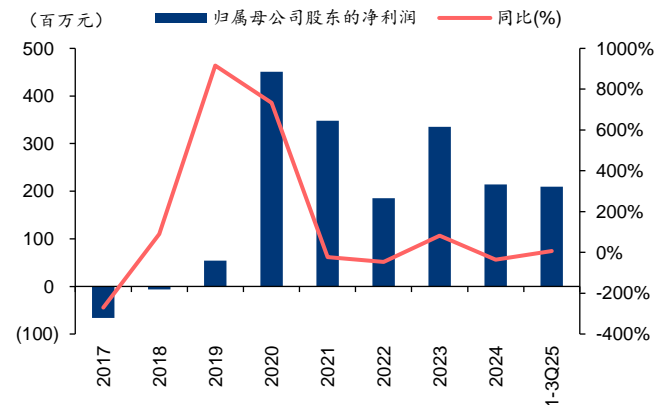
穿越多轮行业周期，25年存在美国关税及下半年高基数扰动。2020年，得益于海外电商渗透率快速提升，公司收入同比大幅增长82.5%。2021年，由于亚马逊封号潮、竞争加剧、行业去库存等因素影响，公司进入短暂调整期，一方面清理此前的盈余库存，另一方面积极精简渠道，将运营重心进一步加码至Amazon平台，完成了部分弱势渠道的业务清理(如Wish)。调整完成后公司重回增长，2023-24年营收分别同增33.7%/56.6%，24H2由于公司抓住Amazon Haul 低价渠道机遇，大幅增加新开款，驱动收入增速达60.9%。2025Q1-Q3营收分别同增36.6%/21.4%/8.3%，Q3受到关税及高基数的双重影响有所降速。26年基数有望恢复正常化，同时公司东南亚产能布局完善，26年关税扰动影响有望明显降低。

图表11：赛维时代营业收入增速放缓



资料来源：公司财报，华泰研究

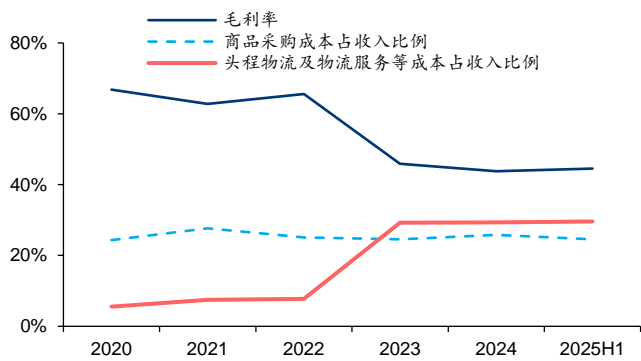
图表12：赛维时代归母净利润



资料来源：公司财报，华泰研究

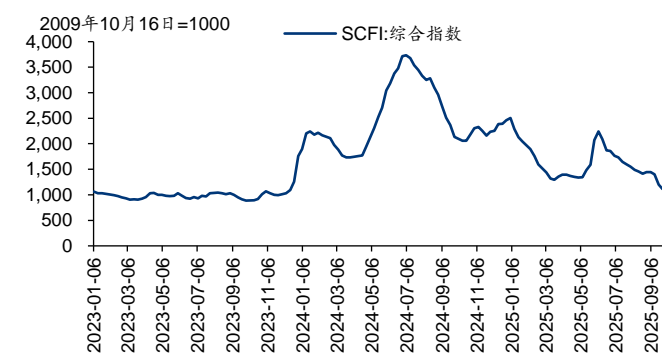
毛利端受海运费、关税等扰动，供应链多元化提升韧性。2023年起头程物流费用从销售费用转入营业成本。目前营业成本包括产品成本、物流成本等。采购成本大致平稳。物流成本方面，24年4月起海运费骤增，25Q2起呈现高基数下的改善趋势。应对25年4月起的关税挑战，公司适度提价，加快海外工厂布局，提升抗风险韧性。此外，1H24非服饰品类收缩，库存清理带来毛利率短期阵痛，但25年完成大部分亏损业务清理，有望轻装上阵。

图表13: 公司毛利率与物流成本占比呈显著负相关



资料来源: 公司财报, 华泰研究

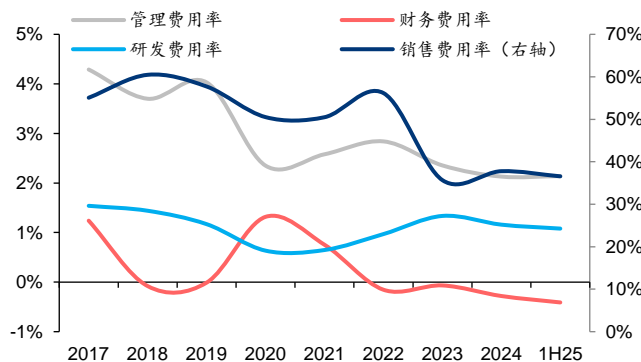
图表14: 2025年集装箱价格回落趋于稳定



资料来源: iFinD, 华泰研究

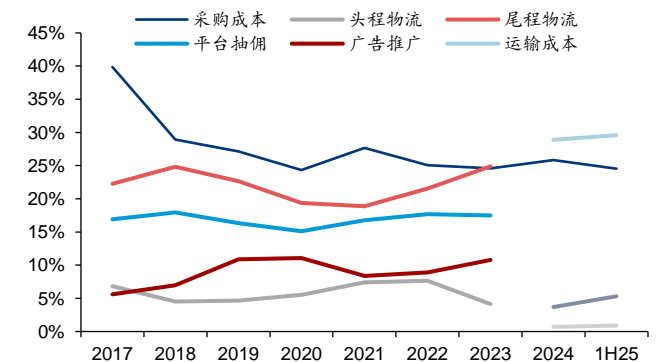
物流建设及规模效应优化费用率, 营销投放管控逐步优化。1) 销售费用率: 主要受营销投放及尾程物流影响。2015年开启仓储物流业务布局, 24年海外仓突破18万平方米, 降低尾程成本。营销费用与平台政策有关, 如24年亚马逊应对Temu、Shein等竞争推出低价版Amazon Haul, 公司积极参与平台政策并加大低价款推新力度, 推高相关营销费用, 致3Q24费用率高增, 后续通过更平衡全面的组织考核设计强化费控, 4Q24起已逐步回归正常水平。

图表15: 赛维时代费用率逐步优化



资料来源: 公司财报, 华泰研究

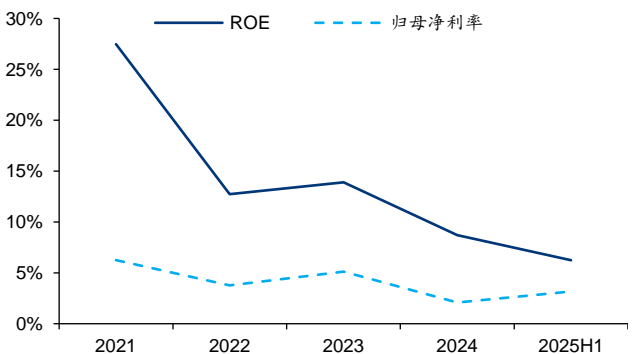
图表16: 公司采购和物流运输成本占比高



资料来源: 公司财报, 华泰研究

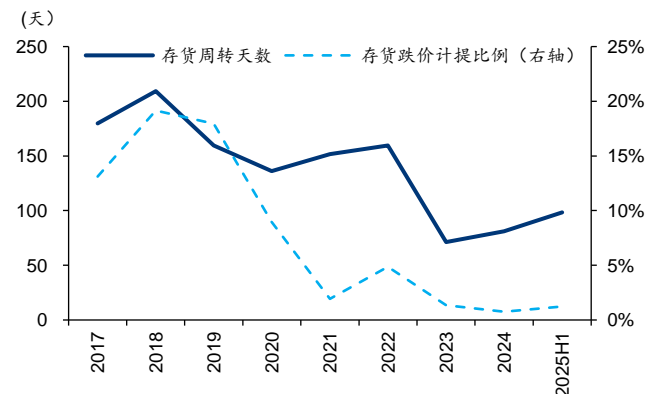
净利率存在修复空间, 存货周转趋势向好。在前述因素影响下, 近年净利率有所波动, 1H25为3.2%。展望后续, 短期内关税变化仍有不确定性, 但品类结构优化、海运费常态化、营销费控优化、尾程物流成本优化等因素利好利润率修复。从存货周转看, 近年来呈现优化趋势, 1H25天数有所拉长, 主因为公司应对关税风险而增加备货的短期影响。

图表17: 赛维时代盈利能力有待改善



资料来源: 公司财报, 华泰研究

图表18: 赛维时代存货周转趋势逐步优化



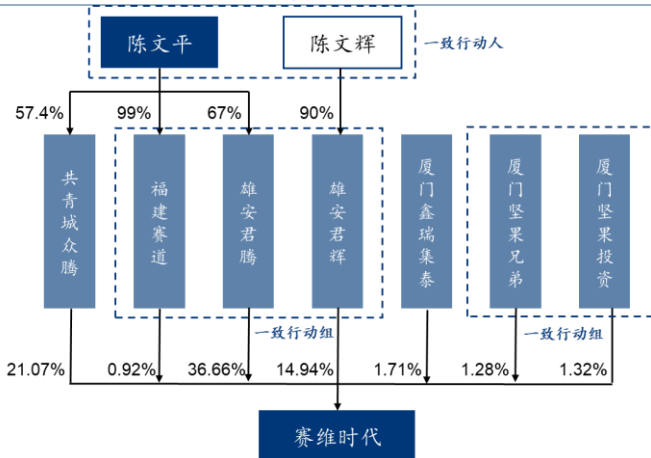
资料来源: 公司财报, 华泰研究

### 实控人持股集中，核心管理层技术背景强

股权结构集中，管理层技术背景深厚。实控人陈文平通过一致行动协议合计掌握公司超五成股份。陈文辉系陈文平胞兄，2016年6月至今任公司董事。通过一致行动协议，实控人合计持股公司股权近6成，对公司掌控力强。管理层背景相对多元，董事长陈文平从事跨境电商行业多年，负责公司的战略制定和发展方向，其余管理层也均有多年的跨境电商实战经历、丰富的技术履历。

