

● 证 券 研 究 报 告 ●

全球领先的线上时尚平台，乘行业东风快速成长

——从SHEIN看跨境电商发展

证券分析师：王立平 A0230511040052

刘佩 A0230523070002

联系人：刘佩 A0230523070002

2026.08.12

投资要点

- **SHEIN为全球领先的线上时尚和生活方式公司，凭借其自创的小单快返供应链体系，为约160个市场、2.73亿活跃顾客提供服务。**2025年收入418.5亿美元，同比增长8%，净利润20.6亿美元，同比下降39%，主要因公司估值变动，使可转换可赎回优先股的公允价值由2024年的24亿美元减少至3亿美元，若剔除此部分影响，即假设2025 年公允价值变动收益与 2024 年持平（24 亿美元），利润增长约24%。2025年公司活跃用户达到2.73亿，总订单量达到10.8亿笔。
- **全球时尚行业规模庞大且线上渗透率持续提升，行业竞争格局分散。**2025年全球时尚市场规模1.7万亿美元，同比增长0.6%。21-25年4年间CAGR为2.7%，预计2030年全球时尚市场规模达到约2万亿美元，线上渗透率提升至39%。行业格局较为分散，2025年全球时尚行业前5大公司份额占比仅为10.4%。
- **SHEIN凭借LATR模式和全球化履约网络，实现全球业务快速扩张。**公司自创LATR基础设施，可推出约100-200件小批量首发订单，快速测试产品、实时评估反馈，并在5天内快速补货。最大程度减少前期投入，避免库存积压，并将节省的成本返利给客户，2025 年其库存周转天数仅 36 天。设计端以数字化技术高效打造时尚爆款，高频上新刺激购买需求，凭借时尚度、性价比及高频上新实现全球化快速扩张。
- **利润率处于行业中上游，周转效率领先。**2023-2025年公司收入CAGR达14%，25年收入418.5亿美元，规模处于第一梯队，毛利率由2023年的60.2%提升至2025年的67.9%，在成本优化及供应链效率改善、服务收入占比拉动下持续提升。费用率随着市场扩张、关税政策变化等影响有所增长，2025年公司经营利润率仅为4.1%，仍有提升空间。25年存货周转天数36天，相比同行多在80-120天的周转天数明显更快。
- **风险提示：**国际贸易与地缘政策风险；行业竞争与增长风险；供应链与产品经营风险；合规监管风险；财务波动风险；股权架构与投资者权益风险；市场需求与经营波动风险；平台化转型与业务拓展风险等。

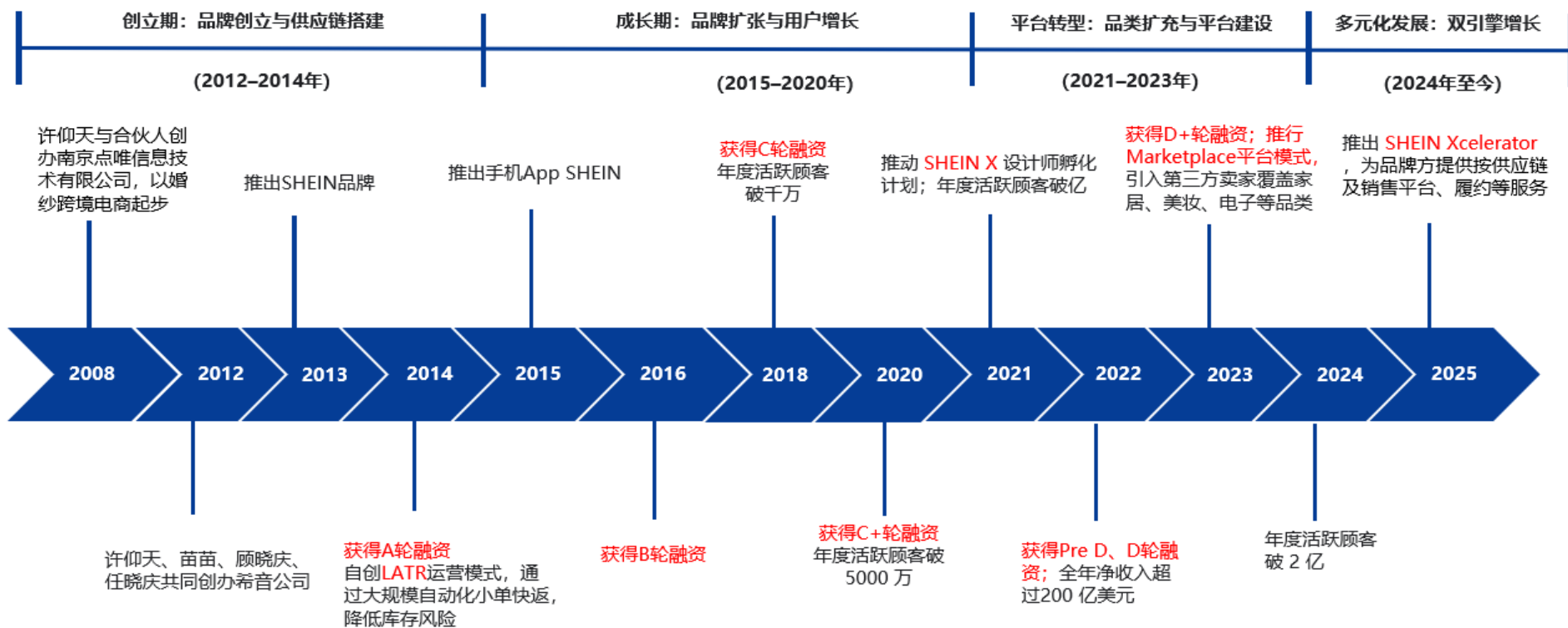
主要内容

1. 优质的跨境时尚企业，业务规模持续增长
2. 时尚行业快速发展，线上渗透率持续提升
3. 自创大规模小单快返，高频上新激发需求
4. 财务上周转效率较高，利润率有提升空间
5. 风险提示

1.1 全球领先的线上时尚平台，覆盖约160个市场

- **SHEIN为全球领先的线上时尚和生活方式公司，凭借其自创的小单快返供应链体系，为约160个市场、2.73亿活跃顾客提供服务。** 自营+平台双引擎拉动，业务快速扩展，2025年公司收入418.5亿美元，同比增长8%，净利润20.6亿美元，同比下降39%，主要因公司估值变动，使可转换可赎回优先股的公允价值由2024年的24亿美元减少至2025年的3亿美元，叠加美国取消对中国进口商品的小额关税豁免的影响。若剔除优先股影响，即假设2025 年公允价值变动收益与 2024 年持平（24 亿美元），利润增长约24%。

