下载日志已记录，仅供内部参考



# Shein 招股书梳理:LATR 铸壁垒，平台拓疆

跨境电商深度报告 3

## 核心观点

- **十余载发展铸就全球最大线上时尚零售商，从自营到自营+平台双引擎。**1)Shein 前身可追溯至 2008 年南京成立的跨境婚纱网店 ZZKKO，2012 年转向快时尚，现已进入自营+平台双引擎发展阶段，2025 年覆盖约 160 个市场、服务 2.73 亿活跃用户。2)2025 年按业务结构，1P 收入占比 85.7%；按品类结构，服饰收入占比 61.4%；按区域结构，欧洲/美国收入占比分别为 32.1/22.5%。3)2023-25 年营收自 321 亿美元增至 418 亿美元，CAGR 为 14.2%，2026Q1 为 91 亿美元/+1.1%；2023-25 年经调整净利分别为 16.4/11.2/18.2 亿美元，2026Q1 为 2.71 亿美元/-38.4%。4)毛利率自 2023 年的 60.2%提至 2026Q1 的 70.4%，但履约费用率自 42.1%提至 47.7%、营销费用率自 10.8%提至 15.8%，因此经调整净利率有所波动、Q1 降至 2.99%。
- **全球快时尚及跨境电商市场规模持续扩容。**1)据灼识咨询，2025 年全球时尚零售市场规模(按销售额)约 1.74 万亿美元，预计 2030 年增至 2.05 万亿美元，CAGR 约 3.4%；其中线上预计自 6064 亿美元增至 7921 亿美元，CAGR 为 5.5%。2)全球时尚零售市场竞争格局高度分散，2025 年 CR5 仅 10.4%，Shein 市场份额 1.9%仅次于耐克的 3%及 Zara 的 2.5%。3)据 ECDB，全球跨境电商收入 2024 年突破 1 万亿美元，预计 2026 年超 1.2 万亿美元，2024-26 年 CAGR 约 10%；中国跨境出口电商市场规模同样稳健增长，其中服饰鞋包及珠宝配饰为第一大品类。4)中国头部跨境电商平台 Temu、Shein、AliExpress 合计占全球跨境订单约 41%的份额，流量入口正加速向中国平台迁移，Shein 作为行业第一梯队企业有望充分受益。
- **LATR、数据驱动、自营+平台双引擎驱动、全域营销，构筑核心壁垒。**1)Shein 首创 LATR 模式，新品首单仅 100-200 件投入市场测试，实时追踪顾客反馈，畅销款最短 5 天即可补货，产品丰富度(Q1 平均每天上新 4700 件)、运营效率均领先同行；LATR 核心支柱为端到端智能供应链(超 7500 家供应商)、敏捷的全球履约网络。2)十数年积累的海量真实交易数据(超 200 万款服装的历史销售及用户数据)形成网络效应，全流程数字化整合，形成数据优势。3)自营矩阵覆盖女装、美妆等核心品类，第三方平台模式(全托管/半托管/POP)快速扩充品类矩阵并已有多个优秀案例，双引擎协同打开成长天花板。4)构建头部明星+中腰部网红+联盟营销矩阵，叠加用户裂变机制及线下体系，实现高效获客与品牌认知的双重提升。

## 投资建议与投资标的

从 2013 年中国跨境卖家征战亚马逊，到如今 Shein、Temu 等中国电商平台扬帆出海，十年弹指一挥间，跨境电商的竞争格局正经历新一轮重塑。平台博弈的表象之下，是商业模式的深层较量。我们认为，品牌资产雄厚且能敏锐捕捉新区域、新平台、新品类增长红利的跨境电商企业方能在变局中占得先机。

相关标的：
跨境电商 B2C 方向：安克创新(300866，未评级)、致欧科技(301376，未评级)、绿联科技(301606，买入)、吉宏股份(002803，未评级)、华凯易佰(300592，未评级)、赛维时代(301381，未评级)、华宝新能(301327，未评级)
跨境电商 B2B 方向：小商品城(600415，未评级)、焦点科技(002315，买入)
其他方向：康耐特光学(02276，买入)、乐舒适(02698，买入)、苏美达(600710，未评级)

**风险提示：**关税风险，汇率风险，海运及物流风险，行业竞争风险。

| 行业评级 | 看好（维持） |
|---|---|
| 国家/地区 | 中国 |
| 行业 | 商贸零售行业 |
| 报告发布日期 | 2026 年 08 月 01 日 |




证券分析师

陈笑 执业证书编号：S0860525100005
chenxiao2@orientsec.com.cn
021-63326320

刘彦菁 执业证书编号：S0860526070001
liuyanjing@orientsec.com.cn
021-63326320

郑紫舟 执业证书编号：S0860526050001
zhengzizhou@orientsec.com.cn
021-63326320

李耀 执业证书编号：S0860525100001
香港证监会牌照：BXH218
liyao@orientsec.com.cn
021-63326320

相关报告

| | |
|---|---|
| Shein：出海景气，唯快不破：跨境电商深度报告 2 | 2026-07-23 |
| 持仓降低，等待拐点：零售美护 2026Q2 持仓点评 | 2026-07-23 |
| 6 月进出口增速新高，跨境电商势能强劲：零售出海链更新 8 | 2026-07-17 |

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考



# 目录

Shein：全球最大线上时尚目的地，营收持续增长 ..... 5
创始团队稳定掌舵，从自营快时尚到自营+平台双轮驱动 ..... 5
美欧地区仍是营收主力，服装业务仍是基本盘 ..... 8
近三年营收稳健增长，净利有所波动 ..... 10
全球快时尚、跨境电商市场规模保持稳健增长 ..... 14
时尚零售：预计全球市场规模 2030 年将超 2 万亿美元，竞争格局高度分散 ..... 14
跨境电商：全球市场规模迈入万亿美元阶段 ..... 17
LATR、数据驱动、自营+三方双引擎驱动、全域营销，构筑核心壁垒 ..... 20
LATR 模式：依托端到端智能供应链及全球履约网络，构筑商业模式的核心基石即 LATR 20
数据驱动：高效的数字化、信息化系统锦上添花 ..... 23
自营+三方平台双引擎驱动：有望打开中长期成长空间 ..... 25
全域营销：线上、线下多点推进全域营销 ..... 29
投资建议：看好跨境电商景气周期 ..... 32
风险提示 ..... 33

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考



# 图表目录

图 1：Shein 历经十余载发展成长为全球头部线上时尚和生活方式公司.....5
图 2：Shein 商业模式的核心基石是 LATR 模式.....5
图 3：Shein 股权结构较为集中（上市前）.....6
图 4：Shein 募资用途重点在于技术自动化+全球营销获客+供应链合规.....7
图 5：美欧地区营收占比约 60%、新兴市场占比逐渐提升.....8
图 6：服装营收占比约 60%.....8
图 7：服务收入占比持续提升.....9
图 8：2025 年 Shein 利润表各项目占收入比重：履约、销售成本、营销费用为核心项.....9
图 9：Shein 2023-25 年营收持续增长.....10
图 10：Shein 2023-25 年净利及经调整净利有所波动.....10
图 11：Shein 活跃用户数保持强劲增长.....10
图 12：Shein 顾客下单频次约为 4 次/年.....10
图 13：Shein 总订单量保持强劲增长.....11
图 14：Shein 每单净收入因商城业务占比提升而下降.....11
图 15：Shein 毛利率稳步提升.....11
图 16：Shein 净利率有所波动.....11
图 17：A 股及港股部分品牌跨境电商企业净利率（%）在中高个位数.....12
图 18：全球头部时尚企业净利率（%）差异较高.....12
图 19：Shein 2026Q1 履约费用率增至 47.7%.....13
图 20：规模效应下，每单履约费用有所下降.....13
图 21：Shein 经营净现金流（亿美元）表现稳健.....13
图 22：Shein 存货周转天数保持行业较低水平.....13
图 23：全球时尚零售市场规模（亿美元）稳步增长.....14
图 24：全球时尚零售市场以线下为主但线上增速更快.....14
图 25：全球时尚零售市场以服装零售为主.....14
图 26：2025 年全球时尚零售市场集中度低.....14
图 27：家居及生活、家电及电子、美妆及个人护理等品类提供潜在增量市场.....15
图 28：预计家电及电子产品品类线上增速最快.....15
图 29：全球时尚行业价值链一览.....16
图 30：我国 2026 年以来进出口延续稳步增长.....17
图 31：同为出口经济体的越南、韩国同样出口稳步增长.....17
图 32：全球跨境电商收入稳步增长.....17
图 33：我国跨境出口电商规模稳步增长.....17
图 34：2025 年我国跨境出口电商中以服饰鞋包及珠宝配饰为第一大品类.....18

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考



图 35：2025 年我国跨境出口电商中美国为第一目的地 ..... 18
图 36：中国公司占领跨境电商主要市场份额 ..... 18
图 37：Shein 依托端到端智能供应链及全球履约网络形成 LATR 模式 ..... 20
图 38：Shein 2025 年存货周转天数优于竞争对手 ..... 22
图 39：Shein 2025 年存货占收入比重优于竞争对手 ..... 22
图 40：Shein 合约制造商数量持续增长 ..... 22
图 41：Shein 每年均对主要合约制造商进行 SRS 现场审计 ..... 22
图 42：以顾客行为数据驱动小单快返，闭环持续迭代 ..... 23
图 43：Shein GMP 管理系统维护库存界面 ..... 25
图 44：Shein GMP 管理系统维护库存界面 ..... 25
图 45：SHEGLAM 推出哈利波特彩妆系列 ..... 26
图 46：SHEGLAM 推出瑞克和莫瑞彩妆系列 ..... 26
图 47：Shein 推出哈利波特联名系列 ..... 30
图 48：Shein 与奢侈品 Monse 联名 ..... 30

表 1：Shein 核心管理层均具备深厚的从业经验 ..... 7
表 2：全球时尚行业发展趋势侧重提升效率及满意度 ..... 16
表 3：全球市场行业成功要素在于攻克“三难处境”的能力以及管理、优化供应链能力等方面 ..... 17
表 4：LATR 模式最核心最直观的体现——Shein 价格优势显著 ..... 20
表 5：Shein 的服饰配饰类商品性价比优势明显 ..... 21
表 6：Shein 的上新周期快于竞争对手 ..... 22
表 7：截至 2026 年 6 月 30 日，Shein 在全球拥有 72 座仓库 ..... 23
表 8：Shein 供应链系统优势在于智能化、灵活性、自动化、透明度 ..... 24
表 9：Shein 在前端、中台、后端均构建数字化能力 ..... 24
表 10：Shein 的自营品牌矩阵覆盖女装、运动及美妆等品类 ..... 25
表 11：SHEGLAM 同样践行性价比/质价比策略 ..... 26
表 12：MOTF 为 Shein 旗下中高端品牌 ..... 27
表 13：自营模式与商城模式在所有权、收入等方面存在区别 ..... 29
表 14：Shein 商城模式可细分为全托管、半托管及 POP ..... 29
表 15：Shein 联盟营销策略的佣金比例高于可比公司 ..... 30
表 16：我们测算若月度流量 1000 人、转化率 2%、AOV 75 美元、佣金率 15%，则单月佣金 225 美元 ..... 30
表 17：Shein 在 INS、FB、X 三大平台合计粉丝量位居前列 ..... 31
表 18：跨境电商/出海链公司盈利预测表 ..... 32

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考



# Shein：全球最大线上时尚目的地，营收持续增长

## 创始团队稳定掌舵，从自营快时尚到自营+平台双轮驱动

**Shein(希音)历经十余载发展，成长为全球头部线上时尚和生活方式公司。**

- **Shein 是全球最大的线上时尚零售目的地：**全球拥有超过 7500 个合约制造商及 17000 余名员工，供应链网络覆盖中国、美国、欧洲等主要市场，2025 年为约 160 个市场的约 2.73 亿活跃顾客提供服务。
- **首创“大规模自动化小单快返”(LATR)运营模式：**通过端到端智能化供应链和敏捷的全球履约网络，以每款产品先出 100-200 件小批量首发，热销款最短 5 天内完成补货的模式，解决产品多样性、设计上新速度与库存管理效率平衡的三难问题。截至 2026Q1 末，Shein 包含 200 万+服装款式，1-3 月平均每天上新 4700 个新款。
- **平台化发展：**2021 年推出 SHEIN X 计划，把供应链管理系统、全球销售平台、履约网络等基础设施开放给外部品牌，为独立设计师、三方品牌赋能；2023 年通过商城业务引入第三方商家，从单纯的自营快时尚零售商，逐步演变为兼具自营与平台双重属性的商业体。