股权激励彰显公司长期发展信心，激励员工士气。2025年9月公司发布股权激励公告，向董事、高管、中级管理人员、技术骨干等328人授予股权激励403万股，占总股本1.0%，授予价格11.03元/股。对25-27年设置较高考核目标，需达成其中一项：1)以24年为基数，收入增长不低于25%/55%/95%，对应收入同比增速约为25%/24%/26%，或2)以24年为基数，扣非净利润(不含股权激励费用)增长不低于70%/155%/215%，对应利润同比增速约为70%/50%/24%，反映公司对未来业绩持续较快成长的信心。

图表19：赛维时代股权结构集中



资料来源：公司官网，华泰研究

图表20：赛维时代2025年股权激励计划彰显未来发展信心

股票归属安排	
第一个归属期	归属时间 自首次授予之日起12个月后的首个交易日起至首次授予之日起24个月内的最后一个交易日止 归属比例 30%
第二个归属期	归属时间 自首次授予之日起24个月后的首个交易日起至首次授予之日起36个月内的最后一个交易日止 归属比例 30%
第三个归属期	归属时间 自首次授予之日起36个月后的首个交易日起至首次授予之日起48个月内的最后一个交易日止 归属比例 40%
业绩考核要求	
第一个归属期	以2024年公司营业收入为基数，2025年增长率不低于25%，或以2024年公司净利润为基数，2025年增长率不低于70%
第二个归属期	以2024年公司营业收入为基数，2026年增长率不低于55%，或以2024年公司净利润为基数，2026年增长率不低于155%
第三个归属期	以2024年公司营业收入为基数，2027年增长率不低于95%，或以2024年公司净利润为基数，2027年增长率不低于215%

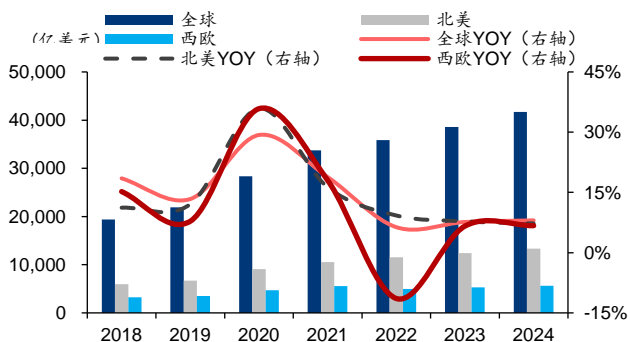
资料来源：公司官网，华泰研究

## 全球电商渠道持续渗透，跨境电商龙头有望领跑

### 全球电商渗透率较快提升，推动中国卖家快速成长

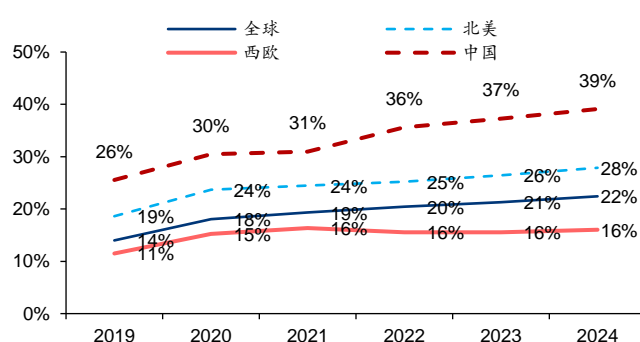
海外线上消费渗透率提升，为跨境电商带来广阔成长空间。线上零售市场因其便捷化、多元化、移动化等优势规模在不断扩大，据欧睿数据，全球电商渠道零售额由 2018 年的 1.9 万亿美元提升至 2024 年的 4.2 万亿美元，CAGR 达 13.6%。电商零售额占全球零售总额的比例从 2019 年的 14% 提升至 2024 年的 22%。分区域来看，北美线上增速快于全球水平，据欧睿数据，2019-2024 年，北美电商市场规模 CAGR 达 14.4%，渗透率提升至 28%。

图表 21：全球及欧美电商规模增长空间显著



资料来源：欧睿，华泰研究

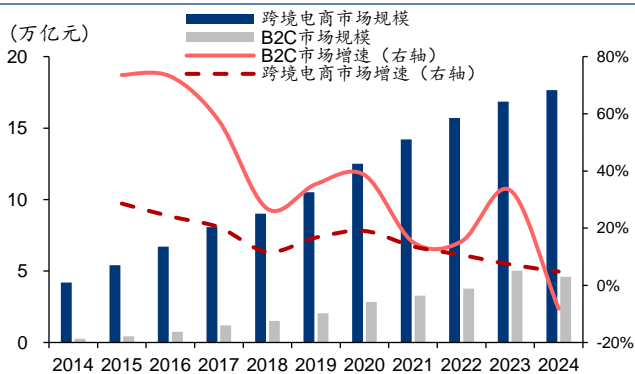
图表 22：全球及欧美电商渗透率有待提升



资料来源：欧睿，华泰研究

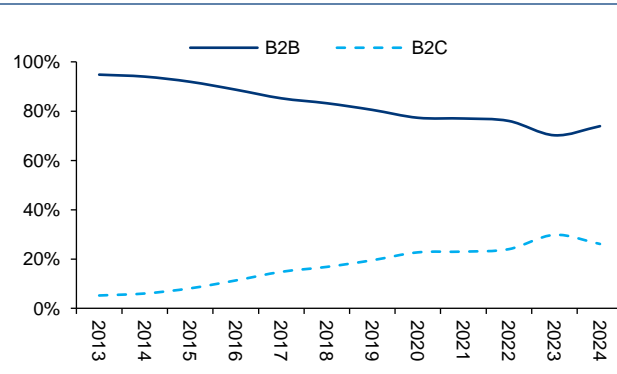
跨境出口电商以 B2B 为主，但受益于政策优化、基建完善、卖家运营能力提升，近年 B2C 模式发展相对更快。B2B 模式主要是通过电商平台撮合，出海商将产品卖给海外分销商，卖家主要承担商品成本，但产业链环节多、加价率高；而 B2C 模式则直接触达消费者，成本结构中商品成本占比低，但需要承担更多的营销推广费，整体利润空间更高。随着互联网、物流、支付等电商各环节的不断完善，多批次、小批量的外贸订单需求不断增长，近年来在资金运转、企业运营效率及财务表现等方面具有明显优势的 B2C 模式发展较快，B2C 模式在我国跨境电商交易中占比由 2013 年的 5.2% 提升至 2024 年的 26.1%。2024 年 B2C 受全球消费需求走弱、平台价格竞争加剧等影响占比小幅回落。

图表 23：2014-2024 年中国跨境电商增速逐步放缓



资料来源：网经社，华泰研究

图表 24：近年来 B2C 模式占比逐年提升



资料来源：网经社，华泰研究

### 服装为跨境出口重要品类，北美市场保持较快大盘增长

得益于我国供应链的竞争优势，服饰、家居等是跨境出口卖家布局的重要品类。据中商情报网，24H1 我国跨境电商出口结构中服装鞋包首饰占比较高，占比为 27.3%。服装鞋履类产品凭借高频、更新迭代快和线上展示适配度高，能够充分发挥中国供应链优势。2022 年以来由于全球经济增长放缓以及消费部分回归线下，海外线上服装销售增长有一定放缓，如 2021-2024 年，全球/北美/西欧服饰线上销售额 CAGR 分别为 7.3%、8.1%、0.3%（据欧睿），我们认为北美更快的全渠道融合进程，与本地仓建设对配送成本、时效优化相关。

### 行业竞争格局分散，品牌型龙头有望提升市占率

根据商品所有权归属，B2C 跨境电商平台可分为平台型、自营型。平台型类似于淘宝平台，电商主体连接 B 端卖家与 C 端消费者，不介入商品所有权的转移；自营型电商平台通常以买断商品方式进行销售，电商主体作为“大 B”向 C 端消费者直接提供商品与服务。根据品牌赋能与否，B2C 跨境电商卖家分为自主品牌卖家与白牌卖家。自主品牌卖家以安克创新为代表，品牌属于卖家，商品一般通过品牌独立站进行销售；白牌卖家以有棵树为代表，所售商品品牌通常知名度较低且不属于卖家，商品一般通过第三方平台进行销售。

图表25: B2C 跨境电商平台与卖家商业模式对比

	代表企业	商业模式特点
平台	平台型 Amazon、eBay、Cdiscount、Shopee、乐天、Lazada、速卖通	第三方平台或品牌可入驻商城开店，平台无需控库存
	自营型（也是卖家） Zaful、Shein、Gearbest、兰亭集势、Banggood	自有库存，通常通过自建站进行销售
卖家	自主品牌卖家 Anker、赛维时代、价之链、帕拓逊、泽宝、子不语	品牌属于卖家，即可通过第三方平台，也可通过独立站进行销售
	白牌卖家 有棵树、通拓、易佰	卖家不提供品牌，通常通过第三方平台销售

资料来源：Kantar《2019 中国跨境电商发展与机遇报告》，华泰研究

根据选品模式的不同，第三方平台电商卖家可分为铺货型与精选型。铺货型类似于“大卖场”模式，电商根据市场需求进行多品类布局与备货，往往在多个第三方平台上开店销售，经营多家店铺，并覆盖高达数十万个 SKU，往往是白牌卖家或经销商，代表企业主要包括经营亚马逊、eBay 等第三方平台的有棵树、华凯易佰、Gearbest。

图表26: 铺货型与精选型 B2C 出口电商代表企业及模式特点对比

	大卖型	精选型（包含品牌）
代表企业	有棵树、易佰网络、子不语	泽宝、帕拓逊、安克创新、致欧科技、赛维时代
模式特点	多品类布局与备货，SKU 数量多	深耕一个或几个品类，SKU 相对少
模式优点	1、市场反应速度快，能有效抓住爆款； 2、渠道品牌效应好，平台效应凸显； 3、采购种类多、量大，规模优势相对明显	1、供应链把控力强，利润率高； 2、商品品牌效应强，附加值高； 3、精选模式下 SKU 少，库存压力小

