

品牌出海系列—— SHEIN的竞争力、机遇与定价探讨

行业研究 · 行业专题

纺织服饰

投资评级：优于大市（维持）

证券分析师：丁诗洁

0755-81981391

dingshijie@guosen.com.cn

S0980520040004

证券分析师：刘佳琪

010-88005446

liujiaqi@guosen.com.cn

S0980523070003

01

公司概况：从品牌走向平台的时尚跨境电商巨头，上市进程取得进展

02

竞争力对比：效率起家、品牌致胜

03

风险与机遇：平台竞争与关税稀释低价优势，拓展区域与品类、延伸品牌心智

04

行业估值体系梳理

05

风险提示

- **公司概况：从品牌走向平台的时尚跨境电商巨头，上市进程取得进展。** SHEIN创办于2012年，2023年正式推出销售其他品牌产品的商城，完成从自营品牌到平台的跃迁，现为全球最大的线上时尚目的地。公司发展迅速，近三年净收入复合增速14.2%，2025年净收入418亿美元、净利润21亿美元、活跃顾客2.73亿。平台化发展是公司近期的显著变化：服务收入占净收入的比重从2023年的不足3%升至2025年的11.3%，2026年一季度进一步升至14.3%。小单快返（LATR）模式是公司的核心竞争力，数据驱动的柔性供应链，兼顾丰富供给、快速上新与低库存。2026年7月26日希音国际通过港交所聆讯，招股书披露大股东许仰天持股33.0%、苗苗持股17.4%。
- **竞争力对比：效率起家、品牌致胜。** 相比国际头部服饰品牌，SHEIN赢在效率，小单快反柔性供应链与DTC模式助力其在时尚行业异军突起，2025年全球时尚市场份额居第三。加价倍率低、周转快，为消费者提供高性价比且选择丰富的时尚服饰，但比其他头部服饰品牌盈利能力较弱。相比国内头部跨境卖家，SHEIN规模大幅领先，核心在于品牌与渠道自主，品牌心智助力其打开了收入规模延伸空间。相比其他海外电商平台，SHEIN赢在时尚基因，比本地平台龙头在下单频次、本地化服务和盈利水平上仍有提升空间；在“跨境四小龙”中客单价占优，单位经济的盈利潜力最佳，而在关税政策变化下集体加强本地履约服务。
- **风险与机遇：平台竞争与关税稀释低价优势，拓展区域与品类、延伸品牌心智。** 近期SHEIN主要面临两方面压力：1）跨境四小龙贴身竞争推高获客成本；2）小包直邮关税成本上升稀释低价优势。而化解危机的方式也是公司发展的新机遇：1）平台化发展，在增加本地化履约情况下实现降本增效，单位经济改善；2）区域增长引擎切换，拓展欧美外新兴市场；3）品牌化升级，进一步利用供应链效率与独立站时尚心智入口，携手品牌商家、设计师打造丰富品牌矩阵，有助于放大规模、扩张价位段并撬动盈利杠杆。
- **行业估值体系梳理。** 纵观可比公司定价，无论是品牌服饰或电商平台，估值居前的标的共性是持续增长和较高的盈利率可预期。对于服饰品牌，在成长性和盈利率均占优的情况下拥有20X-40X的PE，而两者不可兼得的情况下估值可能下探至8-11X，其中若有品牌溢价和盈利优势、尽管短期利润承压的品牌，估值也相对较好；对于海外电商平台，上市公司体系内常有盈利能力更强的其他业务板块共同提升业绩，对于盈利能力强且快速增长的平台，市场给出25X-40X的PE，增长平缓盈利稳定给出15x左右的PE，而预期增长乏力且存在盈利下行压力的平台估值或降至10X上下。
- **风险提示：** 1、国际贸易政策的不利调整；2、全球宏观经济与消费表现不及预期；3、行业恶性竞争加剧；4、供应链与合规风险；5、数据安全与隐私风险；6、IPO进程及发行估值不及预期。

一、公司概况：从品牌走向平台的时尚跨境电商巨头，上市进程取得进展

发展历程：十四年发展至全球最大线上时尚目的地，2023 年商城上线开启平台化



- 品牌崛起阶段（2012-2021）：自建柔性供应链小单快反与纯线上直达模式，2014 年试行 LATR 计划、2015 年推出手机 App，以数字化设计直连全球消费者；活跃顾客自 2018 年破千万、2020 年破 5,000 万至 2021 年破亿，用户资产逐级抬升，2022 年全年净收入超 200 亿美元，验证品牌规模化。
- 平台化跃升阶段（2023 年起）：2023 年正式推出销售其他品牌产品的商城，完成从单一品牌走向平台的跃迁；设计师生态自 2021 年 SHEIN X 计划起步，2025 年升级演进为 SHEIN Xcelerator 计划，供给端生态持续扩容。2025年公司年净收入达418亿美金，活跃顾客 2.73亿，员工超1.7万人。

表：公司发展里程碑

年份	事项
2012	由四位创始人创办
2013	创立主要品牌 SHEIN
2014	试行 LATR 计划
2015	推出手机 app SHEIN
2018	年度活跃顾客破千万
2020	年度活跃顾客破 5,000 万
2021	启动 SHEIN X 计划；年度活跃顾客破亿
2022	全年净收入超 200 亿美元
2023	正式推出销售其他品牌产品的商城
2024	年度活跃顾客破 2 亿
2025	推出 SHEIN Xcelerator 计划（SHEIN X 的升级演进版）

资料来源：公司招股书，国信证券经济研究所整理

表：招股书关键财务与经营指标

单位：百万美元		FY2023	FY2024	FY2025	FY2026Q1
财务数据					
净收入	金额	32,103	38,748	41,847	9,052
	YoY	41.1%	20.7%	8.0%	1.1%
毛利	金额	19,326	23,499	28,414	6,373
	毛利率	60.2%	60.6%	67.9%	70.4%
	YoY		21.6%	20.9%	13.5%
经营利润	金额	1,376	966	1,707	258
	经营利润率	4.3%	2.5%	4.1%	2.9%
	YoY		-29.8%	76.7%	-25.9%
净利润	金额	2,789	3,365	2,064	-99
	净利率	8.7%	8.7%	4.9%	-1.1%
	YoY		20.7%	-38.7%	-125.1%
经调净利润	金额	1,643	1,119	1,816	271
	净利率	5.1%	2.9%	4.3%	3.0%
	YoY		-31.9%	62.3%	-38.4%
用户数据		2023	2024	2025	2026Q1 (LTM)
活跃顾客	数量（百万）	186	230	273	281
	YoY		23.7%	18.7%	16.6%
顾客下单频率	次数	3.8	4.0	4.0	3.9
	YoY		5.3%	-	-2.5%
总订单	数量（百万）	715	919	1,078	1,090
	YoY		28.5%	17.3%	12.4%

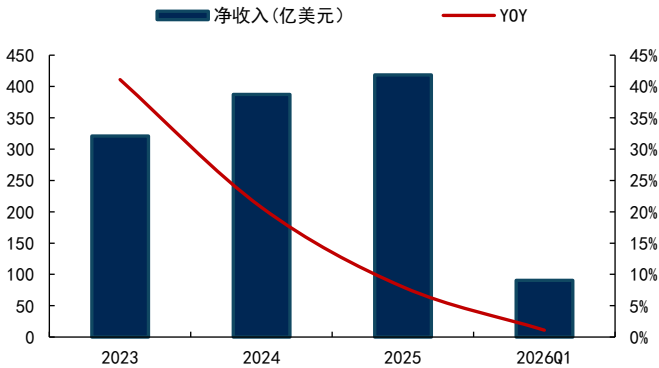
资料来源：公司招股书（2026Q1 未经审计；同比为计算值），国信证券经济研究所整理

规模现状：2025年净收入418亿美元、活跃顾客2.73亿，用户保持双位数增长



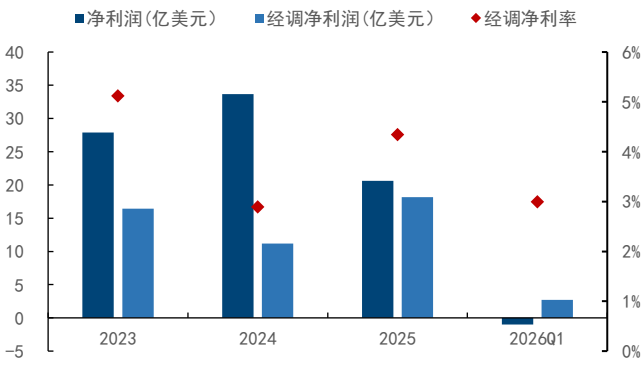
- 收入：**2023-2025年净收入复合增速14.2%，2025年同比+8.0%至418.5亿美元，2026Q1同比+1.1%至90.5亿美元，增速换挡与关税成本显性化、平台竞争加剧同期发生；总订单量与活跃顾客增速持续快于收入增速，反映单价与收入结构变化。
- 利润：**2024/2025/2026Q1年经调净利润同比分别-31.9%/62.3%/-38.4%，2025年净利率4.9%，较2024年8.7%回落，主因营销费用率自10.7%升至14.8%、履约费用率自43.5%升至45.6%的战略投入；2025年净利润/经调净利润分别20.6亿美元/18.2亿美元，2026Q1净亏损/经调净利润分别-0.99亿美元/2.7亿美元，差距主因股权激励与优先股公允价值变动等非现金项目。
- 用户资产：**活跃顾客2023-2025年复合增速21.2%，截至2026Q1末的12个月增长16.6%，持续快于净收入增速；根据彭博，公司全球MAU2026年上半年同比约+13%，同样呈现较快增长。

图：SHEIN 净收入及同比增长



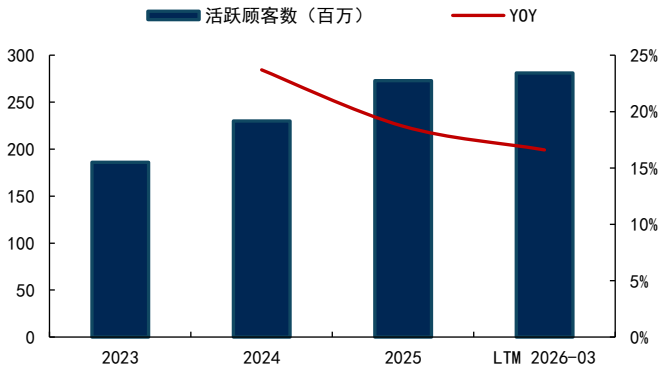
资料来源：公司招股书，国信证券经济研究所整理

图：SHEIN 净利润、经调整净利润及比率



资料来源：公司招股书，国信证券经济研究所整理

图：活跃股客户及同比



资料来源：公司招股书，国信证券经济研究所整理

商业模式：自有品牌基本盘叠加商城平台化，服务收入占比两年升至14.3%



- 1P自营基本盘：2025年收入规模371亿美金，同比增长5%，构成收入基本盘。核心模式是数字化设计叠加小单快反（LATR），自有品牌、买断库存、自主定价；截至2025-12-31仅1P第一方模式在售服装款式超200万，2025年顾客下单频次4.0次。
- 3P商城平台化第二曲线：2023年推出销售其他品牌产品的商城，服务收入由佣金、物流、广告等平台服务构成；服务收入2024年33.97亿美元放量、2025年47.40亿美元（占净收入11.3%），2026Q1占比进一步升至14.3%；招股书未披露具体变现率，我们假设按行业常见综合变现率10%-15%取中间值12.5%估算，2025年商城交易额约380亿美元，2026Q1约104亿美元（年化约415亿），与产品收入规模相当。
- 平台化打开品类空间：服务收入毛利率结构性高于产品收入，正处于快速发展中，特色方面例如SHEIN X 与 SHEIN Xcelerator 构建设计师供给生态；品类延伸打开市场空间，参考招股书行业空间，2025年家居及生活14,078亿、家电及电子产品14,410亿、美妆及个人护理6,135亿美元，各品类市场规模与服饰市场旗鼓相当。

图：SHEIN收入类型结构

单位：百万美元		FY2023	FY2024	FY2025	FY2026Q1
类型	项目	2023/12/31	2024/12/31	2025/12/31	2026/3/31
总收入	金额	32,103	38,748	41,847	9,052
	YoY	41.1%	20.7%	8.0%	1.1%
分类型收入					
产品	金额	31,235	35,351	37,107	7,757
	YoY		13.2%	5.0%	-0.1%
	占比	97.3%	91.2%	88.7%	85.7%
服务	金额	868	3,397	4,740	1,295
	YoY		291.4%	39.5%	9.1%
	占比	2.7%	8.8%	11.3%	14.3%
分地区收入					
美国	金额	9,454	10,464	10,101	2,040
	YoY		10.7%	-3.5%	-14.3%
	占比	29.4%	27.0%	24.1%	22.5%
欧洲	金额	10,214	13,603	14,802	2,908
	YoY		33.2%	8.8%	2.3%
	占比	31.8%	35.1%	35.4%	32.1%
其他地区	金额	12,435	14,681	16,944	4,104
	YoY		18.1%	15.4%	10.1%
	占比	38.7%	37.9%	40.5%	45.3%
分品类收入					
服装	金额	22,080	25,068	26,707	5,562
	YoY		13.5%	6.5%	0.3%
	占比	68.8%	64.7%	63.8%	61.4%
其他	金额	10,023	13,680	15,140	3,490
	YoY		36.5%	10.7%	2.5%
	占比	31.2%	35.3%	36.2%	38.6%

资料来源：公司招股书，国信证券经济研究所整理

成本费用：2025与2026Q1销售成本持续下降，履约费用和营销费用快速增长



- 由于公司的自营和商场业务的财务结构有明显区别，直接比较各项成本和费用占净收入比率的意义不大，我们以推算的GMV增速最为参考指标，与各项成本费用的增速进行对比。
- 销售成本：**2024年同比增长19.3%，高于产品收入13.2%的增幅，而随后2025全年与2026Q1销售成本转为下滑，分别同比-11.9%和-19.8%，同期公司产品收入分别同比增长5%和-0.1%，说明1P业务降本效果明显。
- 主要费用：**
 - 履约费用：**2024/2025年履约费用同比增长24.8%和13.2%，虽然呈现双位数增长，但均低于推算的GMV增速，说明可比口径下的履约费用率实现了优化，而2026Q1情况发生变化，推算的GMV增速约4.5%，履约费用增长了12.8%，说明可比口径的履约费用率有所回升；
 - 营销费用：**2024年营销费用同比增长20.4%，相比产品收入增速更快但相比GMV增长而言实现了费用优化；2025年和2026Q1营销费用增长提速，分别增长近50%和30%，而同期GMV增长降速至20%以下和个位数水平，营销费用率上升明显；
 - 技术及内容费用和一般行政费用：**占比较低，近年间也保持相对稳定。

图：SHEIN成本和费用变化

单位：百万美元		FY2023	FY2024	FY2025	FY2026Q1
类型	项目	2023/12/31	2024/12/31	2025/12/31	2026/3/31
净收入	金额	32,103	38,748	41,847	9,052
	YoY	41.1%	20.7%	8.0%	1.1%
推算GMV	金额	37,022	57,998	68,707	16,390
	YoY	62.7%	56.7%	18.5%	4.5%
分类型收入					
产品	金额	31,235	35,351	37,107	7,757
	YoY		13.2%	5.0%	-0.1%
服务	金额	868	3,397	4,740	1,295
	YoY		291.4%	39.5%	9.1%
成本和费用					
销售成本	金额	12,777	15,249	13,433	2,679
	比产品收入	40.9%	43.1%	36.2%	34.5%
	YoY		19.3%	-11.9%	-19.8%
履约费用	金额	13,501	16,847	19,072	4,322
	比GMV	36.5%	29.0%	27.8%	26.4%
	YoY		24.8%	13.2%	12.8%
营销费用	金额	3,453	4,159	6,191	1,430
	比GMV	9.3%	7.2%	9.0%	8.7%
	YoY		20.4%	48.9%	31.4%
技术及内容费用	金额	668	849	896	241
	比净收入	2.1%	2.2%	2.1%	2.7%
	YoY		27.1%	5.5%	9.5%
一般及行政费用	金额	328	678	548	122
	比净收入	1.0%	1.7%	1.3%	1.3%
	YoY		106.7%	-19.2%	-3.2%