图 1：Shein 历经十余载发展成长为全球头部线上时尚和生活方式公司



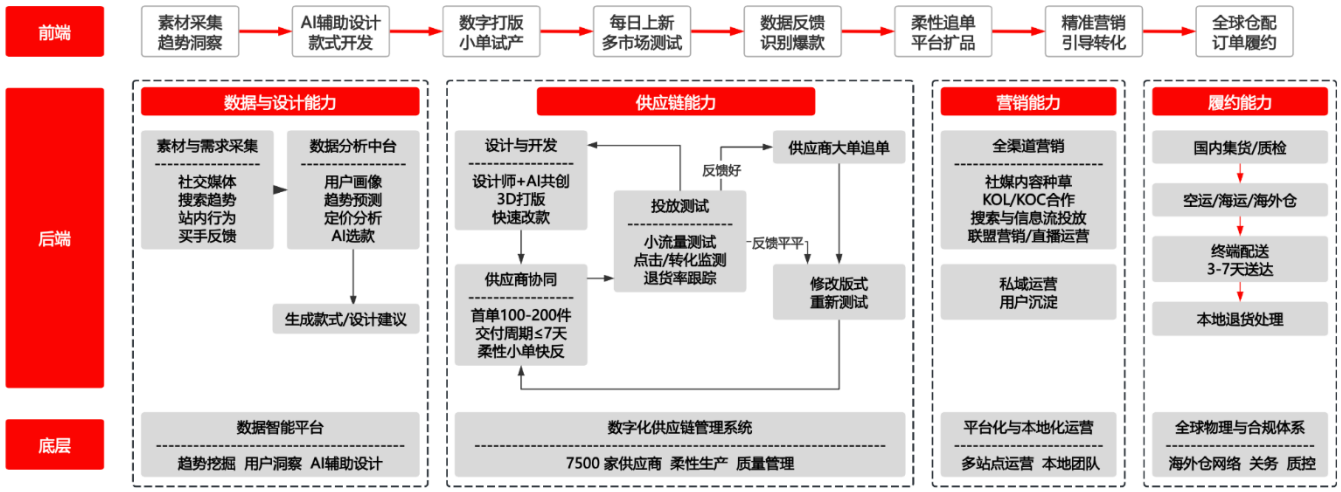

数据来源：Shein 招股书，东方证券研究

图 2：Shein 商业模式的核心基石是 LATR 模式

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考



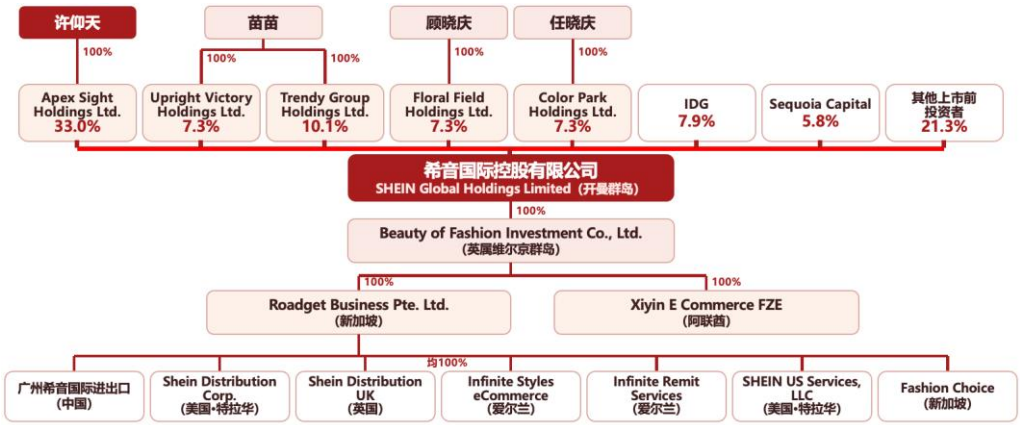



数据来源：虎嗅网，正和岛，方得说跨境，东方证券研究

**Shein 股权结构较为集中，创始人许仰天先生及三位联合创始人合计持股比例达到 65%。**

- **Shein 股权结构较为集中：**四位联合创始人许仰天、苗苗、顾晓庆、任晓庆通过其控制的 Apex Sight、Upright Victory、Trendy Group、Floral Field、Color Park 等主体，合计直接持有 Shein 约 65%的股权。其中，许仰天持股 33%，为 Shein 第一大股东。其他主要股东方面，IDG 资本持股 7.9%，红杉资本持股 5.8%。
- **核心创始团队高度稳定。**许仰天、苗苗、顾晓庆、任晓庆四人自创立以来始终任职于 Shein，长期担任核心管理职务。首席财务官桂镭具备深厚的跨境电商与支付领域经验，曾先后在 eBay、PayPal 担任大中华区及亚太跨境贸易多项高级管理职务，此前亦曾出任 VIPKid 首席财务官；首席技术官许浩同样自 Shein 成立起即在任，拥有南京农业大学计算机专业背景，长期负责公司技术体系的构建与演进。

图 3：Shein 股权结构较为集中（上市前）




数据来源：Shein 招股书，东方证券研究

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考



表 1：Shein 核心管理层均具备深厚的从业经验

| 姓名 | 年龄 | 职位 | 角色及职责 |
|---|---|---|---|
| 许仰天 先生 | 42 | 创始人、董事会主席、执行董事兼 CEO | 监督集团整体战略与业务管理。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 2007 年获得青岛理工大学国际贸易学士学位 |
| 苗苗 女士 | 41 | 联合创始人、执行董事兼 COO | 监督集团运营、全球扩张与本地化。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 2007 年获得南京邮电大学管理学学士学位。 |
| 顾晓庆 女士 | 44 | 联合创始人、执行董事兼 CPO | 监督产品选品、产品创新与市场适配。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 2005 年获得南京工业大学文学学士学位。 |
| 任晓庆 先生 | 40 | 联合创始人、执行董事（曾任首席供应链官） | 监督公共事务与企业责任、供应链协同。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 2007 年获得南京工业大学管理学学士学位。 |
| 桂镭 先生 | 56 | 首席财务官（CFO） | 监督财务运营。加入本集团之前，桂先生 2020 年 5 月至 2021 年 2 月期间担任 VIPKid 首席财务官，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 1990 年获得武汉大学遗传学学士学位，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 先生 | 38 | 首席技术官（CTO） | 监督集团技术发展。许先生 2010 年获得南京农业大学计算机科学与技术学士学位。 |

数据来源：Shein 招股书，东方证券研究

**Shein 拟募资 20-30 亿美元，募资用途重点在于技术自动化+全球营销获客+供应链合规。**

- **技术自动化与智能化升级**：Shein 计划将募集资金用于进一步提升其核心的 LATR 运营模式。Shein 计划在未来 36 个月在全球招聘约 1500-2000 名全职技术人员，持续强化 AI 设计系统、智能工厂升级等技术基础设施建设。
- **全球品牌营销与市场获客**：此次募资将助力 Shein 进一步拓展新兴市场、深化本地化运营，巩固其作为全球最大线上时尚零售平台的地位。
- **供应链体系建设与合规能力**：Shein 计划加速全球供应链基建布局与平台生态扩张，与此前宣布的“未来三年在广东投入超 100 亿元建设智慧供应链”的战略一脉相承。在当前跨境电商行业竞争从流量与低价之争转向供应链纵深与合规能力之争的背景下，资金投入将重点用于供应链透明度提升、合规风控体系建设及供应商赋能。

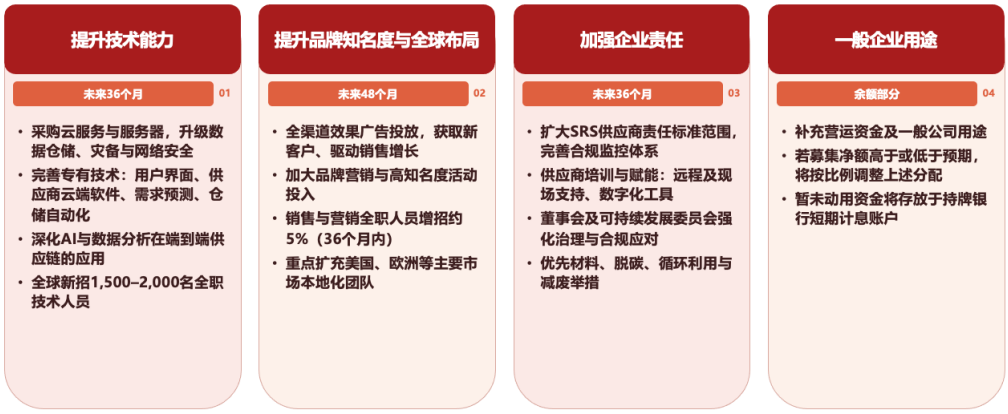


图 4：Shein 募资用途重点在于技术自动化+全球营销获客+供应链合规

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考





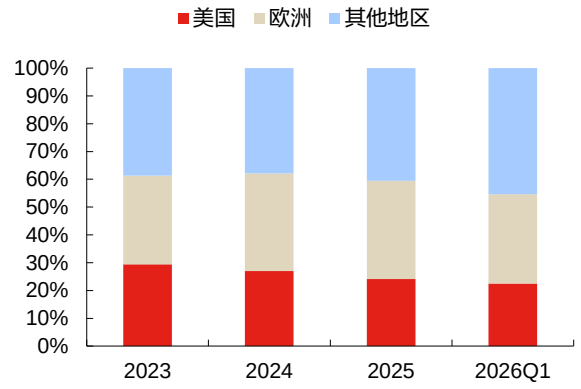

数据来源：Shein 招股书，东方证券研究

## 美欧地区仍是营收主力，服装业务仍是基本盘

**按地区结构：美欧地区营收占比自 61.2%降至 54.6%，新兴市场占比持续提升。**美国地区营收占比自 2023 年的约 29.4%降至 2026Q1 的约 22.5%，主要因 2025 年美国取消小额关税豁免及加征关税政策的影响，同时行业竞争趋激烈；欧洲占比基本保持在 32-35%；其他地区(东南亚、拉美、中东等新兴市场)占比自 2023 年的约 39%增至 2026Q1 的约 45%。增长重心向新兴市场转移，可以一定程度上对冲美国市场的政策性风险。

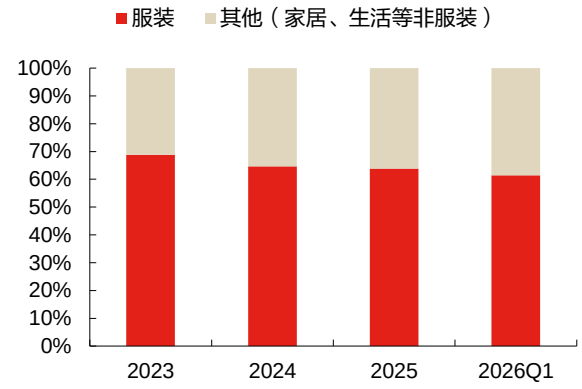
**按产品结构：服装营收占比约 61%。**服装营收占比自 2023 年的约 68.8%降至 2026Q1 的约 61.4%，但仍是绝对主力品类。其他品类(鞋类、配饰、美妆、家居生活等非服装产品)占比自 2023 年的约 31.2%提至 2026Q1 的约 38.6%，增速明显快于服装品类。单一服装电商向综合生活方式平台扩张，有望通过丰富品类矩阵来提升顾客粘性和客单价天花板。

图 5：美欧地区营收占比约 60%、新兴市场占比逐渐提升




数据来源：Shein 招股书，东方证券研究

图 6：服装营收占比约 60%




数据来源：Shein 招股书，东方证券研究

**按收入类型：Shein 向自营+第三方平台的商业模式加速转型。**Shein 于 2022H2 推出商城业务引入第三方商家、收取营销及履约服务费，商业模式从纯自营快时尚零售商向自营+第三方平台的

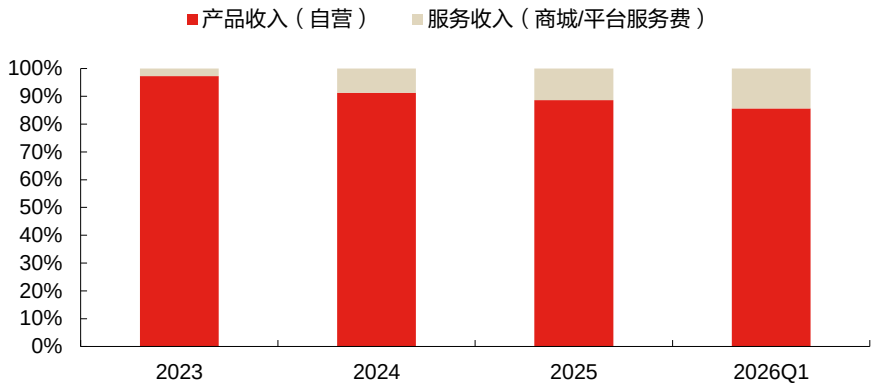
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考



混合模式加速转型。自营收入占比自 2023 年的约 97.3%降至 2026Q1 的约 85.7%；服务收入占比从 2023 年的不足 3%提至 2026Q1 的约 14.3%。

**图 7：服务收入占比持续提升**

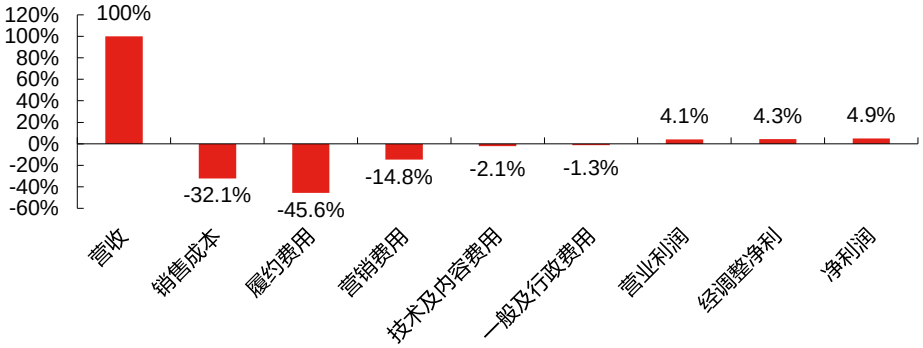



数据来源：Shein 招股书，东方证券研究

**拆分成本费用结构，产品、履约、营销费用为核心项。**营业利润率为 4%左右。

- 销售成本为最大的单项成本，主要是采购/生产商品的成本，2025 年占比约 32%。
- 履约费用占是最大的费用项，涵盖仓储、跨境物流、包装、配送，以及产品从自有仓库直发海外客户时产生的关税及海关税等环节，2025 年占比约 46%。截至 26 年 6 月 30 日，Shein 在亚洲、北美、欧洲、中东、南美洲拥有约 600 万平方米仓库空间。2025-2026 年 3 月 31 日，超过 90%的订单可以在发货后 10 个工作日内完成配送。
- 营销费用占比约 15%，获客成本持续走高。营销费用主要包括营销人员的工资、奖金及福利、广告费（社媒广告、网红/达人营销投放、搜索引擎广告等主要获客渠道费用）、代理费（支付给营销代理机构/第三方营销服务商的费用）及宣传材料费。