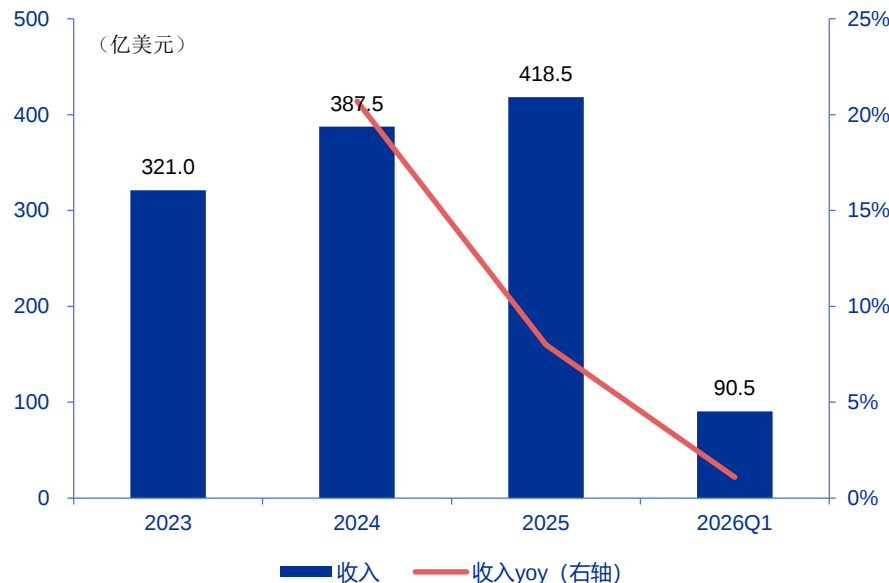
图1：公司发展历程



1.2 23-25年收入复合增长14%，利润受公允价值扰动影响

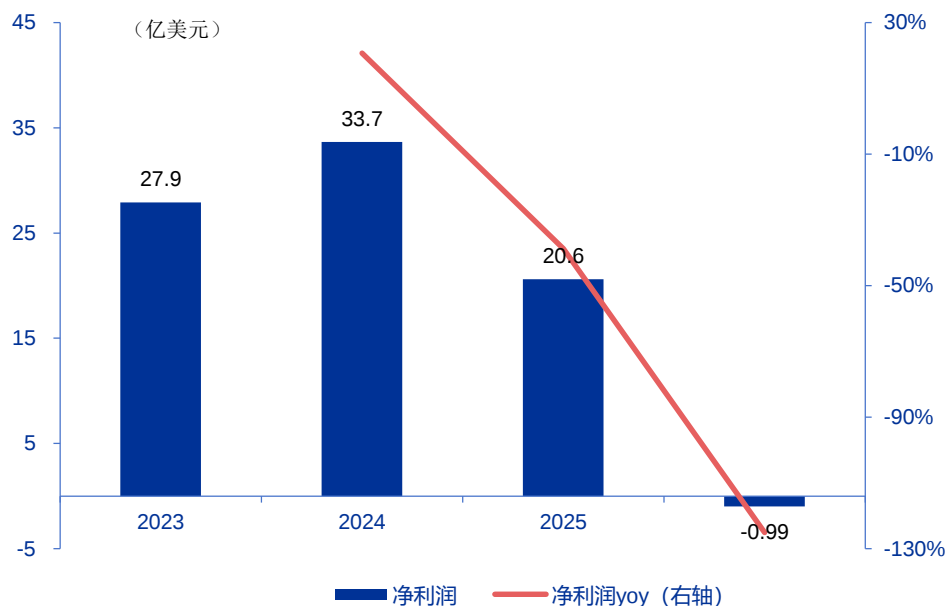
- **2023-2025年公司收入/利润复合增速分别为14%/-14%。**2023-2025年收入由321亿美元增至418.5亿美元，CAGR达14%。2025年收入同比增长8%，净利润同比下降39%至20.6亿美元，主要因公司估值变动，导致可转换可赎回优先股的公允价值变动收益由2024年的24亿美元减少至3亿美元，若加回该影响，净利润增长约24%。26Q1收入同比增长1%至90.5亿美元，净利润亏损1亿美元，主要为可转换可赎回优先股产生公允价值亏损3.3亿美元，若加回则净利润约为2亿美元，同比仍为下降，但降幅收窄。

图2：26Q1收入为90.5亿美元，同比增长1%



资料来源：公司招股书，申万宏源研究

图3：26Q1利润亏损0.99亿美元，同比下降125%



资料来源：公司招股书，申万宏源研究

1.3 服装收入为基本盘，欧美地区为主要市场

- **分业务看，产品销售为核心收入来源，服务收入快速增长，2025年占比提升至11%。**25年产品收入为371.1亿美元，同比增长5%，占比下降至89%；2022年下半年公司推出商城业务，允许第三方品牌及卖家在SHEIN商城销售，公司可提供营销、履约等服务并收取服务费，该服务收入2025年47.4亿美元，同比增长40%，占比从23年的3%上升至11%。
- **分产品看，服装为收入基本盘，新品类增速更快。**2025年服装收入为267.1亿美元，同比增长7%，占比为64%。除服装外，希音还在提供包括鞋类、配饰、美妆、家居和生活方式等产品。25年收入增长11%至151.4亿美元，占比提升至36%。
- **分区域看，欧洲及其他地区保持增长，美国市场下降。**2025年美国市场收入101亿美元，同比下降3%，收入占比24%，主要因2025年5月起美国取消小额货物关税豁免，对此，公司已提升美国产品价格转接成本，美国销售走势已逐步回归常态；欧洲市场25年收入148亿美元，同比增长9%，收入占比35%，其他地区收入169.4亿美元，同比增长15%，占比41%。

图4：服务收入占比逐年提升

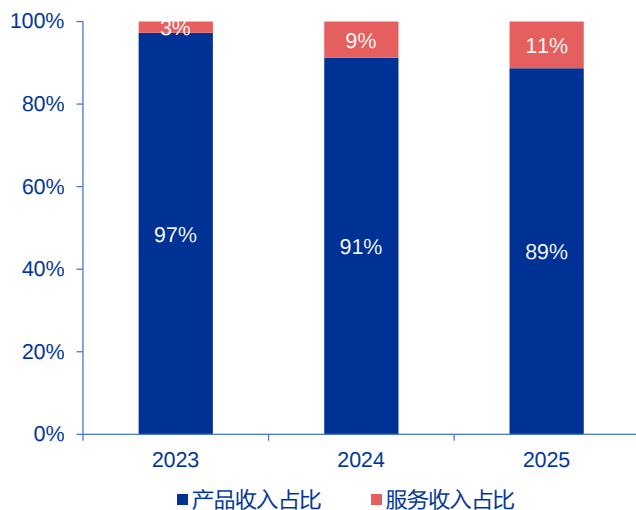


图5：收入结构由单一服饰向多品类扩展

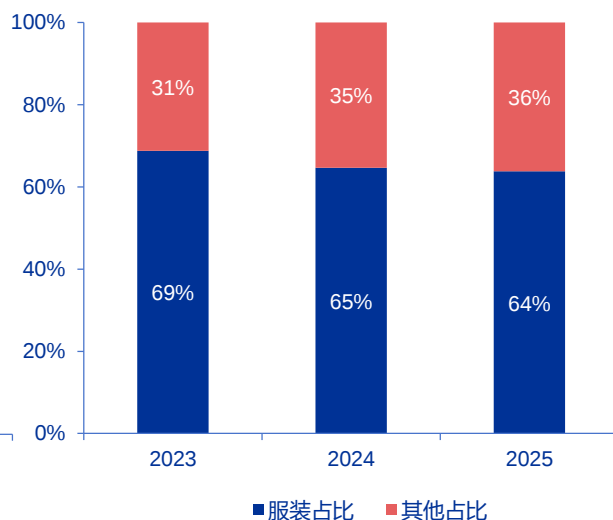
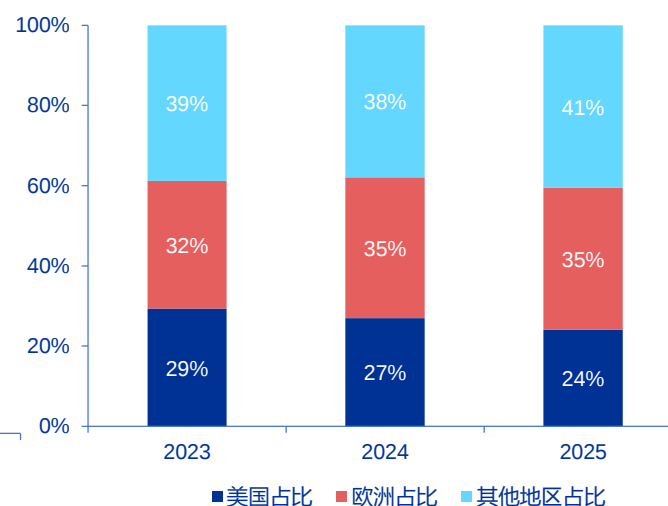


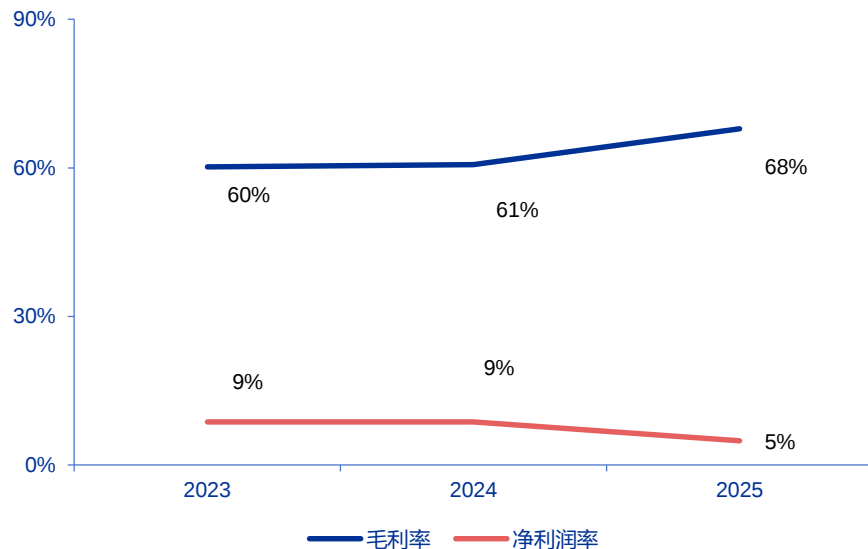
图6：美国市场占比下降



1.4 毛利率持续提升，履约与营销投入逐年增加

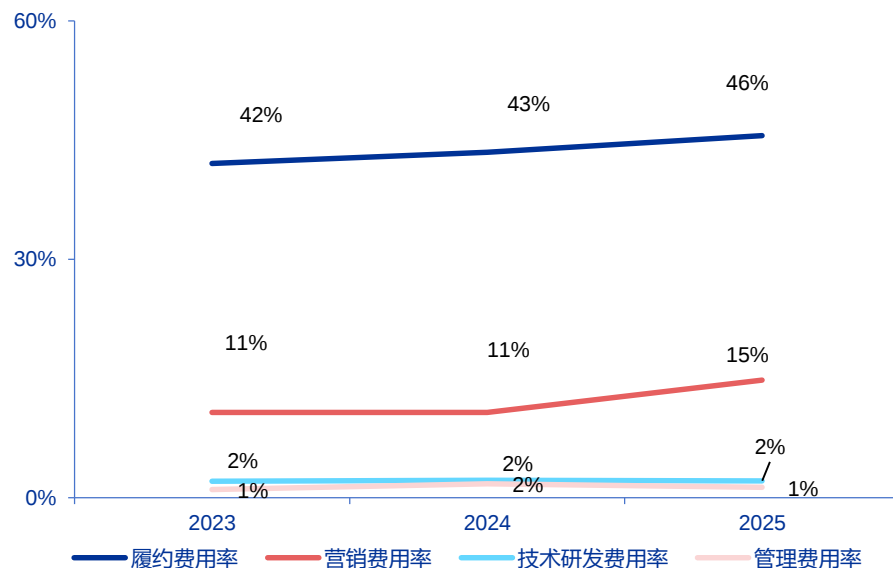
- **公司毛利率持续改善。**公司毛利率较高，从 23年的60%提升至25年的 68%，主要因毛利率更高的商城服务收入占比增加、定价策略调整、成本优化、地理组合变动等影响。
- **费用主要为履约费用，25年履约费用率为46%。**主要受2025年5月美国取消小额关税豁免影响，以及商城模式占比增加导致收入结构变化。2026年7月1日起欧盟开始取消150欧元以下商品关税豁免，预计会短期提升履约费用。营销费用率从23年的11%上升至25年的15%，主要因广告费用增加。管理费用率、技术研发费用率25年分别为1%、2%，最终25年净利率为5%（23及24年为9%）。

