

数字化供应链驱动增长，平台化开启第二曲线

——一文看懂SHEIN招股书

2026/07/28/

行业评级：增持

姓名：刘越男（分析师）

邮箱：liuyuenan@gtht.com

电话：021-38677706

登记编号：S0880516030003

姓名：范佳博（分析师）

邮箱：fanjiabo@gtht.com

电话：021-38053328

登记编号：S0880526040002

摘要

基本介绍：SHEIN为全球线上时尚和生活方式公司。公司于2012年成立，1) 公司深耕欧美（2025收入占比60%）、重点布局服装品类（2025收入占比60%）。公司以中国供应链效率为基础，通过小单快反模式实现全球快时尚突破，并从跨境DTC品牌向Marketplace平台升级，截至2025年公司收入结构仍以1P模式为主，2025年产品/服务收入占比分别为89%/11%。2) 创始团队长期稳定，具备多年行业经验，同时持股集中，四大创始人借助持股平台合计持股65.0%，依托同股不同权架构实际表决权及控制力更强。3) 经营方面，SHEIN订单增长主要由顾客数量扩张驱动，2023-2025年总订单量由7.15亿单增至10.78亿单；周转、履约效率均维持稳定。

行业：全球时尚行业规模稳健扩张，线上渗透率持续提升。1) 2025年市场规模约1.7万亿美元/同比+0.6%，预计2026-2030年五年CAGR预计为3.4%。其中线上时尚市场2025-2030年复合增速约5.5%，线上渗透率提高至38.7%。2) 行业格局分散，2025年前20大企业的合计市场份额仅约20.5%，SHEIN份额约为1.9%，仍有提升空间。3) 除时尚市场外，美妆及电子行业规模快速增长，公司有望借助平台模式丰富商品供给，打开增长空间。

财务分析：截至2025年公司实现收入418亿美元/同比+8.0%，收入规模受美国政策变动影响增长有所放缓；毛利率持续优化，预计系3P高毛利收入占比提升及供应链效率优化；履约及营销费用率同比增长，主要系关税、平台化收入结构和获客投入增加；除此以外，可转换可赎回优先股公允价值变动加剧公司净利率波动。同时存货规模稳健，周转率仍处于较低水平，财务质量较为健康。

竞争优势：数字化供应链驱动增长，平台化开启第二曲线。1) 公司首创LATR模式，构建由合约制造商、商家、独立设计师等组成的全球合作网络，依托端到端智能供应链管理系统，对消费者需求进行快速响应，兼顾库存、上新与丰富度。2) SHEIN X与自有品牌协同，丰富设计资源。3) 公司由创始团队长期主导，四位联合创始人分别在核心环节积累经验，并以强激励机制绑定人才。4) 商城模式扩展能力，有望连接长尾供给、打造增长曲线。

风险提示：关税及国际贸易政策变化风险；行业竞争加剧风险；供应链及库存风险；跨境经营合规风险。

1-1 公司概况：全球线上时尚和生活方式公司

公司为全球线上时尚和生活方式公司，规模稳步扩张。公司于2012年成立，深耕欧美（2025收入占比60%）、重点布局服装品类（2025收入占比60%）。为约160个市场的约2.73亿活跃顾客提供服务，公司提供丰富多样、高度包容、不断上新且极具性价比的产品，满足消费者多元化需求，重新塑造消费者追求时尚的方式。

截至2025年公司实现收入418亿美元/同比+8.0%，营业利润17.07亿美元，同比增长76.7%；实现净利润20.64亿美元/同比-38.7%。

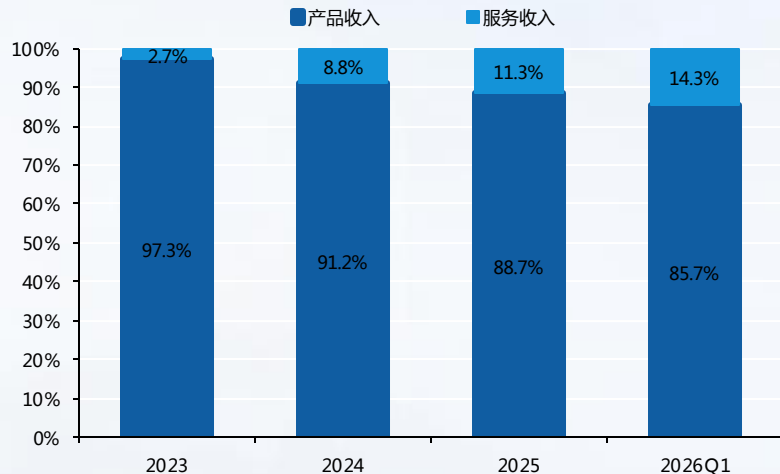
图：公司发展历史沿革

年份	重要事件
2012	四位创始人在中国开启业务。
2013	创立主要品牌SHEIN。
2014	试行LATR；2014年5月12日在开曼群岛注册成立希音国际控股有限公司。
2015	推出SHEIN手机应用；A轮融资500万美元。
2016	签署B轮融资协议，所得款项人民币1.69亿元；相关股份于2018-2020年分批发行。
2018	年度活跃顾客突破1,000万；完成集团公司架构重组，开曼控股公司成为集团控股公司。
2019	2018年6月至2019年3月完成C轮融资，募集2.43亿美元。
2020	年度活跃顾客突破5,000万；C+轮融资2,440万美元。
2021	启动SHEIN X计划；年度活跃顾客突破1亿。
2022	全年净收入超过200亿美元；完成Pre-D轮老股交易3亿美元及D轮融资约18亿美元；成立服装制造创新中心CIGM。
2023	正式推出销售其他品牌产品的商城；D+轮融资约17亿美元；与SPARC建立战略合作。
2024	年度活跃顾客突破2亿。
2025	推出SHEIN Xcelerator；年度活跃顾客2.73亿，净收入418.47亿美元；美国取消中国低值货件小额豁免后，公司调整定价、报关及本地履约。
2026	截至3月31日LTM活跃顾客2.81亿；截至6月30日全球仓库面积约600万平方米；7月10日完成中国证监会境外上市备案。

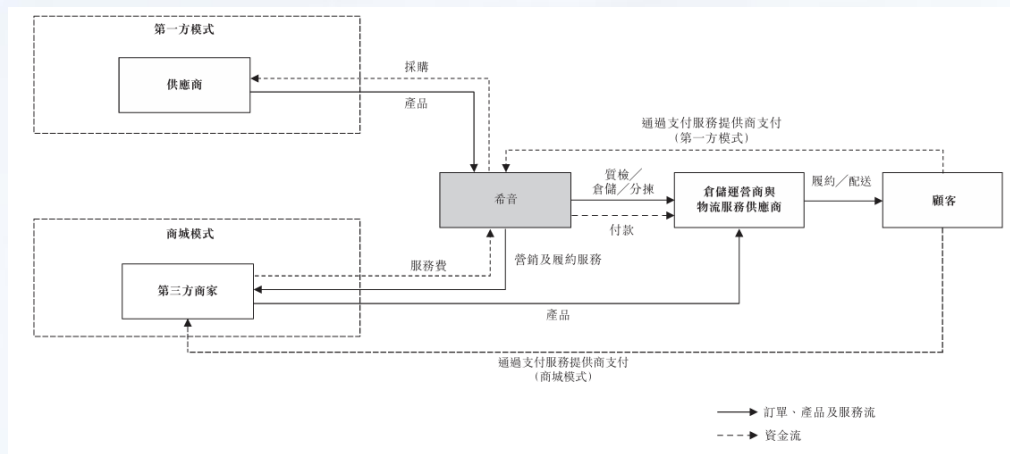
1-2 收入结构：第一方产品销售 + 商城/履约等服务并重

按模式分，SHEIN已由第一方服装零售扩展为第一方产品销售+商城/履约等服务的综合平台。公司收入模式包括第一方模式与商城模式，1) 第一方模式（1P）：公司向供应商采购商品，承担库存并向消费者销售，确认产品收入。2) 商城模式：第三方商家自行生产或采购，公司提供平台、营销和履约服务并收取服务费；商城佣金通常为交易额的10%-20%，履约服务另按仓储、配送距离、重量、尺寸和服务水平计费。根据招股书，服务收入占比从2023年的2.7%升至2025年的11.3%。

图：按模式拆分公司收入



图：收入模式拆解

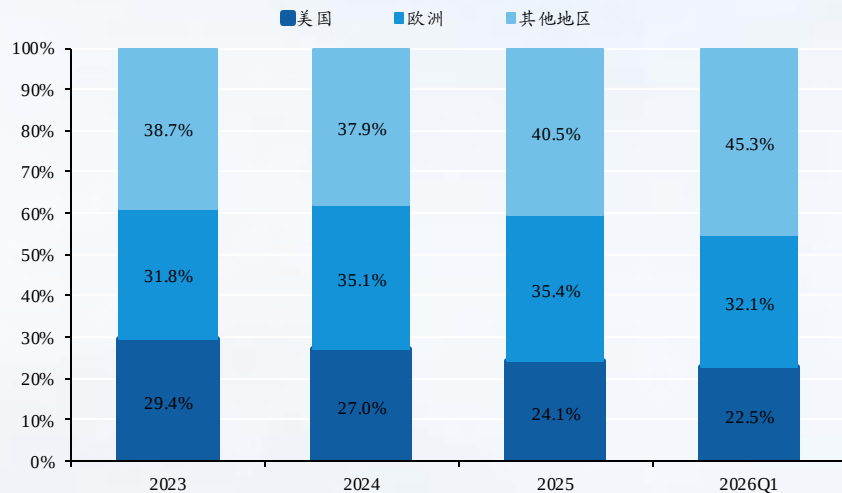


公司概况：产品仍以服装为主，地区分布逐渐分散

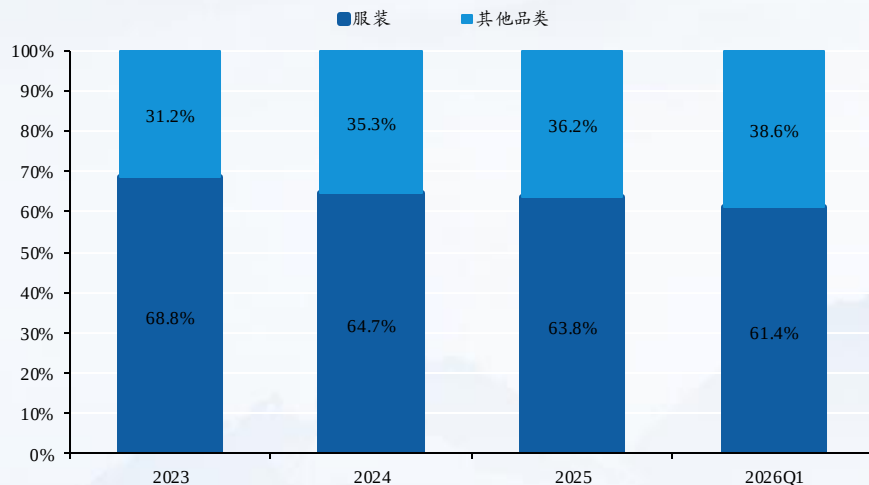
按地区分，欧洲业务持续拓展，地区分布逐渐分散。公司主要业务已拓展至160多个国家和地区，2023-2025年美国地区收入分别为29%/27%/24%，2023-2025年欧洲地区收入占比分别为32%/35%/35%，其他地区收入占比分别为39%/38%/41%。

按品类分，仍以服装为主。2023-2025年服装品类占比分别为69%/65%/64%，2026Q1进一步下降至61%；非服装品类占比稳步提升，2023-2025年分别为31%/35%/36%。