**图 8：2025 年 Shein 利润表各项目占收入比重：履约、销售成本、营销费用为核心项**




数据来源：Shein 招股书，东方证券研究

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

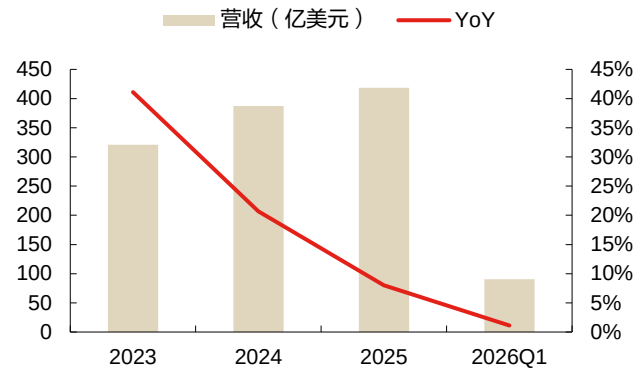


## 近三年营收稳健增长，净利有所波动

**Shein 近三年营收稳健增长，净利有所波动。**

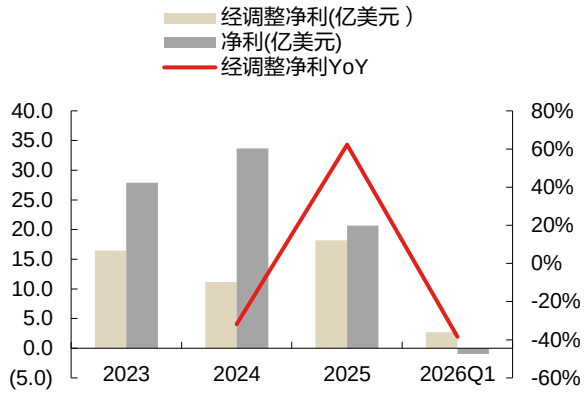
- **营收端：**综合招股书、Business of Apps、Sacra 等口径，2016-25 年 Shein 营收自约 6.1 亿美元增至 418 亿美元，CAGR 约 60%；招股书仅披露 2023 年以来数据，2023-25 年 Shein 营收自 321 亿美元增至 418 亿美元，CAGR 为 14.2%，2026Q1 营收 91 亿美元/+1.1%。
- **净利端：**Shein 净利 2023-25 年分别为 27.9/33.7/20.6 亿美元，2025 年同比降低主要因美国取消小额豁免制度；2026Q1 为-0.99 亿美元同比转负主要因可转换可赎回优先股公允价值变动产生 3.28 亿美元的账面亏损。2023-25 经调整净利分别为 16.4/11.2/18.2 亿美元，2026Q1 为 2.71 亿美元/-38.4%。

图 9：Shein 2023-25 年营收持续增长




数据来源：Shein 招股书，东方证券研究

图 10：Shein 2023-25 年净利及经调整净利有所波动




数据来源：Shein 招股书，东方证券研究

**我们拆分 Shein 核心经营数据：订单、活跃用户数等指标保持较快增长。**

- **订单量：**拆分为平台活跃用户数*顾客下单频次，平台活跃用户数年度增速快于收入增速，自 2023 年的 1.86 亿人增至 2026Q1 的 2.71 亿人，下单频次基本保持 4 次/年左右，整体订单量增长与用户数增长基本吻合，表现强劲。
- **每单净收入：**从 2023 年的 44.9 美元/单下降至 2026Q1 的 36.1 美元/单。一定程度上因为服务收入占比的提升，商城业务模式下，Shein 只收取服务费(包括占商品价值 10-20%的佣金，和履约服务费)而非商品全额 GMV，因此每单收入有所下降。

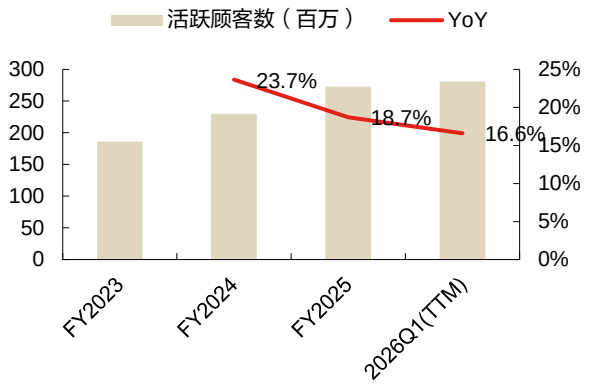
图 11：Shein 活跃用户数保持强劲增长

图 12：Shein 顾客下单频次约为 4 次/年

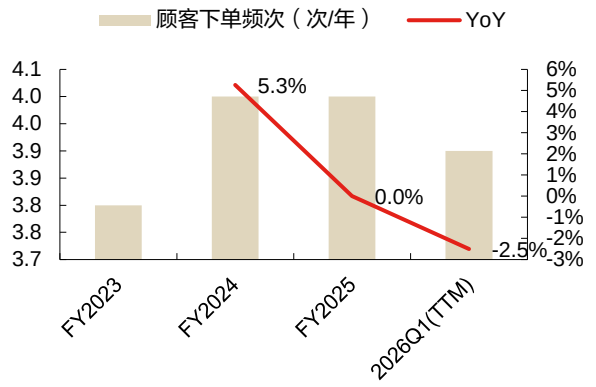
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考





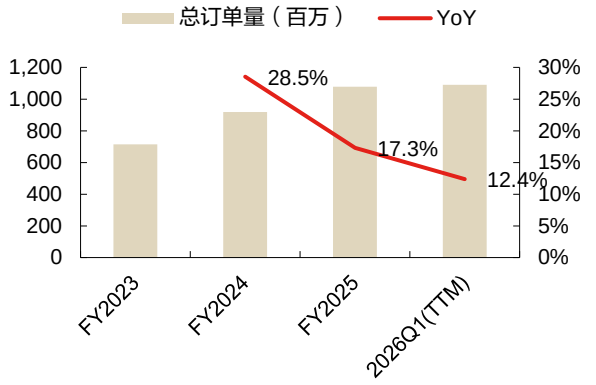

数据来源：Shein 招股书，东方证券研究



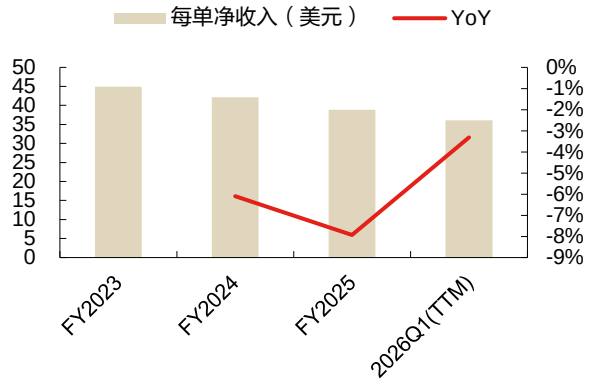

数据来源：Shein 招股书，东方证券研究

图 13：Shein 总订单量保持强劲增长

图 14：Shein 每单净收入因商城业务占比提升而下降




数据来源：Shein 招股书，东方证券研究




数据来源：Shein 招股书，东方证券研究

**Shein 毛利率稳步提升、净利率有所波动。**

- **毛利率：**得益于商城(第三方平台)业务占比的持续提升，毛利率自 2023 年的 60.2%稳步提至 2026Q1 的 70.4%。根据公司的发展战略，三方平台业务有望进一步提升带动毛利率上行。毛利率变动受定价与促销策略、成本优化措施、区域市场结构、产品品类组合及汇率波动等多重因素综合影响。
- **净利率及经调整净利率：**2023-25 年分别为 8.69/8.68/4.93%，2016Q1 为-1.09%，净利率波动部分受可转换可赎回优先股公允价值变动影响，上市后优先股转化为普通股，预计该影响消失；经调整净利率能更好反映 Shein 主业，2023-25 年分别为 5.12/2.89/4.34%，2026Q1 为 2.99%，波动幅度相对较低且跟营业利润率变化趋势基本一致。

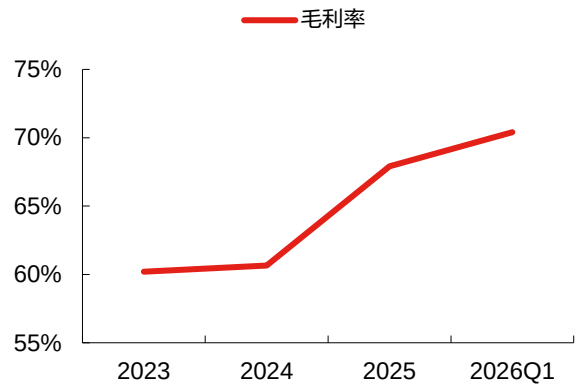
图 15：Shein 毛利率稳步提升

图 16：Shein 净利率有所波动

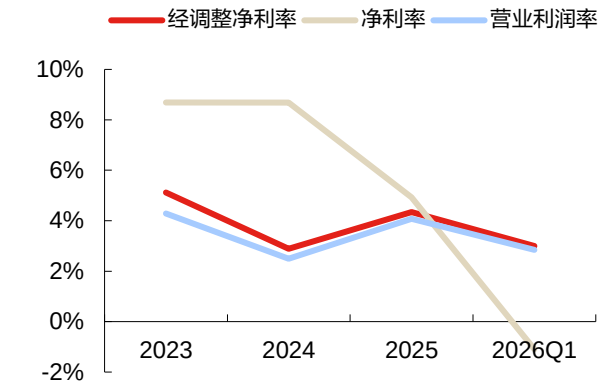
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考






数据来源：Shein 招股书，东方证券研究




数据来源：Shein 招股书，东方证券研究

**图 17：A 股及港股部分品牌跨境电商企业净利率（%）在中高个位数**

| 证券代码 | 证券简称 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 300866.SZ | 安克创新 | 12.34 | 9.06 | 8.42 | 8.16 | 10.85 | 9.57 | 8.15 | 8.31 | 9.68 | 8.95 | 8.58 |
| A26006.SZ | 扬腾创新 | | | | | | | | | 6.30 | 9.05 | 8.35 |
| 301606.SZ | 绿联科技 | | | | | 11.12 | 11.18 | 8.85 | 8.59 | 8.20 | 7.46 | 7.41 |
| A26060.SZ | 智岩科技 | | | | | | | | | 5.42 | 4.60 | 6.35 |
| A26034.SZ | 傲雷科技 | | | | | | | | | 4.79 | 3.98 | 5.07 |
| 002803.SZ | 吉宏股份 | 6.30 | 7.36 | 7.25 | 10.06 | 11.51 | 13.08 | 4.03 | 3.19 | 4.96 | 3.34 | 4.97 |
| 301376.SZ | 致欧科技 | | | | 2.61 | 4.64 | 9.58 | 4.02 | 4.58 | 6.80 | 4.11 | 3.86 |
| 301558.SZ | 三态股份 | 13.75 | 11.79 | 12.81 | 13.28 | 9.79 | 10.75 | 6.90 | 8.86 | 7.27 | 0.82 | 2.88 |
| 301381.SZ | 赛维时代 | 3.09 | 2.62 | -3.39 | -0.30 | 1.88 | 8.58 | 6.25 | 3.77 | 5.11 | 2.08 | 2.39 |
| 300592.SZ | 华凯易佰 | 7.66 | 7.56 | 8.67 | 3.50 | 1.94 | -46.23 | -3.95 | 5.52 | 5.35 | 1.85 | 1.69 |
| 2549.HK | 卡罗特 | | | | | | | 4.69 | 14.11 | 14.94 | 17.17 | 11.95 |
| 2420.HK | 子不语 | | | | 6.06 | 5.67 | 6.00 | 8.53 | 3.61 | -8.86 | 4.53 | 5.78 |
| 2519.HK | 傲基股份 | 1.91 | 5.80 | 6.31 | | | | -6.50 | 3.14 | 5.99 | 4.87 | 1.11 |

