

(报告出品方/作者：天风证券，刘章明)

1.赛维时代：全链条出口跨境电商，品牌化转型成果初显

1.1.发展历程：全链条出口跨境电商，品牌化一路驱动发展

技术驱动的全链条跨境电商，“品牌化”战略一路驱动成长。赛维时代为一家技术驱动的出口跨境电商，主要通过第三方电商平台和垂直品类自营网站开展 B2C 业务。2012 年，公司前身深圳哲果服饰成立，早期背靠中国供应链优势，在第三方电商平台以高性价比产品获得最初客群，同时与销售端相匹配的基础平台架构也初具雏形。2016 年，公司明确了“品牌化”战略，率先发力服装赛道，品类逐渐拓宽至百货家居、运动娱乐、数码汽摩。2018 年公司再度调整战略，收缩非品牌业务，着力发展品牌精品，并顺势探索自营网站品牌运营。近年来受益于“品牌化”、“精细化”战略主线持续推进，公司综合实力有了较大提升，基础平台架构日渐完善、供应链整合能力全面提升、销售端有力驱动公司发展。

1.2.业务模式：主要开展B2C业务，B2B和物流服务作为补充

公司主要依托第三方电商平台及自营网站开展 B2C 业务，同时延伸出 B2B 和物流服务业。公司 B2C 业务通过第三方电商平台和自营网站面向全球消费者，以“品牌化”战略为主线，成功孵化多个营收过亿的自有品牌，从服装配饰优势品类拓展至百货家居、运动娱乐、数码汽摩，形成多品类、多品牌矩阵式发展。此外，公司利用信息系统能力和物流采购的规模优势，还布局了 B2B 业务和物流服务业作为补充。

技术驱动的全链路一体化流程。公司 B2C 业务以 IT 技术为底层，业务流程包括五个环节：（1）新品开发：通过流行趋势预测系统分析潮流趋势进行选品和产品迭代；（2）生产及采购：利用大数据算法制定采购计划，通过柔性供应链实现“小批量、多批次”生产；（3）仓储物流：利用信息系统匹配最佳配送方案并进行全方位物流管控；（4）营销与推广：在第三方电商平台以及 Facebook、Google 流量平台进行品牌精准营销；（5）销售：通过公司在第三方电商平台开设多家店铺以及运营独立网站进行产品销售。

图 9：2017-2022H1 毛利润（亿元）及毛利率（%）



资料来源：公司招股书，天风证券研究所

头条 @ 曹慧

1.4.2. 盈利能力：品牌化转型后业绩释放，盈利能力提升明显

总体毛利率稳中有升。2017-2022H1 毛利率分别为 61.5%/65.6%/66.2%/66.8%/62.8%/65.1%，呈上升趋势，主要由于公司品牌溢价能力不断提升。分业务来看，各业务毛利率差别较大，其中 B2C 业务毛利率最高，对综合毛利率影响较大，2022H1 年 B2C/B2B/物流服务业务毛利率分别为 67.0%/29.5%/13.3%。分渠道来看，亚马逊及自营网站毛利率明显较高，近年来非品牌业务缩减、产品结构调整及头程成本上升导致 Wish、eBay 等第三方电商平台毛利率均有下降。分产品来看，服饰配饰品类布局早，资源渠道积累深厚，毛利率较高，百货家居、运动娱乐品类受疫情催化需求旺盛，加上公司主动优化 SPU，品牌产品比重提高，推动毛利率稳步提升，但非服饰品类受短期“封号潮”及货运成本上升影响毛利率暂时回落。

期间费用率随经营效率提升略有下降。公司期间费用主要为销售费用，近年来经营效率提升，费用率有所下降。公司转型前期品牌推广和物流建设投入较多，销售费用率处于行业较高水平，2018年一度达到60.5%。2020年后销售费用率已逐步下降，主要由于公司非品牌业务调整和疫情影响，直邮发货占比下降，采用尾程费用较低的海外仓发货及备货的比例提升，降低了物流仓储费用率。2022H1亚马逊平台物流费用调整、新增海外仓投入增加，推动销售费用率略有回升。

品牌化转型后适逢疫情利好盈利能力提升明显，2019年首次转亏为盈。公司在2019年净利润回正，在2020年遇疫情红利实现高速增长，由2019年的0.54亿升至2020年的4.51亿元，2021年后受外部因素影响净利润及净利率暂时回落。公司前期品牌化转型投入孵化较长，转型成果现已逐步显现出来，盈利能力有了较大提升，看好未来增长潜力。