资料来源：各公司公告，华泰研究

近年部分头部大卖型卖家正逐步向精选型卖家转型，衍生出品牌型打法。赛维时代、安克创新、致欧科技为其中的佼佼者。铺货型与精选型两种模式各有优劣，铺货型电商依赖于规模效率优势，业绩弹性足、增长快。而品牌精选型的库存低、周转快，现金流相对更健康、内生增长能力也更强，而伴随产品开发设计+供应链+营销推广的一体化链条建设完善，能够建立更加稳固的竞争壁垒。在贸易政策变动更加频繁的背景下，品牌型卖家更加聚焦的品类选择，更有利于集中开发海外供应链，增强应对贸易冲突的韧性。赛维时代通过 1.9 万个版型库、柔性供应链和自动排程提升新品开发效率，同时多渠道分散平台风险，形成“品牌化+小单快反+数字化”的竞争模式，形成更稳定的品牌溢价与利润结构。

图表27: 不同选品模式跨境电商代表公司对比

	品牌	精选（迈向品牌）	铺货/泛品
代表公司	安克创新	赛维时代	致欧科技
销售渠道	第三方电商平台+独立站+线下	第三方电商平台+独立站	第三方电商平台+独立站
生产模式	自主设计研发+外协生产及采购	服装类自主设计开发，非服装类自主开发+供应商设计	自主设计研发+外协生产及采购
品类与 SKU 数量	六大品牌，SKU 数量超过 2000	22 年，SKU 有 24 万个	截至 23 年底，有 5,500 个左右
			24 年泛品业务有 116 万个 SKU，精品业务有 6,685 个 SKU
			三态股份
			第三方电商平台
			不负责生产，线上+线下采购
			线上（主要通过 1688 平台）+线下采购
			截至 24 年底，有 92 万个 SKU

	品牌	精选 (迈向品牌)	铺货/泛品	
渠道布局 (2024 年)	线上销售为主, 23 年占比 71.2%, 第三方平台方面, 亚马逊占比 54.3%, 自有平台方面, 独立站占 10.1%	B2C 业务占主要部分, 其中: 亚马逊占比 82.1%, Walmart 占比 3.8%, Temu 占比 2.6%, TikTok 占比 1.5%	B2C 业务占主要部分, 其中: 亚马逊占比 66.9%, OTTO 占比 4.4%, 独立站占比 2.7%	亚马逊占比 64.0%, ebay 占比 2.9%, Temu 占比 3.9%, AliExpress 占比 4.0%, Walmart 占比 4.2%
主要销售地区 (2024 年)	美国 45.4%, 欧洲 36.9%, 日本 14.1%, 其他 12.2%	北美 88.1%, 欧洲 6.9%	欧洲 61.0%, 北美 37.6%	北美、欧洲、东南亚等全球区域

资料来源: 各公司官网, 雨果跨境, 华泰研究

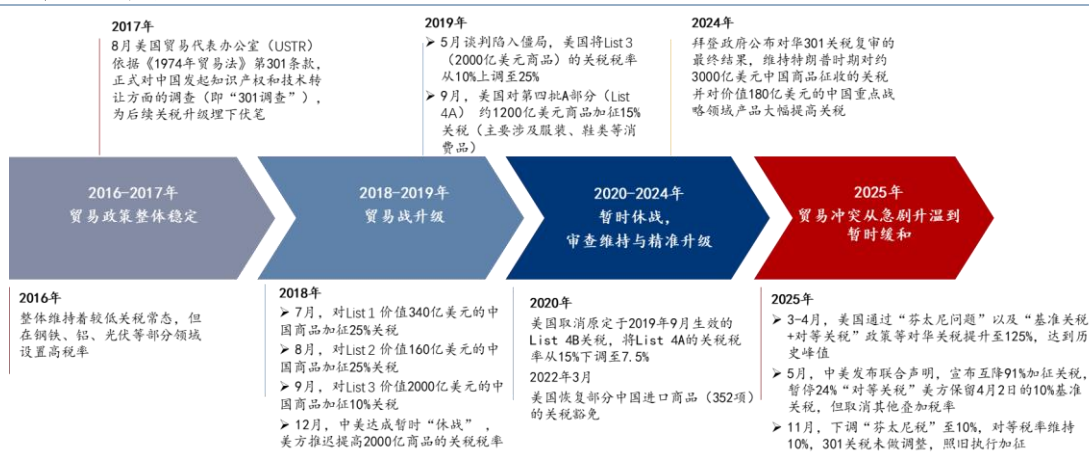
### 关税政策变化有望趋稳, 行业监管逐步完善

现阶段, 对行业影响较大的政策变化主要体现在三个方面: 1) 关税水平变化; 2) 小包免稅政策的取消或缩减; 3) 行业合规性监管。我们将分别讨论:

#### 美国关税冲突趋缓, 头部跨境电商企业已快速推动供应链多元化

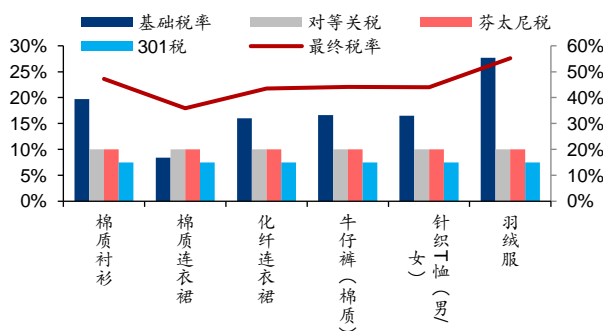
贸易冲突边际趋缓, 头部企业在“休战”窗口期提升供应链韧性。2025 年, 美国对华发起“芬太尼关税”及“对等关税”等。10 月 30 日中美吉隆坡磋商后贸易冲突得到边际缓解, 美国下调 10% 芬太尼关税, 延长 24% 对等关税暂停期一年。当前中国输美关税主要由基础税率、10% 对等关税、10% 芬太尼税及 7.5%-25% 的 301 关税 (301 关税仅针对部分品类) 四部分构成。对服装品类而言, 据我们于 26 年 1 月查询美国国际贸易委员会网站, 部分服装产品综合税率介于 35.9% (棉质连衣裙) 至 55.2% (羽绒服) 之间, 中位数约 44%。相比之下, 越南、柬埔寨等东南亚国家仅需承担约 19%-20% 的对等关税, 综合税率约 22%。当前国内供应链仍具备小单快反、高效订单反馈的产业集群优势。

图表 28: 美国对华关税政策暂时缓和



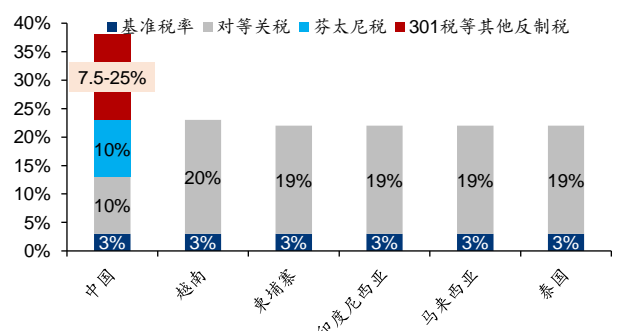
资料来源: PIIIE, 华泰研究

图表 29: 中国服装品类输美关税整体较高 (截至 2026 年 3 月)



资料来源: USITC, 华泰研究

图表 30: 中国关税水平与东南亚对比 (截至 2025 年 11 月)



注: 3% 的基础税率为最惠国待遇下的普通关税税率, 实际税率可能因商品类别和贸易政策有所变化。301 税针对半导体等部分品类, 非普征  
资料来源: USTR, 华泰研究

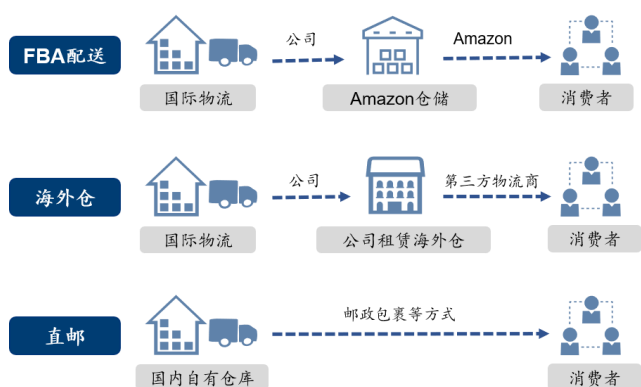
关税影响下，高加价倍率品牌受损相对较小。由于关税是在商品成本而非售价基础上征收，因此制造成本占售价比例越低（加价倍率越高），为覆盖关税成本所需的提价幅度越小。我们在图中列举了 10%/20%/40% 关税税率三种场景。以赛维时代为代表的、定位相对中高端的跨境电商头部品牌，加价倍率约在 5 倍左右，在 40% 税率下，仅需提价 8% 以恢复原本毛利额，同等条件下 2 倍加价倍率的品牌需要提价 20%。实际上，在中美关税谈判后，当前服装品类关税税率较 24 年平均提升幅度约在 20% 左右，假设切换至东南亚供应链，关税水平大致与 24 年国内服装输美关税持平或下降，因此所需的提价幅度可进一步缩小。

图表31：不同加价倍率下关税对毛利率的敏感性分析

加征关税前 毛利率	对应 加价倍率	单件商品 原售价	单件商品 原毛利额	单件商品 关税额	加征关税后 达原毛利所需 加价率	加征后售价	加征后毛利额
假设商品成本（美元）： 5.0							
<b>加征关税税率 40%</b>							
85%	6.7x	33.3	28.3	2.0	6.0%	35.3	28.3
80%	5.0x	25.0	20.0	2.0	8.0%	27.0	20.0
70%	3.3x	16.7	11.7	2.0	12.0%	18.7	11.7
60%	2.5x	12.5	7.5	2.0	16.0%	14.5	7.5
50%	2.0x	10.0	5.0	2.0	20.0%	12.0	5.0
40%	1.7x	8.3	3.3	2.0	24.0%	10.3	3.3
<b>加征关税税率 20%</b>							
85%	6.7x	33.3	28.3	1.0	3.0%	34.3	28.3
80%	5.0x	25.0	20.0	1.0	4.0%	26.0	20.0
70%	3.3x	16.7	11.7	1.0	6.0%	17.7	11.7
60%	2.5x	12.5	7.5	1.0	8.0%	13.5	7.5
50%	2.0x	10.0	5.0	1.0	10.0%	11.0	5.0
40%	1.7x	8.3	3.3	1.0	12.0%	9.3	3.3
<b>加征关税税率 10%</b>							
85%	6.7x	33.3	28.3	0.5	1.5%	33.8	28.3
80%	5.0x	25.0	20.0	0.5	2.0%	25.5	20.0
70%	3.3x	16.7	11.7	0.5	3.0%	17.2	11.7
60%	2.5x	12.5	7.5	0.5	4.0%	13.0	7.5
50%	2.0x	10.0	5.0	0.5	5.0%	10.5	5.0
40%	1.7x	8.3	3.3	0.5	6.0%	8.8	3.3