数据来源：wind，东方证券研究

**图 18：全球头部时尚企业净利率（%）差异较高**

| 证券代码 | 证券简称 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 2020.HK | 安踏体育 | 18.77 | 18.32 | 18.92 | 17.57 | 16.58 | 15.68 | 16.66 | 15.37 | 18.08 | 23.99 | 19.52 |
| ITX.MA | 印第迪克 | 13.86 | 13.79 | 13.56 | 13.31 | 13.19 | 12.89 | 5.41 | 11.73 | 12.73 | 15.01 | 15.21 |
| 9983.T | 迅销 | 6.97 | 3.02 | 6.91 | 7.94 | 7.76 | 4.48 | 8.21 | 12.31 | 11.34 | 12.68 | 13.50 |
| 2331.HK | 李宁 | 0.20 | 8.01 | 5.79 | 6.79 | 10.80 | 11.75 | 17.77 | 15.75 | 11.55 | 10.51 | 9.92 |
| NKE.N | 耐克(NIKE) | 10.70 | 11.61 | 12.34 | 5.31 | 10.30 | 6.79 | 12.86 | 12.94 | 9.90 | 11.10 | 6.95 |
| ADS.DF | 阿迪达斯 | 3.78 | 5.28 | 5.18 | 7.78 | 8.37 | 2.23 | 10.16 | 2.83 | -0.07 | 3.51 | 5.58 |
| HMB.ST | H & M | 11.55 | 9.69 | 8.09 | 6.01 | 5.78 | 0.66 | 5.53 | 1.60 | 3.70 | 4.94 | 5.29 |

数据来源：wind，东方证券研究

**Shein 履约费用率和营销费用率持续走高，二者合计从 2023 的约 53%提到 2026Q1 的约 64%。**

- **履约费用率：**自 2023 年的 42.1%提至 2026Q1 的 47.7%，履约费用主要包括仓储、运输、包装以及关税等，一方面美国于 2025 年 5 月取消小额豁免制度(即价值低于 800 美元的包裹可免税入境的政策)，取消后 Shein 产品在美国的税率从此前的 0-62.5%升至 10-87.5%；另一方面，商城业务履约费用率高于自营业务，其业务占比提升也使得履约费用率提升。但从单件履约费用来看，规模效应存在，2023-25 年每单履约费用从 18.9 美元降到 17.7 美元。
- **营销费用率：**自 2023 年的 10.8%提至 2026Q1 的 15.8%，与公司近年来拓品类、拓区域的发展导致营销投放力度增长相匹配。

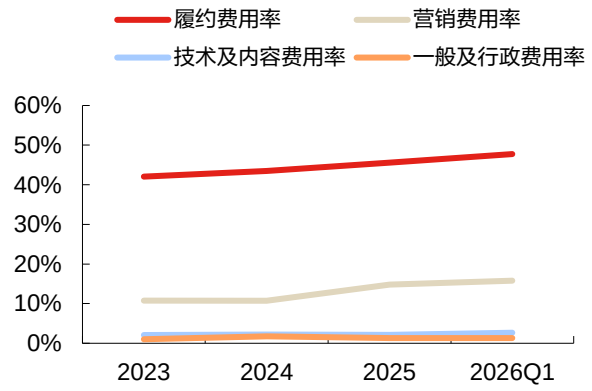
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考



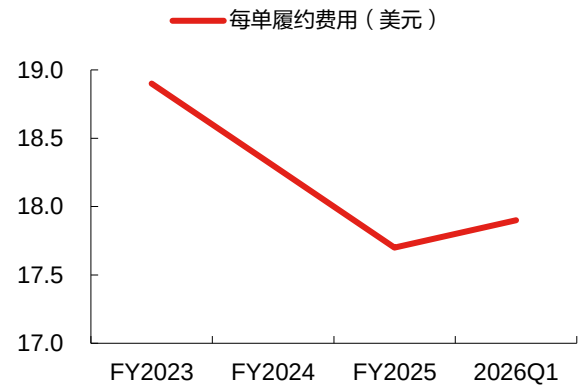
- **技术及内容费用率、一般及行政费用率：**维持较低水位。

图 19：Shein 2026Q1 履约费用率增至 47.7%




数据来源：Shein 招股书，东方证券研究

图 20：规模效应下，每单履约费用有所下降

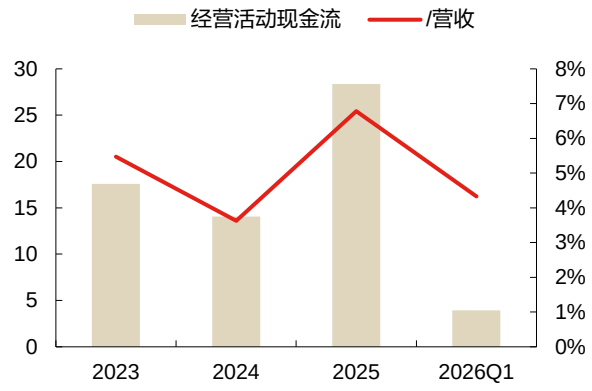



数据来源：Shein 招股书，东方证券研究

**Shein 经营性净现金流净额占营收比重超过经营利润率，造血能力充足。**

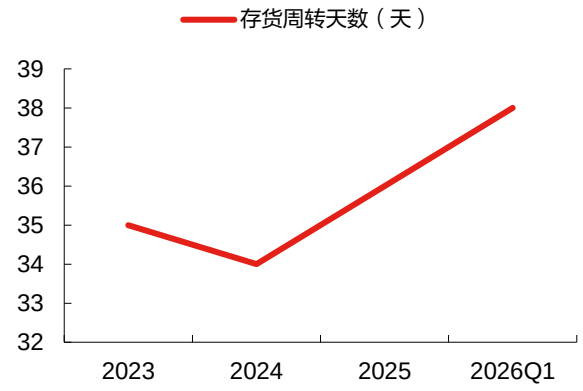
- 经营净现金流：Shein 经营净现金流保持稳健，2023-25 年经营现金流量净额占收入比重为 3.6%-6.8%，较营业利润率 2.5%-4.3%更高。
- 存货：Shein 存货周转天数稳定在 35 天左右的低位，传统服装零售商的存货周转天数普遍在 90-120 天甚至更长，体现 LATR 模式对库存效率的核心价值。2026Q1 存货周转天数为 38 天同比有所提升，主要由于红海/伊朗局势导致的国际航运路线中断、在途周期延长，属于外部因素扰动。

图 21：Shein 经营净现金流（亿美元）表现稳健




数据来源：Shein 招股书，东方证券研究

图 22：Shein 存货周转天数保持行业较低水平




数据来源：Shein 招股书，东方证券研究

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考



# 全球快时尚、跨境电商市场规模保持稳健增长

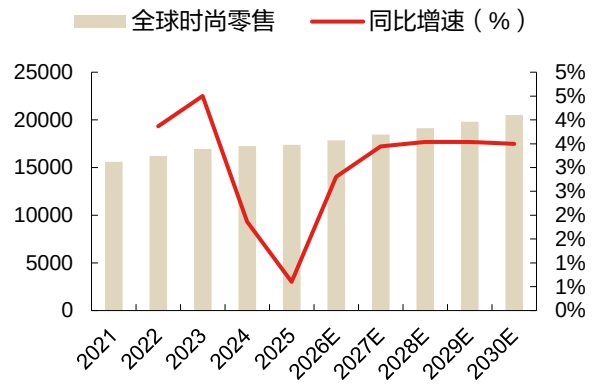
## 时尚零售：预计全球市场规模 2030 年将超 2 万亿美元，竞争格局高度分散

### （一）全球时尚零售市场保持稳健增长，家居及生活、家电及电子、美妆及个人护理等品类提供潜在增量市场

**全球时尚零售市场保持稳健增长，线上增速快于线下增速。**

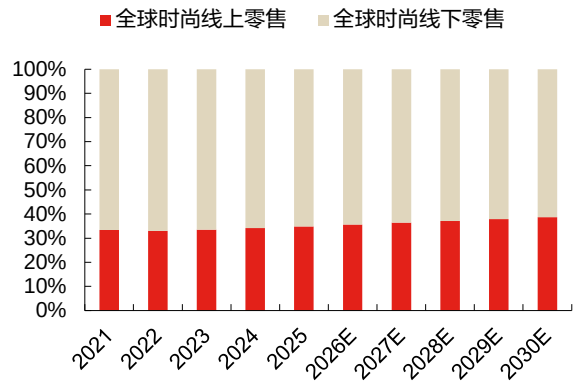
- 据灼识咨询，全球时尚零售市场规模(按零售销售额计)自 2021 年的 1.56 亿美元增至 2025 年的 1.74 万亿美元，CAGR 为 2.7%；预计 2030 年增至 2.05 万亿美元，2025-2030 年 CAGR 为 3.4%。
- 2025-30 年全球线上时尚零售额预计自 2025 年的 6064 亿美元增至 2030 年的 7921 亿美元，CAGR 为 5.5%；同期线下时尚零售额 CAGR 为 2.1%；线上渗透率将由 2025 年的 34.9%升至 38.7%，线上经营能力对企业增长的重要性进一步提升。

图 23：全球时尚零售市场规模（亿美元）稳步增长




数据来源：Shein 招股书，东方证券研究

图 24：全球时尚零售市场以线下为主但线上增速更快




数据来源：Shein 招股书，东方证券研究

**全球时尚零售市场以服装为主体，当前集中度仍较低。**

- **行业构成：**2025 年全球服装零售额为 1.37 万亿美元，占全球时尚零售市场的 78.9%；鞋类零售额为 3670 亿美元，占比 21.1%。预计 2030 年服装及鞋类市场规模分别达到 1.61/0.44 万亿美元，2025-30 年 CAGR 分别为 3.3%/3.7%。
- **行业集中度：**2025 年全球前 20 大时尚企业合计市场份额约为 20.5%，第一大企业份额仅 3.0%，CR5 为 10.4%，Shein 以 1.9%的市场份额位列全球第三。市场集中度较低主要因行业“三难困境”的制约-企业需要同时兼顾产品丰富度、设计更新频率、库存水平、盈利能力、消费者价格承受力及可持续原则，平衡这些因素极具挑战性，导致单一企业难以在行业中占据显著市场份额。

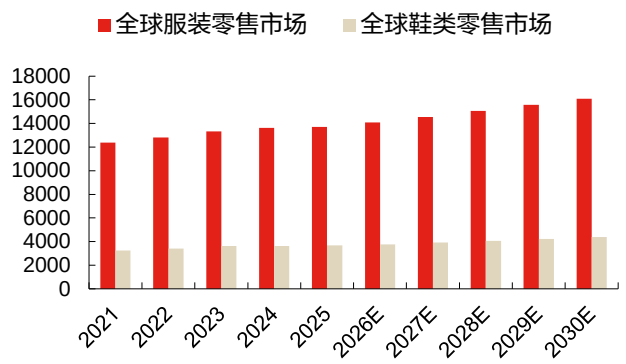
图 25：全球时尚零售市场以服装零售为主

图 26：2025 年全球时尚零售市场集中度低

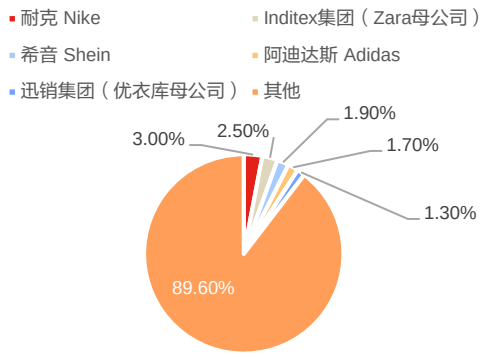
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考






数据来源：Shein 招股书，欧睿国际，灼识咨询，东方证券研究
备注：左轴单位为亿美元

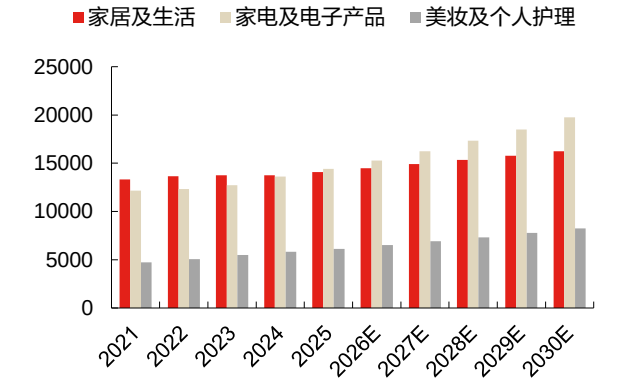



数据来源：Shein 招股书，上市公司年报及行业专家访谈，欧睿国际，灼识咨询，东方证券研究

**家居及生活、家电及电子、美妆及个人护理等品类提供潜在增量市场。**

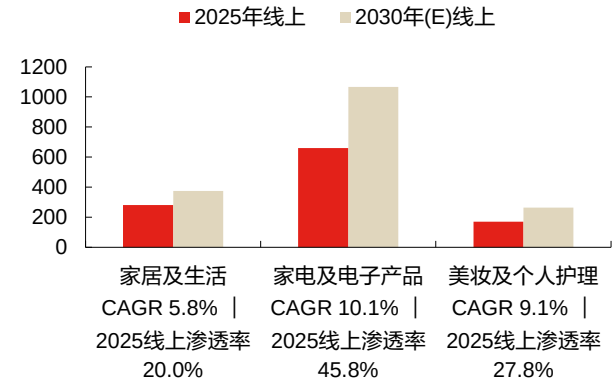
- 消费者不仅在穿着方面追求多样化和个性化，在购买家居生活、美妆护理、家电及电子产品时同样如此，上述生活方式品类为数字平台提供机遇，使其能够满足分散化的需求、改善商品发现体验，并在规模庞大且持续增长的市场中抢占份额。
- 2025-30 年全球家居及生活零售额预计自 1.41 万亿美元增至 1.63 万亿美元，家电及电子产品同期将由 1.44 万亿美元增至 1.98 万亿美元，美妆及个人护理产品预计由 6135 亿美元增至 8240 亿美元，CAGR 分别为 2.9/6.5/6.1%。按线上零售额测算，家电及电子产品 CAGR 为 10.1%领先家居及生活的 5.8%、美妆及个人护理的 9.1%。