1.4.3. 周转率：现金流充足，存货及应收账款周转加快

随着收入规模扩大，经营活动产生的现金流持续增加，现金状况较好。2017年由于大幅增加海外仓备货，经营活动产生的现金流为负，2018年后收入规模快速增长且回款良好，带动现金流回正且不断增长，2021年公司经营活动产生的现金流量为2.53亿元。未来公司融资渠道拓宽，现金状况有望进一步优化。

应收账款周转较快，22H1

销售规模下降导致存货周转显著减慢。公司存货周转率低于其他跨境电商公司，但与服装行业上市公司接近，主要由于服饰品类占比较高，服饰类周转率相比其他品类较低，2018年后公司不断强化供应链体系，存货周转率不断提升。公司应收账款主要来自第三方电商平台，回款情况良好，应收账款周转率不断提升。2021年公司应收账款、存货、应付账款周转天数分别为14/151/58天。2022H1受销售规模下降影响，应收账款、存货、应付账款周转均不同程度减慢。

图 24：2015-2025 年全球电商零售市场规模（万亿美元）



资料来源：eMarketer，天风证券研究所

头条 @ 管慧

2.1.3.2010-2019年：进入跨境电商平台时代，享中心化红利蓬勃发展

跨境卖家入驻第三方电商平台，低门槛享受平台流量推广、支付交易、物流仓储等一系列整合资源。2010年后亚马逊、Wish等平台相继在中国招商。以亚马逊为例，卖家在平台购买物流时效性更高的FBA服务后，只需承担将产品运至FBA仓的头程物流费用以及FBA增值服务费，即能以较低的物流仓储成本极大提升买家消费体验，购买了FBA服务的商家产品还能升级为Prime会员商品，增加曝光率，进一步获得优质会员客户粘性。

大量卖家入驻平台，享中心化红利跨境电商蓬勃发展。亚马逊采取FBA物流+Prime会员模式赋能中小卖家实现轻资产盈利，吸引了大量卖家入驻平台，在2010-2019十年间，亚马逊第三方卖家数量由130万迅速扩张至800万。最早入驻平台的卖家具有较强的先发优势，根据Marketplace Pulse统计，2015年前一万名卖家中有70%在亚马逊上的第四年仍然是活跃卖家。然而

，部分卖家逐渐丧失了对品牌和供应链把控的核心竞争力，对中心化平台的依附日益加深，与之对应的是平台强势和议价权增强。经历了近十年的蓬勃发展后，中心化平台红利逐渐收缩。

2.1.4.2020年-至今：注重品牌运营，增长模式多元化升级

第三方电商平台政策趋严，发展空间收窄。疫情加速线上消费需求增长，根据 eMarketer，全球电商渗透率由 2019 年的 13.8% 迅速提升至 2020 年的 17.8%，借此发展契机，大量卖家涌入第三方电商平台。与此同时，平台物流仓储资源拥挤导致运营成本上升，监管政策也趋于严格，2021 年亚马逊开始了大规模封号潮，对中国跨境卖家影响颇深。中国卖家在亚马逊头部卖家中的占比曾一度平稳上升，在疫情初期由于海外消费者对“中国制造”需求上涨，中国跨境卖家在平台表现由短期下跌到加速上升，2020 年末达到高点，但随后整个 2021 年表现呈波动下滑。随着疫情初期国内供给红利耗尽，平台优胜劣汰加剧，倒逼跨境商家商业模式升级。

品牌运营渠道多元化，DTC

独立站模式逐渐成熟。近年来跨境卖家自建独立站已成为趋势。相比第三方电商平台，独立站能够与消费者直接建立联系，获取用户一手数据以反哺产品研发及供应链环节，然而，由于缺少第三方平台的天然流量与背书，独立站运营对品牌建设的精细度要求提升，需要卖家自行投放营销推广、搭建物流支付等基础硬件，Shopify 等 SaaS

平台的成熟简化了这一过程，为跨境卖家提供了低成本建站维护的工具。受疫情影响跨境电商景气度上行，跨境 SaaS 服务商融资热度也在 2021 年激增，据艾瑞咨询统计，融资事件多达 38 起，2022 年热度有望持续，侧面印证了跨境电商对于多元化渠道的需求旺盛。