图7：公司毛利率持续提升，净利率下降为5%



资料来源：公司招股书，申万宏源研究

图8：公司费用率逐年提升



资料来源：公司招股书，申万宏源研究

1.5 管理层行业经验丰富，股权结构较为集中

- **高管团队从业务一线做起，行业经验丰富。**创立SHEIN之前，创始团队许仰天、苗苗、顾晓庆、任晓庆曾一同在一家外贸营销公司工作，主要职责是为外贸企业提供SEM（搜索引擎优化）服务，积累了丰富的电商运营经验。创始人许仰天辞职后在2008年创立南京点唯信息技术公司，以婚纱销售切入跨境电商市场，2012年创立第二家跨境电商公司转型快时尚，并发展成为SHEIN，高管均从一线做起，行业经验丰富。

表1：SHEIN高管团队

姓名	职务	年龄	简介
许仰天 先生	创始人、董事会主席、执行董事兼首席执行官	42岁	2007年获青岛理工大学国际贸易学士学位。 创立公司前在一家给出口企业提供SEM搜索引擎优化的公司工作，辞职后在2008年以婚纱销售切入跨境电商市场，2012年创立第二家跨境电商公司转型快时尚，并发展成为SHEIN。
苗苗 女士	联合创始人、执行董事兼首席运营官	41岁	2007年获南京邮电大学管理学学士学位； 创立本公司前，与创始人同在一家给出口企业提供SEM服务的公司工作。作为核心管理层，其在塑造公司战略、全球化扩张、本地化运营、社交媒体营销等方面发挥重要作用，推动业务布局扩展至160个国家和地区。
顾晓庆 女士	联合创始人、执行董事兼首席产品官	44岁	2005年获南京工业大学文学学士学位； 主导公司的产品创新及市场适配、产品扩展等工作。创立本公司前，与创始人同在一家给出口企业提供SEM服务的公司工作。
任晓庆 先生	联合创始人、执行董事	40岁	2007年获南京工业大学管理学学士学位； 加入SHEIN后，在搭建端到端智能供应链、优化跨境物流体系上发挥重要作用；创立本公司前，与创始人同在一家给出口企业提供SEM服务的公司工作
桂镞 先生	首席财务官	56岁	1990年获得武汉大学遗传学学位，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。2021年起担任本公司首席财务官。2020年-2021年担任VIPKid首席财务官，2005年-2020年担任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。
许浩 先生	首席技术官	38岁	自公司成立起担任首席技术官，主导供应链系统it架构；2010年获南京农业大学计算机科学与技术学士学位
郭恩廷 女士	公司秘书	-	于企业管治、公司秘书及合规领域拥有超年经验，现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。持有香港树仁大学工商管理学士学位。

1.5 管理层行业经验丰富，股权结构较为集中

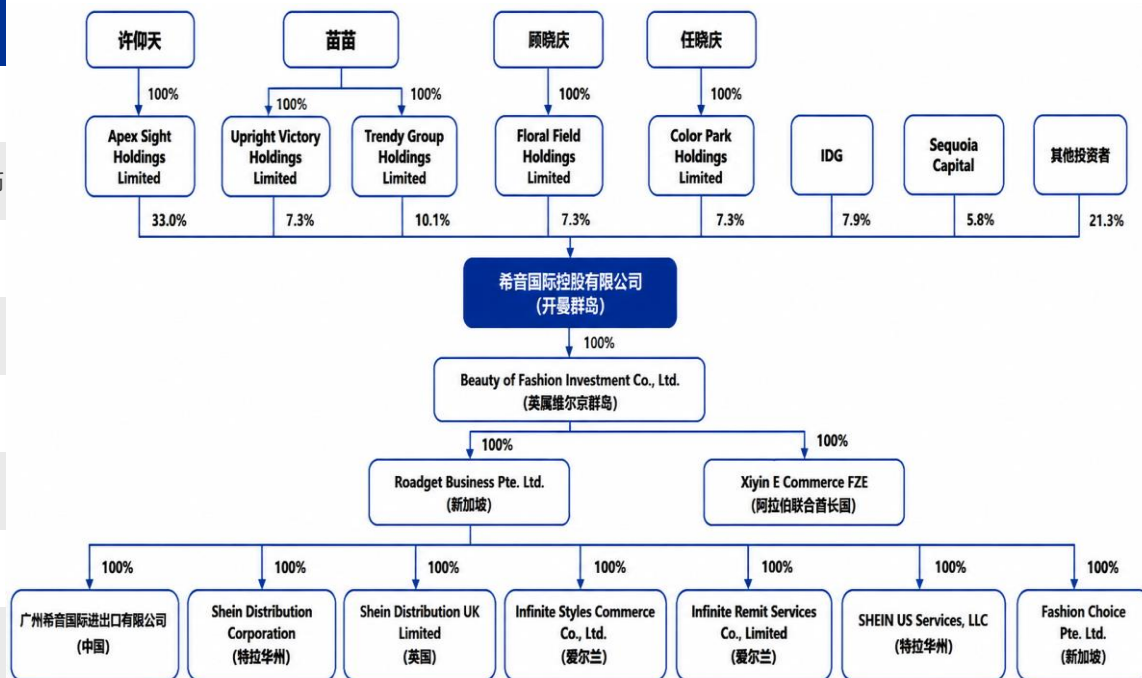
- **股权结构较为集中，核心创始团队掌握公司主导权。**根据IPO前股权结构，创始人、董事会主席兼首席执行官许仰天通过Apex Sight Holdings Limited持股33%，为公司第一大股东。联合创始人苗苗、顾晓庆、任晓庆分别持股17.4%、7.3%和7.3%。创始团队合计持有65%的股份，股权结构的集中不仅保证了公司治理的稳定性，也有利于长期战略的坚决推进。外部机构投资者方面，IDG资本持股8%，红杉资本（Sequoia Capital）持股6%，其他IPO前投资者合计持股21%，明星资本的入局为公司发展提供了有力的资源背书。

表2：SHEIN融资历程

时间	轮次	融资金额	投前估值	每股成本
2014 年	A 轮	500 万美元	5300万美元	0.01美元
2016 年	B 轮	1.69 亿人民币	11 亿人民币	0.36元人民币
2018 年	C 轮	2.43亿美元	24 亿美元	0.67美元
2020 年	C+轮	2440万美元	50 亿美元	1.28美元
2022 年	Pre-D 轮	-	605亿美元	14.50美元
2022年	D 轮	18亿美元	982亿美元	23.72美元
2023年	D+ 轮	17亿美元	640 亿美元	15.02美元
2023年及2024年	B类股份	—	640 亿美元	15.02美元

资料来源：公司招股书，申万宏源研究

图9：SHEIN股权结构（IPO前）



资料来源：公司招股书，申万宏源研究

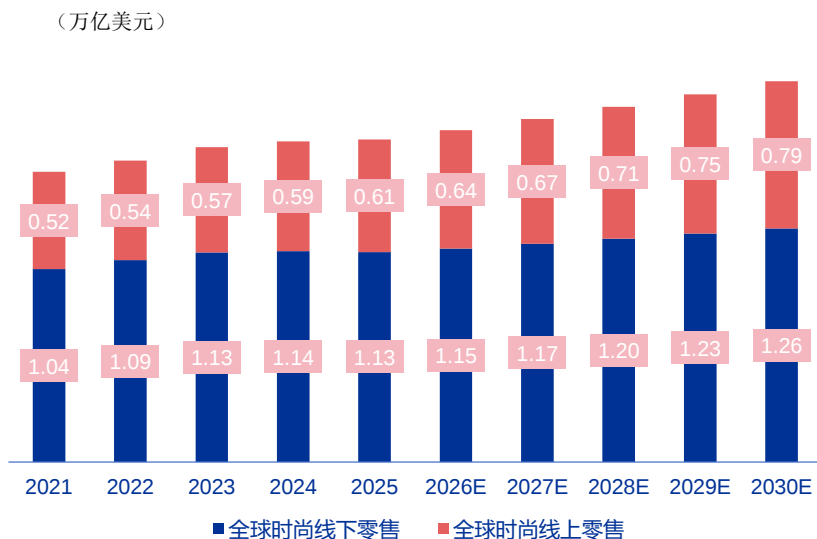
主要内容

1. 全球在线时尚龙头，规模稳步成长
2. 全球时尚行业快速发展，线上渗透率提升
3. 自创大规模小单快返，高频上新激发需求
4. 财务上周转效率较高，利润率有提升空间
5. 风险提示