**图 27：家居及生活、家电及电子、美妆及个人护理等品类提供潜在增量市场**




数据来源：Shein 招股书，东方证券研究
备注：左轴单位为亿美元

**图 28：预计家电及电子产品品类线上增速最快**




数据来源：Shein 招股书，东方证券研究
备注：单位为亿美元

### （二）全球时尚行业线上化、个性化是未来发展趋势

**时尚行业价值链本质是以客户需求为起点、以数据驱动为核心、以柔性供应链为支撑的闭环系统。**时尚行业价值链核心覆盖设计、生产、履约、线上/线下渠道及客户多个环节，品牌方以客户洞察(包括客户反馈及复购)为依据赋能设计/协同设计；生产环节可细分为 OEM/FOB 等模式，并进一

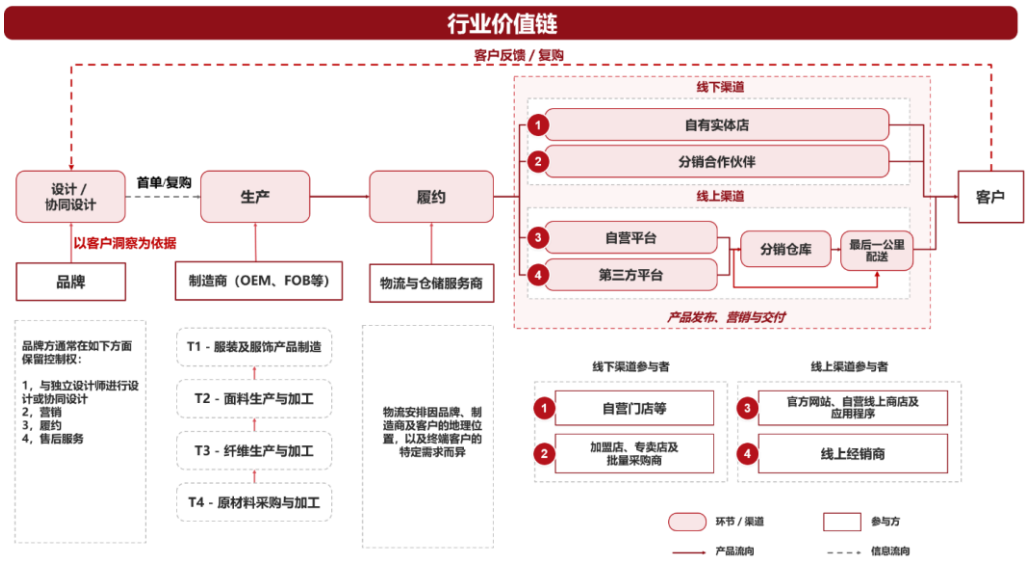
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考



步拆解为 T1 成衣制造、T2 面料生产加工、T3 纤维生产与加工、T4 原材料采购与加工四个层级；产品发布通过线下(自有实体店、分销合作伙伴)和线上(自营平台、第三方平台)渠道触达消费者。

**图 29：全球时尚行业价值链一览**




数据来源：Shein 招股书，东方证券研究

**全球时尚行业发展趋势与面临的挑战并存，成功要素在于攻克“三难处境”的能力以及管理、优化供应链能力等方面。**

- **发展趋势：**消费持续向线上迁移、个性化需求增强、品牌评价维度扩展、供给模式持续创新。
- **结构性挑战：**时尚本质上是个性化的，由多样化的消费者品味和快速演变的潮流驱动着长尾需求。为了满足消费者期望，在理想情况下，时尚行业参与者需要近乎无限的产品种类，并实现从设计到上架的即时更新。因此时尚行业的存在“三难困境”，即难以在丰富的产品选择、快速的设计更新和高效的库存管理之间实现最佳平衡。

**表 2：全球时尚行业发展趋势侧重提升效率及满意度**

| 发展趋势 | 主要表现 |
|---|---|
| 消费持续向线上迁移 | 移动支付及全球物流逐步成熟 |
| 个性化需求增强 | 消费者更加重视自我表达，社交媒体加快潮流传播 |
| 品牌评价维度扩展 | 消费者对供应链透明度及环境影响的关注度提升 |
| 供给模式持续创新 | 企业加大对柔性生产、库存管理和履约体系的投入 |

数据来源：Shein 招股书，东方证券研究

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考



表 3：全球市场行业成功要素在于攻克“三难处境”的能力以及管理、优化供应链能力等方面

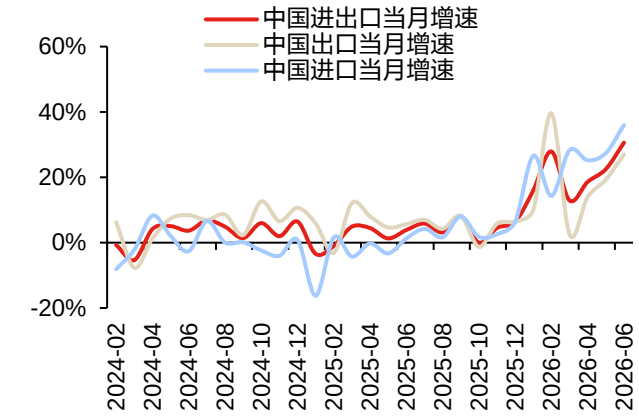
| 能力维度 | 核心要点 |
|---|---|
| 攻克三难困境 | 兼顾产品丰富度、快速上新、质量与性价比 |
| 供应链管理 | 以基础设施驱动成本效率、速度与可靠性 |
| 差异化体验 | 覆盖浏览→支付→配送→售后的全流程个性化服务 |
| 可持续经济模式 | 库存、成本、效率与合规性的健康平衡 |
| 技术应用 | 以前沿技术同时优化前端体验与后端效率 |
| 行业数字化 | 将传统手工制造转化为数字化基础设施驱动的模式 |

数据来源：Shein 招股书，东方证券研究

## 跨境电商：全球市场规模迈入万亿美元阶段

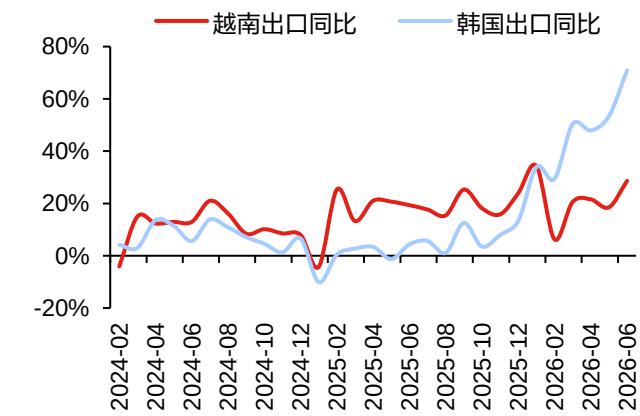
**我国外贸出口依旧有底气、有朝气、有锐气。**据海关总署，H1 我国货物贸易进出口约 25.47 万亿元/+16.9%，其中出口 14.73 万亿元/+13.4%、进口 10.74 万亿元/+22.1%，Q2 进出口增速 18.4%为 2021Q3 以来单季度同比最高增速；6 月按美元计进出口增速 30.6%、环比+8pct，其中出口增速 27%、环比+7.6pct，进口增速 36%、环比+8.6pct。

图 30：我国 2026 年以来进出口延续稳步增长




数据来源：海关总署，东方证券研究

图 31：同为出口经济体的越南、韩国同样出口稳步增长




数据来源：wind，东方证券研究

**全球跨境电商市场规模超万亿美元且仍保持稳健增长。**

- **全球跨境电商已形成万亿美元市场，动能仍高于传统零售。**据 ECDB，全球跨境电商收入 2024 年突破 1 万亿美元，预计 2026 年超 1.2 万亿美元，2024-26 年 CAGR 约 10%。
- **国内跨境电商出口市场规模同样稳健增长。**据海关总署，2025 年我国跨境电商进出口约 2.84 万亿元/+4.8%，其中出口约 2.27 万亿元/+5.4%、进口约 0.57 万亿元/+2.7%，增速中枢有所降低主要因美国关税影响。
- **我们认为：**支付、物流及本地履约体系完善，降低了消费者购买海外商品的交易成本；同时，跨境平台通过统一流量入口连接全球消费者与供应商，使中小商家能够绕过传统多级分销体系进入海外市场。我们测算跨境电商出口渗透率(即比货物贸易出口的比值)为 8.41%，较全球电商渗透率 20%仍有翻倍提升空间。

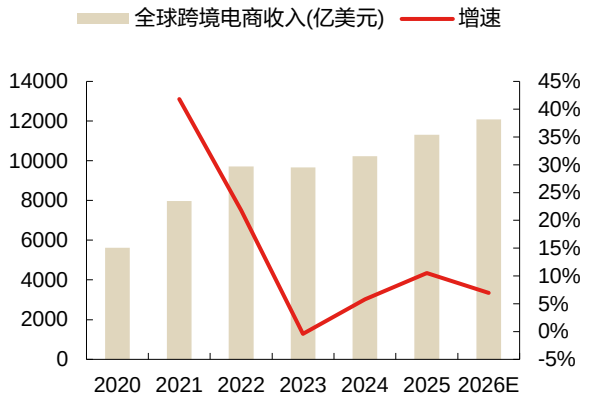
图 32：全球跨境电商收入稳步增长

图 33：我国跨境出口电商规模稳步增长

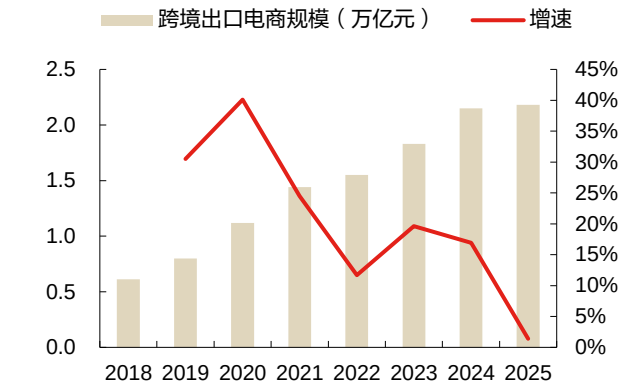
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考






数据来源：ECDB，东方证券研究

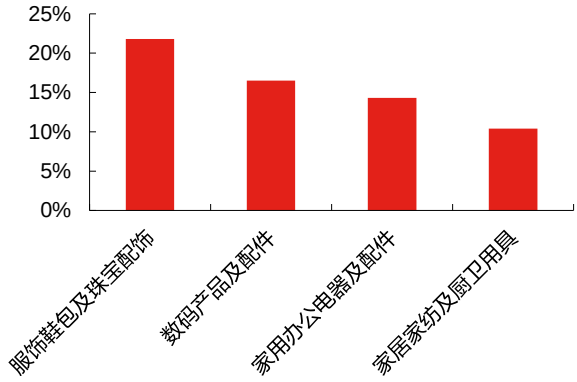



数据来源：海关总署，东方证券研究

**按品类，服饰鞋包及珠宝配饰为第一大品类；按区域，美国为第一大出口目的地。**

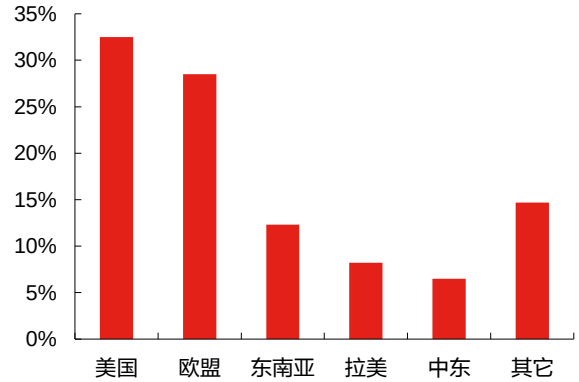
- 按品类，据海关总署，2025 年跨境出口电商重消费品占 97.3%，其中服饰鞋包及珠宝配饰 21.8%、家用办公电器及配件 14.3%占比基本稳定；手机、电脑等各类数码产品及配件 16.5%占比上升 2.6 个 pct，家居家纺及厨卫用具 10.4%占比下降 3.5pct。
- 按区域，据海关总署，2025 年跨境出口电商目的地美国仍居首位，其后依次为俄罗斯、德国、中国香港和英国；据 EcomInsight 联合中国电子商务协会发布的《2026 年度跨境电商行业趋势报告》，美国 32.5%、欧盟 25.8%、东南亚 12.3%位居前三。