图 31：公司在亚马逊平台收入（亿元）及增速（%）



资料来源：公司招股书，天风证券研究所

头条 @ 智慧

3.1.销售端：渠道布局逐渐成熟，营销产品发力构筑品牌壁垒

3.1.1.渠道：品牌化转型持续推进，重点布局亚马逊平台和自营网站

“品牌化”战略持续推进，渠道布局几经调整，精细化经营成果显现。公司早期以泛品铺货为主，自 2016 年明确品牌化转型以来，渠道布局依据品牌孵化阶段几经调整。公司前期主要以亚马逊、Wish、eBay 等第三方电商平台为主，2018 年起重点培育自营网站发展，使之迅速成为新增长点。伴随品牌孵化初步成熟，盈利能力增强，公司逐步调减前期用于支持品牌孵化的非品牌业务，Wish、eBay 以及自营网站规模均有所收缩。2019-2021 年，公司 B2C 业务订单量虽有下降，但总体销售收入稳步上涨，业务调整带来的精细化经营成果逐渐显现。目前渠道暂时向亚马逊集中，但自营网站与公司品牌战略相符，长期来看仍为重点布局。

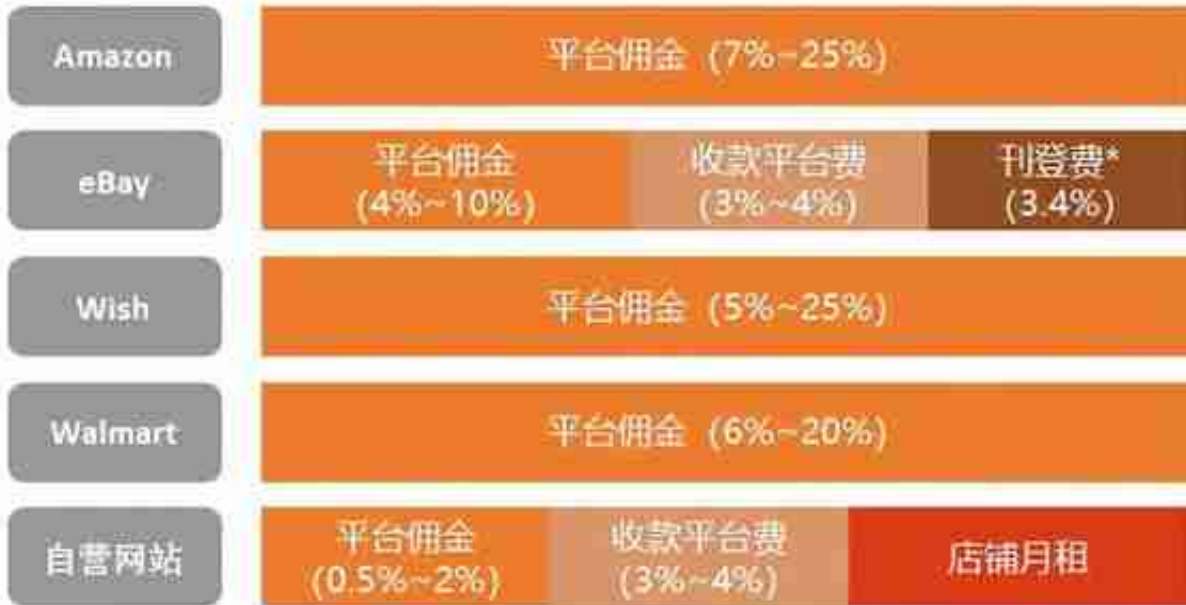
第三方电商平台中亚马逊为主力渠道，前期借助中心化平台红利期抢占流量基础。

公司以 亚马逊为公司品牌化的主要渠道，早期利用第三方电商平台红利期抢占流量基础，并布局 eBay、Wish 等第三方平台发展非品牌的综合品类业务，后期 Wish、eBay 平台收入已由 2017 年的 2.64/2.72 亿元分别降至 2021 年的 0.12/0.75 亿元。如今第三方电商平台竞争加剧，但公司已在亚马逊平台具备先发优势，Avidlove、Ekouaer、Coofandy、ANCHEER 等多个品牌 的多款产品均处于亚马逊 Best Sellers 细分品类前五。

后期探索自营网站运营，在 2020 年取得初步发展。公司有多个自营网站，各网站之间差别较大，头部效应明显，总体来看，自营网站在 2019-2020 年发展迅速，2021 年后非品牌业务缩减，SPU、用户数、复购率均有所下降，但平均客单价呈上升趋势。选取公司目前主要 两大自营网站品牌来看，精品女装品牌 Sheshow 和复古礼服裙品牌 Retro stage 均在 2020 年实现了收入及毛利率的较大增长，且自营网站两年毛利率均高于公司服饰品类整体毛利率。