图：按地区拆分公司收入



图：按品类拆分公司收入



管理层分析：创始团队长期稳定，具备多年行业经验

创始团队长期稳定，具备多年行业经验。创始人许仰天担任董事长兼CEO，主要负责集团战略及业务管理；联合创始人苗苗、顾晓庆和任晓庆分别负责运营、产品、公共事务及企业责任等领域，核心创始团队在搜索引擎营销、数字化运营、产品管理和供应链建设方面拥有长期实践经验。专业管理层方面，CFO桂镭曾在VIPKid、eBay及PayPal担任财务管理职务，具备跨国企业财务运营经验；CTO许浩自公司成立初期即加入，长期负责技术体系建设。公司同时拟引入具备大型企业财务、公司治理及跨国集团管理经验的独立非执行董事，以强化审计、提名及薪酬委员会职能。总体而言，SHEIN管理层兼具创始团队对业务模式的深度理解、数字化技术能力和国际化经营经验。

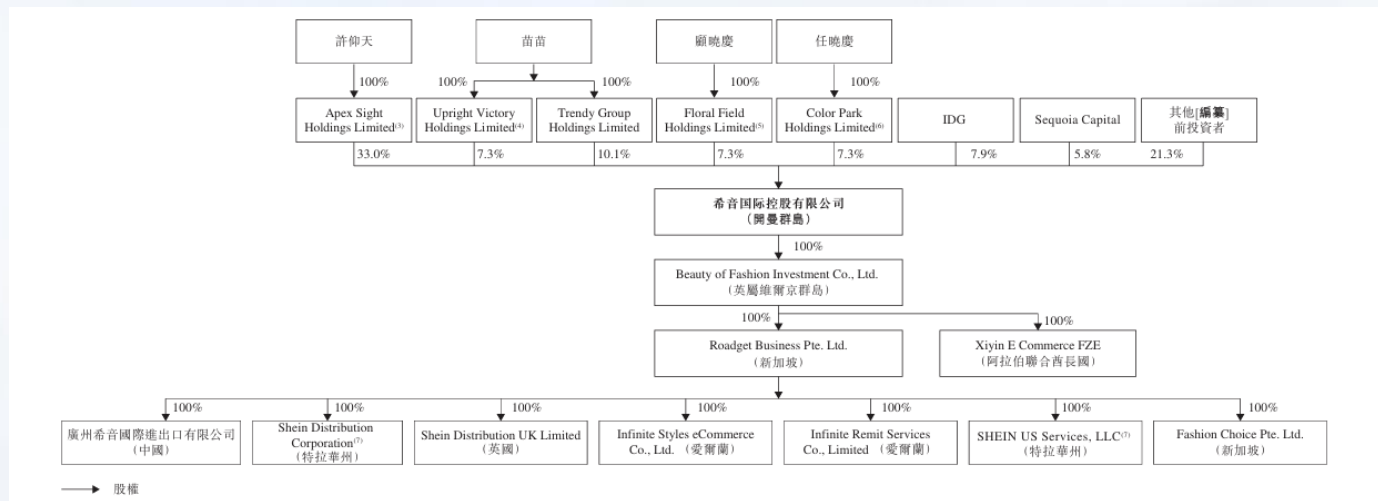
图：公司核心管理层业务背景

姓名	年龄	职务	职责	背景摘要
许仰天	42	创始人、董事长、执行董事兼CEO	集团战略与业务管理	创立前从事面向出口企业的SEM服务；青岛理工大学国际贸易学士（2007）
苗苗	41	联合创始人、执行董事兼COO	集团运营	创立前从事SEM服务；南京邮电大学管理学学士（2007）；2017年起任COO
顾晓庆	44	联合创始人、执行董事兼CPO	产品管理	创立前从事SEM服务；南京工业大学文学学士（2005）；2017年起任CPO
任晓庆	40	联合创始人、执行董事	公共事务与企业责任	创立前从事SEM服务；南京工业大学管理学学士（2007）；曾任首席供应链官
桂镭	56	CFO	财务运营	2021年加入；曾任VIPKid CFO，并在eBay/PayPal任多项财务职务；多伦多大学MBA
许浩	38	CTO	技术发展	自公司成立起任职；南京农业大学计算机科学与技术学士（2010）

管理层分析：股权结构集中，表决权控制力仍然较强

SHEIN上市前股权结构较为集中，创始团队通过多个境外持股平台及家族信托持有公司股份。其中，创始人许仰天通过Apex Sight Holdings Limited持股33.0%，苗苗、顾晓庆和任晓庆分别通过Upright Victory、Floral Field和Color Park各持股7.3%；由四位创始人持股工具共同作为信托受益人的Trendy Group Holdings Limited持股10.1%，其股份表决权由苗苗控制，五个平台合计持股约65.0%。外部投资者中，IDG和Sequoia Capital分别持股7.9%和5.8%，其他[编辑]前投资者合计持股21.3%。上市后公司将沿用同股不同权架构，四位创始人通过各自平台持有每股10票的A类股份，公众股东及多数机构投资者主要持有每股1票的B类股份，因此创始团队即使因新股发行而被摊薄，仍可保持较强的表决权和公司控制力。

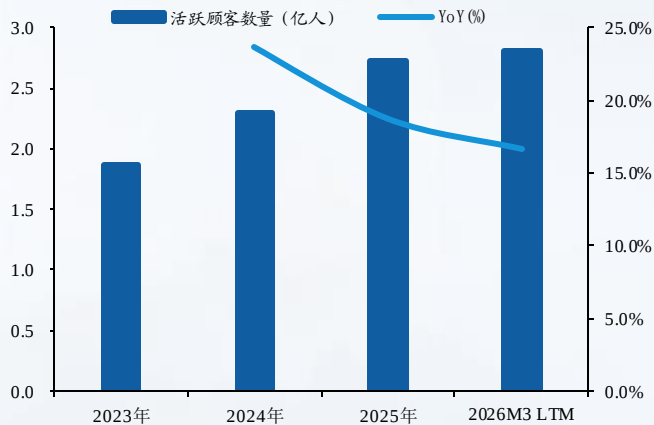
图：公司编纂前股权结构图



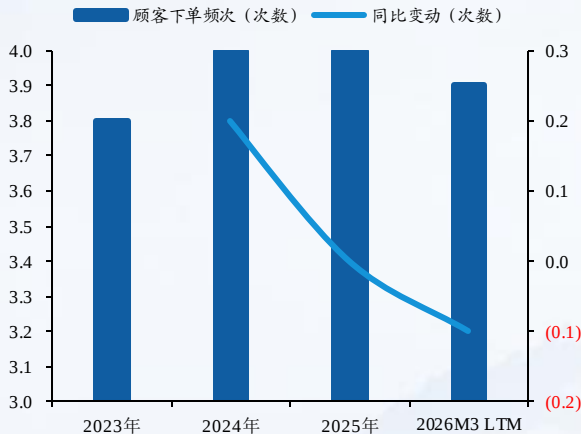
经营指标：订单量稳步增长，主要由顾客数量扩张驱动

整体来看，SHEIN的活跃顾客和订单规模保持较快增长，订单增长主要由顾客数量扩张驱动。2023—2025年活跃顾客由1.86亿增至2.73亿，总订单量由7.15亿单增至10.78亿单，而顾客下单频次基本稳定在每年4次左右，说明订单增长主要由顾客数量扩张驱动。

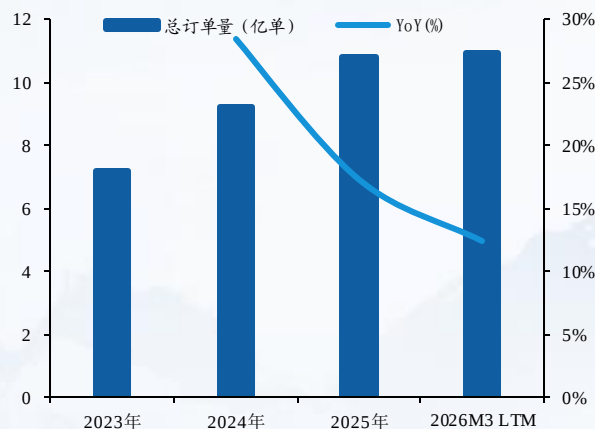
图：平台活跃顾客数量稳步提升



图：平台下单频次整体较为稳定



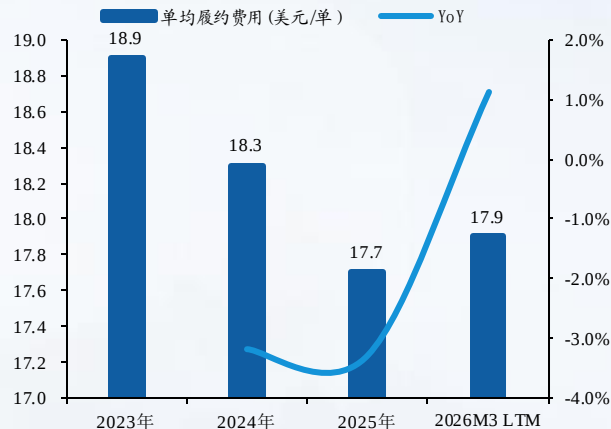
图：平台订单量稳步增长



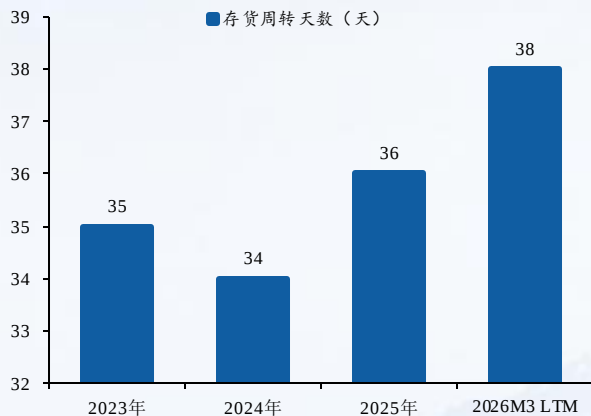
1-4 经营指标：整体经营表现稳健

- 1) 履约方面，2023-2025年单均履约费用由18.9美元下降至17.7美元，反映规模效应和履约效率有所提升；但截至2026年3月末，单均履约费用回升至17.9美元，出现一定边际压力。
- 2) 存货周转方面，存货周转天数总体维持在较低且相对稳定的水平，2023—2025年分别为35天、34天和36天，截至2026年3月31日止十二个月进一步升至38天。
- 3) 供应端方面，合约制造商由约5,800家增加至约7,500家，但2025年增速明显放缓。