图 34：2025 年我国跨境出口电商中以服饰鞋包及珠宝配饰为第一大品类




数据来源：海关总署，东方证券研究

图 35：2025 年我国跨境出口电商中美国为第一目的地




数据来源：EcomInsight、中国电子商务协会，东方证券研究

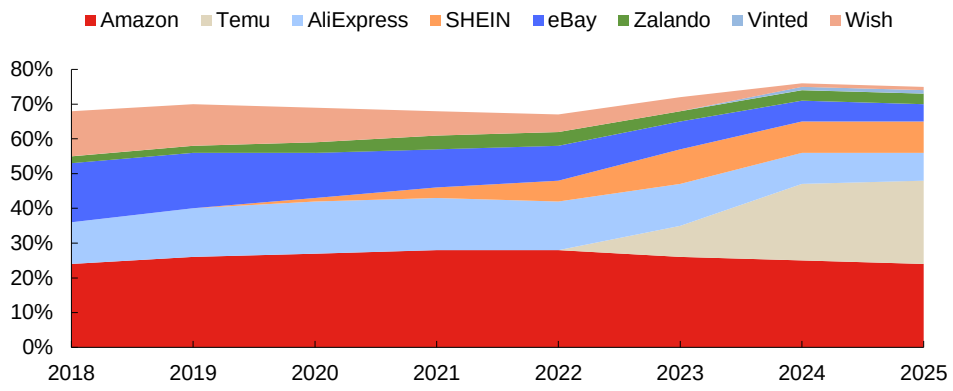
**跨境订单的流量入口正加速向中国平台迁移，高性价比供给构成这一趋势的核心驱动力。**据国际邮政公司 IPC 对 37 个国家 30,970 名跨境网购消费者的调查，2025 年 Amazon 与 Temu 在受访者最近一次跨境订单中的占比均为 24%，其中 Temu 的市场份额从 2022 年不足 1%跃升至 24%，实现跨越式增长。前五大平台合计占据 70%的跨境订单入口，中国头部跨境电商平台(Temu、Shein、AliExpress)合计份额已达 41%。

图 36：中国公司占领跨境电商主要市场份额

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考






数据来源：International Post Corporation，东方证券研究

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

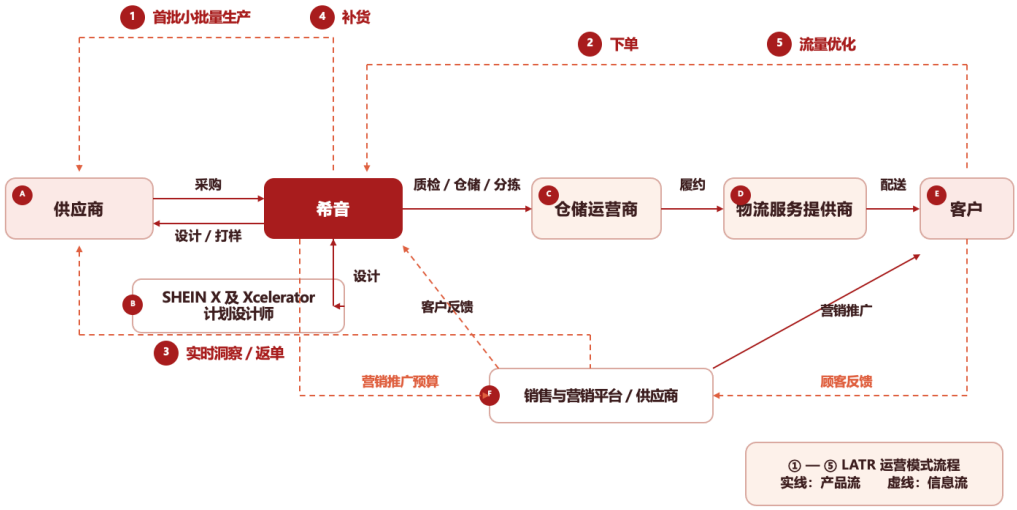


# LATR、数据驱动、自营+三方双引擎驱动、全域营销，构筑核心壁垒

## LATR 模式：依托端到端智能供应链及全球履约网络，构筑商业模式的核心基石即 LATR

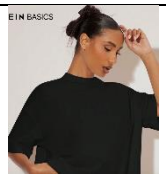
**LATR 模式(large-scale automated test and reorder)即按需、小批量生产的运营模式，可迅速响应市场需求，破解三重困境，实现大规模选品、快速设计更新、高效库存管理。**LATR 模式通过小批量试销新产品(初始批次约 100-200 件)，随后实时追踪并评估客户反馈，一旦产品市场表现良好，系统即自动触发追加订单(最短五天内即可完成补货)；该流程高度自动化，使 Shein 能够在规模化运营中同时处理大量新品，实现高效而敏捷的供应链响应，LATR 模式是 Shein 商业模式的核心基石。

图 37：Shein 依托端到端智能供应链及全球履约网络形成 LATR 模式




数据来源：Shein 招股书，东方证券研究

表 4：LATR 模式最核心最直观的体现——Shein 价格优势显著

| | 品类 | 款式 | 页面列示尺码 | 价格 |
|---|---|---|---|---|
|  | T 恤 | 圆领、落肩、宽松版型 | XS–L | **$9.89** |
|  | 衬衫 | 翻领、长袖、常规版型 | XXS–XL | **$12.49** |

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考



| | | | | |
|---|---|---|---|---|
|  | 长裤 | 松紧腰、阔腿、宽松版型 | XS–XL | **$9.74** |
|  | 短裤 | 低腰、阔腿、百慕大长度，带口袋 | XXS–XL | **$16.79** |
|  | 连衣裙 | V 领、无袖、高腰、A 字长款 | XS–L | **$11.75** |
|  | 半身裙/裙裤 | 超低腰、迷你长度、内置短裤 | XXS–XL | **$9.93** |

数据来源：Shein 官网，东方证券研究

**表 5：Shein 的服饰配饰类商品性价比优势明显**

| 类别 | 对比标准（统一） | SHEIN (自有) | Amazon | H&M | Zara | Temu |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 女装 | 纯色圆领短袖基础 T 恤，100%棉 | $6.07 | $8.90 | $7.99 | $14.90 | $4.67 |
| | 女式纯色高领长袖基础上衣 | $6.75 | $9.99 | $7.49 | $17.97 | $6.49 |
| | 女士度假吊带收腰连衣裙 | $27.35 | $46.99 | $39.99 | $69.90 | $13.14 |
| 男装 | 男式纯色短袖亨利领 T 恤 | $3.73 | $8.05 | $24.99 | $45.90 | $6.93 |
| | 男士棕色休闲皮鞋 | $24.70 | $26.99 | $49.99 | $44.70 | $18.26 |
| 童装 | 男童纯色圆领短袖棉 T 恤（单件） | $2.99 | $4.47 | $6.99 | $9.90 | $5.73 |
| 配件 | 女士方扣皮带 | $3.82 | $12.99 | $12.99 | $12.90 | $3.08 |

数据来源：各平台官网，东方证券研究

**在规模化运营中高效实施“小单快返”策略并实现成本控制极具挑战性，但 Shein 依托 LATR 模式形成差异化竞争优势。**

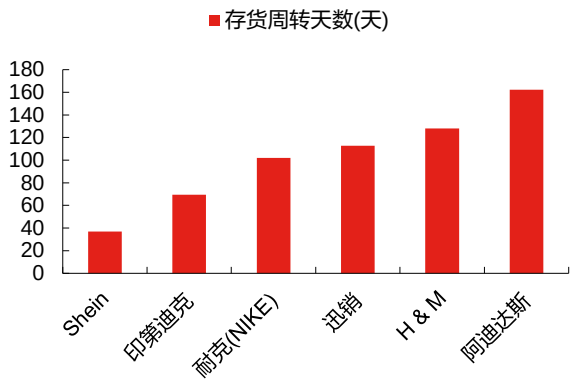
- **服装产品丰富度领先同行：**截至 2025 年末及 2026Q1 末，Shein 的服装款式总量均超 200 万种，产品丰富度稳居行业前列；同时，选品更新速度更快，Shein 设计-上架周期为 3-7 天，快于的 ZARA 的约 2 周、H&M 的约 3-6 周，每天能向全球市场推出数千款新品。
- **运营效率显著提升：**LATR 模式也大幅提升运营效率，未售库存占比始终维持在低个位数水平，2025 年全年库存周转天数仅需 36 天。我们测算发现，Shein 的存货周转天数以及存货占收入比重等指标均优于竞争对手。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

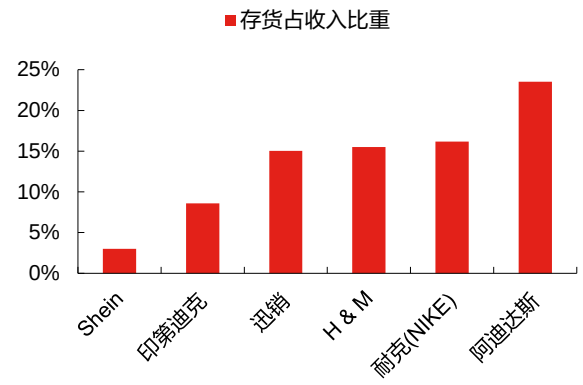


图 38：Shein 2025 年存货周转天数优于竞争对手




数据来源：wind，东方证券研究

图 39：Shein 2025 年存货占收入比重优于竞争对手




数据来源：wind，东方证券研究

表 6：Shein 的上新周期快于竞争对手

| 维度 | SHEIN | Zara | H&M |
|---|---|---|---|
| 上新速度 | 约 2,000–10,000 款/天，全年上新超 100 万款。 | 每周上新 2 次，全年上新约 1.2 万款。 | 全年上新约 2.5 万款。 |
| 设计-打样周期 | 3 天（2024） | - | - |
| 设计-上架周期 | 3-7 天 | 约 2 周 | 平均 3-6 周 |
| 门店/上新到货频率 | App 端每日多批上新 | 每周 2 次到店 | - |
| 补货/翻单周期 | 9 天 | 14 天 | - |
| 年度新品系列/collections 数量 | 无“季/系列”概念，持续性单品上新 | 20+季/年（2017 年 Fung Global 报告） | 16 季/年（2017 年 Fung Global 报告） |

数据来源：Rest of World，Fung Global，新派新闻，36Kr，虎嗅网，东方证券研究

**LATR 模式核心支柱——端到端智能供应链。**

- 截至 2025 年末，Shein 拥有 7500 家供应商，协议通常为一年且无排他性要求，2023-25 年以及 2026Q1，无单一供应商采购额占比超过 10%。
- **供应商赋能：**Shein 向供应商提供一套自有、基于云及模块化的软件解决方案，帮助其管理生产流程的各个环节，包括接单、生产、质量保证及发货。
- **供应商管理：**供应商每年都要接受全面的现场 SRS 审计(由内部审计团队以及国际知名的第三方审计机构共同执行)，频率和优先次序根据多个因素确定。

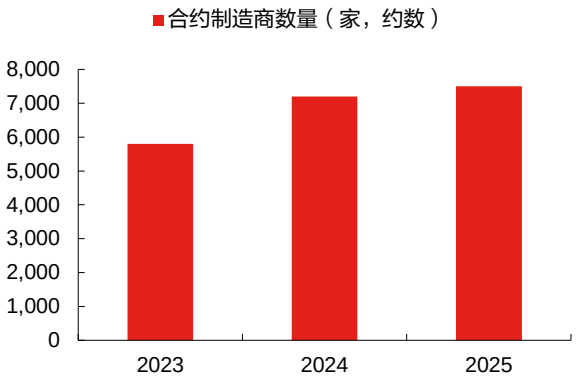
图 40：Shein 合约制造商数量持续增长

图 41：Shein 每年均对主要合约制造商进行 SRS 现场审计

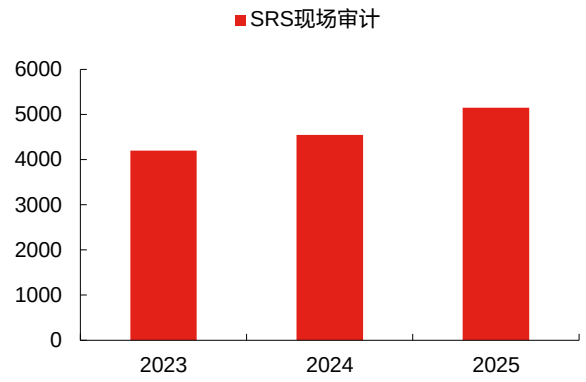
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考






数据来源：Shein 招股书，东方证券研究




数据来源：Shein 招股书，东方证券研究

**LATR 模式核心支柱——敏捷的全球履约网络。**履约网络基于以位于中国的中心物流枢纽为核心的分布式供应链及履约据点布局，能提供全球履约覆盖、优化的货运组合及灵活的货物调配。截至 2026H1 末，Shein 共租赁 20 万平方米办公空间和 600 万平方米区域配送仓库，2025 年以来超 90%的订单可以在发货后 10 个工作日内完成配送。

**表 7：截至 2026 年 6 月 30 日，Shein 在全球拥有 72 座仓库**

| 所在地 | 仓库数量（座） | 租赁总建筑面积（平方米） | 面积占比 |
|---|---|---|---|
| 中国 | 37 | 4,087,038 | 67.6% |
| 美国 | 6 | 408,777 | 6.8% |
| 欧洲 | 18 | 1,018,481 | 16.9% |
| 其他 | 11 | 527,688 | 8.7% |
| 合计 | 72 | 6,041,984 | 100.0% |