2.1 全球时尚行业规模庞大，线上渗透率不断上升

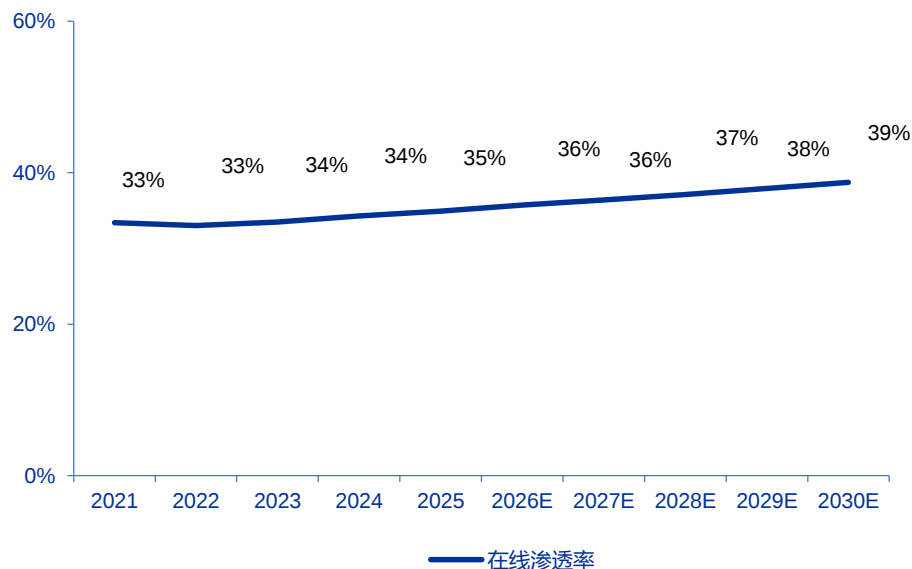
- **2025年全球时尚市场规模1.7万亿美元，同比增长0.6%。**21-25年4年间CAGR为2.7%，预计2030年市场规模增至约2.0万亿美元，对应26-30年CAGR为3.5%。随着全球互联网和移动设备普及率的提升，线上化趋势明显。在线渗透率从21年的33%提升至25年的35%，为跨境电商企业提供了丰富机会，并预计2030年进一步提升至39%。
- **销售渠道以线下为主，线上增长更快。**行业约65%的销售来自线下，销售额从2021年的1.0万亿美元增至2025年的1.1万亿美元，对应21-25年CAGR为2.1%。预计2030年规模增至约1.3万亿美元，对应26-30年CAGR为2.3%。线上市场近两年发展迅速，规模从2021年的0.52万亿美元增至2025年的0.61万亿美元，对应21-25年CAGR达3.8%，预计2030年达到0.79万亿美元，对应26-30年CAGR达到5.6%。

图10：26-30年全球时尚行业规模CAGR为3.5%



资料来源：公司招股书，申万宏源研究

图11：在线渗透率逐年上升



资料来源：公司招股书，申万宏源研究

2.2 服装为最大品类，市场规模1.4万亿美元

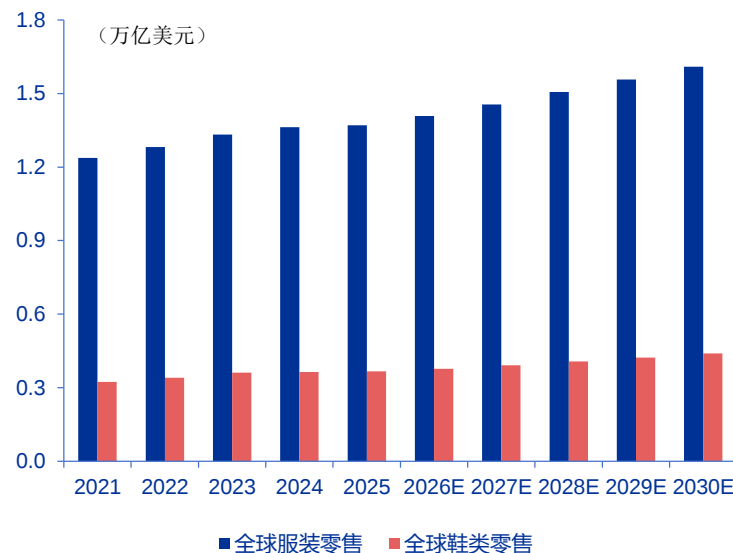
- **按产品类型分，服装占据绝对主导地位。**服装（包括服装配饰）零售为最大类别，2025年全球服装零售市场规模1.4万亿美元，同比增长1%，21-25年CAGR达2.6%。其次为鞋类，2025年鞋类零售市场规模0.4万亿美元，同比增长1%，21-25年CAGR达3.2%。

表3：服装为全球时尚零售行业最大产品类别

单位：万亿美元	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
全球服装零售规模	1.2	1.3	1.3	1.4	1.4	1.4	1.5	1.5	1.6	1.6
YOY		3%	4%	2%	1%	3%	3%	3%	3%	3%
占比	79%	79%	79%	79%	79%	79%	79%	79%	79%	79%
全球鞋类零售规模	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
YOY		5%	6%	0%	1%	3%	4%	4%	4%	4%
占比	21%	21%	21%	21%	21%	21%	21%	21%	21%	21%

资料来源：公司招股书，申万宏源研究

图12：全球服装及鞋类零售规模



资料来源：公司招股书，申万宏源研究

2.3 市场格局分散，头部企业全球份额仅为低个位数

- **行业集中度较低，尚未形成绝对主导企业。**由于时尚行业的「三难困境」-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，时尚企业的行业常态是聚焦于特定细分客群需求，这导致市场的集中度相对不高。2025年全球时尚行业前5大公司份额占比仅为10.4%，前20大企业的合计市场份额约为20.5%，最大品牌NIKE市占率仅为3%，其次为Inditex，份额为2.5%，SHEIN市占率为1.9%，位居行业第三，其后为第四的Adidas（市占率1.7%）、第五优衣库（市占率1.3%）。

表4：25年全球时尚行业主要参与者及其各自市场份额

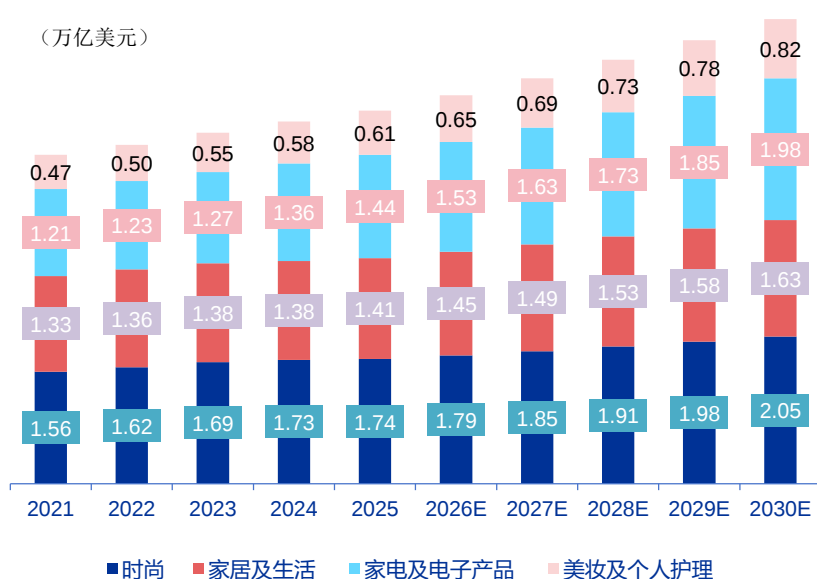
序号	品牌	品牌起源地	2025年市场份额	备注
1	Nike	美国	3.0%	来自美国的全球性公司，提供运动鞋履、服装、设备和配饰。
2	Inditex	西班牙	2.5%	来自西班牙的全球快时尚集团，设计、制造和销售服装、家居生活用品和配饰，专注于潮流设计和全球分销。旗下拥有ZARA、Pull&Bear、Bershka、Stradivarius等品牌。
3	SHEIN	中国	1.9%	
4	Adidas	德国	1.7%	总部位于德国的跨国运动服装和鞋履公司。
5	优衣库	日本	1.3%	总部位于日本的服装零售商，提供休闲服装及服饰。
CR5			10.4%	
CR20			20.5%	

