

赛维时代 (301381.SZ)

优于大市

品牌服饰电商出海龙头，产品深耕+渠道扩张推动长期成长

核心观点

公司主营服饰品类的跨境电商出口业务，整体业绩增长较好。公司通过亚马逊等电商平台向全球消费者销售商品，以服饰配饰品类为主，2025 年占总商品销售收入的比重为 77.34%，亚马逊渠道占主营收入的比重为 80.24%，区域上北美/欧洲市场分别占 90.9%/7.27%。2025 年公司整体收入/扣非归母净利润分别同比增长 15%/45.81%。2026 上半年收入增长 16.01%，归母净利润下降 2.06%，受非服品类战略收缩与业务调整影响。

跨境电商行业快速发展，龙头企业竞争优势凸显。据海关总署统计，2025 年中国跨境电商出口规模 2.27 万亿元，2020 年以来的规模年复合增速达到 15.18%。中长期看，海外电商仍有较大渗透率提升空间，且物流、支付等供应链环节有望进一步优化。竞争格局方面，在品牌化大趋势及跨境电商监管趋严下，行业集中度有望逐步提升。

公司优势：贯穿全链路的高效组织效能。公司在跨境电商选品采购、运营、交付全链条依托领先的数字化技术，成熟的供应链基础和丰富终端运营经验，已经建立起了贯穿全链路高效运营能力。在服饰这个快时尚行业，实现了较快的生产周期，满足“小批量、多品种、高品质”的生产要求。同时在国际贸易环境多变下，依托东南亚服装产业配套优势在越南建设了自有工厂，深化全球供应链布局。

成长分析：品类多元化及渠道扩张促增长，夯实品牌力打造长期竞争力。基于在产品开发、供应链、品牌孵化及运营等环节实现底层能力构建，公司持续扩大现有品牌的市占率，以及赋能新品牌的孵化，实现品类拓展，以及在新市场复制成功路径。截至 2025 年底，按 2023-2025 年累计销售额看，公司拥有 4 个十亿级品牌，其中 Ekouaer 与 Coofandy 为 50 亿级品牌，以及 20 多个亿级品牌，形成头部+中腰部品牌孵化进展顺利的良好发展格局。

盈利预测与估值：公司作为跨境电商头部企业，在产品开发设计、供应链、品牌孵化及运营等环节建立竞争优势。且持续收缩非服类目，聚焦优势品类，未来盈利能力也有望同步持续改善。根据文中的假设预测，我们预计公司 2026-2028 年分别实现归母净利润 4.54/5.78/6.91 亿元，分别同比增长 60.59%/27.09%/19.6%。综合绝对及相对估值，并取二者的中值，给予公司 2026 年合理股价区间 25.76-29.64 元/股，首次覆盖给予“优于大市”评级。

风险提示：激烈竞争导致产品价格下降、毛利下滑的风险；全球贸易环境恶化的风险；单一亚马逊渠道占比较高的风险；海外服饰需求下行的风险。

盈利预测和财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	10,275.38	11,816.53	13,959.64	16,438.02	18,695.00
(+/-%)	56.55%	15.00%	18.14%	17.75%	13.73%
净利润(百万元)	214.10	282.98	454.44	577.54	690.73
(+/-%)	-36.19%	32.17%	60.59%	27.09%	19.60%
每股收益(元)	0.54	0.70	1.12	1.42	1.70
EBIT Margin	2.60%	4.36%	4.61%	4.69%	4.84%
净资产收益率(ROE)	8.70%	10.32%	15.51%	18.54%	20.18%
市盈率(PE)	42.76	32.62	20.44	16.08	13.45
EV/EBITDA	40.56	21.07	17.43	15.04	12.95
市净率(PB)	3.72	3.37	3.17	2.98	2.71

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·深度报告

商贸零售·互联网电商

证券分析师：张峻豪

021-60933168

zhang.jh@guosen.com.cn

S0980517070001

证券分析师：柳旭

0755-81981311

liuxu1@guosen.com.cn

S0980522120001

证券分析师：孙乔容若

021-60375463

sunqiaorongruo@guosen.com.cn

n

S0980523090004

基础数据

投资评级

优于大市(首次)

合理估值

25.76 - 29.64 元

收盘价

22.88 元

总市值/流通市值

9300/9292 百万元

52 周最高价/最低价

26.38/16.53 元

近 3 个月日均成交额

143.67 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《跨境电商系列专题六：柔性供应链出海样本，从 SHEIN 看中国跨境电商的远洋叙事》——2026-08-06

内容目录

公司概况：品牌服饰出海龙头	5
公司历史沿革	5
公司业绩及经营概况	5
财务概况：综合毛利率有所承压，费用率优化	7
股权结构及管理层	8
行业分析：跨境电商景气度延续，抗风险能力拉开企业业绩差异	10
跨境电商模式快速发展，全球电商渗透率仍有空间	10
海外库销比回落低位，补库存周期支撑跨境企业经营好转	11
跨境电商监管趋严及运营成本增加，龙头企业竞争优势凸显	12
公司优势：贯穿全链路的高效组织效能	13
产品研发：数据预测系统打造，提升选品准确性及快反能力	13
营销及推广：形成以数据驱动的精准营销投放	14
供应链物流：履约效率持续提升，高效物流体系实现对外输出	15
成长分析：品类多元化及渠道扩张促增长，夯实品牌力打造长期竞争力	16
底层能力复用，赋能品牌矩阵化	16
区域扩张强化全球化布局，构建全渠道销售体系提升品牌影响力	17
加大产品升级迭代及品牌化投入，从产品出海到品牌出海	18
盈利预测	18
假设前提	18
盈利预测结果	21
估值与投资建议	21
绝对估值：28.54-30.79 元/股	21
相对估值：24.64-26.88 元/股	22
投资建议	23
风险提示	24
附表：财务预测与估值	26

图表目录

图 1: 赛维时代历史沿革	5
图 2: 赛维时代营业收入及增速 (亿元、%)	6
图 3: 赛维时代归母净利润及增速 (亿元、%)	6
图 4: 赛维时代营业收入分品类收入 (亿元)	6
图 5: 赛维时代营业收入分品类收入占比 (%)	6
图 6: 赛维时代综合毛利率 (%)	8
图 7: 赛维时代销售/管理/研发/财务费用率 (%)	8
图 8: 赛维时代存货周转天数	8
图 9: 赛维时代应付账款周转天数	8
图 10: 赛维时代股权结构 (截止 2026 年 8 月 4 日)	9
图 11: 中国跨境电商出口总值及增速 (%)	10
图 12: 中国跨境电商出口规模占出口总值的比重 (%)	10
图 13: 2025 年中国跨境电商出口不同品类占比 (%)	11
图 14: 美国零售商库销比情况	11
图 15: 美国零售商服装类目库销比情况	11
图 16: Meta 公司单条广告平均价格变化 (%)	12
图 17: 安克创新毛利率变化 (%)	12
图 18: 赛维时代新品开发流程	13
图 19: 赛维时代供应商选择流程	14
图 20: 服饰及配饰类目的平均获客成本 (美元)	14
图 21: 赛维时代物流服务收入 (亿元)	15
图 22: 赛维时代物流服务收入增速 (%)	15
图 23: 赛维时代其他电商渠道收入 (亿元)	18
图 24: 不同国家线下大卖场渠道前三大企业市占率 (%)	18
表 1: 赛维时代主营收入分渠道情况 (亿元、%)	7
表 2: 赛维时代主营收入分区域情况 (亿元、%)	7
表 3: 赛维时代部分管理层、核心人员履历	9
表 4: 部分国家 2020-2025 年电商渗透率数据 (%)	10
表 5: 赛维时代市场营销与推广领域的核心技术	15
表 6: 赛维时代仓储物流领域的核心技术	15
表 7: 赛维时代前五大品牌定位及销售额	16
表 8: 赛维时代童装、女装品牌部分产品在 Best Sellers 的排名	17
表 9: 亚马逊欧洲主要站点的热品排行	17
表 10: 赛维时代服饰配饰品类收入分拆及预测 (百万元、%)	20
表 11: 赛维时代未来三年盈利预测结果 (百万元、%)	21
表 12: 公司盈利预测假设条件 (%)	22

表 13: 资本成本假设	22
表 14: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）	22
表 15: 赛维时代可比公司主要财务数据对比（亿元、%）	23
表 16: 赛维时代可比公司估值表	23

公司概况：品牌服饰出海龙头

公司历史沿革

赛维时代成立于 2012 年，主营跨境出口电商业务，通过 Amazon、Wish、eBay、Walmart 等第三方电商平台以及 SHESHOW、Retro Stage 等垂类自营网站向全球消费者销售商品。销售品类主要分为服饰配饰品类和非服饰配饰品类两大类，其中以服饰配饰为主，2025 年收入 90.94 亿元，占商品销售收入的比重为 77.34%。

公司作为国内跨境电商行业龙头，经历了国内跨境电商行业发展的完整周期，通过自身的迭代蜕变，充分分享了行业发展红利：

1) 2012 年-2016 年期间，在国内跨境产业发展之初的黄金时期，背靠中国供应链资源，依托海外市场电商平台，积极拓展抢占庞大的海外需求红利，但该阶段整体行业内企业发展思路均较为粗放，缺少精细化以及品牌化的布局理念，主要以堆账号铺货模式为主；

2) 2016 年-2019 年期间：随着行业发展的演进，公司顺应趋势推行品牌化转型，并推行“小前台+大中台”的组织架构，但也经历了战略转型的阵痛，虽然期间营业收入稳步增长，但利润波动较大，2017 年业绩亏损 0.66 亿元。不过随着公司调整转型步入正轨，后续年份逐步收窄亏损并在 2019 年实现扭亏为盈。