资料来源：公司招股书，国信证券经济研究所整理
注：假设每年服务收入占商城GMV15%，推算GMV=产品收入+服务收入/15%

小单快返（LATR）：数据驱动的柔性供应链，兼顾丰富供给、快速上新与低库存

- 模式内涵：** LATR即“大规模自动化小单快返”，是SHEIN以按需生产和小批量制造为特征的专有运营模式。其核心并非单纯缩短生产周期，而是通过数字化工具，将商品测试、需求判断、生产返单与全球履约连接为持续迭代的供需闭环。
- 运行机制：** 新品通常先以约100 - 200件的小批量首单上线，以较低的前期投入测试市场需求；平台根据实时销售数据及消费者反馈判断商品表现，对于销售较好的款式快速追加订单。热门商品可在最快5天内完成补货，从而提高新品试错效率与对潮流变化的响应速度。
- 规模化基础：** 小批量试销及返单流程可在大量新品中自动化、规模化运行。端到端智能供应链系统连接供应商产能、生产进度与订单信息，并将订单自动匹配至合适的合作伙伴；叠加敏捷的全球履约网络，使小单快返能够在保持效率的同时支持大规模、多款式供给。
- 经营意义：** 该模式以真实需求替代传统预测式备货，有助于降低前期生产投入、库存积压及资源浪费；对于已验证的爆款，则能够迅速放大供给，以兼顾款式丰富度、上新速度与库存管理效率。招股书披露，截至2025年末及2026年一季度末，公司1P在售服装款式已超过200万，2025年存货周转天数为36天。

图：公司LATR运营模式



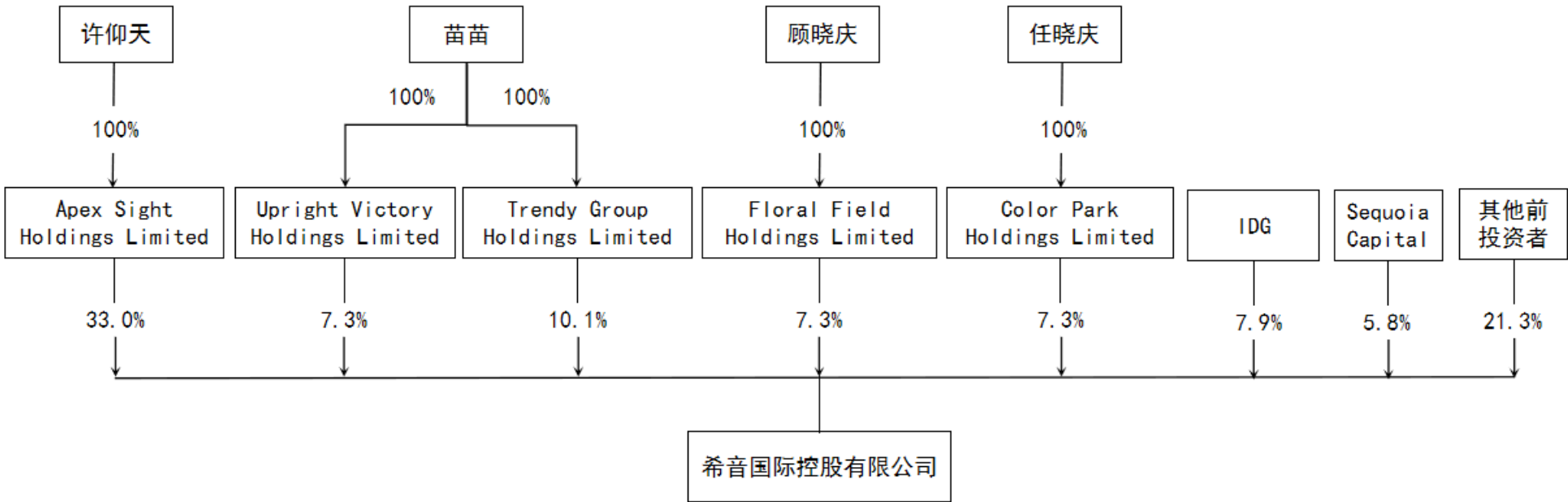
资料来源：公司招股书，国信证券经济研究所整理

股权结构：创始人许仰天为第一大股东，创始团队及核心成员合计持股65%



- 创始人许仰天通过旗下公司ApexSightHoldingsLimited持有希音国际约33.0%的股份，是第一大股东。同时，苗苗、顾晓庆、任晓庆等早期核心成员也共持有32%的股权。按照招股书披露的持股结构，创始团队及核心成员共持有65%的股权。

图：公司董事会与高管成员介绍



资料来源：公司招股书，国信证券经济研究所整理

- 董事会由许仰天执掌，他同时担任董事会主席和首席执行官，是公司的创始人。顾晓庆、苗苗、任晓庆三位联合创始人均出任执行董事，其中顾晓庆兼任首席产品官，苗苗兼任首席运营官。几人在创业前就曾共事多年，核心班子配合时间长、稳定性高。首席技术官许浩同样自公司成立起便在任，技术一脉相承。职业经理人方面，首席财务官桂镭于2021年加入，此前曾在eBay、PayPal和VIPKid担任财务负责人，兼具跨境电商业财经验和资本运作背景，为公司上市铺路。公司秘书郭恩廷在企业管治与合规领域深耕十余年，持有多项中国香港及国际公司治理专业资格。

图：公司董事会与高管成员介绍

姓名	职务	性别	出生年份	年龄	简介
许仰天	董事会主席、执行董事、首席执行官、薪酬委员会成员、提名委员会成员	男	1984	42	许仰天先生，又名SkyYangtianXu，为本公司创始人，自公司成立起担任本公司董事会主席、执行董事兼首席执行官。创立本公司前，许先生与其他联合创始人曾一同在一家给出口企业提供SEM(搜索引擎整合营销)服务的公司工作。许先生于2007年获得青岛理工大学国际贸易学士学位。
苗苗	执行董事、首席运营官、薪酬委员会成员、提名委员会成员	女	1985	41	苗苗女士，又名MollyMiaoMiao，为本公司联合创始人，自公司成立起担任执行董事，并自2017年起担任首席运营官。苗女士还担任本公司某些附属公司的董事／高级管理人员。创立本公司前，苗女士与许先生及其他联合创始人曾一同在一家给出口企业提供SEM(搜索引擎整合营销)服务的公司工作。苗女士于2007年获得南京邮电大学管理学学士学位。
顾晓庆	执行董事、首席产品官	女	1982	44	顾晓庆女士，又名MaggieXiaoqingGu，为本公司联合创始人，自公司成立起担任执行董事，并自2017年起担任首席产品官。顾女士还担任本公司某些附属公司的董事／高级管理人员。创立本公司前，顾女士与许先生及其他联合创始人曾一同在一家给出口企业提供SEM(搜索引擎整合营销)服务的公司工作。顾女士于2005年获得南京工业大学文学学士学位。
任晓庆	执行董事	男	1986	40	任晓庆先生，又名TonyXiaoqingRen，为本公司联合创始人，自公司成立起担任执行董事。任先生还担任本公司某些附属公司的董事／高级管理人员。此前，任先生自2017年起担任本公司首席供应链官。创立本公司前，任先生与许先生及其他联合创始人曾一同在一家给出口企业提供SEM(搜索引擎整合营销)服务的公司工作。任先生于2007年获得南京工业大学管理学学士学位。
桂镭	首席财务官	男	1970	56	桂镭先生，自2021年3月起担任本公司首席财务官。加入本集团之前，桂先生在2020年5月至2021年2月期间担任VIPKid首席财务官，并于2005年1月至2020年5月期间于eBay与PayPal担任多个职位，包括eBay与PayPal的大中华区首席财务官、eBay亚太区跨境贸易首席财务官、eBay国际跨境贸易首席财务官。桂先生于1990年获得武汉大学遗传学学士学位，于1995年获得美国莱斯大学分子生物学硕士学位，1999年获得加拿大多伦多大学工商管理硕士学位。
许浩	首席技术官	男	1988	38	许浩先生，自公司成立起担任本公司首席技术官。许先生于2010年获得南京农业大学计算机科学与技术学士学位。
郭恩廷	公司秘书	女	--	--	郭恩廷女士于企业管治、公司秘书和合规范畴拥有超过12年丰富经验。她目前担任香港中央证券登记有限公司企业实体解决方案部高级经理。郭女士持有中国香港树仁大学工商管理学士学位。彼为中国香港公司治理公会(「中国香港公司治理公会」)及英国特许公司治理公会之资深会员并同时拥有由中国香港公司治理公会颁授之执业资格。此外，郭女士获欧洲金融分析师联合会(EFFAS)认证为环境、社会及管治分析师(CESGA®)及为国际可持续发展协进会(ICSD)认证之ESG策划师(CEP®)。彼亦持有全球风险管理专业人士协会(GARP®)颁发的可持续性气候风险(SCR®)认证。

资料来源：公司招股书，国信证券经济研究所整理

- 自2014年以来希音经过多轮融资，2022年达到最高估值982亿美元，随后2023-2024年估值回落在640亿美元。
- 2026年公司上市进程取得实质性进展。2026年7月10日中国证监会出具《境外发行上市备案通知书》（国合函〔2026〕1672号），拟发行不超过341,613,000股境外上市普通股并在中国香港联交所上市，备案有效期12个月；2026年7月26日希音国际通过港交所聆讯，公布聆讯后资料集。

图：SHEIN各轮融资投前估值

轮次	协议日期	投前估值	募集金额	每股成本
A 轮	2014-09	5,300 万美元	500 万美元	0.01 美元
B 轮	2016-04	人民币 11 亿元	人民币 1.69 亿元	人民币 0.36 元
C 轮	2018-06/07	24 亿美元	2.43 亿美元	0.67 美元
C+ 轮	2020-03	50 亿美元	2,440 万美元	1.28 美元
Pre-D 轮	2022-01	605 亿美元	老股转让，未募资	14.50 美元
D 轮	2022-02/03	982 亿美元	18 亿美元	23.72 美元
D+ 轮	2023-04 至 12	640 亿美元	17 亿美元	15.02 美元
B 类股份发行	2023-08 / 2024-04	640 亿美元	换股及老股转让（SPARC 换股等）	15.02 美元

资料来源：公司招股书，国信证券经济研究所整理

二、竞争力对比：效率起家、品牌致胜

竞争力对比：效率起家、品牌致胜



- 相比国际头部服饰品牌，SHEIN赢在效率，小单快反柔性供应链与DTC模式助力其在时尚行业异军突起，2025年全球时尚市场份额居第三。加价倍率低、周转快，为消费者提供高性价比且选择丰富的时尚服饰，但比其他头部服饰品牌盈利能力较弱。
- 相比国内头部跨境卖家，SHEIN规模大幅领先，核心在于品牌与渠道自主，品牌心智助力其打开了收入规模延伸空间，盈利能力不相上下。
- 相比其他海外电商平台，SHEIN赢在时尚基因，相比海外本地电商龙头，SHEIN的下单频次、本地化服务和盈利水平上仍有提升空间；在“跨境四小龙”中，SHEIN客单价占优，单位经济的盈利潜力最佳，而在关税政策变化下集体加强本地履约能力。

表：SHEIN与三类竞争对手可比口径财务数据对比总结

对象	收入规模	可比毛利率	可比销售费用率	盈利能力
SHEIN	418亿美元（约2989亿元），与头部服饰品牌同一数量级、远超跨境卖家	自营毛利率约64%，计算头程成本后约45%	约40%，其中自营口径营销费用率约9%，可比流通费用率约30%	经营利润率4.1%，存货周转37.5天，赚效率的钱
国际服饰品牌 (Zara/优衣库/NIKE等)	Inditex约399亿欧元、迅销3.4万亿日元，与SHEIN同量级	58.3%/53.8%，高于SHEIN可比口径	直营模式渠道费用率22%-24%，快时尚品牌营销费用率仅1%-3%（门店承担获客）	经营利润率15%-20%，显著高于SHEIN；加价率3.5-6倍，周转慢（72-119天）
跨境电商卖家 (安克/子不语/赛维/致欧)	47亿-305亿元人民币，均不足SHEIN的1/10	产品毛利率：子不语79%>赛维76%>SHEIN 64%>安克57%>致欧52%	营销费用率：赛维/子不语约16%，SHEIN约9%，安克8%，致欧5%	经营利润率：安克9.6%>子不语5.8%>致欧4.8%>SHEIN 4.1%>赛维3.2%
海外电商平台 (亚马逊/Shopee/美客多/四小龙)	亚马逊一家独大，电商收入接近6000亿美元，其他海外本地电商收入在200-300亿美元体量，以服务收入为主；四小龙同在600-1000亿美元GMV	自营口径SHEIN64%远高于亚马逊13%、Shopee 7%（时尚品类高毛利），商城口径毛利率亚马逊约40%，Shopee约34%	综合营销费用率SHEIN 14.8%>亚马逊和美客多的6-7%，宽口径履约费用率SHEIN 45.6%>亚马逊的39.3%（时尚品类高费用）	零售OPM：亚马逊5.8%>SHEIN 4.1%>Shopee 3.5%；四小龙中SHEIN客单价最优、盈利潜质最高

资料来源：公司招股书、彭博、各公司财报，国信证券经济研究所整理

对比头部国际服饰品牌（一）：SHEIN品牌份额居前，成长性突出



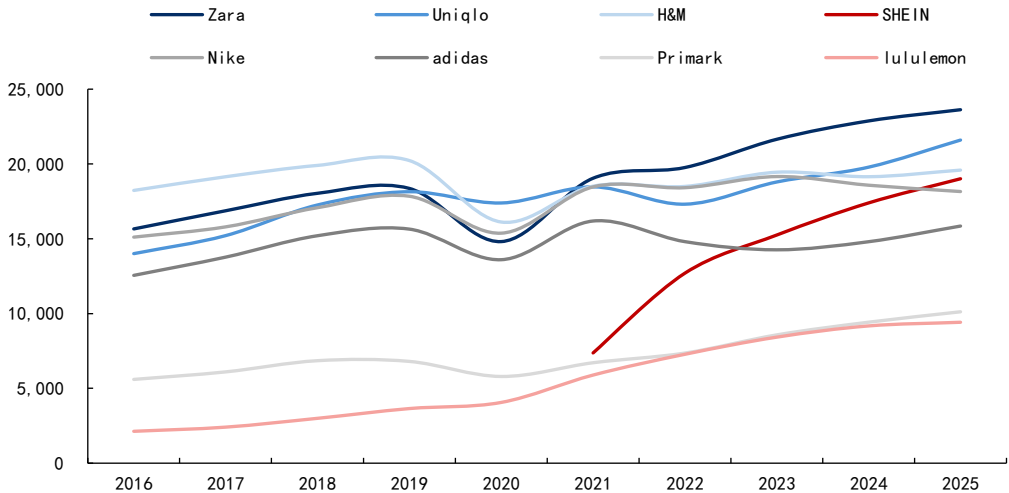
- **全球时尚行业规模庞大且持续增长**：2025年全球时尚市场零售销售额达1.7万亿美元，预计2030年增至2.0万亿美元。线上渠道增长更快：线上时尚零售额由2021年的5,220亿美元增至2025年的6,060亿美元，预计2030年达7,920亿美元；线上渗透率从2021年的33.4%升至2025年的34.9%，并预计2030年达38.7%。服装为最大品类，2025年全球服装零售约1.37万亿美元，鞋类约3,670亿美元。
- **行业呈现四大趋势**：线上化长期迁移、消费者崇尚个性与潮流、超越时尚的价值维度（如包容性、可持续性）以及供给侧创新突破（柔性生产与实时库存管理）。同时，行业面临结构性“三难困境”，即难以同时兼顾丰富的产品选择、快速的设计更新与高效的库存管理。传统模式通常提前数月锁定需求，导致库存浪费率平均高达30%。
- **行业竞争格局高度分散**：根据SHEIN招股书，2025年全球前20大时尚企业合计市场份额仅约20.5%，头部前五大公司中，SHEIN位列第三占1.9%。从过往份额变化速度看SHEIN增长最为迅猛，自2020年品牌显著起量，2020-2025年零售额CAGR约+35%，同期全球服装大盘CAGR仅约+1.5%。并且SHEIN为头部服饰品牌中唯一纯线上DTC模式的品牌。
- **时尚之外的品类同样蕴含机遇**：2025年全球家居及生活零售规模约1.41万亿美元，预计2030年增至1.63万亿美元；家电及电子产品约1.44万亿美元，预计2030年增至1.98万亿美元；美妆及个人护理约6,135亿美元，预计2030年增至8,240亿美元。这些品类具备类似的结构趋势，为平台提供品类拓展空间。

表：2025年全球时尚行业主要参与者市场份额

排名	1	2	3	4	5
名称	同行公司A	同行公司B	本公司	同行公司C	同行公司D
简介	美国的全球性公司	西班牙的全球快时尚集团	全球线上时尚和生活方式公司	总部位于德国的跨国运动服装和鞋履公司	总部位于日本的服装零售商
份额	3.0%	2.5%	1.9%	1.7%	1.3%