资料来源：华泰研究测算

图表32：跨境电商主要物流模式



资料来源：亚马逊科技，华泰研究

**小包免税政策变化：减少中小卖家的不对称优势**

国内跨境电商出口的物流解决方案主要分为三类：**1) 小包直邮模式**：卖家将订单包裹从国内仓库直接邮寄至海外消费者，承运方包括跨国邮政合作体系等；**2) FBA 模式**：卖家批量发货至亚马逊海外仓，由亚马逊完成仓储、配送及售后；**3) 干线物流+海外仓模式**：卖家通过海运/空运干线将货物发往自营或第三方海外仓，接到订单后再本地发货。

小包免税政策是中国跨境电商行业高速发展的政策机遇之一，主要利好直邮模式及中小卖家。后两者均足额缴纳关税，而小包直邮一度享有关税豁免条件。近年来，海外多国逐渐取消或收窄小包免税政策。其中：**1) 美国 2025 年 5 月先行取消对华小包免税政策**，自 5 月 2 日起通过国际邮政渠道寄递的小包裹需按价值的 54% 从价税或每件 100 美元的定额税，8 月 29 日后由全球统一政策替代，在 6 个月过渡期内，邮政包裹按原产国有效税率，或按国别缴 80-200 美元/件固定税；**2) 欧盟 2025 年 11 月、12 月的两项决议**，计划 2026 年 7 月 1 日起取消 150 欧元以下小包免税政策，以电商形式入境的小包裹统一征收 3 欧元；**3) 亚洲：越南 2025 年 2 月取消低于 100 万越南盾（约合人民币 288.8 元）的进口商品增值税豁免。**

**受此影响，以性价比为主打的部分跨境电商平台紧急调整策略：**

**Temu**：在小包免税政策取消前，Temu 对美业务以全托管模式为主。该模式下，商家仅负责生产，平台包揽定价、营销、国际物流、清关、尾程配送及售后全链路，商品运至国内集货仓后，通过小包直邮方式发往美国。美国小包免税取消，自 4 月下旬开始 Temu 批量下架美国全托管商品，转向半托管模式，商家自行解决仓储及履约。

**Shein**：在美国小包免税取消后，Shein 对美出口从以跨境直发为主，转向加速推进本地化生产及本地卖家生态。Shein 通过扩大 Marketplace 卖家数量，并在美国、巴西、墨西哥等地持续增加本地制造合作，以降低跨境直邮占比。市场投放方面，Shein 广告预算加速向美国以外地区转移。

包括赛维时代在内的品牌型服装跨境电商头部企业，以干线物流为主，全额缴纳关税，小包直邮占比极低。在小包裹税收优惠缩减后，中小卖家的税收成本优势有所缩小，利好头部企业扩大市场份额。

图表33: 海外多国逐渐取消或收窄小包免税政策

国家/地区	生效时间	原免税额度	调整后核心政策
美国	2025/05/02	800美元	取消中国包裹免税; 征54%从价税或100美元/件固定费
欧盟	2025/07/01	150欧元	取消免税, 征15%-27%增值税; 2026年境外直邮+3欧元/件
英国	2025/11/26	135英镑	取消免税
日本	计划2026年	1万日元	计划取消免税
智利	2025/10/25	41美元	0-500美元订单预缴19%增值税
泰国	2026/01/01	1500泰铢	取消免税
印尼	2025年7月起	/	增值税率提至15%
马来西亚	现行	500马币	500马币以下仍免税; 新加坡转运<400新元需原产地证明, 否则补税
越南	2025/02/18	100万越南盾	征5%-10%增值税+每单3元海关费
墨西哥	2025/08/15	50美元	1月起取消免税, 征19%关税; 8月提至33.5%
巴西	2024/08/01	50美元	征20%进口税+各州17%流转税

资料来源: 中国国际贸易促进委员会, 雨果跨境, 华泰研究

图表34: Temu、Shein 应对小包免税政策取消的措施

调整方向	调整要点
本地化建设	推进本地卖家招募与本地生产布局, 减少对中国直邮小包依赖
平台开放度	扩大卖家入驻权限与数量, 提升平台开放性, 降低跨境包裹比例
物流体系优化	增加海外仓与本地履约能力, Temu自建物流, Shein强化仓储分发
价格体系调整	商品价格上涨以覆盖新增关税成本, 维持运营利润空间
合规与税务	强化 VAT、关税与进口申报流程, 提升多国税务合规能力
市场投放策略	缩减美国广告预算, 加快向欧洲、拉美等新兴市场转移资源

资料来源: Temu 官网, Shein 官网, 华泰研究

**行业监管渐进式完善, 在中长期有利于集中度提升**

**国内监管: 税收申报合规化缩小违规避税空间。**2025 年 6 月国务院《互联网平台企业涉税信息报送规定》, 标志含跨境电商在内平台税收监管从“间接监管”迈向“穿透式监管”。此前跨境电商监管依赖“卖家自行申报+税务机关抽查”, 且仅涵盖境内平台。新政策则要求平台核验卖家信息真实性, 范围拓展至亚马逊、eBay 等境外平台。

图表35: 国内多次出台新规加强跨境电商合规监管

发布时间	政策名称	核心内容	监管加强方向
2025 年 6 月	《互联网平台企业涉税信息报送规定》(国务院令 810 号)	覆盖跨境电商平台等营利性平台, 30 日内报平台基础信息, 按季度报经营者及从业人员身份与收入信息(免税便民劳务除外)	依托平台强化税务监管穿透性, 实现交易数据与纳税申报数据比对核验, 打击偷税逃税, 推动税务合规常态化
2025 年 6 月	第 15 号《国家税务总局关于互联网平台企业报送涉税信息有关事项的公告》	配套上述《规定》执行, 覆盖 8 类平台, 区分境内外平台报送主体, 需报基础信息、身份信息、收入三维数据(总额/退款/净额)	细化实操标准, 明确境外平台境内责任边界, 区分境内外经营者报送规则, 规范收入填报与非货币收入折算, 填补实操指引空白
2025 年 7 月	第 17 号《国家税务总局关于互联网平台企业报送涉税信息有关事项的公告》	聚焦代理出口企业所得税预缴, 仅以“代理服务”计税, 需报送真实货主信息及出口金额, 未如实填报视同自营计税并加收滞纳金	首次厘清代理与自营税务责任边界, 强制报送真实货主信息, 强化代理出口全链条监管

资料来源: 海关总署, 国务院, 华泰研究

**海外政策: 报关稽查力度加大。**欧美地区对于逃税稽查的强度趋于提升。如欧洲检察官办公室(EPPO)于 2025 年 6 月联合希腊、西班牙、法国等国开展欧盟史上最大规模集装箱稽查; 加强利用 CP42 便利程序(转售至其他欧盟国家货物可暂免缴纳进口税)避税的稽查力度; 9 月希腊海关完成“数据驱动稽查”项目升级等。据美国海关与边境保护局(CBP), 1H25 通过“贸易执法与合规计划”(EAPA)已破获 4 亿美元逃税案件。

我们认为伴随监管体系完善, 后续行业灰色经营空间将逐步收窄, 龙头企业的“合规成本劣势”也有望相应减小。中长期来看, 行业核心比拼供应链效率、品牌运营力及设计创新能力, 具备全链条运营能力的头部跨境电商企业有望扩大市场份额。

## 核心竞争力：高效供应链+数字化，打造一体化品牌运营平台

### 技术赋能：数字化驱动筑牢服装开发底层能力

我们认为技术是赛维时代作为精选型大卖家高速发展，并构建效率壁垒的重要基础。公司以轻资产模式进行运营，链接海外消费者需求和强大的全球供应链，在数字化能力打造上，公司通过贯穿产品研发、供应链、品牌孵化及运营的信息流闭环架构，实现跨境零售全链路数字化能力；在组织架构搭建上，公司通过“小前端+大中台”和“阿米巴”组织架构满足公司多品类业务模式需求，实现多维提升。

图表36：赛维时代全链条运营模式构筑效率壁垒



资料来源：公司招股说明书，华泰研究

图表37：公司业务流程与数字化深度融合



资料来源：公司招股说明书，华泰研究

### 产业全链条与数字化深度融合

- 1) 新品开发：以市场为导向，结合数字化分析方式，快速精准挖掘消费需求。**对于服饰配饰品类，公司不断优化自研的服装流行趋势系统，迭代服装流行元素库，提升爆品开发概率；对于非服装品类，公司通过市场需求分析确定开发品类，指导供应商进行产品设计。
- 2) 产品打样：搭建版型数据库，提升设计效率、产品质量及消费者满意度。**在版型设计方面，公司结合持续积累的客户反馈数据，已搭建了超 1.9 万个款式的版型数据库。
- 3) 生产及采购：公司采购系统通过结合内、外部数据，实现更精准的库存管理。**公司采购模式主要分为三类：成品采购、委托加工、自主生产。
- 4) 仓储物流：自主研发仓储物流系统，提高库存管理及运营效率。**公司仓储系统集成了内部仓储动态仓位管理等先进技术，实现仓储效率的最大化。
- 5) 营销与销售：自动化广告投放及店铺运营，助力公司降本增效。**公司 CPC 广告自动投放系统可根据销售和库存信息，通过 Amazon 平台开放的 API 接口自动投放广告。