图1：赛维时代历史沿革



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

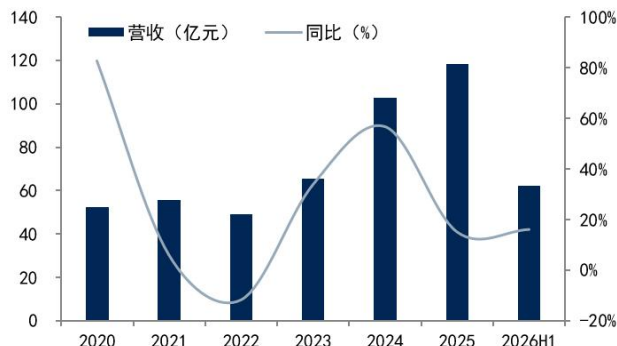
3) 2020 年后，伴随公司品类运营能力的逐步成熟，公司进一步强化了供应链及物流仓储的运营升级，叠加外部疫情加速海外消费线上渗透率的提升，整体业绩实现了较为稳定的成长。其中 2022 年受阶段性的海外极端事件影响供应链及物流费用；2024 年受主动清理库存、市场低价竞争影响等而表现较弱。至 2025 年底，公司拥有 Ekouaer（家居服饰品牌）、Coofandy（男装品牌）两大年销售额超 20 亿元的品牌，共有 12 个品牌实现年度销售额超 1 亿元。

公司业绩及经营概况

近几年业绩方面，公司 2025 年营收 118.17 亿元，同比增长 15%，归母净利润 2.83 亿元，同比增长 32.17%，扣非归母净利润 2.64 亿元，同比增长 45.81%，在产品深耕及渠道多元化拓展下表现较好。整体 2023-2025 年收入年复合增速 34.18%，归母净利润年复合增速-8.17%，扣非归母净利润年复合增速-7.48%，主要系 2024 年主动清理库存、市场低价竞争影响等而表现较弱。最新 2026 上半年数据看，公

司营收同比增长 16.01%，归母净利润同比略下降 2.06%，受非服装品类战略收缩与业务调整影响。

图2：赛维时代营业收入及增速（亿元、%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图3：赛维时代归母净利润及增速（亿元、%）



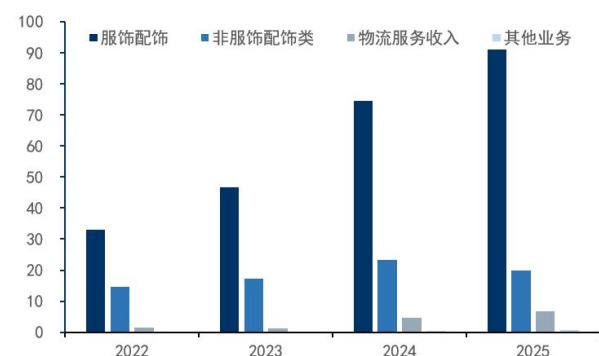
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

◆ 分品类：服饰配饰为主，男装及家居服饰销售额领先

2025年服饰配饰类实现收入90.94亿元，同比+22.11%，占总收入的比重为76.95%，较2024年提升4.48pct。具体而言，服饰配饰类目中，以家居服和男装类目占比较高，2025年分别占比28%/26%，女装占比21%，内衣和童装分别占比11%/6%。2026上半年，整体服饰配饰类收入50.32亿元，同比增长28.05%，占整体商品销售收入的比重达到81.42%。

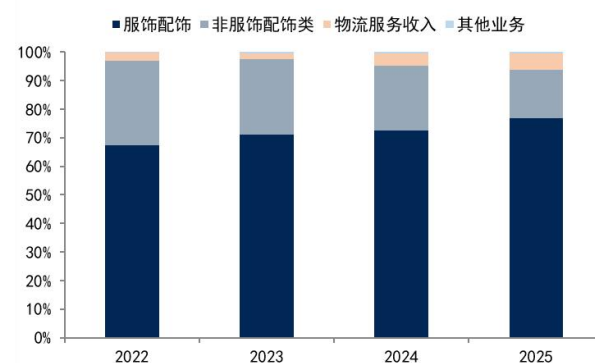
2025年非服饰配饰类目实现收入19.81亿元，同比-14.79%，受品类调整及收缩影响，占总收入的比重为16.76%，主要包括运动娱乐等品类。物流服务收入6.84亿元，同比+50.36%，占总营收的比重为5.78%，主要系公司基于跨境仓储物流体系向第三方提供物流服务。

图4：赛维时代营业收入分品类收入（亿元）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图5：赛维时代营业收入分品类收入占比（%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

◆ 分渠道：亚马逊销售为主，其次是Walmart和自营网站

公司销售目前以亚马逊Amazon平台为主，主因亚马逊平台的用户定位，以及流量分发规则与公司品牌的战略定位及发展方向较为契合。2025年亚马逊平台实现收入94.35亿元，同比+12.41%，占主营业务收入的比重为80.24%。2026上半年亚

马逊平台实现收入 51.12 亿元，同比增长 23.81%，继续保持稳健增长。同时，公司也在积极开拓新的平台，目前第二大平台为 Walmart 渠道，2025 年实现收入 3.55 亿元，同比-7.89%，占主营业务收入的比重为 3.02%。TikTok 渠道 2025 年实现收入 2.89 亿元，同比+93.52%，占主营业务收入的比重为 2.46%。

此外，公司搭建了自营电商网站，2025 年实现收入 3.21 亿元，同比+8.44%，占主营业务收入的比重为 2.73%。自营渠道的搭建将帮助公司强化与消费者的互动联系，获取用户偏好信息，从而反哺产品设计及运营管理。

表1: 赛维时代主营收入分渠道情况（亿元、%）

渠道	2025 年		2024 年	
	收入（亿元）	占主营收入比重（%）	收入（亿元）	占主营收入比重（%）
Amazon	94.35	80.24%	83.94	82.08%
Walmart	3.55	3.02%	3.86	3.77%
TikTok	2.89	2.46%	1.49	1.46%
Temu	2.44	2.07%	2.65	2.59%
其他	1.35	1.15%	1.30	1.27%
自营网站	3.21	2.73%	2.96	2.89%
B2B 业务	2.96	2.52%	1.52	1.48%

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

◆ 分区域：北美市场为主，欧洲占比第二

公司销售区域主要是北美市场，2025 年实现收入 106.88 亿元，同比增长 18.66%，占主营业务收入比重为 90.9%，较 2024 年提升 2.82pct。2026 上半年北美市场收入 56.68 亿元，同比增长 17.58%。

欧洲地区 2025 年实现收入 8.55 亿元，同比增长 21.54%，占主营业务收入的比重为 7.27%，较 2024 年提升 0.39pct。2026 上半年欧洲市场收入 4.49 亿元，同比增长 17.14%。

表2: 赛维时代主营收入分区域情况（亿元、%）

区域	2025 年		2024 年	
	收入（亿元）	占主营收入比重（%）	收入（亿元）	占主营收入比重（%）
北美地区	106.88	90.90%	90.07	88.08%
欧洲地区	8.55	7.27%	7.03	6.88%
境外亚洲地区	0.53	0.45%	0.23	0.23%
境外其他地区	0.24	0.20%	0.23	0.22%
境内地区	1.38	1.17%	4.69	4.59%

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

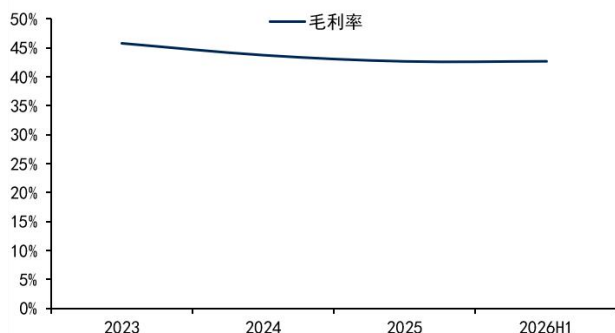
财务概况：综合毛利率有所承压，费用率优化

毛利率方面，公司 2025 年综合毛利率 42.69%，同比-1.09pct，主要系外部价格竞争加剧、产品结构变化等多因素影响。此前 2023 年的表现毛利率同比下降主要系会计准则调整影响：在商品控制权转移给客户之前，且为履行销售合同而发生的运输成本，将其自销售费用全部重分类至营业成本。追溯调整后 2023 年毛利率同比实现提升。最新 2026 上半年综合毛利率 42.71%。

费用率方面，公司 2025 年销售费用率 35.44%，同比-2.34pct，且实现连续三年下降。公司销售费用主要系销售平台费（第三方平台收取的交易佣金）、业务推广费（广告营销等费用）及职工薪酬构成。其中销售平台费 2025 年同比增长 2.96%，

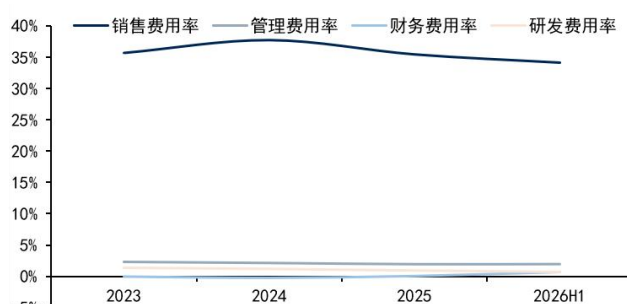
增速低于营收增速，整体控制良好。2025 年管理费用率为 1.9%，同比-0.24pct，同样实现优化。

图6：赛维时代综合毛利率（%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图7：赛维时代销售/管理/研发/财务费用率（%）

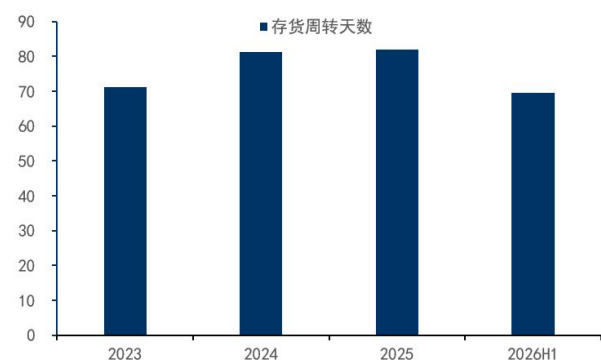


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

营运周转方面，跨境电商企业采取海外提前备货模式下周转效率较为关键，是观测产品销售、运营效率的重要指标。公司 2023-2025 年存货周转天数分别为 71.26/81.23/81.91 天，其中 2024 年周转天数增加主要系 2023 年底红海事件影响带来海运的运输距离和运输时间加长、考虑贸易关税风险而提前备货等因素影响。而 2025 年较 2024 年的周转效率则较为平稳。