资料来源：公司招股书，国信证券经济研究所整理

图：全球服装品牌零售额（百万美元）



资料来源：彭博，国信证券经济研究所整理

- **供应链效率：款式多、周转快。**SHEIN年均200万+SKU，对比ZARA 年约1.2万新款、优衣库的约千款而单款量大模式有明显区别。在品牌销售额在同一数量级情况下，可知SHEIN每款SKU的货量或小于线下服饰零售商的1/10，货品生产与流转的管理难度差距悬殊。然而对比各家存货周转天数看到SHEIN存货周转天数远低于同业，可知其供应链管理效率非常出色。
- **盈利能力：净利率低，但并主要源于流通效率低。**如果简单对比财报，参考2023年SHEIN基本为自营模式下的公司毛利率60.2%，居于可比快时尚服饰品牌公司中最高水平，但从产品定价来看，SHEIN显然居于这些品牌之中最低水平。SHEIN表现毛利率高主要来自于财报将采购货品所涉及的关税和头程物流成本计入了履约费用，而其他服饰品牌计入了销售成本。按国际品牌服装在亚洲生产、美国销售的常规水平估计，关税和头程物流成本可占服装采购成本的40%左右，若将这一成本还原至销售成本中，SHEIN的履约费用预计下降至约30%。另外，营销费用率差距较大，因线下品牌的门店网络承担了品牌获客职能，广告费非其全部获客成本。最终，以2023年SHEIN 4.3%的经营利润率与Inditex约20.1%、迅销约16.6%的经营利润率对比，差距悬殊。

表：SHEIN与Inditex、迅销、H&M 核心财务指标对比（最新财年）

指标	SHEIN	Inditex	迅销
最新财年收入	418.47 亿美元	398.64 亿欧元	3.40 万亿日元
收入增速	+8.0%	+3.2%	+9.6%
毛利率	67.9%（2023年60.2%）	58.3%	53.8%
可比毛利率	约45%	58.3%	53.8%
流通费用率*	45.6%（2023年42.1%）	24.2%	21.8%
可比流通费用率	约30%	24.2%	21.8%
营销费用率	14.8%（2023年10.8%）	约1%	3.2%
营业利润率	4.1%（2023年4.3%）	20.1%	16.6%
存货周转天数	37.5	72	119

资料来源：公司招股书、公司公告，国信证券经济研究所整理

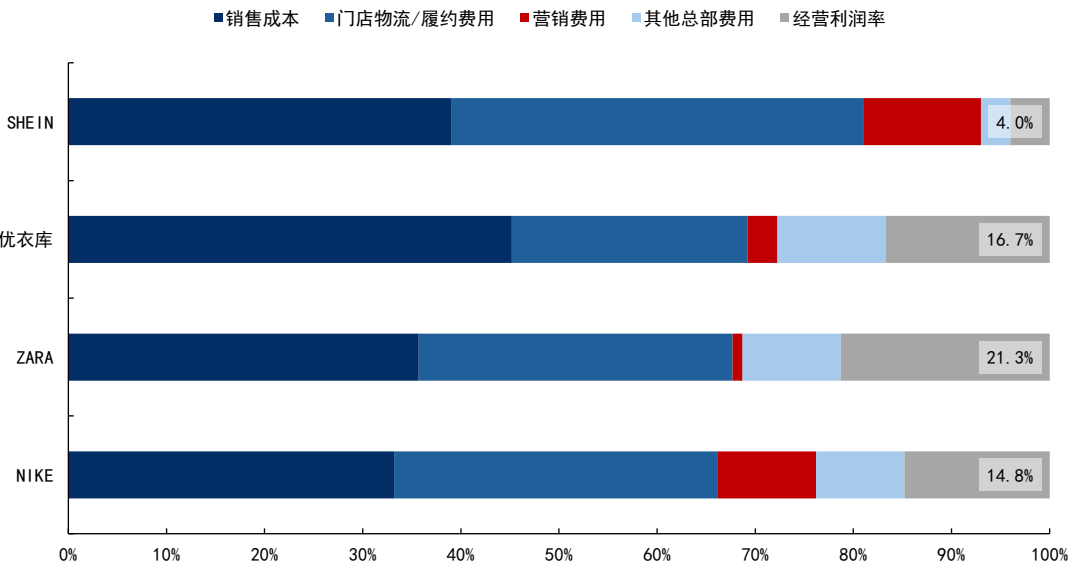
注：流通费用率=销售费用率-营销费用率

对比头部国际服饰品牌（三）：赚效率的钱VS赚品牌的钱，商品价值链拆解



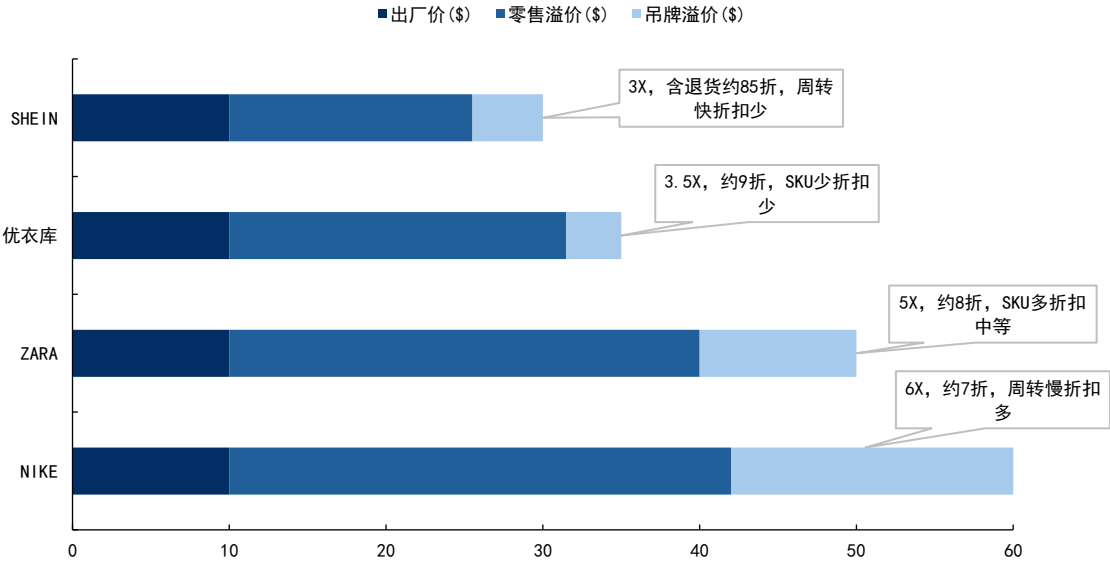
- SHEIN模式的优势在于可以让消费者以最低的加价率买到款式最丰富的产品，并且凭借柔性供应链管理实现了较低的滞销品损耗，是典型的赚效率的钱。其他头部国际服饰品牌普遍拥有较好的盈利能力，商业模式各有千秋，我们在这里对比4种代表性品牌商业模式，拆解盈利能力差异的原因：
- 1. NIKE模式：批发模式为主，SKU数量中等，6倍加价率赚取约15%经营利润率。加价倍数高，盈利能力中等，核心优势在于品牌溢价，而商品效率有所损失。
- 2. ZARA模式：线下DTC为主，SKU数量多，6倍加价率赚取约20%的经营利润率。提供丰富的产品，赚取最高的净利率，核心在于同时具备品牌溢价与商品效率。
- 3. 优衣库模式：线下DTC为主，SKU数量最少，3.5倍加价率赚取约15%的经营利润率。用较低的加价率赚取中等的盈利率，限制了商品丰富度，优势在于效率。
- 4. SHEIN模式：线上DTC为主，SKU数量最多，3倍加价率赚取约4%的经营利润率。用最低的加价率、最大的商品丰富度赚取最低的盈利率，盈利的核心在于效率。

图：SHEIN与NIKE、ZARA、优衣库商品价值链拆解对比



资料来源：公司招股书、公司公告，国信证券经济研究所整理

图：SHEIN与NIKE、ZARA、优衣库商品加价率对比



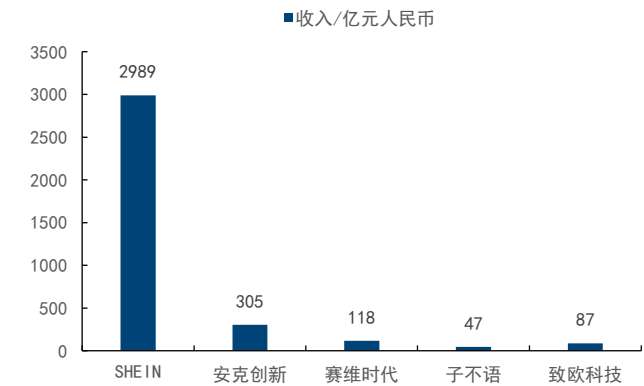
资料来源：公司招股书、公司公告，国信证券经济研究所整理

对国内头部跨境卖家：SHEIN规模独大，溢价力、渠道自主与单位经济决定盈利差距



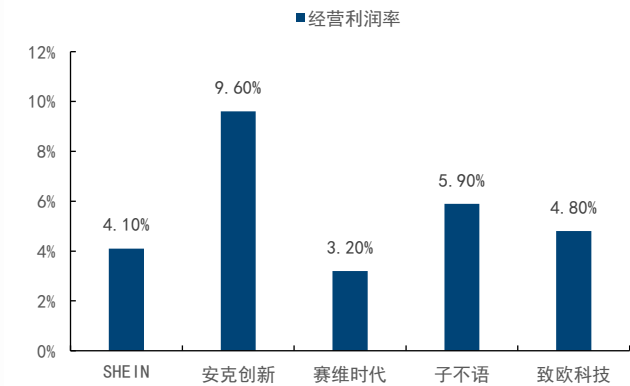
- **收入规模：**SHEIN约2989亿元，远高于安克（约305亿）、赛维（约118亿）、致欧（约87亿）和子不语（约47亿）。SHEIN收入以自有站1P产品收入为主、附带3P商城服务收入；四家卖家基本产品收入为主，依赖第三方平台。
- **可比的已售存货口径毛利率：**我们根据报表附注细项重新对齐，把已售存货成本以外的成本剥离，使毛利率更能反应加价率，得到的排序为子不语约79%>赛维约76%>SHEIN约64%>安克约57%>致欧约52%。服饰类天然更高，3C和家居偏低，SHEIN处在中间，与高性价比服饰为主的产品结构相符。
- **营销费用率方面：**服饰品类单位经济效应较弱，赛维、子不语高达16%，而SHEIN按可比口径仅约9%，体现出自有品牌的号召力与规模优势；安克约8%，致欧约5%，展现高单价耐用品的单位经济优势。
- **宽口径履约费用率：**同样体现出品类单位经济效应较弱，相比赛维、子不语都超过53%，SHEIN约46%，已经展现出独立站自有流量的优势；致欧约37%，安克约26%，展现出品类的单位经济效应。
- **经营利润率：**综合加价率和不同渠道模式下的销售与转化效率，最终盈利能力排序安克约9.6%、子不语约5.8%、致欧约4.8%、SHEIN约4.1%、赛维约3.2%。
- **结论：**SHEIN的独立站模式本质上代表了较强的品牌认知度，打开了规模上限，但溢价率与品类的单位经济的劣势是其落后于部分头部跨境电商卖家经营利润率的核心原因。

图：SHEIN 与上市跨境卖家收入规模对比



资料来源：公司公告、公司招股书，国信证券经济研究所整理

图：SHEIN 与上市跨境卖家经营利润率对比



资料来源：公司公告、公司招股书，国信证券经济研究所整理

对比国内头部跨境卖家： SHE IN规模独大，溢价力、渠道自主与单位经济决定盈利差距



表：SHE IN与主要上市跨境卖家财务数据对比（2025年）

指标	SHE IN	安克创新	赛维时代	子不语	致欧科技
一、公司与业务模式					
代码/状态	拟港股上市	300866. SZ	301381. SZ	2420. HK	301376. SZ
主营产品	服饰时尚为主，拓展家居/美妆等	消费电子	服饰配饰品牌矩阵	服饰自主品牌	家具家居自主品牌
二、利润表主要项目拆分（金额单位：人民币亿元）					
收入	2989. 09	305. 14	118. 17	46. 60	87. 01
产品收入	2650. 52	305. 14	110. 13	46. 60	87. 01
服务收入	338. 57	0. 00	8. 03	0. 00	1. 00
收入同比	8. 0%	23. 5%	15. 0%	40. 2%	7. 1%
营业成本	959. 51	167. 63	67. 72	11. 73	57. 01
已售存货成本	946. 29	131. 79	26. 45	9. 60	42. 02
存货减值	13. 21	0. 00	0. 00	0. 65	0. 00
关税及头程运输成本	0. 00	35. 84	35. 43	1. 48	14. 98
物流服务成本	0. 00	0. 00	5. 84	0. 00	0. 00
营业开支	1907. 65	108. 25	46. 63	32. 15	25. 79
营销费用	442. 22	24. 21	17. 60	7. 34	4. 46
履约费用/剔除营销后其他销售费用	1362. 29	44. 05	24. 28	23. 52	17. 45
管理和研发费用	103. 14	39. 86	3. 31	1. 31	3. 95
其他	0. 00	0. 13	1. 44	-0. 02	-0. 07
经营利润	121. 93	29. 26	3. 82	2. 73	4. 21
三、利润表主要项目比率					
毛利率	67. 9%	45. 1%	42. 7%	74. 8%	34. 5%
已售存货口径毛利率	64. 3%	56. 8%	76. 0%	79. 4%	51. 7%
营销费用率*	9. 0%	7. 9%	16. 0%	15. 8%	5. 1%
宽口径履约费用率	45. 6%	26. 2%	54. 2%	53. 6%	37. 3%
其他费用率	3. 5%	13. 1%	4. 0%	2. 8%	4. 4%
经营利润率	4. 1%	9. 6%	3. 2%	5. 8%	4. 8%
注释：					

1) 已售存货口径毛利率=(产品收入-已售存货成本)/产品收入

2) *营销费用率，SHE IN是用披露的营销费用除以推算的平台收入，推算的平台收入=1P产品收入+3P服务收入/15%

3) 宽口径履约费用指的是将货品从工厂交付至用户所产生的所有费用，包含关税、头程物流、平台服务费、仓储、尾程物流、线下渠道费用等

资料来源：公司公告、公司招股书，国信证券经济研究所整理

对比海外电商平台：亚马逊一家独大，“四小龙” 规模相当



- 总结对比海外本地电商：1）本地电商，亚马逊规模独大，但2025年零售业务OPM仅5.8%，SHEIN 4.1%的水平与亚马逊零售接近，但SHEIN在客单价、下单频次与本地履约方面相比本地电商仍有进一步提升空间；2）在“跨境四小龙”之间比较，规模相近但SHEIN客质最优、单位经济盈利潜质最高，关税新政下集体加速本地化履约布局。
- 下面，我们将分本地平台和“跨境四小龙” 分别对比。

表：电商各平台总览（最新财年）

类型	平台	GMV（亿美元）	电商收入（亿美元）	电商经营利润（亿美元）	电商经营利润率	年买家数量（亿人）	主要品类及占比
本地电商平台	Amazon	8470	5882	344	5.8%	7.5	电子产品（约40%）
	Shopee	1274	166	5.81	3.5%	1.9	时尚（约1/4）
	Mercado Libre	650	289	32.01	1.1%（含金融业务）	1.5	电子产品（约40%）
	Zalando	162	130	6.19	4.8%	0.5	时尚（约90%）
	SHEIN	712	418	17	4.1%	2.7	时尚（约80%）
跨境四小龙	Temu	925	—	—	—	3.8	时尚（约40%）
	速卖通 AliExpress	765	209	-2.97	-1.40%	3.9	电子产品（约1/4）
	TikTok Shop	643	—	—	—	4	时尚（约1/3）

资料来源：公司公告、公司招股书、ECDB、Momentum Works、彭博，国信证券经济研究所整理
注：美客多财务数据集团口径，含 Marketplace 与 Mercado Pago 金融科技；速卖通收入、利润为 AIDC 国际数字商业集团，含 AliExpress、Lazada、Trendyol、Alibaba.com 等