数据来源：Shein 招股书，东方证券研究

## 数据驱动：高效的数字化、信息化系统锦上添花

### （一）十数年积累的海量真实交易数据形成网络效应

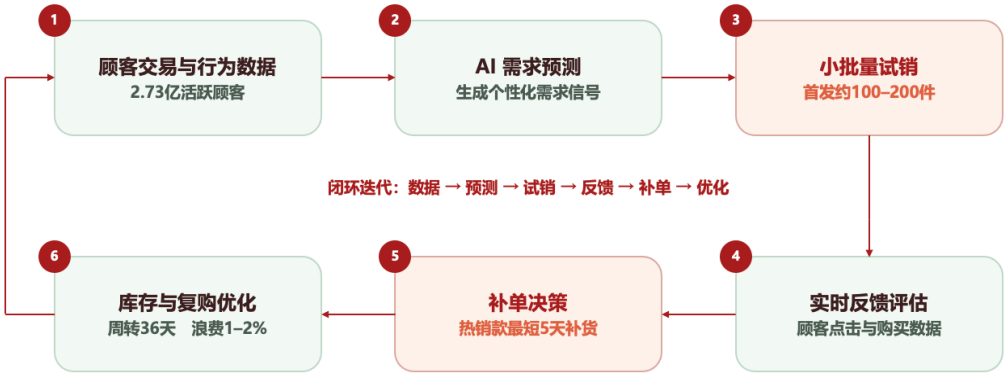
**我们认为 LATR 能运行准确，不单凭借流程设计，而是十年间积累的海量真实交易数据。**依托 2.73 亿活跃用户及超 200 万款服装的历史销售、用户反馈与退货数据，Shein 训练出精准的需求预测能力。客户规模越大、交易数据越丰富，预测准确性便越高，库存浪费率可压缩至 1%-2%，远低于行业平均的 30%。这一优势将伴随规模增长不断自我强化，形成深厚的竞争壁垒。对于后来者而言，缺乏同等量级的历史数据积累，其预测精度将大打折扣，短期难以追赶。

**图 42：以顾客行为数据驱动小单快返，闭环持续迭代**

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考






数据来源：Shein 招股书，东方证券研究

### （二）全流程数字化整合

**Shein 的云端软件解决方案将供应商与自身供应链紧密衔接，实现从端到端的全面数字化整合，赋予整条链条完整的运营可见度。**基于该体系，Shein 可综合考量供应商的专业能力、价格水平及产能状况，自动完成订单分配，协助供应商充分释放产能。同时，端到端智能供应链的协同联动，使供应商得以借助预测智能获得精细化的市场洞察，精准把握畅销品类。结合实时预测与快速返单机制，供应商不仅能有效降低营运资本波动，还能将库存维持在最优水平，实现高效周转。

**表 8：Shein 供应链系统优势在于智能化、灵活性、自动化、透明度**

| | |
|---|---|
| **智能化** | 供应链管理系统的智能性质，使 Shein 与供应链合作伙伴能够作为一个整体协同运行，从而提升运营效率并优化流程同步。Shein 为供应商提供一套与自研技术平台集成的供应链管理软件，从而能够精准规划和管理从商品企划、设计、采购、制造到履约的每一个关键环节。这一数字化基础延伸至 Shein 由 AI 驱动的设计能力，将技术应用于图案开发及 AI 时装摄影等场景。 |
| **灵活性** | Shein 的供应链管理系统为 LATR 策略奠定了坚实基础。该系统使 Shein 能够对顾客偏好和市场趋势的变化作出快速响应，有效缩短产品周期，并借助动态供应链统筹，实现整个网络内的智能资源配置以及优化的产能与库存管理。 |
| **自动化** | Shein 的供应链管理系统能够自动处理供应链流程中的关键任务，如下单、产品与供应商匹配等。通过自动订单分配及流程监控，结合实时预测与返单机制，我们显著提升了整个供应链的运营效率及响应能力。 |
| **透明度** | 智能化供应链管理系统使 Shein 能够在整个供应链中清晰了解供应商的产能与进度，并在全流程中支持可执行的、数据驱动的决策。该系统所带来的高度透明性，在质量控制过程中也发挥着重要作用，使 Shein 更易于发现并解决生产问题，从而有效提升产品质量。 |

数据来源：Shein 招股书，东方证券研究

**表 9：Shein 在前端、中台、后端均构建数字化能力**

| | |
|---|---|
| **前端** | 数据采集：系统每天从 TikTok、Instagram 等主流社交媒体抓取超大量图片、视频和评论数据。<br>智能分析：通过图像识别等技术，系统能从中提取多种设计元素，其 AI 需求预测模型融合了 LSTM 与 Transformer 架构，将社交媒体热度、历史销售、天气等变量纳入分析，控制预测误差率。<br>决策输出：系统会生成全球趋势，并将其拆解为具体的设计指令。 |

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

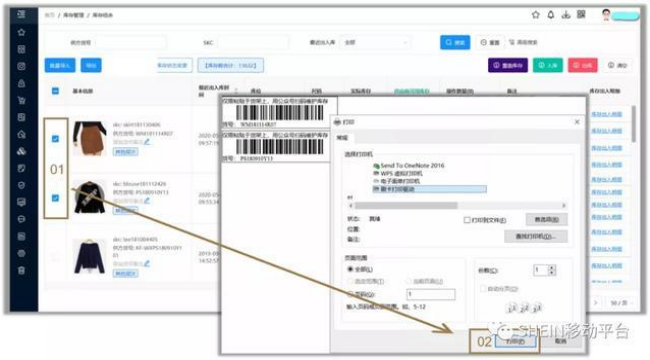
下载日志已记录，仅供内部参考



| | |
|---|---|
| **中台** | 广泛连接：系统通过 API 接口，与供应商实现数据直连。<br>实时同步：供应商通过免费的后台系统，可实时查看订单状态、排期、交付日期等关键信息，实现了从“人找单”到“单找人”的转变。订单信息自动同步，供应商需在 2 小时内通过 EDI 系统反馈产能规划。<br>智能排产：系统完成一单，便会自动规划好下一单，确保订单流的稳定和可预期。 |
| **后端** | IoT 设备监控：系统接入缝纫机工作时长、裁床使用效率等 IoT 设备数据，实现生产状态的实时监控。<br>AI 视觉质检：每个 SKU 都绑定独立二维码。质检员通过 PDA 设备上传的缺陷照片，会被 AI 图像识别系统分析，可识别 32 类常见工艺问题。一旦针距偏离标准值±0.2mm，系统会自动冻结该批次并追溯至具体工位。<br>自动风险预警：系统内置 21 个监测指标。例如，当某批次面料合格率连续 3 小时低于 92%，或某供应商次品率连续 3 日超标时，系统会自动触发预警并降低其接单权重。 |

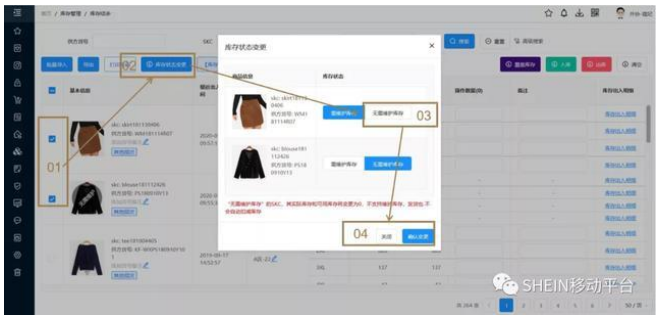
数据来源：结行国际官网，东方证券研究

图 43：Shein GMP 管理系统维护库存界面




数据来源：蓝海亿官、Shein 移动平台，东方证券研究

图 44：Shein GMP 管理系统维护库存界面




数据来源：蓝海亿官、Shein 移动平台，东方证券研究

## 自营+三方平台双引擎驱动：有望打开中长期成长空间

### （一）自营品牌持续丰富产品矩阵

**Shein 的自营品牌矩阵覆盖女装、运动及美妆等品类。**品牌建设以核心自有品牌 Shein 为起点，主打女性时尚；同时，持续孵化定位不同价位与客群的子品牌，包括中高端品牌 MOTF、运动品牌 Glowmode 及美妆品牌 SHEGLAM，从而全面覆盖更广泛的消费需求。

表 10：Shein 的自营品牌矩阵覆盖女装、运动及美妆等品类

| 品牌 | 定位 | 品牌 | 定位 |
|---|---|---|---|
| Shein | 主品牌，多系列快时尚主线 | Anewsta | 轻奢成熟女装，面向 25-40 岁现代女性 |
| ROMWE | 亚文化、小众先锋 / 年轻亚文化快时尚女装 | MUSERA | 现代性感风、派对 / 音乐节潮流女装 |
| MOTF | 中高端简约通勤质感服饰 | GLOWMODE | 运动健身、休闲专业运动 |

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考



| | | | |
|---|---|---|---|
| | | | 服饰 |
| DAZY | 韩系休闲少女风女装，面向 Z 世代 | Luvlette | 内衣、家居服、泳衣 |
| EMERY ROSE | 全品类女装，覆盖大码尺码 | Cuccoo | 独立鞋履品牌 |
| SHEGLAM | 美妆品牌 | PETSIN | 宠物用品品牌 |
| Aralina | 澳式风格休闲、家居、泳衣、轻运动女装 | JMMO | 3C 电子产品、小家电 |

数据来源：Shein 招股书，Shein 官网，东方证券研究

**以美妆品牌 SHEGLAM 为例：主打平价美妆，从子类目到独立运营。**

- SHEGLAM 最初仅作为 Shein 官网 Beauty 板块的子类目；2020 年 12 月正式上线独立网站；2022 年入驻亚马逊。SHEGLAM 凭借极致性价比策略及 TikTok 等社交媒体的爆款打法迅速崛起，2024 年品牌年销量超 1 亿件，据时尚商业媒体 WWD 估算净销售额约达 4 亿美元。
- SHEGLAM 于 2023 年 11 月在迪拜开出首家线下门店；截至 2025 年底，线下零售网络已扩展至全球超 15 个国家、7000 余家门店。

图 45：SHEGLAM 推出哈利波特彩妆系列




数据来源：SHEGLAM 官网

图 46：SHEGLAM 推出瑞克和莫瑞彩妆系列




数据来源：SHEGLAM 官网

表 11：SHEGLAM 同样践行性价比/质价比策略

| 产品 | 图示 | 容量 | 价格 |
|---|---|---|---|
| **Glass Lock Air Gloss-Strawberry Milk 唇彩** |  | **3.4ml** | **$5.99** |

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考



| | | | |
|---|---|---|---|
| **Harry Potter™ X SHEGLAM Monster Book Of Monsters Palette**<br>**彩妆盘** |  | **13.5g** | **$14.99** |
| **Color Bloom Liquid Blush Matte Finish**<br>**液体腮红** |  | **5.2ml** | **$3.89** |
| **Glowchi Bouncy Highlighter-Custard**<br>**高光** |  | **9.5g** | **$5.26** |
| **Camera On Smooth & Blur Primer**<br>**妆前乳** |  | **30g** | **$7.59** |

数据来源：SHEGLAM 官网，东方证券研究

**以中高端品牌 MOTF 为例：**MOTF 是 Shein 于 2020 年 6 月推出的中高端女装品牌，前身为 Shein Premium 产品线；2021 年 4 月从 Shein 主站独立、上线专属网站，标志品牌化运营的全面启动。

表 12：MOTF 为 Shein 旗下中高端品牌

| 产品 | 图示 | 分类 | 价格 |
|---|---|---|---|
| **MOTF SOLID SLEEVELESS FLOWY HEM MIDI DRESS**<br>**连衣裙** |  | **Home**<br>**Women Apparel**<br>**Women Clothing**<br>**Women Dresses**<br>**Women Short Dresses** | **$52.99** |
| **MOTF WOMEN FASHIONABLE SIMPLE CROCODILE PATTERN OPEN TOE FLAT SANDALS**<br>**凉鞋** |  | **Home**<br>**Shoes**<br>**Women Shoes**<br>**Women Sandals**<br>**Women Flat Sandals** | **$28.49** |
| **MOTF PREMIUM CONTRAST TRIM SLIM FIT T-SHIRT**<br>**T 恤** |  | **Home**<br>**Women Apparel**<br>**Women Clothing**<br>**Women Tops, Blouses & Tee** | **$10.99** |

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考



| | | | |
|---|---|---|---|
| | | **Women T-Shirts** | |
| **MOTF PREMIUM 18K GOLD PLATED VINTAGE FRENCH OX HORN HOOP EARRINGS**<br>**耳环** |  | **Home**<br>**Jewelry & Watches**<br>**Women Fashion Jewelry**<br>**Women Earrings**<br>**Women Hoop Earrings** | **$4.67** |
| **MOTF PREMIUM WOMEN ELEGANT AND FASHIONABLE VERSATILE BELT**<br>**皮带** |  | **Home**<br>**Apparel Accessories**<br>**Women Accessories**<br>**Women Belts&Belts Accessories**<br>**Women Belts** | **$4.67** |

数据来源：MOTF 官网，东方证券研究

**Shein 通过自主设计+共创设计提供极为丰富的时尚与生活产品。**

- Shein 大部分自有品牌产品均为完全自主设计，截至 2026H1 末拥有超过 370 名内部设计师。除内部团队外，Shein 基于对时尚趋势的敏锐洞察与合约制造商合作开发产品；同时也与独立设计伙伴(如 Shein Xcelerator 计划孵化的设计师)携手共创独特设计。
- 得益于产品种类的丰富性和高频更新，Shein 持续吸引并留住客户。截至 2026Q1 末，平台服装款式总量已超 200 万种；而通过自营模式，客户在截至 2026Q1 的三个月内，平均每天可发现约 4700 个全新服装款式。