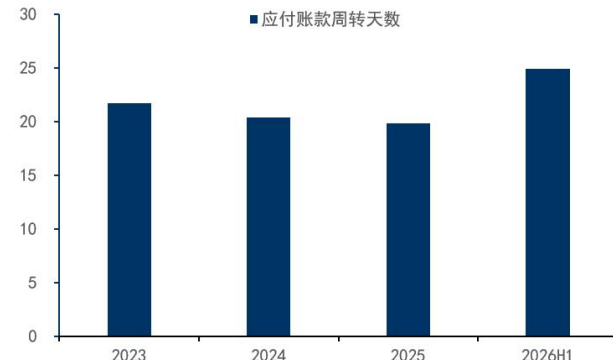
此外，应付账款周转反映公司对供应商的溢价能力，2023-2025 年分别为 21.68/20.35/19.85 天，总体较为稳定。

图8：赛维时代存货周转天数



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图9：赛维时代应付账款周转天数



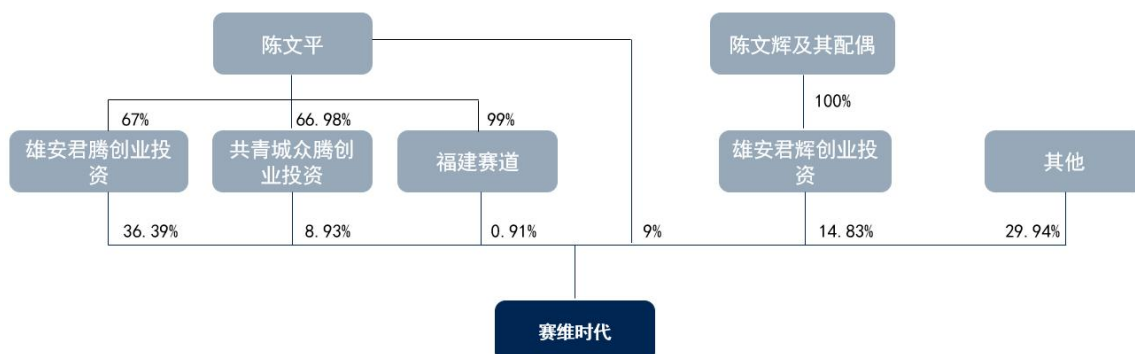
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

股权结构及管理层

据公司 2026 年 8 月 4 日最新权益变动后，公司董事长陈文平直接持有公司 9%股份，通过雄安君腾创业投资有限公司、福建赛道企业管理合伙企业（有限合伙）、共青城众腾创业投资合伙企业（有限合伙）三家企业间接持有公司 31.26%股份，合计 40.26%股份。董事长陈文平胞兄及其配偶通过雄安君辉创业投资持有公司 14.83%股份。此外，陈文平、陈文辉共同签署了《一致行动人协议》，整体股权较为集中。综上所述，雄安君腾创业投资有限公司、福建赛道企业管理合伙企业

（有限合伙）、雄安君辉创业投资有限公司为一致行动人

图10: 赛维时代股权结构（截止 2026 年 8 月 4 日）



资料来源：公司公告、wind、国信证券经济研究所整理 注：陈文辉为陈文平胞兄

管理层经验来看，董事长陈文平具备多年科技公司任职经验，2002 至 2008 年任职艾默生网络能源有限公司，历任工程部工程师、工艺技术部经理、工艺部总经理。2012 年创办赛维时代，任公司总经理，2016 年 6 月起担任董事长、总经理。

副总经理欧越曾在富士康科技集团企业资讯系统产品事业群任需求分析师，2014 年 4 月至 2024 年 5 月在赛维网络任至 IT 中心副总裁，2024 年 5 月至今在赛维时代任流程与 IT 中心副总裁；2025 年 5 月至今，任公司副总经理。

股权激励方面，公司最新的 2026 年股权激励计划（草案）中，拟授予 411.58 万股、授予价 11.59 元/股，覆盖 367 人，占公司截至 2025 年底员工总数的 13.56%，实现较为广泛的利益绑定，激发员工积极性。业绩考核层面，首次授予的股票，以 2025 年调整后扣非净利润为基数，2026-2028 年目标增速分别不低于 30%/60%/95%。

表3: 赛维时代部分管理层、核心人员履历

姓名	职位	简介
陈文平	董事长、总经理	公司创始人，具备多年科技公司任职经验，2002 至 2008 年任职于艾默生网络能源有限公司，历任历任工艺工程部工程师、工艺技术部经理、工艺部总经理。2012 年创办赛维时代，任公司总经理，2016 年 6 月起担任公司董事长、总经理
林文佳	财务负责人	清华大学工商管理硕士，中国注册会计师。2007 年 9 月至 2016 年 11 月曾在毕马威华振会计师事务所深圳分所任职至高级经理
张爱宁	董事会秘书	硕士研究生学历，毕业于西南财经大学金融学专业，曾任国泰君安证券研究所纺织服装行业首席分析师
欧越	副总经理、 流程与 IT 中心副总裁	曾在富士康科技集团企业资讯系统产品事业群任需求分析师，2014 年 4 月至 2024 年 5 月在赛维网络任至 IT 中心副总裁

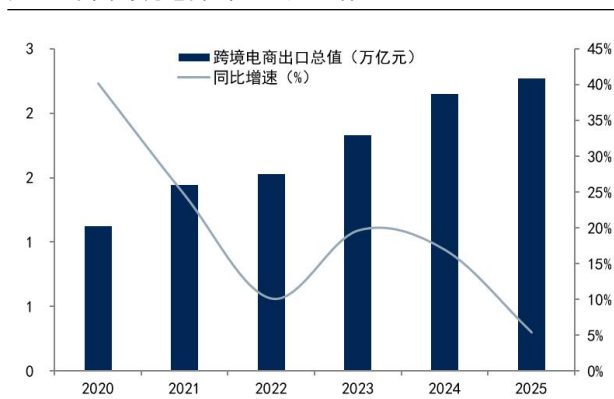
资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

行业分析：跨境电商景气度延续，抗风险能力拉开企业业绩差异

跨境电商模式快速发展，全球电商渗透率仍有空间

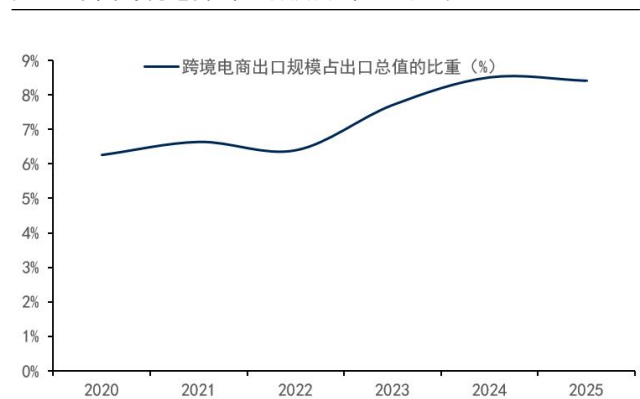
跨境电商模式指通过跨境电商交易平台达成并完成交易，凭借减少流动环节、降低国际贸易门槛及供应链效率高的优势而得到快速发展。据海关总署统计，2025 年我国跨境电商进出口总值 2.84 万亿元，同比增长 4.8%，2020-2025 年复合增速 10.94%。其中出口规模 2.27 万亿元，同比增长 5.4%，占货物贸易出口总值的 8.4%，2020 年-2025 年复合增速达到 15.18%。

图11：中国跨境电商出口总值及增速（%）



资料来源：海关总署、国信证券经济研究所整理

图12：中国跨境电商出口规模占出口总值的比重（%）



资料来源：海关总署、国信证券经济研究所整理

未来行业驱动因素看，我们统计全球主要国家的电商渗透率看，对标中美市场而言，仍有较大提升空间，为行业发展提供增量渠道机遇。据欧睿数据，2025 年中国/美国电商零售规模占零售总规模（不含销售税）的比重分别为 37%/30%，而相比而言，欧洲国家、日本、沙特等消费力较强的区域仍有较大渗透率空间。

另一方面，供给端国内发达成熟的制造业体系，为高质价比产品输出提供了保障，同时在国内政策方面，近年各项有利于跨境电商行业发展的政策相继实施，涉及物流、关税、海外仓建设、产权保护多个方面。

表4：部分国家 2020-2025 年电商渗透率数据（%）

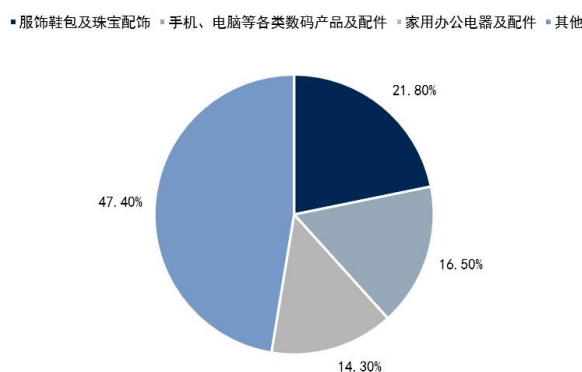
	2020	2021	2022	2023	2024	2025
中国	26.95%	27.42%	31.52%	32.97%	35.17%	37.02%
美国	24.75%	25.57%	26.29%	27.51%	28.84%	29.82%
泰国	12.48%	19.63%	22.83%	24.15%	25.46%	27.24%
巴西	13.30%	17.91%	17.92%	18.42%	21.00%	23.23%
澳大利亚	15.05%	17.97%	18.07%	17.71%	19.11%	20.35%
德国	14.46%	16.63%	15.48%	15.12%	15.47%	15.80%
日本	13.88%	14.53%	15.03%	15.03%	15.05%	15.20%
马来西亚	10.34%	12.15%	11.22%	11.76%	12.71%	13.83%
西班牙	9.74%	10.71%	11.26%	11.87%	12.79%	13.78%
法国	11.32%	11.80%	10.76%	10.45%	10.89%	11.29%
沙特	6.44%	6.95%	7.56%	8.77%	10.40%	11.17%