对比海外本地平台（一）：拆解可比口径财务报表，业务结构与规模效应决定盈利能力



表：SHEIN与海外电商平台财务数据拆分对比（最新财年）

指标	SHEIN	Amazon	Shopee	Mercado Libre	Zalando
一、公司与业务模式					
代码/状态	拟港股上市	AMZN	SE	MELI	ZAL
主营业务	电商零售和服务	电商零售和服务、AWS云	电商零售和服务、数字金融、数字娱乐	电商零售和服务、金融科技	电商零售和服务、媒体、B2B履约/软件服务
二、利润表主要项目拆分（金额单位：亿美元，除Zalando为亿欧元）					
收入	418.47	7,169.24	229.38	288.93	123.46
产品收入	371.07	2,918.48	20.19	35.44	99.13
商城服务收入	47.40	1,721.62	145.46	127.50	13.42
广告收入	-	686.35	-	-	-
订阅收入	-	496.19	-	-	-
AWS	-	1,287.25	-	-	-
其他	-	59.35	63.74	125.99	10.91
收入同比	8%	12%	36%	39%	17%
营业成本	134.33	3,564.14	126.95	160.35	74.22
产品成本	132.48	2,534.14	18.83	/	63.23
存货减值	1.85	3.00	-	/	0.14
商场服务成本	-	1,027.00	95.46	/	8.60
其他成本	-	-	12.66	/	2.25
毛利	284.14	3,605.10	102.44	128.58	49.24
营业开支	267.07	3,261.41	82.58	96.57	43.33
销售费用	252.63	1,562.03	44.92	32.19	39.68
营销费用	61.91	471.29	/	16.90	11.25
履约费用/剔除营销后其他销售费用	190.72	1,090.74	/	15.29	28.42
管理和研发费用	14.44	1,196.93	25.15	33.47	5.41
其他	-	502.45	13.73	30.91	-1.75
经营利润	17.07	799.75	19.85	32.01	5.91
零售业务经营利润	17.07	343.69	5.81	/	5.36
三、利润表主要项目比率					
毛利率	67.9%	50.3%	44.7%	44.5%	39.9%
已售存货口径自营毛利率	64.3%	13.2%	6.7%	/	36.2%
履约成本口径商城毛利率	/	40.3%	34.4%	/	35.9%
销售费用率	60.4%	21.8%	19.6%	11.1%	32.1%
营销费用率	14.8%	6.6%	/	5.8%	9.1%
宽口径履约费用率	45.6%	39.3%	/	/	30.0%
其他费用率	3.5%	23.7%	16.9%	22.3%	3.0%
经营利润率	4.1%	11.2%	8.7%	11.1%	4.8%
零售业务经营利润率	4.1%	5.8%	3.5%	/	4.8%

注释：
1) 已售存货口径毛利率=（产品收入-已售存货成本）/产品收入
2) 履约成本口径毛利率=（服务收入-服务成本）/服务收入
3) 宽口径履约费用指的是将货品从工厂交付至用户所产生的所有费用，包含关税、头程物流、平台服务费、仓储、尾程物流、线下渠道费用等

资料来源：公司公告、公司招股书、彭博，国信证券经济研究所整理

对比海外本地平台（二）：亚马逊零售体系2025年OPM仅5.8%，2026年上半年增长加速

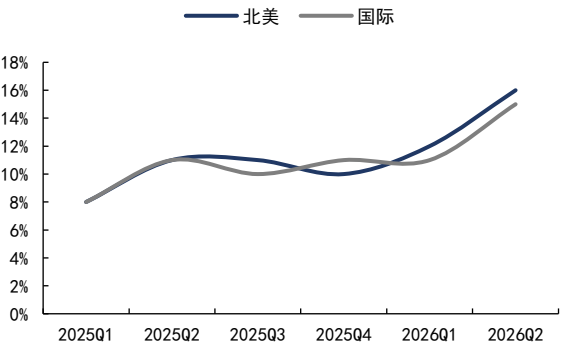
- 亚马逊零售额业务拆解
- 收入增长：按固定汇率口径，2025年的四个季度，北美和国际业务增速均在8~11%之间，而2026上半年分别加速至12%~16%和11%~15%。分模式看，线上自营在26Q2加速至15%的增长，第三方业务加速至16%的增长，广告业务加速至26%的增长。
- 利润结构：按2025全年，AWS利润率远高于零售，以18.0%的收入贡献了57.0%的经营利润，而零售体系（北美+国际）OPM仅5.8%。
- 亚马逊零售业务财务口径与SHEIN的区别：Amazon的进出货运输成本计入COGS，而SHEIN计入履约费用，故营业利润率更可比。2025年SHEIN经营利润率为4.1%，低于亚马逊，从规模效益提升、本地仓建立、品牌单价提升、3P业务占比提升、扩展广告业务等方面看仍有利润提升空间。

表：Amazon FY2025零售板块和云业务板块收入与费用拆分（百万美元）

业务模式	费用科目	2025年	占板块收入比率
零售板块 (北美+国际)	收入	588,199	100.0%
	1P商品采购成本	279,395	47.5%
	3P平台服务成本	17,646	3.0%
	履约费用	108,817	18.5%
	广告业务成本	8,823	1.5%
	技术/研发(分摊)	49,997	8.5%
	销售与营销(分摊)	38,233	6.5%
	G&A及其他(分摊)	51,173	8.7%
	营业费用合计	553,830	94.2%
	营业利润	34,369	5.8%
AWS云板块	收入	128,725	100.0%
	营业费用合计	83,119	64.6%
	营业利润	45,606	35.4%

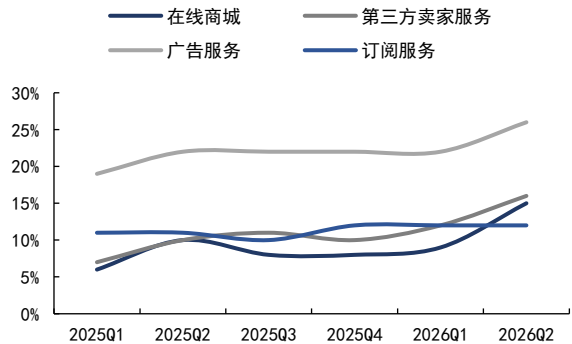
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：亚马逊25Q1-26Q2零售业务分地区同比增速



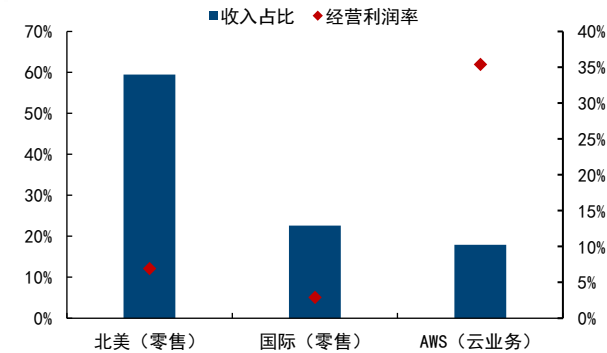
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：亚马逊25Q1-26Q2零售业务分模式同比增速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：亚马逊 FY2025 分部收入占比与经营利润率

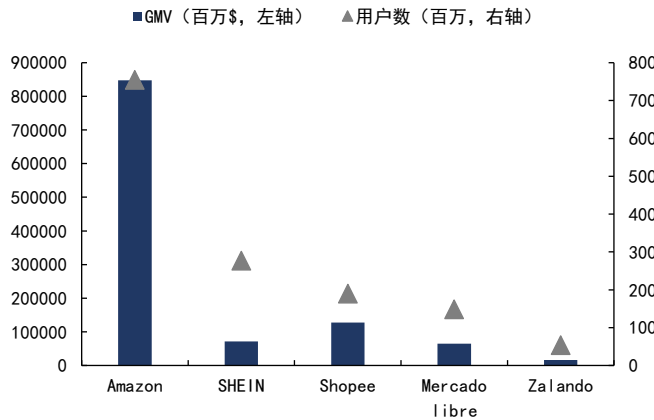


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

对比海外本地平台（三）：相比本地电商平台，SHEIN客单价具有提升空间

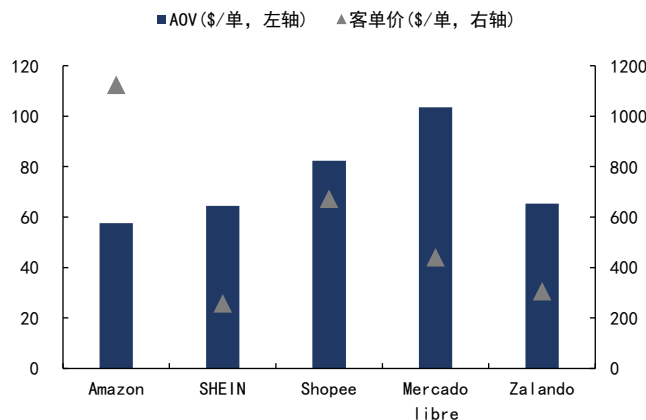
- **对比亚马逊：**GMV与用户数Amazon一家独大，SHEIN用户多但变现较弱。FY2025 Amazon总GMV超8000亿美元，约为SHEIN的12倍、Shopee的7倍、美客多的13倍；活跃用户超7亿，接近SHEIN的3倍。相比之下，亚马逊和SHEIN的AOV接近，但下单频次远高于SHEIN，带来的客单价优势显著，在OPM接近的情况下，高频下单带来的每位客户的利润体量同样差异明显。
- **对比Shopee：**AOV和下单频次差异带来了客单价差异。Shopee的时尚品类占比约1/4，用户下单频次更高，同时AOV也高于SHEIN，带来了更高的客单价。但Shopee的利润率较低，单位客户的利润体量不如SHEIN。
- **对比美客多：**AOV差距导致盈利水平的差距。美客多的AOV显著高于SHEIN，虽然下单频次较低，但更好的均摊了费用成本带来了较高的单笔订单的利润和单位客户的利润。
- **对比Zalando：**下单频次和客单价有轻微差距。Zalando的AOV与SHEIN接近，但下单频次带动了客单价的上升，均摊了客均成本，同时履约费用率也具有优势，带来了更好的客均利润和单均利润。
- **总结：**海外电商经营利润率都较低的情况下，能具有更高AOV、下单频次、客单价的平台能更好的实现成本和费用的均摊，提高变现能力。

表：海外本地电商平台GMV和用户数对比



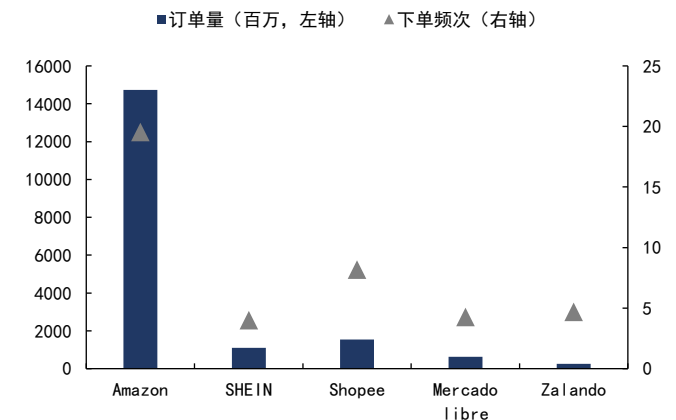
资料来源：公司招股书，ECDB、彭博，国信证券经济研究所整理

表：海外本地电商平台AOV和客单价



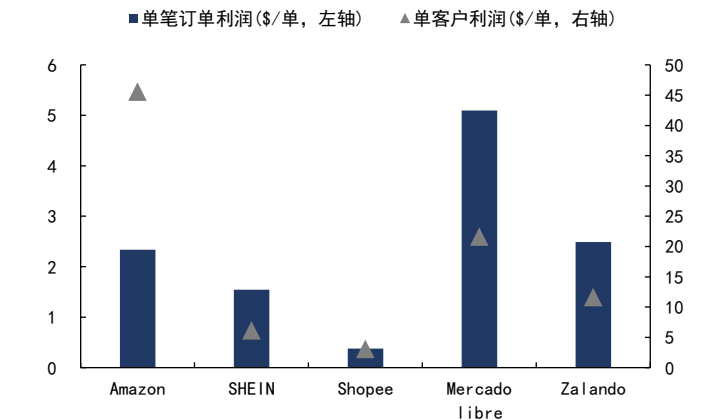
资料来源：公司招股书，ECDB、彭博，国信证券经济研究所整理

表：海外本地电商平台订单量和下单频次



资料来源：公司招股书，ECDB、彭博，国信证券经济研究所整理

表：海外本地电商平台单笔订单/单客户利润



资料来源：公司招股书，ECDB、彭博，国信证券经济研究所整理

对比海外本地平台（四）：本地化服务构筑履约效率优势与区域心智



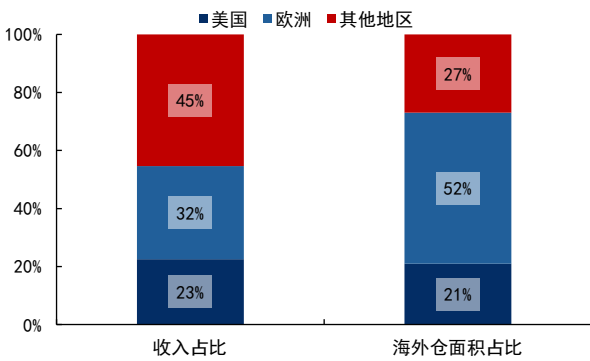
海外本地平台的本地履约服务能力强：多数可实现核心市场7成以上次日达，每亿美元GMV对应仓储面积在6000-9000平米；SHE IN在美国的本地仓覆盖率约为亚马逊3成水平，非美地区达到亚马逊5成水平，自身在欧洲覆盖率相对较高，可以达到每亿美元GMV对应4000平米以上仓储面积。

表：SHE IN与海外本地平台的本地履约能力对比（最新财年对比）

平台（本地）	主要本地履约服务体系	关键指标与最新表现
亚马逊（美国/全球）	FBA（Fulfillment by Amazon）：卖家存货入 Amazon 履约中心，平台拣打包+配送+售后；接 Prime 时效	- 履约空间：北美约4,404 万m²、国际约1,918 万m²（含数据中心面积） - 美国履约网络区域化已规模化运营，改善本地库存布点，2025年当日/次日达件量超80亿件、同比+30%（美国总件数约107亿件，覆盖率75%），且连续三年“配送最快、单均履约成本下降”。 2025年订阅服务收入496.2亿美元、占集团零售板块收入8.5%
MercadoLibre（拉美）	Envíos Full：货入美客多履约中心，平台仓内作业+派送	- 仓储物流租赁面积：巴西339万m²；2025年末巴西仓网节点28个，2026计划增加至42个 48小时内快速送达占比77%、履约中心发货占比过半
Shopee（东南亚）	- SPX（Shopee Express）：末端+承运物流（非库存仓配） - FBS（Fulfilled by Shopee）：卖家入 FBS 仓，平台仓储拣打包，再常交给 SPX 未派	- 仓储面积：巴西123万m²；巴西站22个配送中心 - 亚洲超过1/3次日达；SPX日均超3000万包裹
Zalando（欧洲）	- ZEOS（Zalando E-commerce Operating System）：B2B电商操作系统总品牌（物流+软件+服务） - ZFS（Zalando Fulfilment Solutions）：面向平台合作伙伴的仓储发货一体化服务	14个履约中心、覆盖7个国家 - ZEOS Fulfilment入网商家“48小时内交付的订单量可达自发货(drop-shipping)的10倍以上”，退货商品1-3天重新上架 - Zalando+ABOUT YOU共享物流骨干，实现更灵活的库存持有与通用订单履约，统一由ZEOS Fulfilment驱动，服务B2C与B2B
SHEIN	- 全托管：平台定品定价+跨境集货履约为主 - 半托管：商家在目的国海外仓现货本地发；平台流量/运营协同	仓库建筑面积：约604.2 万m²（72座），其中中国408.7 万m²（67.6%，37座），美国40.9 万m²（6.8%，6座），欧洲101.8 万m²（16.9%，18座），其他52.8 万m²（8.7%，11座）