### 积极布局 AI 应用，释放跨境电商全链路潜力

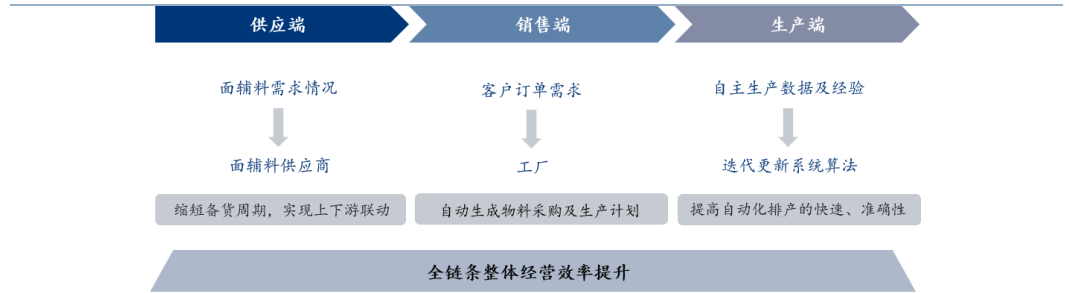
积极布局 AI 工具应用，持续推进降本增效。目前公司已接入 ChatGPT、Deep seek 等 AI 工具，借助 AI 技术对跨境电商运营中的诸多应用场景进行应用升级，进一步提升公司运营效率。2025 年 10 月公司成立全资子公司深圳市智创云图科技有限公司，专注于人工智能在跨境电商领域的应用开发。**1) 产品开发：**运用 AI 算法深度剖析市场与消费者行为数据，挖掘潜在爆款产品机遇，精准预测市场走势；**2) 智慧供应链建设：**运用 AI 大模型优化产品标签，精准识别和定义产品关键要素；**3) 营销宣传：**深入研究 AI 技术在图文生成等领域的应用，提升营销渠道效率、客户转化率及客户黏性；**4) 客户服务：**构建智能客服体系，快速响应客户咨询，提升客户满意度。

### 供应链：柔性供应链+全球物流仓储布局

**服装柔性供应链系统：以数字化和智能排程，实现“小单快反”。**为应对消费者需求变化及跨境物流周期长等挑战，公司开发出服装柔性供应链系统。该系统打通了各环节信息流，实现供应端、生产端、销售端的协同联动，并结合基于遗传算法的自动排程功能，最终实

现全链条整体经营效率的提升。2021年公司平均生产周期达5-10天。截至2023年，系统已开放予130余家第三方外协加工厂，以更高效地匹配公司需求和外协工厂产能。

图表38：赛维时代供应链高度柔性化



资料来源：公司招股说明书，华泰研究

**仓储物流布局全球：订单处理优势凸显。**为满足消费者对配送时效性的要求，公司以欧洲、北美海外仓及国内仓为依托，建立了完善的仓储物流体系，并无缝对接全球物流合作方。国内仓方面，2022年国内仓日最大订单处理能力已超12万单。海外仓方面，2022年公司欧洲仓、美东仓、美西仓日最大订单处理能力分别超过9,500单、19,000单及20,500单。基于强大的仓储及物流体系，2020-2022年公司日均发货订单处理量近7万单。2024年在美西、美东、美东南各新增1个海外仓，海外仓面积突破18万平方米。25年深化智能仓储建设，提升运营效率与服务质量，助力实现物流成本下降及配送时效、消费体验提升。

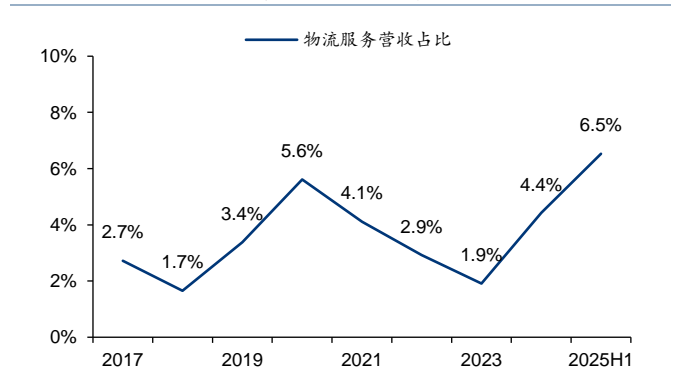
**数字化仓储物流体系：实现运营效率最大化。**基于自主研发的ERP系统，公司在仓储物流作业管理、协调控制以及决策支持方面实现了全链路数字化管理。产品经质检合格入库后，公司通过其信息化仓储物流体系将货物向全球目标市场进行分发，尾端物流配送分为FBA配送、海外仓+第三方配送两大模式，并通过API接口对接物流供应商。鉴于完善的跨境仓储物流体系，公司将仓储物流体系开放予第三方，并获得客户高度认可。疫情后物流服务恢复增速，1H25物流服务收入同比增长150.7%，达到3.49亿元。

图表39：赛维时代物流服务收入增长显著



资料来源：公司财报，华泰研究

图表40：赛维时代物流服务营收占比呈上升趋势



资料来源：公司财报，华泰研究

**拓展海外供应链布局，增强供应链稳定性、灵活性。**目前公司主要销售区域为美国，考虑到关税风险，公司积极谋划并大力推进海外供应链布局工作，东南亚地区具备成熟的服装供应链体系，成为公司布局的首选区域。截至2024年，公司的越南自有工厂已顺利建成投产，公司将通过优化生产流程、引进先进设备与技术、加强人员培训等措施，提升工厂产能利用率，充分释放工厂产能。2025年，公司将通过“自主生产”+“委托加工”的方式提高海外采购在整体采购中的占比，增强供应链的稳定性与灵活性，我们预计截至25年底，东南亚发货比例具备提升至50%的潜力，大幅提升公司灵活应对关税变化的能力。

**品牌加持：灵活高效的组织架构，打造多层次品牌矩阵**

长期的历史经验积累，构筑起较为成熟的“小前端+大中台”组织架构

搭建“小前端+大中台”敏捷型组织，满足多品类业务模式需求，实现多维效率提升。公司曾面临战略转型阵痛，由于新品牌培育和回报周期长及运营管控不完善等原因，2017年净亏损0.7亿元。为了在维持品牌矩阵差异化定位、快速响应市场需求的同时，打造平台化快速反应能力，公司从2017年开始布局并优化“小前端+大中台”的组织架构，品牌化转型成果和运营精细化成效凸显，2018年亏损收窄至0.07亿元，并于2019年实现扭亏为盈。

**“小前端”：灵活创新。**公司整合前端产品设计、销售运营等创意相关部门，设置多个兼具灵活性和创新性的“小前端”，以突出产品差异化定位、提升细节体验、灵活响应市场变化。24Q3公司因拓展亚马逊Haul业务大幅提升新款数量，相关营销投入一度超支，后续及时增强了小前端考核指标的全面性，进一步完善了预算制度科学性。

**“大中台”：管控支持。**公司整合共享资源，搭建“大中台”，涵盖供应链、生产、物流、仓储系统、财务、人力资源和信息系统，赋能前端的决策力和执行力，与前端良性互动。

图表41：“小前端+大中台”组织架构实现效率提升



资料来源：公司官网，华泰研究

图表42：赛维时代品牌矩阵



资料来源：公司财报，公司官网，华泰研究

**深耕跨境品牌服装运营，积极构建多层次品牌矩阵**

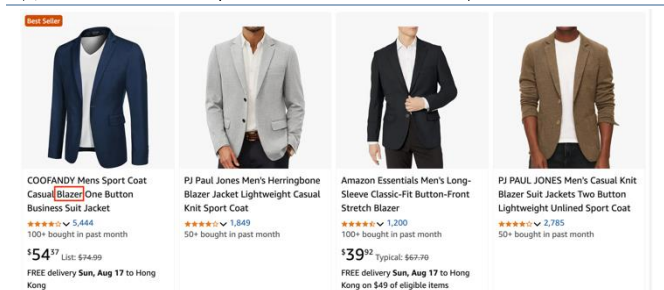
公司自2016年起推进品牌化转型，目前已构建起包含头部、中坚、新兴品牌的阶梯形矩阵：

- 1) 头部品牌稳定增长，2017-24年男装品牌Coofandy、家居服品牌Ekouaer、内衣品牌Avidlove营收CAGR分别达27.7%/61.3%/52.7%，1H25分别同增9.3%/27.0%/23.0%；
- 2) 中坚品牌增速亮眼：1H25女装品牌Zeagoo、童装品牌Arshiner营收分别同增30.8%/57.4%。
- 3) 其余品牌中，2024年共有10个品牌年度销售额超过1亿元。

## 成长驱动力：效率与技术驱动，持续拓宽品类、渠道及市场 撬动品牌打造能力，持续复制扩张新品类

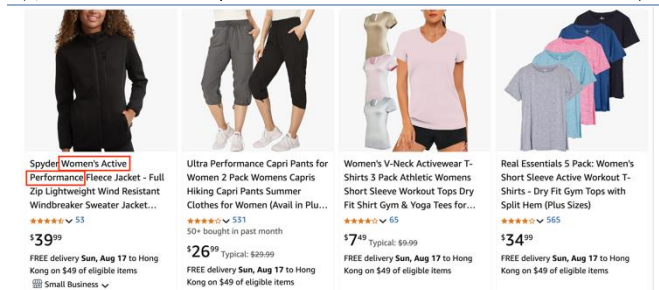
在亚马逊生态体系下，赛维时代持续打造新品牌的机制成熟。在亚马逊“Listing”模式下，相较国内电商平台，消费者检索商品时，亚马逊更弱化品牌元素（无品牌 Logo）、突出产品，产品根据在相应词条下的综合销量、评分等因素获得更靠前的排名，而相应指标可通过一系列明确行为提升，即平台为卖家提供了相对清晰的流量法则，品牌成长路径“有据可依”，流量与转化高度集中于头部链接。公司在该生态下已掌握成熟的品牌矩阵拓展体系，借助平台赋能，通过数字化能力识别消费者的差异化需求，并通过精细化推广运营和全域营销策略组合巩固客户，从而构建多层次品牌矩阵，协同效应明显。