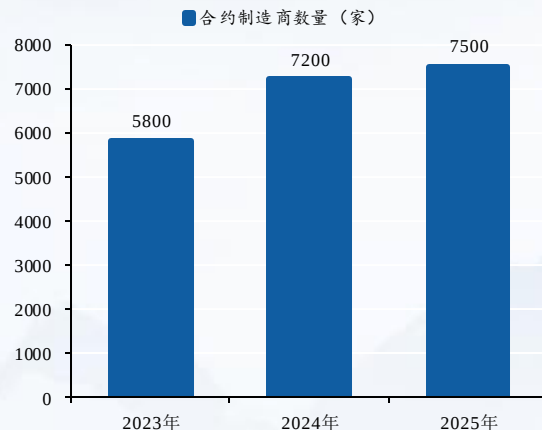
图：单均履约费用下降，效率有所提升



图：存货周转天数维持在较低水平



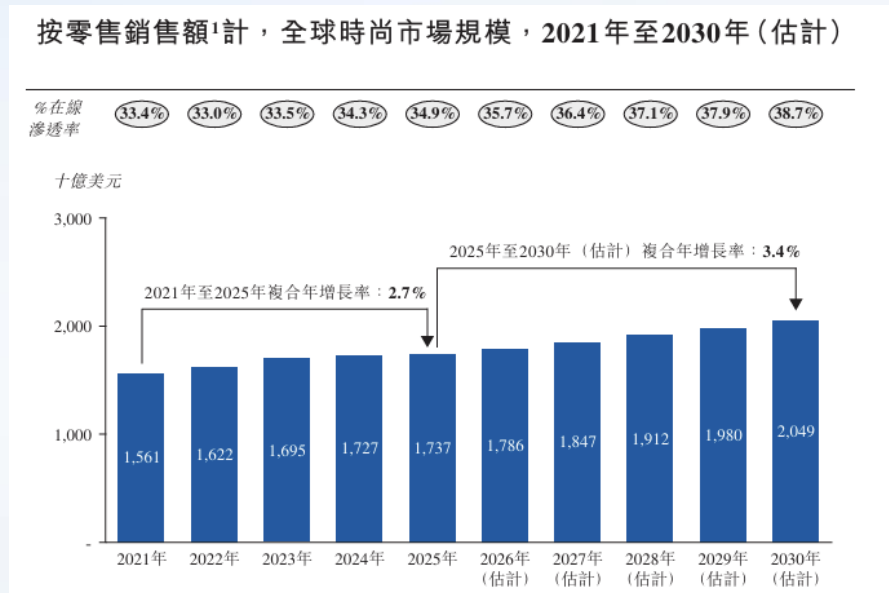
图：合约制造商数量稳步提升



2-1 行业概览：全球时尚行业规模稳健扩张

全球时尚行业规模稳健扩张，互联网普及带来增长机会。 全球时尚是全球最大的消费零售品类之一，2025年市场规模约1.7万亿美元/同比+0.6%，2021-2025年CAGR为+2.7%，预计2030年将增长至约2.0万亿美元，2026-2030年五年CAGR预计为3.4%。随着互联网和移动设备普及，消费者发现、体验和购买时尚产品的方式不断变化，行业参与者既面临快速响应消费者需求的挑战，也迎来通过产品、服务及商业模式创新实现增长的机会。

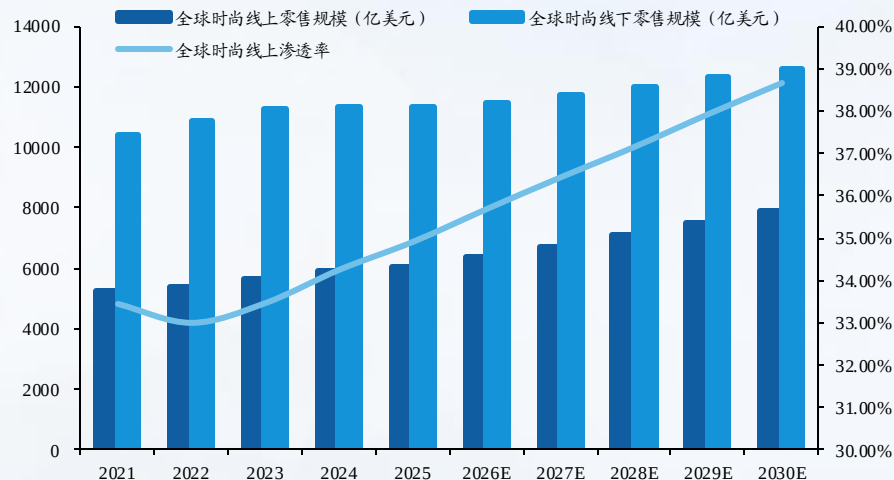
图：全球时尚市场规模当前为1.7万亿美元/+0.6%



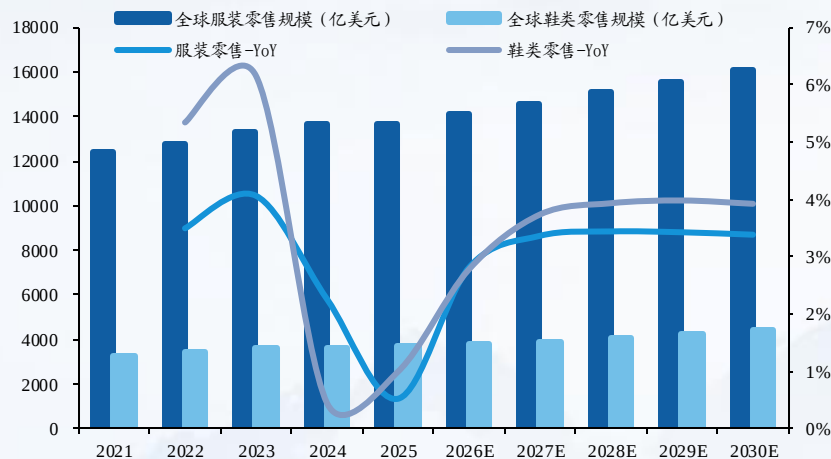
行业概览：线上渗透率持续提升，服装品类占比较为稳定

线上渗透率持续提升，服装品类占比较为稳定。 1) 从渠道结构看，全球时尚零售市场仍以线下渠道为主，但线上渠道增长更快：2025年线上与线下市场规模分别为6,064亿美元和1.1306万亿美元，线上渗透率为34.9%；预计到2030年，线上市场规模将增至7,921亿美元，渗透率提高至38.7%，2025—2030年复合增速约5.5%，明显高于线下渠道约2.1%的增速。2) 从产品结构看，服装是时尚行业的主要组成部分，2025年全球服装和鞋类零售市场规模分别为1.3700万亿美元和3,670亿美元，占时尚零售市场的78.9%和21.1%；预计2030年将分别增至1.6098万亿美元和4,395亿美元，对应复合增速约3.3%和3.7%，鞋类增速略快，但服装仍将长期占据约八成市场份额。

图：全球时尚市场线上渗透率持续提升，25年达35%



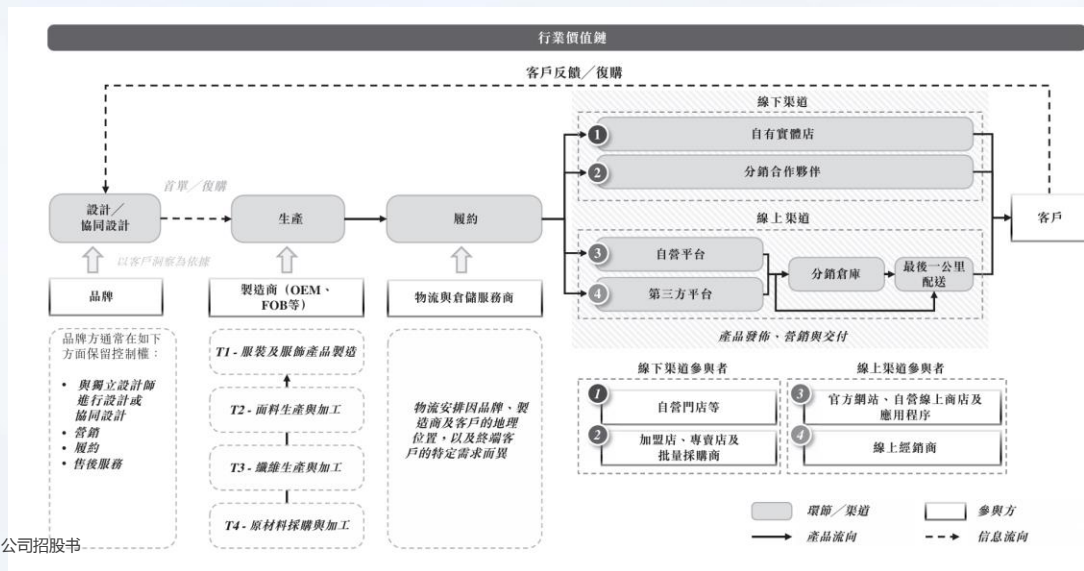
图：全球时尚市场中服装占比稳定在80%左右



行业概览：行业价值链拆解

时尚行业价值链主要包括设计与协同设计、生产、履约、渠道销售和客户交付等环节。行业竞争正由传统的品牌影响力和门店规模竞争，逐步转向品牌、产品、价格、数字营销、柔性供应链、库存效率及全球履约能力的综合竞争。品牌方通常掌握产品设计、营销、履约及售后服务等核心职能，并依据消费者洞察向生产端传递首单和补单需求；制造环节则由原材料、纤维、面料以及服装与服饰成品生产商分工完成。商品生产后，由物流及仓储服务商根据品牌、制造商和客户所在地安排运输与仓储，再通过线下和线上渠道触达消费者：线下渠道包括自营实体店以及加盟店、专卖店和批发采购商，线上渠道则包括品牌自营平台和第三方平台，并可经分销仓库及最后一公里配送完成交付。客户的购买反馈和复购数据会进一步回传至设计和生产环节，从而形成以消费者需求为导向的闭环。

图：全球时尚行业价值链拆解



数据来源：公司招股书

阅附注免责声明

2-2 行业格局：行业集中度高度分散

全球时尚行业竞争格局高度分散，2025年前20大企业的合计市场份额仅约20.5%。主要原因在于企业需要同时平衡产品丰富度、设计更新速度和库存效率的“三难困境”，并兼顾价格优势、个性化体验及可持续发展要求。随着消费者对丰富选品、潮流响应、产品品质、购物便利性、配送时效和售后服务的要求不断提高，行业竞争已由单纯的品牌和价格竞争，转向趋势洞察、产品开发、供应链管理、数字化运营和全球履约等综合能力的竞争。具备快速识别需求、灵活组织生产、准确管理库存和优化物流履约能力的企业，更容易提升成本效率和响应速度；同时，人工智能、推荐算法及数字化供应链的应用，有助于改善购物体验，并将高度分散的制造网络纳入统一管理体系。因此，能够以技术整合供应链、实现柔性生产和高效库存周转，并建立可持续商业模式的企业，有望在分散的市场中持续扩大份额。

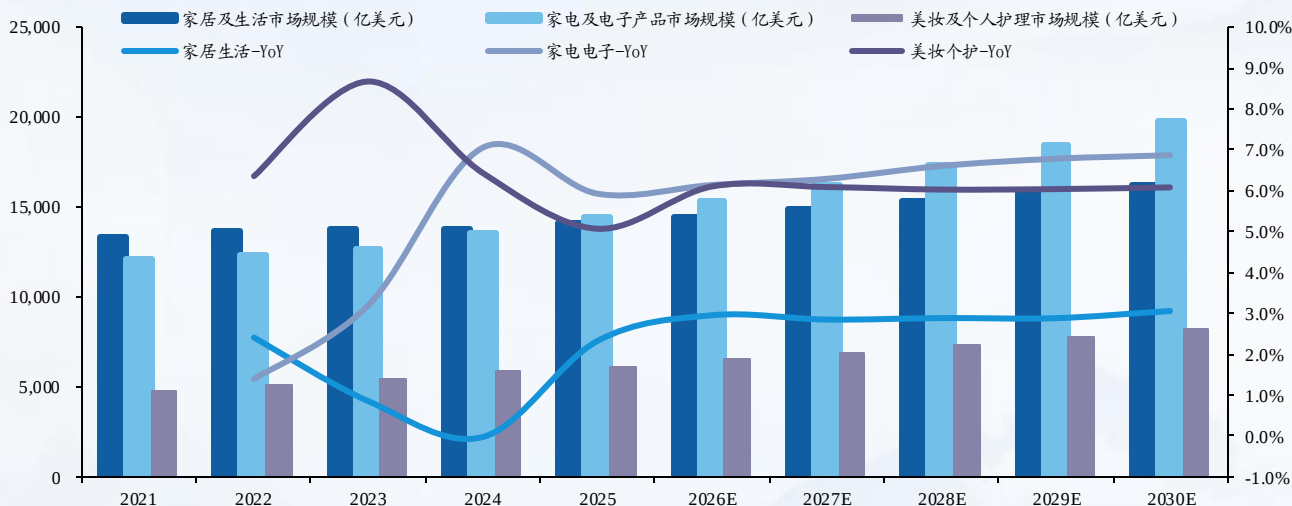
图：全球时尚市场行业竞争格局

参与者	2025年份额	业务特征
同行公司A	3.00%	美国全球性运动鞋履、服装及配饰公司
同行公司B	2.50%	西班牙全球快时尚集团
SHEIN	1.90%	全球线上时尚和生活方式平台
同行公司C	1.70%	德国跨国运动服装及鞋履公司
同行公司D	1.30%	日本休闲服装及服饰零售商
前20大企业合计	20.50%	行业集中度较低