资料来源：公司招股书，申万宏源研究

2.4 其他生活品类市场规模庞大，线上渗透率上升

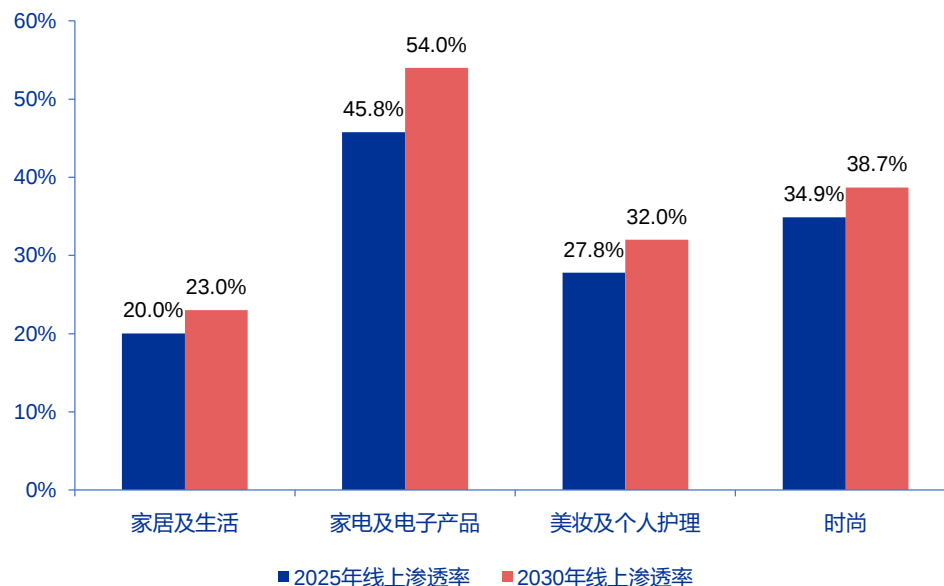
- **2025年全球家居及生活市场规模为1.41万亿美元**，预计于2030年达到1.63万亿美元，26-30年CAGR为2.9%。2025年线上渗透率为20%，预计到2030年线上渗透率达到23%。
- **2025年全球家电及电子产品市场规模为1.44万亿美元**，预计于2030年达到1.98万亿美元，26-30年CAGR为6.6%。线上市场于2025年达到0.66万亿美元，渗透率为46%，预计到2030年渗透率达到54%。
- **2025年全球美妆及个护行业规模为0.61万亿美元**，预计于2030年达到0.82万亿美元，26-30年CAGR为6.1%。线上于2025年达到0.17万亿美元，渗透率为28%，预计到2030年渗透率达到32%。

图13：其他生活品类行业规模庞大



资料来源：公司招股书，申万宏源研究

图14：各生活品类行业线上渗透率逐年上升



资料来源：公司招股书，申万宏源研究

主要内容

1. 全球在线时尚龙头，规模稳步成长
2. 全球时尚行业快速发展，线上渗透率提升
3. 自创大规模小单快返，高频上新激发需求
4. 财务上周转效率较高，利润率有提升空间
5. 风险提示

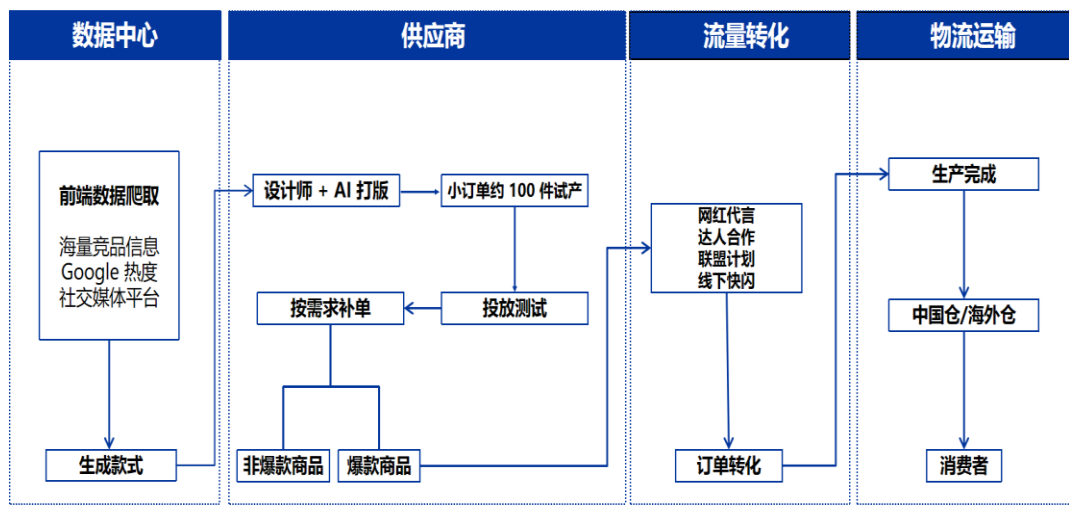
3.1 自创LATR模式，实现低库存、高频上新

- **自创LATR模式大规模、自动化、小单快返，减少低效库存。**自创LATR基础设施，可推出约100-200件小批量首发订单，快速测试产品、实时评估反馈，并对反馈积极的产品在5天内快速补货。最大程度减少前期投入，避免库存积压，并将节省的成本返利给客户，2025 年其库存周转天数仅 36 天，滞销库存占比仅个位数。
- **数字化技术高效打造时尚爆款，高频上新刺激购买需求。**SHEIN依靠自主开发的数据收集工具，在海量大数据中抓取时尚趋势，结合最新流行风向快速完成设计，提高爆款命中率。截至26年3月31日，SHEIN平台服装款式超过200万个，26Q1线上用户平均每天可见约4700个新款，高频上新激发购买意愿。

图15：LATR小单快返运营模式



图16：SHEIN全业务流程图



3.1 自创LATR模式，实现低库存、高频上新

- **数字化系统打通底层业务流程。** SHEIN以自研数字化平台为底层基础设施，打通商品企划、设计研发、采购、供应链管理及履约反馈的全链路数字化体系。通过实时数据反馈驱动选品、生产和补单决策，支撑LATR模式下快速上新、动态补单，缩短产品周期，优化库存管理。
- **合作7500家供应商，奠定小单快返基础。** 截至 2025 年，SHEIN全球合作合约制造商超 7500 家。SHEIN通过自研智能化供应链系统对合作供应商升级改造，能够综合考量工艺水准、报价、产能状况等多项维度，将订单自动分派至适配供应商。**与供应商合作打通技术体系，使其享有更可预见的订单**，使供应商在小规模生产下享有可预见的订量、提高产能利用率。
- **资金周转效率高，应付账款周转天数低于同行。** 26年Q1 SHEIN应付账款天数仅为34天。在总单量较大、资金周转效率高的前提下，工厂愿意让出部分的利润，维持SHEIN的低价优势。

图17：SHEIN对比李宁、安踏应付周转天数（2025年）

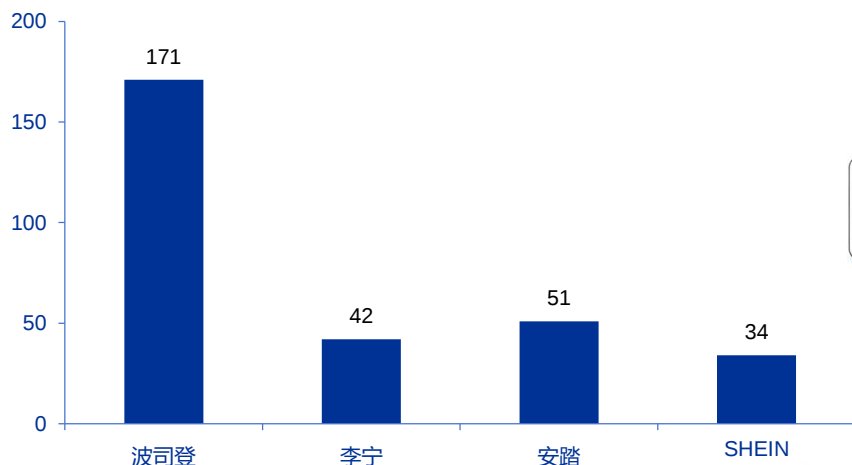


图18：SHEIN全链路自研数字平台赋能全链路



3.2 完善的全球履约网络能力，提升跨境配送效率

- **全球化仓储网络与物流网络，构建敏捷的全球履约体系。**公司在亚洲、北美、欧洲、中东及南美等区域拥有约600万平方米仓储空间，合计72个仓库，并持续推进海外仓布局，以提升本地市场服务能力。
- **物流端，公司让第三方物流服务商提供跨境运输和最后一公里配送。**完善的全球履约体系有效支撑海外业务扩张，截至2025年及2026年3月，超过90%的订单可在发货后10个工作日内完成配送，为消费者提供稳定、高效的购物体验。25年公司员工总数是17751人，其中，履约人员6454人，占比最高，达到36%。员工 82.0% 位于亚洲和大洋洲（包括 79.3% 位于中国内地）、12.7% 位于美洲、5.3% 位于欧洲及中东。

表5: SHEIN海外仓分布

所在地	租赁总建筑面积 (万平方米)	租约到期区间	仓库数量 (个)
中国	409	2026 年 8 月-2034 年 4 月	37
美国	41	2031 年 12 月 - 2034 年 12 月	6
欧洲	102	2026 年 8 月- 2033 年 2 月	18
其他地区	53	2026 年 12 月- 2038 年 2 月	11
合计	604	—	72