图表43: Amazon 搜索 Men's Blazer 呈现的结果



资料来源：亚马逊，华泰研究

图表44: Amazon 搜索 Women's Active Performance 呈现的结果

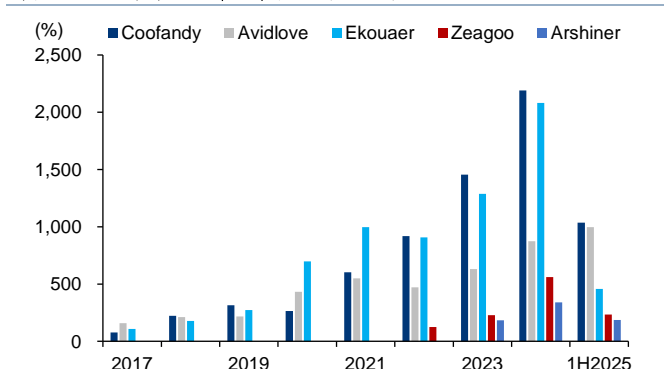


资料来源：亚马逊，华泰研究

在优势细分赛道纵向深耕，不断扩大市场份额。1) 男装品类：Coofandy 已成为亚马逊上除传统线下品牌和亚马逊自营外的男装第一大品牌，在衬衣、西装外套、马甲等细分类目上市占率可达双位数，整体市占率仍有较大提升空间。2025 年 9 月，Coofandy 第二次参加纽约时装周并升级为 AMP3 PR Gifting Suite 形式，进一步深化与国际时尚圈的互动，提升了品牌影响力。2) 家居服品类：面对价格竞争，公司灵活采取“先降后稳”策略保障份额，1H25 增速达 27%。3) 内衣品类：Avidlove 在亚马逊相关细分类目市占率接近 80%，已形成较强品牌溢价，净利率达双位数。为应对低价竞争，公司推出中端副牌 ADOME 进行市场卡位，主品牌增长韧性显著，1H25 增速为 23%。

横向拓展更多品类，驱动高成长性。公司成功将品牌孵化经验复制至新品类，形成新增长极。1) 运动服饰：运动服饰相比其他品类，对材料品质的要求更高。公司在 2023 年重启品类投入，2024 年力度加大，相关业务同比增长近 5 倍，1H25 实现约翻倍增长；核心产品瑜伽裤、速干 T 恤均进入亚马逊运动户外子类目销量前 50。2) 女装：女装作为竞争最激烈的品类之一，公司 2016 年开始涉足，2017-20 年调整后聚焦细分品类，品牌 Zeagoo 2022-24 年 CAGR 达 113%增至 5.6 亿元收入，1H25 收入同增 30.8%，占比升至 6.0%。3) 童装：协同效应显著，品牌 Arshiner 2024 年收入同增 86.5%至 3.4 亿元，1H25 再增 57.4%，占比达 4.7%。与女装等共同支撑公司服装新品类增长引擎。

图表45: 公司前五品牌近年营收增长显著



资料来源：公司财报，华泰研究

图表46: 赛维时代服装配饰产品类目展示

品类	细分	代表品牌	产品展示	细分	代表品牌	产品展示
服装配饰	男装	Coofandy		女装	Zeagoo	
	家居服	Ekouaer		童装	Arshiner	
	内衣	Avidlove		运动服饰	Adome, Coofandy	

资料来源：公司官网，华泰研究

### 拓展区域及渠道，打开多元化增长曲线

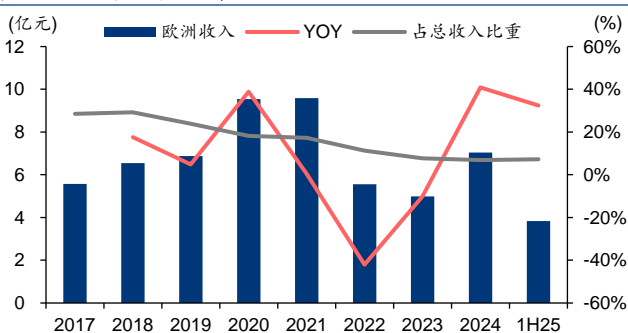
**区域策略：坚持北美核心市场战略，并加快布局欧洲、中东等新市场。**公司在北美的亚马逊平台积累深厚的运营经验及优势，仓储物流系统持续优化配送效率及成本。在小包免邮政策取消后，中小卖家的离场有望优化竞争格局，而公司海外工厂的布局保障较低的关税成本，竞争优势有望强化。在美国市场外，公司的区域布局包括：

- 1) **欧洲：与亚马逊合作拓展，有望提速扩张。**公司的欧洲收入在2018年占比曾达近30%，后续考虑欧洲宏观经济偏弱，北美投入产出比相对较高，至24年欧洲占比战略收缩至6.9%。而亚马逊近年来加码欧洲布局，重点加大对云基础设施、仓储网络、当日送达服务及市场物流体系投入，通过提供广告等支持。赛维作为亚马逊头部卖家，成为其欧洲拓展的重要合作伙伴。公司2024年重新组建欧洲团队，聚焦服装业务并加大资源投入，以亚马逊欧洲最大站点德国、英国为核心市场，2024年欧洲营收增长40.9%，其中服装业务实现高增，我们预计25年公司欧洲服装业务有望进一步提速。
- 2) **其他非美市场：伴随亚马逊在中东、澳洲等地开设新站点，公司25年初开始拓展相关区域，后续进展值得期待。**

**渠道策略：深耕亚马逊基础上，积极拓展新兴渠道。**公司2024年开始加大对Temu、Tik Tok等平台的投入，快速适应其平台规则并完善供应链配套。2023-1H25，公司亚马逊营收占比从88.3%下降至77.6%，Temu及Tik Tok合计营收占比从0.1%提升至5.5%。

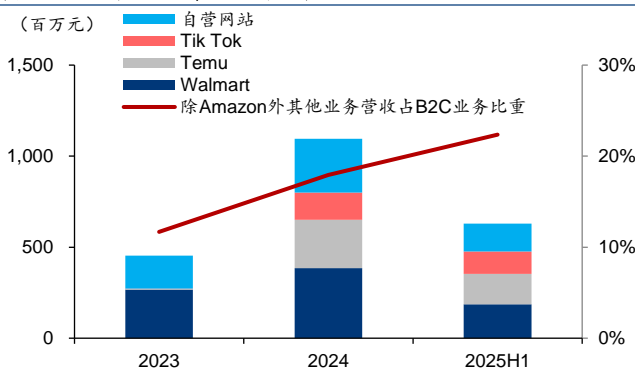
- 1) **Tik Tok：**公司将Tik Tok作为拓宽品牌影响力的重要平台，Coofandy、Ekouaer等头部品牌已入驻TikTok并开设独立站，与网红合作磨合输出方式，公司持续验证TK平台的流量趋势，并灵活调整投放力度。
- 2) **Temu：**公司成立数十人团队，布局硬件及服装品类，考虑Temu平台的定价情况，利用供应链优势进行多层次供应商配置，开发非亚马逊货盘。由于Temu平台政策仍有频繁变化，公司在确保健康利润率的前提下进行布局。
- 3) **KA渠道：**截至1H25，公司沃尔玛电商平台收入已达1.9亿元，占总收入3.5%。公司有望凭借服装大卖的竞争力及行业地位，与沃尔玛等平台深度合作并切入线下渠道，拓展营收新增量。

图表47：公司欧洲收入有望提速扩张



资料来源：公司财报，华泰研究

图表48：公司积极拓展非亚马逊渠道

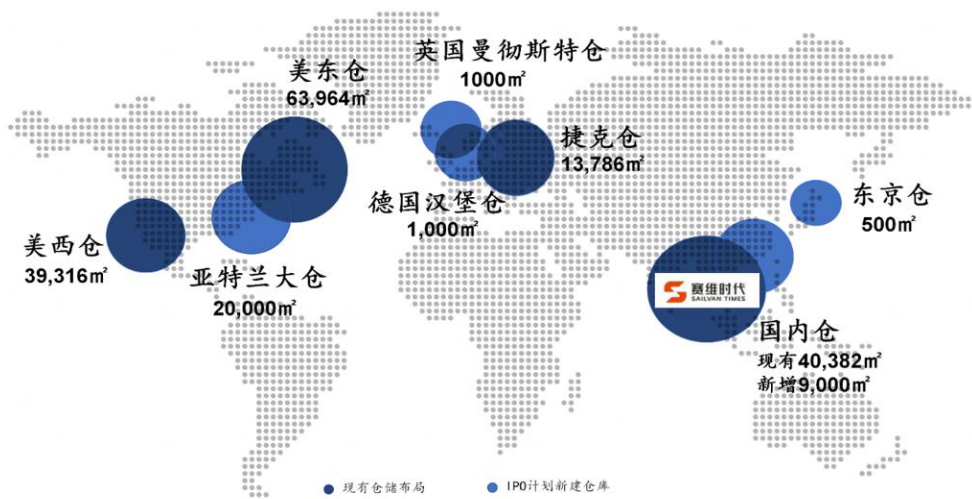


资料来源：公司财报，华泰研究

### 完善自有物流体系，全球履约降本增效

**主业提效：海外仓布局完善，履约效率持续提升。**公司已构建起覆盖全球主要市场的仓储网络，其中海外仓总面积超18万平方米，深度覆盖北美及欧洲（英国、德国、捷克仓）等核心市场。完善的“头程运输+海外仓储+尾程配送”全链路服务模式，通过前置仓大幅缩短尾程配送时效，有效降低物流成本，是保障客户满意度与高复购率的关键。同时通过仓位智能推荐、波次配货规划等精细化管理，2022年整体入库上架时效优化至16.5小时，出库时效优化至7.3小时。2025年，公司计划继续深化智能仓储建设，履约能力有望增强。