资料来源：欧睿、国信证券经济研究所整理 注：计算方式为电商零售规模占零售总规模（不含销售税）

而从跨境电商出口的品类结构看，服饰鞋履、3C 电子占比高。据海关总署数据，

2025 年跨境电商出口商品中，消费品占 97.3%。服饰鞋包及珠宝配饰（21.8%）、家用办公电器及配件（14.3%）占比基本稳定。手机、电脑等各类数码产品及配件（16.5%）占比上升 2.6 个百分点。其中服装仍是目前跨境电商行业中规模最大，增速较为稳定的类目，有望支撑多个国内头部跨境电商企业的发展壮大。

图13: 2025 年中国跨境电商出口不同品类占比（%）



资料来源：海关总署、国信证券经济研究所整理

海外库销比回落低位，补库存周期支撑跨境企业经营好转

从海外库存周期来看，2021 年以来的美国零售商库销比趋势：2021 年由于疫情影响供应链，库销比跌到历史低点，但在随后的 2022-2023 年企业加速补库存，库销比持续冲高，并在之后的 2024-2025 年开启主动去库存周期，而进入 2026 年，美国零售商整体库销比持续走低，5 月回落至 1.25，接近 2021 年以来的五年均值，同时也低于疫情前 2018-2019 年的均值 1.4；其中服装类库销比 5 月为 2.11，已经持续低于过去五年均值水平。

对于跨境电商而言，特别是综合型泛品类布局的企业，库存周期的影响更为明显。去库周期下不仅影响终端动销，也会带来积压存货的促销毛利和减值压力，因此也会放大相关企业的经营业绩表现。而当下进入补库周期下，企业也将迎来营收和业绩的双回升。

图14: 美国零售商库销比情况



资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

图15: 美国零售商服装类目库销比情况



资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

跨境电商监管趋严及运营成本增加，龙头企业竞争优势凸显

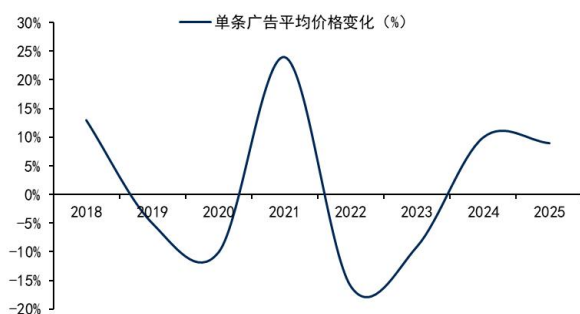
行业竞争格局看，跨境电商出口卖家中，主要参与者包括低价白牌企业、工厂转型跨境电商企业及拥有研发设计的自主品牌型企业，整体竞争格局较为分散，中小卖家居多。

不过在品牌化大趋势及跨境电商监管趋严下，行业集中度有望逐步提升，龙头企业竞争优势进一步凸显。具体包括

1) 跨境电商的流量成本进一步上升，关税及物流成本近年来亦波动较大，提高了企业的经营压力。在此背景下品牌型企业凭借品牌认知和客户忠诚度有望实现更低的经营成本，获得更大的竞争优势

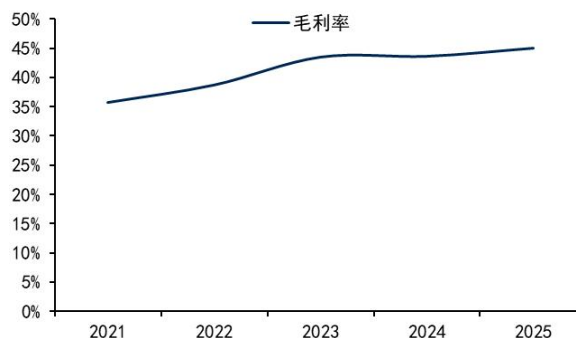
从 Facebook 的广告投放费用看，该平台每则广告的平均价格整体呈现上涨趋势。2025 年 4 月特朗普加征“对等关税”，跨境电商企业对美的整体关税成本增加。不少出口企业在财报中表示受到关税影响，而龙头企业具备较强的供应链转移能力，通过产能转移或者价格调整等提高了应对能力。例如安克创新在 2025 年年报中表示，持续完善全球柔性供应链布局，持续推出高附加值产品优化销售结构等，其毛利率反而同比+1.4pct 至 45.07%。

图16: Meta 公司单条广告平均价格变化 (%)



资料来源：Meta 财报、国信证券经济研究所整理

图17: 安克创新毛利率变化 (%)



资料来源：安克创新财报、国信证券经济研究所整理

2) 同时，亚马逊平台自身对合规经营的要求进一步提升，近年来重点打击虚假评论、刷单、操纵搜索结果等不合规的行为，对非合规经营的卖家进行了暂停经营等处罚措施，有助于合规龙头企业进一步提升市场份额。

3) 外部目的地国政策及地缘政治变化，对企业抗风险能力要求提升。近年以来，跨境出海的外部影响逐渐密集显现。行业主要担忧集中在跨境电商目的地国关税、平台监管等方面。对此，龙头企业拥有更高的经营效率和品牌溢价优势，拥有更高的毛利率空间，抵御费用端的不确定性；且相关企业全球化经营能力优异，例如赛维时代已在越南建成投产自有工厂，未来将持续深化全球供应链布局，积极拓展东南亚以外区域，以“自主生产+委托加工”相结合的模式，稳步提升海外生产及采购占比，进一步增强供应链的稳定性、灵活性与抗风险能力。

公司优势：贯穿全链路的高效组织效能

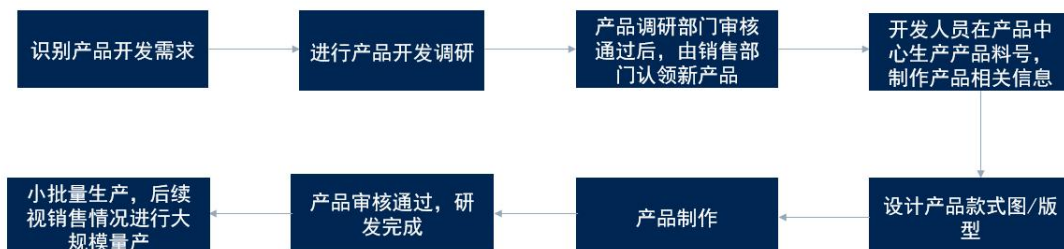
跨境电商的基础流程主要可分为采购、销售、推广、物流、交付五个环节，整体产业链可归纳为商流（主要包括跨境电商的选品/生产及库存管理环节）、信息流（主要指跨境电商的营销推广环节）、仓储物流（主要指跨境电商的履约配送环节）三个方面。而赛维时代在上述三个层面，依托领先的数字化技术，成熟的供应链基础和丰富终端营运经验，已经建立起了贯穿全链路高效运营能力。

产品研发：数据预测系统打造，提升选品准确性及快反能力

公司以服饰配饰品类为主，该品类非标准化属性明显，流行趋势变化较快，故对企业的选品及审美趋势预测能力提出较高的要求，否则易产生库存积压等问题。赛维时代成立以来，便注重底层 IT 平台的搭建和大数据技术的应用。在产品研发环节，公司通过发布会、新媒体、时尚杂志等渠道调研市场潮流，并借助 Google Trends Finder 以及自研的服装流行趋势系统，分析不同国家的热门搜索量及上升趋势，有助于提升选品准确性和迭代效率，更精准、快速地满足客户需求。

例如海外消费者尺码和面料需求多样化，且尺码是影响购买转化率的核心因素之一。据数据平台 Polar 的资料，其追踪 Shopify 品牌经营数据认为，服装类商品从购物车到购买的转化率为 1/5，剩余 4/5 的商品无法形成有效购买，主要原因是运费和尺码不确定性。而公司整合海外多区域消费者体型数据、面料特性及关键参数，并联动售后评价中的 VOC 实时反馈，构建了高精度的自有版型数据库。

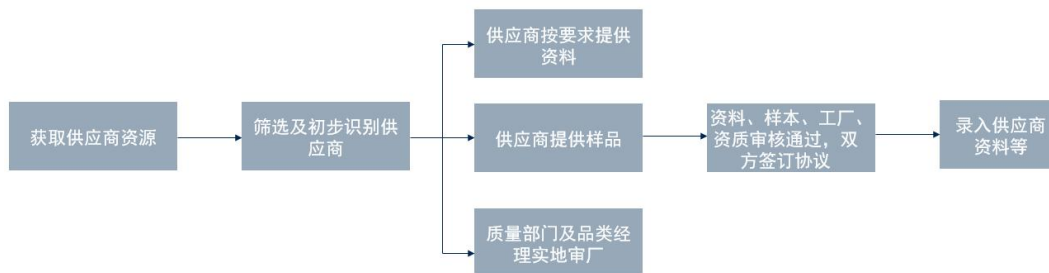
图18：赛维时代新品开发流程



资料来源：公司招股书、国信证券经济研究所整理

进一步到生产环节看，服装产品需要满足消费者个性化、快时尚的需求，因此供应链需同步调整节奏以满足“小批量、多品种、高品质”的生产要求。公司自主开发了服装柔性供应链系统，通过 GST（标准工时系统）、MES（制造企业生产过程执行管理系统）、APS（高级排程系统）等子系统对工厂全链条进行数字化，打通面辅料供应商、生产端、销售端，实现原材料配置、加工生产、成衣库存与销售的联动。公司曾在招股书中提到，供应商可通过 SCC 供应链协同系统实时获知加工厂的面辅料需求情况，缩短备货周期，实现面辅料上下游联动。在柔性供应链体系下，公司 2022 年服装试验工厂的平均生产周期可达到高效的 5-10 天。