其他行业：线上化趋势明显，美妆、电子等行业仍具备潜力

美妆及电子行业规模快速增长，线上增速均优于整体增长。从增长潜力看，家电及电子产品是最具吸引力的相邻市场，整体规模预计由2025年的1.441万亿美元增至2030年的1.976万亿美元，线上市场复合增速达到10.1%，主要受技术创新和电商渗透率提升推动。美妆及个人护理市场规模相对较小，但整体和线上市场增速分别达到6.1%和9.1%，受个性化、可持续产品需求及线上消费习惯驱动。家居及生活市场规模最大，但整体增速相对较低，主要机会来自智能家居、物联网技术和定制化家居需求。总体而言，这些品类均具有需求分散、SKU丰富和线上化程度提升等特点，与SHEIN的平台运营、流量获取及供应链整合能力具有一定协同性。

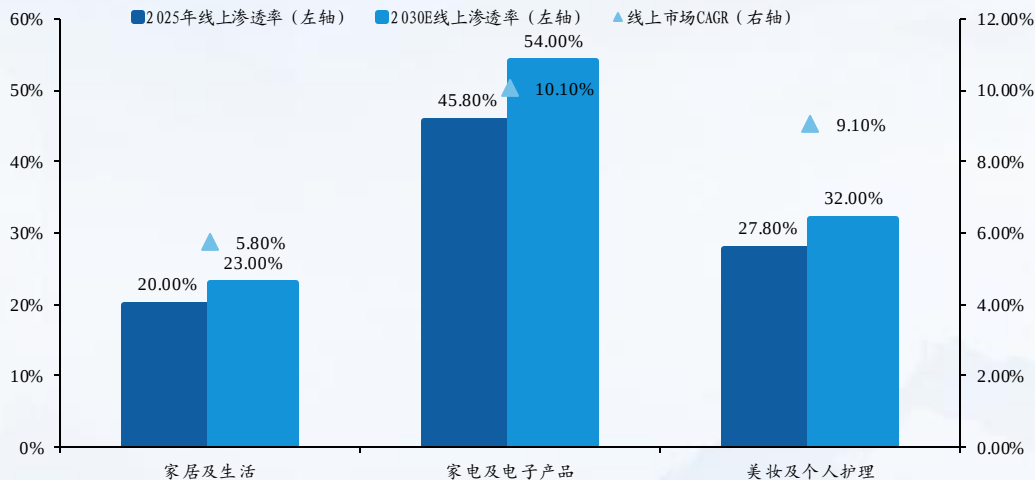
图：其他行业市场规模



其他行业：线上化趋势明显，美妆、电子等行业仍具备潜力

美妆及电子行业规模快速增长，线上增速均优于整体增长。从增长潜力看，家电及电子产品是最具吸引力的相邻市场，整体规模预计由2025年的1.441万亿美元增至2030年的1.976万亿美元，线上市场复合增速达到10.1%，主要受技术创新和电商渗透率提升推动。美妆及个人护理市场规模相对较小，但整体和线上市场增速分别达到6.1%和9.1%，受个性化、可持续产品需求及线上消费习惯驱动。家居及生活市场规模最大，但整体增速相对较低，主要机会来自智能家居、物联网技术和定制化家居需求。总体而言，这些品类均具有需求分散、SKU丰富和线上化程度提升等特点，与SHEIN的平台运营、流量获取及供应链整合能力具有一定协同性。

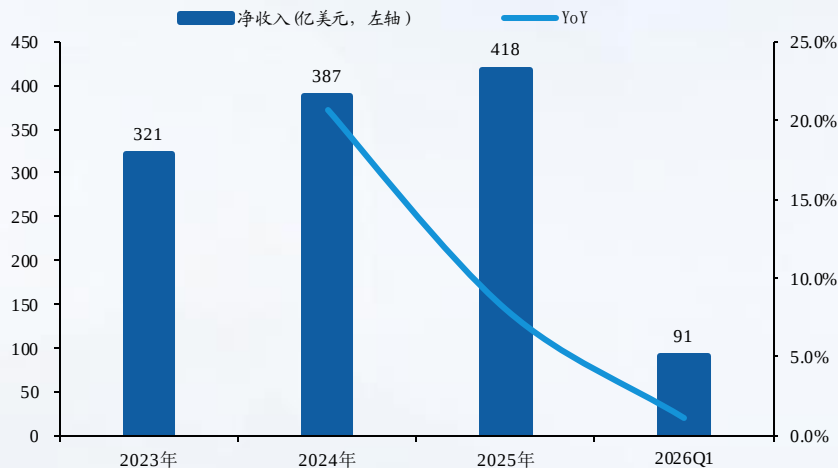
图：其他行业线上化率分化



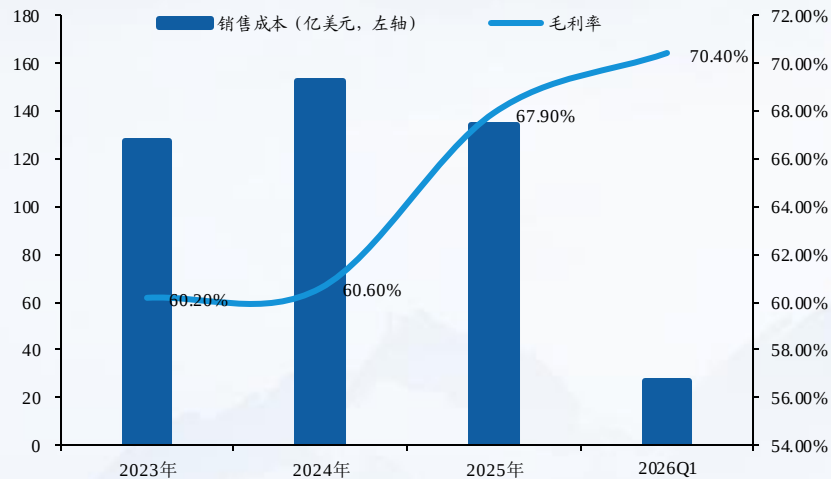
3-1 财务分析：收入有所放缓，毛利率同比优化

SHEIN收入规模持续增长，增速有所放缓；毛利率同比优化。 1) 净收入方面，由2023年的321.03亿美元增至2024年的387.48亿美元和2025年的418.47亿美元，同比分别增长20.7%和8.0%；2026年一季度净收入为90.52亿美元，同比增长1.1%，主要受到美国市场收入下降的影响。2) 毛利率方面，公司毛利率由2023年的60.2%小幅升至2024年的60.6%，并于2025年显著提高至67.9%，同比提升7.3个百分点；2026年一季度毛利率进一步升至70.4%，较上年同期提高7.7个百分点。毛利率改善主要体现为销售成本下降以及服务收入占比提升，服务收入采用净额确认，对销售成本的占用相对较低。

图：收入表现稳健，增速有所放缓



图：毛利率表现持续优化

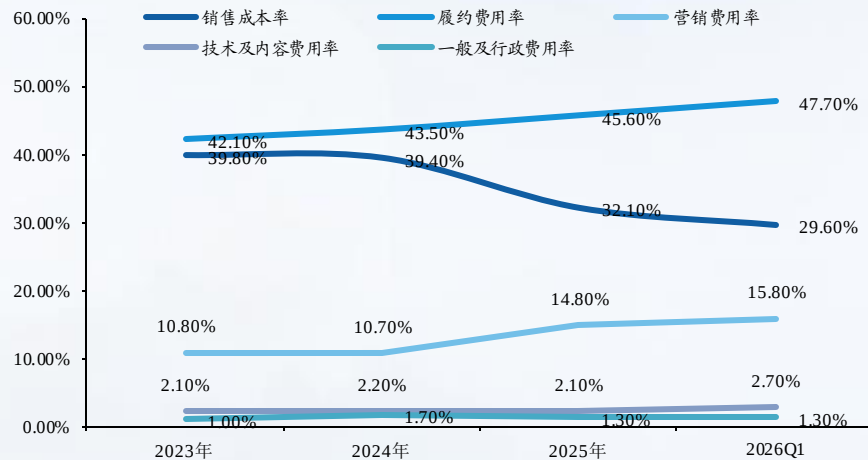


3-1

财务分析：销售成本优化，部分对冲营销/履约投入压力

成本优化，部分对冲营销/履约投入压力。 1) 履约费用率整体呈上升趋势，由2023年的42.1%升至2024年的43.5%和2025年的45.6%，2026年一季度进一步升至47.7%，同比+4.9pct，主要受到订单规模增长、商城业务采用净额确认导致单均净收入下降，以及美国关税推高履约成本等因素影响。2) 营销费用率在2023—2024年稳定，但2025年随着公司加大广告投放和客户参与投入而升至14.8%，2026年一季度进一步达到15.8%，同比+3.6pct。受各项费用变化影响，公司经营费用总额占收入的比例由2023年的95.7%升至2024年的97.5%，2025年销售成本率显著下降，抵消了履约及营销费用率上升的影响，营业利润率恢复至4.1%。2026年一季度，尽管销售成本率继续下降，但履约和营销费用增长更快，推动整体费用率由上年同期的96.1%升至97.1%，营业利润率相应由3.9%下降至2.9%，反映关税、平台化收入结构和获客投入正在对短期经营利润率形成压力。

图：履约及营销费用投入边际提升，其他费用稳定



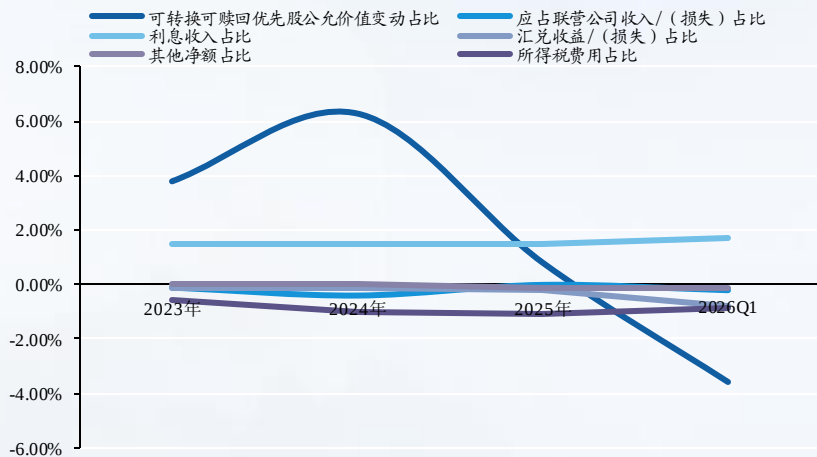
图：2025年营业利润率有所回升



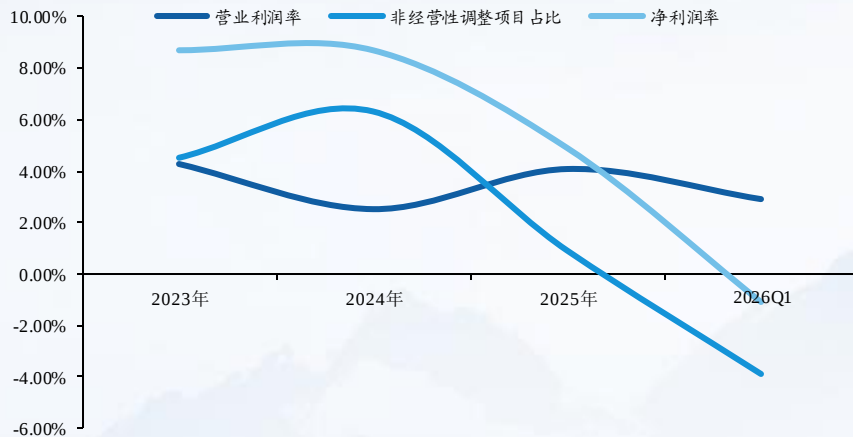
3-1 财务分析：优先股估值变化扰动净利率水平

营业利润以下项目中，可转换可赎回优先股公允价值变动是影响公司净利润波动的核心因素。其占收入比例由2023年的3.8%升至2024年的6.3%，随后于2025年降至0.8%，并在2026年一季度转为-3.6%，对税前利润率和净利率产生显著影响。利息收入占收入比重较为稳定，2023—2025年均约为1.5%，2026年一季度升至1.7%，为利润提供相对稳定的正向贡献。应占联营公司损益占比由2024年的-0.4%改善至2025年的接近零，2026年一季度为-0.2%；汇兑损益占比在2023—2025年由-0.1%扩大至-0.2%，2026年一季度进一步降至-0.8%；其他净额占比总体处于0%至-0.2%的较低水平。所得税费用率由2023年的0.6%升至2024年的1.0%和2025年的1.1%，2026年一季度为0.9%。

