

赛维时代(301381)

报告日期: 2026年04月30日

## 服装业务增长稳健, 非服饰类调整近尾声

### ——赛维时代点评报告

#### 投资要点

- 逐步剥离非服饰类, 26Q1 营收+11%, 扣非净利+10%**
  - 2025年:** 营收 118.17 亿元 (+15%, 以下均为同比); 归母净利润 2.83 亿元 (+32%), 扣非归母净利润 2.64 亿元 (+46%)。
  - 25Q4:** 营收 36.29 亿元 (+4%), 归母净利润约 0.73 亿元 (+292%), 扣非归母净利润约 0.43 亿元 (+142%)。
  - 25年收入拆分:** 商品销售收入 110.74 亿元 (+13%), 其中服饰配饰品类 90.94 亿元 (+22%), 非服饰配饰品类 19.81 亿元 (-15%); 物流服务收入 6.84 亿元 (+50%)。
  - 26Q1:** 营收 27.20 亿元 (+11%); 归母净利润 0.43 亿元 (-10%), 扣非归母净利润 0.45 亿元 (+10%)。
- 销售费用率优化, 26Q1 汇兑损失影响净利率**

**2025年:** 毛利率 42.69% (-1.09pct); 销售净利率 2.39% (+0.31pct)。销售费用率 35.4% (同比-2.3pct), 管理费用率 1.9% (-0.2pct), 研发费用率 0.9% (-0.2pct), 财务费用率 0.02% (+0.3pct)。

**26Q1:** 毛利率 43.1% (同比-0.8pct), 销售净利率 1.6% (-0.3pct)。销售费用率 36.0% (同比-2.2pct), 管理及研发费用率合计 2.9% (同比-0.3pct), 财务费用率 1.1% (同比+1.5pct)。
- 底层能力高度复用, 规模化赋能服装品牌矩阵, 非服饰配饰品类调整近尾声**
  - 深化品牌化出海战略成效显著, 目前年销售额过亿的品牌已达 12 个。**通过多元营销大幅提升全球影响力: 男装 Coofandy 赞助 NASCAR 顶级车队触达北美主流圈层; 女装 Zeagoo 携手 Maye Musk 推出联名系列; Ekouaer 等品牌创新 IP 合作获市场高度认可; Avidlove 举办时装周巩固品类领先地位。
  - 主动优化非服饰品类经营, 调整已近尾声。**2025 年通过策略调整与业务收缩, 非服饰库存净值从 2024 年 9 月末的 8.25 亿元大幅降至年末 2.93 亿元, 周转效率提升。25 年非服饰品类营收 19.81 亿元占比降至 16.8%, 主要收缩帐篷、健身器械及户外玩具品类 (25 年销售额占非服饰配饰品类销售额的 53%)。
- 盈利预测与估值**

赛维时代作为跨境电商服饰领域龙头, 践行品牌化道路, 销售额过亿的品牌持续增多。持续深入数字化, 以技术驱动业务发展, 打造坚实供应链管理优势及品类延伸能力, 业务发展优质高效。我们预计 26-28 年公司收入分别为 138/160/187 亿元, 同增 17%/16%/17%; 归母净利润分别为 4.8/6.5/8.7 亿元, 同增 69%/37%/33%。当前市值对应 PE18/13/10X, 维持“买入”评级。
- 风险提示:**

全球贸易环境恶化、亚马逊平台集中度较高、汇率波动等

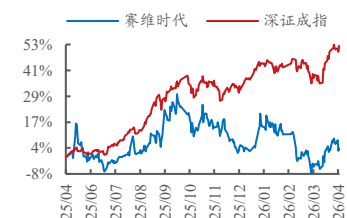
#### 投资评级: 买入(维持)

分析师: 吴安琪  
执业证书号: S1230524120004  
wuanqi@stocke.com.cn

#### 基本数据

收盘价	¥20.86
总市值(百万元)	8,416.14
总股本(百万股)	403.46

#### 股票走势图



#### 相关报告

1 《技术驱动品牌孵化, 铸就服饰类跨境电商龙头》 2025.10.31

#### 财务摘要

(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	11816.53	13821.94	15992.36	18744.01
(+/-) (%)	15.00%	16.97%	15.70%	17.21%
归母净利润	282.98	477.06	653.49	869.96
(+/-) (%)	32.17%	68.59%	36.98%	33.12%
每股收益(元)	0.70	1.18	1.62	2.16
P/E	29.74	17.64	12.88	9.67