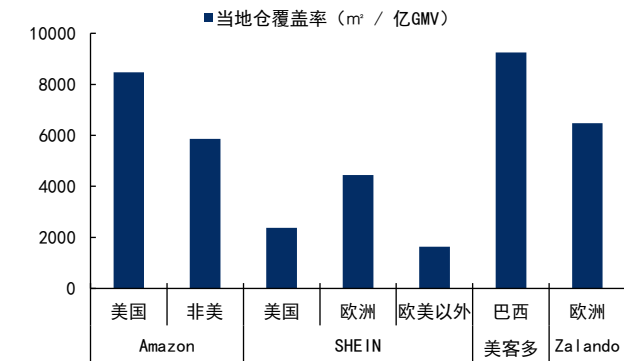
资料来源：公司公告、彭博、公司招股书，国信证券经济研究所整理

图：SHEIN分地区收入和海外仓面积占比（26Q1）



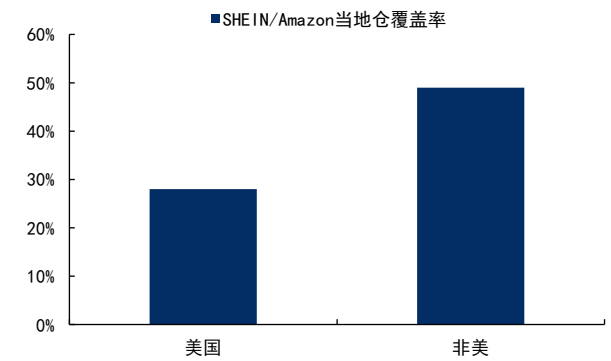
资料来源：公司招股书，国信证券经济研究所整理

图：SHEIN和本地电商的当地仓覆盖率对比



资料来源：公司公告、彭博、公司招股书，国信证券经济研究所整理

图：SHEIN和亚马逊的当地仓覆盖率比值

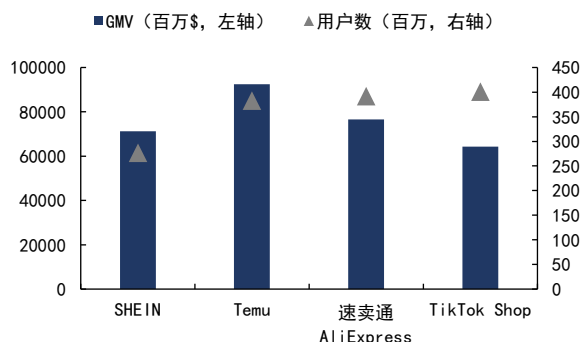


资料来源：公司公告、彭博、公司招股书，国信证券经济研究所整理

对比跨境四小龙（一）：规模相近，SHEIN客质占优

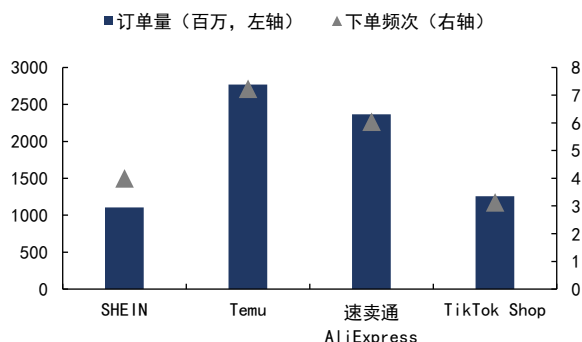
- **GMV与用户规模**：四小龙规模体量接近。从GMV看，2025年Temu>速卖通>SHEIN>TikTok Shop，四家都在600-1000亿美元级别，用户数量在2.5-4亿之间；
- **品类结构**：四家平台的第一大品类分别为SHEIN-时尚（约80%）、Temu-时尚（约40%）、速卖通-电子产品（约1/4）、TK shop-时尚（约1/3）；
- **单位经济**：SHEIN单价更好，TEMU数量最高。由于四家平台的品类不同，如SHEIN专注时尚品类而其他三家品类较为均衡，带来下单频次的区别，但从单位经济看，SHEIN的AOV and 客单价都处于最高水平，是最有盈利潜质的平台。

图：跨境四小龙GMV和用户数对比



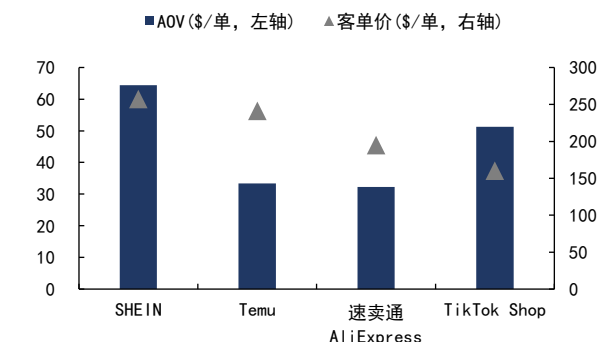
资料来源：公司招股书，ECDB、彭博，国信证券经济研究所整理

图：跨境四小龙订单量和下单频次对比



资料来源：公司招股书，ECDB、彭博，国信证券经济研究所整理

图：跨境四小龙AOV and 客单价对比

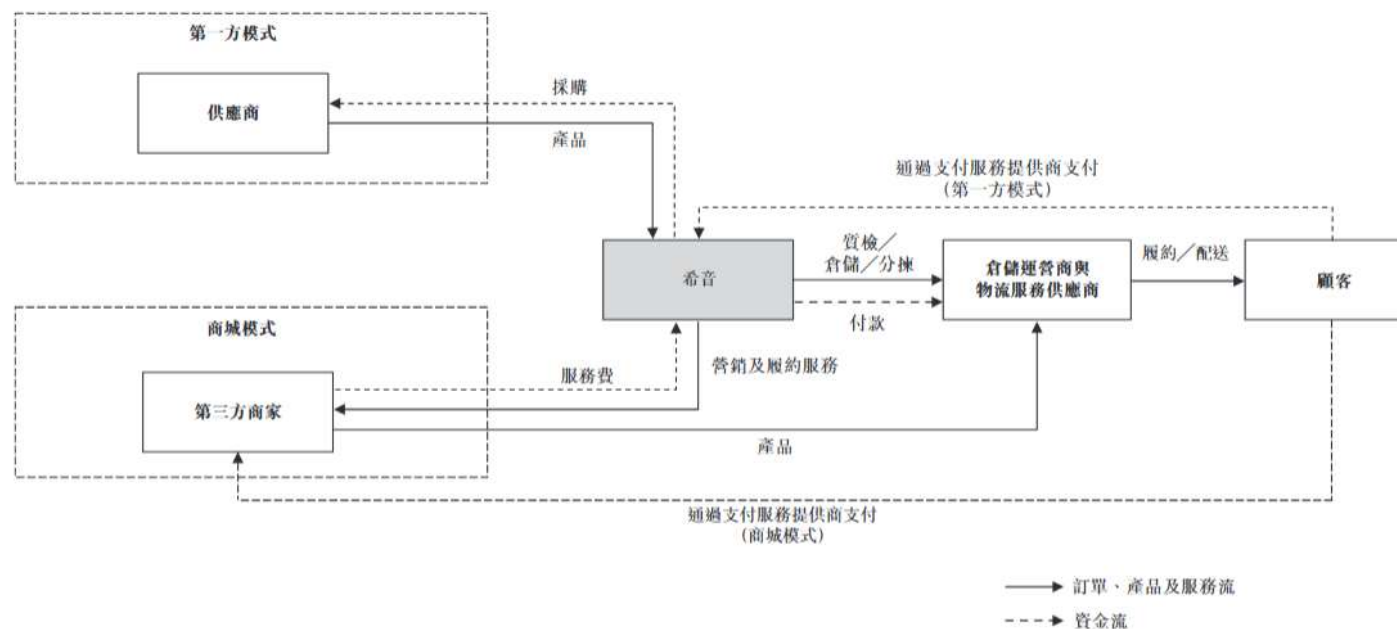


资料来源：公司招股书，ECDB、彭博，国信证券经济研究所整理

对比跨境四小龙（二）：关税政策变化下集体加强“半托管”本地履约

- **SHEIN运营模式**：公司的运营模式可分为第一方模式（自营）和商城模式（第三方）两大类，其中商城模式下根据商家使用的服务范围不同，又可进一步细分：
 1. **第一方模式（自营/1P）**：SHEIN向供应商采购商品，并依托仓储与物流服务供应商提供的履约服务将商品送达消费者。SHEIN向合约制造商采购自有品牌（如SHEIN、MOTF、SHEGLAM等）成品；通过自有移动应用和网站直接销售并交付给消费者；公司承担库存风险，负责产品设计、采购、定价、履约全流程；产生产品收入，在顾客收货时按商品全额售价确认收入。
 2. **商城模式（第三方/3P）**：第三方商家自行生产或从其供应商处采购商品。SHEIN通过商城服务支持第三方商家向我们的用户销售商品，并据此向其收取服务费，同时也为第三方商家提供覆盖仓储与物流需求的履约服务。商城模式下，第三方商家可自由选择使用以下服务的组合：商城服务（提供平台流量、营销推广、支付处理、平台运营及客户触达等服务，SHEIN通常按销售额的10-20%收取佣金）、履约服务（为第三方商家提供仓储、分拣、配送等履约服）、合作品牌模式（通过SHEIN Xcelerator计划，为品牌提供一揽子差异化供应链服务及全球销售平台，包括供应链管理、制造、履约、营销及全球客户触达等）

图：SHEIN第一方和商城模式业务流程



对比跨境四小龙（二）：关税政策变化下集体加强“半托管”本地履约



- **本地化服务：跨境四小龙强化本地履约覆盖率。**2026年在欧美关税新政影响下，跨境四小龙集体从国内直邮模式向海外本地化履约模式演进。SHEIN海外仓面积比中国仓达到48%，90%的订单在发货后10个工作日内完成配送，速卖通同集团的菜鸟海外仓布局18国超40个。物流商EDA集团控股2025年年报提到，把握跨境电商“半托管”发展机遇，获得TikTok本土认证对接仓资质，深化与TEMU、AliExpress、SHEIN战略合作，来自半托管平台的相关收入同比+145.3%。

表：TEMU、速卖通和Tik Tok Shop的仓储履约服务发展进度

平台	主要仓储履约服务体系	关键指标与最新表现
SHEIN	• 商城服务、履约服务、合作品牌模式	• 超90%订单发货后10个工作日内送达 • 海外仓面积比中国仓达到48%；仓储面积共约604.2万㎡（72座），其中中国408.7万㎡（67.6%，37座），美国40.9万㎡（6.8%，6座），欧洲101.8万㎡（16.9%，18座），其他52.8万㎡（8.7%，11座） • 招商官网展示波兰卖家“依托波兰仓发货、平台配送”拓展意西德法的案例
TEMU	• 全托管：中国集货跨境直邮为主 • 半托管：商家自主决定仓储物流方案，目的国本地仓/认证仓发货，缩短时效 • 本地卖家计划：面向本地商家的本地履约入驻计划（本对本/L2L）	• 在全球已自建13个海外仓，约10个在欧洲；与法国邮政达成“本地到本地”配送合作；与英国皇家邮政、Parcel2Go合作，卖家可经Click&Drop无缝发货，接入全英24,000+包裹寄取点；将美国本土仓覆盖城市从15个扩展至40个 • 组建“新拼姆”，一期注资150亿元、三年计划投入1000亿元，整合“拼多多+Temu”供应链资源做自营品牌，提供仓储物流、知产、合规等全方位出海服务 • 本地卖家计划已覆盖37个市场，并支持区域内跨境销售
速卖通	• Local+：海外本地仓托管发货 • Choice：全托管、半托管，菜鸟优选仓或全球5日达快线，提供包邮、准时达、免费退货	• 海外托管覆盖市场已扩至30多个国家 • 菜鸟海外仓处理订单量2025年同比+32%；在18个国家和地区运营超40个海外仓 • 招商履约宣传全球平均送货时效缩短50%，‘全球5日达’覆盖50多个国家地区
TikTok Shop	• FBT（Fulfilled by TikTok）：仓配一体 • CBT（Collections by TikTok）：货可存在卖家自有仓或第三方海外仓，平台上门揽收并配送	• 98%FBT订单可在1个自然日内发货，大部分订单平均3个工作日内送达，覆盖美国、英国、德国、西班牙、意大利等地，CBT上门揽收覆盖美国九大区域 • 认证/合作仓落到12-13国，基本覆盖所有主力市场如美、英、欧陆四国、东南亚六国、墨西哥

资料来源：公司公告、彭博、公司招股书、平台招商官网、Digital Commerce、亿邦动力、观察者网，国信证券经济研究所整理

三、平台竞争与关税稀释低价优势，拓展区域与品类、延伸品牌心智

挑战之一（平台竞争）：营销加码难挽销售失速，费率上行挤压利润



营销投入加速但销售增速放缓，毛利率上行但履约费用回升，盈利趋势仍在波动。

- **毛利端：**我们推算，SHEIN从2023至2026Q1的产品收入毛利率处于波动上升趋势，其中仅2024年有明显回落，或与当年降价竞争有关，尽管当年从单笔订单看，履约费用和营销费用都得到优化，但毛利率显著回落对本身低的净利率仍造成了明显拖累，随后2025-2026Q1毛利率显著上行；
- **营销投入端：**SHEIN销售及营销开支表观增速显著快于净收入，剔除与3P业务占比上升的因素，从单笔订单和单位客户的营销费用变化看，2024年呈现小幅优化趋势，而2025-2026Q1明显加码；
- **收入端：**1P收入增速由2024年双位数降至2025年个位数，2026Q1转为持平；3P收入增速在2025年仍有高达近40%的增速，但26Q1放缓至9%，与营销费用加大的趋势相反。
- **利润端：**2025-2026Q1产品收入毛利率都呈现上升趋势，在2025年叠加单均履约费用回落，共同实现了净利率的改善，但2026年履约费用的回升叠加营销加码挤压了净利率水平。

表：SHEIN 营销与盈利指标（招股书口径，单笔与单位费用为按招股书数据计算）

指标	2023	2024	2025	LTM 2026-03	2025Q1*	2026Q1
1P收入增速	—	13.2%	5.0%	—	—	-0.1%
3P收入增速	—	291.4%	39.5%	—	—	9.1%
产品收入毛利率*	59.1%	56.9%	63.8%	—	57.0%	65.5%
履约费用率（占净收入）	42.1%	43.5%	45.6%	—	42.8%	47.7%
单笔订单履约费用	18.9	18.3（-3.2%）	17.7（-3.3%）	17.9（+1.1%）	—	—
营销费用率（占净收入）	10.8%	10.7%	14.8%	15.6%	12.2%	15.8%
单笔订单营销费用（美元）	4.83	4.53（-6.3%）	5.74（+26.7%）	5.99	—	—
单位活跃顾客营销费用（美元）	18.6	18.1（-2.6%）	22.7（+25.3%）	23.2	—	—
营业利润率	4.3%	2.5%	4.1%	—	3.9%	2.9%
经调净利率	5.1%	2.9%	4.3%	—	—	3.0%
净利润／（损失） / 经调整净利润（亿美元）	27.89 / 16.43	33.65 / 11.19	20.64 / 18.16	—	3.95 / 4.40	(0.99) / 2.71

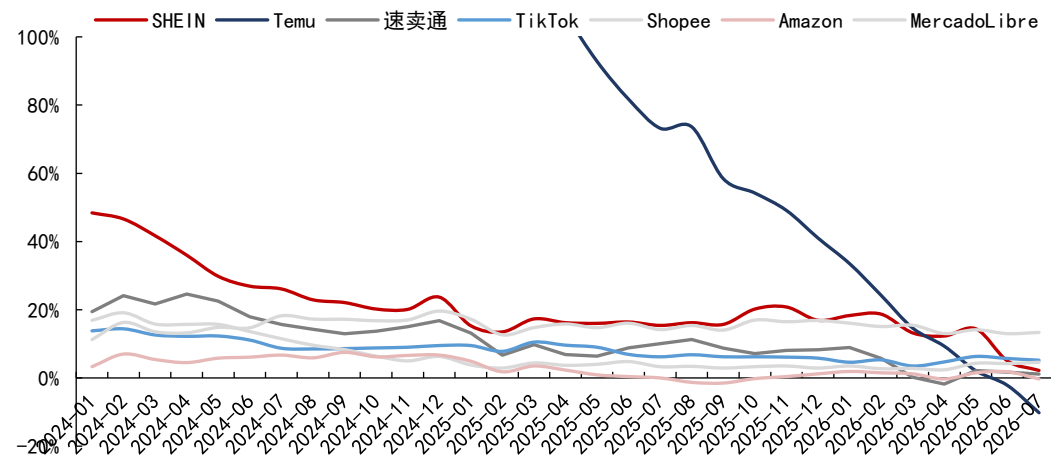
资料来源：公司招股书，国信证券经济研究所整理

注：*产品收入毛利以总销售成本假设均为产品销售产生的成本推算

挑战之一（平台竞争）：MAU增速维持一定优势，但销售转化仍有挑战

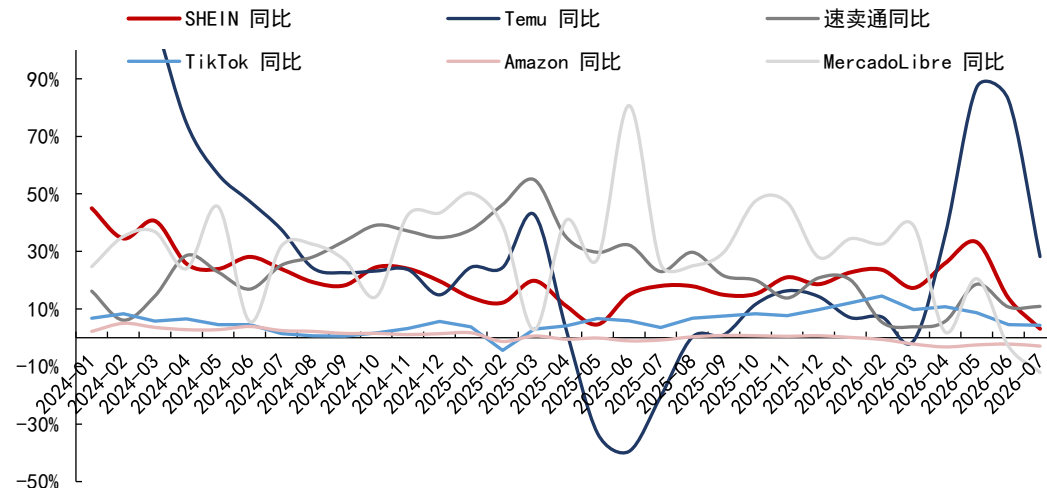
- 回顾2022年至今，SHEIN和其他六大海外电商平台的MAU增速趋势，可以看到SHEIN面对的强劲竞对高增长阶段已结束：
 - 2022-2023年，Temu上线爬坡：**2022年初，SHEIN全球MAU同比仍处在高速增长的通道中。同年9月Temu上线后，从零起步快速发展，到2023年底全球月活已攀升至亿级规模，但与同期SHEIN相比仍有明显差距，整体竞争格局未发生根本改变。
 - 2024年，Temu全胜：**进入2024年，Temu的月均MAU同比增速大幅领先SHEIN，全年保持强势增长态势，到年底全球MAU首次超越SHEIN，全托管与高额投放在流量端全面压制。
 - 2025年，关税分水岭：**2025年5月美国取消小额包裹免税政策后，Temu在美国市场遭遇明显回调，月活在短时间内显著下滑；而SHEIN同期在美国实现逆势增长。此后Temu将投放和增长重心转向欧洲，2026年上半年其欧洲主要市场保持稳健增长，但在拉美和中东等区域则转为收缩。
 - 2026年以来，收敛与反超：**2026年上半年，SHEIN的全球平均MAU同比增速反超Temu，位居行业前列。Temu自年初MAU达到峰值后逐月回落，年中首次出现同比下滑，两者用户规模差距大幅收窄。美国市场方面，Temu在2025年关税冲击低基数上有所修复，SHEIN稳居第二。
- 但MAU增速并不能等于收入增速，转化率存在考验：对比平台披露的收入增速，2026年以来SHEIN的收入增速明显落后于MAU增速，预计在客户转化及单客价上面临挑战。相反，Amazon2026年以来MAU增长平淡，但其上半年零售板块销售收入增速呈现双位数增长。