资料来源：公司招股书，申万宏源研究

表6: SHEIN员工职能分布

职能分类	员工总人数	占比
销售和营销	1,349	8%
商品	4,321	24%
履约	6,454	36%
研究与开发	4,456	25%
一般和行政	1,171	7%
合计	17,751	100%

资料来源：公司招股书，申万宏源研究

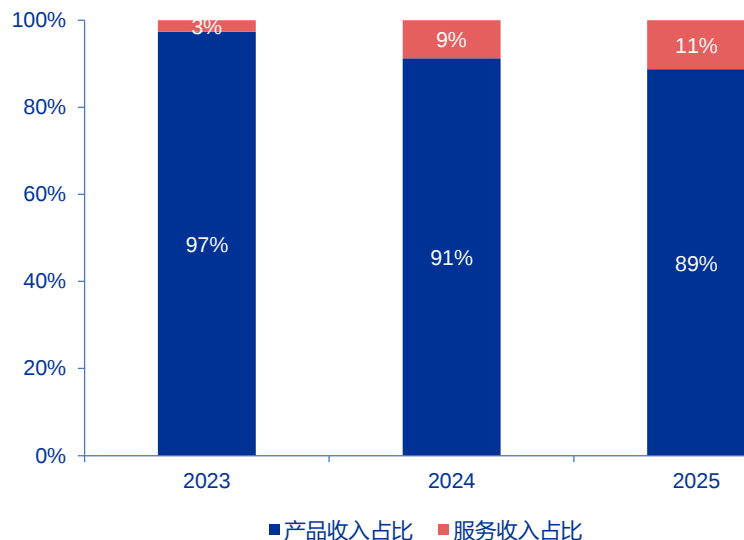
3.3 “自营+平台”双引擎拉动，打开增长天花板

- **自营+平台双引擎拉动未来增长空间。**SHEIN凭借其强大的供应链和敏捷的全球履约网络转型做第三方平台，吸引外部商家入驻，为设计师和品牌提供供应链优化、营销、物流及全球销售支持，并据此收取商家10%至20%的服务费。**品牌赋能的营业利润率约为集团整体营业利润率的两倍。**
- **2025年10月，SHEIN将过往赋能于设计师的SHEIN X计划升级为“SHEIN Xcelerator”计划，**为第三方品牌提供差异化的供应链服务及成熟的全球销售平台，降低设计和库存风险、加快上市速度。Xcelerator计划中的一个品牌在参与后第二年销售额增长约15倍，营业利润率提高超过30pct，存货周转天数减少约三分之二。

表7：SHEIN平台与商家的合作模式

商家模式	半托管模式	全托管模式	自主运营模式
合作要求	有海外仓，本地履约	国内贸易商、国内工厂、传统外贸、跨境卖家等。采用SHEIN自有供应链，运营省心	商家具备跨境经验，自主运营全流程
合作形式	卖家备货在海外，需自行履约配送至消费者。SHEIN协助卖家运营店铺，为商品提供“快速配送”打标	卖家现货推款，发货送到SHEIN国内仓库。SHEIN负责营销、履约、售后、客服等环节	卖家入驻平台开店，自主负责选品、运营、履约配送、售后等环节。SHEIN仅提供平台。
支持区域	欧洲站、英国站、美国站、墨西哥站、日本站、澳大利亚站、阿联酋站、加拿大站、沙特阿拉伯站	销售至海外全球160+市场	美国站

图19：服务收入占比逐年提升



3.4 全球客群基础庞大，社媒获客体系成熟

- **SHEIN拥有庞大的活跃客户规模，成熟的低成本社媒获客体系。**公司依托TikTok、Instagram等社交媒体，通过明星营销、中小KOL种草、联盟营销计划实现低成本获客，并结合本地化KOL运营提升品牌渗透率。大规模布局中小KOL通过开箱视频、试穿测评、穿搭分享等内容形式触达消费群体，提高广告数量，降低获客成本。截至2026年8月，SHEIN官方TikTok粉丝数超过1140万。2025年触达约160个市场的2.73亿活跃用户，总订单数达10.8亿，23-25年客户数量复合增速高达21%，订单数复合增速高达23%。

图20：23年-25年活跃顾客数CAGR为21%

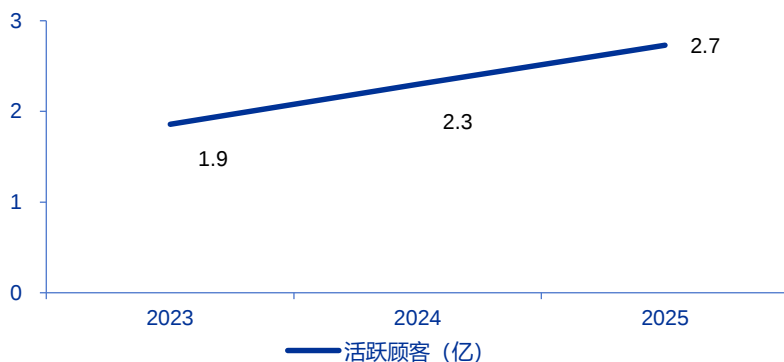


图21：23年-25年总订单数CAGR为23%

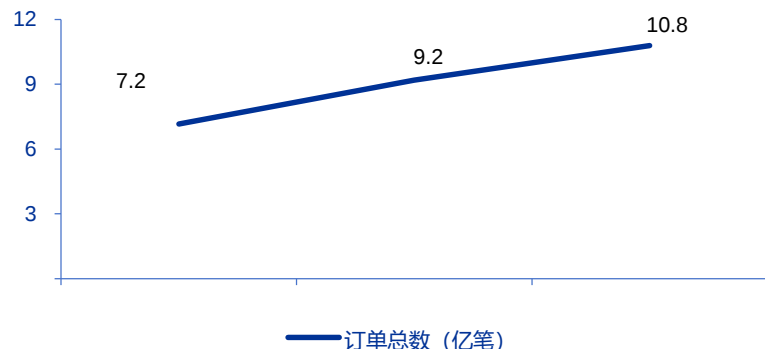
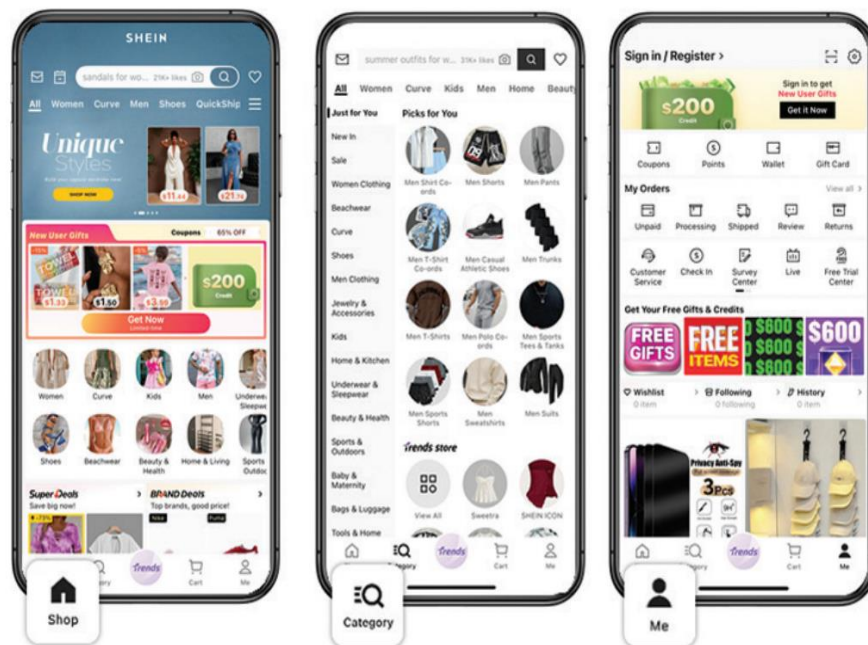


图22：SHEIN成熟的自营平台



主要内容

1. 全球在线时尚龙头，规模稳步成长
2. 全球时尚行业快速发展，线上渗透率提升
3. 自创大规模小单快返，高频上新激发需求
4. 财务上周转效率较高，利润率有提升空间
5. 风险提示

4.1 成长性：收入规模持续扩张，利润增速慢于收入

- **收入规模与全球第一梯队服装集团相当。**2025年公司收入418.5亿美元，与NIKE(464.0亿美元)和Inditex (455.4亿美元) 规模相当，比HM、迅销等更大。23-25年收入CAGR为14%，营业利润CAGR为11%，收入增速领先，但利润增速不及HM、迅销等时尚服饰集团。

表8：25年希音营业收入位于行业中上游

	公司	2023	2024	2025	23-25年CAGR
营业收入（亿美元）	希音	321.0	387.5	418.5	14%
	赛维时代	9.3	14.3	16.8	35%
	NIKE	513.6	463.1	464.0	-5%
	Inditex	389.2	416.1	455.4	8%
	Adidas	237.8	247.9	290.7	11%
	迅销	192.9	214.1	231.9	10%
	HM	222.4	223.1	230.1	2%