图：非经营性项目中优先股公允价值存在一定扰动



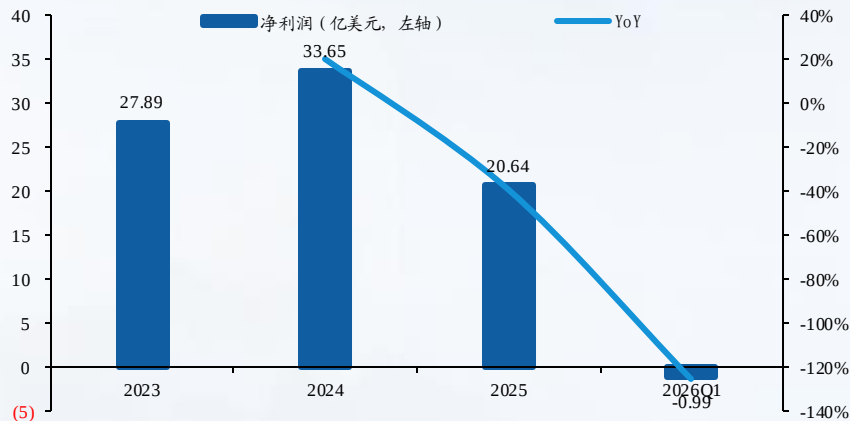
图：非经营性调整项目对表观利润仍然构成影响



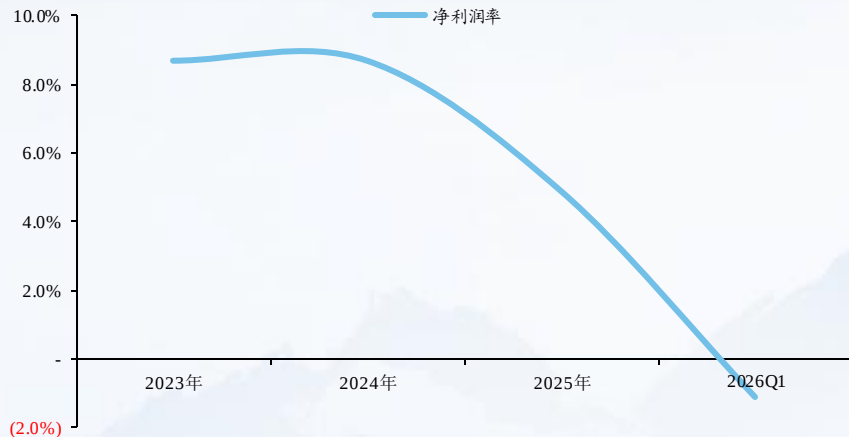
3-1 财务分析：净利润表现近年有所波动

净利润及净利率波动较为明显。公司净利润由2023年的27.89亿美元增至2024年的33.65亿美元，同比增长20.7%，净利率均保持在8.7%；2025年净利润下降至20.64亿美元，同比减少38.7%，净利率相应降至4.9%。2026年一季度，公司由上年同期净利润3.95亿美元转为净亏损0.99亿美元，净利率由4.4%降至-1.1%。净利润下滑并不完全代表核心业务盈利能力恶化，主要受到可转换可赎回优先股公允价值变动影响。

图：净利润水平自小包政策取消后有所承压



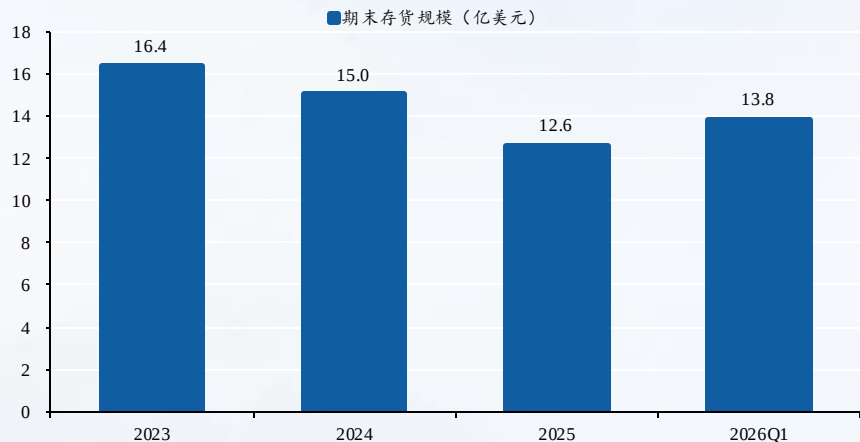
图：净利率表现波动加剧



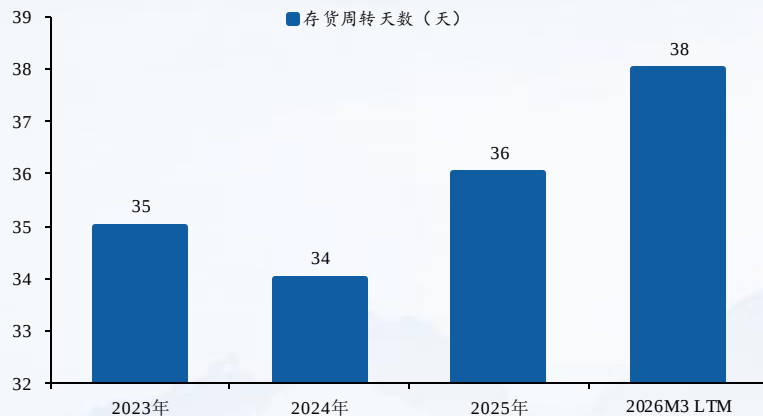
3-2 财务指标：库存健康，周转良好

存货规模稳健，周转率仍处于较低水平，26Q1边际承压。 1) 存货由2023年的16.37亿美元下降至2024年的15.00亿美元和2025年的12.61亿美元，同比分别减少8.4%和15.9%；截至2026年3月末，存货回升至13.84亿美元，较2025年末增加9.8%。2) 存货周转天数则由2023年的35天小幅缩短至2024年的34天，2025年回升至36天，截至2026年3月末止十二个月进一步增至38天，表明公司库存规模虽然得到控制，但周转效率近期出现一定边际放缓。公司主要通过LATR小单快返模式，以约100—200件的小批量首单测试需求，并对畅销产品最快在5天内补货，从而降低前期备货及滞销风险，2025年末库存占比保持在低个位数。整体而言，SHEIN库存管理效率仍然较高。

图：库存存货水平整体较为健康



图：周转天数26Q1有所放缓

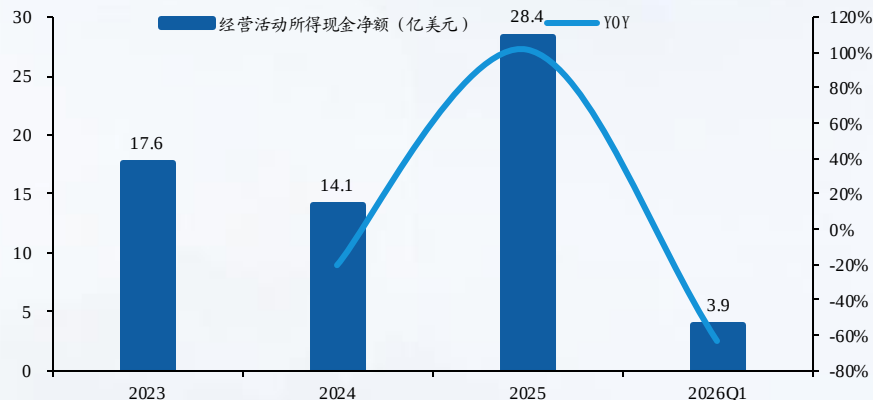


财务指标：综合ROE水平，核心业务现金创造能力仍具备韧性

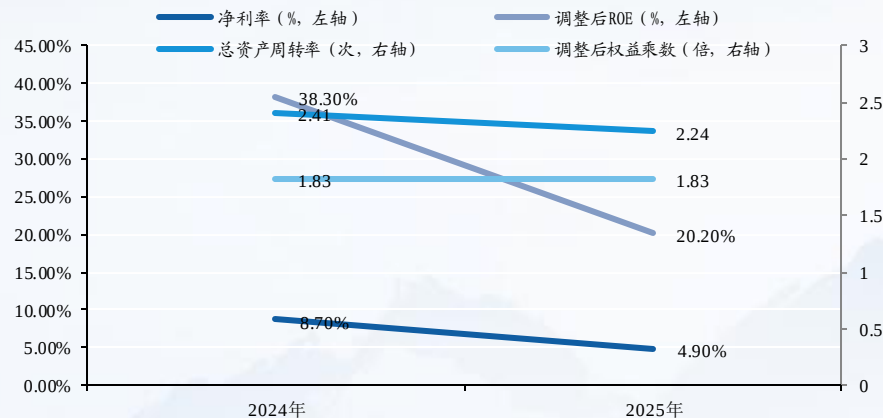
由于可转换可赎回优先股被列作金融负债，SHEIN账面股东权益为负，采用“股东权益+可转换可赎回优先股”的调整后权益口径。调整后ROE由2024年的38.3%下降至2025年的20.2%，主要是净利率由8.7%降至4.9%，同时总资产周转率由2.41次降至2.24次；调整后权益乘数基本稳定在1.83倍，说明ROE下降并非由财务杠杆收缩导致，而主要来自净利率下滑和资产使用效率下降。

结合现金流来看，2025年虽然会计净利润及调整后ROE下降，但经营现金流显著改善，说明利润下降较大程度上受到优先股公允价值收益减少等非现金因素影响，核心业务的现金创造能力并未同步恶化。

图：经营活动现金流量水平



图：ROE模型拆分



4-1 竞争优势：LATR模式，与供应链实现强绑定

LATR模式：LATR大规模自动化小单快返模式，是其解决时尚行业产品丰富度、上新速度和库存效率三重困境的核心能力。该模式由端到端智能供应链、1,700多个自研软件系统及敏捷的全球履约网络支撑，可实现趋势识别、订单分配、生产进度、库存和货运路径的数字化管理。通过减少前期备货并快速放大成功款式，公司在2025年将未售库存占比维持在低个位数，存货周转天数为36天，从而降低滞销、折价和资源浪费，并兼顾产品更新、成本效率与交付速度。