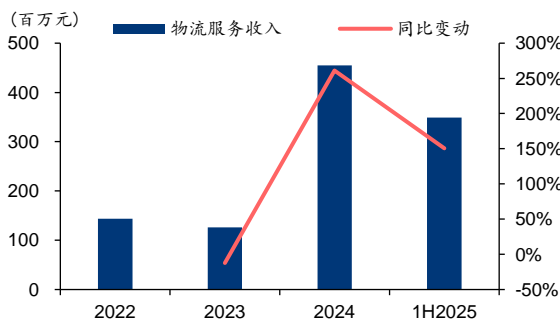
图表49：公司仓储网络覆盖全球主要市场



注：时间截至2023年7月6日  
资料来源：公司招股说明书，华泰研究

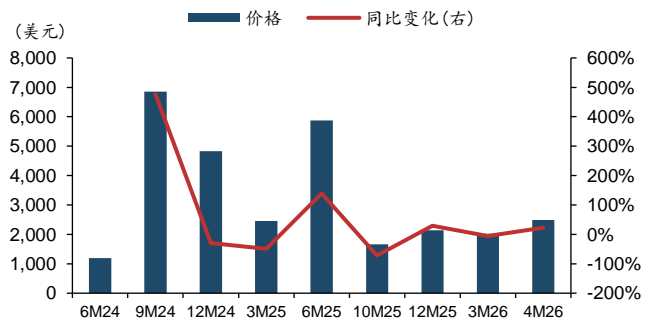
**3Q25 以来海运费明显回落，近期受美伊冲突影响存在小幅回升。**根据 Freightos 数据，2025 年下半年海运费大幅下跌，中国至美国西海岸海运运费在 25 年 12 月约为 2,100 美元/FEU，相比 6 月高峰期（约 6,800 美元/FEU）下降约 69%。成本降低主要源于中美及美越贸易摩擦加剧导致的货运需求锐减，以及船运供应端过剩进一步压低价格。近期美伊冲突进一步抬升中东航道不确定性，霍尔木兹海峡通行受限已扰动全球油运与航运市场，短期内或通过燃油、保险及绕航成本对国际海运价格形成阶段性支撑，但对中美西海岸运价的直接传导更多体现为波动加大而非趋势反转，海运费对毛利率的负面影响仍有待观望，头程费率下降有望自 1Q26 起逐步体现。

图表50：公司物流营收有望进一步增长



资料来源：公司财报，华泰研究

图表51：中国输美海运价格回落至平稳阶段



资料来源：FREIGHTOS，华泰研究

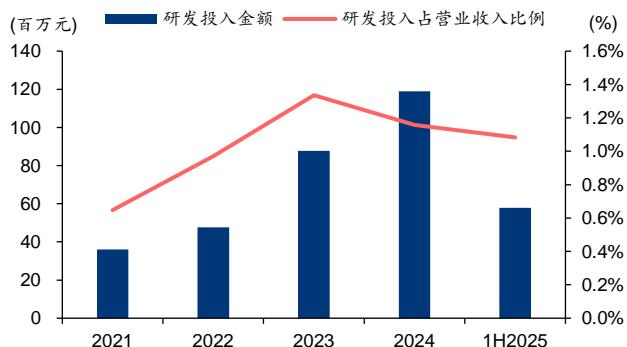
**副业增长：自有物流体系对外输出，贡献新增量。**依托成熟的全链路物流能力与规模化优势，公司正将物流服务对外输出，向第三方卖家提供高效的综合服务，开辟了全新的业绩增长点。该业务于 2024 年展现出强劲的复苏态势，营业收入达到 4.6 亿元，同比增长 261%，占主营业务收入比例达到 4.45%；2025H1 实现物流服务收入 3.49 亿元，同比+151%，占营业收入 6.6%，毛利率 24.4%，已成为除商品销售外的第二大利润来源。目前，该项增值服务已与 eBay、Shein 等头部平台及 FedEx 等全球物流企业达成官方合作，为客户提供定制化的数字仓储和尾程配送服务，未来，公司将持续发挥在渠道价格及服务方案等方面的优势，依托完善的跨境物流服务体系，进一步拓展物流服务，强化成长支撑作用。

### 研发投入持续增加，全链路技术升级，进一步提升效率释放利润

公司坚持技术驱动战略，持续加大研发投入以构筑长期核心壁垒。2024 年公司研发投入金额约 1.2 亿元，同比增长 35.7%，研发人员 271 人、同比增 14.8%，新增专利近千项，成

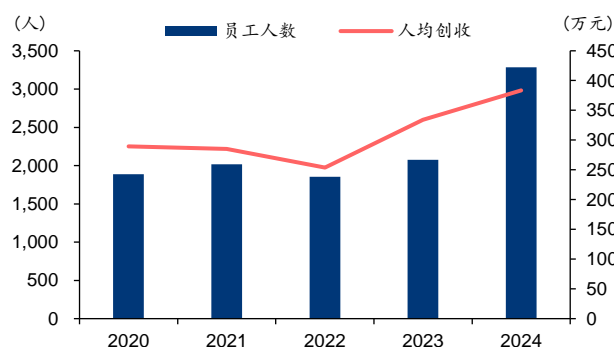
果转化率较高投入增长主要系基于新技术、新渠道的系统升级需求进行研发强化，以及持续强化产品级技术研发所致。

图表52：研发投入金额逐年扩大



资料来源：公司财报，华泰研究

图表53：公司人均创收显著提升



资料来源：公司财报，华泰研究

**AI 技术 (AIGC) 全面融入运营，实现降本增效。**公司已接入 ChatGPT、DeepSeek 等大模型，并在跨境电商运营中深度整合 AIGC 技术，进一步提升公司运营效率。**1) 产品开发端：**运用 AI 算法深度剖析市场与消费者行为数据，挖掘潜在爆款产品机遇，精准预测市场走势并辅助开款决策；**2) 供应链端：**借助 AI 大模型优化产品标签，精准识别关键要素，提供更准确的销量预测数据，提升供应链决策的科学性和时效性；**3) 营销端：**深入应用 AI 在图文生成领域的技术，大幅降低内容制作成本；**4) 客户端：**构建智能客服体系，快速响应客户咨询，提升满意度与服务质量。

此外，公司迭代开发 **AI-Agent workflow 引擎编排平台**，依托分布式微服务架构与智能调度引擎，构建集大语言模型集成、workflow 可视化编排、数据中台对接于一体的一站式 AI 开发基础设施，推动企业从“技术适配”向“技术赋能”转型。2025 年 10 月，公司成立全资子公司深圳市智创云图科技有限公司，专注于人工智能在跨境电商领域的应用开发，核心业务包括 AI 应用开发、大数据服务和跨境电商 AI 解决方案等。2022-24 年间，公司人均创收从 253 万元提升至 383 万元，在 AI 赋能下显著提升了公司运营的自动化水平与全员人效。

图表54：公司研发项目及进展汇总

主要研发项目名称	展示	拟达到的目标	预计对公司未来发展的影响
跨境广告智能运营管理平台		实时分析、策略优化的 <b>全流程智能系统</b> ，实现多维度数据的秒级网出与可视化呈现，支撑分钟级策略响应与 <b>自动化调优</b>	该平台的落地将成为公司 <b>数字化运营的核心引擎</b>
AI-Agent  workflow 引擎编排平台		项目致力于打造行业标杆级的 <b>AI 应用开发基础设施</b> ；构建支持多模态交互的智能编排引擎，实现复杂业务流程的自动化拆解与智能决策，有效缩短 AI 应用开发周期	该平台的深度应用将 <b>重塑公司的技术竞争格局与业务增长模式</b>
仓储机器人智能调度系统		实现 <b>多仓之间的无缝联动与高效协同</b> ，构建订单从接收、处理到交付的全流程闭环管理体系，确保系统在高频次、高并发业务场景下能够稳定、快速响应。通过引入先进的人机协同技术，大幅提升 <b>人机交互体验</b> ，达到毫秒级无感延迟	该系统预计对公司未来发展产生全方位的积极影响。它能凭借 <b>智能化与自动化</b> ，显著降低海外仓运营成本，提升订单处理效率
服装全产业链协同服务平台		大幅 <b>缩短产品开发周期</b> ，规范 <b>全流程操作</b> ，实现从基础数据管理到全链路标准化运作，增强公司在跨境电商服装行业的市场适应能力和竞争优势	推出多元产品，提升品牌影响力，降低采购、生产等成本，拓展品类与市场，巩固行业地位，实现 <b>可持续增长</b>
人才发展培训赋能管理平台		打造行业标杆级的 <b>AI 应用开发基础设施</b> ；构建支持多模态交互的智能编排引擎，有效缩短 AI 应用开发周期	助力公司构建学习型组织，增强团队凝聚力与创新力，为 <b>开拓新市场、新业务提供人才支撑</b> ，推动公司持续稳健发展
竞品动态与关键词监测系统		优化自身产品定位、价格策略、营销手段等，为产品研发和市场推广提供有力支持，提升品牌市场竞争力	优化公司运营策略，提高 <b>销售转化与营收</b> ，助力公司 <b>洞察市场趋势</b>
硬件产品核心组件及系统升级		基于深度用户洞察驱动功能创新与美学设计升级， <b>强化用户转化与市场占有率</b>	强化公司在 <b>时尚生活硬件领域</b> 的竞争力，以高性价比高品质产品精准触达目标客群

资料来源：公司招股说明书，华泰研究

## 盈利预测及估值

### 盈利预测

**营业收入：**考虑到公司新品类及欧洲市场拓展较快推进，伴随海外工厂布局完善，应对贸易冲突的韧性明显增强，有助于营收增长提速，我们预计公司 25-27 年营业收入分别为 119.8/139.3/165.1 亿元，同比分别增长 16.5%/16.3%/18.6%。按业务拆分来看：

**商品销售业务：1) 服饰配饰类：**受关税扰动影响，1H25 公司服饰配饰品类增速放缓至 30.9%。下半年由于上年同期性价比商品快速推新及密集营销投放带来的高基数，预计对增速仍有所拖累。我们预计 2025 年公司服饰配饰类增速为 21.7%。伴随线上渗透率基数抬高及通胀影响，我们预计亚马逊服装大盘增速或有所放缓，但公司品类拓展、美国渠道多元化及欧洲市场开拓有望逐步释放成长动能，我们预计 2026-27 年服饰配饰类收入分别同增 18.7%/20.8%。**2) 非服饰配饰类：**1H25 收入同增 2.5%。考虑到公司 2H25 加大亏损品类精简力度，追求更高质量的销售，对 SKU 将以持续缩减、调整渠道清理库存为主，2025 年 ebike 等非服装业务的库存出清或造成一定程度存货减值及应收账款计提损失，我们预计 25 年收入下滑 10.8%，并伴随去库完成而逐步收窄降幅，26-27 年同比分别为 -5.0%/持平。

**物流服务：**随着公司跨境物流和体系日益成熟，在提升履约效率的同时也能对外输出贡献收入，1H25 物流服务营收同比增长 150.7%。我们预计公司未来将进一步加码物流服务，提升自身综合竞争力，预计 25-27 年该业务营收同比增长 70.4%/45.0%/30.0%。