资料来源: 浙商证券研究所

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>流动资产</b>	<b>3,666</b>	<b>4,338</b>	<b>5,214</b>	<b>6,354</b>
现金	1,120	518	1,169	1,755
交易性金融资产	466	516	566	616
应收账款	331	384	444	521
其它应收款	65	88	102	120
预付账款	35	55	63	73
存货	1,277	2,405	2,492	2,888
其他	372	372	377	382
<b>非流动资产</b>	<b>1,158</b>	<b>1,086</b>	<b>1,028</b>	<b>969</b>
金融资产类	181	173	173	173
长期投资	0	0	0	0
固定资产	98	81	63	44
无形资产	154	154	154	154
在建工程	0	0	0	0
其他	724	677	637	597
<b>资产总计</b>	<b>4,823</b>	<b>5,423</b>	<b>6,242</b>	<b>7,323</b>
<b>流动负债</b>	<b>1,562</b>	<b>1,677</b>	<b>1,842</b>	<b>2,053</b>
短期借款	246	246	246	246
应付款项	683	765	872	1,011
预收账款	0	0	0	0
其他	633	666	724	797
<b>非流动负债</b>	<b>519</b>	<b>519</b>	<b>519</b>	<b>519</b>
长期借款	0	0	0	0
其他	519	519	519	519
<b>负债合计</b>	<b>2,081</b>	<b>2,196</b>	<b>2,361</b>	<b>2,573</b>
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权益	<b>2,742</b>	<b>3,227</b>	<b>3,881</b>	<b>4,751</b>
<b>负债和股东权益</b>	<b>4,823</b>	<b>5,423</b>	<b>6,242</b>	<b>7,323</b>

### 利润表

(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>营业收入</b>	<b>11,817</b>	<b>13,822</b>	<b>15,992</b>	<b>18,744</b>
营业成本	6,772	7,870	8,973	10,397
营业税金及附加	11	15	18	21
营业费用	4,188	5,059	5,869	6,879
管理费用	224	274	315	369
研发费用	107	111	128	150
财务费用	2	0	0	0
资产减值损失	(120)	0	0	0
公允价值变动损益	(13)	0	0	0
投资净收益	19	37	43	51
其他经营收益	29	14	16	19
<b>营业利润</b>	<b>382</b>	<b>557</b>	<b>763</b>	<b>1,015</b>
营业外收支	(13)	(1)	(1)	0
<b>利润总额</b>	<b>369</b>	<b>556</b>	<b>762</b>	<b>1,015</b>
所得税	86	79	109	145
<b>净利润</b>	<b>283</b>	<b>477</b>	<b>653</b>	<b>870</b>
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	<b>283</b>	<b>477</b>	<b>653</b>	<b>870</b>
EBITDA	588	659	865	1,119
EPS (最新摊薄)	0.70	1.18	1.62	2.16

### 主要财务比率

	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>成长能力</b>				
营业收入	15.00%	16.97%	15.70%	17.21%
营业利润	49.53%	46.09%	36.92%	32.95%
归属母公司净利润	32.17%	68.59%	36.98%	33.12%
<b>获利能力</b>				
毛利率	42.69%	43.06%	43.89%	44.53%
净利率	2.39%	3.45%	4.09%	4.64%
ROE	10.32%	14.78%	16.84%	18.31%
ROIC	7.77%	11.51%	13.62%	15.34%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	43.15%	40.50%	37.83%	35.13%
净负债比率	-7.18%	12.43%	-6.45%	-17.60%
流动比率	2.35	2.59	2.83	3.09
速动比率	1.27	0.90	1.24	1.47
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	2.47	2.70	2.74	2.76
应收账款周转率	37.50	38.67	38.62	38.85
应付账款周转率	18.13	17.81	15.98	16.10
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.70	1.18	1.62	2.16
每股经营现金	3.10	-1.41	1.71	1.52
每股净资产	6.80	8.00	9.62	11.77
<b>估值比率</b>				
P/E	29.74	17.64	12.88	9.67
P/B	3.07	2.61	2.17	1.77
EV/EBITDA	13.80	13.38	9.44	6.78

### 现金流量表

(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,250</b>	<b>(567)</b>	<b>690</b>	<b>613</b>
净利润	283	477	653	870
折旧摊销	217	102	103	104
财务费用	34	0	0	0
投资损失	(19)	(37)	(43)	(51)
营运资金变动	<b>551</b>	<b>(1,104)</b>	<b>(10)</b>	<b>(293)</b>
其它	184	(5)	(13)	(17)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(426)</b>	<b>(39)</b>	<b>(39)</b>	<b>(28)</b>
资本支出	(116)	(34)	(32)	(28)
长期投资	<b>(13)</b>	<b>(50)</b>	<b>(50)</b>	<b>(50)</b>
其他	(297)	45	43	51
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(585)</b>	<b>11</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
短期借款	(363)	0	0	0
长期借款	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
其他	(223)	11	0	0
<b>现金净增加额</b>	<b>231</b>	<b>(603)</b>	<b>651</b>	<b>586</b>

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>