图：LATR模式：小单测试洞察需求、流量转化返单补充供给，实现供需匹配



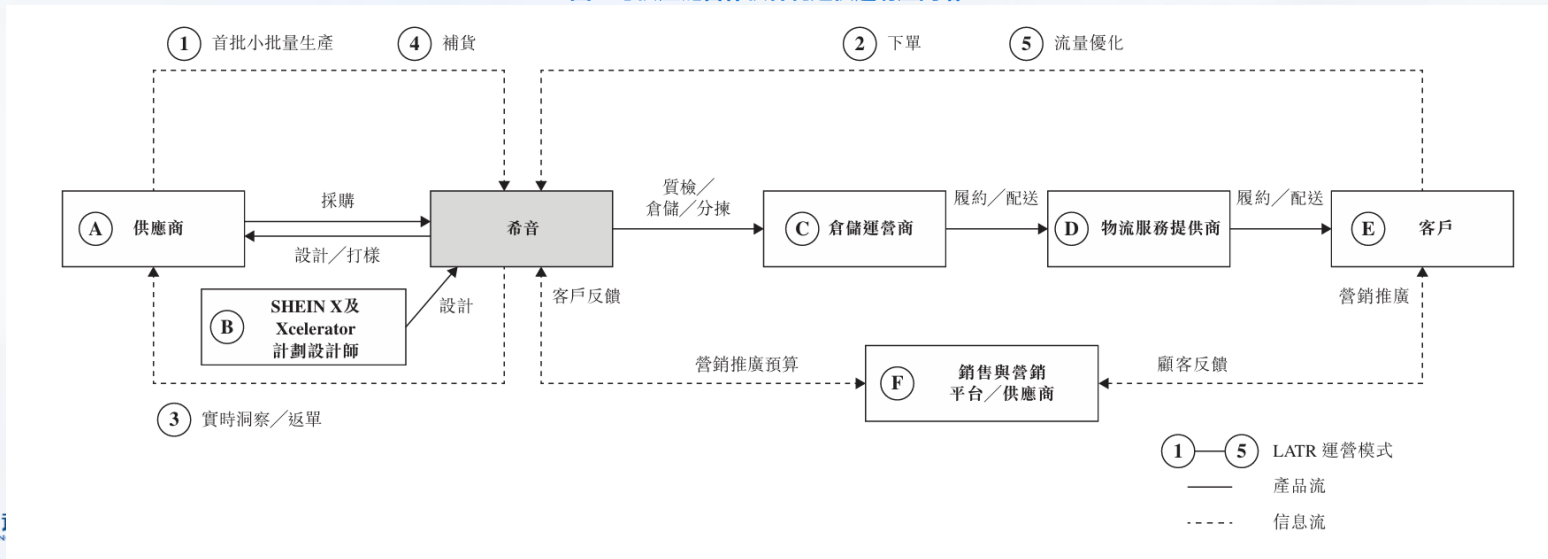
图：公司业务模式



4-1 竞争优势：LATR模式，与供应链实现强绑定

LATR大规模自动化小单快返模式，是其解决时尚行业产品丰富度、上新速度和库存效率平衡的核心能力，目前公司已经构建由合约制造商、商家、独立设计师及其他供应商组成的全球合作网络。包含以下环节：（1）首批小批量生产。依托对可能畅销产品的数据洞察，合约制造商进行首批100—200件的小批量生产。（2）下单。客户通过移动应用和网站选择产品并下单。（3）实时洞察/返单。SHEIN实时分析客户购买行为，识别出畅销产品，并将洞察分享给供应商。对于销售表现良好的产品，SHEIN会下达大规模生产的返单。通过识别出产能未充分利用的供应商，SHEIN能够自动选择最优供应商进行大规模生产。（4）补货。合约制造商在收到返单洞察后，进行产品大规模生产，使其能够为产品补货，即上架新的产品库存。（5）流量优化。SHEIN结合数据洞察、算法及其他技术创新，持续确保在我们的移动应用和网站上向客户展示他们喜爱的产品。

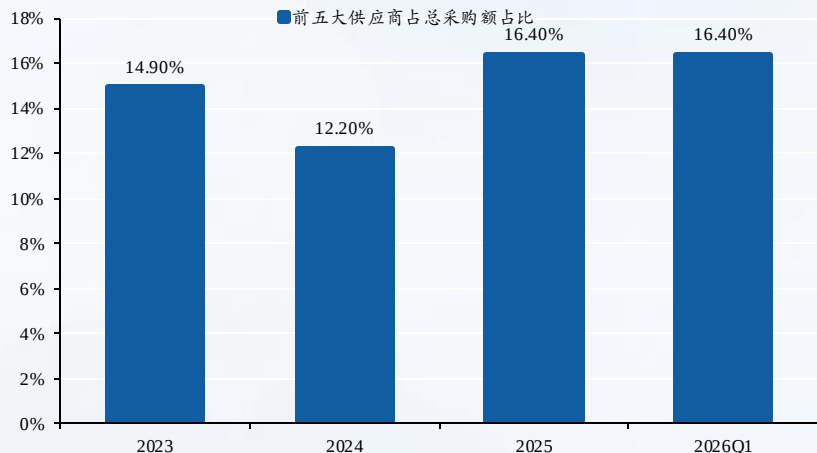
图：与供应链合作伙伴构建快速响应网络



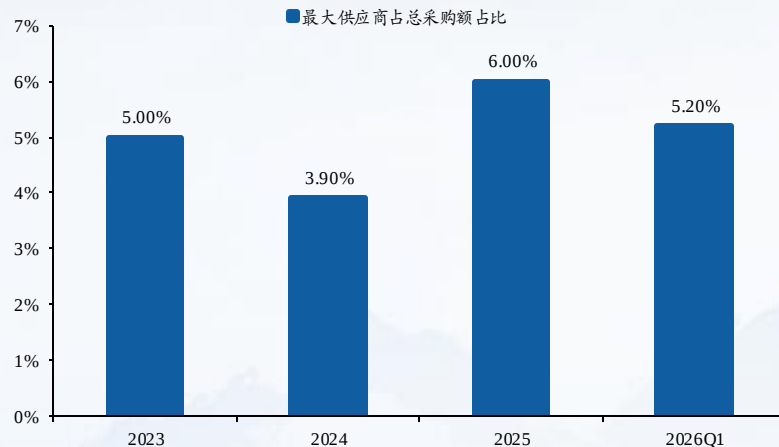
4-2 竞争优势：LATR模式，与供应链实现强绑定

合约制造商：供给较为分散，公司以高频多次SRS审计进行合规治理。由2023年的约5,800家增至2025年的约7,500家，多数为中小企业。公司通过云端软件和智能供应链系统，将接单、生产、质量保证及发货流程数字化，并根据专业能力、价格和产能自动分配订单，使小批量生产仍能形成可预测的高频订单流，提高供应商产能利用率和投资回报率。2025年前五大供应商仅占采购额的16.4%，最大供应商占6.0%，单一供应商依赖较低。同时，公司以SRS准入、现场审计和培训管理供应链，2025年完成约5,150次审计，覆盖约95%的自有品牌采购额，使网络扩张与合规治理同步推进。

图：前五大供应链商占总采购额约16%



图：单一最大供应链商占总采购额约5-6%



4-2 竞争优势：LATR模式，与供应链实现强绑定

合约制造商：双方合作具有较强灵活性。 SHEIN与合约制造商通常签订为期一年并可自动续期的合作协议，不设置最低采购量，也不要求制造商独家供货。在产品和生产管理方面，制造商须遵守相关法律法规、SHEIN的行为准则及质量标准，订单统一通过供应商管理系统下达；如产品存在瑕疵，SHEIN有权要求更换或采取其他补救措施。为加强供应链管控，制造商未经同意不得分包相关义务；在满足特定条件时，任何一方均可提前30天书面通知终止协议。

图：对合约制造商协议内容

协议条款	具体内容
协议期限	协议通常为一年；除非终止，否则自动续期。
最低采购协议	SHEIN未设定任何最低采购要求。
产品质量与质保	合约制造商须保证产品符合国家及地区规定以及SHEIN的质量标准；SHEIN有权要求制造商更换瑕疵产品或采取其他补救措施。
订单管理	订单通过SHEIN的供应商管理系统下达。
非排他性	合约制造商可自由向其他公司供应产品。
合规要求	合约制造商必须遵守所有适用法律，包括劳动和环保相关法律，以及SHEIN的行为准则和其他政策。
分包	未经SHEIN同意，合约制造商不得将其义务分包。
终止	满足特定条件时，任一方可提前30天发出书面通知终止协议。

竞争优势：LATR模式，与供应链实现强绑定

履约服务商：建立敏捷履约网络，覆盖完整环节。截至2026年6月末，公司在亚洲、北美、欧洲、中东及南美洲拥有约600万平方米的仓库空间，供应链合作伙伴完成小批量生产后，将商品运至公司仓库，再根据客户订单完成打包和全球配送；为缩短配送距离，公司还持续增加当地仓储布局。配送环节主要由第三方物流服务商承担跨境运输、清关及最后一公里交付，部分服务商需要对货物丢失或延迟作出赔偿。

2025年及2026年一季度，超过90%的订单能够在发货后10个工作日内完成配送。此外，公司针对不同市场提供退换货安排，并在全球设有25个客户服务中心，从仓储、运输、交付到售后形成较为完整的全球履约体系。履约端主要包括：

- 1) 仓库运营商。负责运营全球仓储网络，供应链合作伙伴将商品运送至这些仓库。在接到客户订单后，直接从仓库打包并将商品配送至客户。截至2026年6月30日，SHEIN在全球运营72座租赁仓库，覆盖亚洲、北美、欧洲、中东和南美洲，总建筑面积约604.2万平方米。
- 2) 物流服务提供商。指用于向客户配送商品的一系列物流服务提供商。

图：SHEIN 仓库布局

区域	仓库数量	租赁面积（平方米）	面积占比	单仓平均面积*	租约到期范围
中国	37座	4,087,038	67.60%	约11.05万平方米	2026年8月至2034年4月
美国	6座	408,777	6.80%	约6.81万平方米	2031年12月至2034年12月
欧洲	18座	1,018,481	16.90%	约5.66万平方米	2026年8月至2033年2月
其他地区	11座	527,688	8.70%	约4.80万平方米	2026年12月至2038年2月
合计	72座	6,041,984	100.00%	约8.39万平方米	—

竞争优势：LATR模式，与供应链实现强绑定

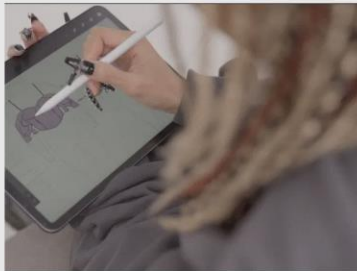
智能供应链管理系统：是LATR小单快反模式的核心基础。其能力禀赋主要体现在智能化、灵活性、自动化和透明度四个方面。

- 1) 智能化方面，SHEIN将供应链管理软件与自研技术平台深度集成，对商品企划、设计、采购、制造和履约等环节进行统一规划和管理；
- 2) 灵活性方面，系统能够根据消费者偏好和市场趋势的变化快速调整生产、返单及资源配置，缩短产品开发和补货周期，
- 3) 自动化方面，该系统能够自动完成下单、产品与供应商匹配、订单分配和流程监控等关键任务，并将实时需求预测、销售反馈和返单机制嵌入供应链流程。
- 4) 透明度方面，该系统使SHEIN能够实时掌握供应商的产能、生产进度和订单执行情况，实现供应链全流程可视化，并为各环节提供可执行的数据支持。