图：海外电商平台全球市场 App MAU 月度同比增速



资料来源：彭博，国信证券经济研究所整理

图：海外电商平台美国市场 App MAU 月度同比增速

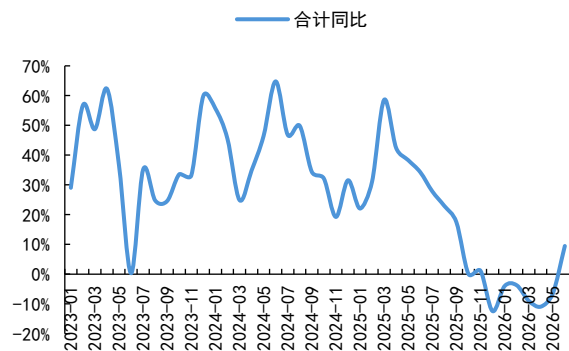


资料来源：彭博，国信证券经济研究所整理

挑战之二（关税政策）：欧美开征小包裹关税，抬升跨境直邮模式成本

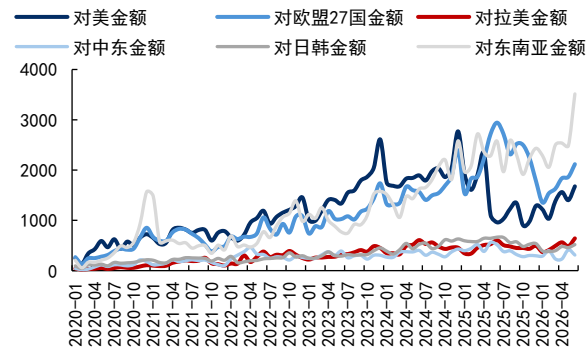
- **政策概述及SHEIN应对：**关税政策变化是招股书重点提示的风险因素之一。2025年5月，美国取消了对中国除港澳台及中国香港低于800美元包裹的“小额免税”待遇，后续又将暂停范围扩大至全球。为应对相关影响，SHEIN已上调美国售价以转嫁部分成本、转用正式报关，并调整本地库存和履约策略。自政策生效以来，美国销售及整体净收入增长承压；不过，公司招股书显示美国消费者购买行为和销售趋势已出现正常化迹象。同时，欧盟拟对每件货值不超过150欧元的包裹征收3欧元定额关税。鉴于2025年及2026年一季度欧洲收入约占公司净收入三分之一，相关影响甚至可能超过美国市场。公司招股书预计，加价抵消部分成本或在短期拖累欧洲销量，长期影响尚待观察。
- **中国低值跨境电商出口趋势：**小额免税取消显著打击增长趋势，近期有所复苏。2025年5月美国取消小额免税政策后，中国整体低值跨境电商出口趋势呈现降速至负增长趋势，其中对美出口遭受明显冲击，但2026年3月起美国金额环比提升，5月起在低基数效应下同比大幅回升（5、6月分别+26.2%、+74.6%）；欧洲市场呈现“前高后低”走势，在2025年5月后加速增长，而年底开始降速，至2026年进入下滑趋势；新兴市场中，拉美保持增长，中东整体弱于往年。

图：中国低值跨境电商出口月度同比



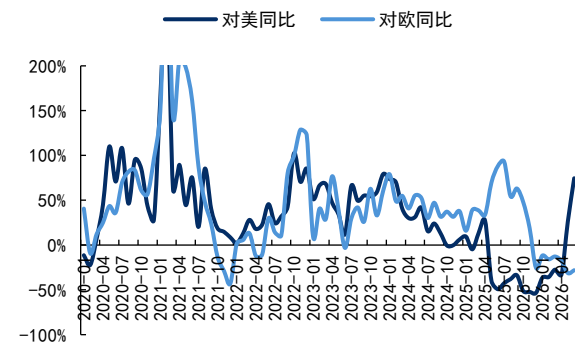
资料来源：海关总署，国信证券经济研究所整理

图：低值跨境电商出口分市场月度金额（百万美元）



资料来源：海关总署，国信证券经济研究所整理

图：低值跨境电商出口欧美市场月度同比



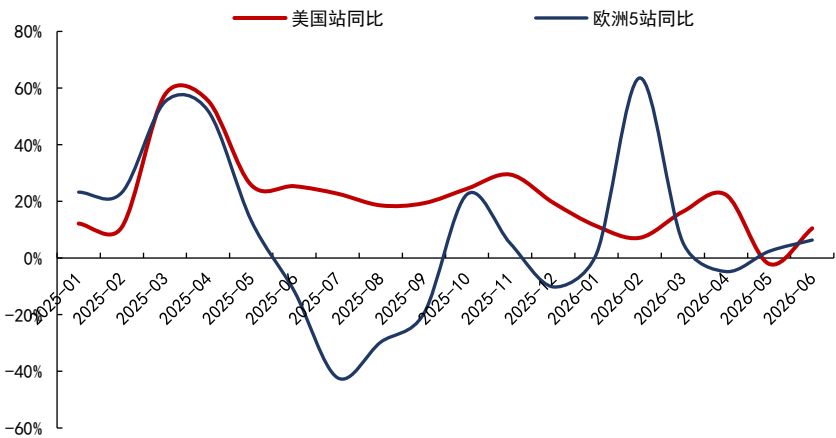
资料来源：海关总署，国信证券经济研究所整理

注：低值跨境电商出口金额=9804低值简易通关商品（2015年起）+9805个人跨境电商商品（2019年起）+9900跨境电商B2B简化申报商品（2020年7月起）；

挑战之二（关税政策）：线下品牌未受益，欧美电商2026年明显提速

- 小包关税重构竞争格局：直邮跨境承压、本地履约平台受益，品牌端未见明显利好。2025年5月美国取消800美元以下小额豁免（de minimis）、并于同年8月将暂停范围扩至所有国家和地区，直邮小包的政策红利正式终结。对SHEIN这类以海外直邮为核心履约方式的跨境电商，关税与清关成本直接显性化——其单笔订单对应的履约费用在前两年持续优化的背景下2026Q1转为同比上升，营业利润率由3.9%降至2.9%。关税政策影响之下，本地平台和线下为主的服饰品牌受益程度有所区别：
 - 以本地仓配履约的亚马逊成为结构性受益者：北美/国际分部收入增速由FY2024的+10%/+9%，提速至FY2025的+10%/+13%，然后进一步提速至2026上半年的14%/13%；第三方监测口径下亚马逊鞋服珠宝美国站2026H1年销售额+10.3%，其中销量+11.0%、均价-0.6%，侧面印证其承接了的份额以量增为主。
 - 欧洲本地电商Zalando业务表现分化：B2C业务内生增长平缓，进入2026年在有机口径（剔除2025年7月后并表影响）有所降速，而B2B履约服务在2026年逐季加速增长，拓展玛莎百货、NEXT和HOGU BOSS等几家大型客户。
 - 新兴市场本地电商维持高增长：以东南亚为核心市场的Shopee和以拉美为核心的美客多近几年保持高速增长，2025-2026上半年GMV增速仍维持在40%上下，未有显著变化。
 - 线下为主的服饰品牌未明显受益：2025年，SHEIN欧美收入增速同步放缓背景下，仅H&M美国收入增速有所改善；2026年比2025年，增速改善的品牌包括迅销和ZARA。总体来讲，传统品牌自身同样承担进口关税与供应链成本的变动，小额免税取消并未为其创造超额需求。

图：亚马逊鞋服珠宝分站点销售额单月同比



资料来源：久谦，国信证券经济研究所整理

表：亚马逊鞋服珠宝分站点销售额

站点	2024年	2025年	2026H1
美国站	593.6	741.7 (+25.0%)	329.5 (+10.3%)
欧洲 5 站	144.9	143.6 (-0.9%)	68.5 (+9.6%)
7 站合计	762.5	916.3 (+20.2%)	413.5 (+10.2%)

资料来源：久谦，国信证券经济研究所整理

挑战之二（关税政策）：线下品牌未受益，欧美电商2026年明显提速

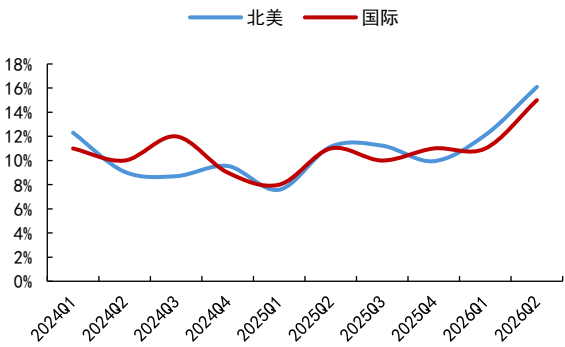


表：上市公司分地区收入增速

类别	公司收入（口径）	FY2023	FY2024	FY2025	2026H1
电商	SHEIN 美国/欧洲	—	+10.7% / +33.2%	−3.5% / +8.8%	−14.3% / +2.3%（2026Q1降速）
	亚马逊 北美 / 国际分部	+12% / +11%	+10% / +9%	+10% / +13%	+14% / +13%（北美提速）
	Shopee电商	+23.5%	+37.9%	+33.4%	+46.7%（提速）
	Mercado Libre电商	+69.6%	+117.8%	+44.3%	+39.5%（降速）
	Zalando B2C/B2B	−1.1%/—	+3.8%/+11.5%	+6.2%/+11.7%	+0.7%/+18.9%（B2C降速，B2B提速）
线下品牌	迅销 北美 / 大中华区/欧洲	+39% / +9%/+29%	+25% / +4%/+32%	+24.5%−4.0%/+33.6%	+29.3%/+7.2%/37.2%（提速）
	H&M 南北美洲/北欧/西欧/东欧/南欧（本币）	−2%/+4%/+2%/−19%/+5%	−2%/−2%/0%/+7%/+7%	+1%/−1%/+2%/+1%/+5%	−2%/0%/−2%/−1%/+4%（降速）
	GAP 美国	−1.8%	+2.5%	+2.0%	+0.6%（2026Q1，降速）
	Inditex 美洲/欧洲（除西班牙）	+8.4%/+12.7%	+1.1%/6.3%	−1.2%/4.6%	+8.8%（2026Q1总体；2025FY：+7.0%，提速）

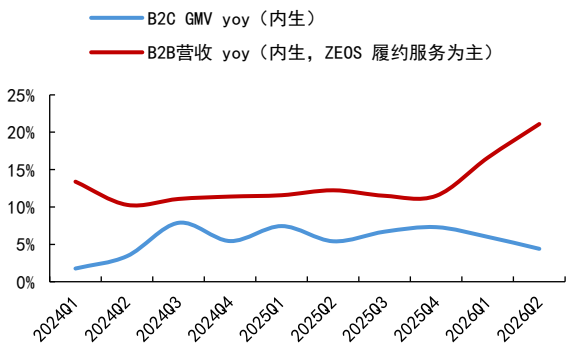
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：亚马逊零售业务分地区季度增速（汇率中性）



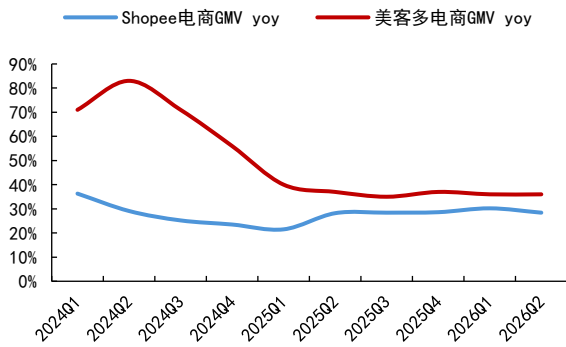
资料来源：久谦，国信证券经济研究所整理

图：Zalando电商季度收入增速



资料来源：久谦，国信证券经济研究所整理

图：虾皮/美客多GMV季度增速（汇率中性）



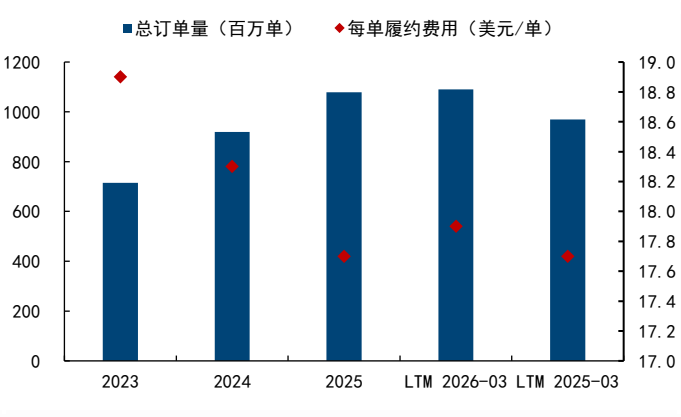
资料来源：久谦，国信证券经济研究所整理

机遇之一（规模经济）：3P平台化+品类延伸与品牌高端化，打开规模与客单空间



- **3P商家招募驱动服务收入快速增长，平台化是规模扩张的第一引擎：**3P业务的服务收入由2023年8.68亿美元增至2025年47.40亿美元，两年约5.5倍，占净收入比重由2.7%升至11.3%、2026Q1达14.3%；按公司披露的会计口径，预计3P服务收入几乎不产生销售成本，其占比提升将带动毛利率上行，而主要支出为履约费用和部分营销费用。通过商家单本地仓发货提高海外仓利用率和仓网密度，有望降低平台整体的单均履约成本。
- **海外仓规模与占比：**截至2026年6月30日，公司全球仓库合计约604万平米，其中海外仓约195万平米、占比32.3%（欧洲约102万平米、美国约41万平米、其他约53万平米）；波兰非流动资产由2023年0.70亿美元增至2025年2.91亿美元，佐证欧洲仓储的快速扩张。
- **规模扩张后经济效益将显现：**加大本地履约可部分规避小包直邮的关税与清关成本、显著改善配送时效，本地仓与半托管模式结合后，3P商家单量将持续填充海外仓产能。前期仓储、干线与末端网络的固定投入前置将导致履约费用增加，但规模经济的兑现路径已经初步展现，每单履约费用由2023年18.9美元连降三年至2025年17.7美元，虽然2026Q1LTM在关税变化下同比回升至17.9美元。

图：SHEIN 每单履约费用与总订单量



资料来源：公司招股书，国信证券经济研究所整理

表：SHEIN单位经济变化趋势

单位经济		2023	2024	2025	2026Q1
活跃顾客	数量（百万）	186	230	273	281
	YoY		23.7%	18.7%	16.6%
顾客下单频率	次数	3.8	4.0	4.0	3.9
	YoY		5.3%	-	-2.5%
总订单	数量（百万）	715	919	1,078	1,090
	YoY		28.5%	17.3%	12.4%
每单履约费用	金额（美元）	18.9	18.3	17.7	17.9
	YoY		-3.2%	-3.3%	1.1%
每单营销费用	金额（美元）	4.8	4.5	5.7	6.0
	YoY		-6.3%	26.9%	
每单经营利润	金额（美元）	1.9	1.1	1.6	1.5
	YoY		-45.4%	50.6%	
每客营销费用	金额（美元）	18.6	18.1	22.7	23.2
	YoY		-2.6%	25.4%	
每客经营利润	金额（美元）	7.4	4.2	6.3	5.8
	YoY		-43.2%	48.9%	
客单价（推算）	金额（美元）	199.0	252.2	251.7	247.0
	YoY		26.7%	-0.2%	
AOV（推算）	金额（美元）	51.8	63.1	63.7	63.7
	YoY		21.9%	1.0%	