与自营网站相比，第三方电商平台以产品为导向，品牌资产转化较低。亚马逊不仅拥有全球最多的电商网站流量，还担任相当一部分搜索引擎的角色，由于入驻商家全面广泛，消费者将其作为购买时信息搜集、价格比较的网站，单个品牌很难在消费者比价的过程中建立品牌形象进行心智占领。如在亚马逊搜索 “Sheshow” 品牌，其搜索结果页面侧栏提供产品参数，能够直接将消费者导向符合需要的产品，但该过程弱化了消费者对于品牌系列及整体风格的记忆。

图 43：2021 年第三方电商平台及自营网站的平台费用构成



资料来源：公司招股书，天风证券研究所

头条 @ 管是

自营网站已有一定流量基础，随着站外推广加强，品牌壁垒有望加深。目前，自营网站主要有 Facebook、Google、网络达人推广、Amazon 站外 Deal 折扣网站等几种站外推广形式。

以公司两大主要自营网站流量来源构成来看，直接访问占比最高，约 40%-60%，社交、搜索占比分别为 10%-20%左右。根据 Similar Web，公司两大自营网站 Sheshow 和 Retro stage

以品牌关键字搜索产生的浏览量占比均达到

30%以上，说明公司自营网站已具备一定的品牌知名度，但需持续通过 Instagram、Facebook 等传播推广以加强知名度和心智占领，提升社交、搜索的流量来源占比，加深品牌流量壁垒。

3.1.3.产品：多品类延伸，打造精品能力增强

品类延伸能力强，形成多品牌多品类矩阵式发展。公司早期以服饰品类起家，逐步延伸品类，现已涵盖服饰配饰、百货家居、运动娱乐、数码汽摩等，较好满足差异化需求，并通过多品类对同一消费群体加强覆盖，实现品牌、品类间协同效应。疫情催化下百货家居、

运动娱乐等品类需求上行，有力促进了收入多元化增长。2019-2021年，公司营收过亿的品牌复合增长率为 50.45%。

通过调整产品结构，打造精品能力不断增强。公司主动精简SKU，调整产品结构，2019年起各平台非品牌产品减少，SKU数量呈下降趋势。2020年各品类销售额集中度均有所上升，2021年服饰配饰、百货家居、运动娱乐、数码汽摩销售额超过千万的SPU分别为40/18/29/5个，相对2019年有较大提升。

3.2.供应链：柔性供应链+全面物流仓储布局

3.2.1.自研服装柔性供应链，加快供应链响应速度

自研服装柔性供应链，加快供应链响应速度。基于时尚产业“小批量、多批次”的生产特点，公司自行研发服饰柔性供应链，规划最优生产方案，应用于公司内部服装试验工厂和60余家第三方外协加工厂。2021年平均生产周期达到5-10天，同比下降15天。目前公司拟以1.65亿元投资时尚产业供应链及运营中心系统建设项目，进一步缩短生产周期，降低库存压力，加快供应链响应速度。

图 59：各仓库仓储费占比 (%)



资料来源：公司招股书，天风证券研究所

头条 @ 管理

3.3.基础平台层：以IT技术为基搭建“小前端+大中台”组织结构

3.3.1. “阿米巴”模式塑造前端快速响应能力

“阿米巴”经营模式，前端迅速响应。公司在产品设计、销售运营环节引入“阿米巴”经营模式，设置多个小团队，全员参与管理，企业氛围较好，尤其对于服饰品类这种生产周期短、迭代较快的非标品，有助于开发各式风格、功能、定位不同的品牌产品线，快速抓住流行趋势。

3.3.2.底层IT技术为支撑，大中台赋能前端

注重底层 IT

平台的搭建及大数据能力的应用，以技术赋能前端决策和执行。公司“大中台”整合共享资源，涵盖供应链、生产、物流、仓储系统、财务、人力资源和信息系统，建立起全链路数字化系统，核心技术贯穿产品开发设计、采购、生产、营销推广等环节，同时作为公司行使中央管控与监督的执行载体，为前端和中台的良性互动

奠定坚实基础。2019-2022H1 公司核心技术产品收入占总营收比重为 99.99%/99.96%/99.96%/99.87%。

(本文仅供参考，不代表我们的任何投资建议。如需使用相关信息，请参阅报告原文。)

精选报告来源：【未来智库】[\[链接\]](#)