图：SHEIN 端到端供应链系统



Our Model



Our Designs



Our Production Cycle

4-2 竞争优势： SHEIN X与自有品牌协同，丰富设计资源

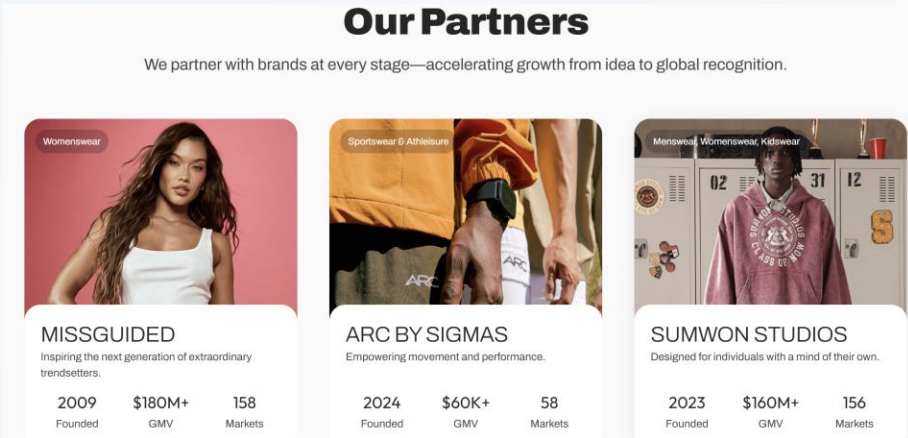
SHEIN的设计资源由内部设计师、合作伙伴以及SHEIN X/Xcelerator独立设计师共同构成。

1)SHEIN X及Xcelerator：属于设计师和品牌赋能机制，参与设计师主要负责创意设计，并保留相应设计知识产权，SHEIN负责或提供生产、供应链、营销、零售和履约支持。该模式既能丰富SHEIN平台的产品和风格，也使独立设计师及外部品牌能够借助SHEIN的基础设施实现规模化商业变现。SHEIN自2021年开始SHEIN X计划，当前规模有限，但经营效率更优。目前已赋能20个品牌，2025/2026Q1占集团净收入不超过1%，但营业利润率约为2倍。

图：SHEIN X计划概况

项目	SHEIN X/Xcelerator计划概况
发展历程	SHEIN于2021年启动SHEIN X计划，最初主要面向个人设计师和艺术家，帮助其将创意设计转化为实际产品。
	2025年10月，SHEIN X升级并扩展为SHEIN Xcelerator计划，服务对象由个人设计师进一步延伸至不同规模的品牌。
职责划分	设计师主要专注于创意、产品设计和风格塑造。
	SHEIN负责或提供生产、供应链管理、营销、零售、履约及全球销售平台等服务，弥补设计师在商业化环节的能力缺口。
合作模式	设计师可以付费使用SHEIN提供的相关服务，也可以从其设计产品的销售中赚取佣金。
	SHEIN X及Xcelerator计划设计师保留其设计的知识产权。合约制造商可以采用自身设计、SHEIN的设计，或SHEIN X及Xcelerator计划设计师提供的设计进行生产。
后续战略	利用SHEIN的供应链和销售基础设施，帮助设计师及品牌降低设计与库存风险、缩短上市时间，并触达全球客户。
	既包括缺乏规模化资源的早期设计师和新兴品牌，也包括已有品牌知名度、但面临运营或供应链瓶颈的成熟品牌。
	SHEIN计划进一步向设计师及品牌开放供应链管理、制造、履约和营销基础设施，使其能够专注于设计等核心能力。

图：SHEIN Xcelerator计划



竞争优势：SHEIN X与自有品牌协同，丰富设计资源

SHEIN的设计资源由内部设计师、合作伙伴、以及SHEIN X/Xcelerator独立设计师共同构成。

2)自有品牌：SHEIN自有品牌矩阵从旗舰品牌SHEIN扩展至覆盖更多价格带、独特风格和更广泛产品类别的自有品牌组合，覆盖服装、鞋类、配饰、美妆、家居及生活方式产品。截至2026年6月30日，SHEIN拥有超过370名内部设计师，大部分自有品牌产品为完全自主设计，同时也会结合时尚趋势洞察，与合约制造商及独立设计合作伙伴共同设计产品。其中MOTF定位于中高端市场；Glowmode为运动品牌；SHEGLAM为化妆品品牌。

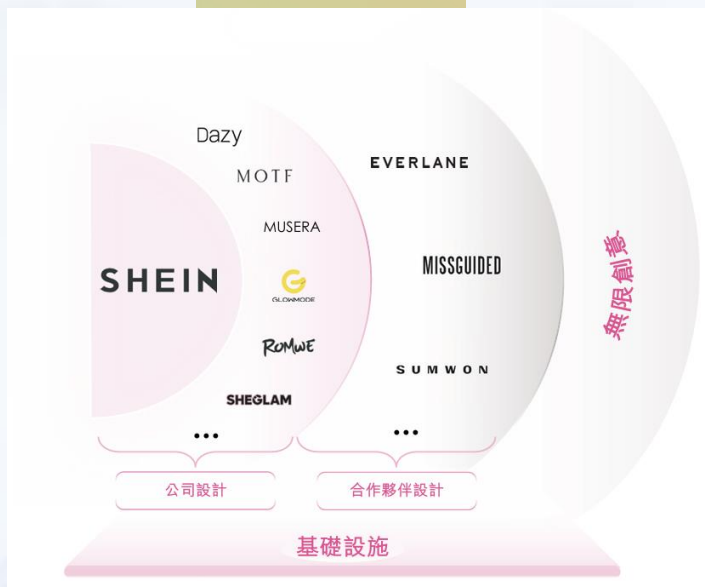
图：SHEIN 主品牌旗下代表性系列

系列	定位或应用场景
SHEIN Tall	面向较高身材消费者的尺码及版型系列
SHEIN Petite	面向小个子消费者的专门版型系列
SHEIN Curve	面向大码和曲线身材消费者的包容性尺码系列
SHEIN Vcay	度假及旅行场景服饰系列
SHEIN EZ Wear	日常基础款和轻松休闲穿搭系列
SHEIN Icon	面向聚会、夜间外出等场景的吸睛造型系列

图：SHEIN 其他自主品牌类型

细分方向	对应品牌	覆盖需求
大众综合时尚	SHEIN	广泛人群、身材包容、日常及多场景需求
Z世代潮流	DAZY	年轻化、网红潮流、个性穿搭
另类及亚文化	ROMWE	哥特、朋克、学院风及其他非主流风格
精致通勤与基础款	MOTF	工作与生活兼容、简约优雅、长期穿着
高端现代女装	Anewsta	25—40岁女性、品质及精致感
前卫与社交场景	MUSERA	节庆、约会、社交媒体和潮流造型
运动及运动休闲	GLOWMODE	健身、休闲、通勤和日常运动场景
休闲及度假生活方式	Aralina	休闲服、家居服、泳装和运动休闲

图：SHEIN 公司设计+合作伙伴设计矩阵

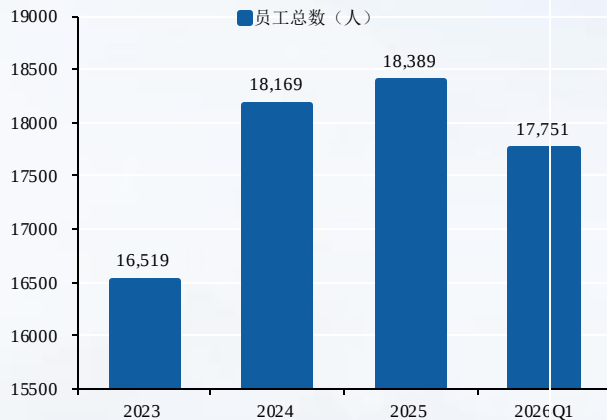


4-3 竞争优势：创始团队深耕，研发基因浓厚

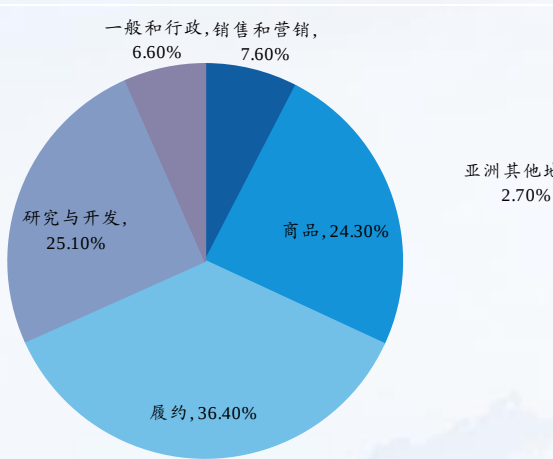
由创始团队长期主导，四位联合创始人分别在战略、运营、产品及供应链等核心环节积累持续经验。许仰天负责整体战略与数字化商业模式，苗苗推动全球扩张和本地化运营，顾晓庆运用数据分析与人工智能识别趋势并优化产品，任晓庆曾负责供应链和物流体系建设，现监督公共事务及企业责任。管理团队同时具备时尚、零售、数字营销、软件开发和跨国财务管理背景，能够将消费者洞察、产品开发、技术系统和履约网络协同。

2023—2025年，公司员工总数由16,519人增加至18,389人，复合增速约5.5%。其中，2023—2024年技术人员由约2,400人增至约4,000人，占员工总数的测算比例由约14.5%提升至22.0%。公司持续投资人才和技术，人员数量保持稳定，但研发人才持续加码，截至2026年6月底，公司现存研发人员4,456名，占员工总数25.1%。

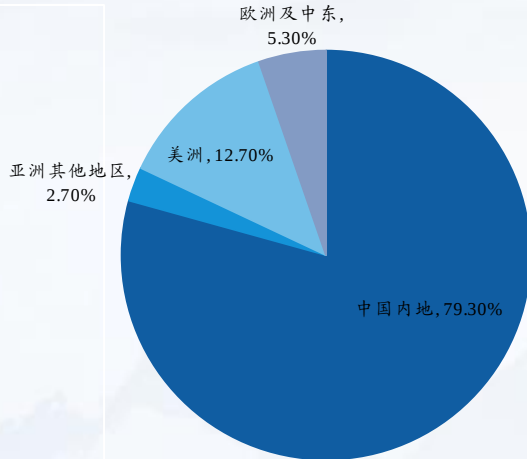
图：SHEIN员工总数



图：截至2026年6月30日人员结构组成，按职能



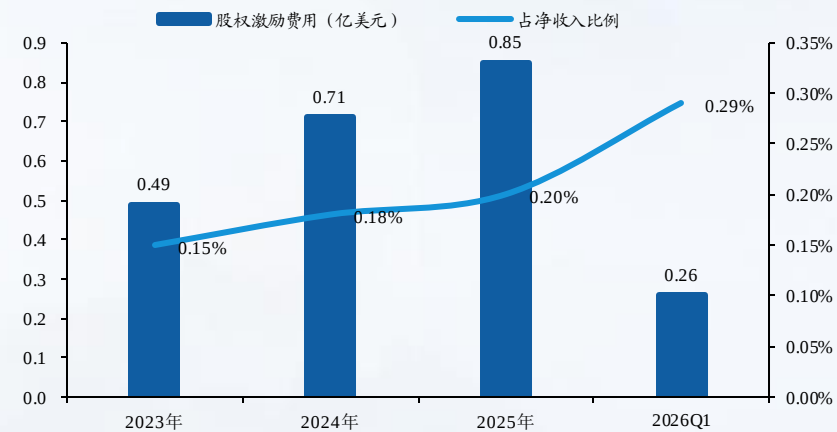
图：人员构成以中国内地工作人员为主



4-3 竞争优势：创始团队深耕，研发基因浓厚

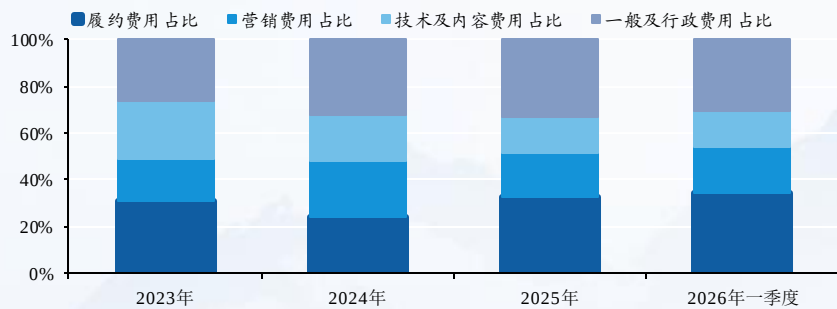
股权激励：形成覆盖管理层、员工及顾问的长期股权激励体系，强激励机制绑定人才。上市前计划积累了约1.61亿股B类股份对应的未行使购股权及限制性股份单位，上市后将停止新增授予，但存量奖励仍会陆续归属和行使；同时，公司计划在上市后启用新的股权计划，整体授权上限为上市日已发行股份的10%。财务上，股权激励费用保持增长，但目前占收入比例较低，截至2025年股权激励费用约为0.85亿美元，占比约为0.2%。尚未行使奖励涉及4,077名参与者，包括董事、高级管理层、其他关联人士、其他员工及顾问。承授人取得奖励时无须支付对价。购股权归属后的行权期最晚至2028年11月29日。