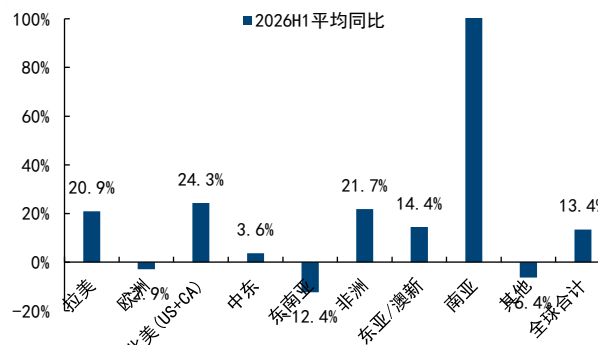
资料来源：公司招股书，国信证券经济研究所整理

注：涉及订单和用户的相关数据在2026Q1为LTM数

机遇之二（地区拓展）：用户增长重心转向拉美与中东，东南亚也具有潜力

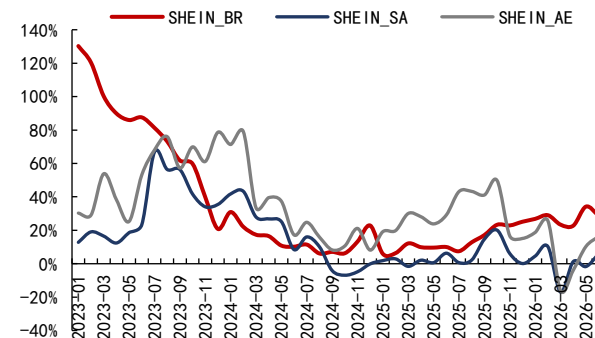
- 全球增长背后的区域结构切换：美国量增销售缩、欧洲收缩、拉美中东接棒。2026H1 SHEIN 在全球 App MAU 平均同比增长超过 10% 的总量表现之下，用户增量的区域来源正在切换，美国 MAU 同比为正但观测消费额（彭博信用卡调研数据）自 2025 年 5 月起多数月份同比为负，预计用户留存但转化下降；欧洲 MAU 自 2026 年年中起同比转为收缩；拉美与中东接棒成为用户增量的主要来源。
- 拉美是 SHEIN 用户核心池，大盘增速高：占全球 MAU 约四成半巴西为第一大单一市场，2026 年以来同比逐月提速，2026H1 平均约增长超过 20%，是全球降速的主要对冲；eMarketer 报告称拉美零售电商销售额 2025 年达到 1912.5 亿美金，同比增长 12.2%。
- 中东保持波动增长，市场成长空间大：沙特、阿联酋 MAU 同比维持正区间，其中沙特单月同比波动明显，阿联酋自 +40% 以上的高位回落至双位数；Mordor Intelligence 预计中东和非洲电商市场 2025 年规模 1551.6 亿美元，未来以 13.85% 的复合增速增长至 2031 年达 338.08 亿美元。
- 东南亚渗透率较低，本土平台验证潜在空间：Shopee 东南亚 GMV 占比约 7 成，超 800 亿美金，验证市场空间大。SHEIN 渗透率仍低，按 MAU 测算仅约为 Shopee 1/10，核心国家呈现小基数起步同比高增的趋势。另外印度市场也有较快增长潜力。e-Conomy SEA 2025 预计东盟电商 GMV 增速达 +15~16%，贝恩预计印度 e-retail 增速 +15~20%。

图：SHEIN 分地区 MAU 2026H1 同比增速



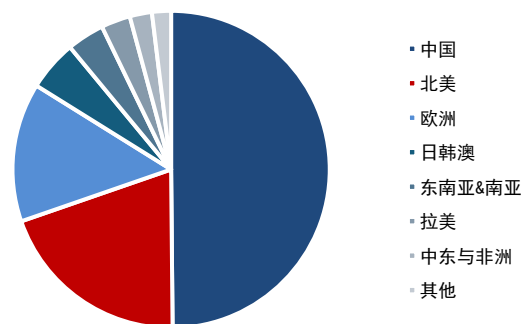
资料来源：彭博，国信证券经济研究所整理

图：SHEIN 拉美中东市场（巴西、沙特、阿联酋）MAU 同比



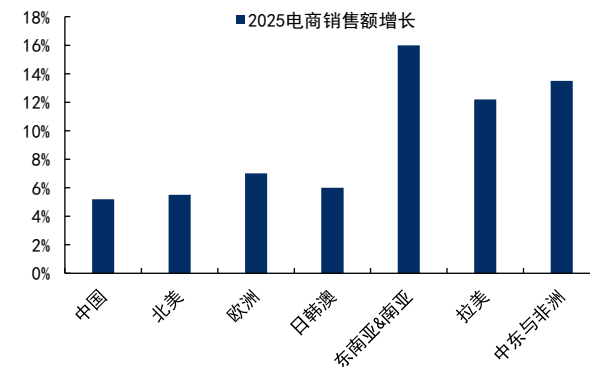
资料来源：彭博，国信证券经济研究所整理

图：全球电商零售额分市场占比



资料来源：eMarketer, Mordor Intelligence, EuroCommerce, e-Conomy SEA, Bain, 日本经济产业省, KOSIS, NAB, 国信证券经济研究所整理

图：全球电商零售额分市场增速



资料来源：eMarketer, Mordor Intelligence, EuroCommerce, e-Conomy SEA, Bain, 日本经济产业省, KOSIS, NAB, 国信证券经济研究所整理

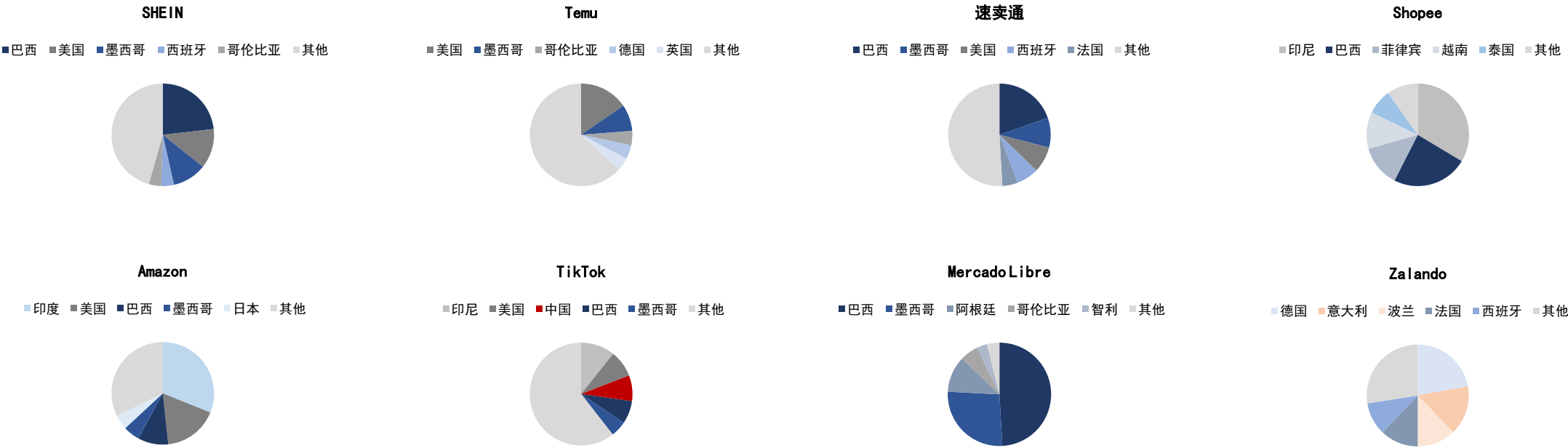
机遇之二（地区拓展）：地区收入引擎切换，拉美中东用户盘已超本地龙头

表：SHEIN分地区收入金额与增速

单位：百万美元		FY2023	FY2024	FY2025	FY2026Q1
净收入	金额	32,103	38,748	41,847	9,052
	YoY	41.1%	20.7%	8.0%	1.1%
分地区收入					
美国	金额	9,454	10,464	10,101	2,040
	YoY		10.7%	-3.5%	-14.3%
	占比	29.4%	27.0%	24.1%	22.5%
欧洲	金额	10,214	13,603	14,802	2,908
	YoY		33.2%	8.8%	2.3%
	占比	31.8%	35.1%	35.4%	32.1%
其他地区	金额	12,435	14,681	16,944	4,104
	YoY		18.1%	15.4%	10.1%
	占比	38.7%	37.9%	40.5%	45.3%

资料来源：公司招股书，国信证券经济研究所整理

图：各平台前5大市场MAU占比（2026H1 平均）

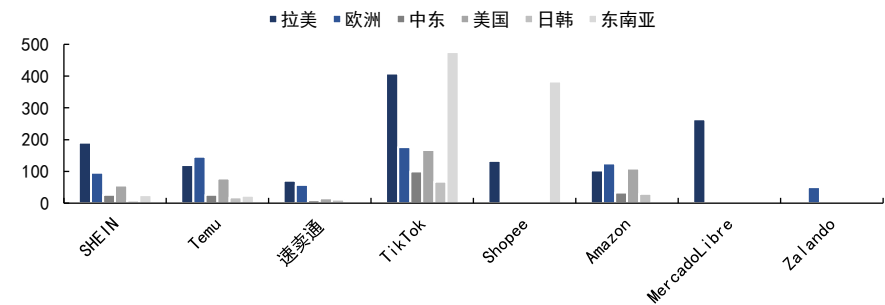


资料来源：彭博、公司公告，国信证券经济研究所整理

机遇之二（地区拓展）：地区收入引擎切换，拉美中东用户盘已超本地龙头

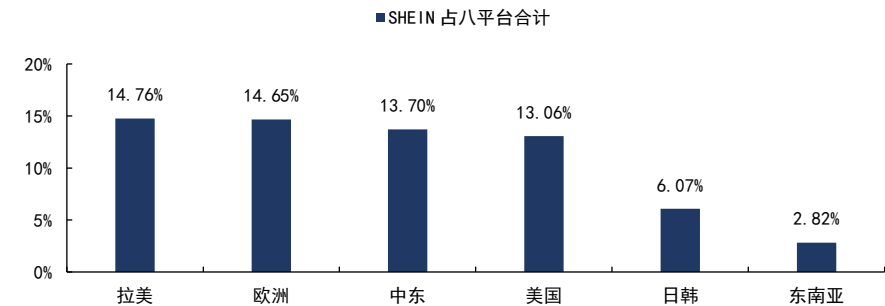
- 对比SHEIN和其他平台的分市场的MAU规模和增速，结论如下：
- 美国：竞争激烈，MAU仍在增长。**亚马逊美国MAU表现平缓且小幅下滑，但存量仍约为SHEIN的两倍；2026H1，SHEIN、Temu在美国MAU均呈现两位数增长，但从亚马逊上半年美国市场收入维持增速看竞争势态强劲；
- 欧洲：竞争加剧，MAU增长承压。**2026H1，SHEIN欧洲MAU同比个位数下滑，是主要区域中唯一收缩的发达市场，而Temu呈现快速的两位数增长，亚马逊也保持强劲。
- 拉美：渗透率高，仍能保持快速增长。**2026H1，SHEIN拉美MAU占其全球用户的接近4成，在本地的渗透率也相比其他区域更高，且仍保持快速的两位数增长。从SHEIN26Q1分市场收入看，拉美为主的其他市场的增长也大幅领先于欧美；
- 中东：从1到N发展发展阶段，仍有提升空间。**2026H1，SHEIN中东MAU同比个位数增长，增速比过往有明显放缓或与地缘冲突有关；对照本地龙头Noon与TikTok的流量池，渗透率大约还有一倍空间；
- 日韩：低基数扩张的早期市场。**SHEIN日韩MAU相比于亚马逊、Temu偏低，但双位数的增速说明渗透正在加速，空间来自低基数下的持续获客；
- 东南亚：起步发展阶段，占比较低。**Shopee与TikTok是该区域的领导者，SHEIN东南亚MAU偏低，且2026上半年MAU尚未实现增长。

表：六区域六平台 2026 年 1-6 月平均 MAU（百万）



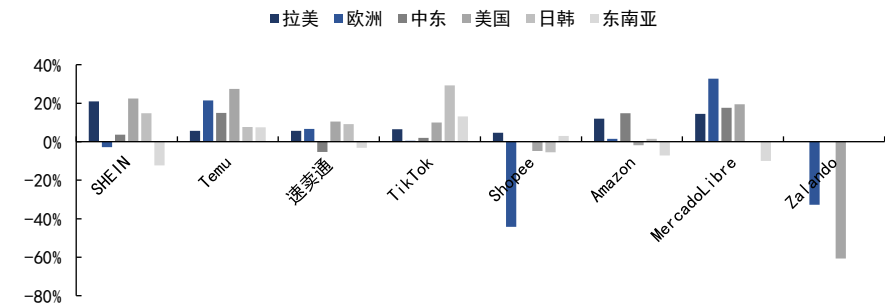
资料来源：彭博，国信证券经济研究所整理

表：SHEIN各地区份额占比（八平台）



资料来源：彭博，国信证券经济研究所整理

表：各区域 2026 年上半年平均同比（对比 2025 年同期）



资料来源：彭博，国信证券经济研究所整理

• **品牌化是利润改善关键：**从前面分析可知，对比服饰时尚类卖家，SHEIN的已售存货口径毛利率低于赛维时代和子不语，但独立站运营在流量和心智上的优势，使其可比口径的履约和营销费用率也显著低于这两家。因此，若未来SHEIN能提高品牌溢价，利用其较好的费用杠杆基础，利润率有较大改善空间。

• 目前公司形成三条品牌化发展路径：

1、自营招商要求持续演变，更适配品牌化发展：SHEIN自营供货有三种合作模式，分别为OEM、OEM和FOB，主要按供应商能力划分，即分别要求开发设计能力强、看图打扮能力强、生产管理能力强。从SHEIN自营招商的历史变化中可以看出，随着公司规模扩大和追求品牌化发展，对供应商的要求逐步升维。

- ① **2014-2017年“小作坊”时代：**SHEIN对供应商能力要求低，并提供补贴和7-30天的优越账期，首单100 - 500件测款跑通小单快反模式。
- ② **2018-2024年能力分层、标准化考核：**SHEIN按供应商能力分成ODM、OEM和FOB三类模式，并引入S - D五级评级、末位淘汰等数字化考核，并提出合规门槛，新供应商必须通过希音负责任采购（SRS）评估；2023年后发布的招商文案中明确提及对不同供应商的厂房面积、配备开发设计人员、版师等岗位要求。
- ③ **2025年至要求扩展至内容与风格能力：**从SHEIN发布的招商文案中看到要求除了传统的面积、工艺指标，还出现了内容和品牌向要求，包括自主和配合产品拍摄、掌握视觉输出基本标准、产品具备差异化竞争力、熟悉某地区宗教文化商品开发要点等，部分品牌线的名称也直接出现在招商中。在2026年的招商文案中，超过半数的供货模式为要求开发设计能力强的ODM模式。

表：SHEIN自营供货合作模式

对比维度	ODM (设计开发)	OEM (打版生产)	FOB (生产加工)
核心能力要求	开发设计能力强	看图打版能力强	生产管理能力强
合作对象	工厂、贸易商、工贸一体	工厂、工贸一体	工厂
合作方式	SHEIN买手选款，供应商配合进行产品开发并打版生产	SHEIN跟单发版，供应商看图打版做货	SHEIN自主设计，并提供生产资料和样衣，供应商包工包料生产
工厂面积要求	500平及以上；部分品类支持现货推款	广东省内商家需自有工厂800方及以上（其余地区1000方及以上）	1000平及以上
人员要求	需配备开发设计人员、跟单人员	需配备版师、跟单人员	需配备厂长、版师、纸样师、尾部主管、查货、跟单
合作特点	小单快反、自主备货、接受订单制/现货制	包工包料、小单快反、单量稳定	包工包料、小单快反、单量稳定
适合商家	有设计开发能力，有拍摄资源	看图还原度高，生产能力强	工厂面积大，生产管理规范

◆ 因季节和品类业务调整，具体面积和要求以业务员实际对接为准

资料来源：SHEIN招商官网、国信证券经济研究所整理

2、3P业务规模扩大，招商更加青睐品牌型商家与设计师品牌。随着3P业务规模扩大，公司更注重引入具备成熟品牌定位、原创设计能力及本地化运营基础的合作方，以丰富差异化货盘、强化商品故事与本地服务能力，而非增加同质化白牌供给。在商家自运营模式下，商家拥有完整的店铺运营权限和自主定价权。