图19: 赛维时代供应商选择流程

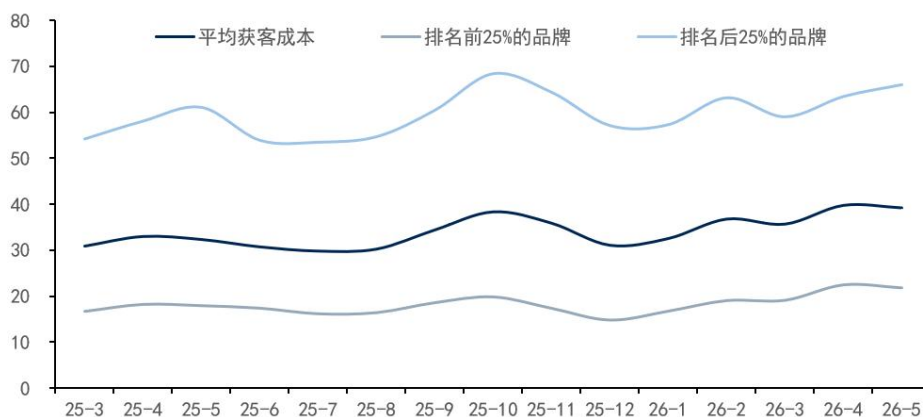


资料来源：公司招股书、国信证券经济研究所整理

营销及推广：形成以数据驱动的精准确营销投放

据数据平台 Polar 资料，其追踪 Shopify 品牌经营数据认为，整体服装类品牌获客成本（CAC）2025 年以来呈现波动上升趋势，最新 2026 年 7 月 13 日为 36.16 美元。但同时排名前 25% 的头部品牌的获客成本为 19.16 美元，受益于自然流量和品牌搜索量。

图20: 服饰及配饰类目的平均获客成本（美元）



资料来源：Polar、国信证券经济研究所整理 注：基于 Shopify 品牌经营数据整理

赛维时代针对产品营销推广，自研拥有销售预测、智能调价、CPC 广告自动投放系统。公司 CPC 广告自动投放可根据日均量、综合毛利率、退款率、库存等信息自动选择有潜力的产品，结合不同店铺的广告策略，通过 Amazon 平台开放的 API 接口自动投放广告。同时，系统也会通过 Amazon 平台开放的 API 接口自动同步广告的效果数据，并对广告进行优化和调整。

站外营销方面，公司主要通过 Facebook、Google 等渠道进行广告的投放。以 Facebook 为例，公司营销人员会结合用户的国家、年龄、喜好等维度信息及公司内部的营销策略，通过展示广告、展示关键字、搜索广告、产品链接等方式进行广告分发，对不同产品的受众进行精准投放。

从实际数据看，公司 2025 年业务推广费占总营业收入的比重从 2024 年的 15.63% 降至 14.89%。

表5: 赛维时代市场营销与推广领域的核心技术

核心技术名称	核心技术描述
销售预测	该技术运用机器学习算法分析公司历史销售数据, 预测正在销售或即将上市产品在未来不同区域仓库的销售情况, 并用以指导运营或者供应链行为
智能调价	该技术旨在实现数字化智能调价, 通过算法决策每一个产品在其生命周期的不同价格, 以实现该产品利润最大化
CPC 广告自动投放系统	该系统通过结合产品供应链数据以及产品在平台上的实时销售数据反馈自动调整 CPC 广告策略, 并不断优化广告策略, 从而达到投资回报最大化的目的

资料来源: 公司招股书、国信证券经济研究所整理

供应链物流: 履约效率持续提升, 高效物流体系实现对外输出

在仓配与分发方面, 公司一方面充分利用亚马逊 FBA 处理小件的效率优势, 与 Amazon 签订 FBA 服务协议。该模式下, 即公司将产品运抵至 Amazon 位于北美、欧洲等地的仓库后, 由 Amazon 为公司提供产品储存、派发、端配送、客户退换货等一体化、闭环式仓储物流服务。

另一方面, 为满足进一步拓展销售品类及减少对平台物流的依赖, 公司亦积极发展海外仓物流模式, 公司及子公司荣获“省级公共海外仓”称号。公司仓储端通过波次配货策略优化、智能拣货路径规划及自动化分拣等算法方案, 实现动态仓位管理与分拣效率最大化; 物流端则依托大数据实时监控, 统筹全球供应链资源, 基于服务质量、时效、成本等多重要素自动规划最优物流方案, 并通过全流程可视化管控, 大幅提升全球化运营能效。

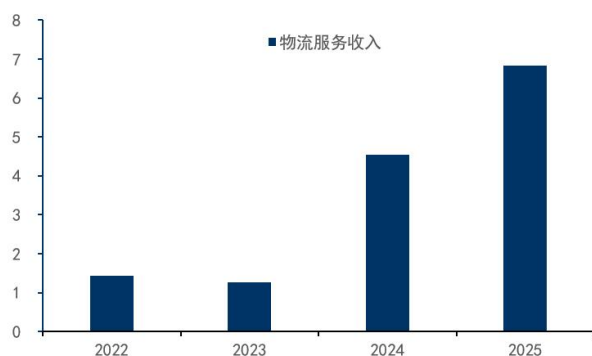
表6: 赛维时代仓储物流领域的核心技术

核心技术名称	核心技术描述
物流轨迹跟踪系统	此系统技术旨在解决供应商发货后物流信息的透明化、数字化问题。通过对接物流承运商的物流信息, 抓取尾程、头程物流轨迹, 形成基础分析数据、总数据及相应趋势图
智能运费推荐	此技术旨在解决自发货物流最优问题, 通过对接各物流商的运费时效体系, 结合用户送货区域及店铺产品运营策略进行运费或时效最优计算, 最终达到最优运费或最优时效送达客户的目的
运德共享仓储系统	此系统旨在利用蚁群算法自动生成配货波次, 以指导货品出库、入库工作, 提高仓库上架及拣货效率

资料来源: 公司招股书、国信证券经济研究所整理

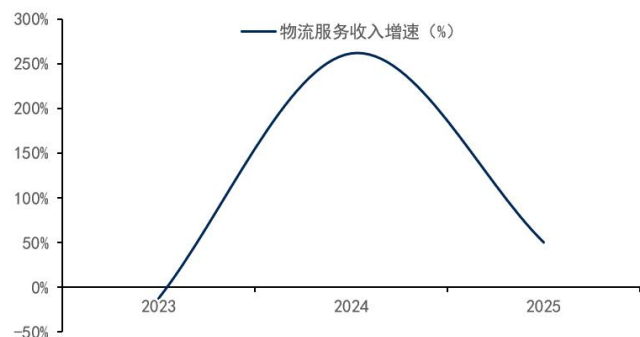
公司高效的物流服务也得到了市场认可, 形成了对外销售收入。2023-2025 年公司物流服务收入分别为 1.26/4.55/6.84 亿元, 年复合增速达到 133.22%。

图21: 赛维时代物流服务收入 (亿元)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图22: 赛维时代物流服务收入增速 (%)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

成长分析：品类多元化及渠道扩张促增长，夯实品牌力打造长期竞争力

如前文所述，公司基于全链路数字化能力，在产品开发设计、供应链、品牌孵化及运营等环节实现底层能力构建。底层能力有助于持续扩大现有品牌的市占率，以及赋能新品牌的孵化，实现品类拓展，以及在新的区域市场复制成功路径。同时公司也在积极持续投入品牌宣传投放，夯实品牌壁垒，实现量价共振。

底层能力复用，赋能品牌矩阵化

公司目前已经搭建较为完善的品牌梯队，从 2025 年各品牌的规模及增速看，头部品牌增长势能强劲，中腰部品牌孵化卓有成效。

一是公司头部品牌的规模不断扩大。2025 年家居服品牌 Ekouaer 的销售额达到 23.94 亿元，同比增长 14.98%。该品牌在亚马逊类目排名较为靠前，以 2026 年 7 月 16 日数据看，在亚马逊女士 Sleep&Lounge(睡衣与家居服)类目的 Best Sellers 前十中，有 3 款是 Ekouaer 品牌，分别排名第三、第四和第六位。

此外，男装品牌 Coofandy2025 年销售额 23.4 亿元，同比增长 6.91%。2025 年整体前五大品牌销售额规模达到 67.51 亿元，同比增长 11.7%，占服饰配饰收入的比重为 72%，是核心的收入增长来源。

表7：赛维时代前五大品牌定位及销售额

品牌名称	定位	销售额（亿元）		同比变动
		2024 年	2025 年	
Ekouaer	家居服饰	20.82	23.94	14.98%
Coofandy	男装	21.89	23.4	6.91%
Avidlove	性感时尚内衣	8.75	9.75	11.48%
Zeagoo	休闲女装	5.6	5.69	1.69%
Arshiner	儿童服饰	3.38	4.73	39.86%

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

二是采用品牌矩阵化运营模式，在服装行业多个细分赛道实施精准化、多品牌布局。服装类目是具备多线程并发可能性的品类，在流行趋势洞察、尺码及面料、柔性供应链、跨境运输等环节通过数字化、标准化改造积累底层的数字化系统后，可以在面向不同风格、不同应用场景、不同消费人群的多个品牌中高度复用，实现规模化赋能。

实际经营数据可以看到，公司女装和童装类目 2025 年均实现了显著领先整体营收的增速。2025 年女装收入 18.98 亿元，同比增长 55.13%；童装收入 5.52 亿元，同比增长 38.62%。在亚马逊女童服饰细分类目的 Best Sellers 排名中，公司童装品牌 Arshiner 在舞蹈服、上衣+短裤套装、短款针织开衫等多个细分类目排名前十。同时公司中腰部品牌不断扩大，2023-2025 年合计销售额过亿的品牌数量达到 20 余个。

表8: 赛维时代童装、女装品牌部分产品在 Best Sellers 的排名

品牌	细分类目	Best Sellers 排名
Arshiner	女童舞蹈服	3
	女童T恤	5
	女童休闲装	5
	女童上衣+短裤套装	9
	女士长款上衣	1
Zeagoo	女士领扣衬衫	1
	女士休闲连衣裙	2
	女士T恤	7