表9：希音营业利润复合增速不及HM、迅销等公司

	公司	2023	2024	2025	23-25年CAGR
营业利润（亿美元）	希音	13.8	9.7	17.1	11%
	赛维时代	0.6	0.4	0.5	-1%
	NIKE	59.2	63.1	37.0	-21%
	Inditex	73.9	82.1	92.0	12%
	Adidas	1.3	11.3	22.6	317%
	迅销	26.7	33.0	37.6	19%
	HM	12.9	16.4	19.4	23%

注：NIKE财报为5/31截止，这里25年为FY25财年（2024.6-2025.5），其他年份类推，迅销的财报为8/31截止，这里25为FY25财年（2024.9-2025.8），HM 年报为11.30日截止，这里25为FY25财年（2024.12-2025.11）

4.2 盈利能力：毛利率持续提升，经营利润率仍有改善空间

- **毛利率稳步提升，费用率偏高，营业利润率仍有提升空间。**公司毛利率从23年的60.2%提升至25年的67.9%，主要因毛利率更高的商城服务收入占比增加、定价策略调整、成本优化等。但费用投放也更高，25年销售费用和履约费用率合计60%，叠加管理费用率合计为61.7%，相比同行普遍在33-44%的期间费用率明显更高。25年SHEIN营业利润率仅4.1%，相比Inditex 超20%、迅销15%、HM、耐克、Adidas 8%的利润率，仍有提升空间。

图23：希音毛利率表现较好

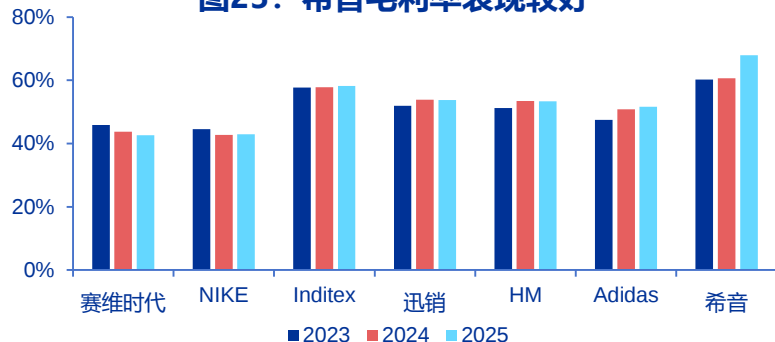


图24：希音营业利润率有待提升

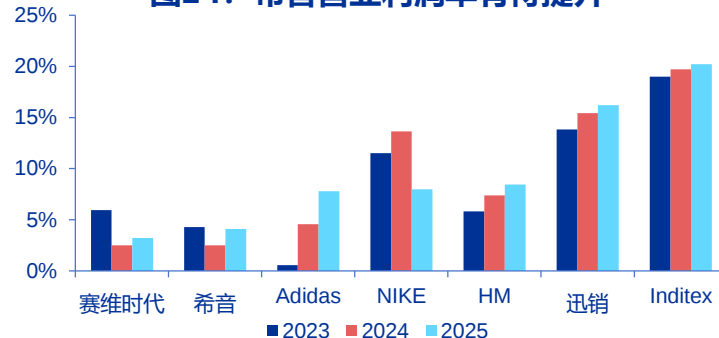
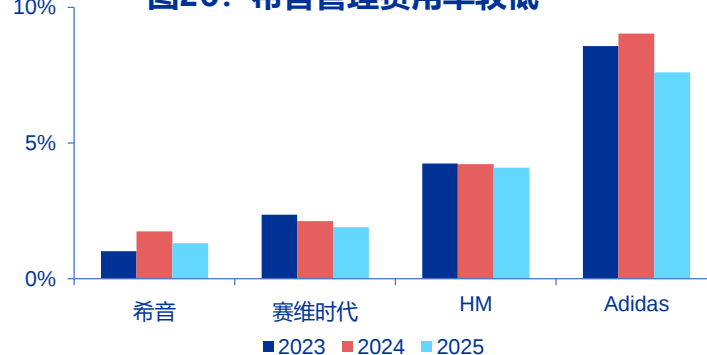


图25：希音销售费用率较高



图26：希音管理费用率较低



注：NIKE、迅销财报的营销费用仅包括广告投放费用，门店租金等计入了管理费用，Inditex销售和管理费用统放在运营费用中，为了统一口径，将NIKE和迅销的销售管理费用加总，将Inditex采用运费费用，统一放图销售费用率的对比中，资料来源：各公司公告，申万宏源

4.3 运营能力：LATR模式运营高效，存货周转行业领先

- **低存货高周转，资产运营效率领先。** 希音25年存货周转天数36天，周转速度明显更快，主要因为其他公司更多是期货备货制，而SHEIN通过LATR模式实施小单快返策略，从结构上最大限度地降低了产品备货，使库存保持在低水平。
- **净现比稳步提升，缩小行业差距。** 公司经营活动现金流持续为正且快速增长，2025年经营现金流28.4亿美元，净现比1.4，处于行业中游，与赛维时代（4.4）、Inditex（1.5）、HM（2.6）仍有差距，但高于NIKE（0.9）、Adidas（0.6）。

图27：希音库存周转天数较低

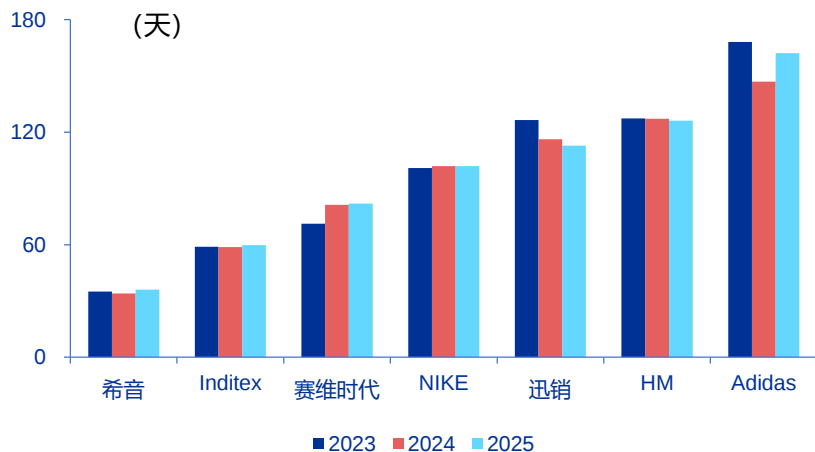
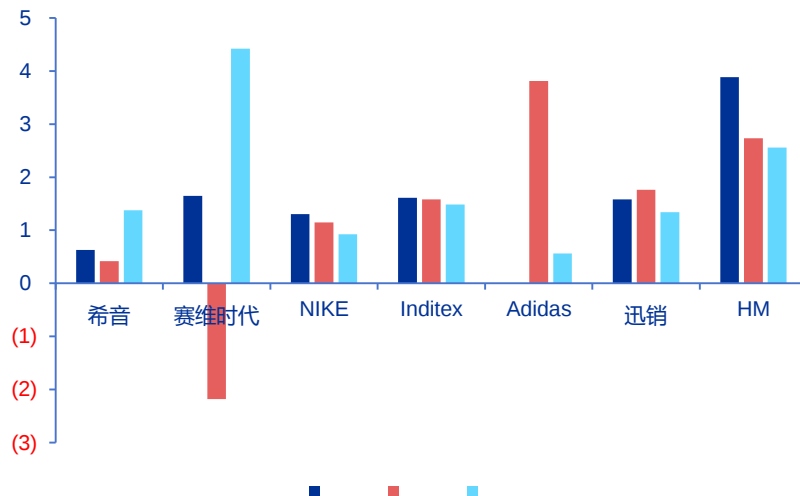


图28：希音净现比处于行业中游



4.3 运营能力：LATR模式运营高效，存货周转行业领先

- **资产周转率较快。**希音总资产周转率在2.0-2.5次左右，与赛维时代相当，显著高于同行其他公司，主要因轻资产运营模式带来更高的周转效率。
- **账面资产负债率偏高，剔除可转换可赎回优先股为正常水平。**2023年至2025年，希音账面资产负债率分别为184.4%、152.5%和134.4%。主要因公司进行了多轮优先股融资，截至2025年末可转换可赎回优先股账面价值高达180.5亿美元，会计准则分类至债务，导致账面负债被动放大。若剔除优先股影响，其25年资产负债率在44%的健康水平。