图：股权激励费用占净收入比例仍然较低



图：股权激励分类及其归属

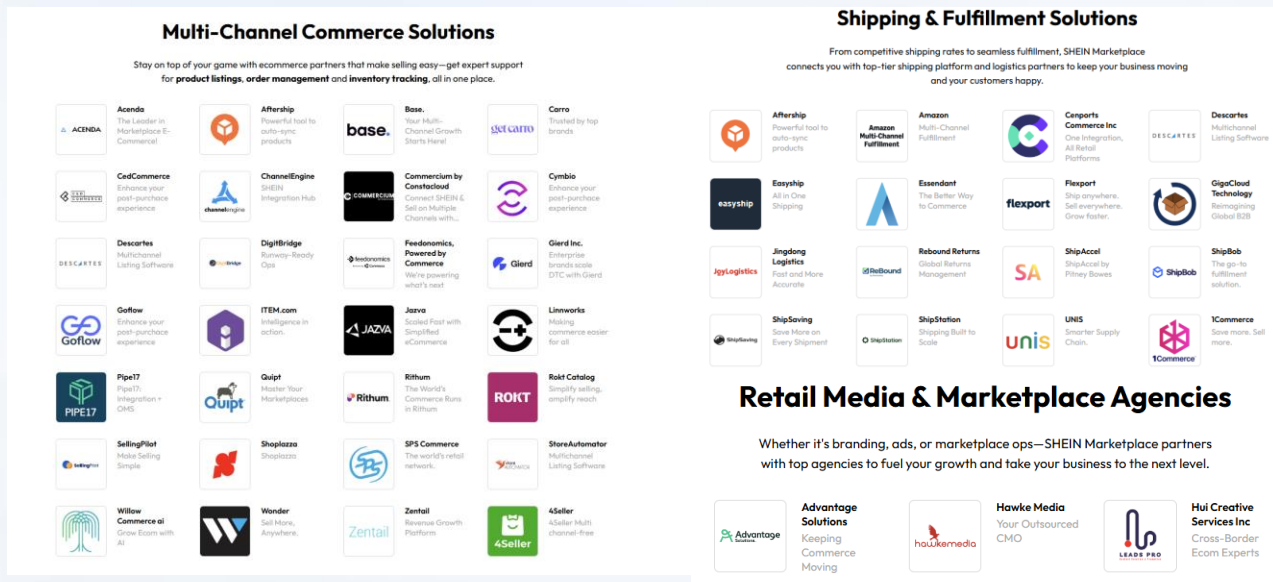
奖励类型	承授人数	对应B类股份数量	主要归属期
购股权	3,905人	75,427,850股	0—5年，主要为2—5年
限制性股份单位	165人	11,397,850股	0—5年
合计		86,825,700股	—



竞争优势：商城模式扩展，有望打开第二曲线

商城模式扩展能力，有望连接长尾供给、打造增长曲线。公司通过开放第三方卖家丰富商品供给、降低库存风险，并进一步释放流量、数据和供应链基础设施价值，商业模式逐步向Amazon Marketplace等平台型电商靠拢。第三方商家自行生产或采购商品，SHEIN主要通过商城提供交易撮合、流量、支付、营销和履约服务，并收取通常为交易金额10%—20%的佣金及相应履约服务费。这种模式能够在不由SHEIN承担全部商品采购和库存风险的情况下扩充产品种类，连接更多长尾供给，同时形成佣金与履约服务等多元收入来源。

图：MarketPlace提供多渠道销售、物流履约、广告营销多职能的平台生态



募资项目拆解：供应链建设、本地化扩张、合规发展为核心

SHEIN拟将IPO募集资金重点投向三条主线：一是强化技术、AI、智能供应链和仓库自动化能力，包括提升AI及数据分析能力、新增约1,500—2,000名全职技术人员储备；二是加大品牌营销与全球本地化扩张，包括多渠道营销和效果广告、销售及营销人员数量增加约5%等规划；三是加强供应链合规及可持续发展能力。剩余资金则用于一般企业用途。

图：募集资金投向

募集资金投向	主要用途	实施周期
提升技术能力	采购云服务及服务器服务，提升数据仓储、系统处理能力、灾难恢复和网络安全；完善用户界面、供应商云端软件、需求预测、仓库自动化、库存管理、AI及数据分析能力	未来36个月
技术人才建设	在全球新增约1,500—2,000名全职技术人员，重点招聘计算机科学、数据分析及工程等领域人才	未来36个月
提升品牌知名度及全球布局	开展多渠道营销和效果广告，增加高知名度品牌活动投入，获取新客户并推动销售增长	未来48个月
销售及营销团队扩张	全球全职销售及营销人员数量增加约5%，重点扩充美国、欧洲及其他高增长市场的本地化团队	未来36个月
加强企业责任	扩大供应商责任标准（SRS）覆盖范围，加强供应商合规监控、培训、数字化工具支持及内部治理	未来36个月
可持续发展投入	推动优选材料、创新生产技术、脱碳、循环利用、减少浪费及价值链公平赋能等项目	未来36个月
一般企业用途	剩余募集资金用于日常经营及其他一般企业用途	未明确

关税：小包政策风险仍存，美国市场受到影响

关税政策视为SHEIN当前较重要的外部经营风险。1) 美国取消800美元小额豁免后，公司原有的中国生产、中央仓储和跨境直邮模式面临关税及清关成本上升，已经对美国销售和集团收入增速产生负面影响：2026年一季度美国收入同比下降14.3%，履约费用率也由42.8%升至47.7%，后者还受到商城模式占比提升影响。2) 欧盟自2026年7月起取消150欧元关税豁免，并对低值包裹中每类商品征收3欧元定额关税，叠加计划实施的行政处理费，可能复制甚至放大美国市场的影响。SHEIN的应对框架主要包括动态提价及成本转嫁、由简易报关转向正式清关、提高本地库存、扩大当地履约合作，以及强化贸易合规职能。

图：欧美关税政策梳理

市场	时间	政策及事件变化	影响	SHEIN的应对
美国	政策调整前	根据《1930年关税法》第321条，满足条件的800美元以下进口包裹可享受小额关税豁免	SHEIN从中国发往美国的大部分低值包裹适用免税及简易报关，是跨境直邮模式的重要成本基础	主要通过中国中央仓向美国消费者直接发货，采用低值包裹简易申报程序
	2025年5月2日	正式取消原产于中国商品的800美元小额豁免。价值不超过800美元的中国货件不再免税；通过国际邮政网络寄送的货件适用54%从价税或每件100美元固定费用	中国商品在美国的适用税率由此前的0—62.5%上升至10%—87.5%，显著增加税费成本	将原有简易申报转为正式清关，提交更全面的文件，并执行更严格的进口程序
	2025年7月30日	签署行政命令，暂停所有国家进口商品的小额豁免，国际邮政货件除外并适用特定税费	小额豁免风险由中国商品扩大至全球进口商品，跨境低值包裹成本优势整体减弱	加强对美国关税和海关政策的跟踪，继续调整进口及履约模式
	2025年下半年	小额豁免取消的影响持续释放	美国市场净收入受到负面影响，但公司随后观察到消费者购买行为和销售趋势出现正常化迹象	持续调整价格、促销和产品组合，同时提高本地库存和本地履约能力
	2025年11月	中美达成协议，将相关关税暂停期限延长至2026年11月10日，并将适用附加关税降低10%	短期关税压力有所缓解，但长期税率仍取决于后续双边谈判	继续使用动态定价，根据实际税率和履约成本调整终端售价
	2025年全年	关税及小额豁免政策变化影响全年经营	美国贡献集团净收入约24%；美国政策变化对集团2025年收入增长产生不利影响	提价、正式报关、本地库存、当地履约及贸易合规措施并行推进
欧盟	2026Q1	-	美国市场净收入由上年同期24亿美元降至20亿美元，同比下降14.3%；美国收入占集团净收入约23%	-
	政策调整前	150欧元以下订单可享受关税豁免，并适用IOSS简化增值税申报机制	支持SHEIN以中国仓储和跨境直邮方式服务欧洲市场	主要依靠中国仓发货及跨境配送
	2026年2月	欧盟正式批准取消150欧元以下小额包裹的关税豁免	运往欧洲的低值商品成本预计上升；欧洲约贡献集团三分之一净收入，业务敞口较大	预计采取与美国类似的综合措施，包括提价、本地库存和本地履约

数据来源：公司招股书、国泰海通证券研究

请参阅附注免责声明

- 1) **关税及国际贸易政策变化风险。** SHEIN的商品生产和仓储仍较集中于中国内地，2025年存放于中国内地中央仓库的产品贡献集团90%以上净收入。美国取消800美元小额豁免、欧盟取消150欧元低值包裹关税豁免，以及潜在的关税、增值税和行政处理费上调，均可能推高商品及履约成本。
- 2) **行业竞争加剧风险。** 全球时尚市场高度分散，企业需要持续在选品丰富度、更新速度、价格、营销和履约体验方面投入。若SHEIN无法及时识别消费者偏好、维持活跃客户及下单频次，或客户获取成本持续上升，收入增速可能放缓。
- 3) **供应链及库存风险。** SHEIN依赖大量合约制造商、仓库运营商和第三方物流服务商完成生产、仓储、清关及配送，任何供应商产能不足、产品质量问题、物流延误、仓库事故或信息系统故障，都可能影响小单快返和及时交付。若库存预测或返单管理失效，也可能导致缺货、积压、减值及存货周转天数上升。
- 4) **跨境经营合规风险。** SHEIN业务覆盖约160个国家和地区，并同时经营自有品牌第一方业务和第三方商城，面临产品安全、知识产权、消费者保护、税务海关、数据隐私、网络安全、劳动权益和ESG等多重监管要求。若合约制造商、商城商家或物流服务商发生违规，即使并非由SHEIN直接实施，公司仍可能面临产品下架、罚款、诉讼、经营限制及声誉损害风险。

免责声明

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）授权客户使用。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。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰海通证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明	
投资建议的比较标准	
投资评级分为股票评级和行业评级。 以报告发布后的12个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的12个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数涨跌幅为基准。	

评级	说明
股票投资评级	增持
	谨慎增持
	中性
	减持
行业投资评级	无评级
	增持
	中性
	减持

国泰海通证券研究所

地址：上海市黄浦区中山南路888号
邮编：200011
电话：（021）38676666
E-mail: research@gtht.com

THANKS FOR LISTENING

国泰海通证券研究所批零社服团队