资料来源：亚马逊官网、国信证券经济研究所整理 注：摘取的部分产品，2026年7月17日数据

区域扩张强化全球化布局，构建全渠道销售体系提升品牌影响力

区域扩张方面，公司以北美市场为主，2025年占主营业务收入的比重为90.9%。而未来做强北美市场的同时，公司将强化欧洲市场的布局，该市场2025年收入同比增长21.54%，领先于整体营收的增长，占主营业务收入的比重达到7.27%。从主要市场的需求中，服装品类景气度较高。欧洲主要国家，如英国、法国、德国、西班牙等的消费者网购意向热品排行中，服装品类排名靠前。

表9: 亚马逊欧洲主要站点的热品排行

	英国	法国	德国	意大利	西班牙	荷兰
网购年龄段	25-34岁	35-49岁	25-39岁	35-44岁	16-30岁	25-45岁
网购意向热品排名	1、服装 2、鞋类 3、书籍、电影、音乐和游戏	1、服装 2、鞋类 3、消费电子产品	1、服装 2、鞋类 3、消费电子产品	1、消费电子 2、书籍、电影、音乐和游戏 3、服饰	1、服装 2、消费电子产品 3、鞋类	1、服饰配饰类 2、电子产品类 3、玩具品类

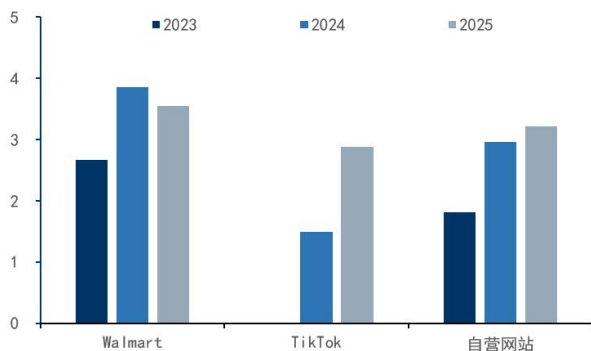
资料来源：亚马逊全球开店官网、国信证券经济研究所整理 注：

渠道扩张方面，公司持续贯彻全渠道一体化商业模式。其中线上强化亚马逊布局外，把握新兴电商平台增长机遇，进一步扩大销售规模。如2024年逐步在Tiktokshop平台加大投入力度，销售表现和增势良好。该平台2025年实现收入2.89亿元，同比增长93.52%。

线下渠道方面，海外线下零售渠道仍具备较大拓展空间，部分成熟的线上品牌积极布局线下场景以挖掘增量市场、提升品牌影响力，线上线下融合发展成为行业重要趋势。公司线下根据不同地区消费特点及不同品类品牌推广特点，组建本土化营销团队进行线下营销渠道的规划和拓展，积极Walmart、Target等全球性零售卖场、区域性大型零售卖场建立合作关系，实现渠道的多元化布局。

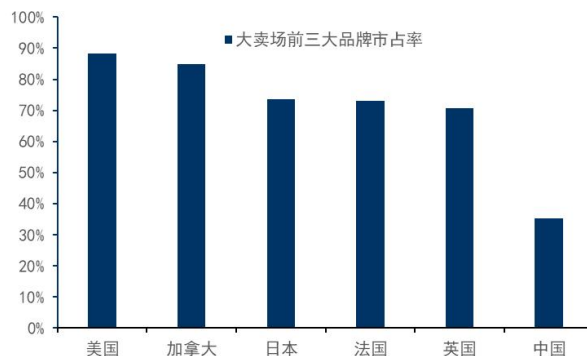
海外线下渠道较为完善，集中度高，是提升品牌势能的重要抓手。据欧睿国际数据，2025年加拿大/美国大卖场渠道的前三大品牌市占率分别达到88.2%/84.9%，英国/法国/日本大卖场渠道的前三大品牌市占率分别为70.7%/73.1%/73.6%，均高于同期中国市场的35.3%。

图23: 赛维时代其他电商渠道收入（亿元）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图24: 不同国家线下大卖场渠道前三大企业市占率（%）



资料来源：欧睿国际、国信证券经济研究所整理

加大产品升级迭代及品牌化投入，从产品出海到品牌出海

1) 产品持续迭代升级以及单一品牌下的品类衍生：一方面，公司将积极推动原有产品创新升级，从而支撑客单价的持续稳步提升，并进而推动毛利率的有效上升。公司前期的品牌化，主要是以产品来立品牌，因此持续的产品迭代升级是较为必须的。

另一方面，公司在传统品牌建立了一定品牌认知后，积极围绕使用场景进行品类衍生。如 Coofandy 品牌在衬衣和马甲树立了较强的品牌心智后，积极拓展 T-shirt、夹克、外套、裤子等新品类；以及 Ekouaer 品牌在睡衣类目这一居家场景下进一步向室外场景延伸。这种单一品牌下的品类衍生，将有助于提升品牌的复购率和连带率，从而同样强化了品牌客单价的提升。

2) 中长期品牌宣传力度的加大，塑造当地市场用户的品牌认知。长期来看，我们认为跨境电商企业需要在产品力的基础上，围绕品牌宣传层面加大投放，获取当地市场消费者的信任，才能从根本上建立运营壁垒。目前，公司在亚马逊渠道单一类目中建立了较好的心智的基础下，也在积极强化站内外投放实现进一步塑造品牌能力的打造。从实际经营数据看，公司品牌力逐步强化下，业务推广费用占营业收入的比重逐步下降，从 2024 年的 15.63% 降至 2025 年的 14.89%。

盈利预测

假设前提

◆ 收入及毛利率方面，我们分品类对公司进行分拆预测

1、服饰配饰类是公司主营品类，2025 年收入 90.94 亿元，其中 1) Coofandy 品牌销售额 23.4 亿元，该品牌主营男装类目，也是公司优势品类，未来行业层面，全球男装电商渠道销售持续提升，受益更高性价比产品供给增加及男性消费者消费需求增长。最新 2026 年上半年数据看，公司整体男装类目收入增速达到 20.2%，表现较好。

据 Fortune Business Insights 数据，2025 年全球男装市场规模 6766 亿美元，2026-2030 年复合增速 6.92%，其中电商渠道凭借便捷性、多样性和价格优势增长更快，是推动行业增长的重要角色。公司层面在品牌强化及品类拓展下将持续扩

大市场份额，以及 2025 年在成立十周年之际通过赛事赞助、名人联名等多元化路径扩大品牌影响力，预计后续影响力有望持续。我们预计 Coofandy 品牌 2026-2028 年收入分别同比增长 20%/12%/10%。

2) Ekouaer 品牌主营家居服饰，2025 年销售额 23.94 亿元，同比增长 14.98%。据 Fortune Business Insights 数据，2025 年全球睡衣及家居服市场规模 312 亿美元，预计 2026-2034 年规模复合增速 4.28%。未来在消费者追求舒适居家生活及产品升级下，以及远程办公带来的家居服和休闲服之间的界限模糊，预计 Ekouaer 品牌 2026-2028 年收入分别同比增长 18%/12%/10%。

3) Avidlove 品牌主营性感时尚内衣，2025 年销售额 9.75 亿元，同比增长 11.48%。该品类受益身体积极文化和包容性营销的兴起，未来持续增长动能较强。据 dataintel 数据，2026-2034 年全球性感内衣市场规模年复合增速 7.3%，其中北美市场拥有成熟的消费群体，且电商渠道增长更快。公司该品类运营较为成熟，多款产品位列亚马逊 Best Sellers 第一，预计 Avidlove 品牌 2026-2028 年收入分别同比增长 12%/10%/6%。

4) Arshiner 品牌主营童装，2025 年销售额 4.73 亿元，同比增长 39.86%，是增长较快的头部品牌。该品牌主要聚焦女装，尤其舞蹈服、连衣裙在亚马逊销售名列前茅，实现了较好的品牌心智，也有助于带动其他品类销售。此外联合知名 IP “Teddy Friends” 推出亲子联名系列，以 IP 营销收获市场与用户认可。行业层面，据 Fortune Business Insights 数据，2026-2034 年全球童装规模年复合增速 7.25%，其中美国增长显著。据此，预计 Arshiner 品牌 2026-2028 年收入分别同比增长 25%/15%/10%。

5) Zeagoo 品牌主营休闲女装，2025 年销售额 5.69 亿元，同比增长 1.69%。该品类通过携手国际超模，企业家等扩大品牌声量，预期未来三年成为加速增长的重要增量贡献。预计该品类 2026-2028 年收入分别同比增长 35%/20%/10%。

同时，公司其他品牌预计一方面受益于公司积极推品产品升级和拓展，渠道端强化亚马逊的同时开拓新兴电商渠道，分享渠道成长红利。同时行业层面也受益于亚马逊等平台重视和推动服饰品类的发展。我们预计其他品牌 2026-2028 年销售额分别同比增长 50%/35%/25%。

综合以上分析假设，我们预计公司 2026-2028 年服饰配饰品类分别实现收入 115.98/138.56/159.05 亿元，分别同比增长 27.54%/19.46%/14.79%。

毛利率方面，短期考虑到海外服饰电商竞争激烈、公司产品矩阵多元化带来的客单价影响，预计毛利率有所下降。不过受益公司持续推进品牌化建设，中长期毛利率有望上升。我们预计公司 2026-2028 年服饰配饰业务毛利率分别为 44.09%/43.13%/43.03%。

表 10: 赛维时代服饰配饰品类收入分拆及预测（百万元、%）

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
服饰配饰品类	4671.15	7447.10	9093.73	11598.34	13855.62	15904.59
YOY	41%	59%	22%	27.54%	19.46%	14.79%
毛利率	49.24%	47.01%	45.98%	44.09%	43.84%	44.22%
Coofandy	1455.00	2188.55	2339.85	2807.82	3144.75	3459.23
YOY	58.63%	50.42%	6.91%	20.00%	12.00%	10.00%
Ekouaer	1286.04	2081.76	2393.69	2824.55	3163.50	3479.85
YOY	41.90%	61.87%	14.98%	18.00%	12.00%	10.00%
Avidlove	629.32	874.74	975.17	1092.19	1201.41	1273.49
YOY	33.43%	39.00%	11.48%	12.00%	10.00%	6.00%
Arshiner	-	338.50	473.44	591.80	680.57	748.63
YOY	-	-	39.86%	25.00%	15.00%	10.00%
Zeagoo	227.89	559.85	569.30	768.56	922.27	1014.50
YOY	85.14%	145.67%	1.69%	35.00%	20.00%	10.00%
其他品牌	1072.90	1403.70	2342.28	3513.41	4743.11	5928.89
YOY	-	31%	67%	50.00%	35.00%	25.00%