图29：公司总资产周转率稳定

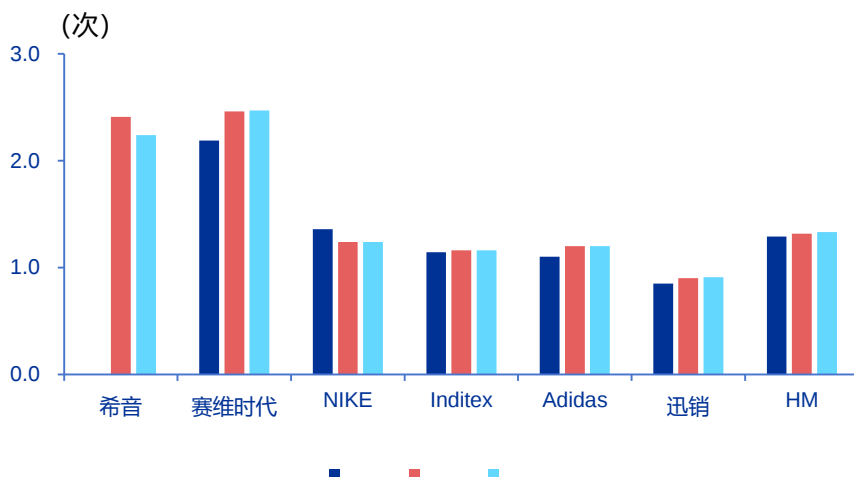
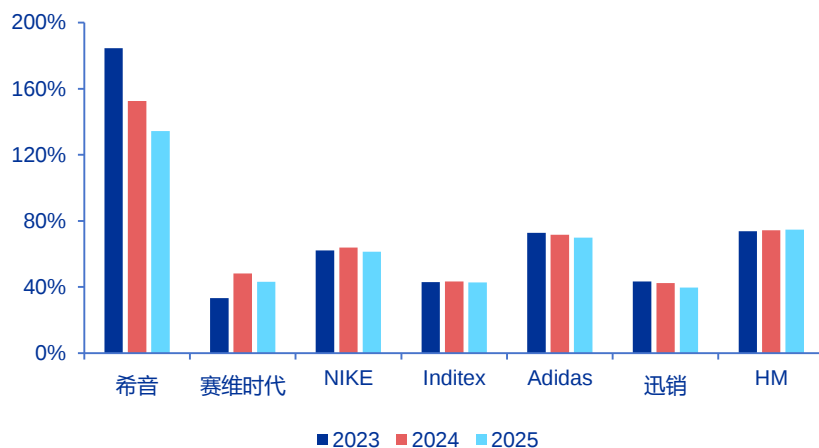


图30：希音资产负债率



主要内容

1. 全球在线时尚龙头，规模稳步成长
2. 全球时尚行业快速发展，线上渗透率提升
3. 自创大规模小单快返，高频上新激发需求
4. 财务上周转效率较高，利润率有提升空间
5. 风险提示

行业重点公司估值表

表10：重点公司估值表

	证券代码	公司简称	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE			CAGR (26-28)	PEG 26E
			2026/8/11	26E	27E	28E	26E	27E	28E		
时尚品牌	NKE.N	Nike	613	25.4	31.7	36.8	24	19	17	20.4%	1.2
	ADS.DY	Adidas	290	16.3	19.6	22.6	18	15	13	18.0%	1.0
	9983.T	迅销	250,504	5,090	5,733	6,419	49	44	39	12.3%	4.0
	ITX.MA	Inditex	1,835	68.3	74.6	81.0	27	25	23	-	-
	HMB	HM	2,885	125.3	136.6	146.2	23	21	20	8.0%	2.9
	LULU.O	Lululemon	136	12.5	12.4	13.1	11	11	10	2.4%	4.6
	PUM.DY	Puma	39	-2.1	0.8	1.8	-19	51	22	-	-
	DECK.N	Deckers	128	10.3	11.0	11.8	12	12	11	7.2%	1.7
	ONON.N	On Running	103	4.0	5.0	6.0	26	21	17	22.2%	1.2
跨境电商	AMZN.O	Amazon	29,368	1,354	1,179	1,519	22	25	19	5.9%	3.7
	9988.HK	Alibaba	24,237	1,064	1,491	1,966	23	16	12	35.9%	0.6
	PDD.O	PDD	1,288	144.0	175.0	205.6	9	7	6	19.5%	0.5
	301381.SZ	赛维时代	93	4.3	5.5	6.4	22	17	14	22.7%	1.0
	300866.SZ	安克创新	699	31.8	38.9	46.6	22	18	15	21.1%	1.0
	300592.SZ	华凯易佰	65	3.4	4.4	5.4	19	15	12	25.9%	0.7

资料来源：Wind, Bloomberg, 申万宏源研究；海外公司货币单位均为本币，盈利预测来自Bloomberg；港股公司市值、盈利预测均为港币，盈利预测来自Bloomberg，A股公司赛维时代、安克创新盈利预测来自申万宏源研究，华凯易佰来自Wind一致预测

5. 风险提示

- **1、国际贸易与地缘政策风险：**全球贸易保护主义抬头，跨境监管政策多变。2025年美国取消800美元小包免税，致使公司2025年、2026年Q1美国营收同比下滑3%、14%；2026年7月欧盟取消150欧元包裹免税，覆盖公司约35%营收。公司履约费用率逐年攀升，2023-2025年为42%、43%、46%，关税成本持续抬升压缩利润，多国政策收紧将进一步冲击营收与盈利。
- **2、行业竞争与增长风险：**全球跨境快时尚赛道竞争白热化，除中小卖家同质化竞争外，还面临TEMU低价补贴、TikTok内容电商分流、亚马逊跨界挤压等。公司增长已经有所放缓，2023-2025年收入增速从41%降至21%、8%。若新品迭代、海外本地化落地不及预期，可能削弱公司增长与盈利稳定性。
- **3、供应链与产品经营风险：**公司依托数千家分散中小代工厂搭建柔性供应链，可能难以全覆盖核查劳工、环保合规问题，合作方负面舆情将直接冲击品牌口碑。同时海外物流、仓储存在运营中断、安全事故及成本上涨风险，叠加原材料波动、区域性供应链扰动，持续增加履约的不确定性，抬高经营与管理成本。
- **4、合规监管风险：**公司全球化经营面临多国严苛监管，涵盖数据隐私、消费者权益、进出口管控、劳工及ESG等领域，跨境数据传输、Cookie、环保等合规要求持续收紧，违规或面临高额罚款与业务限制。同时公司频发知识产权相关诉讼，常态化法务支出叠加多重合规压力，持续制约全球业务稳健运营。
- **5、海外专项监管与舆论风险：**公司近年来遭遇海外市场关于供应链劳工、环保、商品溯源的负面质疑与不实指控，容易引发大规模负面舆情，触发海外专项监管审查与调查。此类事件会损害品牌国际声誉，阻碍海外市场拓展，极端情况下可能会造成公司局部业务受限、经营受阻。
- **6、财务波动风险：**公司持有180.5亿美元可转换可赎回优先股，其公允价值波动会产生大额非现金损益，扰动账面利润，直接导致年利润下滑、年Q阶段性亏损，财务数据波动剧烈。同时跨境业务持续暴露于汇率波动环境，汇兑损益不断侵蚀经营收益，进一步削弱整体盈利稳定性。

5. 风险提示

- **7、股权架构与投资者权益风险：**公司采用AB股同股不同权架构，创始人凭借高投票权A类股，掌控公司战略等核心事项。公众股东所持股份投票权微弱，可能无法通过常规股东投票对管理层形成有效约束。
- **8、市场需求与经营波动风险：**海外终端消费易受全球通胀、经济下行影响，需求波动不确定性较强。快时尚潮流迭代速度快，若公司选品、上新节奏与市场偏好脱节，可能出现商品滞销、库存积压问题，直接拖累整体营收表现与毛利率水平，加剧经营波动。
- **9、平台化转型与业务拓展风险：**公司推进平台化转型，新业务模式尚未成熟，面临商家管理、品控统一、行业竞争等多重挑战。平台转型需持续投入大量技术及营销成本，若持续加大投入，可能压制盈利水平。
- **10、ESG及可持续经营风险：**全球ESG监管与市场标准持续收紧，对企业环保、劳工及可持续经营要求不断提升。公司供应链体系庞大且分散，合规整改、体系优化需持续投入人力与资金，增加经营成本。同时ESG负面舆情会损害品牌口碑，影响商业合作与资本市场认可度。
- **11、人才与运营管理风险：**跨境快时尚行业高端人才竞争激烈，核心运营、技术、设计人才存在流失风险。公司业务高速扩张，高度依赖核心管理层，存在决策集中、人员变动引发的经营不确定性。
- **12、上市后资本市场风险：**公司上市后，股价易受地缘局势、行业政策、市场情绪及估值波动影响，波动幅度较大。后续限售股解禁、行业估值回调等压力，会加剧二级市场资金波动，影响股价表现的稳定性。

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过compliance@swsresearch.com索取有关披露资料或登录www.swsresearch.com信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swhyse.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swhyse.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swhyse.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhyse.com
华东创新团队	朱晓芝	18702179817	zhuxiaoyi@swhyse.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	： 相对强于市场表现20%以上；
增持 (Outperform)	： 相对强于市场表现5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	： 相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	： 相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	： 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	： 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	： 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数： 沪深300指数 (A股)、恒生中国企业指数 (H股)、纳斯达克指数 (美股)

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司<http://www.swsresearch.com>网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人无权在任何情况下使用他们。

有信仰 敢担当 守正创新 追求卓越

上海申银万国证券研究所有限公司
(隶属于申万宏源证券有限公司)



申万宏源研究微信订阅号



申万宏源研究微信服务号