- 品牌矩阵丰富，未来形成“自有品牌矩阵 + 品牌商家 + 设计师合作”的多元供给层次。根据招股书，公司自营品牌包括 SHEIN（核心）、ROMWE（另类美学快时尚）、SHEGLAM（美妆）、MOTF（高端女装）、Dazy（年轻休闲）、MUSERA（女装）、GLOWMODE（运动健身）；另有约 20 个 Xcelerator 合作品牌（含 EVERLANE、MISSGUIDED、SUMWON），目标是覆盖更宽的价格带、风格和品类。平台招商在维持全品类供给的同时，未来将更强调品牌型商家与设计师品牌对商品差异化和品牌调性的补充。

图：SHEIN 品牌架构图



表：SHEIN 品牌矩阵

类型	品牌	定位与风格	价格定位
自营品牌（1P）	ROMWE、SHEIN、SHEGLAM	潮流基础款与全品类供给/高性价比大众彩妆，承担规模与价格竞争力	平价大众
	DAZY、MUSERA	DAZY 偏日常潮流与年轻通勤；MUSERA 偏先锋性感、英伦感及音乐节/约会等强风格场景	大众偏中段
	Glowmode	运动与生活方式服饰，以面料、功能和版型支撑相对更高客单	中端功能型
	MOTF	都市通勤、质感面料、精致衣橱，承担品牌调性和客单上探	中高端
	Anewsta	面向 25 - 40 岁女性的优雅、品质感女装，是进一步上探价格带的品牌布局	高端女装
商城品牌（3P）	Missguided	年轻女性快速潮流，派对、约会、度假等场景化女装	平价大众
	SUMWON	男女装及童装的街头休闲品牌，补充年轻化、潮流化供给	大众偏中段
	Everlane	简约通勤、品质基础款及可持续叙事，覆盖成熟、品质导向用户	中高端

资料来源：公司招股书，国信证券经济研究所整理

资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

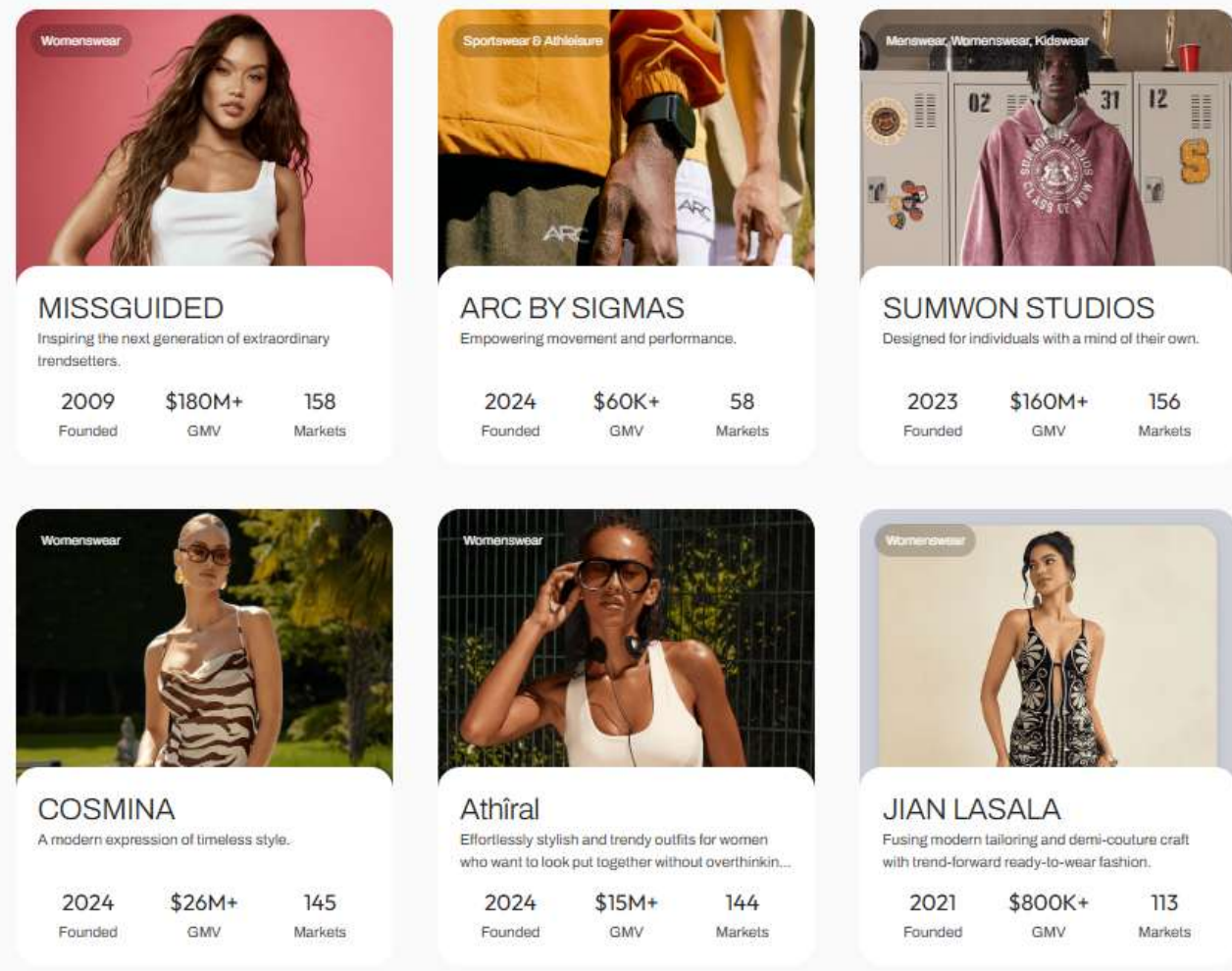
机遇之三（品牌化发展）：Xcelerator赋能品牌成长，服务化升级打开盈利空间

3、从 SHEIN X 到 Xcelerator，SHEIN 正将按需供应链、数字化运营与全球履约能力，以服务形式开放给设计师和品牌商家。

- SHEIN 2021年启动的SHEIN X项目于2025年10月升级为SHEIN Xcelerator计划，为品牌提供差异化的供应链服务和全球销售平台。招股书披露，参与Xcelerator计划的品牌能更快实现重要的年化销售里程碑，其中一个品牌在参与第二年销售额增长约15倍，营业利润率提升超过30个百分点，存货周转天数减少约三分之二。品牌赋能服务的营业利润率约为集团整体营业利润率的两倍。虽然当前仍处于早期，2025年及2026年Q1对集团净收入贡献不超过1%，但增长潜力大。具体看，Xcelerator计划的意义有以下几点：

1. 让品牌方专注创意与品牌建设。合作品牌可保留自身的品牌IP、设计能力与库存所有权，SHEIN 则提供消费需求洞察、按需生产、供应链协同、营销推广及全球销售支持。对于设计师品牌和中小品牌而言，这意味着可以更快验证新品需求、减少库存压力，并以更低的运营投入进入多个海外市场。
2. 让 SHEIN 的供应链能力从自营优势走向服务化输出。SHEIN 将长期积累的小单快反、数字化供应链管理和全球履约能力开放给外部品牌，使品牌方不必从零搭建跨境生产、仓配及流量运营体系。平台角色由单纯的商品销售渠道，进一步延展为覆盖“设计—生产—销售—履约”的品牌增长基础设施。
3. 让商城供给从“扩品类”进一步走向“扩品牌”。Xcelerator有助于吸引具有原创设计、既有品牌心智及本地化运营能力的商家加入，丰富平台在品质基础款、特色风格、细分场景等方面的供给。长期看，外部品牌增长会反哺 SHEIN 的用户选择、品牌调性和服务收入，使商城业务更接近多品牌时尚平台。

图：SHEIN Xcelerator计划合作伙伴



资料来源：SHEIN Xcelerator官方说明网站，国信证券经济研究所整理

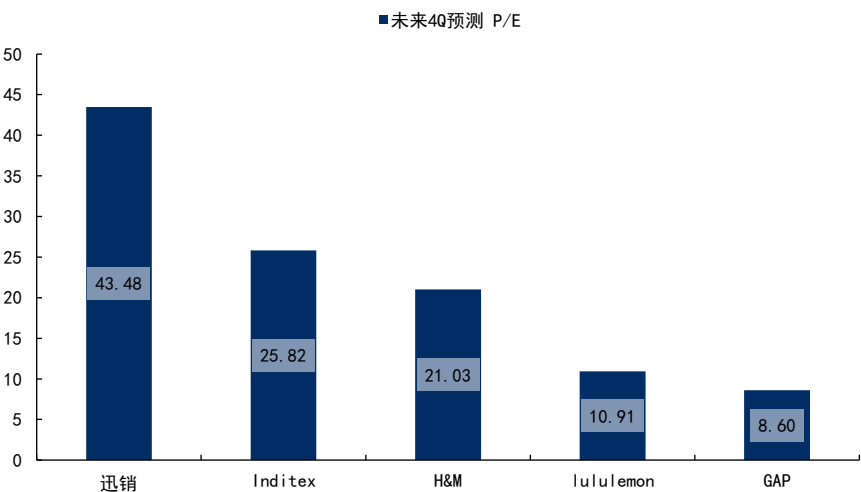
四、行业估值体系梳理

时尚品牌估值：兼具增长与高利润率者获得估值溢价，其中定价能力更被看重



- forward 4Q预期PE排序为迅销43.5x、Inditex25.8x、H&M21.0x、lululemon10.9x、GAP8.6x；由于以上公司属于不同市场的上市公司，估值不一定可直接对比，相对趋势具有参考意义。
- 高估值组：**日本上市公司迅销经营利润率16.6%且指引升至18.4%、未来一年收入+16.3%增长稳健，预期PE为组别最高47x；欧洲上市公司Inditex经营利润率20%以上处于组别最高，同时收入高个位数增速、利润低双位数增速，预期PE为26x；H&M经营利润率较低但处于上升趋势，增速较慢，预期PE22x，低于Inditex。
- 低估值组：**美国上市公司GAP未来财年预期收入仅+1.3%、经营利润率7.3%为同组最低，预期PE仅8.7x；lululemon经营利润率高达19.9%，但FY2026预期经营利润率大幅下降约-250bp、未来财年净利同比-20.9%，预期PE为11x，估值虽然较低但仍高于GAP；
- 总结，从同一上市市场的不同公司比较看，市场对于兼具成长性和盈利率的品牌给予最高估值；而两者不可兼得的情况下，具有品牌溢价和盈利优势、短期利润承压的品牌，市场仍给出相对较好的估值。

图：品牌组未来4个季度盈利预测对应PE



资料来源：彭博，国信证券经济研究所整理

表：品牌组增长、盈利与预期估值

公司	FY+1E 收入增速	FY+1E 净利增速	经营利润率（最新实际→FY+1E）	未来4Q预期 P/E	预期P/E（FY+1E / FY+2E）	P/E(TTM) 对照
Fast Retailing（9983.T）	+16.3%	+17.2%	16.6%→18.4%（+1.8pct）	43.5x	46.9x / 41.2x	45.5 x
Inditex（ITX.MC）	+8.2%	+11.0%	20.1%→20.5%（+0.4pct）	25.8x	26.2x / 24.0x	28.5x
H&M（HM-B.ST）	-2.7%	+3.7%	8.1%→8.6%（+0.5pct）	21.0x	22.1x / 20.6x	21.9x
lululemon（LULU）	-0.6%	-20.9%	19.9%→15.9%（-4.0pct）	10.9x	11.0x / 10.6x	9.6x
GAP（GPS）	+1.3%	+20.2%	7.3%→7.5%（+0.2pct）	8.6x	8.7x / 8.0x	8.0x

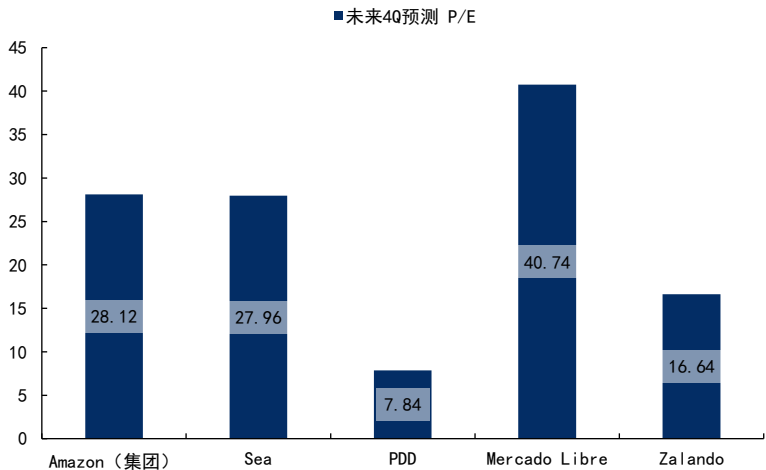
资料来源：彭博、公司公告，国信证券经济研究所整理；

注：盈利预测均来自彭博一致预期

电商平台估值：景气增长与高盈利业务支撑估值溢价，平台间分化明显

- **亚马逊估值：**亚马逊下财年预期收入同比+15.1%、净利同比+23.7%、经营利润率12.7%，整个集团对应28x，其中零售体系经营利润具有更高的增速，按零售板块分部估值约为33.5x；
- **Sea：**下财年预期收入+31.9%、利润率修复，近20%的利润增速，对应预期PE为34x，虽然整个集团利润率低于亚马逊但市场给出成长性溢价；
- **美客多：**下财年收入预期增长超40%，组别最快，其“电商+物流+MercadoPago支付/信贷+广告”形成闭环模式，过往经营利润率也较高，短期或随加大投入影响利润，但市场看好其长期变现能力，给出未来一年47x、未来两年33.5x的估值；
- **拼多多：**未来一年收入预期增长双位数但净利-2.0%，市场给出未来一年仅8.1x的低估值，反映对于公司处于海外电商投入期的盈利能见度不足的担忧；
- **Zalando：**未来一年收入和利润预期增长均为双位数但隐含并购，内生增速预计为较低的个位数，市场给出未来2年13.5x的估值（近一年业务调整隐含利润影响）；相对较低主要由于成长性弱；
- **总结海外电商平台估值水平，**上市公司体系内常有盈利能力更强的其他业务板块共同提升业绩，对于盈利能力强且快速增长的平台，市场给出25X-40X的PE，增长平缓盈利稳定给出15x左右的PE，而预期增长乏力且存在盈利下行压力的平台估值或降至10X上下。

图：平台组未来4个季度盈利预测对应PE



资料来源：彭博，国信证券经济研究所整理

表：平台组增长、盈利与预期估值

平台	FY+1E 收入增速	FY+1E 净利增速	经营利润率（最新实际→FY+1E）	未来4Q预期P/E	预期P/E（FY+1E / FY+2E）	P/E (TTM)
Amazon 集团（AMZN）	+15.1%	+23.7%	11.2%→12.7%（+1.5pct）	28.1x	20.9x / 24.7x	36.8x
其中：零售体系	+11.7%	+40.6%（经营利润）	5.8%→7.4%（+1.6pct）	—	隐含33.5x/26.6x	—
Sea（SE, Shopee）	+31.9%	+19.7%	8.7%→9.6%（+0.9pct）	27.9x	34.1x / 25.5x	47.5x
PDD（PDD, Temu）	+11.5%	-2.0%	21.9%→22.2%（+0.3pct）	7.84x	8.1x / 6.7x	8.8x
Mercado Libre（MELI）	+41.1%	-0.2%	11.1%→7.3%（-3.8pct）	40.7x	47.3x / 33.5x	59.7x
Zalando	+12.4%	+13.2%	4.8%→5.0%（+0.2pct）	16.6x	22.0x/13.5x	36.7x

资料来源：彭博、公司公告，国信证券经济研究所整理；

注：盈利预测均来自彭博一致预期

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

五、风险提示

- 1、国际贸易政策的不利调整：国际贸易与关税风险，美国取消小额豁免、欧盟取消150欧元关税豁免，关税成本大幅上升，已对SHEIN和相关公司在美国销售及整体增长造成不利影响。
- 2、全球宏观经济与消费表现不及预期：在宏观影响下，行业和公司的增长与盈利存在相关风险，且若品牌升级和平台化发展不及预期，未来盈利也存在不确定性。
- 3、行业恶性竞争加剧：时尚行业高度分散且竞争激烈，部分对手资源更雄厚。
- 4、供应链与合规风险：SHEIN依赖超过7,500家合约制造商，劳工、环保等合规管理难度大，负面事件可能损害品牌声誉。
- 5、数据安全与隐私风险：数字化平台如发生数据泄露，叠加当地政府的监管严格，将面临高额罚款及调查。
- 6、IPO进程及发行估值不及预期：当前SHEIN尚未完成上市，实际上市结果存在不确定性。

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；中国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±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±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

分析师承诺

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。

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（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有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
GUOSEN SECURITIES

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楼

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