资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理预测

2、非服饰配饰品类包括运动娱乐等产品，2025 年营收同比下降 14.79%，主要系公司主动调整和收缩品类影响，主要细分品类进一步收缩至帐篷、健身器材和户外玩具。不过，当前库存风险已降低，非服饰品类库存由 2024 年高点的 8.25 亿元回落至 2026 年 6 月末的 2.74 亿元，整体库存风险显著缓解，多数非服饰产品线库存回归至健康合理区间

短期 2026 年战略收缩下预计仍有所下滑，不过中长期持续实施策略优化与精准经营调整，推进非核心品类的减亏、增效与结构优化。预计 2026-2028 年收入分别同比下滑 22%/增长 10%/增长 8%。毛利率同样短期受清库存影响有所下滑，中长期受益于品类聚焦及战略收缩重点品类，预计稳步增长，预计 2026-2028 年非服饰配饰品类毛利率分别为 34.64%/33.46%/33.76%。

3、物流服务系基于公司跨境仓储物流体系向第三方提供物流服务产生的收入，2025 年收入 6.84 亿元，同比增长 50.36%。整体跨境电商出口景气度下，相应的仓储物流服务需求亦会增加。如商务部等就 9 部门 2024 年曾联合印发《关于拓展跨境电商出口推进海外仓建设的意见》，拓展跨境电商出口，优化海外仓布局，加快培育外贸新动能。我们预计公司物流服务收入 2026-2028 年分别同比增长 10%/8%/8%。毛利率预计在行业竞争加剧下有所下滑，预计 2026-2028 年毛利率分别为 14.59%/14.43%/14.43%。

◆ 费用预测

公司 2025 年销售费用率占比 35%左右，是影响利润的较大因素。主要包括业务推广费，占整体销售费用的 42.03%；销售平台费，占整体销售费用的 35.18%；职工薪酬费，占整体销售费用的 14.25%。

分别而言，业务推广费的占比受益于公司品牌力逐步扩大、战略性品牌聚焦带来的投放优化而有望逐步下降。销售平台费主要系亚马逊等第三方电商平台收取的交易佣金，其费用相对刚性。不过随着公司自营渠道逐步完善，且亚马逊之外的平台多元化发展带来的交易佣金比例相对更低，故而其费用占比有望逐步优化。职工薪酬方面，受益于公司积极推动人效提升而有望逐步优化。

综上所述，我们预计公司 2026-2028 年销售费用率分别为 33.97%/33.19%/33.12%。

管理费用随着公司内部降本增效及规模效益而有所降低，预计公司 2026-2028 年管理费用率分别为 1.86%/1.85%/1.84%。研发费用方面，预计公司将进一步保持较高的研发投入以增强产品力，与收入保持较为一致的增长幅度，2026-2028 年研发费用率预计保持在 0.9%左右。

◆ 资产减值损失及公允价值变动方面

考虑到公司对部分业务决议限期收缩或关停，可能带来短期库存减值计提有所增加，以及服装业务规模持续扩大下可能带来日常动态申请的 FBA 报废金额增加。我们谨慎假设未来三年资产减值损失在 0.6-1.2 亿元不等。但总体上随着业务调整步入尾声，减值损失预计呈现逐年减少趋势。此外，公允价值变动损益会有理财产品的公允价值变动收益，抵消部分资产减值损失的影响。

盈利预测结果

综合以上假设预测，我们预计公司 2026-2028 年分别实现营业收入 139.6/164.38/186.95 亿元，分别同比增长 18.14%/17.75%/13.73%。分别实现归母净利润 4.54/5.78/6.91 亿元，分别同比增长 60.59%/27.09%/19.6%。

表11：赛维时代未来三年盈利预测结果（百万元、%）

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	10,275.38	11,816.53	13,959.64	16,438.02	18,695.00
YOY	56.55%	15.00%	18.14%	17.75%	13.73%
毛利率	43.78%	42.69%	41.49%	40.76%	40.82%
销售费用率	37.78%	35.44%	33.97%	33.19%	33.12%
管理费用率	2.35%	2.13%	1.86%	1.85%	1.84%
研发费用率	1.34%	1.16%	0.91%	0.89%	0.89%
归母净利润	214.10	282.98	454.44	577.54	690.73
YOY	-36.19%	32.17%	60.59%	27.09%	19.60%

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理预测

估值与投资建议

我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间

绝对估值：28.54-30.79 元/股

首先分别对公司的盈利预测和资本成本要素进行假设：

从行业层面看，中国跨境电商行业规模在海外电商渗透率提升、电商基础设施完善，及中国优质供应链供给下，仍有持续增长空间。公司层面，作为服饰出海龙头，在产品开发设计、供应链、品牌孵化及运营等环节建立竞争优势，未来随着品类拓展、渠道扩张及产品力优化，整体成长能力较好。

按照行业和公司的发展思路，我们预计公司 2026-2028 年收入分别同比增长 18.14%/17.75%/13.73%，此后受益自身品类拓展及渠道扩张，仍有望保持稳健增长，并出于谨慎考虑，预计增速逐年放缓。毛利率及费用率则如前文盈利预测所述，中长期看呈现稳步向好趋势。

表12: 公司盈利预测假设条件 (%)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
营业收入增长率	33.70%	56.55%	15.00%	18.14%	17.75%	13.73%	12.36%	11.12%
营业成本/营业收入	54.16%	56.22%	57.31%	58.51%	59.24%	59.18%	59.12%	59.06%
管理费用/营业收入	2.35%	2.13%	1.88%	1.86%	1.85%	1.84%	1.82%	1.80%
研发费用/营业收入	1.34%	1.16%	0.90%	0.91%	0.89%	0.89%	0.89%	0.89%
销售费用/营业收入	35.67%	37.78%	35.44%	33.97%	33.19%	33.12%	33.08%	33.05%
所得税税率	13.43%	14.27%	23.26%	16.99%	18.18%	19.48%	18.21%	18.62%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

资本成本要素假设方面, 无杠杆 beta 系数参考申万跨境电商板块近五年 beta 算术平均数 1.1; 无风险利率参考十年期国债收益率取值 1.8%; 股票风险溢价取值 6.5%; 债务成本参考 5 年期以上 LPR, 取值 3.5%, 计算得出公司的 WACC 为 9.56%。永续增长率谨慎考虑, 取值 1.5%。

表13: 资本成本假设

无杠杆 Beta	1.10	T	16.99%
无风险利率	1.8%	Ka	8.95%
股票风险溢价	6.5%	有杠杆 Beta	1.16
公司股价 (元)	22.88	Ke	9.36%
发行在外股数 (百万)	406	E/(D+E)	93.56%
股票市值 (E, 百万元)	9289	D/(D+E)	6.44%
债务总额 (D, 百万元)	639	WACC	8.94%
Kd	3.5%	永续增长率 (10 年后)	1.5%

资料来源: Wind、国信证券经济研究所假设

表14: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)

		WACC 变化				
		7.9%	8.4%	8.93%	9.4%	9.9%
永续 增长 率变 化	2.5%	40.98	36.71	33.14	30.10	27.49
	2.0%	38.16	34.43	31.26	28.54	26.19
	1.5%	35.79	32.48	29.64	27.18	25.04
	1.0%	33.75	30.79	28.22	25.98	24.01
	0.5%	31.99	29.31	26.97	24.92	23.10

资料来源: Wind、国信证券经济研究所分析

按以上分析, 并采用 FCFF 估值方法对公司进行绝对估值及对应敏感性分析, 我们最终得出公司合理股价区间为 28.54-30.79 元/股, 中值为 29.64 元/股。

相对估值: 24.64-26.88 元/股

可比公司选取上, A 股市场目前主营跨境电商业务, 且以欧美市场及亚马逊平台为主的公司包括安克创新、绿联科技、致欧科技。主要系经营品类各有不同, 安克创新、绿联科技以 3C 消费电子为主, 致欧科技以家具家居为主, 赛维时代以服饰配饰为主。

其中安克创新 2025 年收入结构中, 北美市场收入占比 46.31%, 亚马逊渠道收入占比 52.29%。绿联科技 2025 年亚马逊渠道收入占比 36.81%, 是单一最大渠道, 美洲+欧洲市场收入占比 35% (2025 年前三季度数据)。致欧科技 2025 年亚马逊

B2C 渠道收入占比 54.17%，欧洲+美加地区收入占比 95.85%。

如下表财务数据所示，与可比公司相比，赛维时代整体收入处于可比公司第二位，仅次于安克创新，同时收入增长的稳定性较高。毛利率处于可比公司较高水平，但受品类结构影响而存在差异，可比性不高。公司净利率相对较低，主要系近两年主动收缩品类、消化库存等因素影响。未来公司的归母净利率水平有望逐步提升，预计 2026–2028 年分别达到 3.26%/3.51%/3.69%。

表 15: 赛维时代可比公司主要财务数据对比（亿元、%）

	指标	绿联科技	安克创新	赛维时代	致欧科技
2026 年半年度	营业收入	58.21	166.05	62.01	48.26
	yoy (%)	50.92%	29.05%	16.01%	19.32%
	归母净利润	4.31	17.02	1.66	2.46
	yoy (%)	56.90%	45.86%	-2.06%	29.16%
	毛利率 (%)	39.18%	49.82%	42.71%	35.63%
	净利率 (%)	7.40%	10.25%	2.68%	5.10%
2025 年	营业收入	94.91	305.14	118.17	87.01
	yoy (%)	53.83%	23.49%	15.00%	7.10%
	归母净利润	7.05	25.45	2.83	3.36
	yoy (%)	52.42%	20.37%	32.17%	0.67%
	毛利率 (%)	37.01%	45.07%	42.69%	34.48%
	净利率 (%)	7.43%	8.34%	2.39%	3.86%
2024 年	营业收入	61.70	247.10	102.75	81.24
	yoy (%)	28.46%	41.14%	56.55%	33.74%
	归母净利润	4.62	21.14	2.14	3.34
	yoy (%)	19.29%	30.93%	-36.19%	-19.21%
	毛利率 (%)	37.38%	43.67%	43.78%	34.65%
	净利率 (%)	7.49%	8.56%	2.08%	4.11%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