**其他业务：**主要系公司销售废旧服装面料辅料等，收入占比较低，与商品销售业务有一定相关性，我们预计 25-27 年该业务收入同比增长分别为 24.9%/22.0%/20.0%。

图表55：赛维时代营业收入预测

百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
总收入	6563.7	10275.4	11975.1	13927	16513.3
yoy	33.7%	56.5%	16.5%	16.3%	18.6%
商品销售	6407.5	9771.3	11138.6	12728.1	14962.3
yoy	34.8%	52.5%	14.0%	14.3%	17.6%
服饰配饰	4671.2	7447.1	9064.6	10757.9	12992.1
yoy	41.5%	59.4%	21.7%	18.7%	20.8%
非服饰配饰	1736.4	2324.2	2074	1970.3	1970.3
yoy	19.5%	33.9%	-10.8%	-5.0%	0.0%
物流服务	125.8	454.6	774.8	1123.4	1460.5
yoy	-12.4%	261.4%	70.4%	45.0%	30.0%
其他	30.4	49.5	61.8	75.4	90.5
yoy	181.1%	62.9%	24.9%	22.0%	20.0%

资料来源：公司财报，华泰研究预测

图表56：赛维时代盈利预测

百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
总收入	6563.7	10275.4	11975.1	13927	16513.3
yoy	33.7%	56.5%	16.5%	16.3%	18.6%
销售费用	2341.5	3881.8	4339.8	4916.2	5702
销售费用	35.7%	37.8%	36.2%	35.3%	34.5%
管理费用	154.6	219.4	229.9	247.9	264.2
管理费用	2.4%	2.1%	1.9%	1.8%	1.6%
研发费用	87.7	118.9	119.8	139.3	165.1
研发费用	1.3%	1.2%	1.0%	1.0%	1.0%
财务费用	-4.4	-28.4	-12.6	-58.2	-16.4
财务费用	-0.1%	-0.3%	-0.1%	-0.4%	-0.1%
归母净利润	335.5	214.1	263.1	476.2	652.2
yoy	81.2%	-36.2%	22.9%	81.0%	37.0%
净利率	5.1%	2.1%	2.2%	3.4%	3.9%

资料来源：公司财报，华泰研究预测

**毛利率：**25 年受关税扰动，我们预计毛利率降至 43.6%，伴随供应链布局完善，关税扰动有望缓解。考虑 26 年存在地缘冲突风险，及公司或布局部分毛利率较低、利润率较高的 KA 渠道业务，带来结构性影响，我们预计 26-27 年毛利率分别为 43.4%/42.7%。

图表57：赛维时代分品类毛利率拆分

(百万元)	2023A	2024A	1H25A	2025E	2026E	2027E
总毛利	3009	4498	2377	5216.5	6048.1	7049.1
商品销售	2962	4382	2275	4999.0	5739.1	6650.8
物流服务	36	94	85	189.8	275.2	357.8
其他	11	22	17	27.7	33.8	40.5
毛利率	45.8%	43.8%	44.5%	43.6%	43.4%	42.7%
商品销售	46.2%	44.8%	46.1%	44.9%	45.1%	44.5%
物流服务	28.6%	20.7%	24.4%	24.5%	24.5%	24.5%
其他	36.8%	44.8%	27.9%	44.8%	44.8%	44.8%

资料来源：公司财报，华泰研究预测

**期间费用率：1) 销售费用率：**考虑到组织架构完善推动营销投放精细化，AI 助力营销流程自动化，以及 KA 渠道销售率较低，我们预计 25-27 年销售费率分别为 36.2%/35.3%/34.5%，稳步下降。**2) 管理费用率：**考虑规模效应及数字化提升运营效率，我们预计 25-27 年管理

费率分别为 1.9%/1.8%/1.6%。3) **研发费用率**：考虑到公司维持数字化投入以提升运营效率，预计 25-27 年保持 1.0% 的研发费率。4) **财务费用率**：考虑到 26 年美元汇率下跌或带来一定汇兑损失，我们预计 25-27 年财务费率分别为 -0.1%/-0.4%/-0.1%。

**利润端**：综合影响下，我们预计公司 25-27 年归母净利润分别为 2.6/4.8/6.5 亿元，同比分别增长 22.9%/81.0%/37.0%，对应归母净利率分别为 2.2%/3.4%/3.9%。

### 估值分析

我们预计公司 25-27 年归母净利润 2.6/4.8/6.5 亿元，2024-27 年 CAGR 45%。公司为服装跨境电商龙头，逐步实现向“品牌型卖家”的升级，形成以产品开发、柔性供应链、品牌运营和渠道拓展为一体的全链条能力。公司头部品牌贡献稳定现金流，运动服饰、童装等新品类布局进入收获期；同时，关税扰动边际缓解、东南亚供应链逐步落地等有望推动费用率和利润率持续改善，带来更高的盈利弹性，值得估值溢价。参考 Wind 可比公司 2026E PE 一致预期均值 18x，给予公司 26 年 22xPE，对应目标价 26 元，首次覆盖给予买入评级。

图表58：可比公司估值表

股票代码	股票简称	收盘价 (当地币种)	市值(百万) (当地币种)	EPS(当地币种)			PE(倍)			归母净利润 CAGR(%)
				2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	25-27E
301376 CH	致欧科技	16.37	6588.4	0.95	1.30	1.70	17.3	12.6	9.6	23.8
300592 CH	华凯易佰	13.73	5551.9	0.32	0.60	0.86	43.1	22.7	15.9	27.1
300866 CH	安克创新	117.01	62736.0	4.75	6.02	7.41	24.7	19.5	15.8	23.4
	平均			2.01	2.64	3.32	27.5	18.2	13.7	24.8
301381 CH	赛维时代	21.60	8714.7	0.65	1.18	1.62	33.1	18.3	13.4	45.0

注：可比公司盈利均采用 Wind 一致预期，数据截至 2026.04.20。

资料来源：Wind、华泰研究

### 风险提示

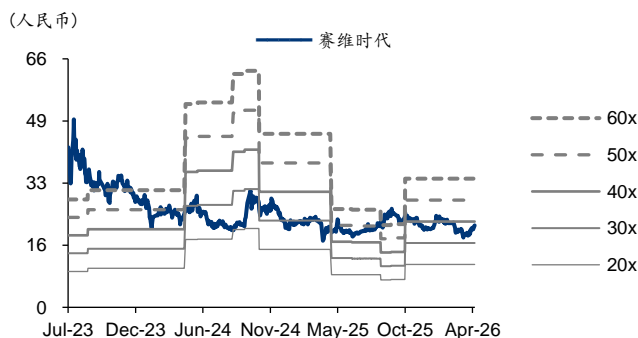
**全球宏观经济波动风险**：海外消费需求与宏观经济高度相关，若全球经济陷入下行周期（如通胀高企、消费者信心下滑），或抑制消费者对服饰配饰、家居等非必需消费品的采购需求。

**全球政治与贸易环境风险**：若中美贸易摩擦加剧，将对公司备货、清关、销售等多环节产生负面影响，对销售额及盈利能力造成不利冲击。

**市场竞争加剧风险**：跨境电商行业整体竞争格局分散，中小卖家居多。若公司未来不能持续强化品牌矩阵、优化柔性供应链能力，或新兴跨境电商平台（如 Temu、TikTok Shop）凭借低价策略抢占市场份额，可能导致公司市场占有率下滑、客单价及毛利率承压。

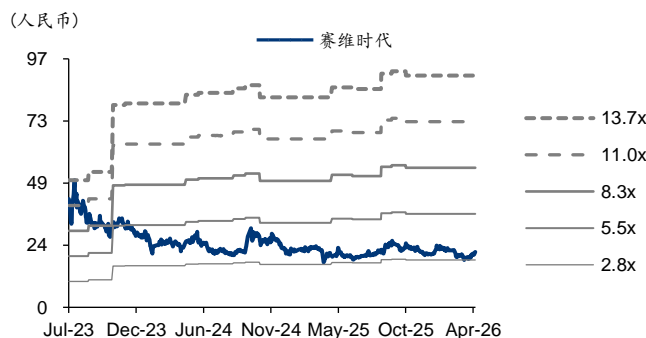
**核心平台集中度风险**：公司对亚马逊平台依赖度较高。若亚马逊因市场竞争、策略调整或当地监管政策变动导致平台活跃度下降、用户流量流失，对第三方卖家支持力度或减弱。

图表59：赛维时代 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

图表60：赛维时代 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

## 免责声明

### 分析师声明

本人，樊俊豪、石狄、张霜凝，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。请注意，标\*的人员并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

### 一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作，华泰证券股份有限公司和其关联机构统称为“华泰证券”（华泰证券股份有限公司已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格）。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供华泰证券及其客户和其关联机构使用。华泰证券不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于华泰证券认为可靠的、已公开的信息编制，但华泰证券对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰证券不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰证券对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

华泰证券（华泰证券（美国）有限公司除外）不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰证券力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰证券及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰证券不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰证券及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰证券可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰证券的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰证券违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为华泰证券所有。未经华泰证券书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯华泰证券版权。如征得华泰证券同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。华泰证券保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为华泰证券的商标、服务标记及标记。

### 中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

### 香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 [https://www.htsc.com.hk/stock\\_disclosure](https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure) 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

### 美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

### 美国-重要监管披露

- 分析师樊俊豪、石狄、张霜凝本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

### 新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第32C条的规定分发其在华泰证券内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所分发的信息相关的事宜。

### 评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经225指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时100指数，德国市场基准为DAX指数），具体如下：

#### 行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

#### 公司评级

- 买入：**预计股价超越基准15%以上
- 增持：**预计股价超越基准5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

**法律实体披露**

**中国:** 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

**香港:** 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

**美国:** 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

**新加坡:** 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问, 经营许可证编号为: 202233398E

**华泰证券股份有限公司****南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**深圳**

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**北京**

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**上海**

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**华泰金融控股(香港)有限公司**

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

**华泰证券(美国)有限公司**

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

**华泰证券(新加坡)有限公司**

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

<https://www.htsc.com.sg>

©版权所有2026年华泰证券股份有限公司