**（二）以自有供应链和平台、履约赋能三方品牌**

**从 OBM 试水到推出 Shein Marketplace。**

- Shein 的平台化探索始于 2020 年，最初以 OBM 模式(品牌商家自主开发生产，交货后由 Shein 负责运营和销售)；2021 年，Shein 开始尝试将品类从服装拓展至内衣、鞋类等，但此时仍以定向邀请为主。
- 2022H2，Shein 将巴西、墨西哥作为试点，首次允许本地商家入驻；2023 年 5 月，Shein 在全球范围推出平台模式 Shein Marketplace，宣布开放第三方商家入驻，并次月开启全品类招商，将在售商品从时尚拓展至美妆、家居、宠物等品类。2024 年 5 月上线半托管模式，进一步降低卖家入驻门槛。

**自营模式与商城模式在所有权、收入等方面存在区别。**在自营模式下，Shein 向供应商采购商品并委托物流服务商完成配送；在商城模式下，第三方商家自行供货，Shein 为其提供交易平台及仓储物流支持，并据此收取佣金与服务费。商城佣金主要用于覆盖流量获取、支付处理及平台运营等成本，佣金率通常为交易金额的 10- 20%，具体因市场、品类及服务范围而异。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考



表 13：自营模式与商城模式在所有权、收入等方面存在区别

| | 自营模式 | 商城模式 |
|---|---|---|
| 商品所有权 | Shein 自有品牌(Shein、MOTF、Glowmode、SHEGLAM 等) | 第三方商家/品牌自行生产或采购，Shein 不持有商品所有权 |
| 收入 | 商品全额售价 | 商城佣金(占商品价值 10-20%)+履约服务费(按仓储、配送等实际服务内容计费) |
| 收入占比(2023-2026Q1) | 97.3% → 85.7% | 2.7% → 14.3% |
| 销售成本 | 占净收入约 30-40% | 几乎不产生对应销售成本 |
| 库存风险 | Shein 自行承担 | 三方商家承担 |

数据来源：Shein 招股书，东方证券研究

表 14：Shein 商城模式可细分为全托管、半托管及 POP

| | 全托管 | 半托管 | POP（商家自运营） |
|---|---|---|---|
| 商业本质 | 供货商模式——卖家为平台供货，平台代运营 | 本地履约模式——卖家运营，平台提供物流基础设施 | 开放平台模式——卖家为独立商户，自主经营 |
| 定价权归属 | 平台核价，卖家无定价权 | 卖家自主定价，平台不核价 | 卖家自主定价，平台不核价 |
| 运营主体 | 平台全权负责 | 卖家自主运营 | 卖家全权自主运营 |
| 备货节点 | 国内前置仓（Shein 指定仓库） | 海外本地仓（卖家自备） | 可选择国内仓（FBS）或海外仓 |
| 履约责任 | 平台承担国际物流+尾程配送 | 卖家承担本地配送履约 | 卖家自主选择履约方式 |
| 库存风险 | 平台买断式采购，风险由平台承担 | 卖家自担库存风险 | 卖家自担库存风险 |
| 费用结构 | 平台服务费（部分免月租） | 免佣金+免月租（红利期） | 佣金制（如墨西哥站约 16%），无月租 |
| 适配卖家画像 | OEM/ODM 工厂型卖家，无海外运营能力 | 有海外仓履约能力的成熟卖家 | 有品牌运营能力的品牌商/大卖 |

数据来源：Shein 开放平台，东方证券研究

**商城模式已拥有多个优秀案例。**商城模式验证了第三方商家可借助 Shein 供应链和平台成功这条路径后，Shein 把这项能力进一步产品化，推出 Shein Xcelerator 计划，专门赋能独立设计师和品牌，是一项更轻资产、更高利润率的业务。据招股书，其中一个参与品牌在第二年的销售额增长约 15 倍，营业利润率提高超 30pct，存货周转天数减少约 2/3。

## 全域营销：线上、线下多点推进全域营销

**亮点一：Shein 构建起一套头部明星+中腰部网红+KOL/KOC 联盟营销策略，早在 2011 年即推出网红营销策略并将 ROI 做到 3:1。**

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考



- 头部明星：推出独家联名系列。例如，与歌手 Normani 的合作已发展为第二个系列(2026 年春夏季)；与菲律宾 Z 世代偶像 Belle Mariano 的第二季联名系列包含超 150 件单品；与《泽西海岸》明星 JWoww 合作推出假日系列。
- 中腰部网红：Shein 与大量时尚、美妆领域的中腰部 KOL 合作，通过免费寄样、提供佣金或独家折扣码等方式进行带货，以穿搭内容挂链的形式实现引流与转化。
- 联盟营销：该计划已在美国、欧洲等市场成功运行，并于 2025 年 3 月正式进入澳大利亚，向当地内容创作者和卖家开放；澳大利亚新注册的联盟成员可获得 3 美元奖励，90 天内成功推荐订单再奖 5 美元。推广者能通过专属链接赚取佣金，并提前接触新品和独家折扣码

**图 47：Shein 推出哈利波特联名系列**




数据来源：网易

**图 48：Shein 与奢侈品 Monse 联名**




数据来源：21 世纪经济报

**表 15：Shein 联盟营销策略的佣金比例高于可比公司**

| | Shein | TEMU | ASOS | AMAZON(时尚) |
|---|---|---|---|---|
| 平均账单 | 70-80 美元 | 低 | 100 美元+ | 低至中等 |
| 佣金比例 | 10-20% | 5-20% | 5-7% | 4% |
| 支付频率 | 每月 | 每月 | 每月 | 每月 |
| 市场宣传材料 | 横幅、短信链接、优惠券、产品信息流、独家优惠 | 链接、横幅、优惠券、折扣码 | 横幅、文本链接、产品订阅、独家优惠 | SiteStripe 工具、横幅、原生购物广告 |

数据来源：uppromote，东方证券研究

**表 16：我们测算若月度流量 1000 人、转化率 2%、AOV 75 美元、佣金率 15%，则单月佣金 225 美元**

| 月度流量(人) | 100 | 200 | 500 | 1000 | 2000 | 5000 | 10000 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 转化率 | 0.5% | 1.0% | 1.5% | 2.0% | 2.5% | 3.0% | 4.0% |
| AOV(平均订单金额，美元) | 75 | 75 | 75 | 75 | 75 | 75 | 75 |
| 佣金率 | 15% | 15% | 15% | 15% | 15% | 15% | 15% |
| 单月佣金(美元) | 5.6 | 22.5 | 84.4 | 225.0 | 562.5 | 1687.5 | 4500.0 |

数据来源：东方证券研究

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考



**亮点二：用户裂变体系。**Shein 设计了推荐有奖机制，老用户推荐新用户注册，双方均可获得优惠券。用户本身成为分销触点，以低成本实现规模化拉新。

**表 17：Shein 在 INS、FB、X 三大平台合计粉丝量位居前列**

| 公司 | Instagram | 脸书 Facebook | X（前推特 Twitter) | 合计 |
|---|---|---|---|---|
| Zara | 6161 万 | 3130 万 | 120 万 | 9411 万 |
| H&M | 3799 万 | 4177 万 | 640 万 | 8616 万 |
| Shein | 4109 万 | 3744 万 | 77.89 万 | 7930.89 万 |
| Amazon | 655.8 万 | 2967 万 | 580 万 | 4202.8 万 |
| Temu | 1278 万 | 1108 万 | 17.73 万 | 2403.73 万 |
| Cider | 600.5 万 | 243 万 | 59（停止运行） | 843.5 万 |
| 优衣库 Uniqlo | 284.5 万 | 119 万 | 9.86 万（美国口径） | 413.36 万 |

数据来源：各公司官网，东方证券研究
备注：仅统计主账号。

**亮点三：Shein 通过营销活动、时装秀、快闪店和产品展厅等开展线下营销和促销活动，我们认为线下的体验感可弥补线上品牌的实体缺失，最终反哺线上流量和销售。**

- Shein 早在 2018 年便于纽约开设了首家快闪店，目前已将其发展为覆盖全球的成熟体系，截至 2026 年 4 月，已开设第 13 家快闪店，覆盖第 9 个城市。
- Shein 于 2025 年 11 月在法国开设首批长期运营的线下门店(首次大规模进军实体零售业)，首批实体店共 6 家，分别开设在法国巴黎、第戎等各个地区的老佛爷百货公司。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考



# 投资建议：看好跨境电商景气周期

从 2013 年中国跨境卖家征战亚马逊，到如今 Shein、Temu 等中国电商平台扬帆出海，十年弹指一挥间，跨境电商的竞争格局正经历新一轮重塑。平台博弈的表象之下，是商业模式的深层较量。我们认为，品牌资产雄厚且能敏锐捕捉新区域、新平台、新品类增长红利的跨境电商企业方能在变局中占得先机。

海外需求延续强韧，考虑到政策加码合规推动行业供给侧改善、关税成本降低、退税事项稳步推进，叠加近期海外多个重要节日/活动形成驱动，我们看好跨境电商 Q2 营收、净利表现；且近期多家跨境电商启动 IPO，看好板块景气度延续上行。

相关标的：

- 跨境电商 B2C 方向：安克创新(300866，未评级)、致欧科技(301376，未评级)、绿联科技(301606，买入)、赛维时代(301381，未评级)、吉宏股份(002803，未评级)、华凯易佰(300592，未评级)。
- 跨境电商 B2B 方向：小商品城(600415，未评级)、焦点科技(002315，买入)。
- 其他方向：乐舒适(02698，买入)、康耐特光学(02276，买入)、苏美达(600710，未评级)、名创优品(9896.HK、未评级)。

**表 18：跨境电商/出海链公司盈利预测表**

| 证券代码 | 证券简称 | 收盘价 | 归母净利（亿元） | | | PE | | | 市值 | 评级 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | （元） | 2025A | 2026E | 2027E | 2025A | 2026E | 2027E | （亿元） | |
| 600710.SH | 苏美达 | 11.08 | 13.56 | 14.75 | 16.22 | 10.68 | 9.82 | 8.93 | 145 | - |
| 300592.SZ | 华凯易佰 | 13.00 | 1.47 | 3.59 | 4.51 | 34.60 | 14.17 | 11.28 | 51 | - |
| 002803.SZ | 吉宏股份 | 18.22 | 2.77 | 3.68 | 4.6 | 27.96 | 21.05 | 16.84 | 77 | - |
| 600415.SH | 小商品城 | 12.65 | 42.04 | 54.99 | 65.28 | 16.50 | 12.61 | 10.63 | 694 | - |
| 301381.SZ | 赛维时代 | 23.27 | 2.83 | 4.7 | 6.09 | 33.42 | 20.13 | 15.53 | 95 | - |
| 301376.SZ | 致欧科技 | 19.50 | 3.36 | 4.7 | 5.84 | 23.36 | 16.70 | 13.44 | 78 | - |
| 9896.HK | 名创优品 | 22.10 | 12.05 | 29.1 | 31.38 | 22.72 | 9.41 | 8.72 | 274 | - |
| 2276.HK | 康耐特光学 | 25.53 | 5.58 | 7.31 | 9.53 | 22.79 | 17.40 | 13.35 | 127 | 买入 |
| 2698.HK | 乐舒适 | 29.84 | 8.2 | 9.52 | 11.33 | 22.59 | 19.46 | 16.35 | 185 | 买入 |
| 300866.SZ | 安克创新 | 119.96 | 25.45 | 31.92 | 39.26 | 27.11 | 21.61 | 17.57 | 690 | - |
| 002315.SZ | 焦点科技 | 25.31 | 5.04 | 5.66 | 7.2 | 20.71 | 18.44 | 14.50 | 104 | 买入 |
| 301606.SZ | 绿联科技 | 52.44 | 7.05 | 10.01 | 13.19 | 30.86 | 21.74 | 16.50 | 218 | 买入 |
| 301327.SZ | 华宝新能 | 45.02 | 0.17 | 5.66 | 7.2 | 461.80 | 13.87 | 10.90 | 79 | - |
| 301558.SZ | 三态股份 | 6.40 | 0.49 | - | - | 103.03 | - | - | 50 | - |

数据来源：wind，东方证券研究

备注：港股公司归母净利、市值、收盘价单位均调整为为人民币；未评级公司的盈利预测来自 wind 一致预期；股价及市值取 7 月 29 日收盘价

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考



# 风险提示

**关税风险。** 关税政策变动是当前跨境电商行业面临的最严峻外部挑战，若中美、中欧出现贸易争端，将推高跨境电商企业的合规成本与终端售价，削弱性价比、质价比优势。

**汇率风险。** 跨境电商企业主营业务收入以美元、欧元等外币结算，而采购、生产等核心成本以人民币计价，若跨境电商企业缺乏有效的外汇对冲工具，人民币升值意味着以外币计价的收入在折算为人民币时缩水，对跨境电商企业将有影响。

**海运及物流风险。**地缘政治冲突可能导致全球航运关键枢纽陷入封锁，船公司被迫绕行使运输时效延长、海运成本大幅上涨。空运运力同步受冲击时，依赖小包直邮模式的跨境电商企业将面临海空运价同步飙升的困境，配送时效延长将直接导致订单取消率与退款率上升。

**行业竞争风险。** 全球跨境电商市场竞争格局持续变化，新兴平台凭借低价策略与创新模式快速崛起，各平台在价格、物流、流量、品牌等维度全面展开竞争。行业获客成本和履约成本持续攀升，中小平台的生存空间受到挤压。随着关税与物流成本上涨，依靠“极致低价”吸引用户的竞争模式面临根本性挑战，行业洗牌正在加速。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考



## 分析师申明

**每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：**

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

**公司投资评级的量化标准**

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

**行业投资评级的量化标准：**

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

东方证券 ORIENT SECURITIES

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。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。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。
东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。