估值方面，2026 年可比公司平均 PE 估值为 21.23 倍。赛维时代未来三年预计业绩增长稳健，且在跨境服装领域属于龙头地位，我们参考平均估值给公司 2026 年 22–24 倍 PE，对应股价 24.64–26.88 元/股，中值为 25.76 元/股。

表 16: 赛维时代可比公司估值表

		股价	总市值	EPS		PE			
代码	公司简称	2026/9/9	亿元	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
300866.SZ	安克创新	128.20	744.26	5.87	7.13	8.66	21.84	17.98	14.80
301606.SZ	绿联科技	55.02	228.28	2.41	3.16	4.1	22.83	17.41	13.42
301376.SZ	致欧科技	22.62	91.04	1.19	1.5	1.82	19.01	15.08	12.43
	平均						21.23	16.82	13.55
301381.SZ	赛维时代	22.88	93.00	1.12	1.42	1.70	20.43	16.11	13.46

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理预测 注：安克创新、致欧科技、绿联科技为 wind 一致预测

投资建议

公司作为跨境电商头部企业，在产品开发设计、供应链、品牌孵化及运营等环节建立竞争优势，未来随着品类拓展、渠道扩张及产品力优化，整体成长能力较好。根据文中的假设预测，我们预计公司 2026–2028 年分别实现归母净利润 4.54/5.78/6.91 亿元，分别同比增长 60.59%/27.09%/19.6%。综合绝对及相对估值，并取二者的中值，给予公司 2026 年合理股价区间 25.76–29.64 元/股，首次覆盖给予“优于大市”评级。

风险提示

估值的风险

我们采取了绝对估值和相对估值方法，多角度综合得出公司的合理估值在 25.76-29.64 元/股之间，但该估值是建立在相关假设前提基础上的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本（WACC）的计算、TV 的假定和可比公司的估值参数的选定，都融入了很多个人的判断，进而导致估值出现偏差的风险，具体来说：

可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长率估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；

加权平均资本成本（WACC）对公司绝对估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 1.8%、风险溢价 6.5%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值偏低，从而导致公司估值高估的风险；

我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 1.5%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；

相对估值方面：我们选取了与公司业务相同或相近的跨境电商企业安克创新、绿联科技和致欧科技等的相对估值指标进行比较，选取了可比公司 2026 年加权平均 PE 作为相对估值的参考，给予公司 2026 年 22-24 倍 PE 估值，可能未充分考虑市场及该行业整体估值偏高的风险。

盈利预测的风险

- ◆ 我们假设公司未来 3 年收入增长 18.14%/17.75%/13.73%，可能存在对公司产品销量及价格预计偏乐观、进而高估未来 3 年业绩的风险。
- ◆ 我们预计公司未来 3 年毛利分别为 41.49%/40.76%/40.82%，可能存在对公司成本估计偏低、毛利高估，导致对公司未来 3 年盈利预测值高于实际值的风险。
- ◆ 我们预计公司男装品牌 Goofandy、家居服饰品牌 Ekouaer 等的销售额持续增长，若产品推新升级不及预期、未及时把握消费趋势变化，存在未来 3 年业绩预期高估的风险。
- ◆ 我们预计海外市场电商渗透率持续提升，有助于公司开拓市场。若海外消费渠道趋势发生变化，电商渗透率不及预期，可能影响公司业务拓展，存在未来 3 年业绩预期高估的风险。

经营及政策风险

对单一电商渠道过度依赖的风险：公司 2025 年营业收入中亚马逊渠道的占比达到 80%，占比较高，存在过度依赖的风险；若亚马逊自身经营出现较大的、长期的不利变动，或者外部竞争带来亚马逊渠道客户活跃度显著下降，则可能对公司业务的稳定性、盈利能力产生重大不利影响。

对单一市场过度依赖的风险：公司 2025 年营业收入中北美市场的占比达到 91%，占比较高，存在过度依赖的风险；若北美市场的关税、政策要求出现不利变动，可能对公司业务增长的稳定性和盈利能力造成影响。

平台政策变动的风险：公司采用跨境电商行业较为常见的多账号开店经营模式，在第三方电商平台经营多个店铺。虽然公司目前采用的多账号经营模式并不违反亚马逊等平台现行的有效的禁止性规定。但是，不排除未来亚马逊等改变规则对多账号运营进行限制，进而导致公司出现大量第三方电商平台店铺被关闭的情形，则公司可能面临营业收入和利润规模大幅下滑的风险，从而对公司整体经营业绩造成重大不利影响。

行业竞争加剧的风险：中国跨境电商行业景气度较高，出口规模及企业数量持续增加。随着跨境电商参与者增加，行业竞争可能加剧，不排除导致价格战等情况发生，从而对公司毛利率造成影响。

贸易保护主义和贸易摩擦风险：公司产品境外销售市场主要集中在欧美等地，若贸易摩擦进一步加剧，要求公司降价或者承担相应关税，进而对公司的经营业绩形成不利影响。

财务风险

汇率波动风险：在汇率行情变动较大的情况下，银行结售汇汇率报价可能与公司预期报价汇率存在较大差异，使公司无法按照报价汇率进行锁定，造成汇兑损失。

存货管理风险：公司开展跨境出口电商业务需准备一定比例的存货以保证销售额及提高客户体验，由于存货变现能力直接影响公司资金运用效率，如果未来公司产品不能持续紧跟市场需求变化，导致存货周转不畅、周转率下降，则可能存在存货跌价的风险。

内控风险

股东减持的风险。2025 年 8 月 21 日，公司股东共青城众腾创业投资合伙企业（有限合伙）计划在公告披露之日起十五个交易日后的三个月内，以集中竞价和/或大宗交易方式减持本公司股份合计不超过 1219.45 万股，占公司总股本比例不超过 3%。后续减持可能对二级市场股价及市场情绪造成影响。

实际控制人控制不当的风险。公司实际控制人陈文平及一致行动人，对公司重大经营决策有实质性影响。如果实际控制人利用其控制地位，通过行使表决权或其他方式对公司整体经营决策与投资计划、股利分配政策和人事任免等进行控制，将可能对其他股东利益造成不利影响。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E	利润表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	924	1120	936	936	936	营业收入	10275	11817	13960	16438	18695
应收款项	367	396	515	581	659	营业成本	5777	6772	8167	9738	11064
存货净额	1805	1277	1900	2380	2694	营业税金及附加	11	11	14	16	18
其他流动资产	130	182	215	238	282	销售费用	3882	4188	4742	5456	6191
流动资产合计	3438	3666	4255	4826	5261	管理费用	219	224	266	310	350
固定资产	77	98	74	79	83	研发费用	119	107	127	146	167
无形资产及其他	3	154	148	142	136	财务费用	(28)	2	(2)	8	9
投资性房地产	1225	905	905	905	905	投资收益	28	19	22	23	21
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	(84)	(133)	(120)	(80)	(60)
资产总计	4743	4823	5383	5952	6386	其他收入	(103)	(124)	(127)	(146)	(167)
短期借款及交易性金融负债	754	405	639	760	669	营业利润	255	382	547	706	858
应付款项	570	683	835	979	1120	营业外净收支	(5)	(13)	0	0	0
其他流动负债	248	474	444	523	644	利润总额	250	369	547	706	858
流动负债合计	1572	1562	1917	2262	2433	所得税费用	36	86	93	128	167
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	710	519	535	575	530	归属于母公司净利润	214	283	454	578	691
长期负债合计	710	519	535	575	530	现金流量表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
负债合计	2282	2081	2453	2837	2962	净利润	214	283	454	578	691
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	20	30	(42)	(18)	(2)
股东权益	2461	2742	2930	3115	3423	折旧摊销	15	21	30	35	41
负债和股东权益总计	4743	4823	5383	5952	6386	公允价值变动损失	84	133	120	80	60
关键财务与估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E	财务费用	(28)	2	(2)	8	9
每股收益	0.54	0.70	1.12	1.42	1.70	营运资本变动	(801)	943	(679)	(325)	(221)
每股红利	0.57	0.28	0.66	0.97	0.94	其它	(20)	(30)	42	18	2
每股净资产	6.15	6.80	7.22	7.67	8.43	经营活动现金流	(488)	1381	(74)	367	570
ROIC	10.20%	14.49%	20%	21%	22%	资本开支	0	64	(78)	(96)	(97)
ROE	8.70%	10.32%	16%	19%	20%	其它投资现金流	423	(477)	0	0	0
毛利率	44%	43%	41%	41%	41%	投资活动现金流	427	(413)	(78)	(96)	(97)
EBIT Margin	3%	4%	5%	5%	5%	权益性融资	4	41	0	0	0
EBITDA Margin	3%	5%	5%	5%	5%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	57%	15%	18%	18%	14%	支付股利、利息	(227)	(112)	(266)	(393)	(382)
净利润增长率	-36%	32%	61%	27%	20%	其它融资现金流	672	(590)	234	121	(91)
资产负债率	48%	43%	46%	48%	46%	融资活动现金流	222	(772)	(32)	(272)	(473)
股息率	2.5%	1.2%	2.9%	4.3%	4.1%	现金净变动	160	196	(184)	0	0
P/E	42.8	32.6	20.4	16.1	13.4	货币资金的期初余额	764	924	1120	936	936
P/B	3.7	3.4	3.2	3.0	2.7	货币资金的期末余额	924	1120	936	936	936
EV/EBITDA	40.6	21.1	17.4	15.0	13.0	企业自由现金流	0	1424	(192)	245	452
						权益自由现金流	0	834	44	360	353

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032